



금호석유 (011780)

이응주 _ (02) 3772-1559 eungju.lee@shinhan.com

박상민 _ (02) 3772-1531 sangminpark@shinhan.com

어닝 서프라이즈지만 아직은 살얼음판!

매수 (유지)

주가 (4월 11일)	102,000 원
목표주가	120,000 원 (하향)
상승여력	17.6%

KOSPI	1,949.80p
KOSDAQ	544.30p
시가총액	3,107.7 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	30.5 백만주
유동주식수	13.2 백만주(43.4%)
52 주 최고가/최저가	141,500 원/96,800 원
일평균 거래량 (60 일)	173,278 주
일평균 거래액 (60 일)	19,330 백만원
외국인 지분율	10.90%
주요주주	박찬구 외 6 인 24.19%
	한국산업은행 14.05%
절대수익률	3 개월 -21.5%
	6 개월 -12.1%
	12 개월 -27.1%
KOSPI 대비	3 개월 -19.7%
상대수익률	6 개월 -12.8%
	12 개월 -25.5%

- ◆ 1Q13 영업이익 783억원으로 당사 추정치(592억원) 상회
- ◆ 생산능력 확대에 따른 합성고무 판매 증가, 3월 영업 호조가 원인
- ◆ 2Q13 영업이익은 전분기와 비슷한 770억원 예상
- ◆ 타이어 수요 위축, 과잉 재고, 정기보수 등을 감안하면 2Q13에 대한 낙관은 금물
- ◆ 투자의견 매수 유지, 목표주가 120,000원으로 하향

1Q13 영업이익 783억원으로 어닝 서프라이즈: 1) 판매량 증가, 3) 3월 영업 호조

금호석유의 1Q13 영업이익은 전분기 대비 156%나 증가한 783억원을 기록했다. 당사 추정치(592억원)나 시장 컨센서스(574억원)를 크게 상회한 실적이다.

깜짝 실적을 시현한 이유는 주력 제품인 합성고무 호전 때문이다. 2012년 하반기 증설한 설비가 본격적으로 가동되면서 판매량이 전분기 대비 20% 가까이 늘었다. 특히 3월달 실적이 좋았다. 합성고무 제품 가격은 높게 책정되었고, 원료(부타디엔)는 싸게 구매했기 때문이다. 판매 가격이 높았던 이유는 고객사와 3월 납품 가격을 결정하는 시점(2월 후반)에 국제 합성고무 및 부타디엔(원료) 가격이 상승세를 보였기 때문이다. 하지만 부타디엔 가격은 3월 들어 급락했다.

2Q13 실적에 대한 낙관은 금물: 1) 타이어 수요 위축, 2) 과잉 재고, 3) 정기보수

1Q13 실적이 좋았다고 2Q13에 대해서도 낙관론을 펼칠 상황은 아니다. 타이어 수요는 위축되었고, 고무 관련 재고는 사상 최고 수준이다. 3월 중순 이후 고무 관련 제품(합성고무, 천연고무, 부타디엔) 가격이 급락하고 있다. 금호석유의 경우 4월에는 BR 공장(범용 합성고무의 일종) 정기보수도 예정되어 있다.

결론적으로 2Q13 영업이익은 전분기와 비슷한 770억원에 그칠 전망이다. 정기보수로 인해 판매량 증가가 미미하고, 달러 기준 제품 가격도 하락세다. 다만 원/달러 환율 상승으로 전체 매출액은 소폭 증가할 수 있다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 120,000원으로 하향

투자의견 매수를 유지하나 수익예상 조정을 반영해 목표주가를 140,000원에서 120,000원으로 하향한다. 2013년 실적 기준 PBR 2.3배에 해당한다. 단기적인 상황은 녹록치 않지만 중장기적인 관점에서 매력적인 주식이다. 타이어 수요가 늘어난다면 세계 1위 합성고무 업체로서의 시장 지배력이 빛을 발할 것이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2011	6,457.4	839.0	758.4	543.8	17,354	57.8	43,226	9.7	7.1	3.9	113.3
2012	5,883.7	223.8	133.7	126.1	3,869	(77.7)	46,211	33.7	15.6	2.8	110.1
2013F	6,121.3	330.4	297.9	225.8	6,489	67.7	51,215	17.7	10.2	2.2	90.8
2014F	7,175.9	560.4	563.7	427.3	11,889	83.2	61,247	9.7	6.9	1.9	74.2
2015F	7,695.6	783.7	789.1	598.1	16,714	40.6	75,919	6.9	5.1	1.5	49.3

금호석유 1Q13 실적 요약

(십억원)	1Q13P	4Q12	QoQ	1Q12	YoY	신한금융	컨센서스
매출액	1,414.9	1,245.4	13.6	1,622.6	(12.8)	1,431.3	14.1
영업이익	78.3	30.6	155.9	121.9	(35.8)	59.2	57.4
세전이익	48.6	(52.6)	흑자전환	132.3	(63.3)	55.1	57.0
순이익	33.1	(21.5)	흑자전환	103.2	(68.0)	39.7	58.6
영업이익률	5.5%	2.5%		7.5%		4.1%	408.5%
순이익률	2.3%	-1.7%		6.4%		2.8%	417.1%

자료: WiseFn, 회사 자료, 신한금융투자 주: 순이익은 지배주주 기준

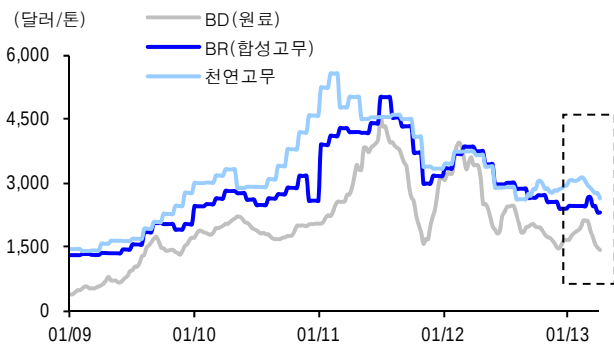
금호석유 사업 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13P	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액 전체	1,622.6	1,584.0	1,431.7	1,245.4	1,414.9	1,481.5	1,570.7	1,654.2	5,883.7	6,121.3	7,175.9
합성고무	870.9	856.7	692.8	617.4	681.3	679.3	716.8	822.4	3,037.8	2,899.8	3,414.7
합성수지	342.0	322.7	337.1	287.2	333.7	348.9	369.3	363.1	1,289.0	1,415.0	1,551.6
페놀 유도체	298.1	282.0	274.3	232.2	281.4	328.6	342.0	331.1	1,086.5	1,283.1	1,565.4
기타	111.6	122.6	127.5	108.6	118.6	124.7	142.5	137.6	470.4	523.3	644.2
영업이익 전체	121.9	26.2	45.2	30.6	78.3	77.0	86.1	89.0	223.8	330.4	560.4
합성고무/수지	83.4	0.5	27.3	18.1	42.4	40.0	58.1	73.7	129.4	214.1	332.5
페놀 유도체	8.4	9.1	(2.3)	(0.2)	7.3	3.3	4.4	7.3	15.0	22.3	86.1
기타	30.0	16.5	20.2	12.7	28.6	33.7	23.6	8.1	79.4	93.9	141.8
매출액 증가율 (분기: QoQ)											
전체	9.0	(2.4)	(9.6)	(13.0)	13.6	4.7	6.0	5.3	(8.9)	4.0	17.2
합성고무/수지	8.0	(2.8)	(12.7)	(12.2)	12.2	1.3	5.6	9.1	(9.5)	(0.3)	15.1
페놀 유도체	(0.6)	(5.4)	(2.7)	(15.4)	21.2	16.8	4.1	(3.2)	(14.1)	18.1	22.0
기타	69.1	9.9	4.0	(14.8)	9.2	5.1	14.3	(3.5)	14.8	11.3	23.1
영업이익 증가율 (분기: QoQ)											
전체	101.6	(78.5)	72.9	(32.3)	155.9	(1.6)	11.8	3.4	(73.4)	47.6	69.6
합성고무/수지	13.4	(99.4)	5,019.9	(33.8)	134.3	(5.7)	45.3	26.9	(77.8)	65.4	55.3
페놀 유도체	4.6	8.2	적전	적지	흑전	(55.1)	35.3	63.9	(91.5)	49.3	285.5
기타	흑전	(44.9)	22.2	(37.1)	124.9	18.1	(30.1)	(65.8)	(5.0)	18.3	51.0
영업이익률 전체	7.5	1.7	3.2	2.5	5.5	5.2	5.5	5.4	3.8	5.4	7.8
합성고무/수지	6.9	0.0	2.7	2.0	4.2	3.9	5.3	6.2	3.0	5.0	6.7
페놀 유도체	2.5	2.8	(0.7)	(0.1)	2.2	0.9	1.2	2.0	1.2	1.6	5.5
기타	26.9	13.5	15.8	11.7	24.1	27.1	16.5	5.9	16.9	18.0	22.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

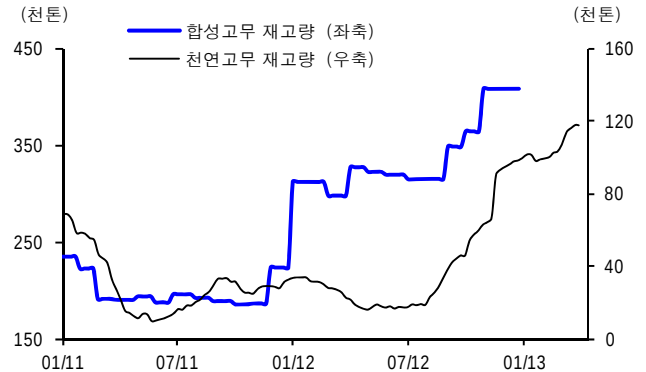
주: K-IFRS 영업이익의 관련 개정사항을 반영하여 분기 영업이익의 소급 변경

금호석유 주요 제품 가격 추이 (합성고무 관련)



자료: Malaysian Rubber Board, ICIS, Platts, 신한금융투자

중국 고무 재고 추이



자료: Shanghai Futures Exchange, CEIC, 신한금융투자

주: 중국 천연고무 재고는 상해, 산둥, 연안, 하이난, 톈진 지역 기준

금호석유 수익예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F
매출액	6,369.4	7,166.9	7,696.7	6,121.3	7,175.9	7,695.6	(3.9)	0.1	(0.0)
영업이익	389.2	597.1	914.0	330.4	560.4	783.7	(15.1)	(6.1)	(14.3)
세전이익	320.2	556.3	877.6	297.9	563.7	789.1	(7.0)	1.3	(10.1)
순이익	230.6	392.2	618.7	223.5	405.9	568.2	(3.0)	3.5	(8.1)
EPS (원)	6,676	11,480	18,219	6,489	11,889	16,714	(2.8)	3.6	(8.3)

자료: 신한금융투자 주: 순이익 및 EPS는 지배주주 기준

금호석유 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)	EBITDA(12MF)	적용배수	산출가치	비고
수익가치(A)	525	8.2	4,315	
화학 부문	424	7.4	3,127	신한금융투자 유니버스 제조업종 대비 10% 할증(경기 회복 초기)
유틸리티 부문	101	11.8	1,188	신한금융투자 유니버스 유틸리티 업종 대비 25% 할증(장기 성장성)
자산가치(B)			1,015	아래 표의 자산가치를 20% 할인
순차입금(C)			1,534	차입금은 2013년말 1분기말 기준 (대우건설/아시아나항공 지분 매각 가정)
우선주 시가총액(D)			79	2013년 4월 11일 종가 기준
비지배주주 지분(E)			111	
목표시가총액(F=A+B-C-D-E)			3,607	
보통주 발행주식수(G)			30,468	
목표주가(H=F/G)			120,000	
현재주가			102,000	2013년 4월 11일 종가 기준
목표수익률			17.6	

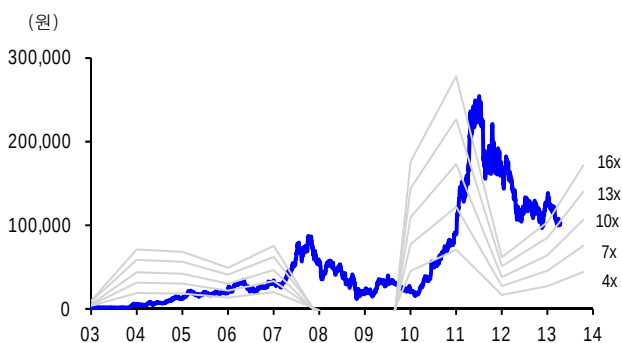
자료: 신한금융투자, 주: 목표주가 하향은 수익 예상 변경 때문

금호석유 투자자산 가치 분석

업체명	주력 제품	지분율 (%)	시가총액 (십억원)	금호석유 투자자산 가치(십억원)			비고
				장부가치	시가	적정가치	
금호미쓰이화학	MDI	50.0		77.8	97.6		P/B 1.3x 적용, 냉장고용 단열재(2013년 ROE 13%)
금호폴리캠	EPDM	50.0		153.1	514.1		P/B 3.5x 적용, 자동차용 특수고무(2013년 ROE 30%)
기타 자회사				87.2	87.2		장부가치 적용, 중국 화학제품 생산/판매 법인
자사주		22.0	2,593.3	40.1	570.4	570.4	시가총액*지분율
합계				731.2	1,704.0		

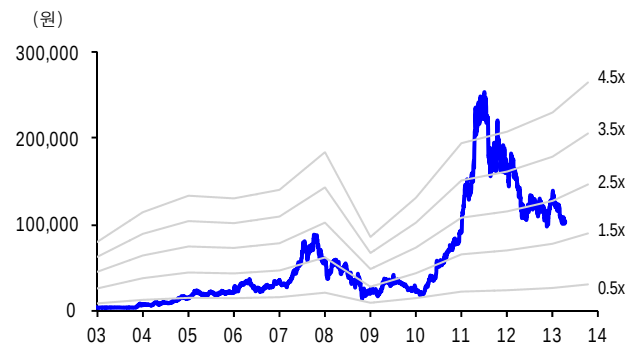
자료: 신한금융투자

금호석유 PER 밴드차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자

금호석유 PBR 밴드차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
자산총계	4,714.2	4,410.7	4,695.2	5,204.1	5,589.4
유동자산	2,058.1	1,490.1	1,865.1	2,146.5	2,356.7
현금및현금성자산	505.1	246.2	407.6	437.5	532.4
매출채권	887.1	585.7	766.1	898.1	961.9
재고자산	581.6	567.3	597.6	717.6	769.6
비유동자산	2,656.1	2,920.6	2,830.1	3,057.6	3,232.6
유형자산	1,922.4	2,129.6	2,350.1	2,595.9	2,746.0
무형자산	35.2	28.4	23.4	18.4	13.4
투자자산	672.1	720.3	414.2	401.0	430.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,157.2	2,752.4	2,867.0	3,018.6	2,882.6
유동부채	2,713.2	1,438.5	1,675.4	1,915.6	1,877.9
단기차입금	787.5	792.4	818.9	855.1	734.1
매입채무	428.1	287.3	372.2	512.6	549.7
유동성장기부채	1,122.8	77.8	177.5	225.2	256.7
비유동부채	444.0	1,313.9	1,191.6	1,102.9	1,004.7
사채	99.6	558.0	502.2	472.0	424.8
장기차입금(장기금융부채 포함)	266.9	653.3	581.7	517.9	461.1
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,557.1	1,658.4	1,828.2	2,185.5	2,706.8
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	265.3	265.3	265.3	265.3	265.3
기타자본	(40.2)	(40.2)	(40.2)	(40.2)	(40.2)
기타포괄이익누계액	8.3	41.9	41.9	41.9	41.9
이익잉여금	1,046.9	1,113.2	1,280.8	1,616.8	2,108.2
지배주주지분	1,447.7	1,547.7	1,715.3	2,051.2	2,542.6
비지배주주지분	109.4	110.7	112.9	134.3	164.2
*총차입금	2,302.0	2,093.2	2,091.0	2,081.9	1,887.4
*순차입금(순현금)	1,763.7	1,825.7	1,659.9	1,622.1	1,333.8

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	6,457.4	5,883.7	6,121.3	7,175.9	7,695.6
증가율 (%)	30.3	(8.9)	4.0	17.2	7.2
매출원가	5,410.3	5,480.6	5,592.2	6,400.2	6,681.0
매출총이익	1,047.0	403.1	529.1	775.7	1,014.6
매출총이익률 (%)	16.2	6.9	8.6	10.8	13.2
판매관리비	208.0	179.3	198.7	215.3	230.9
영업이익	839.0	223.8	330.4	560.4	783.7
증가율 (%)	49.7	(73.3)	47.6	69.6	39.8
영업이익률 (%)	13.0	3.8	5.4	7.8	10.2
영업외손익	(80.7)	(90.1)	(32.5)	3.3	5.4
금융손익	(156.6)	(64.6)	(51.8)	(33.0)	(36.0)
기타영업외손익	3.1	(92.5)	(53.0)	(44.2)	(40.7)
총속 및 관계기업관련손익	72.8	67.0	72.3	80.6	82.2
세전계속사업이익	758.4	133.7	297.9	563.7	789.1
법인세비용	214.6	7.6	72.1	136.4	191.0
계속사업이익	543.8	126.1	225.8	427.3	598.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	543.8	126.1	225.8	427.3	598.1
증가율 (%)	57.2	(76.8)	79.0	89.2	40.0
순이익률 (%)	8.4	2.1	3.7	6.0	7.8
(지배주주)당기순이익	505.6	129.6	223.5	405.9	568.2
(비지배주주)당기순이익	38.1	(3.5)	2.3	21.4	29.9
총포괄이익	470.5	157.2	225.8	427.3	598.1
(지배주주)총포괄이익	433.9	155.9	223.9	423.7	593.1
(비지배주주)총포괄이익	36.6	1.3	1.9	3.6	5.0
EBITDA	993.6	383.7	525.4	773.2	997.3
증가율 (%)	40.0	(61.4)	36.9	47.2	29.0
EBITDA 이익률 (%)	15.4	6.5	8.6	10.8	13.0

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	668.4	245.5	198.0	436.1	658.0
당기순이익	543.8	126.1	225.8	427.3	598.1
유형자산상각비	146.0	153.0	190.0	207.8	208.6
무형자산상각비	8.5	7.0	5.0	5.0	5.0
외화환산손실(이익)	3.8	(1.9)	0.0	(17.4)	(6.7)
자산처분손실(이익)	2.3	2.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(72.8)	(67.0)	(72.3)	(80.6)	(82.2)
운전자본변동	(197.1)	(64.3)	(150.6)	(106.0)	(64.9)
(법인세납부)	(95.1)	(25.9)	(72.1)	(136.4)	(191.0)
기타	329.0	116.5	72.2	136.4	191.1
투자활동으로인한현금흐름	(244.9)	(373.8)	(34.4)	(341.2)	(298.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(291.1)	(368.8)	(410.5)	(453.6)	(358.7)
유형자산의감소	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.0)	(2.8)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	44.9	(3.8)	378.3	93.8	52.3
기타	5.0	1.2	(2.2)	18.6	7.7
FCF	287.4	78.5	(64.8)	86.5	385.1
재무활동으로인한현금흐름	(69.0)	(131.9)	(2.3)	(65.0)	(264.4)
차입금의 증가(감소)	(51.3)	(75.9)	(2.3)	(9.0)	(194.5)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(23.0)	(55.9)	0.0	(55.9)	(69.9)
기타	5.3	(0.1)	0.0	(0.1)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.2)	1.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	354.3	(258.8)	161.3	29.9	94.9
기초현금	150.8	505.1	246.2	407.6	437.5
기말현금	505.1	246.2	407.6	437.5	532.4

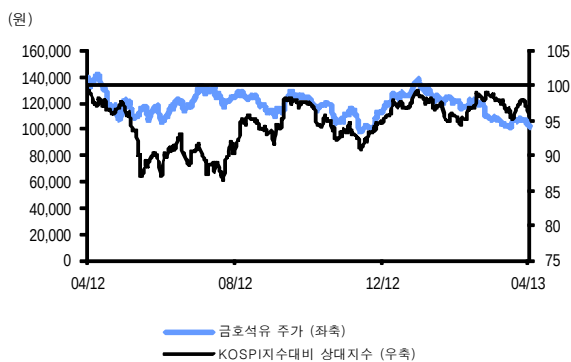
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주요 투자지표

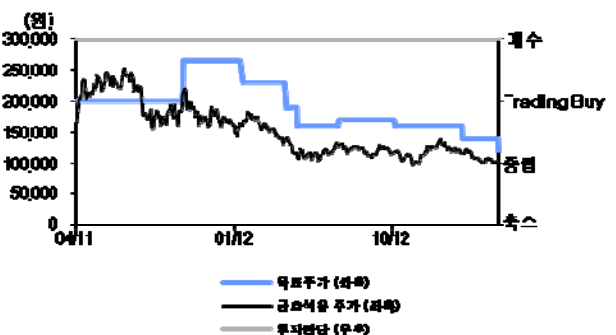
12월 결산	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS (당기순이익, 원)	18,679	3,765	6,557	12,527	17,607
EPS (지배순이익, 원)	17,354	3,869	6,489	11,889	16,714
BPS (자본총계, 원)	46,492	49,516	54,587	65,257	80,822
BPS (지배지분, 원)	43,226	46,211	51,215	61,247	75,919
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,500	2,750
PER (당기순이익, 배)	9.0	34.7	17.5	9.2	6.5
PER (지배순이익, 배)	9.7	33.7	17.7	9.7	6.9
PBR (자본총계, 배)	3.6	2.6	2.1	1.8	1.4
PBR (지배지분, 배)	3.9	2.8	2.2	1.9	1.5
EV/EBITDA (배)	7.1	15.6	10.2	6.9	5.1
EV/EBIT (배)	8.5	26.8	16.2	9.5	6.5
배당수익률 (%)	1.2	1.5	1.7	2.2	2.4
수익성					
EBIT/EBITDA 이익률 (%)	15.4	6.5	8.6	10.8	13.0
영업이익률 (%)	13.0	3.8	5.4	7.8	10.2
순이익률 (%)	8.4	2.1	3.7	6.0	7.8
ROA (%)	12.3	2.8	5.0	8.6	11.1
ROE (지배순이익, %)	44.5	8.7	13.7	21.6	24.7
ROIC (%)	28.5	8.1	8.5	12.9	16.7
안정성					
부채비율 (%)	202.8	166.0	156.8	138.1	106.5
순차입금비율 (%)	113.3	110.1	90.8	74.2	49.3
현금비율 (%)	18.6	17.1	24.3	22.8	28.4
이자보상배율 (배)	6.0	2.2	3.9	6.7	9.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	9.9	8.4	8.5	8.8	8.6
재고자산회수기간 (일)	29.2	35.6	34.7	33.4	35.3
매출채권회수기간 (일)	44.9	45.7	40.3	42.3	44.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주가 추이



투자의견 및 목표주가 추이



투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용) : 매수 : +15% 이상, Trading BUY : 0~15%, 중립 : -15~0%, 축소 : -15% 이하

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이응주, 박상민) 당사는 상기회사를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.