



화학업계의 불독(Bull-Dog) 황주원입니다.

(02)3770-3564

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

동양증권

금호석유 (011780)

[2013년 1분기 실적]

'업황은 나쁜데, 실적은 좋다'는 의미?!

투자의견: BUY (Maintain)

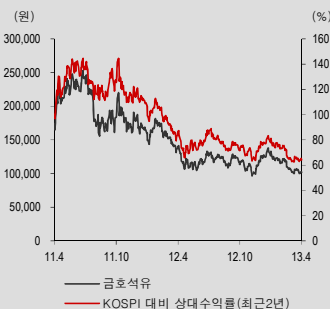
목표주가: 120,000원

화학

주가	102,000원
자본금	1,675억원
시가총액	31,865억원
주당순자산	52,274원
부채비율	161.53%
총발행주식수	33,491,177주
60일 평균 거래대금	193억원
60일 평균 거래량	173,278주
52주 고	141,500원
52주 저	96,800원
외인지분율	10.90%
주요주주	박찬구 외 6인 24.19%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(2.9)	(21.5)	(27.1)
상대	(2.7)	(2.3)	(2.2)
절대(달러환산)	(5.8)	(26.7)	(26.5)



자료: Datastream



Why This Report

금호석유주는 정유/화학업체 가운데 가장 빨리 2013년 1분기 실적을 발표했습니다. 그만큼 자신 있다는 방증이지요. 1분기 영업이익의 규모는 783억원으로, 시장 예상치 669억원을 상회하는 수준이었습니다. 타이어가 많이 팔리면서 합성고무 업황이 좋아진 것인지를 IR 팀에 물어봤습니다. '업황은 안좋은데, 실적은 좋았습니다'라는 대답이 돌아왔습니다. 선문답 같은 대답을 이해하는데 시간이 걸렸지요. '위기관리' 능력이 좋아졌기 때문에 작년 2~4분기와 같은 실적 충격은 더 이상 없습니다라고 재해석 해봤습니다.

Investment Point

2013년 1분기 잠정 실적 : 영업이익 783억원으로, 전분기 대비 156% 회복

- ▶ 2013년 1분기 잠정 매출액 1조 4,149억원, 연결 영업이익 783억원, 지배주주 순이익 331억원을 기록함. 영업이익은 전분기 306억원 대비 156% 회복되었음. 합성고무 업황 약세 속에서도 판매시기 조절(lead & lag)을 통한 실적 개선 효과가 컸음. 아쉽게도, 매도가능유가증권(대우건설주, CJ 대한통운주) 손실 180억원이 기록되면서 순이익 규모가 부진했음
- ▶ 사업부문별 추산 영업이익 : 합성고무 362억원(전분기 125억원), 합성수지 107억원(전분기 57억원) 열병합 및 정밀화학 246억원(전분기 161억원), 금호 P&B(주) 68억원(전분기 △36억원)

2013년 2분기 예상 특징 : 영업이익 643억원으로, 조정 예상

- ▶ 2분기 매출액 1조 4,050억원, 영업이익 643억원, 지배주주 순이익 446억원 등으로 예상. 영업이익은 전분기 783억원 대비 18% 정도 조정 받을 것으로 판단
- ▶ 2분기 실적에 영향을 미치는 변수는 1) 합성고무 가격 하락, 2) 정기보수, 3) SSBR 신규설비 가동효과 등. 2,300 ~ 2,400\$(2월 2,800\$) 약세가 예상되는 합성고무 가격과 4월 여수 합성고무/발전소 정기보수는 실적 압박요인임. 반면, 매연저감 타이어 원료인 SSBR 6만톤/년 설비가동은 실적에 긍정적

투자의견 BUY, 목표주가 120,000원 유지

- 신규증설 정점 통과 및 자동차 운행거리 증가 등, 합성고무 업황은 바닥권을 서서히 통과 중
- 지금부터는 부정적인 시각보다 얼마나 빠르게 기업가치가 회복될지에 무게 중심을 둘 때

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	64,574	58,837	58,477	68,079	73,003
매출액증가율	12.9	-8.9	-0.6	16.4	7.2
영업이익	8,390	2,238	3,360	4,895	6,761
영업이익률	13.0	3.8	5.7	7.2	9.3
지배주주귀속 순이익	5,056	1,296	2,189	3,488	5,147
지배주주 귀속 EPS	19,391	4,049	6,982	11,243	16,689
증가율	5.4	-79.1	72.4	61.0	48.4
PER	9.4	31.9	14.6	9.1	6.1
PBR	4.1	2.7	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	6.7	15.5	10.2	8.1	6.0
ROA	11.1	2.8	4.8	6.9	9.4
ROE	44.0	8.7	13.4	18.8	23.1

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

I. 2013년 1분기 잠정 실적 : 영업이익 783억원으로, 시장 기대치 이상

2013년 1분기, 집중판매 전략
유효로 실적 개선

1분기 영업이익 예상치
783억원으로, 전분기 306억원과
시장 기대치 699억원을 상회

2013년 1분기 예상 실적 특징을 “업황 부진 속에 의외의 실적 강세” 로 요약할 수 있다. 1분기 추정실적을 살펴보면, 매출액 1조 4,149억원, 영업이익 783억원, 지배주주 순이익 331억원 등이다. 영업이익은 전분기 306억원 대비 156% 증가하는 수치이다. 지배주주 순이익은 전분기 215억원 적자에서 흑자 전환했다.

부문별 영업이익 추산치를 살펴보면, 합성고무 362억원(전분기 125억원), 합성수지 107억원(전분기 57억원), 금호 P&B(주) 68억원(전분기 △36억원), 기타 특수고무 및 열병합발전 246억원(전분기 161억원) 등이다.

[표1]에서 잘 나타나듯이, 1분기 영업실적 특징을 5가지로 요약할 수 있다.

- 1) 합성고무 추산 영업이익
2012년 4분기 125억원 →
2013년 1분기 362억원(e)

첫째, 2013년 1분기 합성고무 부문(Butadiene Rubber, Styrene Butadiene Rubber) 영업이익은 362억원 수준으로, 전분기 125억원에서 190% 정도 증가했다. 영업이익률도 전분기 2% 수준에서 5%로 회복되었다. 자동차 타이어 수요 약세 등으로 업황 분위기는 좋지 않았지만, 2 ~ 3월 초 합성고무 제품가격 반등시점에 집중적으로 고무 판매를 성사시켰기 때문이다. 세계 1위 합성고무 업체로서의 마케팅 능력이 돋보였다.

표 1. 금호석유(주) 실적 추정치 : 2013년 1분기 잠정 영업이익 783억원(2012년 4분기 306억원, 시장 컨센서스 669억원)

	2011				2012				2013				연간실적			
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2011	2012	2013	2014
생산capa																
SBR (만톤)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	16.3	17.8	17.8	17.8	17.8	48.1	52.4	71.1	71.1
BR (만톤)	5.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	31.2	34.2	34.2	34.2
ABS (만톤)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	25.0	25.0	25.0	25.0
가황촉진제 (만톤)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	8.0	8.0	8.0	8.0
스티 (톤/시간)	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,330.0
전기 (MWH)	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	232.5
BPA (만톤)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	28.0	31.8	43.0	43.0
EPDM (만톤)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	4.0	4.0	10.0	10.0	13.0	16.0
M DI (만톤)	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	15.0	17.5	20.0	20.0
매출액	16,002	17,077	16,603	14,892	16,226	15,840	14,317	12,454	14,149	14,050	14,800	15,478	64,574	58,837	58,477	68,079
합성고무	7,877	9,818	9,456	8,282	8,706	8,567	6,928	6,174	6,782	6,937	7,388	8,146	35,433	30,375	29,253	34,266
SBR \$/MT	3,146	3,723	3,948	3,076	3,304	2,994	2,596	2,440	2,375	2,528	2,680	2,694	3,473	2,834	2,569	2,694
BR \$/MT	3,700	4,037	4,433	3,402	3,648	3,363	2,998	2,669	2,550	2,767	2,856	2,949	3,893	3,170	2,781	2,788
부타디엔 (원재료) \$/MT	2,395	3,608	3,724	2,307	3,468	2,606	2,133	1,686	1,911	2,000	2,285	2,291	3,009	2,473	2,122	2,345
합성수지	3,462	3,206	2,741	3,029	3,421	3,228	3,372	2,871	3,315	3,293	3,726	3,656	12,438	12,892	13,990	14,191
ABS \$/MT	2,277	2,226	2,178	1,867	2,091	1,903	1,947	1,920	1,932	1,983	1,982	1,945	2,137	1,965	1,961	1,926
PS \$/MT	1,472	1,546	1,580	1,448	1,545	1,507	1,546	1,709	1,803	1,767	1,739	1,674	1,512	1,577	1,746	1,612
SM (원재료) \$/MT	1,404	1,410	1,477	1,293	1,433	1,361	1,424	1,596	1,647	1,586	1,542	1,453	1,396	1,454	1,557	1,498
고무약품/유틸리티	1,181	1,074	1,158	1,082	1,200	1,333	1,274	1,257	1,257	1,206	1,331	1,366	4,495	5,064	5,161	6,338
금호P&B	3,482	2,978	3,248	2,569	2,899	2,712	2,743	2,152	2,796	2,614	2,354	2,310	12,277	10,506	10,074	13,284
에폭시 \$/MT	2,999	3,726	3,409	3,286	2,999	3,101	2,991	3,003	2,922	2,906	2,950	3,003	3,355	3,024	2,945	2,964
BPA \$/MT	2,223	2,435	2,258	1,593	1,668	1,665	1,680	1,752	1,832	1,661	1,657	1,555	2,127	1,691	1,676	1,720
페놀 \$/MT	1,560	1,811	1,610	1,370	1,324	1,407	1,298	1,461	1,488	1,435	1,499	1,529	1,588	1,373	1,488	1,423
아세톤 \$/MT	875	1,101	1,086	995	981	978	898	914	1,046	996	1,011	965	1,014	943	1,005	1,037
벤젠 (원재료) \$/MT	1,149	1,145	1,145	990	1,183	1,102	1,178	1,365	1,400	1,293	1,230	1,179	1,107	1,207	1,276	1,245
영업이익	2,898	2,685	1,904	904	1,219	261	452	306	783	643	806	1,128	8,390	2,238	3,360	4,895
합성고무	1,679	1,669	1,279	696	753	-6	140	125	362	259	460	660	5,325	1,012	1,741	2,480
Cash마진 \$/MT	1,420	1,119	789	423	613	201	251	251	372	305	441	561	938	329	420	510
합성수지	312	149	55	-60	86	-1	135	57	107	119	100	110	456	276	436	327
Cash마진 \$/MT	586	299	236	318	200	196	242	131	257	311	226	260	360	192	264	194
고무약품/유틸리티	257	270	182	267	294	186	189	161	246	180	192	229	976	830	847	1,172
금호P&B	650	597	399	-2	32	82	-26	-36	68	86	54	128	1,634	52	336	916
Cash마진 \$/MT	699	785	474	315	260	221	238	175	251	316	357	311	568	224	309	330
지배주주 순이익	1,962	1,790	900	404	1,016	89	406	-215	331	446	595	818	5,056	1,296	2,189	3,488
EPS 원/주													19,391	4,049	6,982	11,243
BPS 원/주													44,423	47,407	52,274	61,017

자료 : 동양증권 리서치센터

① 수요 둔화에 따른 판매부진 상황은 2분기와 3분기가 비슷하다. 합성고무 설비가동률은 2012년 3분기 94%를 단기 고점을 기록한 후, SBR 11만톤 증설이 완료된 4분기에는 79%로 낮아졌다. 2013년 1분기에는 80% 중반 가동율을 기록한 것으로 추정된다. 연산 59만톤 생산능력을 가지고 있는 SBR 은 100% 가동을 유지한 반면, 34만톤 생산능력의 BR 은 70% 중반 수준에서 그쳤다. BR 가동율이 낮은 것은 트럭 등 상용차용 타이어 시장 부진 현상이 이어지고 있기 때문이다. 미쉐린에서 발표되는 1 ~2월 미국지역 트럭용 타이어 판매량은 신차용 △10%, 교체용 △4% 등으로 부진했다.

② 2013년 합성고무 제품가격 2012년 4분기 2,677\$에서 2013년 1분기 2,562\$로 낮아졌다. 반면, 원료인 부타디엔은 급등락이 이어지는 가운데 전분기 1,673\$에서 1,832\$로 오히려 상승했다. 정상적으로 판매가 진행되었다면, 1분기 합성고무(BR) 스프레드는 '전분기 763\$에서 2013년 1분기 642\$로 낮아졌다.

이런 여건에도 불구하고, 합성고무 실적이 개선된 것은 선택적인 판매 덕택이다. 합성고무 가격 월별 흐름을 살펴보면, 1월 BR 2,500\$ → 2월 2,700\$ → 3월 중순 2,300\$ 등의 흐름이었다. 제품 가격이 상승했던 2월에 기존 재고와 3월 생산물량을 집중적으로 판매를 시도했다. 특히, 구매수요가 약했던 중국 물량을 아시아 지역 등 타지역으로 전환하면서 3월에 나타난 합성고무 제품가격 급락 충격을 피할 수 있다.

2) 합성수지 추산 영업이익
2012년 4분기 57억원 →
2013년 1분기 107억원(e)

둘째, 2013년 1분기 합성수지 부문의 추정 영업이익은 107억원으로, 전분기 57억원 수준에서 소폭 개선이 될 것으로 기대된다. 스프레드는 약세를 보였지만 판매 물량이 늘어났기 때문이다. 합성수지 설비 가동률은 지난 4분기 72%에서 80% 초반으로 높아졌다. 계절적인 비수기를 마무리 짓고 판매가 회복되었기 때문이다. 반면, [그림3]에 보이듯이 ABS 제품 1톤당 Cash 마진은 2012년 4분기 296\$에서 2013년 1분기 266\$로 소폭 낮아졌다. ABS 제품가격은 1920\$에서 2011\$로 상승했지만, 주 원료인 SM 과 부타디엔 상승으로 투입 원료단가는 1,624\$에서 1,745\$로 더 높아졌기 때문이다.

3) 열병합 및 정밀화학
추산 영업이익
2012년 4분기 161억원 →
2013년 1분기 246억원(e)

셋째, 2013년 1분기 정밀화학/열병합발전/기타 부문의 추정 영업이익은 246억원으로, 전분기 161억원 대비 회복되었다. 발전소 사업은 영업이익률 40% 후반의 호조세가 지속되고 있다. 반면, 정밀화학제품(타이어용 가황촉진제 및 노화방지제) 설비는 50%를 가동하고 있지 못하다. 글로벌 타이어시장 부진 속에 중국 물량 압박이 계속되고 있기 때문이다. 거의 1년 내내 소폭의 적자 상황이 이어지고 있다.

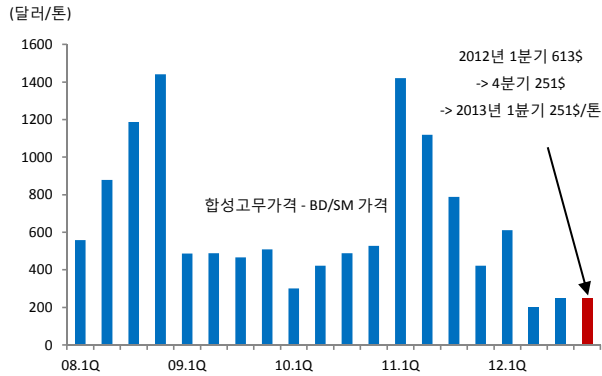
4) 금호 P&B(78% 자회사)
추산 영업이익
2012년 4분기 36억원 적자 →
2013년 1분기 68억원(e)

넷째, 2013년 1분기 금호 P&B(78% 자회사, 연결 대상)의 추정 영업이익은 68억원으로, 전분기 △36억원 대비 축소될 전망이다. 2012년 하반기에 원료인 벤젠 및 프로필렌 가격을 주력제품인 BPA 및 Epoxy 에 전가시키지 못했던 상황이 조금씩 바뀌었다. BPA 수출가격인 2012년 1,694\$에서 2013년 1분기 1,852\$로 높아졌기 때문이다. 이를 배경으로, BPA 1톤당 Spread(=BPA - 0.8*벤젠 - 0.24*프로필렌)도 전분기 401\$에서 511\$로, 회복되었다.

5) 처분가능유가증권 손실
180억원(전분기 600억원 손실),
지분법평가이익 100억원(전분기
128억원)

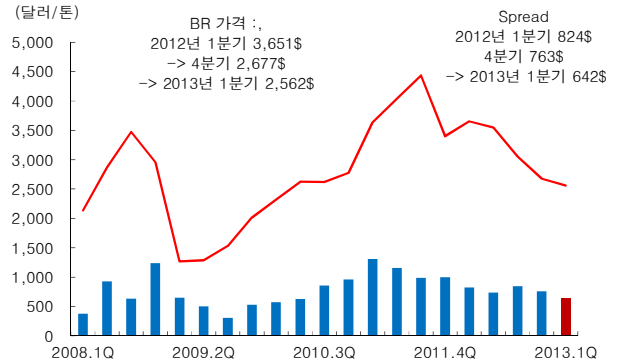
다섯째, 보유유가증권인 대우건설(주) 및 CJ 대한통운(주) 주가하락으로, 영업외 평가 손실이 약 180억원 발생되었다. 주력 자회사인 금호미쓰이(주) 및 금호폴리켄(주)으로 발생하는 지분법 평가이익은 전분기 120억원에서 100억원으로 축소되었다. 우레탄 비수기 영향으로 MDI 를 생산하는 금호미쓰이(주) 실적이 소폭 줄어들었기 때문이다.

그림 1. 금호석유주의 합성고무 부문(BR 및 SBR) 분기별 Spread



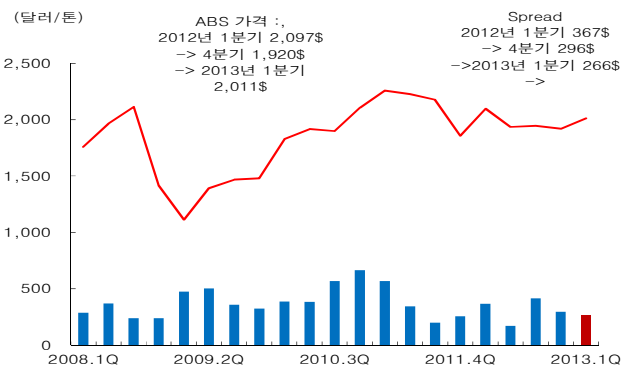
자료 : 동양증권 리서치센터

그림 2. 금호석유주의 합성고무 spot 제품가격(BR)



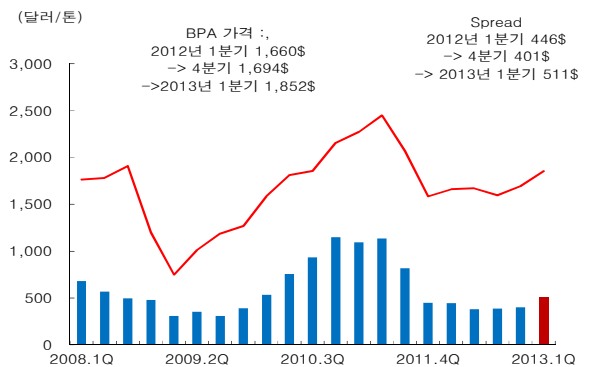
자료 : 무역협회, 동양증권 리서치센터

그림 3. 금호석유주 합성수지 부문 spot 제품가격(ABS)



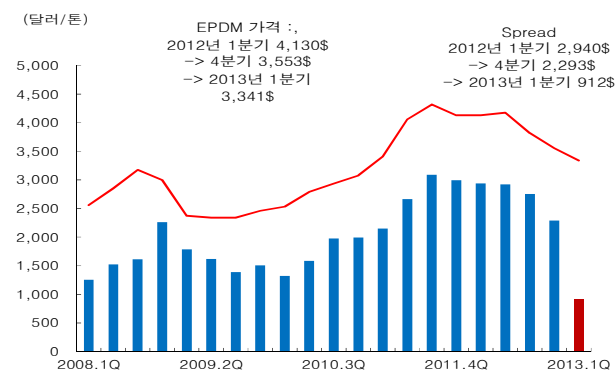
자료 : 씨스캅닷컴, 동양증권 리서치센터

그림 4. 금호 P&B주의 핵심제품 spot 가격(BPA)



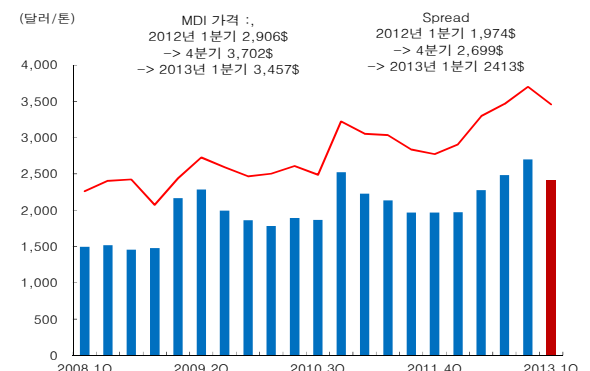
자료 : 무역협회, 동양증권 리서치센터

그림 5. 금호폴리켐주의 핵심제품 spot 가격(EPDM)



자료 : 무역협회, 동양증권 리서치센터

그림 6. 금호미쓰이주의 핵심제품 spot 가격(MDI)



자료 : 무역협회, 동양증권 리서치센터

II. 2013년 2분기 예상 실적 : 영업이익 643억원으로, 전분기 대비 소폭 조정 예상

2013년 2분기
예상 매출액 1.4조원,
영업이익 643억원,
순이익 446억원

2013년 2분기 실적 예상 특징을 '바닥권 통과중' 으로 표현할 수 있다. 예상 실적을 정리해 보면, '매출액 1조 4,050억원, 영업이익 643억원, 지배주주 순이익 446억원' 등이다. 영업이익 규모는 전분기 783억원 대비 18% 정도 감소할 것으로 예상된다.

2분기 합성고무 예상 영업이익은 259억원 수준으로, 전분기 대비 소폭 감소할 것으로 예상된다. 특히, 2분기에는 글로벌 합성고무 증설 물량 본격 가동, 고무가격 약세, 정기보수 등은 약세로 작용하는 반면, 신규로 가동하는 고가의 SSBR(Solution SBR)은 새로운 희망으로 떠오를 전망이다.

2013년 글로벌 합성고무 증설
영향은 1 ~ 2분기에 집중

첫째, 2013년 글로벌 합성고무 신규증설은 1분기와 2분기 초에 집중되어 있다. [표2]에 나타나듯이, 중국 Transfar Group(중) 10만톤, Maoming 석화(중) 10만톤, YPC GPRO(중) 10만톤 등 BR 신규 설비 가동 영향으로 2분기에는 공급압박이 이어질 전망이다. 그러나, 2012 ~ 2014년 합성고무 증설 정점이 2013년 1 ~ 2분기라는 점은 다행이다.

합성고무 및 천연고무 가격 약세
불가피

둘째, 2분기 합성고무 가격은 2,300 ~ 2,400\$ 수준의 약세 흐름이 이어질 것으로 예상된다. [그림7]에 나타나듯이, 2013년 4월 초 BR 가격은 2,300\$ 수준으로 2월 2,700\$에서 떨어져 있다. 천연고무 가격도 2월 3,100\$에서 2분기 초에 2,550\$ 까지 낮아졌다. 수요 부진으로, 중국 및 일본의 고무 재고가 높게 유지되는 가운데, 3월 말을 기점으로 천연고무 가격 안정화 조치가 종료되었기 때문이다. 세계 최대 천연고무 생산국인 태국정부는 2012년 10월부터 2013년 3월까지 천연고무를 구입해 수출을 최대한 억제하는 정책을 펴왔다. 천연고무 가격도 2,400\$에서 3,200\$까지 상승하는 효과를 거두었다. 이조치가 4월부터는 없어지는 것이다.

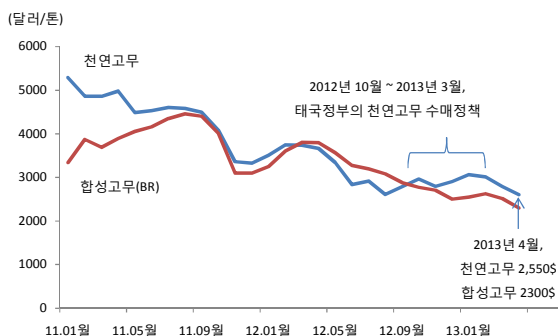
4월 한달간 여수 합성고무(BR
12만톤) 정기보수

셋째, 정기보수에 따른 기회손실이 예상된다. 4월 한달간 여수 BR(Butadiene Rubber) 12만톤 설비 가동을 중단하게 된다. 당초 2주 정도 예정되었지만, 수요환경 약화를 반영해 정기보수 기간을 늘렸다. 합성고무 가운데 BR 설비가동률은 1분기 70% 수준에서 4월에는 50% 수준으로 낮아지게 된다. 5월 가동율이 회복되지만, 평균 BR 가동률은 1분기보다는 낮을 것으로 보인다.

SSBR 양산 4월부터 시작으로
긍정적

넷째, 2013년 4월부터 고급타이어 소재로 사용되는 SSBR(Solution SBR) 6만톤 신제품 판매가 본격화된다. SSBR은 기존 SBR에 마찰열을 줄이기 위해 사용하던 흑연 대신에 실리카(규소)를 사용하기 때문에 친환경 타이어 재료로 채용이 본격화되고 있다. SBR 가격 보다 15% 정도 높게 판매된다. SSBR 영업이익율도 기존 SBR의 5% 내외보다 높은 10% 초중반 수준이다.

그림 7. 천연고무와 합성고무 가격 추이 : 2분기 가격 약세 불가피



자료: bloomberg, ICIS, 무역협회

표 2. 2013년 글로벌 합성고무 증설 계획 : 2분기를 정점으로 증설압박 완화

시	기	기업(증설 국가)	합성고무	증설규모(톤)
2013년	2월	Transfar Group(중국)	BR	100,000
	2월	Maoming Petchem(중국)	BR	100,000
	1분기	India Oil(인도)	SBR	120,000
	2분기	YPC GPRO(중국)	BR	100,000
	6월	JSR(태국)	SSBR	0,000
	6월	Zeon(싱가폴)	SBR	40,000
	3분기	Petrochina Sichuan petchem(중국)	BR	150,000
	4분기	Sumitomo Chemical(일본)	SSBR	40,000
	4분기	ONGC(인도)	SBR	115,000
	4분기	LG화학(한국)	SSBR	60,000

자료: Platts

III. 결 론 : 목표가격 12만원, 2013년 2분기 수요 및 공급 바닥권 통과에 주목

2013년 1분기, 13만원에서
10만원으로 주가 조정.
합성고무 업황 약세 속에
Overhang 이슈가 부각되었기
때문

[그림8]에서 나타나듯이, 2013년 1분기 주가는 13만원에서 출발해서 10만원 수준으로 하락하는 모습을 보였다. 주가 약세 배경은 2가지 때문이었다. 첫째, 합성고무 회복 지연 우려감이 컸다. 타이어 판매 부진 여파로 인해, 3월 접어들면서 천연고무 및 합성고무 가격이 하락하는 모습을 보였다. 특히, 중국 경쟁사의 합성고무 증설이 대규모로 진행되었다는 점도 부정적인 영향을 미쳤다. 둘째, 채권단 주주가 보유하고 있는 주식 출회 우려감(lock-up 물량)이 부각되었다. 2013년 5월 3일부터, 산업은행(주) 4,281,715주(총발행 주식의 14.1%), KB 은행(주) 466,500주(1.5%), NH 은행(주) 295,029주(1.0%) 등에 대한 매도제한이 해제되기 때문이었다.

2013년 2분기 주가는 Overhang
해소 이후 점진적 회복 가능

그러나, 2013년 2분기 중순부터 점진적인 주가 회복 가능성이 높은 것으로 판단된다. 합성고무의 글로벌수급 여건의 최악 국면이 지나가고 있다는 점을 고려한 결과이다. 추가적인 주가 하락 보다는 어느 정도까지 주가가 회복될 수 있느냐에 주목해야 할 것이다.

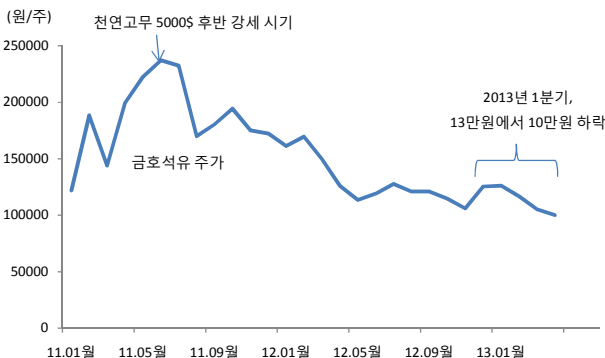
이제부터는 주행거리 증가후
9개월 뒤에 타이어판매가
회복되는 시차에 주목해야함

2013년 2 ~ 3분기, 합성고무 부문 수급이 최악 국면 탈출 가능성은 [표2]와 [그림9]에서 힌트를 얻을 수 있다. 우선, 합성고무 신규 증설은 2013년 2분기를 기점으로 소강국면에 접어든다. 뿐만 아니라, 자동차 운행거리와 타이어판매의 시차성을 고려하면, 타이어 수요는 점차 회복국면에 진입할 것으로 예상된다. 과거 추이를 살펴보면, 미국의 자동차 운행거리가 증가하기 시작한 이후 약 9개월이 지나면, 타이어 판매가 증가했다. 2012년 3분기부터 미국의 자동차운행 거리가 상승세에 접어들었다. 과거 경험에 매치시키면, 2013년 2 ~ 3분기 중으로 타이어 판매가 본격적인 회복국면에 진입할 수 있어 보인다.

평균적으로 창출할 수 있는 연간
영업이익 4,866억원을 기준으로
산정한 적정가 12만원

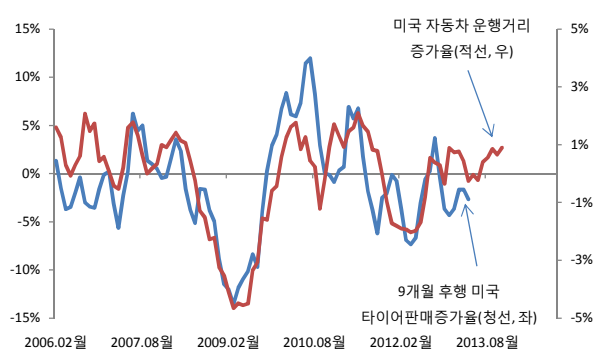
[표3]는 동사가 평균적으로 창출할 수 있는 이익 규모이다. 과거 10개년 평균 영업이익률을 적용하면, Cycle에 관계없이 평균적으로 창출할 수 있는 연간 실적을 추정할 수 있다. 추정된 결과는 ‘매출액 6.2조원, 영업이익 4,866억원, 지배주주 순이익 3,366억원’ 등이다. 평균이익을 적용한 주당순자산(BPS) 5.8만원에 2009년 대우건설 풋백옵션 이후 평균 PBR 2.0배를 적용한 목표주가는 12만원 수준이다.

그림 8. 금호석유(주) 주가 동향



자료: 동양증권 리서치센터

그림 9. 미국 자동차 운행거리 증가율과 타이어 수요관계



자료: 동양증권 리서치센터

표 3. 10년 평균 이익율을 적용한 금호석유(주) 추정 실적

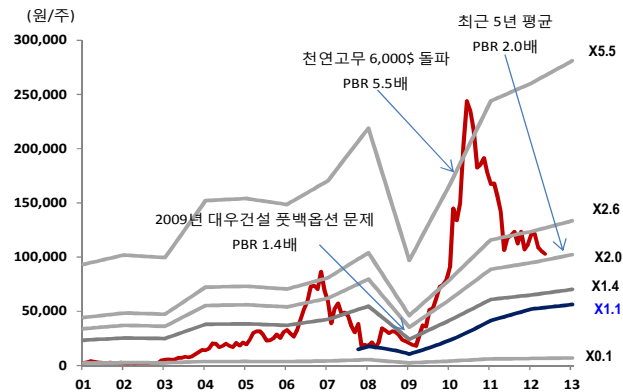
구분	10년 평 이익율을 적용한 추정 실적
매출액 (억원)	62,130
합성고무 부문	32,511
합성수지 부문	12,795
유틸리티 등	5,722
금호P&B	11,103
영업이익 (억원)	4,866
정유 부문	2,847
석유화학 부문	164
유틸리티 부문	1,293
자원개발 부문	562
영업이익률	7.8%
정유부문	8.8%
석유화학 부문	1.3%
유틸리티 부문	22.6%
자원개발 부문	5.1%
지배주주순이익 (억원)	3,366
EPS (원/주)	11,048
BPS (원/주)	58,455
적정주가 범위	[최저] [평균] [최고]
기준 PER (배)	8.6
적정주가 (원/주)	95,000
기준 PBR (배)	1.4
적정주가 (원/주)	70,000
	2.0
	120,000
	190,000

주 : 평균실적 산정방식

- ① 매출액은 2013년 ~ 2014년 부문별 추정실적을 평균함
- ② 영업이익은 매출액에 부문별 10년 평균 영업이익률을 적용해서 산출함
- ③ 기준 PER 및 PBR은 과거 10년래 최저, 평균, 최고치를 각각 적용함

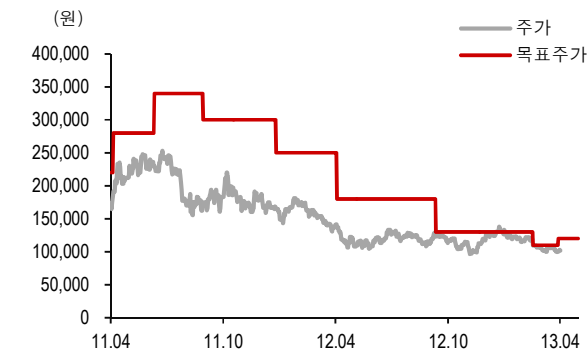
자료 : 동양증권 리서치센터

그림 9. 금호석유(주) PBR 밴드 : 바닥권 7만원 vs 적정주가 12만원



자료 : 동양증권 리서치센터

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



자료 : 동양증권

날짜	투자 의견	목표주가
2013-04-12	BUY	120,000
2013-04-08	BUY	120,000
2013-02-26	HOLD	110,000
2013-02-25	HOLD	130,000
2013-01-07	HOLD	130,000
2012-12-07	HOLD	130,000
2012-10-08	HOLD	130,000
2012-09-21	HOLD	130,000
2012-07-09	BUY	180,000
2012-04-13	BUY	180,000

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 금호석유종목을 기초자산으로 하는 주기연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -100이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경
- 본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

금호석유 (011780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	64,574	58,837	58,477	68,079	73,003
매출원가	54,103	54,806	50,571	57,887	60,944
매출총이익	10,470	4,031	7,906	10,192	12,059
판매비	2,080	1,793	4,545	5,298	5,298
영업이익	8,390	2,238	3,360	4,895	6,761
EBITDA	9,936	3,837	4,995	6,567	8,406
영업외손익	-807	-901	-413	-167	146
외환관련손익	-187	57	-37	11	1
이자손익	-1,313	-878	-662	-668	-554
관계기업관련손익	728	670	455	490	699
기타	-35	-750	-170	0	0
법인세비용차감전순이익	7,584	1,337	2,947	4,728	6,907
법인세비용	2,146	76	719	1,092	1,593
계속사업순이익	5,438	1,261	2,228	3,636	5,314
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,438	1,261	2,228	3,636	5,314
지배지분순이익	5,056	1,296	2,189	3,488	5,147
포괄순이익	4,705	1,572	2,228	3,636	5,314
지배지분포괄이익	4,339	1,559	3,247	5,214	7,670

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	20,581	14,901	19,383	21,890	23,961
현금및현금성자산	5,051	2,462	4,145	3,690	4,812
매출채권 및 기타채권	9,205	6,379	7,785	9,290	9,772
재고자산	5,816	5,673	7,051	8,508	8,975
비유동자산	26,561	29,206	28,610	31,118	32,591
유형자산	19,224	21,296	23,409	25,473	26,283
관계기업등 지분관련자산	2,705	3,181	3,636	4,126	4,825
기타투자자산	4,016	4,022	915	915	915
자산총계	47,142	44,107	47,993	53,009	56,552
유동부채	27,132	14,385	14,482	16,353	16,308
매입채무 및 기타채무	7,210	5,115	5,830	6,587	6,830
단기차입금	7,875	7,924	8,238	9,353	7,731
유동성장기부채	11,228	778	-155	-155	1,179
비유동부채	4,440	13,139	15,161	15,161	13,827
장기차입금	2,652	6,521	7,547	7,547	6,213
사채	996	5,580	6,576	6,576	6,576
부채총계	31,572	27,524	29,643	31,514	30,135
지배지분	14,477	15,477	17,106	20,035	24,622
자본금	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675
자본잉여금	2,653	2,653	2,653	2,653	2,653
이익잉여금	10,469	11,132	12,762	15,690	20,277
비지배지분	1,094	1,107	1,244	1,460	1,795
자본총계	15,571	16,584	18,351	21,495	26,417
순차입금	17,637	18,257	17,978	19,547	16,804
총차입금	23,020	20,932	22,336	23,450	21,829

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	6,684	2,455	1,627	3,005	5,987
당기순이익	5,438	1,261	2,228	3,636	5,314
감가상각비	1,460	1,530	1,577	1,627	1,609
외환손익	38	-19	37	-11	-1
총속, 관계기업관련손익	0	0	-455	-490	-699
자산부채의 증감	-1,971	-643	-2,494	-2,594	-1,088
기타현금흐름	1,720	326	735	837	853
투자활동 현금흐름	-2,449	-3,738	-570	-3,675	-2,404
투자자산	449	-38	3,107	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,911	-3,688	-3,690	-3,690	-2,419
유형자산 감소	3	4	0	0	0
기타현금흐름	10	-16	14	15	16
재무활동 현금흐름	-690	-1,319	844	555	-2,181
단기차입금	1,021	-5,159	315	1,114	-1,621
사채 및 장기차입금	-1,534	4,399	1,089	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-230	-559	-559	-559	-559
기타현금흐름	54	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-2	13	-219	-339	-281
현금의 증감	3,543	-2,588	1,682	-455	1,122
기초 현금	1,508	5,051	2,462	4,145	3,690
기말 현금	5,051	2,462	4,145	3,690	4,812
NOPLAT	8,390	2,238	3,360	4,895	6,761
FCF	2,680	-619	-2,010	-848	3,339

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	19,391	4,049	6,982	11,243	16,689
BPS	44,423	47,407	52,274	61,017	74,714
EBITDAPS	34,524	11,458	14,914	19,608	25,100
SPS	224,373	175,679	174,604	203,274	217,977
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	3,634
PER	9.4	31.9	14.6	9.1	6.1
PBR	4.1	2.7	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	6.7	15.5	10.2	8.1	6.0
PSR	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	12.9	-8.9	-0.6	16.4	7.2
영업이익 증가율 (%)	28.3	-73.3	50.1	45.7	38.1
지배순이익 증가율 (%)	7.3	-74.4	69.0	59.3	47.6
매출총이익률 (%)	16.2	6.9	13.5	15.0	16.5
영업이익률 (%)	13.0	3.8	5.7	7.2	9.3
지배순이익률 (%)	7.8	2.2	3.7	5.1	7.1
EBITDA 마진 (%)	15.4	6.5	8.5	9.6	11.5
ROIC	22.6	7.6	8.4	10.9	13.9
ROA	11.1	2.8	4.8	6.9	9.4
ROE	44.0	8.7	13.4	18.8	23.1
부채비율 (%)	202.8	166.0	161.5	146.6	114.1
순차입금/자기자본 (%)	121.8	118.0	105.1	97.6	68.2
영업이익/금융비용 (배)	6.0	2.2	4.0	5.9	8.6

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임