

## 금호석유(011780)

매수(신규) / TP: 130,000원

주가(10/8, 원)	96,800
시가총액(십억원)	2,949
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	138,000/78,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	16,219
유동주식비율(%)	43.4
외국인지분율(%)	10.5

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011A	6,457	839	758	506	24,723	56.3	994	6.8	7.1	2.8	44.5
2012A	5,884	224	134	130	4,959	(79.9)	384	26.3	15.5	2.4	8.7
2013F	5,762	274	141	108	3,903	(21.3)	447	24.8	11.2	1.7	6.8
2014F	6,832	463	352	261	9,508	143.6	592	10.2	8.5	1.5	15.2
2015F	8,476	758	620	461	16,805	76.8	887	5.8	5.6	1.2	22.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.3)	(3.7)	(16.9)
상대주가(%p)	(3.8)	(8.1)	(18.0)

### 12MF PBR 추이



## 부타디엔-합성고무 체인- 긴 터널의 끝이 보인다

**업종 내 최신후주, 목표주가 130,000원으로 커버리지 개선:** 금호석유화학에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 130,000원으로 커버리지를 개선한다. 목표주가는 2014년 BPS에 금호석유화학이 과거 업황 반등기에 받았던 PBR 상단인 2.0배를 적용해 산출했다. 현 주가 대비 상승여력은 35%다. 투자 포인트는 1) pure play로서 업황 반등기에 회복의 폭이 가장 클 것으로 판단되며, 2) 3분기까지 크게 하락한 부타디엔-납사 스프레드가 최근 반등함에 따라 기존 약점도 보완되었고, 3) 중국의 합성고무 재고 감소 및 타이어 생산량 확대로 합성고무에 대한 수요도 반등할 전망이다. 금호석유화학의 2014년 영업이익은 2013년 대비 69.1% 증가한 4,627억원으로 전망한다.

**3분기 실적이 바닥일 가능성이 높음:** 3분기 매출액은 1,37조원(-4.0% QoQ, -0.6% YoY), 영업이익은 320억원(-29.2% QoQ, -57.7% YoY)으로 시장 기대치를 크게 하회할 전망이다. 3분기 부타디엔 가격이 톤당 \$1,117로 21% QoQ 하락하면서 핵심 제품인 합성고무 가격도 톤당 \$1,688로 18% QoQ 떨어졌기 때문이다. 합성고무 사업부 영업이익률은 2분기 7.2%에서 3분기 3%로 하락한 것으로 추정된다. 다만, 금호석유화학의 실적은 3분기가 바닥일 가능성이 높다. 핵심 원재료인 부타디엔 가격이 현재 톤당 \$1,485로 33% 상승했고, 합성고무 가격도 이에 연동되어 상승하고 있기 때문이다.

**긍정적인 신호 1 - 최근 부타디엔 가격의 일정한 방향성:** 부타디엔 가격의 반등이 시작되었다. 우리는 부타디엔 가격이 3분기 \$1,117/ton에서 4분기 \$1,661/ton, 2014년 1분기에는 \$1,834/ton으로 상승할 것으로 전망하는데, 그 동안 아시아 부타디엔 가격 상승을 저제한 유럽 부타디엔 가격도 최근 상승하기 시작했다. 핵심제품인 합성고무와 부타디엔 가격 간 상관관계는 R<sup>2</sup>이 89%로 매우 높다. 또한, 부타디엔 가격이 일정하게 상승하면 낮은 가격의 원재료 투입이 가능해 금호석유의 영업이익률 개선에 도움이 된다. 금호석유화학의 합성고무 사업부 영업이익률은 4분기부터 다시 7%(+4%p QoQ)로 회복될 전망이다.

**긍정적인 신호 2 - 중국의 합성고무 재고 감소, 타이어 생산량 확대:** 이러한 부타디엔 가격 상승의 배경에는 중국 내 합성고무 재고량 감소 및 타이어 생산량 확대에 의한 수요 회복이 있다. 7월 말 기준 합성고무 재고 금액은 3% YoY 감소했고, 타이어 재고 금액도 6월을 정점으로 하락 중이다. 8월 중국 타이어 생산량은 9.2% YoY 증가했다. 전망 산업인 타이어 업황의 선전으로 합성고무에 대한 수요 회복은 2014년에도 지속될 것으로 본다. 타이어 업황을 좋게 보는 이유는 1) 2011년 정점 이후 2년간 약세를 보였던 타이어 수요가 올해 2분기를 기점으로 반등하고 있는 점, 2) 중국의 공격적인 제품 판매로 인한 타이어 재고의 소진, 3) 자동차 시장의 호조 지속 등이다.

**양정훈** 3276-6174  
matthew.yang@truefriend.com

**홍보화** 3276-6241  
bohwa.hong@truefriend.com

[그림 80] 금호석유 PBR 차트



자료: 금호석유, 한국투자증권

<표 16> 금호석유 주가 상승기 평균 PBR

(단위: 배)

	상승기 평균 PBR	평균 PBR + 1 표준편차	평균 PBR - 1 표준편차
1기	0.17	0.20	0.14
2기	0.12	0.15	0.08
3기	0.46	0.54	0.39
4기	1.31	1.69	0.93
5기	1.34	2.03	0.65

주: 각 상승기의 후반기 PBR로 계산  
 자료: 금호석유, 한국투자증권

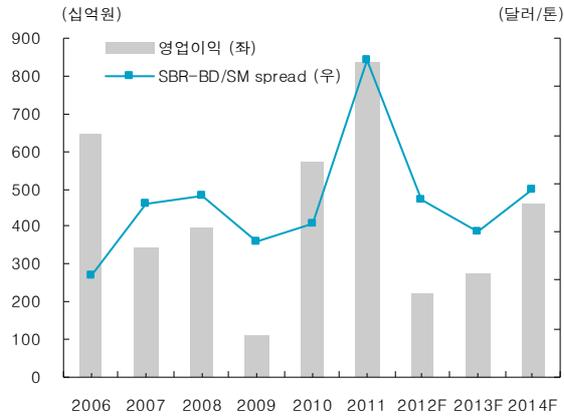
<표 17> 금호석유 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
<b>매출액</b>	<b>1,417</b>	<b>1,383</b>	<b>1,375</b>	<b>1,587</b>	<b>1,661</b>	<b>1,589</b>	<b>1,732</b>	<b>1,850</b>	<b>5,884</b>	<b>5,762</b>	<b>6,832</b>
합성고무/수지	1,012	1,024	1,011	1,225	1,311	1,260	1,409	1,518	4,327	4,271	5,498
페놀유도체 (금호피앤비)	300	271	273	268	264	251	247	249	1,124	1,113	1,010
정밀화학 및 기타	144	126	127	125	123	117	115	116	586	522	470
조정	(39)	(38)	(36)	(31)	(37)	(38)	(39)	(33)	(153)	(144)	(147)
<b>매출비중(%)</b>											
합성고무/수지	71.4%	74.0%	73.5%	77.2%	78.9%	79.3%	81.3%	82.1%	73.5%	74.1%	80.5%
페놀유도체 (금호피앤비)	21.2%	19.6%	19.8%	16.9%	15.9%	15.8%	14.3%	13.5%	19.1%	19.3%	14.8%
정밀화학 및 기타	10.2%	9.1%	9.2%	7.9%	7.4%	7.3%	6.6%	6.3%	10.0%	9.1%	6.9%
<b>영업이익</b>	<b>78</b>	<b>76</b>	<b>32</b>	<b>88</b>	<b>103</b>	<b>98</b>	<b>121</b>	<b>141</b>	<b>224</b>	<b>273</b>	<b>463</b>
영업이익률(%)	5.5%	5.5%	2.4%	5.5%	6.2%	6.2%	7.0%	7.6%	3.8%	4.7%	6.8%
<b>세전이익</b>	<b>48</b>	<b>29</b>	<b>5</b>	<b>60</b>	<b>75</b>	<b>71</b>	<b>93</b>	<b>113</b>	<b>134</b>	<b>141</b>	<b>352</b>
세전이익률(%)	3.4%	2.1%	0.3%	3.8%	4.5%	4.4%	5.4%	6.1%	2.3%	2.5%	5.1%
<b>지배주주 순이익</b>	<b>34</b>	<b>26</b>	<b>3</b>	<b>44</b>	<b>56</b>	<b>52</b>	<b>69</b>	<b>84</b>	<b>130</b>	<b>108</b>	<b>261</b>
순이익률(%)	2.4%	1.9%	0.2%	2.8%	3.4%	3.3%	4.0%	4.5%	2.2%	1.9%	3.8%

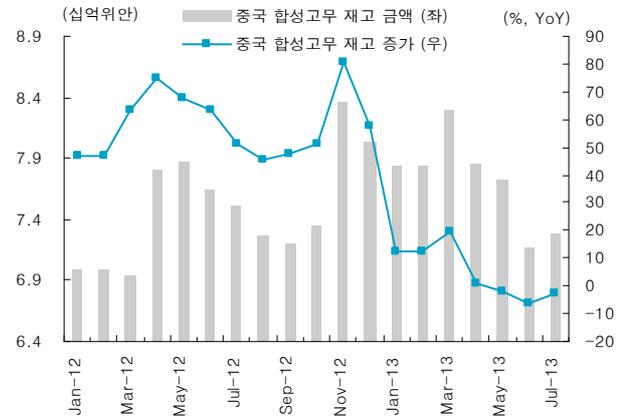
자료: 금호석유, 한국투자증권

[그림 81] 합성고무 마진과 금호석유 영업이익: 장기 회복 추세 기대



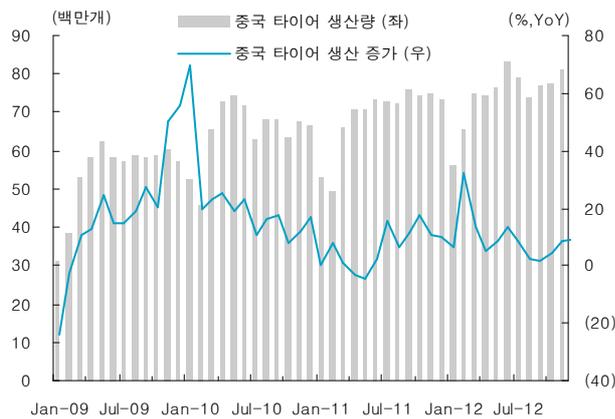
자료: 금호석유, 한국투자증권

[그림 82] 중국 합성고무 재고 금액



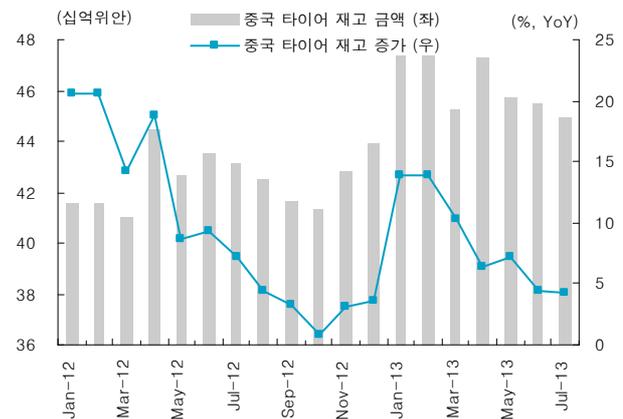
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 83] 중국 타이어 생산량



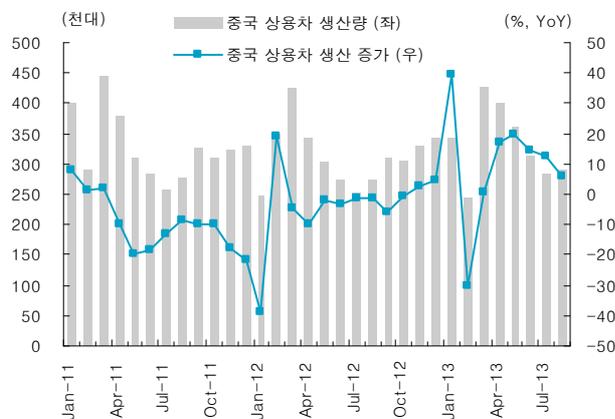
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 84] 중국 타이어 재고 금액



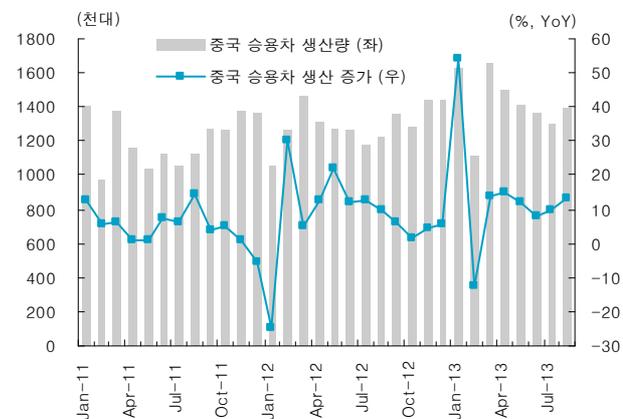
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 85] 중국 상용차 생산량



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 86] 중국 승용차 생산량



자료: CEIC, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	2,058	1,490	1,584	1,773	2,242
현금성자산	505	246	188	121	196
매출채권및기타채권	921	638	691	820	1,017
재고자산	582	567	667	790	981
비유동자산	2,656	2,921	3,125	3,241	3,374
투자자산	672	720	715	711	706
유형자산	1,922	2,130	2,415	2,671	2,953
무형자산	35	28	28	28	28
자산총계	4,714	4,411	4,710	5,014	5,616
유동부채	2,713	1,438	1,703	1,818	2,046
매입채무및기타채무	721	512	741	857	1,038
단기차입금및단기사채	813	804	767	735	735
유동성장기부채	1,123	78	124	143	173
비유동부채	444	1,314	1,286	1,252	1,189
사채	100	558	546	532	505
장기차입금및금융부채	267	653	639	622	591
부채총계	3,157	2,752	2,989	3,069	3,235
지배주주지분	1,448	1,548	1,609	1,828	2,255
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	265	265	265	265	265
자본조정	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
이익잉여금	1,047	1,113	1,182	1,401	1,828
비지배주주지분	109	111	111	117	126
자본총계	1,557	1,658	1,721	1,945	2,381

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	668	245	323	304	463
당기순이익	544	126	109	267	470
유형자산감가상각비	146	153	165	123	123
무형자산상각비	9	7	8	6	6
자산부채변동	(197)	(64)	77	(136)	(207)
기타	167	24	(36)	45	71
투자활동현금흐름	(245)	(374)	(289)	(260)	(286)
유형자산투자	(291)	(369)	(285)	(256)	(282)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	50	(3)	(2)	(2)	(2)
무형자산순증	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)
기타	0	(0)	1	1	1
재무활동현금흐름	(69)	(132)	(91)	(111)	(101)
자본의증가	5	0	0	0	0
차입금의순증	(51)	(76)	(51)	(64)	(57)
배당금지급	(23)	(56)	(39)	(48)	(44)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	(0)	1	0	0	0
현금의증가	354	(259)	(57)	(67)	76

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	6,457	5,884	5,762	6,832	8,476
매출원가	5,410	5,481	5,295	6,122	7,413
매출총이익	1,047	403	5,295	6,122	7,413
판매관리비	208	179	193	247	305
영업이익	839	224	274	463	758
금융수익	62	75	29	29	36
이자수익	9	14	4	3	4
금융비용	218	139	145	140	174
이자비용	140	101	69	69	85
기타영업외손익	3	(93)	(99)	(69)	(113)
관계기업관련손익	73	67	82	69	113
세전계속사업이익	758	134	141	352	620
법인세비용	215	8	33	85	150
연결당기순이익	544	126	109	267	470
지배주주지분순이익	506	130	108	261	461
기타포괄이익	(73)	31	0	0	0
총포괄이익	470	157	109	267	470
지배주주지분포괄이익	434	156	108	261	461
EBITDA	994	384	447	592	887

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	24,723	4,959	3,903	9,508	16,805
BPS	60,455	54,430	56,473	63,831	78,141
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	30.3	(8.9)	(2.1)	18.6	24.1
영업이익증가율	49.7	(73.3)	22.3	69.1	63.8
순이익증가율	60.0	(74.4)	(16.7)	141.9	76.4
EPS증가율	56.3	(79.9)	(21.3)	143.6	76.8
EBITDA증가율	40.0	(61.4)	16.4	32.4	49.9
수익성(%)					
영업이익률	13.0	3.8	4.7	6.8	8.9
순이익률	7.8	2.2	1.9	3.8	5.4
EBITDA Margin	15.4	6.5	7.8	8.7	10.5
ROA	12.3	2.8	2.4	5.5	8.8
ROE	44.5	8.7	6.8	15.2	22.6
배당수익률	1.2	1.5	2.1	2.1	2.1
안정성					
순차입금(십억원)	1,764	1,826	1,870	1,893	1,790
차입금/자본총계비율(%)	147.8	126.2	120.7	104.5	84.2
Valuation(X)					
PER	6.8	26.3	24.8	10.2	5.8
PBR	2.8	2.4	1.7	1.5	1.2
PSR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.1	15.5	11.2	8.5	5.6