



금호석유 (011780)

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

실적은 선방했지만 여전히 시가는 제로

매수 (유지)

주가 (7월 18일)	85,000 원
목표주가	100,000 원 (유지)
상승여력	17.6%

- ◆ 2Q13 영업이익 전분기 대비 1.5% 감소한 767억원 기록
- ◆ 3Q13 영업이익은 전분기와 유사한 779억원 예상
- ◆ 부타디엔(합성고무 원료) 가격 폭락하는 등 고무 수요 회복 조짐 미약
- ◆ 투자의견 매수, 목표주가 100,000원 유지, 부진한 시황에서 안정적인 실적 시현

KOSPI	1,875.48p
KOSDAQ	541.56p
시가총액	2,589.8 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	30.5 백만주
유통주식수	13.2 백만주(43.4%)
52 주 최고가/최저가	138,000 원/78,500 원
일평균 거래량 (60 일)	121,136 주
일평균 거래액 (60 일)	10,977 백만원
외국인 지분율	10.52%
주요주주	박찬구 외 6인 24.19%
	자사주 18.36%
	한국산업은행 14.05%
절대수익률	3개월 -2.7%
	6개월 -32.0%
	12개월 -32.3%
KOSPI 대비	3개월 -1.5%
상대수익률	6개월 -27.9%
	12개월 -35.2%

2Q13 영업이익 전분기 대비 1.3% 감소한 767억원 기록

금호석유의 2Q13 영업이익은 767억원으로 전분기와 유사한 수준을 보였다. 당사 예상치(763억원)나 시장 컨센서스(744억원)에 부합하는 실적이다. 원료(부타디엔)나 제품(합성고무/합성수지) 가격이 하락했고, 정기보수가 있었음을 감안하면 선방했다고 평가할 수 있다. 합성고무 시황이 부진한 가운데, 원료 가격이 하락하는 속도가 제품 가격 하락보다 빨라서 수익성이 개선되었다.

영업이익은 전분기와 비슷했지만 세전이익은 전분기 대비 38.0% 감소했다. 대우건설(금호석유 지분율 3.5%) 주가 하락에 따라 300억원의 평가손실이 발생했기 때문이다.

고무 수요 회복 조짐 미약한 가운데 3Q13 영업이익은 전분기와 유사한 779억원 예상 3Q13 영업이익은 전분기와 유사한 779억원으로 예상된다. 주력 제품인 합성고무 시황이 단기간내 회복될 가능성은 낮아 보인다. 1Q12 평균 가격이 톤당 3,467달러에 달했던 부타디엔(합성고무 원료)이 2013년 7월 현재 830달러로 폭락했다는 사실이 이를 뒷받침한다.

그럼에도 영업이익이 전분기 수준을 유지하는 이유는 1) 합성수지(자동차/가전 제품 내외장재 원료) 성수기 효과, 2) 정기보수 종료에 따른 에너지(열병합 발전) 부문 이익 증가 때문이다.

투자의견 매수, 목표주가 100,000원 유지, 부진한 시황에서 안정적 실적 시현 주목

금호석유에 대한 투자의견 매수와 목표주가 100,000원을 유지한다. 목표주가는 12MF 실질 BPS(자사주 제외한 주당 장부가치) 기준 PBR 1.6배에 해당한다. 합성고무 시황이 지극히 부진한 가운데 비교적 안정적인 실적을 시현하고 있다는 점을 눈여겨 봐야 한다. 중장기적으로 SSBR(친환경 타이어 원료) 생산과 에너지 사업 확대(제3 열병합 발전소 건설)에 따른 이익 증가도 기대된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	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	5,562.0	297.0	197.6	149.8	4,242	15.2	48,967	19.9	9.6	1.7	9.3	103.7
2014F	6,099.1	363.8	321.0	243.3	6,671	57.3	53,782	12.6	8.6	1.6	13.4	101.8
2015F	7,098.3	479.0	443.0	335.8	9,295	39.3	61,220	9.1	7.2	1.4	16.6	93.2

금호석유 2Q13 실적 요약

(십억원, %)	2Q13P	1Q13	QoQ	2Q12	YoY	신한금융	컨센서스
매출액	1,383.4	1,417.0	(2.4)	1,584.0	(12.7)	1,372.2	1,378.3
영업이익	76.7	77.9	(1.5)	26.2	193.4	76.3	74.4
세전이익	29.7	47.9	(38.0)	9.7	207.2	50.3	60.3
순이익	25.9	34.3	(24.4)	8.9	192.6	38.1	45.9
영업이익률	5.5%	5.5%	-	1.7%	-	5.6%	5.4%
순이익률	1.9%	2.4%	-	0.6%	-	2.8%	3.3%

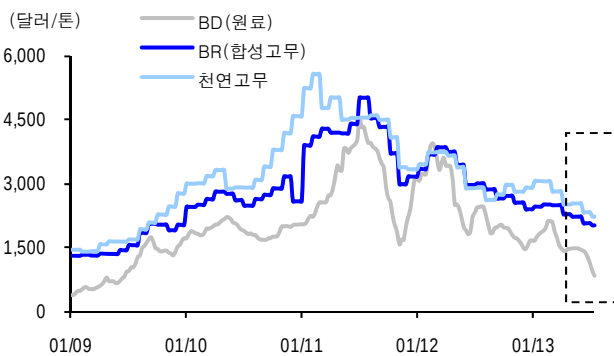
자료: FnGuide, 신한금융투자

금호석유 사업 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q13	2Q13P	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
매출액	전체	1,417	1,383	1,412	1,349	1,434	1,439	1,603	1,624	5,884	5,562	6,099
	합성고무	680	654	635	646	680	689	770	824	3,038	2,615	2,963
	합성수지	331	360	363	315	337	341	371	353	1,289	1,369	1,401
	페놀 유도체	289	254	284	261	289	283	320	306	1,087	1,088	1,199
	기타	117	116	130	127	128	126	141	141	470	490	536
영업이익	전체	78	77	78	64	83	85	106	89	224	297	364
	합성고무/수지	42	53	55	48	50	54	69	62	129	199	235
	페놀 유도체	8	5	-1	1	6	9	12	8	15	13	34
	기타	27	19	24	15	27	23	26	19	79	86	95
매출액 증가율	YoY	-12.7	-12.7	-1.4	8.3	1.2	4.0	13.5	20.3	-8.9	-5.5	9.7
	QoQ	13.8	-2.4	2.1	-4.5	6.3	0.4	11.4	1.3	-	-	-
영업이익 증가율	YoY	-36.1	193.4	72.4	110.7	7.0	11.2	36.2	38.3	-73.3	32.9	22.3
	QoQ	154.6	-1.5	1.6	-17.3	29.2	2.4	24.4	-16.0	-	-	-
영업이익률	전체	5.5	5.5	5.5	4.8	5.8	5.9	6.6	5.5	3.8	5.3	6.0
	합성고무/수지	4.2	5.2	5.5	5.0	4.9	5.2	6.0	5.3	3.0	5.0	5.4
	페놀 유도체	2.8	2.0	-0.5	0.3	2.2	3.0	3.7	2.5	1.4	1.2	2.9
	기타	23.4	16.1	18.5	12.1	21.2	18.1	18.1	13.5	16.9	17.6	17.6

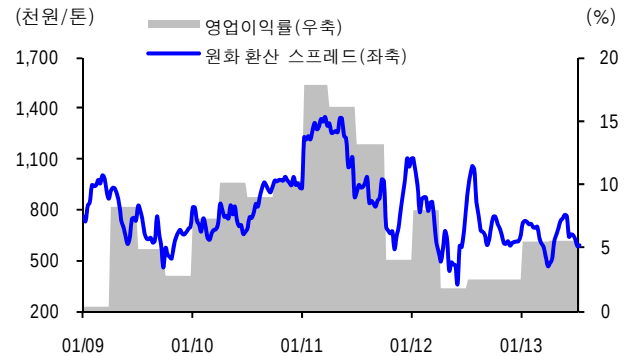
자료: 회사 자료, 신한금융투자, 주: 기타 사업부에는 에너지(열병합 발전), 고무약품 등이 포함

고무 관련 제품 가격 추이



자료: KITA, Platts, 신한금융투자

금호석유 토탈 스프레드와 영업이익률 추이



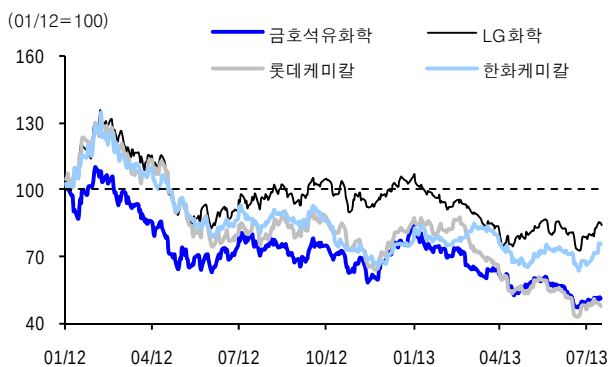
자료: Platts, KITA, 신한금융투자, 주: 통합 스프레드 = 통합 제품 ASP - 원료 가격

금호석유 수익예상 변경

(십억원)	변경전			변경후			변경률		
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F
매출액	5,547.8	6,030.7	7,098.3	5,562.0	6,099.1	7,098.3	0.3	1.1	0.0
영업이익	290.3	355.4	481.0	297.0	363.8	479.0	2.3	2.4	-0.4
세전이익	209.8	324.4	441.0	197.6	321.0	443.0	-5.8	-1.0	0.5
순이익	157.4	233.6	317.5	148.3	231.1	319.0	-5.8	-1.1	0.5
EPS(원)	4,515	6,744	9,251	4,242	6,671	9,295	-5.8	-1.1	0.5
영업이익률(%)	5.2	5.9	6.8	5.3	6.0	6.7			
ROE(%)	9.8	13.5	16.4	9.3	13.4	16.6			

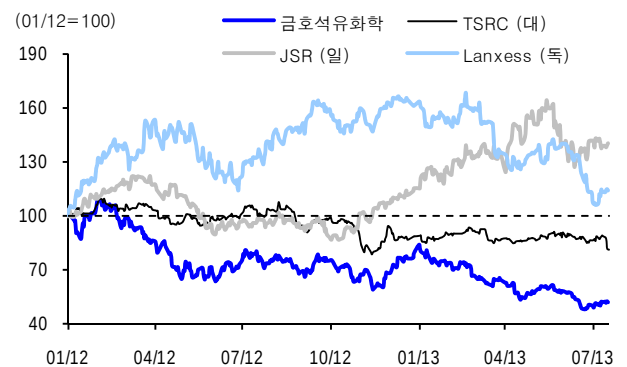
자료: 신한금융투자

한국 석유화학 4사 상대주가 추이



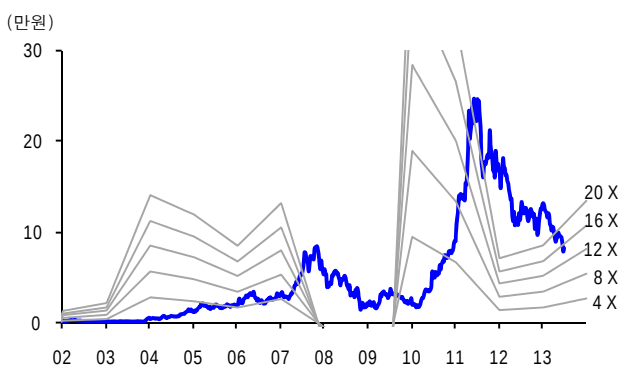
자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 합성고무 업체 상대주가 추이



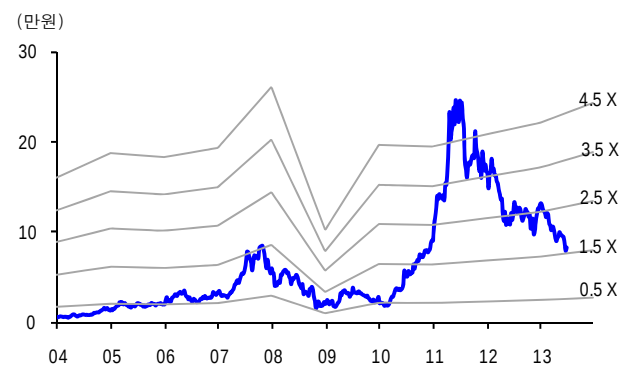
자료: Bloomberg, 신한금융투자

금호석유 PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자

금호석유 PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
자산총계	4,714.2	4,410.7	4,666.2	5,055.1	5,461.0
유동자산	2,058.1	1,490.1	1,546.5	1,708.7	1,891.8
현금및현금성자산	505.1	246.2	242.2	288.1	254.1
매출채권	887.1	585.7	654.3	717.5	835.1
재고자산	581.6	567.3	556.2	609.9	709.8
비유동자산	2,656.1	2,920.6	3,119.7	3,346.4	3,569.2
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	702.3	664.7	676.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,157.2	2,752.4	2,914.0	3,129.6	3,269.7
유동부채	2,713.2	1,438.5	1,622.4	1,756.6	1,823.0
단기차입금	787.5	792.4	758.9	807.1	745.7
매입채무	428.1	287.3	427.8	435.7	507.0
유동성장기부채	1,122.8	77.8	128.8	191.2	232.8
비유동부채	444.0	1,313.9	1,291.6	1,372.9	1,446.7
사채	99.6	558.0	602.2	642.0	677.8
장기차입금(장기금융부채 포함)	266.9	653.3	581.7	617.9	650.1
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,557.1	1,658.4	1,752.2	1,925.6	2,191.5
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	1,205.5	1,366.8	1,615.9
지배주주지분	1,447.7	1,547.7	1,640.0	1,801.2	2,050.4
비지배주주지분	109.4	110.7	112.2	124.4	141.1
*총차입금	2,302.0	2,093.2	2,082.3	2,269.9	2,317.2
*순차입금(순현금)	1,763.7	1,825.7	1,816.6	1,959.5	2,041.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	668.4	245.5	425.6	264.0	328.8
당기순이익	543.8	126.1	149.8	243.3	335.8
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)	(41.1)	(64.3)	(77.7)
운전자본변동	(197.1)	(64.4)	114.3	(103.5)	(125.4)
(법인세납부)	(95.1)	(25.9)	(47.8)	(77.7)	(107.2)
기타	329.0	94.5	67.8	77.7	107.3
투자활동으로인한현금흐름	(244.9)	(373.8)	(362.7)	(349.8)	(340.0)
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)	59.1	101.8	66.4
기타	5.0	1.2	(10.3)	3.0	3.3
FCF	287.4	78.5	104.7	(82.4)	21.2
재무활동으로인한현금흐름	(69.0)	(131.9)	(66.9)	131.6	(22.6)
차입금의 증가(감소)	(51.3)	(75.9)	(10.9)	187.6	47.3
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
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)	(4.0)	45.9	(33.9)
기초현금	150.8	505.1	246.2	242.2	288.1
기말현금	505.1	246.2	242.2	288.1	254.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	6,457.4	5,883.7	5,562.0	6,099.1	7,098.3
증가율 (%)	30.3	(8.9)	(5.5)	9.7	16.4
매출원가	5,410.3	5,480.6	5,088.8	5,549.0	6,399.3
매출총이익	1,047.0	403.1	473.1	550.1	699.0
매출총이익률 (%)	16.2	6.9	8.5	9.0	9.8
판매관리비	208.0	179.3	176.2	186.2	220.0
영업이익	839.0	223.8	297.0	363.8	479.0
증가율 (%)	49.7	(73.3)	32.7	22.5	31.6
영업이익률 (%)	13.0	3.8	5.3	6.0	6.7
영업외손익	(80.7)	(90.1)	(99.4)	(42.9)	(35.9)
금융손익	(156.6)	(64.6)	(133.0)	(105.6)	(109.3)
기타영업외손익	3.1	(92.5)	(7.5)	(1.5)	(4.3)
총속 및 관계기업관련손익	72.8	67.0	41.1	64.3	77.7
세전계속사업이익	758.4	133.7	197.6	321.0	443.0
법인세비용	214.6	7.6	47.8	77.7	107.2
계속사업이익	543.8	126.1	149.8	243.3	335.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	543.8	126.1	149.8	243.3	335.8
증가율 (%)	57.2	(76.8)	18.7	62.5	38.0
순이익률 (%)	8.4	2.1	2.7	4.0	4.7
(지배주주)당기순이익	505.6	129.6	148.3	231.1	319.0
(비지배주주)당기순이익	38.1	(3.5)	1.5	12.2	16.8
총포괄이익	470.5	157.2	149.8	243.3	335.8
(지배주주)총포괄이익	433.9	155.9	148.5	241.3	333.0
(비지배주주)총포괄이익	36.6	1.3	1.3	2.0	2.8
EBITDA	993.6	383.7	477.9	554.2	677.1
증가율 (%)	40.0	(61.4)	24.5	16.0	22.2
EBITDA 이익률 (%)	15.4	6.5	8.6	9.1	9.5

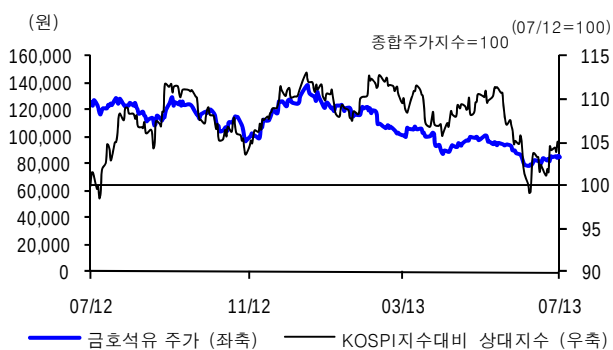
주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

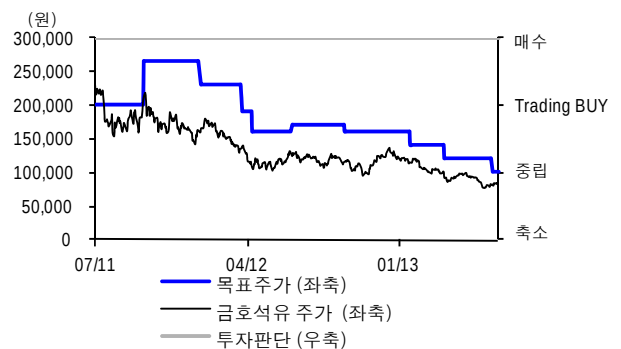
12월 결산	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS (당기순이익, 원)	18,679	3,580	4,286	7,035	9,797
EPS (지배순이익, 원)	17,354	3,684	4,242	6,671	9,295
BPS (자본총계, 원)	46,492	49,516	52,317	57,495	65,434
BPS (지배지분, 원)	43,226	46,211	48,967	53,782	61,220
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,500	2,500
PER (당기순이익, 배)	9.0	36.4	19.6	12.0	8.6
PER (지배순이익, 배)	9.7	35.4	19.9	12.6	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	9.6	8.6	7.2
EV/EBIT (배)	8.5	26.8	15.5	13.0	10.1
배당수익률 (%)	1.2	1.5	2.4	3.0	3.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	15.4	6.5	8.6	9.1	9.5
영업이익률 (%)	13.0	3.8	5.3	6.0	6.7
순이익률 (%)	8.4	2.1	2.7	4.0	4.7
ROA (%)	12.3	2.8	3.3	5.0	6.4
ROE (지배순이익, %)	44.5	8.7	9.3	13.4	16.6
ROIC (%)	28.5	8.1	7.9	8.9	10.5
안정성					
부채비율 (%)	202.8	166.0	166.3	162.5	149.2
순차입금비율 (%)	113.3	110.1	103.7	101.8	93.2
현금비율 (%)	18.6	17.1	14.9	16.4	13.9
이자보상배율 (배)	6.0	2.2	4.2	4.8	5.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	9.9	8.4	9.1	10.1	9.9
재고자산회수기간 (일)	29.2	35.6	36.9	34.9	33.9
매출채권회수기간 (일)	44.9	45.7	40.7	41.1	39.9

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 투자에 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.