



화학업계의 불독(Bull-Dog) 항주원입니다.

(02)3770-3564

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

동양증권

금호석유 (011780)

2분기 예상 영업이익 9% 감소, 고무업황 점진적 회복

투자의견: BUY (Maintain)

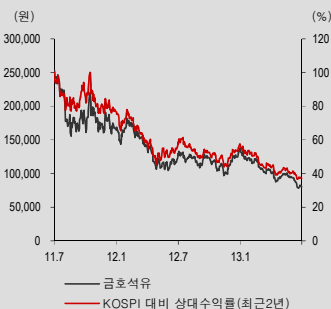
목표주가: 120,000원 (M)

화학

주가	81,800원
자본금	1,675억원
시가총액	25,858억원
주당순자산	50,652원
부채비율	160.02%
총발행주식수	33,491,177주
60일 평균 거래대금	140억원
60일 평균 거래량	151,314주
52주 고	138,000원
52주 저	78,500원
외인지분율	10.35%
주요주주	박찬구 외 6인 24.19%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(13.3)	(18.6)	(35.8)
상대	(6.2)	(13.3)	(34.6)
절대(달러환산)	(14.9)	(20.0)	(36.3)



자료: Datastream

Investment Point

2013년 2분기 예상 실적 : 영업이익 708억원으로, 전분기 대비 9% 감소 [표34]

- ▶ 2013년 2분기 예상 매출액 1조 4,722억원, 영업이익 708억원, 지배주주 순이익 142억원. 영업이익 규모는 전분기 779억원 대비 9% 정도 감소하는 수치임
- ▶ 합성고무부문(타이어 원료 생산) 추정 영업이익은 347억원으로, 전분기 367억원 대비 소폭 감소할 전망이다. 합성고무 설비 가동률은 1분기 98%에서 2분기에는 거의 100% 수준에 도달했음. 신규로 증설된 SSBR 설비는 4 ~ 5월 판매가 호조를 보였지만, 6월에는 약세로 전환했음. 2분기 합성고무 제품가격과 원료인 Butadiene 가격 하락이 동시에 진행되면서, 스프레드는 1분기 382\$에서 2분기 349\$로 소폭 낮아졌음
- ▶ 합성수지부문(ABS 생산) 예상 영업이익은 83억원(전분기 107억원)에서 소폭 감소할 전망. 핵심원료인 SM 가격 강세 여파로 인해, Cash 마진이 199\$(전분기 258\$)로 하락했기 때문. 5월 말부터 ABS 설비가 동율이 90% 이상으로 회복된 것은 긍정적인 점
- ▶ 에너지(전기 및 스팀생산 판매) 및 정밀화학(타이어 노화방지제 및 가황촉진제 생산) 부문 예상 영업이익은 215억원으로 전분기 229억원 대비 소폭 감소할 전망. 4월 봄철 정기보수로 인해, 전력판매 부분이 소폭 감소했기 때문
- ▶ 금호 P&B(BPA 생산 판매 자회사) 예상 영업이익은 63억원으로, 전분기 76억원에 미치지 못할 전망. 국내 경쟁사(LG 화학주) 물량 증가로 인해, BPA 판매가 부진했기 때문
- ▶ 아시아나항공(주)과 대우건설(주) 주가하락으로, 투자유가증권 손실 450억원 발생 예상

2013년 하반기 예상 실적 : 영업이익 8% 개선 기대

- ▶ 하반기 예상 실적을 살펴보면, '매출액 2조 8,211억원(상반기 2조 8,892억원), 영업이익 1,612억원(상반기 1,487억원), 지배주주 순이익 1,188억원(상반기 485억원)' 등임
- ▶ 하반기 경영 여건 특징은 ① 미국을 중심으로 교체용 타이어 수요 회복, ② SSBR 안정적인 가동을 회복 가능, ③ 원료인 부타디엔 및 합성고무 가격 점진적 회복 등

투자의견 BUY, 목표주가 120,000원

- 7월 초 PBR(주가/순자산) 1.4배 수준으로, 대우건설(주) 풋백옵션 부담이후 최저치
- 합성고무 업황 바닥권 확인 후, 점진적 회복 국면 진입

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	64,574	58,837	57,103	61,089	64,057
매출액증가율	12.9	-8.9	-2.9	7.0	4.9
영업이익	8,390	2,238	3,099	4,410	5,331
영업이익률	13.0	3.8	5.4	7.2	8.3
지배주주귀속 순이익	5,056	1,296	1,673	3,154	3,925
지배주주 귀속 EPS	19,391	4,049	5,289	10,148	12,680
증가율	5.4	-79.1	30.6	91.9	25.0
PER	9.4	31.9	15.5	8.1	6.5
PBR	4.1	2.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.7	15.5	9.2	7.4	6.2
ROA	11.1	2.8	3.7	6.5	7.6
ROE	44.0	8.7	10.4	17.7	18.8

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

표 34. 금호석유(주) 실적 추정치 : 2013년 2분기 예상 영업이익 708억원(전분기 779억원, 시장 컨센서스 773억원)

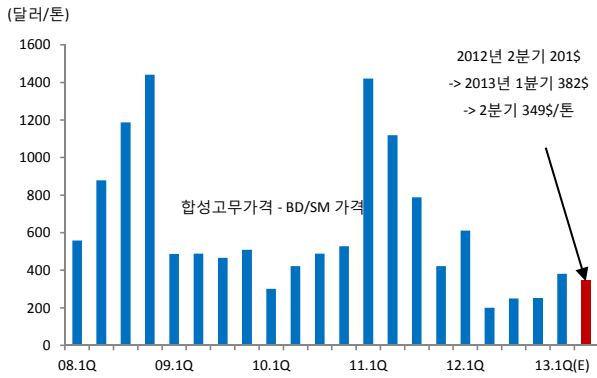
	2011				2012				2013				연간실적				
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2011	2012	2013	2014	
생산capa																	
SBR (만톤)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	16.3	17.8	17.8	17.8	17.8	48.1	52.4	71.1	71.1	
BR (만톤)	5.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	31.2	34.2	34.2	34.2	
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	
가황축전제 (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	
스팀 (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	억원	16,002	17,077	16,603	14,892	16,226	15,840	14,317	12,454	14,170	14,722	14,375	13,835	64,574	58,837	57,103	61,089
합성고무	억원	7,877	9,818	9,456	8,282	8,706	8,567	6,928	6,174	6,801	7,043	6,432	6,191	35,433	30,375	26,467	27,588
SBR	\$/MT	3,146	3,723	3,948	3,076	3,304	2,994	2,596	2,440	2,446	2,169	2,274	2,337	3,473	2,834	2,307	2,375
BR	\$/MT	3,700	4,037	4,433	3,402	3,648	3,363	2,998	2,669	2,683	2,321	2,433	2,501	3,883	3,170	2,485	2,541
부타디엔(원재료)	\$/MT	2,395	3,608	3,724	2,307	3,468	2,606	2,133	1,686	1,911	1,500	1,612	1,680	3,009	2,473	1,676	1,720
합성수지	억원	3,462	3,206	2,741	3,029	3,421	3,228	3,372	2,871	3,314	3,582	3,864	3,706	12,438	12,892	14,467	14,191
ABS	\$/MT	2,277	2,226	2,178	1,867	2,091	1,903	1,947	1,920	1,985	1,881	1,982	1,945	2,137	1,965	1,948	1,926
PS	\$/MT	1,472	1,546	1,580	1,448	1,545	1,507	1,546	1,709	1,821	1,781	1,739	1,674	1,512	1,577	1,754	1,612
SM(원재료)	\$/MT	1,404	1,410	1,477	1,293	1,433	1,361	1,424	1,596	1,691	1,654	1,542	1,453	1,396	1,454	1,585	1,498
고무약품/유틸리티	억원	1,181	1,074	1,158	1,082	1,200	1,333	1,274	1,257	1,286	1,421	1,514	1,446	4,485	5,064	5,667	6,355
금호P&B	억원	3,482	2,978	3,248	2,569	2,889	2,712	2,743	2,152	2,769	2,676	2,565	2,492	12,277	10,506	10,503	12,966
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	1,688	1,665	1,680	1,752	1,832	1,778	1,657	1,555	2,127	1,691	1,705	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	1,363	1,400	1,287	1,230	1,179	1,107	1,207	1,274	1,245
영업이익	억원	2,898	2,685	1,904	904	1,219	262	452	306	779	708	668	944	8,390	2,238	3,100	4,410
합성고무	억원	1,679	1,669	1,279	698	753	-6	140	125	367	347	266	438	5,325	1,012	1,417	1,881
Cash마진	\$/MT	1,420	1,119	789	423	613	201	251	251	382	349	420	425	938	329	394	510
합성수지	억원	312	149	55	-60	86	-1	135	57	107	83	160	147	456	276	497	441
Cash마진	\$/MT	586	299	236	318	200	196	242	131	258	199	308	336	360	192	275	194
고무약품/유틸리티	억원	257	270	182	267	294	186	189	161	229	215	223	244	976	830	911	1,183
금호P&B	억원	660	597	389	-2	32	82	-26	-36	76	63	19	116	1,634	52	274	906
Cash마진	\$/MT	699	785	474	315	260	221	238	175	256	242	221	236	568	224	254	330
지배주주 손이익	억원	1,962	1,790	900	404	1,016	89	406	-215	343	142	487	701	5,056	1,296	1,673	3,154
EPS	원/주													19,391	4,049	5,289	10,148
BPS	원/주													44,423	47,407	50,652	58,398
ROE														43.7%	8.5%	10.4%	17.4%

Fundamental 변화

- ▶ 2012년 1분기 : 영업이익 1,219억원 수준, 1~2월 고무 가동률 100% 가동에도 불구하고, 소비 부진으로 고무재고 30일분 발생
- ▶ 2012년 2분기 : 영업이익 262억원, 합성고무/합성수지 BEP 수준(고가 부타디엔 구매 악영향), 유틸리티 및 고무약품 214억원, 금호P&B 82억원
- ▶ 2012년 3분기 : 영업이익 452억원, 고가 부타디엔 투입 영향 지속, 유틸리티 강세속에 합성고무/금호P&B 등 전반적인 주력사업 실적 악세 지속
- ▶ 2012년 4분기 : 영업이익 306억원, 합성고무/합성수지/금호P&B 주력사업 악세속에 유틸리티 실적 호조
- ▶ 2013년 1분기 : 영업이익 779억원, 지배주주 손이익 343억원, 영업이익 규모는 전분기 306억원 대비 156% 회복된 수치
 - (1) 합성고무 부문 영업이익은 367억원(전분기 125억원 수준)으로, 영업이익률 5% 수준 회복, 합성고무 설비 가동률 98%를 회복하면서, 국제가격이 높은 시기에 판매를 집중했던 효과
 - (2) 합성수지(ABS/PS) 부문 영업이익은 107억원(전분기 57억원)으로 소폭 개선 예상, ABS/PS Spread가 전분기 131\$에서 1분기 288\$로 개선
 - (3) 발전소/특수고무/기타 부문 영업이익 규모는 229억원(전분기 161억원)은 전분기 대비 증가, 발전소 부문은 48% 내외의 영업이익을 달성, 타이어용 정밀화확제품(가황축전제/노화방지제) 설비가동률은 66% 수준으로 소폭 개선
 - (4) 금호P&B부 영업손익은 76억원 흑자(전분기 △36억원 적자) 전환함, 원료(벤젠)가격 상승분은 BPA 등 제품가격 인상으로 이어지면서 영업이익률 3% 회복
 - (5) 대우건설 및 CJ대한통운 손상차손 200억원 발생(전분기 600억원 손실), 금호미쓰이 및 금호플라스틱 자분법평가이익은 101억원으로, 전분기 128억원 대비 감소함
- ▶ 2013년 2분기 : 예상 영업이익 708억원으로, 전분기 대비 소폭 감소할 전망, 합성고무 수요 회복이 지연되고 있음
 - (1) 합성고무 부문 예상 영업이익은 347억원(전분기 367억원 수준)으로 전분기와 비슷할 전망, BR/SBR 설비 가동률은 100%에 육박함
 - (2) 합성수지(ABS/PS) 부문 예상 영업이익은 83억원(전분기 107억원)으로 소폭 둔화 예상, ABS/PS 설비 가동률은 80% 후반으로 회복되었지만, Spread가 전분기 288\$에서 2분기 198\$로 둔화되었음
 - (3) 발전소/특수고무/기타 부문 영업이익 규모는 215억원(전분기 229억원)은 전분기 대비 감소 예상, 4월 분철 발전설비 정비보수로 스팀 및 전기 판매량이 감소했기 때문
 - (4) 금호P&B부 예상영업이익은 63억원(전분기 76억원)으로 전분기와 유사할 전망, BPA 15만톤 증설에도 불구하고, 수요둔화 및 경쟁심화로 판매는 부진한 모습을 보였음
 - (5) 추가확적으로 예도가능유가증권(대우건설) 및 CJ대한통운(경기손실 450억원 발생) 예상 (전분기 200억원 손실)
- ▶ 2013년 : 금호석유 SBR 6만톤 가동, 금호플라스틱 EPDM 6만톤, 금호P&B부 페놀 30만톤 증설

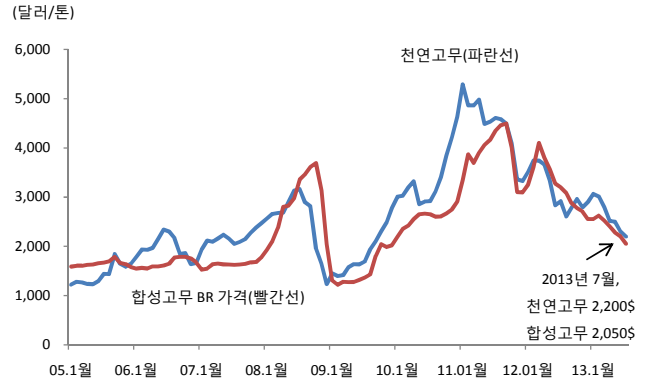
자료 : 동양증권 리서치센터

그림 46. 금호석유주의 합성고무 미진 추이



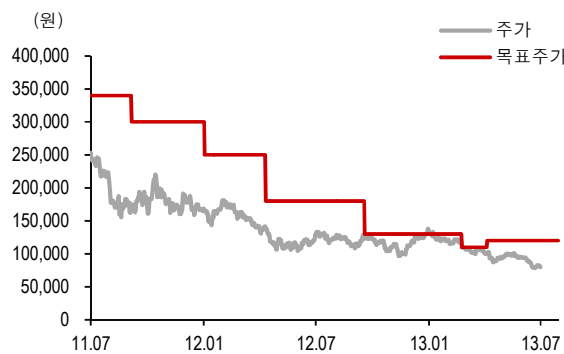
자료 : 동양증권 리서치센터

그림 47. 합성고무와 천연고무 가격



자료 : bloomberg, ICIS

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



자료 : 동양증권

날짜	투자의견	목표주가
2013-07-05	BUY	120,000
2013-06-17	BUY	120,000
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

- 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.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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: -10%이상(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 투자결정은 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	57,103	61,089	64,057
매출원가	54,103	54,806	50,231	51,925	53,972
매출총이익	10,470	4,031	6,872	9,164	10,085
판매비	2,080	1,793	3,772	4,754	4,754
영업이익	8,390	2,238	3,099	4,410	5,331
EBITDA	9,936	3,837	4,791	6,130	7,024
영업외손익	-807	-901	-868	-122	-17
외환관련손익	-187	57	-94	24	1
이자손익	-1,313	-878	-614	-628	-547
관계기업관련손익	728	670	453	482	529
기타	-35	-750	-613	0	0
법인세비용차감전순이익	7,584	1,337	2,232	4,288	5,314
법인세비용	2,146	76	537	987	1,228
계속사업순이익	5,438	1,261	1,694	3,302	4,086
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,438	1,261	1,694	3,302	4,086
지배지분순이익	5,056	1,296	1,673	3,154	3,925
포괄순이익	4,705	1,572	1,681	3,302	4,086
지배지분포괄이익	4,339	1,559	1,589	3,014	3,752

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	16,748	18,851	19,520
현금및현금성자산	5,051	2,462	3,024	2,505	3,298
매출채권 및 기타채권	9,205	6,379	7,639	9,097	9,029
재고자산	5,816	5,673	5,692	6,855	6,800
비유동자산	26,561	29,206	29,463	31,916	33,171
유형자산	19,224	21,296	23,262	25,280	26,045
관계기업등 지분관련자산	2,705	3,181	3,516	3,998	4,527
기타투자자산	4,016	4,022	2,146	2,146	2,146
자산총계	47,142	44,107	46,211	50,766	52,690
유동부채	27,132	14,385	13,580	15,348	14,994
매입채무 및 기타채무	7,210	5,115	6,579	7,460	7,418
단기차입금	7,875	7,924	6,488	7,376	5,729
유동성장기부채	11,228	778	-187	-187	1,147
비유동부채	4,440	13,139	14,859	14,859	13,525
장기차입금	2,652	6,521	8,089	8,089	6,755
사채	996	5,580	5,582	5,582	5,582
부채총계	31,572	27,524	28,439	30,207	28,519
지배지분	14,477	15,477	16,563	19,157	22,523
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	12,238	14,832	18,198
비지배지분	1,094	1,107	1,209	1,402	1,648
자본총계	15,571	16,584	17,772	20,559	24,172
순차입금	17,637	18,257	16,895	18,301	15,861
총차입금	23,020	20,932	20,100	20,988	19,341

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	6,684	2,455	4,273	3,517	6,098
당기순이익	5,438	1,261	1,694	3,302	4,086
감가상각비	1,460	1,530	1,631	1,672	1,655
외환손익	38	-19	62	-24	-1
총속, 관계기업 관련손익	0	0	-453	-482	-529
자산부채의 증감	-1,971	-643	69	-1,947	-122
기타현금흐름	1,720	326	1,270	997	1,009
투자활동 현금흐름	-2,449	-3,738	-1,721	-3,674	-2,403
투자자산	449	-38	1,801	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,911	-3,688	-3,564	-3,690	-2,419
유형자산 감소	3	4	0	0	0
기타현금흐름	10	-16	41	16	17
재무활동 현금흐름	-690	-1,319	-1,501	347	-2,188
단기차입금	1,021	-5,159	-1,536	888	-1,647
사채 및 장기차입금	-1,534	4,399	571	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-230	-559	-559	-559	-559
기타현금흐름	54	0	23	19	19
연결범위변동 등 기타	-2	13	-489	-709	-715
현금의 증감	3,543	-2,588	561	-518	793
기초 현금	1,508	5,051	2,462	3,024	2,505
기말 현금	5,051	2,462	3,024	2,505	3,298
NOPLAT	8,390	2,238	3,099	4,410	5,331
FCF	2,680	-619	550	-522	3,251

자료: 동양증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 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

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	19,391	4,049	5,289	10,148	12,680
BPS	44,423	47,407	50,652	58,398	68,448
EBITDAPS	34,524	11,458	14,304	18,304	20,973
SPS	224,373	175,679	170,501	182,404	191,266
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,760
PER	9.4	31.9	15.5	8.1	6.5
PBR	4.1	2.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.7	15.5	9.2	7.4	6.2
PSR	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	12.9	-8.9	-2.9	7.0	4.9
영업이익 증가율 (%)	28.3	-73.3	38.5	42.3	20.9
지배순이익 증가율 (%)	7.3	-74.4	29.1	88.5	24.5
매출총이익률 (%)	16.2	6.9	12.0	15.0	15.7
영업이익률 (%)	13.0	3.8	5.4	7.2	8.3
지배순이익률 (%)	7.8	2.2	2.9	5.2	6.1
EBITDA 마진 (%)	15.4	6.5	8.4	10.0	11.0
ROIC	22.6	7.6	8.1	10.7	12.1
ROA	11.1	2.8	3.7	6.5	7.6
ROE	44.0	8.7	10.4	17.7	18.8
부채비율 (%)	202.8	166.0	160.0	146.9	118.0
순차입금/자기자본 (%)	121.8	118.0	102.0	95.5	70.4
영업이익/금융비용 (배)	6.0	2.2	4.3	6.1	7.8