

# 금호석유 (011780)

윤재성  
769,3362  
js\_yoon@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

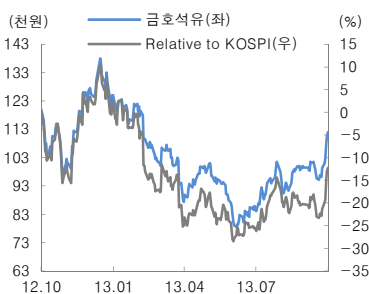
목표주가 **150,000**  
상향

현재주가 **112,000**  
(13.10.18)

화학업종

|             |                                  |
|-------------|----------------------------------|
| KOSPI       | 2052.4                           |
| 시가총액        | 3,529십억원                         |
| 시가총액비중      | 0.29%                            |
| 자본금(보통주)    | 152십억원                           |
| 52주 최고/최저   | 138,000원 / 78,500원               |
| 120일 평균거래대금 | 169억원                            |
| 외국인지분율      | 10.10%                           |
| 주요주주        | 박찬구 외 6인 24.19%<br>한국산업은행 14.05% |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M   | 12M  |
|----------|------|------|------|------|
| 절대수익률    | 12.6 | 31.8 | 28.1 | -5.5 |
| 상대수익률    | 10.0 | 20.4 | 18.6 | -9.8 |



## 수요회복과 가격상승의 선순환 국면진입

타이어수요 회복과 합성고무 가격 상승의 선순환 국면 진입, TP 15만원 상향제시

- 투자 의견 BUY, 목표주가 15만원(상향, 기존 13만원) 제시. 목표주가 상향은 2014년 이익전망치를 상향함에 따른 것이며 목표주가 산정은 2014년 추정 BPS 56,643원에 Target PBR 2.6배를 적용(ROE 21.3%, COE 9.4% 가정). Target PBR은 2010년 말 업황 회복 시점의 Valuation 수준, 2011년 Peak PBR 4배 대비 무리없는 수준인 것으로 판단
- 현 시점은 타이어 수요 회복과 합성고무 가격 상승의 선순환 진입 초입국면, 3Q13의 실망스러운 실적보다 뚜렷하게 개선되고 있는 업황에 초점을 맞추어야 할 때
- 최근 1) 유럽/미국의 타이어 수요 개선 2) 중국의 자동차 판매량 증대에 따른 합성고무 수요 증대 3) 중국 내 타이어 및 합성고무 재고소진 가속화 등은 향후 합성고무 업황의 본격적인 회복을 기대케 하는 증거들이라는 판단

3Q13 영업이익의 소폭 적자 시현하였으나 주가에 미치는 영향은 제한적일 것

- 3Q13 영업이익 -15억원(QoQ 적전, YoY 적전) 시현. 합성고무 부문은 BEP 수준, 페놀유도체 부문(금호P&B)이 큰 폭의 적자(-258억원 가량)를 기록한 영향. 실적악화에도 불구하고 개선되는 최근의 합성고무 시장을 감안 시 주가에 미치는 부정적 영향은 제한적일 것
- 합성고무 부문의 실적부진은 부타디엔 급락으로 인한 구매심리 지연 및 고가의 BD 투입으로 인한 마진하락, 재고평가손실(-100억원) 반영 등 영향. 페놀유도체 부문의 실적악화는 역내 공급과잉 등 영향으로 인한 마진감소 및 재고평가손실(-30억원) 등 영향에 기인함
- 다만, 에너지부문은 영업이익률 47%(영업이익 210억원)으로 여전히 견조한 수준을 유지

4Q13 대폭의 이익 개선은 제한적, 2014년부터 본격적인 이익 턴어라운드를 전망

- 4Q13 영업이익은 444억원(QoQ 흑전, YoY +45.1%) 전망. 합성고무 부문은 409억원으로 전분기 대비 대폭 개선될 것으로 기대하나, 페놀유도체 부문은 전방 수요부진 등 영향으로 큰 폭의 실적개선은 힘들 것으로 전망(-238억원 추정)
- 최근 합성고무(SBR) 가격은 점진적인 전방 타이어수요 개선 및 부타디엔 가격 상승에 따라 7월 중순 1,505\$/톤에서 약 50% 가량 상승한 2,300\$/톤 수준 시현. 이로 인해 SBR-BD의 Spread는 약 600\$/톤 수준에 근접하며 점진적으로 정상적인 이익 창출 구간에 진입 중. 최근 중국 내 합성고무 재고 감소로 인한 합성고무 플랜트 가동률 상향 가능성이 점증되고 있는데, 이는 [부타디엔 가격 상승 → 합성고무 가격 상승]의 선순환 구조를 만들어 낼 것
- 2014년 본격적인 업황 회복을 예상하며, 내년 영업이익 추정치 기존 추정치 대비 3.4% 상향한 5,005억원(YoY +156.3%) 전망. 현 시점은 내년의 턴어라운드를 감안한 매수 타이밍

(단위: 십억원 %)

| 구분   | 3Q12  | 2Q13  | 3Q13      |       |       |       |       | 4Q13  |      |       |
|------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
|      |       |       | Consensus | 직전추정  | 잠정치   | YoY   | QoQ   | 당사추정  | YoY  | QoQ   |
| 매출액  | 1,432 | 1,383 | 1,271     | 1,178 | 1,192 | -16.7 | -13.8 | 1,377 | 10.5 | 15.5  |
| 영업이익 | 45    | 76    | 34        | 38    | -1    | 적전    | 적전    | 44    | 45.1 | 흑전    |
| 순이익  | 41    | 26    | 25        | 26    | 4     | -90.4 | -85.1 | 26    | 흑전   | 571.7 |

| 구분   | 2011  | 2012  | 2013(F)   |       |       |       | Growth |         |
|------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|--------|---------|
|      |       |       | Consensus | 직전추정  | 당사추정  | 조정비율  | 2012   | 2013(F) |
| 매출액  | 6,457 | 5,884 | 5,433     | 5,262 | 5,369 | 2.0   | -8.9   | -8.7    |
| 영업이익 | 839   | 224   | 246       | 262   | 196   | -25.1 | -73.3  | -12.3   |
| 순이익  | 506   | 130   | 135       | 144   | 91    | -37.1 | -74.4  | -30.1   |

자료: 금호석유, WSEIn, 대신증권 리서치센터

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %, %p)

|         | 2011A  | 2012A  | 2013F  | 2014F  | 2015F  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 6,457  | 5,884  | 5,369  | 6,929  | 7,706  |
| 영업이익    | 839    | 224    | 196    | 505    | 703    |
| 세전순이익   | 758    | 134    | 118    | 483    | 681    |
| 총당기순이익  | 544    | 126    | 94     | 386    | 545    |
| 자배지분순이익 | 506    | 130    | 91     | 371    | 523    |
| EPS     | 19,391 | 4,049  | 2,768  | 11,965 | 16,974 |
| PER     | 8.6    | 32.2   | 40.5   | 9.4    | 6.6    |
| BPS     | 43,226 | 46,211 | 47,244 | 56,643 | 70,599 |
| PBR     | 3.9    | 2.8    | 2.4    | 2.0    | 1.6    |
| ROE     | 44.5   | 8.7    | 5.8    | 21.3   | 24.6   |

주: EPS와 BPS, ROE는 자배지분 기준으로 산출  
 자료: 금호석유, 대산증권 리서치센터

## 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

|              | 수정전   |        | 수정후   |        | 변동률   |       |
|--------------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|
|              | 2013F | 2014F  | 2013F | 2014F  | 2013F | 2014F |
| 매출액          | 5,262 | 6,390  | 5,369 | 6,929  | 2.0   | 8.4   |
| 판매비와 관리비     | 189   | 219    | 192   | 233    | 1.4   | 6.0   |
| 영업이익         | 262   | 488    | 196   | 505    | -25.1 | 3.4   |
| 영업이익률        | 5.0   | 7.6    | 3.7   | 7.3    | -26.6 | -4.7  |
| 영업외손익        | -75   | -46    | -79   | -22    | 적자유지  | 적자유지  |
| 세전순이익        | 188   | 442    | 118   | 483    | -37.1 | 9.2   |
| 자배지분순이익      | 144   | 340    | 91    | 371    | -37.1 | 9.2   |
| 순이익률         | 2.7   | 5.3    | 1.7   | 5.4    | -38.4 | 0.7   |
| EPS(자배지분순이익) | 4,523 | 10,944 | 2,768 | 11,965 | -38.8 | 9.3   |

자료: 금호석유, 대산증권 리서치센터

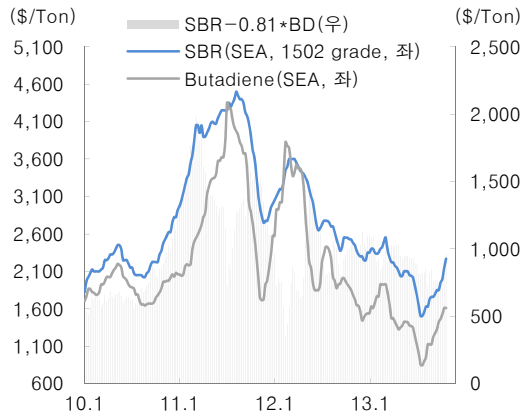
## 금호석유 목표주가 산정: ROE-PBR Valuation

(Unit: 원, %)

| Valuation     |         |                                  |
|---------------|---------|----------------------------------|
| ROE           | 21.3%   | 2014년 추정 실적 기준                   |
| 기대성장률         | 2.0%    |                                  |
| 기대수익률(자기자본비용) | 9.4%    | 무위험이자율+베타*(시장수익률-무위험이자율):CAPM    |
| 무위험 이자율       | 2.9%    | 국고채 수익률                          |
| Risk Premium  | 5.0%    | 시장 위험 적용                         |
| Beta          | 1.3     | Bloomberg Adjusted Beta          |
| 적정 PBR(배)     | 2.62    | (ROE - 기대성장률) / (자기자본비용 - 기대성장률) |
| 추정 BPS(원)     | 56,643  | 2014년 추정 실적 기준(자배주주 기준)          |
| 추정 적정 주가(원)   | 148,620 | 적정 PBR * BPS                     |
| 목표주가          | 150,000 |                                  |

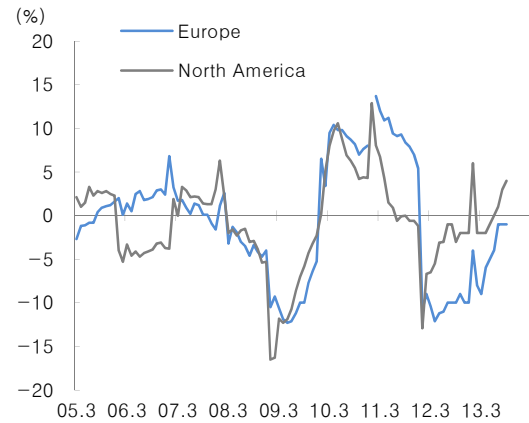
자료: 대산증권 리서치센터

그림 1. 합성고무 본격적 가격 상승 국면에 진입



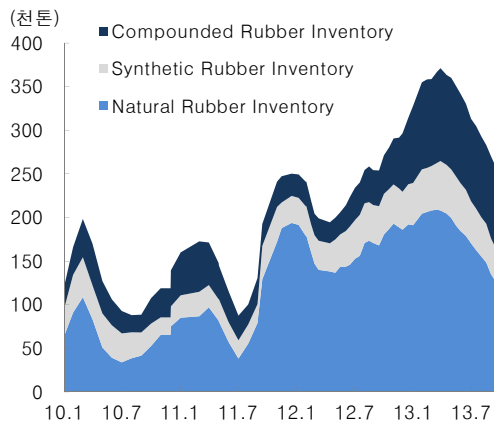
자료: Platts, 대신증권 리서치센터

그림 2. 북미/유럽 승용차 RE 타이어수요 개선(YTD)



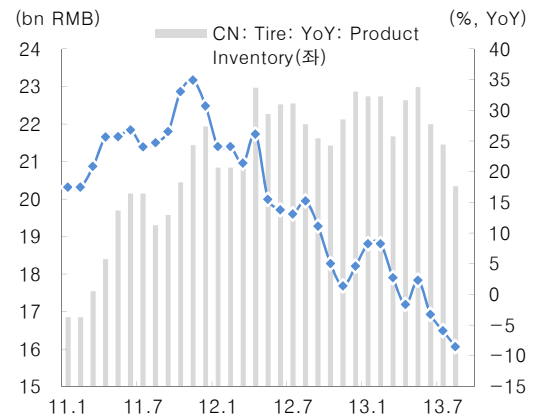
자료: Michelin, 대신증권 리서치센터

그림 3. 중국 합성고무 재고 소진 가속화 중



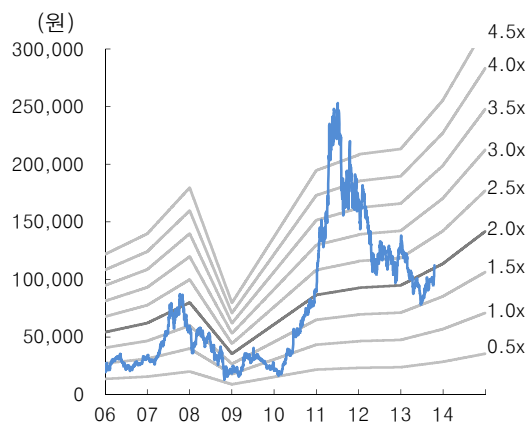
자료: Platts, 대신증권 리서치센터

그림 4. 중국 타이어재고 최근 3개월 간 감소 추세



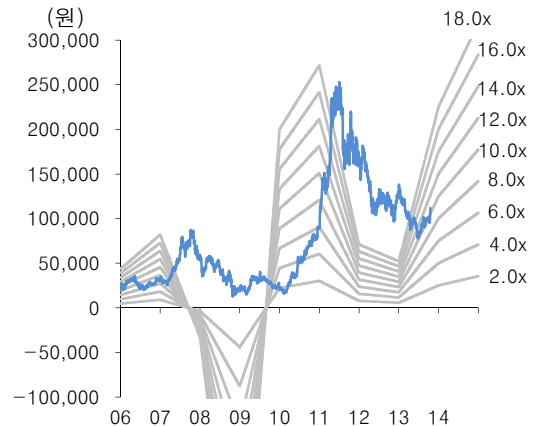
자료: CBIC, 대신증권 리서치센터

그림 5. 금호석유 12M Fwd PBR 차트



자료: Dataguide, 대신증권 리서치센터

그림 6. 금호석유 12M Fwd PER 차트



자료: Dataguide, 대신증권 리서치센터

## [Compliance Notice]

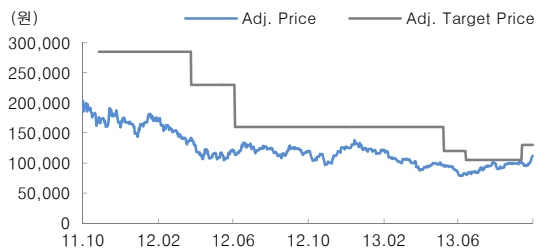
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:윤재성)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## [투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 금호석유(011780) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



|      |          |          |          |          |          |          |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 제출일자 | 13.10.21 | 13.10.01 | 13.07.02 | 13.05.27 | 담당       | 13.01.24 |
| 투자의견 | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | 에브리스트    | Buy      |
| 목표주가 | 150,000  | 130,000  | 105,000  | 120,000  | 변경       | 160,000  |
| 제출일자 | 12.10.21 | 12.08.11 | 12.07.04 | 12.06.22 | 12.05.28 | 12.04.12 |
| 투자의견 | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      |
| 목표주가 | 160,000  | 160,000  | 160,000  | 160,000  | 230,000  | 230,000  |
| 제출일자 | 12.03.12 | 12.02.19 | 12.02.01 | 11.12.11 | 11.12.01 | 11.11.29 |
| 투자의견 | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      |
| 목표주가 | 285,000  | 285,000  | 285,000  | 285,000  | 285,000  | 285,000  |
| 제출일자 | 11.11.21 | 11.11.20 | 11.11.14 |          |          |          |
| 투자의견 | Buy      | Buy      | Buy      |          |          |          |
| 목표주가 | 285,000  | 285,000  | 285,000  |          |          |          |

### 투자등급관련사항

#### 산업 투자의견

- Overweight(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

#### 기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률):  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상