

금호석유 (011780)

이번 겨울이 지나면...

매수 (상향)

주가 (12월 17일)	96,700 원
목표주가	120,000 원 (하향)
상승여력	24.1%

이응주

☎ (02) 3772-1559
✉ eungju.lee@shinhan.com

KOSPI	1,965.74p
KOSDAQ	486.15p
시가총액	2,946.2 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)	224,226 주
일평균 거래액 (60 일)	23,201 백만원
외국인 지분율	8.99%
주요주주	박찬구 외 6인 24.19%
	한국산업은행 14.05%
절대수익률	3개월 -2.8%
	6개월 11.1%
	12개월 -21.1%
KOSPI 대비	3개월 -0.8%
상대수익률	6개월 6.5%
	12개월 -20.4%

- ◆ 4Q13 영업이익 +33억원으로 전분기(-15억원) 대비 개선폭 미미: 판매↓, 원가↑
- ◆ 2014년 실적 개선 기대감 유효: 1) 타이어 교체시기 도래, 2) 타이어 증설
- ◆ 투자의견 매수, 목표주가 120,000원 제시

4Q13 영업이익 +33억원으로 전분기(-15억원) 대비 개선폭 미미: 합성고무 부진 지속
금호석유의 4Q13 영업이익은 33억원에 그칠 전망이다. 전분기(-15억원)에 비해 실적 개선폭이 미미하고 당사 기존 추정치(280억원)를 훨씬 하회한다.

실적이 예상보다 부진한 이유는 주력 제품인 합성고무 시황이 개선되지 못했기 때문이다. 타이어 수요는 증가하고 있으나 고객사(타이어 업체)들의 재고 조정으로 합성고무 수요는 좋지 못했다. 이에 따라 4Q13 합성고무 판매량은 전분기 대비 5% 내외 감소했다. 더욱이 원료(BD) 가격 상승(QoQ +33%)에 비해 합성고무 판가 인상폭(QoQ +10%)은 미미했다.

2014년 실적 개선 기대감 유효(OP +86% YoY): 타이어 교체시기 도래, 타이어 증설
2014년 영업이익은 전년 대비 86% 증가한 2,882억원으로 예상된다. 합성고무 초호황 국면이었던 2011년 이후 가장 좋은 실적이 기대되는 셈이다.

2014년 실적 개선에 대한 기대가 큰 이유는 합성고무 수요 증가 때문이다. 북미 지역 등을 중심으로 2010년 이후 4년만에 타이어 교체 시기가 도래할 전망이다. 동시에 글로벌 타이어 업체들의 증설이 많아지면서 대폭적인 합성고무 수요 증가가 기대된다. 이러한 합성고무 수요 증가로 금호석유의 합성고무 영업이익률은 2013년 3.4%에서 2014년 5.6%로 개선될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 120,000원, 단기 실적 부진 주가 기반형, 2014년 조망 필요
금호석유에 대한 투자의견 매수와 목표주가 120,000원을 제시한다. 더딘 합성고무 시황 개선을 반영하여 수익예상을 하향했고 이에 따라 목표주가를 기존 125,000원에서 120,000원으로 하향했다. 새로운 목표주가는 자사주를 제외한 실질 BPS 기준 PBR 1.9배(명목 Target PBR 2.3배에 해당)이다.

다만 주가 하락에 따라 목표수익률이 상승하면서 투자의견을 Trading BUY에서 매수로 상향한다. 단기 실적 부진은 이미 주가에 반영되었다. 2014년 이후 가파른 이익 증가(2014년 합성고무, 2015~16년 유틸리티)를 바라볼 시점이다.

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	5,169.3	155.2	59.9	56.9	1,775	(51.8)	47,243	54.5	15.0	2.0	4.0	107.1
2014F	5,943.0	288.2	232.7	186.2	5,263	196.5	51,021	18.4	10.7	1.9	11.1	108.0
2015F	7,457.2	510.5	462.5	350.6	9,819	86.6	58,983	9.8	7.4	1.6	18.3	97.8

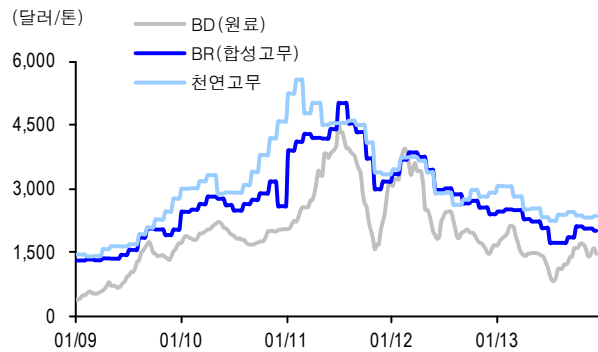
금호석유 사업 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	전체	1,417	1,383	1,192	1,177	1,300	1,410	1,603	1,630	5,884	5,169	5,943	7,457
	합성고무	680	654	511	543	619	685	805	848	3,038	2,388	2,958	3,679
	합성수지	331	360	340	302	325	344	358	345	1,289	1,334	1,373	1,654
	페놀 유도체	289	263	214	204	224	253	293	289	1,087	969	1,058	1,405
	유틸리티	43	29	44	43	42	35	44	52	168	159	173	241
	기타	74	78	83	84	89	94	103	95	302	320	381	478
영업이익	전체	78	76	(2)	3	45	60	86	97	224	155	288	510
	합성고무	33	46	(0)	3	19	34	52	61	102	82	166	276
	합성수지	9	7	3	3	7	9	12	9	27	22	36	66
	페놀 유도체	8	3	(16)	(16)	(7)	(3)	7	9	15	(21)	6	63
	유틸리티	20	12	21	19	19	15	21	22	77	72	76	96
	기타	7	7	(9)	(5)	8	5	(6)	(3)	2	0	4	10
영업이익 증가율	YoY	(36.1)	189.0	적전	(89.1)	(42.2)	(20.7)	흑전	2,810.2	(73.3)	(30.6)	85.6	77.1
	QoQ	154.6	(2.9)	적전	흑전	1,245.0	33.1	43.4	13.3				
영업이익률	전체	5.5	5.5	(0.1)	0.3	3.5	4.2	5.4	6.0	3.8	3.0	4.8	6.8
	합성고무	4.9	7.0	(0.0)	0.5	3.0	5.0	6.5	7.2	3.4	3.4	5.6	7.5
	합성수지	2.7	2.0	1.0	0.9	2.0	2.7	3.3	2.5	2.1	1.7	2.6	4.0
	페놀 유도체	2.8	1.3	(7.6)	(8.0)	(3.3)	(1.3)	2.5	3.1	1.4	(2.2)	0.5	4.5
	유틸리티	48.0	41.0	47.0	44.0	45.0	43.0	47.0	41.6	46.0	45.4	44.1	39.6
	기타	9.4	9.4	(11.2)	(5.6)	9.4	4.9	(6.0)	(3.1)	0.7	0.1	1.0	2.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자,

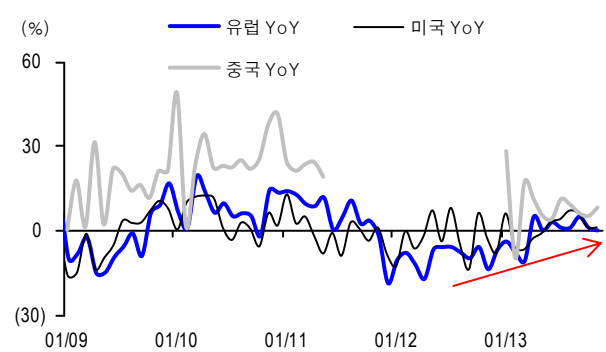
주: 1) 사업 부문별 실적은 당사 추정치, 2) 2014~15년 제3 열병합 발전소 건설에 따라 2016년 유틸리티 부문 매출액 5,000억원, 영업이익 2,000억원 기대(회사 가이던스)

고무 관련 제품 가격 추이



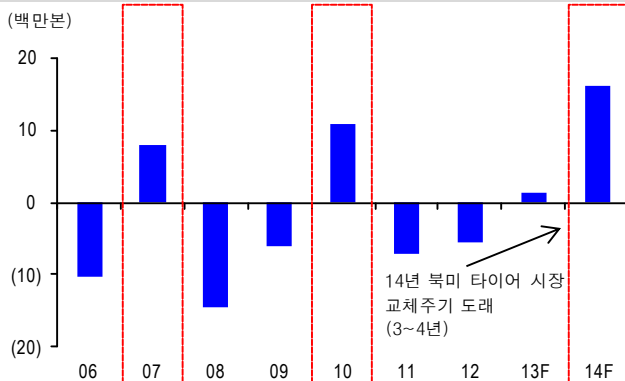
자료: KITA, Platts, 신한금융투자

월별/지역별 타이어 수요 추이



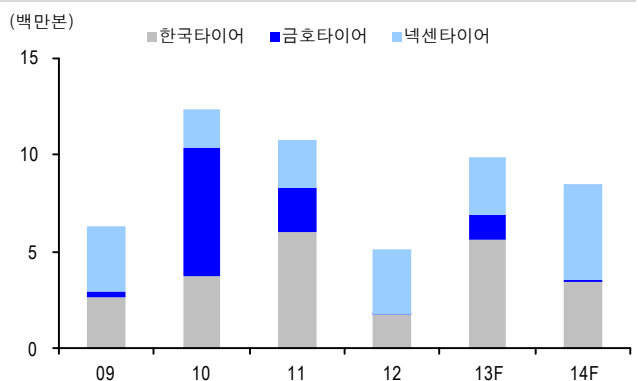
자료: 미쉐린, 신한금융투자, 주: 승용차 교체용 타이어 기준

북미 연도별 타이어 수요 증가 추이/전망



자료: 미쉐린, 신한금융투자, 주: 북미 타이어 시장 규모는 세계 시장의 23%

한국 타이어 3사 생산능력 신증설 추이/전망



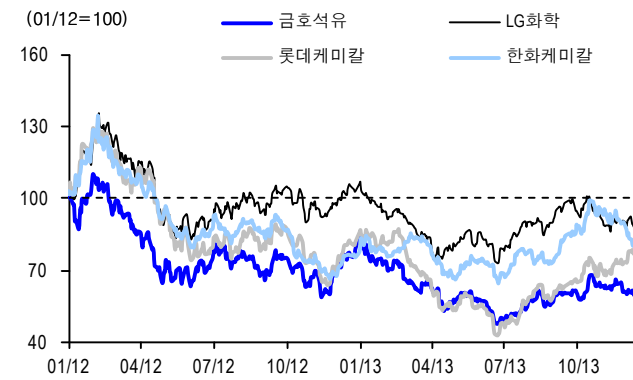
자료: 각 사 자료, 신한금융투자

연도별 수익예상 변경

(십억원, 원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F
매출액	5,233	6,135	7,452	5,169	5,943	7,457	(1.2)	(3.1)	0.1
영업이익	180	351	518	155	288	510	(13.7)	(18.0)	(1.5)
세전이익	84	301	480	60	233	463	(28.2)	(22.6)	(3.6)
순이익	72	221	346	63	182	337	(13.4)	(17.5)	(2.6)
실질 EPS	2,371	7,649	12,113	2,131	6,318	11,787	(10.1)	(17.4)	(2.7)
실질 BPS	56,062	61,482	71,366	56,714	61,248	70,806	1.2	(0.4)	(0.8)
영업이익률	3.4	5.7	7.0	3.0	4.8	6.8			
ROE	4.6	13.5	18.7	4.0	11.1	18.3			

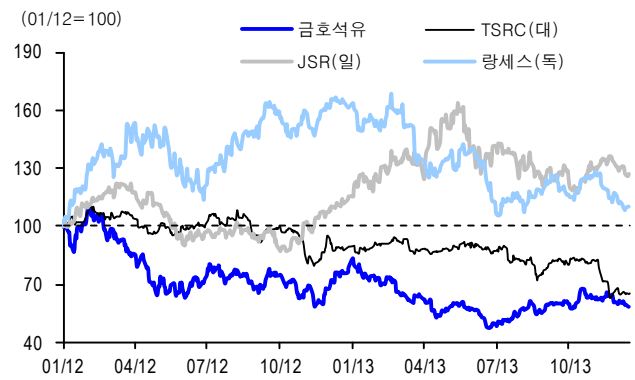
자료: 신한금융투자, 주: 1) 순이익/EPS/BPS/ROE 지배주주 기준, 2) 실질 EPS/BPS는 자사주 제외 기준

한국 석유화학 4사 상대주가 추이



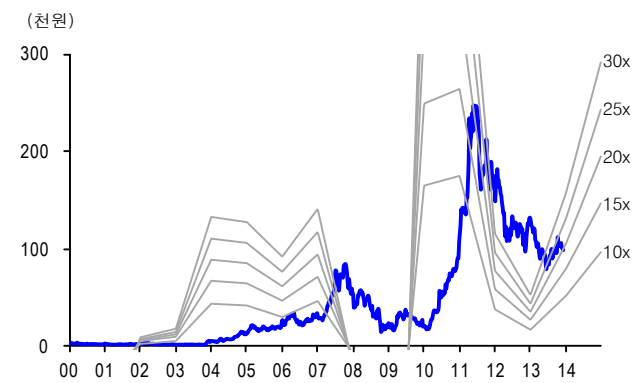
자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 합성고무 업체 상대주가 추이



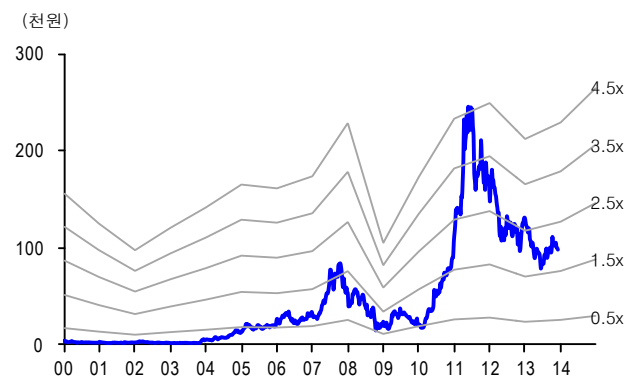
자료: Bloomberg, 신한금융투자

금호석유 12MF PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자

금호석유 12MF PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
자산총계	4,714.2	4,410.7	4,604.2	5,006.7	5,507.4
유동자산	2,058.1	1,490.1	1,471.3	1,671.1	1,924.9
현금및현금성자산	505.1	246.2	252.5	284.4	293.3
매출채권	887.1	585.7	608.2	699.2	828.6
재고자산	581.6	567.3	516.9	594.3	710.2
비유동자산	2,656.1	2,920.6	3,132.9	3,335.5	3,582.5
유형자산	1,922.4	2,129.6	2,370.0	2,618.0	2,862.4
무형자산	35.2	28.4	23.4	19.6	16.7
투자자산	672.1	720.3	699.7	658.2	663.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,157.2	2,752.4	2,916.9	3,189.2	3,409.2
유동부채	2,713.2	1,438.5	1,625.4	1,816.2	1,912.6
단기차입금	787.5	792.4	758.9	807.1	745.7
매입채무	428.1	287.3	430.8	495.2	596.6
유동성장기부채	1,122.8	77.8	128.8	191.2	232.8
비유동부채	444.0	1,313.9	1,291.6	1,372.9	1,496.7
사채	99.6	558.0	602.2	642.0	677.8
장기차입금(장기금융부채 포함)	266.9	653.3	581.7	617.9	700.1
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,557.1	1,658.4	1,687.2	1,817.5	2,098.1
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	1,147.8	1,274.3	1,541.0
지배주주지분	1,447.7	1,547.7	1,582.2	1,708.8	1,975.4
비지배주주지분	109.4	110.7	105.0	108.7	122.7
*총차입금	2,302.0	2,093.2	2,082.3	2,269.9	2,367.2
*순차입금(순현금)	1,763.7	1,825.7	1,806.3	1,963.1	2,052.7

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	668.4	245.5	430.3	206.1	343.3
당기순이익	543.8	126.1	56.9	186.2	350.6
유형자산상각비	146.0	153.0	170.1	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	1.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(72.8)	(67.0)	(36.0)	(56.3)	(66.0)
운전자본변동	(197.1)	(64.3)	230.6	(112.3)	(137.2)
(법인세납부)	(95.1)	(25.9)	(3.0)	(46.5)	(111.9)
기타	329.0	116.5	3.1	46.5	111.8
투자활동으로인한현금흐름	(244.9)	(373.8)	(356.2)	(333.8)	(375.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(291.1)	(368.8)	(410.5)	(433.6)	(438.7)
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)	56.5	97.8	60.6
기타	5.0	1.2	(1.2)	3.0	3.2
FCF	287.4	78.5	110.7	(102.5)	17.2
재무활동으로인한현금흐름	(69.0)	(131.9)	(66.9)	159.5	41.3
차입금의증가(감소)	(51.3)	(75.9)	(10.9)	187.6	97.3
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(23.0)	(55.9)	(55.9)	(28.0)	(55.9)
기타	5.3	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	(1.0)	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)	6.3	31.9	8.8
기초현금	150.8	505.1	246.2	252.5	284.4
기말현금	505.1	246.2	252.5	284.4	293.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	6,457.4	5,883.7	5,169.3	5,943.0	7,457.2
증가율 (%)	30.3	(8.9)	(12.1)	15.0	25.5
매출원가	5,410.3	5,480.6	4,834.3	5,473.3	6,715.6
매출총이익	1,047.0	403.1	335.0	469.6	741.7
매출총이익률 (%)	16.2	6.9	6.5	7.9	9.9
판매관리비	208.0	179.3	179.8	181.5	231.2
영업이익	839.0	223.8	155.2	288.2	510.5
증가율 (%)	49.7	(73.3)	(30.6)	85.6	77.1
영업이익률 (%)	13.0	3.8	3.0	4.8	6.8
영업외손익	(80.7)	(90.1)	(95.3)	(55.5)	(48.0)
금융손익	(156.6)	(64.6)	(61.4)	(66.3)	(72.2)
기타영업외손익	3.1	(92.5)	(69.8)	(45.4)	(41.8)
중속 및 관계기업관련손익	72.8	67.0	36.0	56.3	66.0
세전계속사업이익	758.4	133.7	59.9	232.7	462.5
법인세비용	214.6	7.6	3.0	46.5	111.9
계속사업이익	543.8	126.1	56.9	186.2	350.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	543.8	126.1	56.9	186.2	350.6
증가율 (%)	57.2	(76.8)	(54.9)	227.0	88.3
순이익률 (%)	8.4	2.1	1.1	3.1	4.7
(지배주주)당기순이익	505.6	129.6	62.6	182.5	336.6
(비지배주주)당기순이익	38.1	(3.5)	(5.7)	3.7	14.0
총포괄이익	470.5	157.2	56.9	186.2	350.6
(지배주주)총포괄이익	433.9	155.9	56.5	184.6	347.7
(비지배주주)총포괄이익	36.6	1.3	0.5	1.6	2.9
EBITDA	993.6	383.7	331.4	478.6	708.6
증가율 (%)	40.0	(61.4)	(13.6)	44.4	48.1
EBITDA 이익률 (%)	15.4	6.5	6.4	8.1	9.5

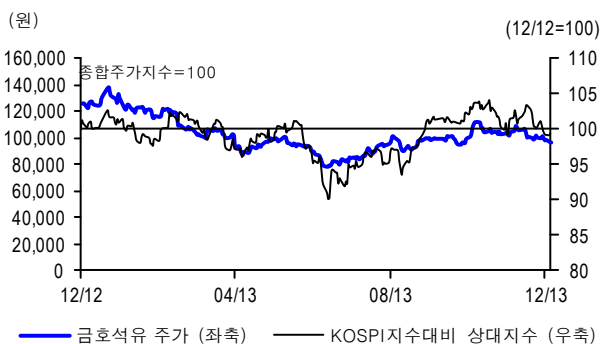
주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

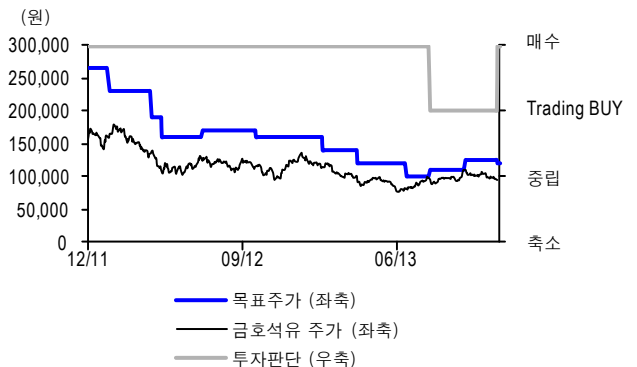
12월 결산	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS (당기순이익, 원)	18,679	3,580	1,605	5,374	10,238
EPS (지배순이익, 원)	17,354	3,684	1,775	5,263	9,819
BPS (자본총계, 원)	46,492	49,516	50,378	54,267	62,648
BPS (지배지분, 원)	43,226	46,211	47,243	51,021	58,983
DPS (원)	2,000	2,000	1,000	2,000	2,500
PER (당기순이익, 배)	9.0	36.4	60.2	18.0	9.4
PER (지배순이익, 배)	9.7	35.4	54.5	18.4	9.8
PBR (자본총계, 배)	3.6	2.6	1.9	1.8	1.5
PBR (지배지분, 배)	3.9	2.8	2.0	1.9	1.6
EV/EBITDA (배)	7.1	15.6	15.0	10.7	7.4
EV/EBIT (배)	8.5	26.8	32.0	17.8	10.2
배당수익률 (%)	1.2	1.5	1.0	2.1	2.6
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	15.4	6.5	6.4	8.1	9.5
영업이익률 (%)	13.0	3.8	3.0	4.8	6.8
순이익률 (%)	8.4	2.1	1.1	3.1	4.7
ROA (%)	12.3	2.8	1.3	3.9	6.7
ROE (지배순이익, %)	44.5	8.7	4.0	11.1	18.3
ROIC (%)	28.5	8.1	5.0	7.7	11.5
안정성					
부채비율 (%)	202.8	166.0	172.9	175.5	162.5
순차입금비율 (%)	113.3	110.1	107.1	108.0	97.8
현금비율 (%)	18.6	17.1	15.5	15.7	15.3
이자보상배율 (배)	6.0	2.2	2.2	3.8	6.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	9.9	8.4	9.1	11.6	12.0
재고자산회수기간 (일)	29.2	35.6	38.3	34.1	31.9
매출채권회수기간 (일)	44.9	45.7	42.1	40.1	37.4

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.