

금호석유 (011780)

3분기 후반부터 합성고무 시황 점진적 회복 기대

Trading BUY (하향)

주가 (8월 16일)	100,000 원
목표주가	110,000 원 (상향)
상승여력	10.0%

이응주

☎ (02) 3772-1559

✉ eungju.lee@shinhan.com

- ◆ 3분기 초반까지 고무 시황 악세: 타이어 수요 정체, 중국 로컬 고무업체 덤핑
- ◆ 3분기 후반 고무 시황 회복: 원료(BD) 가격 반등, 대체재(천연고무) 가격 견조
- ◆ 3Q13 영업이익은 기존 전망치(779억원) 하회할 전망(618억원, QoQ -19.5%)
- ◆ 목표주가 110,000원으로 상향, 주가 상승에 따라 투자의견 Trading BUY로 하향

3분기 합성고무 시황 전악후강(前弱後強) 예상

3분기 초반까지 합성고무 시황은 좋지 못했다. 수요(타이어) 회복이 미약한 가운데 공급(중국 합성고무)이 넘쳐 제품 가격이 폭락했다. 대표적인 범용 고무인 SBR의 경우 6월 평균 가격이 톤당 1,911달러였으나 7월말에는 1,600달러대까지 하락했다.

하지만 3분기 후반부터 합성고무 가격이 반등할 전망이다. 원료인 BD(부타디엔) 가격이 반등하고 있기 때문이다. 7월 중순 톤당 800달러까지 하락했던 아시아 BD 가격은 8월 현재 1,100달러까지 반등했다. 원가 이하로 가격이 하락하면서 BD 메이커들이 생산을 줄였기 때문이다. 대체재인 천연고무 가격의 강세도 긍정적이다. 천연고무 가격은 지난 한달간 7.7% 상승했다.

주력 제품(합성고무) 가격 급락에 따라 3Q13 영업이익 추정치 하향(779→618억원)

3분기 영업이익 예상치를 기존 779억원에서 618억원으로 하향한다. 3분기 후반부터 주력 제품인 합성고무 판매 가격이 상승하겠지만 3분기 중반까지의 가격 하락폭이 예상보다 크다.

목표주가 110,000원으로 상향, 주가 상승에 따라 투자의견 Trading BUY로 하향

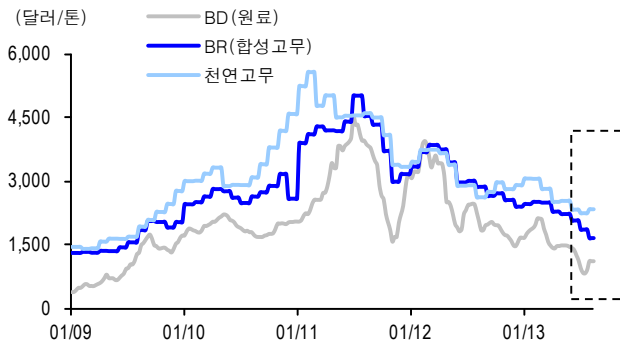
수익예상을 소폭 하향했지만 목표주가를 기존 100,000원에서 110,000원으로 상향한다. 전년에 비해 훨씬 악화된 고무 시황에서도 이익을 더 잘 내고 있다는 점에 점수(Valuation 프리미엄)를 준다. 새로운 목표주가는 2014년 실질 BPS(자사주 559만주 제외 계산, 64,158원) 기준 PBR 1.7배에 해당한다. 다만 최근 주가 상승에 따라 투자의견을 매수에서 Trading BUY로 하향한다.

3분기 후반 합성고무 가격이 상승하겠지만 이를 본격적인 합성고무 시황 회복으로 단정하기에는 이르다. 타이어 수요 회복 속도, 원재료인 BD 공급과잉 등의 이슈가 남아있기 때문이다. 금호석유는 중장기적인 관점(2014년 고무 시황 회복, 친환경 타이어 수요 증가, 발전설비 확대)에서 접근해야 할 종목이다.

KOSPI	1,920.11p
KOSDAQ	548.79p
시가총액	3,046.8 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)	150,204 주
일평균 거래액 (60 일)	13,562 백만원
외국인 지분율	9.61%
주요주주	박찬구 외 6인 24.19%
	한국산업은행 14.05%
절대수익률	3개월 2.5%
	6개월 -17.4%
	12개월 -18.7%
KOSPI 대비	3개월 6.0%
상대수익률	6개월 -14.7%
	12개월 -17.1%

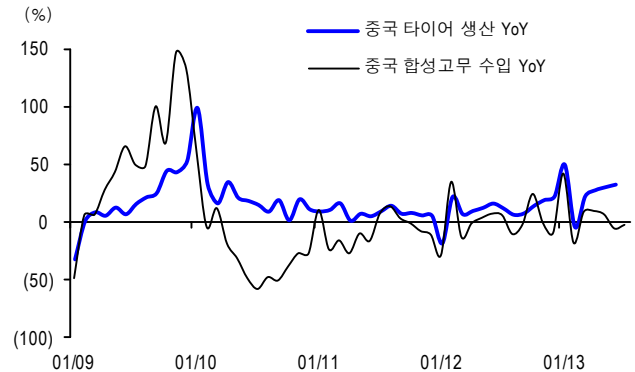
12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2011	6,457.4	839.0	758.4	543.8	17,354	57.8	43,226	9.7	7.1	3.9	44.5	113.3
2012	5,883.7	223.8	133.7	126.1	3,684	(78.8)	46,211	35.4	15.6	2.8	8.7	110.1
2013F	5,401.9	282.7	183.4	139.0	3,923	6.5	48,649	25.5	11.0	2.1	8.7	103.6
2014F	6,032.8	362.8	320.1	242.6	6,652	69.6	53,444	15.0	9.5	1.9	13.5	102.5
2015F	7,098.3	482.0	446.0	338.0	9,358	40.7	60,946	10.7	7.9	1.6	16.8	94.0

고무 관련 제품 가격 추이



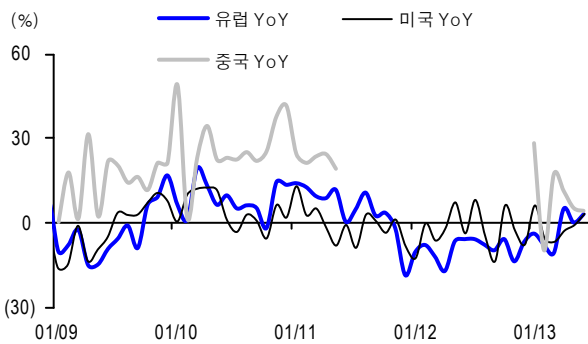
자료: KITA, Platts, 신한금융투자

중국 타이어 생산 증가율과 합성고무 수입 증가율 추이



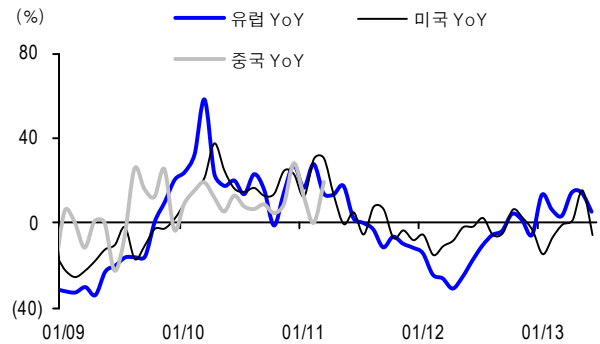
자료: CEIC, 신한금융투자

지역별 타이어 수요 증가율 추이(승용차, 교체용)



자료: 미쉐린, 신한금융투자, 주: 타이어 수요의 70% 이상이 교체용 수요

지역별 타이어 수요 증가율 추이(상용차, 교체용)



자료: 미쉐린, 신한금융투자, 주: 타이어 수요의 70% 이상이 교체용 수요

분기별 수익예상 변경

(달러/톤, 십억원, %)	변경전				변경후				변경률			
	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F
합성고무 평균 평가	2,100	2,250	2,300	2,350	1,800	2,000	2,175	2,250	(14.3)	(11.1)	(5.4)	(4.3)
매출액	1,412	1,349	1,434	1,439	1,322	1,280	1,397	1,410	(6.4)	(5.1)	(2.6)	(2.0)
영업이익	78	64	83	85	62	66	80	83	(20.7)	2.8	(3.9)	(2.1)
세전이익	68	53	73	75	51	54	69	73	(24.5)	2.5	(4.4)	(2.4)
순이익	51	38	52	54	38	39	50	52	(24.5)	1.9	(4.4)	(2.4)

자료: 신한금융투자, 주: 수익예상 하향은 제품(합성고무) 가격 전망치를 변경했기 때문

연도별 수익예상 변경

(십억원, 원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F
매출액	5,562	6,099	7,098	5,402	6,033	7,098	(2.9)	(1.1)	0.0
영업이익	297	364	479	283	363	482	(4.8)	(0.3)	0.6
세전이익	198	321	443	183	320	446	(7.2)	(0.3)	0.7
순이익	148	231	319	138	231	321	(7.2)	(0.3)	0.7
EPS	4,242	6,671	9,295	3,923	6,652	9,358	(7.2)	(0.3)	0.7
영업이익률	5.3	6.0	6.7	5.2	6.0	6.8			
ROE	9.3	13.4	16.6	8.7	13.5	16.8			

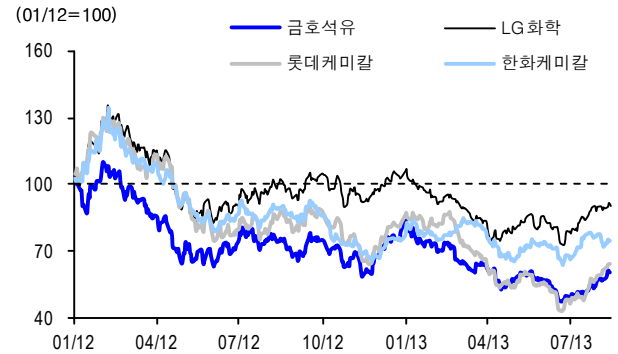
자료: 신한금융투자, 주: 순이익/EPS/ROE 지배주주 기준

BD 가격과 금호석유 주가 추이



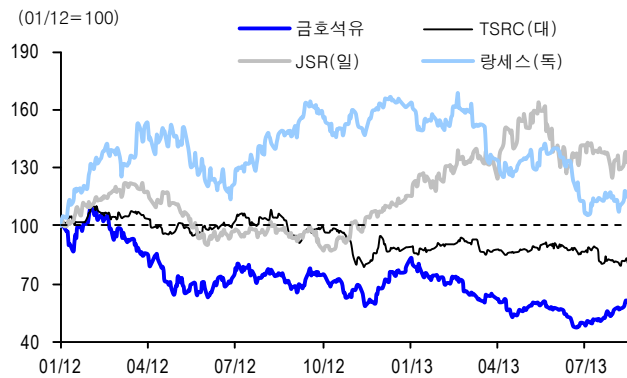
자료: Platts, Bloomberg, 신한금융투자

한국 석유화학 4사 상대주가 추이



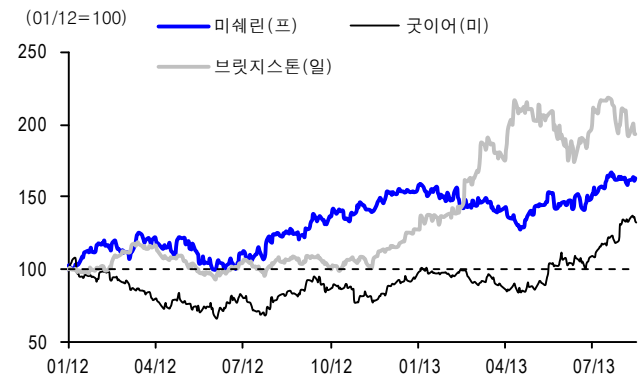
자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 합성고무 업체 상대주가 추이



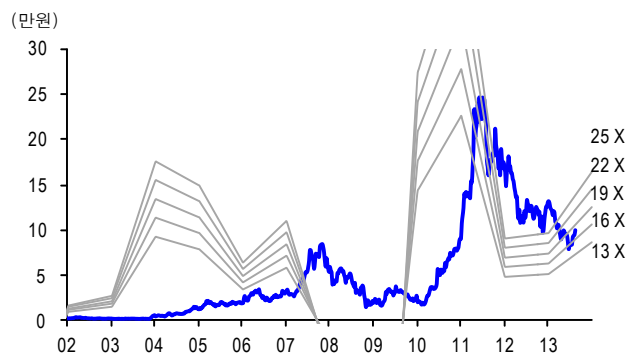
자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 Tire Big3 상대주가 추이



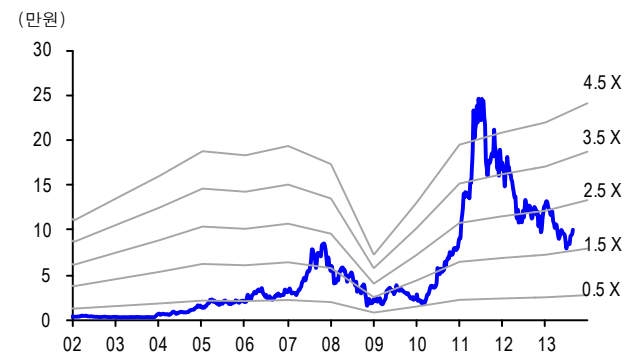
자료: Bloomberg, 신한금융투자

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	4,643.0	5,039.0	5,451.9
유동자산	2,058.1	1,490.1	1,523.3	1,692.6	1,882.7
현금및현금성자산	505.1	246.2	253.9	286.4	245.0
매출채권	887.1	585.7	635.5	709.7	835.1
재고자산	581.6	567.3	540.2	603.3	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	2,901.7	3,124.9	3,269.7
유동부채	2,713.2	1,438.5	1,610.1	1,751.9	1,823.0
단기차입금	787.5	792.4	758.9	807.1	745.7
매입채무	428.1	287.3	415.5	430.9	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	1,741.4	1,914.1	2,182.3
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	1,194.9	1,355.5	1,606.7
지배주주지분	1,447.7	1,547.7	1,629.3	1,789.9	2,041.2
비지배주주지분	109.4	110.7	112.1	124.2	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	1,804.9	1,961.2	2,051.0

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	668.4	245.5	437.3	250.5	321.3
당기순이익	543.8	126.1	139.0	242.6	338.0
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)	136.8	(116.4)	(135.1)
(법인세납부)	(95.1)	(25.9)	(44.4)	(77.5)	(107.9)
기타	329.0	94.5	64.4	77.6	108.0
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	116.4	(96.0)	13.8
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)	7.7	32.4	(41.4)
기초현금	150.8	505.1	246.2	254.0	286.4
기말현금	505.1	246.2	254.0	286.4	245.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	6,457.4	5,883.7	5,401.9	6,032.8	7,098.3
증가율 (%)	30.3	(8.9)	(8.2)	11.7	17.7
매출원가	5,410.3	5,480.6	4,948.3	5,485.8	6,396.2
매출총이익	1,047.0	403.1	453.6	547.0	702.1
매출총이익률 (%)	16.2	6.9	8.4	9.1	9.9
판매관리비	208.0	179.3	170.9	184.2	220.0
영업이익	839.0	223.8	282.7	362.8	482.0
증가율 (%)	49.7	(73.3)	26.3	28.4	32.9
영업이익률 (%)	13.0	3.8	5.2	6.0	6.8
영업외손익	(80.7)	(90.1)	(99.3)	(42.7)	(36.1)
금융손익	(156.6)	(64.6)	(132.9)	(105.5)	(109.4)
기타영업외손익	3.1	(92.5)	(7.5)	(1.5)	(4.3)
중속 및 관계기업관련손익	72.8	67.0	41.1	64.3	77.7
세전계속사업이익	758.4	133.7	183.4	320.1	446.0
법인세비용	214.6	7.6	44.4	77.5	107.9
계속사업이익	543.8	126.1	139.0	242.6	338.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	543.8	126.1	139.0	242.6	338.0
증가율 (%)	57.2	(76.8)	10.2	74.6	39.3
순이익률 (%)	8.4	2.1	2.6	4.0	4.8
(지배주주)당기순이익	505.6	129.6	137.6	230.5	321.1
(비지배주주)당기순이익	38.1	(3.5)	1.4	12.1	16.9
총포괄이익	470.5	157.2	139.0	242.6	338.0
(지배주주)총포괄이익	433.9	155.9	137.8	240.6	335.2
(비지배주주)총포괄이익	36.6	1.3	1.2	2.0	2.8
EBITDA	993.6	383.7	463.6	553.2	680.1
증가율 (%)	40.0	(61.4)	20.8	19.3	22.9
EBITDA 이익률 (%)	15.4	6.5	8.6	9.2	9.6

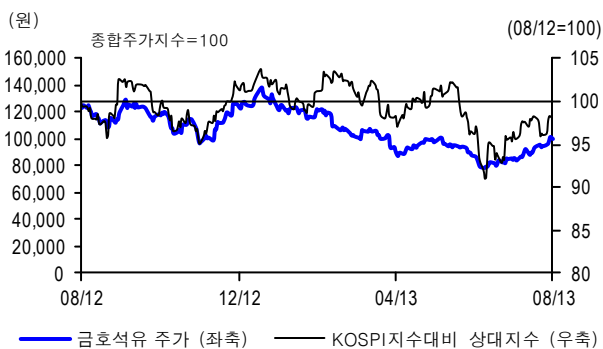
주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

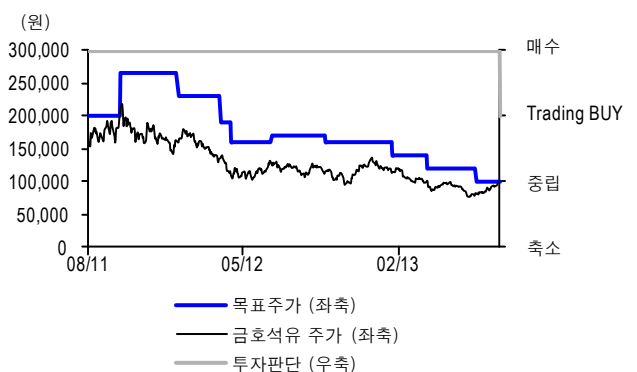
12월 결산	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS (당기순이익, 원)	18,679	3,580	3,965	7,014	9,863
EPS (지배순이익, 원)	17,354	3,684	3,923	6,652	9,358
BPS (자본총계, 원)	46,492	49,516	51,996	57,153	65,159
BPS (지배지분, 원)	43,226	46,211	48,649	53,444	60,946
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,500	2,500
PER (당기순이익, 배)	9.0	36.4	25.2	14.3	10.1
PER (지배순이익, 배)	9.7	35.4	25.5	15.0	10.7
PBR (자본총계, 배)	3.6	2.6	1.9	1.7	1.5
PBR (지배지분, 배)	3.9	2.8	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA (배)	7.1	15.6	11.0	9.5	7.9
EV/EBIT (배)	8.5	26.8	18.0	14.5	11.1
배당수익률 (%)	1.2	1.5	2.0	2.5	2.5
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	15.4	6.5	8.6	9.2	9.6
영업이익률 (%)	13.0	3.8	5.2	6.0	6.8
순이익률 (%)	8.4	2.1	2.6	4.0	4.8
ROA (%)	12.3	2.8	3.1	5.0	6.4
ROE (지배순이익, %)	44.5	8.7	8.7	13.5	16.8
ROIC (%)	28.5	8.1	7.6	8.9	10.6
안정성					
부채비율 (%)	202.8	166.0	166.6	163.3	149.8
순차입금비율 (%)	113.3	110.1	103.6	102.5	94.0
현금비율 (%)	18.6	17.1	15.8	16.3	13.4
이자보상배율 (배)	6.0	2.2	4.0	4.8	5.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	9.9	8.4	9.0	10.3	10.0
재고자산회수기간 (일)	29.2	35.6	37.4	34.6	33.8
매출채권회수기간 (일)	44.9	45.7	41.3	40.7	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. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사채에 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.