

금호석유 (011780)

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

아직은 긴 터널속...



매수 (유지)

주가 (7월 5일)	84,200 원
목표주가	100,000 원 (하향)
상승여력	18.8%

KOSPI	1,833.31p
KOSDAQ	525.40p
시가총액	2,565.4 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	30.5 백만주
유동주식수	13.2 백만주(43.4%)
52 주 최고가/최저가	138,000 원/78,500 원
일평균 거래량 (60 일)	150,822 주
일평균 거래액 (60 일)	13,857 백만원
외국인 지분율 :	10.38%
주요주주	박찬구 외 6인 24.19%
	한국산업은행 14.05%
절대수익률	3개월 -15.8%
	6개월 -36.2%
	12개월 -36.7%
KOSPI 대비	3개월 -11.5%
상대수익률	6개월 -30.0%
	12개월 -35.2%

- ◆ 타이어/합성고무 수요 부진 지속, BD(합성고무 원료) 가격 4년래 최저
- ◆ 평가 하락 및 정기보수 불구 2Q13 실적 전분기와 유사, 3Q13 실적은 소폭 개선
- ◆ 투자의견 매수 유지, 목표주가는 100,000원으로 하향

타이어/합성고무 수요 부진 지속, BD(합성고무 원료) 가격 4년래 최저

합성고무 시황 부진이 지속되고 있다. 재고는 사상 최고 수준이고, 원료 (Butadiene; BD) 가격은 4년래 최저 수준이다. 합성고무 시황이 부진한 이유는 EU와 중국의 타이어 수요가 좀처럼 살아나지 못하고 있기 때문이다.

합성고무 시황이 단기간에 개선될 가능성은 낮아 보인다. 글로벌 경기 침체로 타이어 수요 회복이 지연되고 있고, BD 가격 약세로 합성고무 가격도 하락할 수 밖에 없다. 원료 가격 하락이 일견 금호석유의 수익성 개선(원가를 하락)으로 이어질 것처럼 보이지만, 그 만큼 합성고무 수요 기반이 취약하다는 뜻이다.

평가 하락 및 정기보수 불구 2Q13 실적 전분기와 유사, 3Q13 실적은 소폭 개선

금호석유의 2Q13 영업이익은 전분기와 비슷한 763억원을 기록할 전망이다. 4~5월의 합성고무/유틸리티 사업부 정기보수, 합성고무 등 주요 제품들의 평가 하락을 감안하면 비교적 선방한 셈이다. 제품(합성고무)과 원료(BD) 가격이 동시에 하락했지만 원료 가격 하락폭이 커서 마진이 개선되었다.

3Q13 영업이익은 전분기 대비 6.8% 증가한 816억원으로 예상된다. 합성고무와 유틸리티 사업부의 경우 정기보수 종료에 따른 기저효과로 이익이 증가한다. 합성수지(자동차/가전제품 내외장재 원료)의 경우 성수기 효과가 기대된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가는 100,000원으로 하향

금호석유에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 합성고무 시황 부진이 지속되고 있지만 타이트한 재고 관리 등을 통해 실적은 전년 대비 대폭 개선되고 있다. 중장기적으로 친환경 타이어 수요 증가에 따른 제품 믹스 개선, 제3 열병합 발전소 건설에 따른 이익 증가를 기대할 수 있다.

다만 목표주가는 기존 130,000원에서 100,000원으로 하향한다. 글로벌 경기 회복 지연을 반영해서 수익예상을 대폭 하향했다. 새로운 목표주가는 12MF 실질 BPS(자사주 제외) 기준 1.6배에 해당한다.

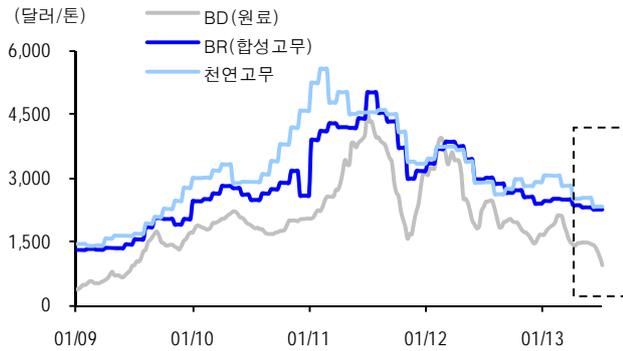
12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)	
2011	6,457.4	839.0	758.4	543.8	17,354	57.8	43,226	9.7	7.1	3.9	44.5	113.3
2012	5,883.7	223.8	133.7	126.1	3,684	(78.8)	46,211	35.4	15.6	2.8	8.7	110.1
2013F	5,547.8	290.3	209.8	159.0	4,515	22.6	49,241	18.6	9.1	1.7	9.8	84.8
2014F	6,030.7	355.4	324.4	245.9	6,744	49.4	54,129	12.5	8.1	1.6	13.5	84.8
2015F	7,098.3	481.0	441.0	334.3	9,251	37.2	61,523	9.1	6.7	1.4	16.4	79.2

금호석유 사업 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액	전체	1,623	1,584	1,432	1,245	1,417	1,372	1,415	1,344	5,884	5,548	6,031
	합성고무	871	857	693	617	680	653	642	646	3,038	2,621	2,948
	합성수지	342	323	337	287	331	320	354	307	1,289	1,313	1,337
	페놀 유도체	298	282	274	232	289	270	284	261	1,087	1,105	1,199
	기타	112	123	128	109	117	128	135	129	470	509	547
영업이익	전체	122	26	45	31	78	76	82	55	224	291	355
	합성고무/수지	83	1	27	18	42	47	51	43	129	183	217
	페놀 유도체	8	9	-2	-0	8	3	1	-1	15	12	34
	기타	30	17	20	13	28	27	29	12	79	96	104
매출액 증가율	YoY	1.4	-7.2	-13.8	-16.4	-12.7	-13.4	-1.2	7.9	-8.9	-5.7	8.7
	QoQ	9.0	-2.4	-9.6	-13.0	13.8	-3.2	3.1	-5.0			
영업이익 증가율	YoY	-57.5	-90.5	-79.4	-49.4	-35.8	191.9	80.4	78.3	-73.4	29.9	22.2
	QoQ	101.6	-78.5	72.9	-32.3	155.9	-2.5	6.8	-33.1			
영업이익률	전체	7.5	1.7	3.2	2.5	5.5	5.6	5.8	4.1	3.8	5.2	5.9
	합성고무/수지	6.9	0.0	2.7	2.0	4.2	4.8	5.1	4.5	3.0	4.6	5.1
	페놀 유도체	2.8	3.2	-0.8	-0.1	2.8	1.0	0.5	-0.3	1.4	1.0	2.9
	기타	26.9	13.5	15.8	11.7	23.8	21.1	21.6	9.6	16.9	18.9	19.0

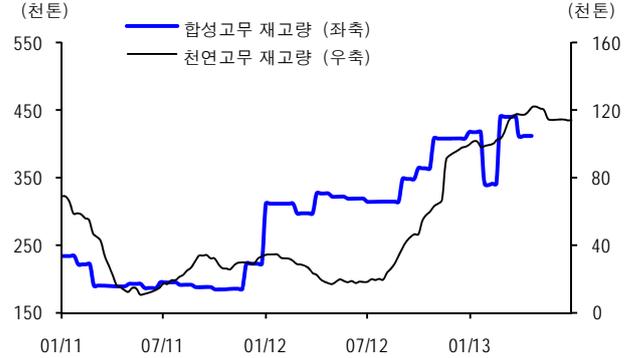
자료: 회사 자료, 신한금융투자

고무 관련 제품 가격 추이



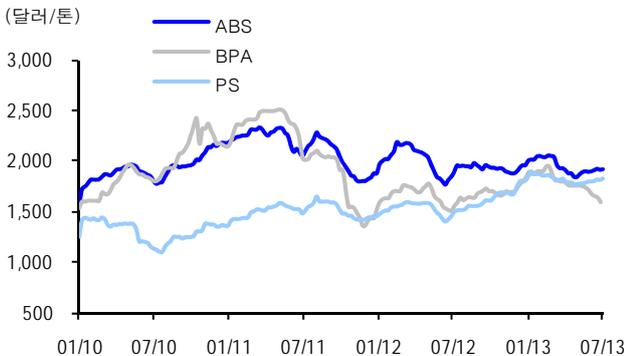
자료: KITA, Platts, 신한금융투자

중국 고무 재고 추이



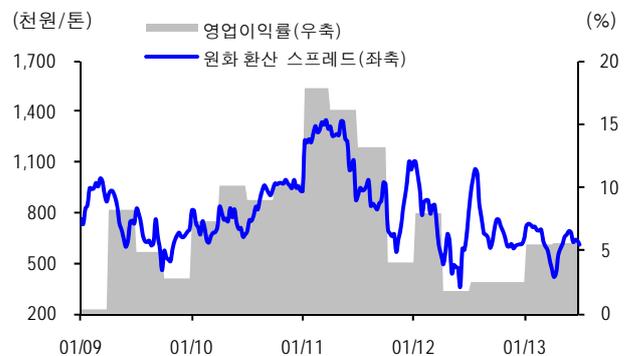
자료: SHFE, GRM, 신한금융투자

합성수지/페놀 유도체 관련 제품 가격 추이



자료: Platts, 신한금융투자

금호석유 원화 환산 통합 스프레드와 영업이익률 추이



자료: Platts, KITA, 신한금융투자, 주: 통합 스프레드 = 통합 제품 ASP - 원료 가격

금호석유 수익예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F
매출액	6,121.3	7,175.9	7,695.6	5,547.8	6,030.7	7,098.3	-9.4	-16.0	-7.8
영업이익	330.4	560.4	783.7	290.3	355.4	481.0	-12.1	-36.6	-38.6
세전이익	297.9	563.7	789.1	209.8	324.4	441.0	-29.6	-42.5	-44.1
순이익	223.5	405.9	568.2	157.4	233.6	317.5	-29.6	-42.4	-44.1
EPS (원)	6,489	11,889	16,714	4,515	6,744	9,251	-29.6	-42.4	-44.1

자료: 신한금융투자, 주: 순이익/EPS는 지배주주 기준

금호석유 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)	EBITDA(12MF)	적용배수	산출가치	비고
수익가치(A)	489	7.5	3,652	
화학 부문	391	6.0	2,338	신한금융투자 유니버스 제조업종 대비 5% 할인
유틸리티 부문	99	13.3	1,314	신한금융투자 유니버스 유틸리티 업종 대비 40% 할증(설비 증설)
자산가치(B)			571	아래 표의 자산가치를 20% 할인
순차입금(C)			1,620	2013년 1분기말 기준(대우건설/아시아나항공 지분 보유액 차감)
우선주 시가총액(D)			94	2013년 7월 5일 증가 기준
비지배주주 지분(E)			113	
목표시가총액(F=A+B-C-D-E)			2,396	
보통주 발행주식수(G)			24,875	자사주 제외
목표주가(H=F/G)			100,000	
현재주가			84,200	2013년 7월 5일 증가 기준
목표수익률			18.8	

자료: 신한금융투자

금호석유 투자자산 가치 분석

업체명	주력 제품	지분율 (%)	시가총액 (십억원)	금호석유 투자자산 가치(십억원)			비고
				장부가치	시가	적정가치	
금호미쓰이화학	MDI	50.0	76.8	76.8	101.0	P/B 1.5x 적용, 냉장고용 단열재(2013년 ROE 13%)	
금호폴리캠	EPDM	50.0	149.9	149.9	523.7	P/B 4.5x 적용, 자동차용 특수고무(2013년 ROE 30%)	
기타 자회사			89.7	89.7	89.7	장부가치 적용, 중국 화학제품 생산/판매 법인	
합계			316.4	316.4	714.4		

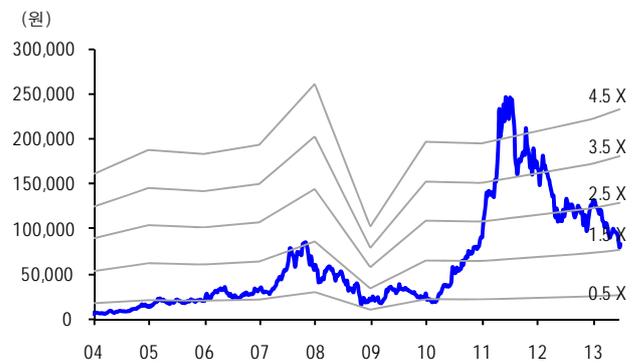
자료: 신한금융투자

한국 석유화학 4사 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

금호석유 PBR 밴드



자료: Bloomberg, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
자산총계	4,714.2	4,410.7	4,574.3	4,772.1	5,051.3
유동자산	2,058.1	1,490.1	1,766.6	1,721.2	1,769.0
현금및현금성자산	505.1	246.2	465.4	315.4	131.3
매출채권	887.1	585.7	652.7	709.5	835.1
재고자산	581.6	567.3	554.8	603.1	709.8
비유동자산	2,656.1	2,920.6	2,807.8	3,050.9	3,282.3
유형자산	1,922.4	2,129.6	2,365.1	2,633.1	2,847.6
무형자산	35.2	28.4	23.4	19.6	16.7
투자자산	672.1	720.3	390.3	369.3	389.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,157.2	2,752.4	2,812.9	2,834.7	2,849.7
유동부채	2,713.2	1,438.5	1,621.4	1,751.7	1,823.0
단기차입금	787.5	792.4	758.9	807.1	745.7
매입채무	428.1	287.3	426.8	430.8	507.0
유동성장기부채	1,122.8	77.8	128.8	191.2	232.8
비유동부채	444.0	1,313.9	1,191.6	1,082.9	1,026.7
사채	99.6	558.0	502.2	452.0	426.8
장기차입금(장기금융부채 포함)	266.9	653.3	581.7	517.9	481.1
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,557.1	1,658.4	1,761.4	1,937.4	2,201.8
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	1,214.7	1,378.4	1,626.0
지배주주지분	1,447.7	1,547.7	1,649.1	1,812.8	2,060.5
비지배주주지분	109.4	110.7	112.3	124.6	141.3
*총차입금	2,302.0	2,093.2	1,982.3	1,979.9	1,897.2
*순차입금(순현금)	1,763.7	1,825.7	1,493.4	1,642.2	1,744.7

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	668.4	245.5	419.8	269.4	327.2
당기순이익	543.8	126.1	159.0	245.9	334.3
유형자산상각비	146.0	153.0	175.0	185.6	194.3
무형자산상각비	8.5	7.0	6.0	4.8	3.8
외화환산손실(이익)	3.8	(1.9)	1.6	(1.9)	(2.1)
자산처분손실(이익)	2.3	2.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(72.8)	(44.9)	(38.1)	(69.5)	(67.7)
운전자본변동	(197.1)	(64.4)	116.3	(95.5)	(135.4)
(법인세납부)	(95.1)	(25.9)	(50.8)	(78.5)	(106.7)
기타	329.0	94.5	50.8	78.5	106.7
투자활동으로인한현금흐름	(244.9)	(373.8)	(33.8)	(361.0)	(358.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(291.1)	(368.8)	(410.5)	(453.6)	(408.7)
유형자산의감소	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.0)	(2.8)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
투자자산의감소(증가)	44.9	(3.8)	368.0	90.5	47.9
기타	5.0	1.2	9.7	3.1	3.2
FCF	287.4	78.5	101.7	(80.8)	12.7
재무활동으로인한현금흐름	(69.0)	(131.9)	(166.9)	(58.4)	(152.6)
차입금의 증가(감소)	(51.3)	(75.9)	(110.9)	(2.4)	(82.7)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(23.0)	(55.9)	(55.9)	(55.9)	(69.9)
기타	5.3	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	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)	219.2	(150.0)	(184.0)
기초현금	150.8	505.1	246.2	465.4	315.4
기말현금	505.1	246.2	465.4	315.4	131.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	6,457.4	5,883.7	5,547.8	6,030.7	7,098.3
증가율 (%)	30.3	(8.9)	(5.7)	8.7	17.7
매출원가	5,410.3	5,480.6	5,081.8	5,491.1	6,397.3
매출총이익	1,047.0	403.1	466.0	539.6	701.1
매출총이익률 (%)	16.2	6.9	8.4	8.9	9.9
판매관리비	208.0	179.3	175.7	184.2	220.0
영업이익	839.0	223.8	290.3	355.4	481.0
증가율 (%)	49.7	(73.3)	29.7	22.4	35.4
영업이익률 (%)	13.0	3.8	5.2	5.9	6.8
영업외손익	(80.7)	(90.1)	(80.5)	(31.0)	(40.0)
금융손익	(156.6)	(64.6)	(111.1)	(99.0)	(103.4)
기타영업외손익	3.1	(92.5)	(7.5)	(1.5)	(4.3)
총속 및 관계기업관련손익	72.8	67.0	38.1	69.5	67.7
세전계속사업이익	758.4	133.7	209.8	324.4	441.0
법인세비용	214.6	7.6	50.8	78.5	106.7
계속사업이익	543.8	126.1	159.0	245.9	334.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	543.8	126.1	159.0	245.9	334.3
증가율 (%)	57.2	(76.8)	26.1	54.6	35.9
순이익률 (%)	8.4	2.1	2.9	4.1	4.7
(지배주주)당기순이익	505.6	129.6	157.4	233.6	317.5
(비지배주주)당기순이익	38.1	(3.5)	1.6	12.3	16.7
총포괄이익	470.5	157.2	159.0	245.9	334.3
(지배주주)총포괄이익	433.9	155.9	157.7	243.8	331.5
(비지배주주)총포괄이익	36.6	1.3	1.3	2.1	2.8
EBITDA	993.6	383.7	471.3	545.8	679.1
증가율 (%)	40.0	(61.4)	22.8	15.8	24.4
EBITDA 이익률 (%)	15.4	6.5	8.5	9.0	9.6

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

주요 투자지표

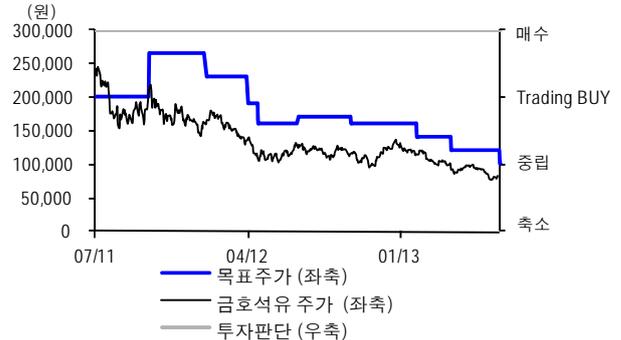
12월 결산	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS (당기순이익, 원)	18,679	3,580	4,563	7,112	9,750
EPS (지배순이익, 원)	17,354	3,684	4,515	6,744	9,251
BPS (자본총계, 원)	46,492	49,516	52,594	57,848	65,742
BPS (지배지분, 원)	43,226	46,211	49,241	54,129	61,523
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,500	2,500
PER (당기순이익, 배)	9.0	36.4	18.5	11.8	8.6
PER (지배순이익, 배)	9.7	35.4	18.6	12.5	9.1
PBR (자본총계, 배)	3.6	2.6	1.6	1.5	1.3
PBR (지배지분, 배)	3.9	2.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA (배)	7.1	15.6	9.1	8.1	6.7
EV/EBIT (배)	8.5	26.8	14.7	12.5	9.5
배당수익률 (%)	1.2	1.5	2.4	3.0	3.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	15.4	6.5	8.5	9.0	9.6
영업이익률 (%)	13.0	3.8	5.2	5.9	6.8
순이익률 (%)	8.4	2.1	2.9	4.1	4.7
ROA (%)	12.3	2.8	3.5	5.3	6.8
ROE (지배순이익, %)	44.5	8.7	9.8	13.5	16.4
ROIC (%)	28.5	8.1	7.8	8.7	10.6
안정성					
부채비율 (%)	202.8	166.0	159.7	146.3	129.4
순차입금비율 (%)	113.3	110.1	84.8	84.8	79.2
현금비율 (%)	18.6	17.1	28.7	18.0	7.2
이자보상배율 (배)	6.0	2.2	4.1	4.8	6.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	9.9	8.4	9.1	10.1	10.0
재고자산회수기간 (일)	29.2	35.6	36.9	35.0	33.8
매출채권회수기간 (일)	44.9	45.7	40.7	41.2	39.7

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) 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다. 당사는 상기 회사(금호석유)를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다. 당사는 상기 회사(금호석유)를 기초자산으로 ELW가 발행된 상태이며, 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다. 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 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.