

석유화학/정유
이희철 (2122-9199)
chemlee@hi-ib.com

상사/화학스몰캡
이명현 (2122-9206)
mr.lee@hi-ib.com

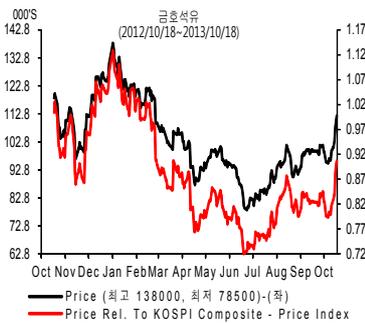
Buy (Maintain)

목표가(6M) **115,000원**
증가(2013/10/18) **112,000원**

Stock Indicator

자본금	1,675 억원
발행주식수	3,349만주
시가총액	35,292억원
외국인지분율	10.10%
배당금(2012)	2,000원
EPS(2013E)	2,253 원
BPS(2013E)	46,727 원
ROE(2013E)	4.8 %
52주 주가	78,500~138,000원
60일평균거래량	232,752주
60일평균거래대금	227.4억원

Price Trend



금호석유(011780)

전방산업 및 계열사 부진으로 수익성 급감. 내년 회복 예상

■ 3Q13 실적 Review : 합성고무 급락 및 P&B 부진 영향 적자 전환

금년 3Q 매출액은 QoQ -13.8%, YoY -16.7% 감소했다. 합성고무는 주원료(BD)와 함께 제품가격이 급락하면서 전분기대비 -21.9% 감소했고, 페놀유도체(금호P&B) 매출도 신증설 효과 불구 공급과잉 여파로 -19.2% 줄어든 것으로 나타났다. 이에 따라 에너지부문(열병합발전)의 200억원 내외 이익 기여에도 불구하고 전체 영업이익은 소폭 적자로 전환되는 부진세를 보였다. 합성고무의 이익 기여도가 미미한 가운데 페놀유도체의 적자폭이 커졌기 때문이다. 합성고무 실적에는 BD 가격 급락에 따른 재고평가손실 130억원 내외도 반영되어 있다.

■ 4Q13 실적 추정: 합성고무 회복 예상되나 본격 개선은 내년부터

금년 4Q에는 합성고무 중심으로 실적 반등이 예상된다. 이는 지난 3Q에 평균 1700불대에 불과했던 합성고무 가격이 최근 2100불대로 상승했고, 주원료인 BD(부타디엔) 가격도 3Q 평균 \$1,155 수준에서 현재는 \$1,690로 급반등했기 때문이다. 다만 전방산업(타이어) 업황이 아직 뚜렷하게 호전되지 않고 있고 합성고무 공급과잉도 지속되고 있어, 제품마진이 큰 폭으로 회복되기까지는 시간이 필요할 전망이다. 연말경 IT 등 전방산업 경기둔화가 예상된다는 점에서 합성수지 및 페놀유도체(BPA) 등도 빠른 실적 개선을 기대하기는 어려울 전망이다.

■ 2014년 실적 전망: 전방산업 수요 호전으로 동반 실적 개선 예상

'11년 하반기 이후 지속되어 오던 업황 부진세는 내년부터 점차 회복될 것으로 추정된다. 미국 및 중국의 자동차 판매가 꾸준한 호조세를 보이고 있는 가운데, 타이어 수요도 점차 증가세로 전환되고 있기 때문이다. 시장 비중이 70~80%인 교체용(RE) 타이어 수요가 점차 회복되고 있고, 특히 유럽 시장의 수요가 반등하고 있다는 점은 긍정적이다. '14년에는 합성고무 업황이 점차 개선될 전망이다.

■ 에너지부문의 Cash Cow 역할은 2015년에 더욱 확대될 전망

내년에는 본업의 실적이 회복세로 진입할 전망이다 가운데 오는 2015년에는 제2 열병합발전소(스팀 800T/H, 전기 145MWH)를 순차적으로 가동할 예정이어서 현금흐름이 더욱 개선될 전망이다. 에너지 생산량이 기존대비 2배 내외 증가하는 것이며 외부 판매비중이 높아져, '16년경에는 에너지부문 영업이익이 2천억원에 육박할 전망이다. 단기적으로는 이익모멘텀이 약하다는 점에서 합성고무 및 BD 가격 등락에 따라 주가도 연동될 것으로 보인다. 다만 장기적으로는 에너지 신증설 및 매도가능증권(대우건설 등) 매각 등으로 현금창출력 제고가 예상된다.



〈표1〉 금호석유화학 분기 및 연간 실적전망

(단위:억원,%)

구분 (억원,%)	2012년				2013년				FY12	FY13E	FY14E	FY15E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE				
매출액	16,226	15,840	14,317	12,454	14,170	13,834	11,921	13,270	58,837	53,175	60,406	67,044
합성고무	8,709	8,567	6,928	6,174	6,801	6,540	5,107	6,136	30,377	24,584	28,542	32,495
합성수지	3,420	3,227	3,371	2,871	3,314	3,597	3,404	3,312	12,889	13,627	14,666	15,257
기타(에너지 등)	1,185	1,334	1,273	1,257	1,265	1,159	1,361	1,318	5,049	5,103	5,370	6,101
페놀유도체	2,899	2,712	2,743	2,152	2,769	2,539	2,049	2,504	10,506	9,861	11,827	13,190
영업이익	1,219	261	452	307	779	756	-16	392	2,239	1,911	3,800	4,965
합성고무	749	0	139	121	340	458	0	284	1,009	1,082	2,475	2,925
합성수지	86	0	135	57	99	72	34	26	277	232	323	366
기타(에너지 등)	298	180	206	225	280	175	104	236	956	795	944	1,345
페놀유도체	87	81	-27	-96	60	51	-154	-154	45	-197	59	330
영업이익률(%)	7.5	1.6	3.2	2.5	5.5	5.5	-0.1	3.0	3.8	3.6	6.3	7.4
합성고무	8.6	0.0	2.0	2.0	5.0	7.0	0.0	4.6	3.3	4.4	8.7	9.0
합성수지	2.5	0.0	4.0	2.0	3.0	2.0	1.0	0.8	2.2	1.7	2.2	2.4
기타(에너지 등)	25.1	13.5	16.2	17.9	22.1	15.1	7.7	17.9	18.9	15.6	17.6	22.0
페놀유도체	3.0	3.0	-1.0	-4.4	2.2	2.0	-7.5	-6.1	0.4	-2.0	0.5	2.5
세전이익	1,323	97	443	-526	479	291	-48	324	1,337	1,046	4,016	5,042
지배주주 순이익	1,016	89	406	-215	343	262	39	158	1,296	755	2,897	3,638
증감률(YoY,%)												
매출액	1.4	-7.2	-13.8	-16.4	-12.7	-12.7	-16.7	6.6	-8.9	-9.6	13.6	11.0
영업이익	-57.4	-90.5	-79.4	-49.3	-36.1	189.6	적전	27.7	-73.4	-14.6	98.9	30.6
지배주주 순이익	-48.2	-95.0	-54.9	-153.2	-66.2	195.0	-90.4	-173.6	-74.4	-41.8	283.9	25.6
증감률(QoQ,%)												
매출액	9.0	-2.4	-9.6	-13.0	13.8	-2.4	-13.8	11.3				
영업이익	101.5	-78.6	73.2	-32.1	153.6	-2.9	적전	흑전				

주: 부문별 영업이익은 추정치임. 페놀유도체는 금호P&B

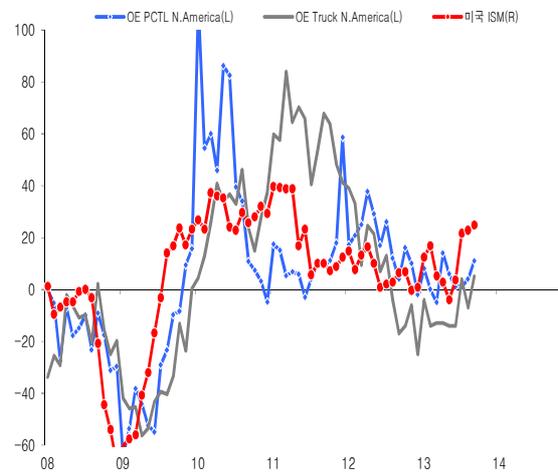
<그림 1> 아시아 BD 가격 및 금호석유 주가 추이



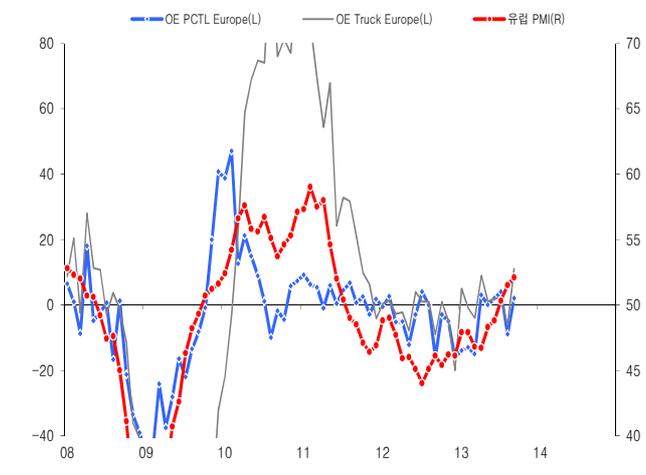
<그림 2> 추정 실질 SBR, BR 스프레드 추이



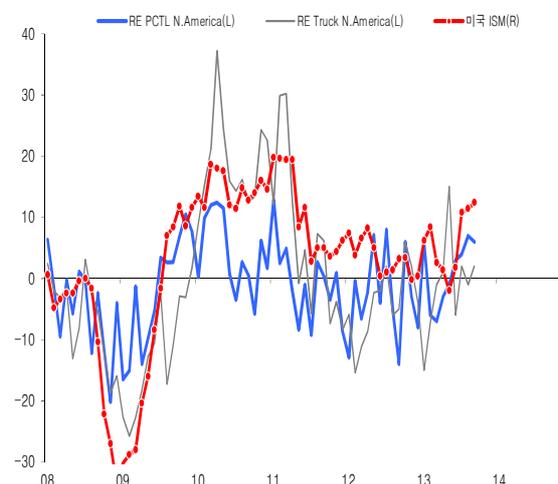
<그림 3> 미국의 OE 타이어 수요 증가율 및 PMI



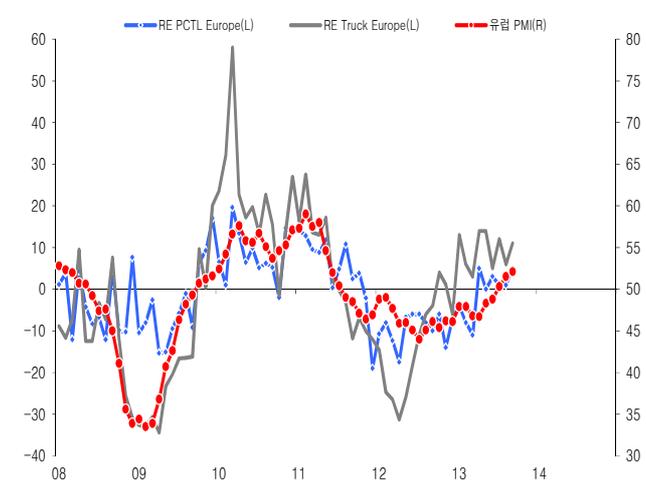
<그림 4> 유럽의 OE 타이어 수요 증가율 및 PMI



<그림 5> 미국의 RE 타이어 수요 증가율 및 PMI

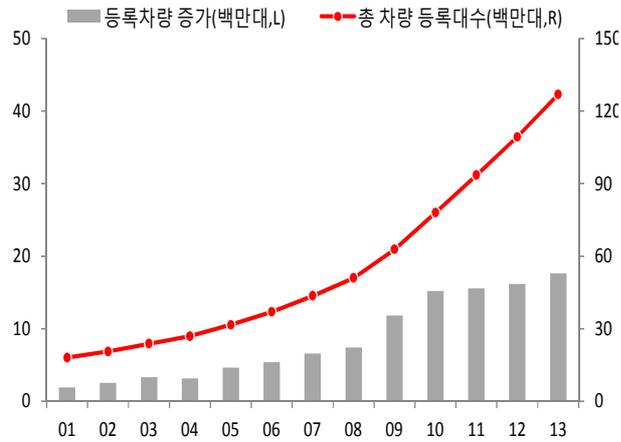


<그림 6> 유럽의 RE 타이어 수요 증가율 및 PMI

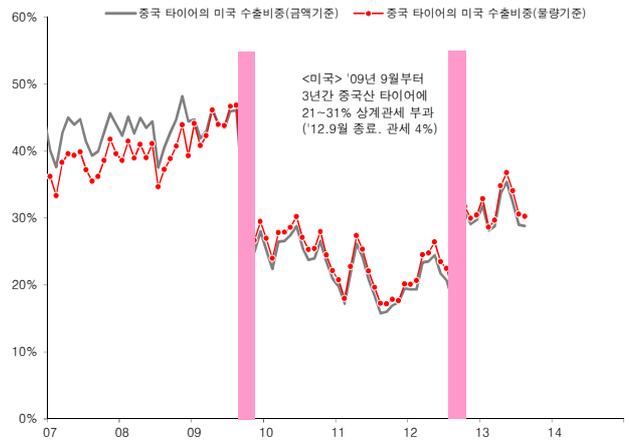


자료: Michelin, Bloomberg, Platts, 금호석유, 하이투자증권 리서치센터

<그림 7> 중국 등록차량 증가 및 총 차량 등록대수



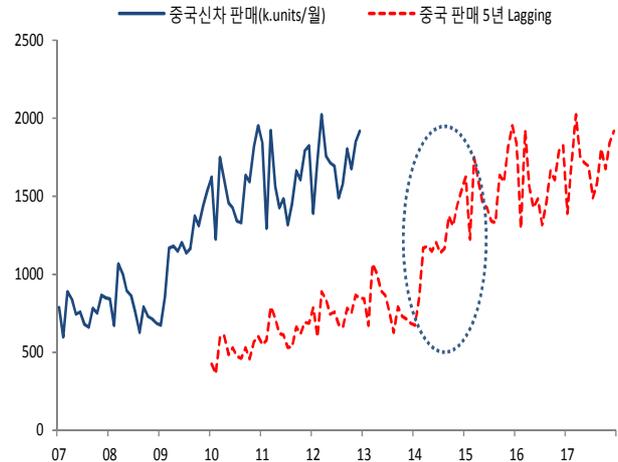
<그림 8> 미국의 중국 타이어 수출입 비중 추이



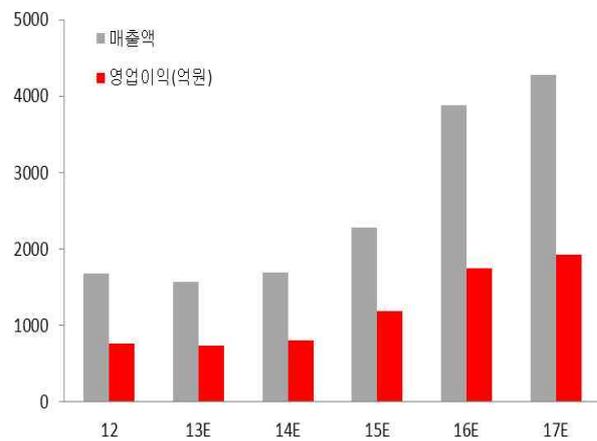
<그림 9> 미국 신차판매 및 4년 래깅 추이



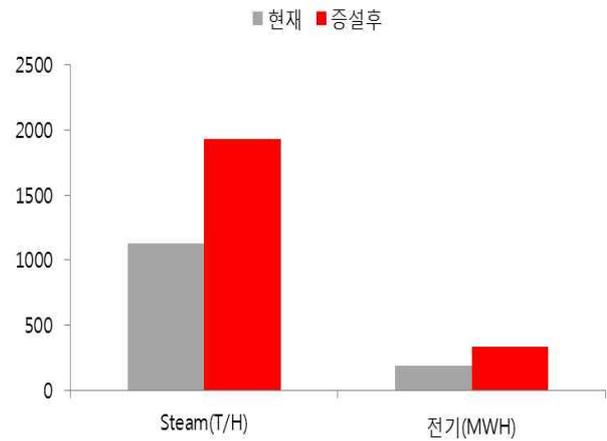
<그림 10> 중국 신차판매 및 5년 래깅 추이



<그림 11> 금호석유 에너지부문 매출 및 영업익 전망



<그림 12> 금호석유 에너지부문의 2015년 증설 후 생산능력 비교



자료: Dataguide, Bloomberg, CEIC, KITA, 금호석유, 하이투자증권 리서치센터

IFRS 연결 추정 재무제표

재무상태표

(단위:억원)

	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	14,901	11,998	12,965	14,025
현금 및 현금성자산	2,462	1,223	1,031	1,283
단기금융자산	213	245	279	309
매출채권	6,379	5,585	6,343	6,704
재고자산	5,673	4,788	5,134	5,531
비유동자산	29,206	31,094	30,943	32,109
유형자산	21,296	22,115	22,685	23,314
무형자산	284	1,014	1,014	1,014
자산총계	44,107	43,092	43,908	46,134
유동부채	14,385	13,703	13,641	13,603
매입채무	5,115	4,788	5,437	6,034
단기차입금	7,924	7,528	6,775	6,097
유동성장기부채	778	778	778	778
비유동부채	13,139	12,613	11,088	10,214
사채	5,580	5,580	5,580	5,080
장기차입금	6,521	6,021	4,521	4,171
부채총계	27,524	26,316	24,729	23,817
지배주주지분	15,477	15,649	17,978	21,023
자본금	1,675	1,675	1,675	1,675
자본잉여금	2,653	2,653	2,653	2,653
이익잉여금	11,132	11,305	13,633	16,679
기타자본항목	-402	-402	-402	-402
비지배주주지분	1,107	1,126	1,201	1,294
자본총계	16,584	16,776	19,178	22,317

현금흐름표

(단위:억원)

	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동 현금흐름	2,455	3,952	4,842	6,026
당기순이익	1,261	774	2,971	3,731
유형자산감가상각비	1,530	1,678	1,641	1,582
무형자산상각비	70	70	251	251
지분법관련손실(이익)	670	600	780	858
투자활동 현금흐름	-3,738	-1,905	314	-923
유형자산의 처분(취득)	4	503	789	789
무형자산의 처분(취득)	-2	-800	-251	-251
금융상품의 증감	-2,707	-1,207	-159	282
재무활동 현금흐름	-1,319	-1,436	-2,780	-2,077
단기금융부채의증감				
장기금융부채의증감	-5			
자본의증감				
배당금지급	-559	-559	-601	-643
현금및현금성자산의증감	-2,588	-1,239	-192	252
기초현금및현금성자산	5,051	2,462	1,223	1,031
기말현금및현금성자산	2,462	1,223	1,031	1,283

주) 주요투자지표는 지배주주귀속분 기준
자료 : 금호석유, 하이투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

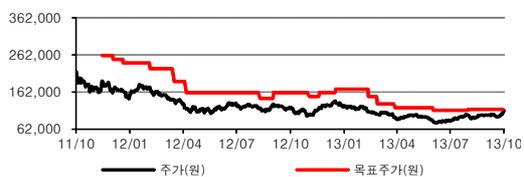
(단위:억원, %)

	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	58,837	53,195	60,406	67,044
증가율(%)	-8.9	-9.6	13.6	11.0
매출원가	54,806	49,403	54,536	59,803
매출총이익	4,031	3,792	5,869	7,241
연구개발비	314	361	376	400
판매비와관리비	1,793	1,881	2,069	2,276
기타영업수익				
기타영업비용				
영업이익	2,238	1,911	3,800	4,965
증가율(%)	-73.3	-14.6	98.9	30.6
영업이익률(%)	3.8	3.6	6.3	7.4
이자수익	137	52	35	36
이자비용	1,015	717	700	630
지분법이익(손실)	670	600	780	858
기타영업외수익	-925	-400		
세전계속사업이익	1,337	1,046	4,016	5,042
법인세비용	76	272	1,044	1,311
세전계속이익률(%)	2.3	2.0	6.6	7.5
당기순이익	1,261	774	2,971	3,731
순이익률(%)	2.1	1.5	4.9	5.6
지배주주귀속 순이익	1,296	755	2,897	3,638
기타포괄이익	311	100	100	100
총포괄이익	1,572	874	3,071	3,831
지배주주귀속총포괄이익	1,615	852	2,995	3,735

주요투자지표

	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)				
EPS	3,869	2,253	8,651	10,861
BPS	46,211	46,727	53,679	62,773
CFPS	8,644	7,473	14,301	16,335
DPS	2,000	2,150	2,300	2,450
Valuation(배)				
PER	33.7	49.7	12.9	10.3
PBR	2.8	2.4	2.1	1.8
PCR	15.1	15.0	7.8	6.9
EV/EBITDA	15.3	14.7	9.1	7.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.7	4.8	17.2	18.7
EBITDA 이익률	6.5	6.9	9.4	10.1
부채비율	177.8	168.2	137.6	113.3
순부채비율	109.3	109.9	85.2	65.1
매출채권회전율(x)	7.6	8.9	10.1	10.3
재고자산회전율(x)	9.5	9.4	11.0	11.2

주가와 목표주가의 추이



투자등급 추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2013-09-04	Buy	115,000	2012-12-06	Buy	160,000	2012-01-06	Buy	240,000
2013-08-19	Hold	115,000	2012-11-19	Buy	150,000	2011-12-20	Buy	250,000
2013-06-19	Hold	113,000	2012-09-19	Buy	160,000	2011-12-01	Buy	260,000
2013-04-15	Hold	120,000	2012-08-27	Hold	145,000			
2013-03-15	Buy	130,000	2012-04-23	Buy	160,000			
2013-02-28	Buy	150,000	2012-04-02	Buy	190,000			
2013-01-03	Buy	170,000	2012-02-21	Buy	225,000			

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶회사는 해당 종목에 1%이상 보유하고 있지 않습니다. ▶금융투자분석사 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다. ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다. ▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성: 이희철, 이명현\)](#)
본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주의하시기 바랍니다.

1. 중추추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 중추추천의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익율을 의미함.
-Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 증가대비 +15%미만, -15%미만 -Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액 기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)