

BUY(유지)

목표주가 / 현재주가 (10월18일) / 상승여력: **140,000원 / 112,000원 / 25.0%**

금호석유(011780)

바닥은 확인했으나 합성고무 회복의 속도가 관건

| 토러스투자증권 리서치센터 Analyst **이지연** 709-2606 jylee@taurus.co.kr

3Q13 Review: 매출액 1조1,921억원(QoQ -13.8%, YoY -16.7%), 영업이익 -15억원(QoQ/YoY 적전)으로 부진

- 3Q12 연결기준 영업이익은 15억원의 적자(QoQ/YoY 적전)를 기록하며 시장 컨센서스(290억원)를 하회
- 실적 부진의 주요 원인은 1) 원료인 부타디엔 가격 급락에 따른 합성고무 구매심리 지연으로 매출 및 이익이 크게 감소하였으며, (3Q 합성고무 판가 SBR/BR 1,660\$/1,760\$으로 QoQ -16.8%/-19.5%) 2) 합성수지 부문(PS/ABS제품)은 원료인 SM제품 가격 상승 및 중국 내수 부진에 따른 수요 약세로 마진 감소
- 3) 기타부문은 계열사 금호퍼낸비(지분 78.2%)의 BPA제품 증설(13년 6월, 15만톤 증설 완료)에 따른 판가 하락과 수요 둔화까지 겹쳐 적자 전환하였으며, 에너지부문만 유일하게 하절기 steam판매량 증가 및 판매단가 상승으로 실적 개선을 보임

4Q13 및 2014년 타이어 수요 회복에 따라 합성고무 업황 좋아질 일만 남았다. - 다만, 회복의 폭이 관건

- 글로벌 타이어 수요 회복으로 원재료 부타디엔 제품은 7월말 이후 반등을 시작하였으며, 합성고무 판가 역시 회복세를 보이고 있음, 다만 10월 한달 가량 동사의 합성고무 설비(90만톤)의 정기보수가 예정되어 있으며 일회성비용 집행에 따라 4Q13의 영업이익은 481억원으로 예상되며 개선세는 미진할 것으로 판단
- 그러나 합성고무 업황은 바닥을 다지고 상승 국면에 진입하였으며 북미/유럽의 글로벌 RE타이어 수요 회복과 중국 시장의 OE타이어 수요 증가에 따라 향후 판가 상승이 기대되고 있음. 다만, 연말 합성고무 증설물량 출하가 우려되고 있으나 합성고무 업체들의 정기보수 일정과 겹쳐 합성고무 가격은 견조하게 회복세를 보일 것으로 판단됨, 좀 더 긴 호흡으로 봐야할 것,

투자의견 BUY 유지, 목표주가 140,000원으로 상향 - 합성고무 업황 회복에 따라 비중확대 전략 유효

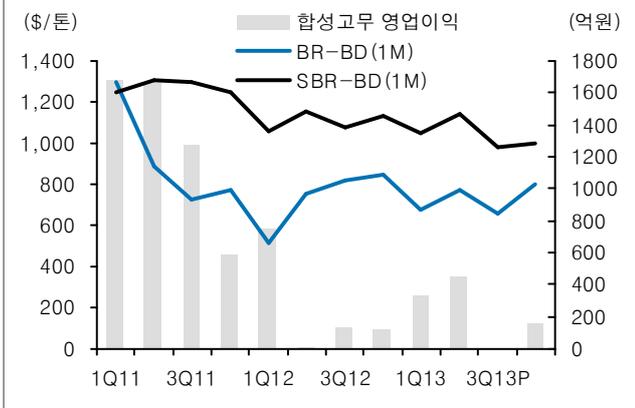
- 업황 턴어라운드에 대한 시각을 본격적으로 반영하여 투자의견 BUY와 2014년 BPS 81,145원에 Target PBR 1.7배를 적용하여 기존 목표주가 120,000원에서 140,000원으로 상향 조정
- 합성고무 가격의 본격적인 상승국면 진입에 따른 투자 sentiment 조성으로 업종내 비중확대 전략 유효

12월 결산 (십억원)	2012A	2013F	2014F
매출액	5,884	5,175	6,425
영업이익	224	200	387
세전이익	134	168	383
순이익	126	131	299
EPS(원)	4,049	4,210	9,862
PER(H/L) (배)	45.8/23.6	26.6	11.4
PBR(H/L) (배)	4.0/2.1	2.3	1.9
EV/EBITDA(H/L) (배)	19.8/12.9	13.8	9.0
ROE (%)	8.7	8.4	17.1

주가지수 및 상대주가추이		
(%)	절대수익률	상대수익률
1M	12.6	10.0
3M	31.8	20.4
6M	28.1	18.6
시가총액	3,529십억원	
발행주식수	33,491천주	
60일 평균거래량	233천주	
60일 평균거래대금	22,742백만원	
주요주주	박찬구 외 6인 24.2%	

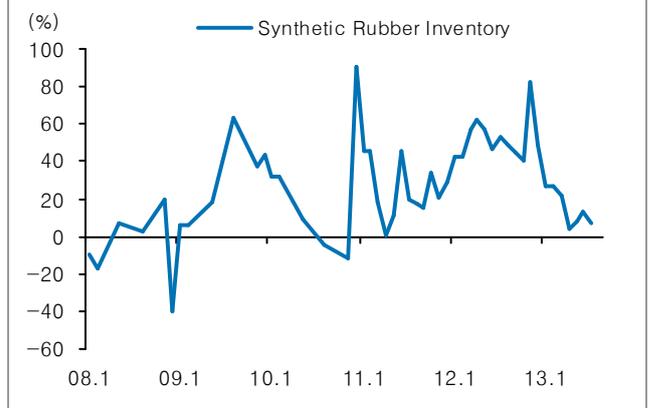


그림1 합성고무 스프레드 및 영업이익 추이



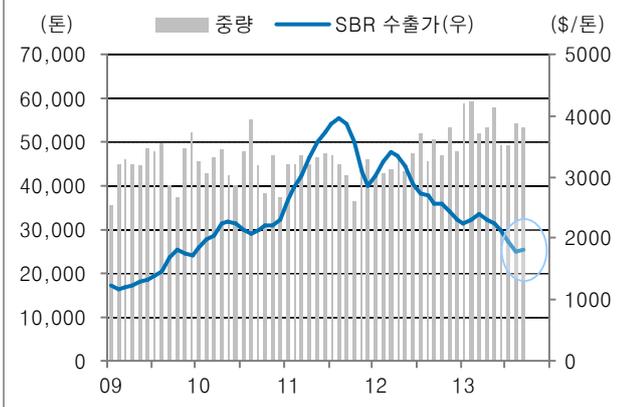
자료: 토러스투자증권 리서치센터

그림2 중국 합성고무 재고 증가율 바닥 상황



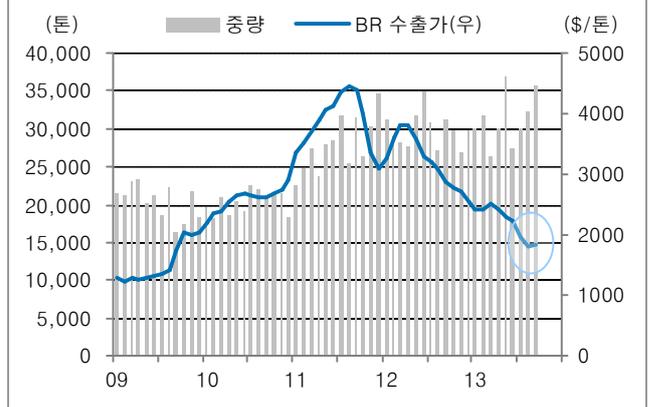
자료: 토러스투자증권 리서치센터

그림3 국내 합성고무 SBR 수출가 및 수출물량 추이



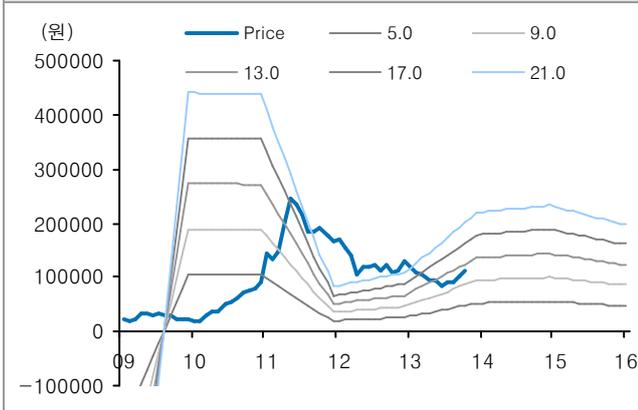
자료: 토러스투자증권 리서치센터

그림4 국내 합성고무 BR 수출가 및 수출물량 추이



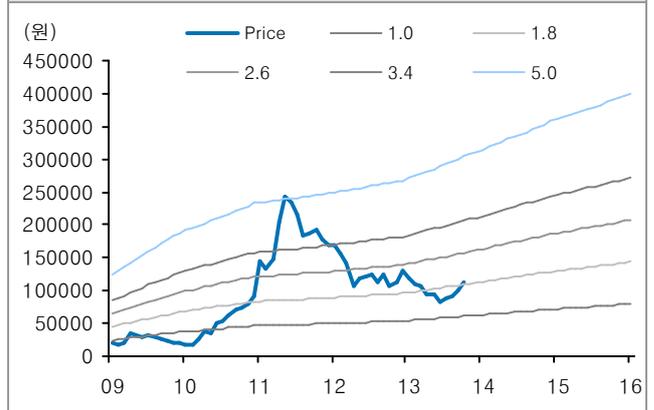
자료: 토러스투자증권 리서치센터

그림5 금호석유 12개월 FWD PER 밴드



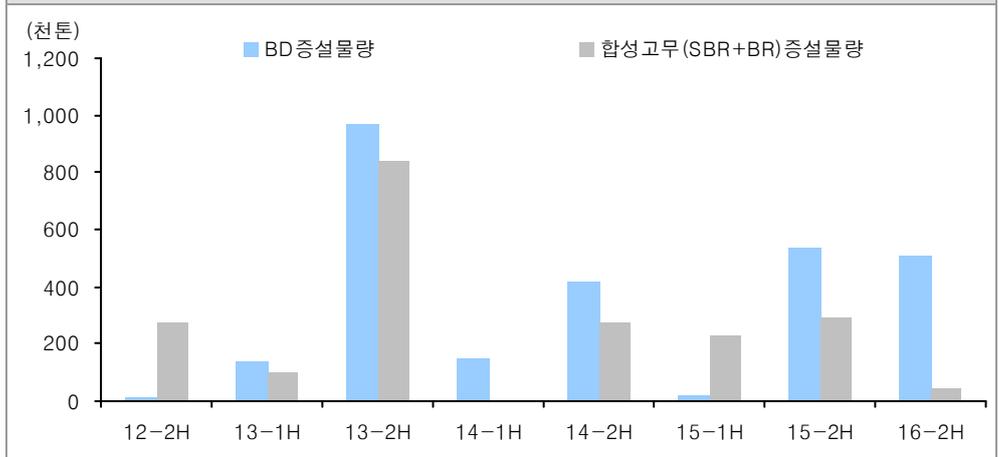
자료: 토러스투자증권 리서치센터

그림6 금호석유 12개월 FWD PBR 밴드



자료: 토러스투자증권 리서치센터

그림7 BD제품 및 합성고무 증설 계획 물량



자료: ICIS, 토러스투자증권 리서치센터

표1 금호석유 분기별 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	11	12	13F	14F
매출	16,226	15,840	14,317	12,454	14,170	13,834	11,921	11,825	64,574	58,837	51,751	64,245
(YoY)	1.4	(7.2)	(13.8)	(16.4)	(12.7)	(12.7)	(16.7)	(5.1)	66.2	(8.9)	(12.0)	24.1
(QoQ)	9.0	(2.4)	(9.6)	(13.0)	13.8	(2.4)	(13.8)	(0.8)				
합성고무	8,706	8,567	6,928	6,174	6,801	6,540	5,107	5,242	35,359	30,376	23,690	33,884
합성수지	3,421	3,229	3,372	2,871	3,314	3,597	3,404	2,889	12,464	12,892	13,204	14,638
기타	4,099	4,047	4,018	3,408	4,055	3,698	3,410	3,694	16,751	15,571	14,857	15,723
영업이익	1,219	262	452	306	779	756	(15)	481	8,390	2,238	2,002	3,826
(YoY)	(58.0)	(90.3)	(76.3)	(66.2)	(36.1)	189.0	(103.4)	57.4	133.3	(73.3)	(10.6)	91.1
(QoQ)	34.8	(78.5)	72.9	(32.3)	154.6	(2.9)	(102.0)	(3269.3)				
합성고무	749	9	139	123	333	458	0	162	5,218	1,019	954	2,138
합성수지	68	0	135	57	89	72	34	43	456	261	239	351
기타	401	253	179	125	356	226	(49)	276	2,717	958	808	1,337
영업이익률(%)	7.5	1.7	3.2	2.5	5.5	5.5	-0.1	4.1	13.0	3.8	3.9	6.0
합성고무	8.6	0.1	2.0	2.0	4.9	7.0	0.0	3.1	14.8	3.4	4.0	6.3
합성수지	2.0	0.0	4.0	2.0	2.7	2.0	1.0	1.5	3.7	2.0	1.8	2.4
기타	9.8	6.3	4.4	3.7	8.8	6.1	-1.4	7.5	16.2	6.2	5.4	8.5

자료: 토러스투자증권 리서치센터

표2 금호석유 목표주가 산정

	14F	15F
BPS	75,142	88,104
ROE	15.6%	17.6%
평균 ROE		16.6%
기대성장률		3.0%
Target PBR		1.7
평균 BPS		81,623
목표주가		140,000
현재가		112,000
Upside		25.0

자료: 토러스투자증권 리서치센터

Income Statement					
12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	6,457	5,884	5,175	6,425	7,688
매출원가	5,410	5,481	4,798	5,830	6,970
매출총이익	1,047	403	377	595	718
판매비	16.2	6.9	7.3	9.3	9.3
기타영업손익	208	179	177	212	254
외환거래손익	839	224	200	383	464
이자손익	13.0	3.8	3.9	6.0	6.0
기타	994	384	358	535	605
영업이익	15.4	6.5	6.9	8.3	7.9
조정영업이익	-81	-90	-32	-4	34
EBITDA	73	67	68	74	94
영업외손익	62	75	42	43	47
관계기업손익	218	139	103	99	94
금융수익	3	-93	-39	-22	-11
금융비용	758	134	168	379	499
기타	215	8	37	83	110
법인세비용차감전순손익	544	126	131	295	389
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업순손익	544	126	131	295	389
중단사업순손익	8.4	2.1	2.5	4.6	5.1
당기순이익	506	130	134	303	400
지배지분순이익	38	-3	-4	-8	-11
비지배지분순이익	393	389	326	326	326
매도가능금융자산평가	-73	31	31	31	31
기타포괄이익	470	157	162	326	420
포괄순이익	434	156	161	324	417
지배지분포괄이익	37	1	1	3	4
비지배지분포괄이익	6,457	5,884	5,175	6,425	7,688

자료: 토러스투자증권 리서치센터

Cashflow Statement					
12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	668	245	555	225	298
당기순이익	544	126	131	295	389
비현금항목의 가감	514	280	257	292	299
감가상각비	146	153	151	148	137
외환손익	-15	-11	0	0	0
지분법평가손익	73	67	0	0	0
기타	310	71	105	145	161
자산부채의 증감	-197	-64	266	-223	-232
기타현금흐름	-95	-26	-37	-83	-110
투자활동 현금흐름	-245	-374	21	-57	-63
투자자산	-47	-48	34	0	0
유형자산	-291	-368	-46	-87	-91
기타	93	43	33	30	28
재무활동 현금흐름	-69	-132	-16	-151	-146
단기차입금	102	-516	-40	-38	-36
단기사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-6	472	33	-34	-33
사채	63	415	39	-30	-28
현금배당	50	50	50	50	50
기타	-229	-503	-48	-49	-50
현금의 증감	354	-259	561	16	84
기초 현금	151	505	246	808	823
기말 현금	505	246	808	823	908
NOPLAT	724	223	156	298	362
FCF	395	-46	533	141	180

자료: 토러스투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
비유동자산	2,656	2,921	2,775	2,708	2,658
유형자산	1,922	2,130	2,025	1,964	1,917
관계기업투자금	270	318	332	332	332
기타금융자산	9	13	28	28	28
기타비유동자산	454	460	390	384	380
유동자산	2,058	1,490	2,096	2,389	2,820
현금및현금성자산	505	246	808	823	908
매출채권 및 기타채권	921	638	713	911	1,137
채고자산	582	567	545	630	754
기타유동자산	51	39	31	25	22
자산총계	4,714	4,411	4,870	5,098	5,478
비유동부채	444	1,314	1,386	1,321	1,261
사채	100	558	597	567	539
장기차입금	265	652	685	650	618
기타비유동부채	79	104	104	104	104
유동부채	2,713	1,438	1,724	1,753	1,841
매입채무 및 기타채무	721	512	829	888	1,006
단기차입금	788	792	753	715	679
유동성채무	1,123	78	86	93	99
기타유동부채	82	57	57	57	57
부채총계	3,157	2,752	3,110	3,074	3,101
지배지분	1,448	1,548	1,654	1,924	2,288
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	265	265	265	265	265
이익잉여금	1,047	1,113	1,188	1,428	1,761
기타자본변동	-32	2	33	64	95
비지배지분	109	111	107	99	88
자본총계	1,557	1,658	1,761	2,023	2,377

자료: 토러스투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
12월 결산 (원, 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS	19,391	4,049	4,210	9,756	12,912
PER	8.6	32.2	26.6	11.5	8.7
BPS	43,226	46,211	49,377	57,454	68,326
PBR	3.9	2.8	2.3	1.9	1.6
EBITDAPS	34,524	11,458	10,700	15,987	18,074
EV/EBITDA	7.1	15.6	13.8	9.0	7.7
SPS	224,373	175,679	154,520	191,828	229,548
PSR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5
CFPS	36,739	12,122	11,568	17,550	20,529
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

Financial Ratio					
12월 결산 (%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	12.9	-8.9	-12.0	24.1	19.7
영업이익 증가율	28.3	-73.3	-10.6	91.1	21.3
순이익 증가율	1.3	-76.8	3.8	125.7	31.7
수익성					
ROIC	26.8	8.0	5.9	11.7	13.3
ROA	11.9	2.8	2.8	5.9	7.4
ROE	44.0	8.7	8.4	17.0	19.0
안정성					
부채비율	202.8	166.0	176.6	152.0	130.5
순차입금비율	113.3	110.1	74.5	59.6	43.5
이자보상배율	6.0	2.2	1.9	3.9	4.9

자료: 토러스투자증권 리서치센터

본사 서울 영등포구 여의도동 23-3 하나증권빌딩 3층 T. 02 709 2300
 영업부 서울 영등포구 여의도동 23-3 하나증권빌딩 17층 T. 02 709 2313

Compliance Notice

투자의견(향후 6개월간 주가 등락 기준)		
기업	STRONG BUY	BUY 등급 중 High Conviction 종목
	BUY	15% 이상의 초과수익이 예상되는 경우
	HOLD	-15% ~ 15% 이내의 등락이 예상되는 경우
	SELL	15% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우
	단, 업종 및 기업 특성을 고려한 ±10%내의 조정치 감안 가능	
업종	OVERWEIGHT	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
	NEUTRAL	
	UNDERWEIGHT	

- 당사는 자료작성일 현재 동 주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료는 2013년 10월 21일 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자는 자료 작성일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

목표주가 차트



종목 투자의견

날짜	투자의견	목표주가
2013년 01월 08일	BUY	165,000원
2013년 04월 01일	BUY	130,000원
담당자 변경		
2013년 09월 10일	BUY	120,000원
2013년 10월 21일	BUY	140,000원