



회학업제이 불독(Bull-Dog) 항주원입니다.

(02)3770-3564

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

동양증권

금호석유 (011780)

합성고무 이익률 7% 대 회복



Why This Report

주식시장에서 금호석유(011780)을 바라보는 시각이 2013년 초와 지금은 참 많이 다릅니다. 연초만 하더라도, 대부분의 애널리스트의 추천종목이었는데, 이제는 안좋다고 합니다. 저는 생각이 다릅니다. 연초 시작할 때에는 조정이 더 필요하다고 보수적인 의견을 제시했지만, 지금은 역발상 투자시기라고 말하고 있습니다. 무엇이 달라졌기에 생각이 바뀌었을까요? 우선, 3 분기를 기점으로 글로벌 합성고무 증설이 끝나면서 부담이 없어지게 됩니다. 더구나, 인종은 고무업황 속에서 빨리 과거 평균 수준의 영업이익률을 회복하고 있습니다. 하락보다 주가 회복을 기대해 볼 때입니다.

투자의견: BUY (Maintain)

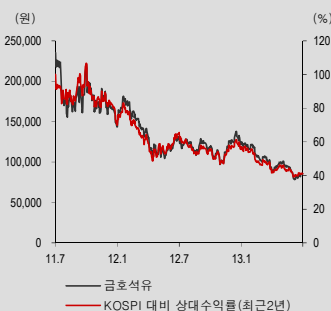
목표주가: 120,000원

화학

주가	85,000원
자본금	1,675억원
시가총액	26,853억원
주당순자산	51,062원
부채비율	157.52%
총발행주식수	33,491,177주
60일 평균 거래대금	110억원
60일 평균 거래량	121,136주
52주 고	138,000원
52주 저	78,500원
외인지분율	10.55%
주요주주	박찬구 외 6인 24.19%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(0.6)	(2.7)	(32.3)
상대	0.7	(1.5)	(35.2)
절대(달러환산)	0.3	(2.5)	(31.0)



자료: Datastream

Investment Point

2013년 2분기 잠정 실적 : 영업이익 768억원으로, 전분기 대비 1.3% 감소

- ▶ 2013년 2분기 잠정 매출액 1조 3,835억원, 영업이익 768억원, 지배주주 순이익 259억원을 기록함. 영업 이익은 전분기 779억원 대비 1.3% 소폭 감소하는 수치임. 합성고무 업황 약세에서도 시장 지배력을 통해 판매 물량을 유지할 수 있었기 때문. 합성고무 영업이익률이 7% 대로 회복된 것이 고무적임. 아쉽게도, 매도가능유가증권(대우건설주, CJ 대한통운주) 손상 312억원으로 인해, 지배주주 순이익은 약세를 보였음
- ▶ 사업부문별 추산 영업이익 : 합성고무 472억원(전분기 367억원), 합성수지 78억원(전분기 107억원) 열병합 및 정밀화학 167억원(전분기 223억원), 금호 P&B(주) 51억원(전분기 82억원)

2013년 3분기 예상 특징 : 영업이익 617억원으로, 조정 예상

- ▶ 3분기 추정실적은 매출액 1조 3,840억원, 영업이익 617억원, 지배주주 순이익 462억원 등. 영업이익은 전분기 768억원 대비 20% 정도 조정 받을 것으로 판단
- ▶ 3분기 실적에 영향을 미치는 변수는 1) 7월 시작과 함께 시작된 부타디엔 및 합성고무 가격 폭락에 따른 합성고무 이익 감소, 2) 합성수지 판매 성수기 효과, 3) 정기보수 소멸로 전력판매 회복, 4) 금호P&B(주) BPA 15만톤 증설, 금호폴리켐(주) EPDM 6만톤 증설 효과 등임

투자의견 BUY, 목표주가 120,000원

- 2013년 상반기보다 하반기 경영 여건 개선(합성고무 증설 마무리, 천연고무 가격 회복 등)
- 7월 PBR(주가/순자산배율) 1.7배로, 2009년 대우건설(주) 풋백옵션 부담시기 이후 바닥수준

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	64,574	58,837	55,393	62,568	65,730
매출액증가율	12.9	-8.9	-5.9	13.0	5.1
영업이익	8,390	2,238	3,145	4,855	5,731
영업이익률	13.0	3.8	5.7	7.8	8.7
지배주주귀속 순이익	5,056	1,296	1,811	3,490	4,224
지배주주 귀속 EPS	19,391	4,049	5,740	11,250	13,660
증가율	5.4	-79.1	41.8	96.0	21.4
PER	9.4	31.9	14.8	7.6	6.2
PBR	4.1	2.7	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.7	15.5	9.2	7.0	5.9
ROA	11.1	2.8	4.0	7.1	8.0
ROE	44.0	8.7	11.3	19.2	19.7

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

2013년 2분기, 합성고무
영업이익률 7% 회복

2분기 영업이익 예상치
768억원으로, 전분기 779억원과
비슷

1) 합성고무 추산 영업이익
2013년 1분기 367억원 →
2분기 472억원(p)

I. 2013년 2분기 잠정 실적 : 영업이익 768억원으로, 업황대비 호조세 시현

2013년 2분기 잠정 실적 특징을 “수요부진 속에서도 합성고무 영업이익률 7% 회복” 으로 요약할 수 있다. 2분기 추정실적을 살펴보면, 매출액 1조 3,835억원, 영업이익 768억원, 지배주주 손이익 259억원 등이다. 영업이익은 전분기 779억원과 거의 유사한 수치였다. 다만, 유가증권평가손실로 인해, 지배주주 손이익은 전분기 343억원 대비 25% 감소했다.

부문별 영업이익 추산치를 살펴보면, 합성고무 472억원(전분기 367억원), 합성수지 78억원(전분기 107억원), 금호P&B(주) 51억원(전분기 82억원), 기타 특수고무 및 열병합발전 167억원(전분기 223억원) 등이다.

[표1]에서 잘 나타나듯이, 2분기 영업실적 특징을 5가지로 요약할 수 있다.

첫째, 2013년 2분기 합성고무 부문(Butadiene Rubber, Styrene Butadiene Rubber) 영업이익은 470억원 수준으로, 전분기 367억원에서 29% 증가했다. 특히, 영업이익률은 1분기 5% 수준에서 7%를 회복되었다. 과거 10년간 합성고무 평균 영업이익률이 8.6% 수준이었다. 글로벌 자동차 타이어 수요 약세 및 아시아지역 신규증설에 따른 과잉공급 문제가 심각했던 2분기에 거둔 실적이기 때문에 고무적이다. 지난 1분기 실적 코멘트에서도 강조했지만, 세계 1위 합성고무 업체로서의 이익관리 능력이 돋보인다. 이점은 부인할 수 없는 사실이다.

표 1. 금호석유(주) 실적 추정치 : 2013년 2분기 잠정 영업이익 768억원(전분기 779억원, 시장 컨센서스 749억원, 동양증권 직전 추정치 762억원)

	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
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	7.0	7.0	10.8	10.8	10.8	28.0	28.0	35.5	43.0
EPDM (만톤)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	4.0	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	14,170	13,835	13,840	13,549	64,574	58,837	55,394	62,568
합성고무	7,877	9,818	9,456	8,282	8,706	8,567	6,928	6,174	6,801	6,540	6,074	5,855	35,433	30,375	25,270	28,568
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	3,893	3,170	2,485	2,541
부타디엔 (원재료)	2,395	3,608	3,724	2,307	3,468	2,606	2,133	1,688	1,911	1,395	978	1,680	3,009	2,473	1,491	1,720
합성수지	3,462	3,206	2,741	3,029	3,421	3,228	3,372	2,871	3,314	3,597	3,864	3,706	12,438	12,892	14,481	14,191
ABS \$/MT	2,277	2,226	2,178	1,867	2,091	1,903	1,947	1,920	1,965	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)	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	1,181	1,074	1,158	1,082	1,200	1,333	1,274	1,257	1,169	1,159	1,446	1,390	4,485	5,064	5,164	6,295
금호P&B	3,482	2,978	3,248	2,569	2,899	2,712	2,743	2,152	2,886	2,539	2,455	2,598	12,277	10,506	10,478	13,514
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	1,778	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
아세트 \$/MT	875	1,101	1,086	995	981	978	898	914	1,046	995	1,011	965	1,014	943	1,005	1,037
벤젠(원재료)	1,149	1,145	1,145	990	1,183	1,102	1,178	1,365	1,400	1,287	1,230	1,179	1,107	1,207	1,274	1,245
영업이익	2,898	2,685	1,904	904	1,219	262	452	306	779	768	617	982	8,390	2,238	3,146	4,855
합성고무	1,679	1,669	1,279	698	753	-6	140	125	367	472	258	552	5,325	1,012	1,649	2,675
Cash마진 \$/MT	1,420	1,119	789	423	613	201	251	251	382	426	251	496	938	329	389	510
합성수지	312	149	55	-60	86	-1	135	57	107	78	125	102	456	276	412	367
Cash마진 \$/MT	586	299	236	318	200	196	242	131	258	217	284	256	360	192	254	194
고무약품/유틸리티	257	270	182	267	294	186	189	161	223	167	216	211	976	830	817	1,177
금호P&B	650	597	389	-2	32	82	-26	-36	82	51	18	116	1,634	52	267	636
Cash마진 \$/MT	699	785	474	315	260	221	238	175	256	242	221	296	568	224	254	330
지배주주 손이익	1,962	1,790	900	404	1,016	89	406	-215	343	259	462	747	5,056	1,296	1,811	3,490
EPS	원/주												19,391	4,049	5,740	11,250
BPS	원/주												44,423	47,407	51,082	59,811
ROE													43.7%	8.5%	11.2%	18.8%

자료 : 동양증권 리서치센터

① 2013년 2분기 아시아지역 합성고무 공급상황은 매우 좋지 않았다. 중국 Transfar Group(주) BR 10만톤, Maoming 석화(주) BR 10만톤, YPC GPRO(주) BR 10만톤, Zibo Qixiang Tengda Chemical(주) BR 10만톤, 인도 India Oil(주) SBR 12만톤 등의 신규설비 가동이 집중되어 있었다. 글로벌 연간 수요 870만톤 대비 6%에 해당한다.

② 자동차 업황부진에도 불구하고, 동사의 합성고무 설비 가동률은 1분기 98% 수준에서 2분기 100%에 도달했다. 특히, 2분기부터 판매가 시작된 고부가 합성고무인 Solution SBR(타이어 마찰 시 이산화탄소 발생이 낮은 합성고무) 설비는 4 ~ 5월 100% 넘는 가동률을 보였다. 타이어 등급제 실시로, 타이어 생산업체에서 SSBR 구매가 집중되었기 때문이다.

③ 합성고무 제품가격은 1분기 2,567\$에서 2013년 1분기 2,295\$로 낮아졌다. 대체재인 천연고무 가격이 전분기 2,957\$에서 2,438\$로 낮아졌을 뿐만 아니라, 원료인 부타디엔 가격도 전분기 1,832\$에서 2분기 1,392\$로 떨어졌기 때문이다. 제품가격은 하락했지만, 합성고무(BR/SBR 기준) 1톤당 스프레드는 1분기 382\$에서 2분기 426\$로 오히려 개선되었다. [그림1]

2) 합성수지 추산 영업이익
2013년 1분기 107억원 →
2분기 78억원(p)

둘째, 2013년 2분기 합성수지 부문의 잠정 영업이익은 78억원으로, 전분기 107억원에서 소폭 감소했다. 5월 말부터 ABS 설비 가동률이 90%로 회복되었지만, 원료인 SM 가격 초강세가 부담으로 작용했다. [그림3]에 보이듯이 ABS 제품 1톤당 Cash 마진은 1분기 266\$에서 2분기 241\$로 낮아졌다. ABS 제품가격은 2,011\$에서 1,892\$로 낮아졌지만, 주 원료인 SM(ABS 1톤에 0.7톤의 SM 필요) 가격은 1,683\$에서 1,654\$로 큰 변화가 없었다.

3) 열병합 및 정밀화학
추산 영업이익
2012년 1분기 223억원 →
2분기 167억원(p)

셋째, 2013년 2분기 정밀화학/열병합발전/기타 부문의 추정 영업이익은 167억원으로, 전분기 223억원 대비 감소했다. 4월 봄철 2주 정도 진행된 발전소 정기보수로 인해, 전력부문 판매량이 소폭 감소했기 때문이다. 정밀화학부문 주력제품인 타이어용 가황촉진제 및 노화방지제 설비 가동률은 60% 수준의 약세가 이어지고 있다.

4) 금호 P&B(78% 자회사)
추산 영업이익
2013년 1분기 82억원 →
2분기 51억원(p)

넷째, 2013년 2분기 금호 P&B(78% 자회사, 연결 대상)의 추정 영업이익은 51억원으로, 전분기 82억원 대비 축소되었다. 국내 경쟁사인 LG 화학(주)이 2분기부터 BPA(Bis-Phenol A) 15만톤을 양산하면서, BPA 판매물량이 축소되었을 뿐만 아니라, 원료가격 변동분을 제품가격에 전가시키지 못했다. BPA 수출가격은 1분기 1,863\$에서 2분기 1,752\$로 낮아졌으며, BPA 1톤당 Spread(=BPA - 0.8*벤젠 - 0.24*프로필렌)도 전분기 502\$에서 463\$로 약화되었다.

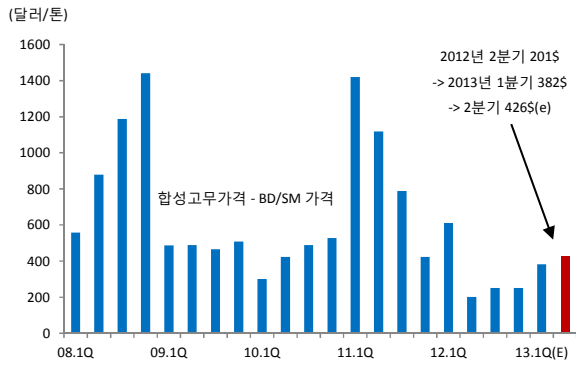
5) 매도가능유가증권 손실
312억원(전분기 △180억원)

지분법평가이익 110억원
(전분기 101억원)

다섯째, 보유유가증권인 대우건설(1분기 말 9,610원 → 2분기 말 7,090원, 금호석유(주)가 14,621,622주 보유) 및 CJ 대한통운(1분기 말 98,300원 → 2분기 95,400원, 금호 P&B(주)가 329,546주 보유) 주가하락으로, 영업외 평가 손실이 312억원 발생되었다. 지난 1분기에는 180억원 규모의 손실을 기록했다.

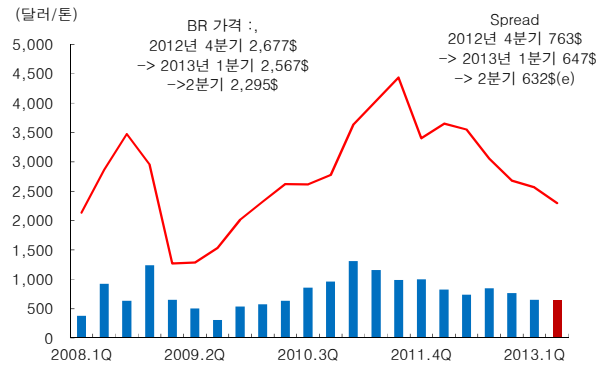
주력 자회사인 금호미쓰이(우레탄 원료생산 업체) 및 금호폴리켄(EPDM 생산업체)으로 발생하는 지분법 평가이익은 110억원으로, 전분기 101억원에서 소폭 개선되었다. 금호미쓰이(MDI 생산업체)의 정기보수가 1분기에 끝나면서 생산이 정상화되었기 때문이다.

그림 1. 금호석유(주)의 합성고무 부문(BR 및 SBR) 분기별 Spread



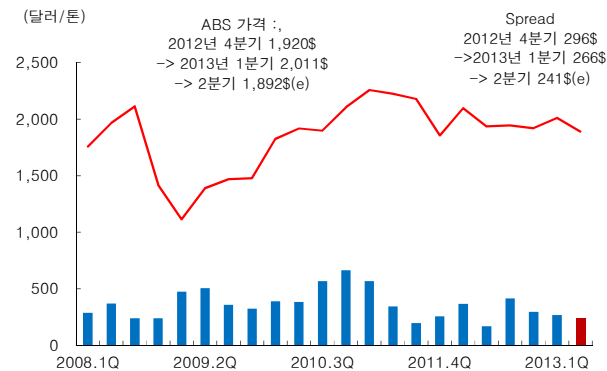
자료 : 동양증권 리서치센터

그림 2. 금호석유(주)의 합성고무 spot 제품가격(BR)



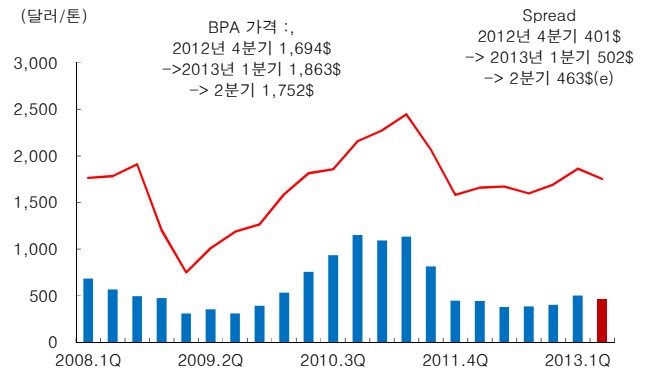
자료 : 무역협회, 동양증권 리서치센터

그림 3. 금호석유(주) 합성수지 부문 spot 제품가격(ABS)



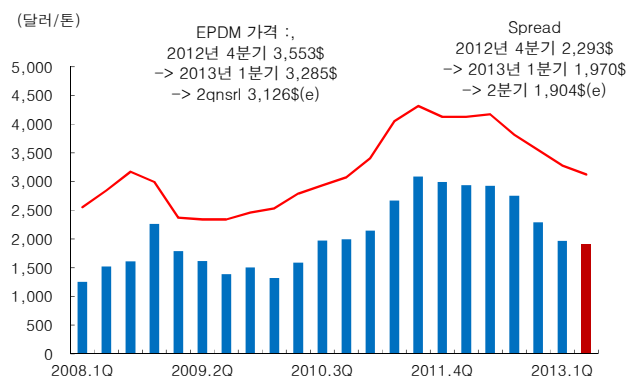
자료 : 씨스캠닷컴, 동양증권 리서치센터

그림 4. 금호P&B(주)의 핵심제품 spot 가격(BPA)



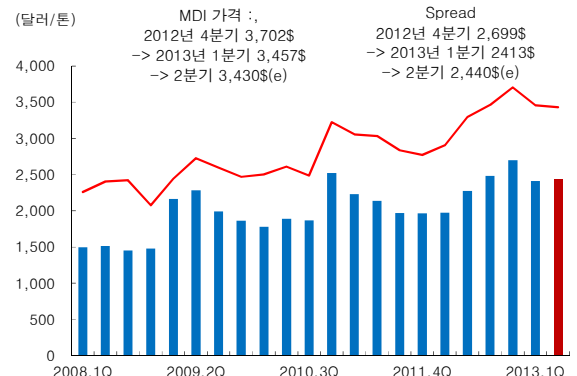
자료 : 무역협회, 동양증권 리서치센터

그림 5. 금호폴리켐(주)의 핵심제품 spot 가격(EPDM)



자료 : 무역협회, 동양증권 리서치센터

그림 6. 금호미시(주)의 핵심제품 spot 가격(MDI)



자료 : 무역협회, 동양증권 리서치센터

II. 2013년 3분기 예상 실적 : 영업이익 617억원으로, 불안한 조정

2013년 3분기 예상 실적
매출액 1.4조원,
영업이익 617억원,
순이익 462억원

3분기 합성고무 및 원료가격
500\$ 하락 예상. 다만,
스프레드는 650\$ 수준 유지 가능

3분기 중국 타이어업체 가동률
10%p 축소

중국 합성고무 신규증설 물량
압박 지속

신규 부타디엔(BD) 공급물량
8월에 집중

2013년 3분기 실적 예상 특징을 ‘합성고무 요동 속에 실적 선방’으로 표현할 수 있다. 예상 실적을 정리해 보면, ‘매출액 1조 3,840억원, 영업이익 617억원, 지배주주 순이익 462억원’ 등이다. 영업이익 규모는 전분기 768억원 대비 20% 정도 감소할 것으로 예상된다. 3분기에는 실적 예상치가 많이 변할 수 있다는 점에 유의해야 한다.

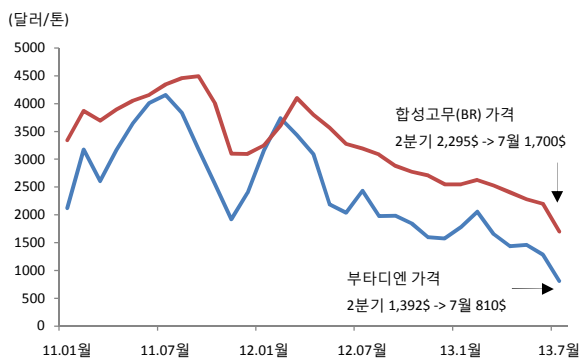
3분기 시작과 함께, 합성고무 시장이 요동치고 있다. 합성고무 가격은 전분기 대비 500\$ 이상 하락이 불가피하다. 7월 말 BR(Butadiene Rubber) 가격은 2분기 2,200\$ 수준에서 3분기에는 1,500 ~ 1,600\$ 수준으로 낮아졌다. 천연고무 가격은 2,100\$ 수준에서 안정화되었지만, 원료인 부타디엔 가격이 3분기에 접어들면서 폭락세를 시현하고 있기 때문이다. 부타디엔 가격은 2분기 평균 1,392\$에서 7월 중순 810\$로 떨어졌다. 중국을 중심으로 타이어 업체의 재고소진 과정이 진행되면서 구매수요는 약해진 반면, 합성고무와 부타디엔 증설이 한꺼번에 몰렸기 때문이다.

첫째, 중국을 중심으로 타이어업체의 고무수요가 약화된다. 2분기 중국의 타이어 업체 설비 가동률은 80 ~ 90% 수준이었지만, 3분기에는 10%p 정도 낮아져 있다. 중국 8대 도시에 대해 자동차 등록을 제한하려는 움직임이 가시화되었기 때문이다.

둘째, 글로벌 합성고무 신규설비의 생산압박이 심화되고 있다. 중국을 중심으로 2013년 상반기에 약 40만톤 규모의 합성고무설비가 완공되었다. 본격 가동되는 시점에 타이어업체의 재고조정이 진행되고 있다. 결국, 중국의 BR/SBR 합성고무 재고과정이 7 ~ 8월에 이어지게 된다. 합성고무 가격의 단기 반등이 쉽지 않다는 뜻이다.

셋째, 중국을 중심으로 부타디엔 신규설비 압박이 증가한다. 6 ~ 8월 동안, Shangdong Yuhuang Chemical(주) 18만톤, Wuhan 석화(주) 12만톤, Transfar Kalyue(주) 5만톤, Petro china Sichuan 석화(주) 15만톤 등이 신규가동 한다. 반면, 중국, 대만의 합성고무 생산업체 가동률은 2분기 70% 내외에서 3분기에는 50 ~ 60% 수준으로 낮추었다. 부타디엔 잉여상황이 발생되고 있다. 부타디엔 가격 반등을 위해서는 기존 NCC 업체의 생산 축소가 필요하다. 그러면, 기존 NCC 업체는 당장 설비가동을 낮출 것인가? 아니다. 7 ~ 9월 중순은 아시아지역 NCC 업체에 연중 최대 성수기이다. 중국의 국경절 및 한국 등 추석 연휴를 앞두고, 화학제품의 구매수요가 집중된다. 9월 말까지 부타디엔 가격 회복을 위해 에틸렌, 프로필렌 등의 제품 생산을 줄일 가능성은 극히 낮다.

그림 7. 부타디엔(원료)와 합성고무 가격 추이 : 3분기 급락



자료: bloomberg, ICIS, 무역협회

표 2. 2013년 중국 합성고무/부타디엔 증설 계획 : 2 ~ 3분기 클라이막스

시	기	기업(증설 국가)	제품	증설규모(톤)
[합성고무]				
2013년	2월	Maoming Petchem	R	100,000
	4월	Transfar Group	BR	100,000
	5월	Wanda Group	BR	20,000
	6월	YPC GPRO	BR	100,000
	7월	Zibo Zixiang Tengda Chemical	BR	100,000
[부타디엔]				
2013년	5월	Zibo Qixiang Tengda Chemical	BD	50,000
	6월	Shangdong Yuhuang Chemical	BD	180,000
	6월	Wanda Group	BD	150,000
	6월	CPC(대만)	BD	100,000
	7월	Wuhan Petchem	BD	120,000
	7월	Petroch na Sichuan	BD	150,000
	7월	Petrokimia Butadiene(인도네시아)	BD	100,000
	8월	Transfar Kalyue	BD	50,000

자료: Platts, ICIS

III. 결 론 : 목표가격 12만원, 3 ~ 4분기 주가 회복 가능성에 무게

2013년 2분기, 주가는 10.5만원에서 8.3만원으로 20% 이상 하락

[그림8]에서 나타나듯이, 2013년 2분기 주가는 10.5만원에서 출발해서 8.3만원으로, 약 20% 정도 하락했다. 1분기 실적 코멘트에서 언급했듯이, 합성고무 공급과잉, 가격 하락, Over Hang 부담감이 동시에 작용했다.

첫째, 중국을 중심으로 합성고무 공급우려감이 확산되었다. 5pgae 의 [표2]에 나타나듯이, 2분기에만 중국의 합성고무 증설 규모가 22만톤(세계 소비량 800만톤)에 달했기 때문이다. 둘째, 대체재인 천연고무 가격이 1분기 초 3,000\$에서 2,000\$ 초반 수준으로 하락했다. 천연고무 최대 생산국인 태국 정부가 보유하고 있던 천연고무 재고를 국제시장에 매각했기 때문이다. 셋째, 채권단 주주가 보유하고 있는 주식 출회 우려감(lock-up 물량)은 투자심리에 부담 요인이었다. 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.

영업이익률 반등 추세를 고려하면, 2분기 주가는 최악의 업황 터널 통과 과정 정도로 이해됨

그러나, 2013년 2분기 주가 조정은 최악의 업황 터널 통과 과정으로 판단된다. 글로벌과잉공급, 제품가격 하락 등의 악재 속에서도 합성고무 영업이익률이 7% 수준으로 회복된 것에 주목할 필요가 있다. [그림9]에 잘 나타나듯이, 2008년 글로벌 금융위기를 제외할 경우 과거의 합성고무 업황 바닥권 영업이익률은 3% 수준이었다. 당사는 이미 2013년 1분기부터 바닥권 영업이익률인 3%를 초과하고 있다.

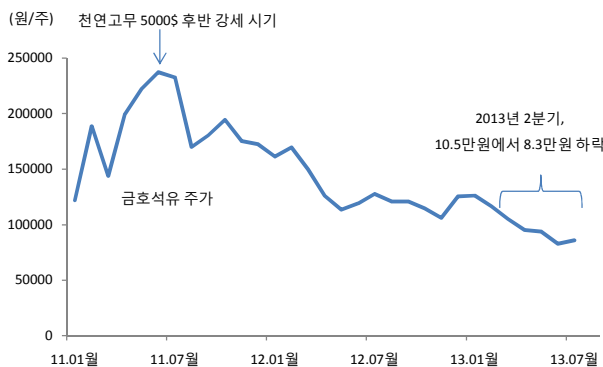
3분기 실적 우려감을 딛고 바닥권 주가에서 회복 가능

2013년 3분기에는 실적 감소 우려에도 불구하고, 바닥권 인식으로 주가는 반등시도가 이어질 것으로 예상된다. [그림11]의 주가 순자산배율(PBR)에서 나타나듯이, 2009년 금호그룹의 대우건설(주) 풋백업선 논란 이후 바닥권의 PBR 에 도달했다. 추가적인 하락보다는 반등 가능성에 무게를 두어야 할 것이다. 합성고무 증설 압박과 타이어용 고무(천연고무 및 합성고무) 가격 하락 우려감은 2분기 ~ 3분기초 주가에 충분히 반영된 것으로 판단되기 때문이다.

3분기부터는 합성고무 증설 종료와 천연고무 가격 인상 시도에 주목

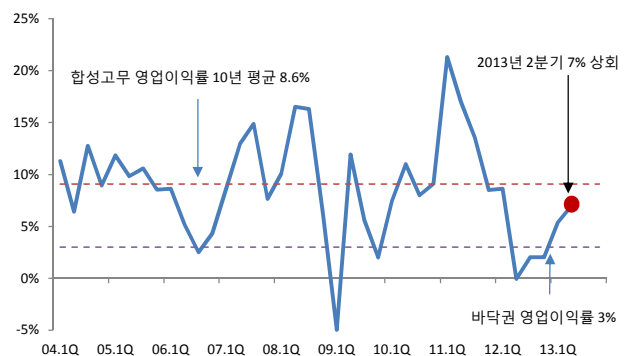
오히려, 2013년 3분기 초를 기점으로, 아시아지역의 대규모 합성고무 증설이 마무리되면서 2014년에는 공급압박이 현저히 줄어들게 된다. 뿐만 아니라, 3분기 말 ~ 4분기부터는 태국 등을 중심으로 천연고무가격 인상을 위한 시도가 예상된다. 고무가격의 추세적 추가하락보다 반등 가능성이 높다는 뜻이다.

그림 8. 금호석유(주) 주가 동향 : 2 분기 동안 20% 하락



자료: 동양증권 리서치센터

그림 9. 금호석유(주) 합성고무 영업이익률 변화



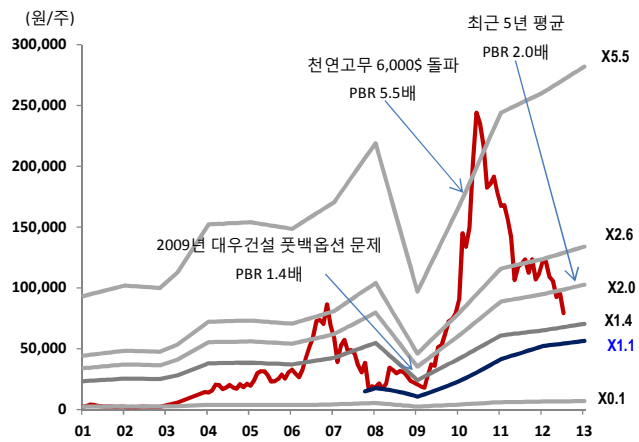
자료: 동양증권 리서치센터

그림 10. 최근 10년 평균 이익율을 적용한 금호석유주 추정 실적

구분	10년 평균 이익율을 적용한 추정 실적
매출액 (억원)	59,422
합성고무 부문	27,409
합성수지 부문	14,294
유틸리티 등	6,007
금호P&B	11,712
영업이익 (억원)	4,534
정유 부문	2,400
석유화학 부문	184
운할유 부문	1,358
자원개발 부문	593
영업이익률	7.6%
정유부문	8.8%
석유화학 부문	1.3%
운할유 부문	22.6%
자원개발 부문	5.1%
지배주주순이익 (억원)	2,997
EPS (원/주)	9,835
BPS (원/주)	56,907
적정주가 범위	[최저] [평균] [최고]
기준 PER (배)	11.5
적정주가 (원/주)	112,778
기준 PBR (배)	2.0
적정주가 (원/주)	63,000 120,000 183,000

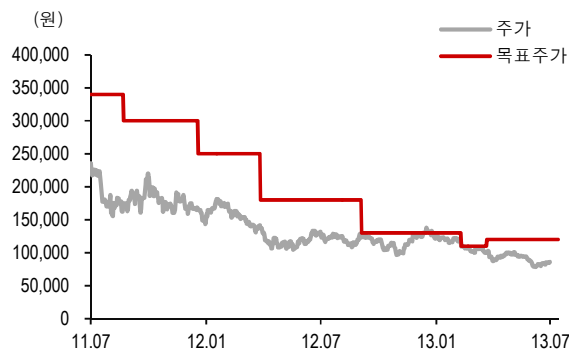
자료 : 동양증권 리서치센터

그림 11. 금호석유주 PBR 밴드 : 대우건설주 풋백옵션 문제 이후 최저 PBR



자료 : 동양증권 리서치센터

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



자료 : 동양증권

날짜	투자의견	목표주가
2013-07-19	BUY	120,000
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

- 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 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 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	55,393	62,568	65,730
매출원가	54,103	54,806	48,609	52,844	55,130
매출총이익	10,470	4,031	6,785	9,724	10,600
판매비	2,080	1,793	3,640	4,869	4,869
영업이익	8,390	2,238	3,145	4,855	5,731
EBITDA	9,936	3,837	4,836	6,575	7,425
영업외손익	-807	-901	-777	-184	-87
외환관련손익	-187	57	-110	52	2
이자손익	-1,313	-878	-579	-726	-627
관계기업관련손익	728	670	445	489	538
기타	-35	-750	-533	0	0
법인세비용차감전순손익	7,584	1,337	2,368	4,671	5,644
법인세비용	2,146	76	539	1,079	1,307
계속사업순손익	5,438	1,261	1,829	3,592	4,337
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,438	1,261	1,829	3,592	4,337
지배지분순이익	5,056	1,296	1,811	3,490	4,224
포괄순이익	4,705	1,572	1,816	3,592	4,337
지배지분포괄이익	4,339	1,559	1,721	3,337	4,040

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	16,693	19,583	20,604
현금및현금성자산	5,051	2,462	3,234	2,842	3,879
매출채권 및 기타채권	9,205	6,379	7,491	9,317	9,308
재고자산	5,816	5,673	5,574	7,030	7,024
비유동자산	26,561	29,206	29,455	31,915	33,178
유형자산	19,224	21,296	23,262	25,280	26,045
관계기업등 지분관련자산	2,705	3,181	3,508	3,997	4,535
기타투자자산	4,016	4,022	2,146	2,146	2,146
자산총계	47,142	44,107	46,148	51,497	53,782
유동부채	27,132	14,385	13,369	15,572	15,258
매입채무 및 기타채무	7,210	5,115	6,489	7,592	7,587
단기차입금	7,875	7,924	6,367	7,466	5,823
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	28,228	30,430	28,782
지배지분	14,477	15,477	16,701	19,631	23,295
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	12,375	15,305	18,970
비지배지분	1,094	1,107	1,219	1,436	1,705
자본총계	15,571	16,584	17,920	21,067	25,000
순차입금	17,637	18,257	16,563	18,054	15,375
총차입금	23,020	20,932	19,978	21,078	19,435

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	6,684	2,455	4,609	3,334	6,267
당기순이익	5,438	1,261	1,829	3,592	4,337
감가상각비	1,460	1,530	1,631	1,672	1,655
외환손익	38	-19	79	-52	-2
총속, 관계기업 관련손익	0	0	-445	-489	-538
자산부채의 증감	-1,971	-643	246	-2,386	-193
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	-1,623	559	-2,184
단기차입금	1,021	-5,159	-1,657	1,100	-1,643
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	-493	-611	-644
현금의 증감	3,543	-2,588	772	-392	1,037
기초 현금	1,508	5,051	2,462	3,234	2,842
기말 현금	5,051	2,462	3,234	2,842	3,879
NOPLAT	8,390	2,238	3,145	4,855	5,731
FCF	2,680	-619	802	-623	3,484

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	5,740	11,250	13,660
BPS	44,423	47,407	51,062	59,811	70,752
EBITDAPS	34,524	11,458	14,441	19,632	22,169
SPS	224,373	175,679	165,397	186,819	196,262
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,723
PER	9.4	31.9	14.8	7.6	6.2
PBR	4.1	2.7	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.7	15.5	9.2	7.0	5.9
PSR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	12.9	-8.9	-5.9	13.0	5.1
영업이익 증가율 (%)	28.3	-73.3	40.5	54.4	18.0
지배순이익 증가율 (%)	7.3	-74.4	39.8	92.7	21.0
매출총이익률 (%)	16.2	6.9	12.2	15.5	16.1
영업이익률 (%)	13.0	3.8	5.7	7.8	8.7
지배순이익률 (%)	7.8	2.2	3.3	5.6	6.4
EBITDA 마진 (%)	15.4	6.5	8.7	10.5	11.3
ROIC	22.6	7.6	8.4	11.7	12.9
ROA	11.1	2.8	4.0	7.1	8.0
ROE	44.0	8.7	11.3	19.2	19.7
부채비율 (%)	202.8	166.0	157.5	144.4	115.1
순차입금/자기자본 (%)	121.8	118.0	99.2	92.0	66.0
영업이익/금융비용 (배)	6.0	2.2	4.5	5.8	7.3