



# 금호석유 (011780)

## 매수 (유지)

화학

현재주가 (12월 5일) 178,500 원  
**목표주가 265,000 원 (유지)**  
**상승여력 48.5%**

**Analyst 이응주**

☎ 02) 3772-1559

✉ eungju.lee@shinhan.com

**박상민**

☎ 02) 3772-1531

✉ sangminpark@shinhan.com

KOSPI		1,922.90p
KOSDAQ		505.82p
시가총액		4,538.3 십억원
액면가		5,000 원
발행주식수		25.4 백만주
유통주식수		12.1 백만주 (47.8%)
52 주 최고/최저가		257,500 원/75,600 원
일평균 거래량 (60 일)		371,231 주
일평균 거래액 (60 일)		66,553 백만원
외국인 지분율 :		12.31%
주요주주	박철완 외	30.2%
절대수익률	3 개월	-3.8%
	6 개월	-24.0%
	12 개월	125.4%
KOSPI 대비	3 개월	-11.4%
상대수익률	6 개월	-17.0%
	12 개월	129.4%

## 최악의 상황에서 두자리 영업이익률이라면?

### 투자의견 매수, 목표주가 265,000원 유지

금호석유에 대한 투자의견 매수와 목표주가 265,000원을 유지한다. 목표주가는 동사의 수익가치와 자산가치를 고려한 SOP(Sum Of the Parts) Valuation에 의거 산출했다. 이는 2012년 실적 기준 PER 12.1배에 해당한다. 금호석유의 투자 포인트는 1) 합성고무 시장 호전과 시장 지배력 강화, 2) 주요 제품 및 계열사 생산능력 확대에 따른 성장성, 3) 대주주 지분 매각에 따른 오버행 부담 해소 등이다.

### 4Q11 Preview: 11월 이후 합성고무 시장 급반등

2011년 11월 이후 합성고무 시장이 급반등하고 있다. 이는 합성고무 원재료인 부타디엔(BD) 가격 변동을 통해서 알 수 있다. 글로벌 경제위기가 확산되면서 급락했던 BD 가격은 11월 들어 급반등(11월 1,560→12월 2,201달러/톤)하고 있다. 타이어 업체들의 재고 확충(수요 증가)과 석유화학 업체들의 가동률 저하(공급 감소)가 맞물린 결과다.

이에 따라 금호석유의 2011년 4분기 영업이익은 가이던스(1,500억원)보다 높은 1,602억 원으로 예상된다. 특히 합성고무 분야의 경우 제품/원료 가격이 급락하는 최악의 상황에서도 영업이익률이 두자리를 상회한 것으로 추정된다. 강력한 시장 지배력의 증거다.

### 2012년 전망: 합성고무 수급 타이트 지속

2012년에도 합성고무 시장은 호조를 보일 전망이다. 글로벌 타이어 메이커들의 증설 등에 따라 합성고무 수요 증가는 60만톤에 달할 것으로 예상된다. 반면 합성고무(SBR/BR 기준) 실질 공급 증가는 원료 제약 등에 따라 50만톤 내외에 그칠 전망이다.

12월 결산	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액 (억원)	68,976.3	57,185.4	63,439.0	64,216.9	80,907.1
영업이익 (억원)	1,103.6	6,538.6	9,518.9	8,325.1	10,975.9
영업이익률 (%)	1.6	11.4	15.0	13.0	13.6
순이익 (억원)	(6,235.7)	4,710.9	5,925.9	5,695.4	7,112.1
EPS (원)	(21,920)	16,560	19,937	19,162	23,928
PER (x)	na	3.0	9.0	9.3	7.5
PBR (x)	1.7	1.8	3.8	2.8	2.1
EV/EBITDA (x)	14.0	4.4	5.9	6.3	4.7
ROE (%)	(80.1)	75.4	50.5	31.2	29.1

주: 2010년 실적은 K-GAAP, 2011년 이후 추정치는 IFRS 기준

## 4Q11 Preview: 11월 이후 고무 시장 급반등

- ▶ 합성고무 시장 급반등: 핵심원료인 부타디엔(BD) 가격 11월 1,560 →12월 2,201달러/톤
- ▶ 최악의 시기였던 10월에도 합성고무 두자리 영업이익률 → 금호석유의 강력한 시장 지배력 증거
- ▶ 고무 시장 개선으로 4Q11 영업이익 가이던스(1,500억원)보다 높은 1,602억원 예상

### 합성고무 시장 반등

금호석유의 주력 사업 분야인 합성고무 시장이 11월 중순 이후 급반등하고 있다. 이는 합성고무의 원료인 부타디엔(BD) 가격 변동을 통해서 확인할 수 있다. 2011년 7월 톤당 4,500달러까지 치솟았던 BD 가격은 11월초 1,560달러까지 급락했다. 글로벌 경기 둔화 우려로 인해 합성고무 수요가 급감했었기 때문이다. 그러나 석유화학 업체들의 가동률 조정에 따라 공급이 감소하고, 타이어 업체들의 재고 확충 수요가 증가하면서 시장이 급반전하고 있다. 12월 들어 BD 가격은 톤당 2,200달러를 돌파하고 있다.

### 고무 시장 최악이었던 10월 영업이익률 두자리 기록

합성고무 시장이 급반등하면서 금호석유의 동부문 수익성도 개선되고 있다. 동사의 합성고무 영업이익률은 10월을 저점으로 개선되고 있는 것으로 추정된다. 더욱 고무적인 점은 시장이 최악이었던 10월에도 합성고무 부문의 영업이익률이 두자리를 기록했다는 점이다. 이는 동사가 합성고무 시장에서 강력한 지배력을 지녔다는 징표로 해석할 수 있다.

금호석유의 기타 사업 부문의 회복세는 아직 더디다. 합성수지(ABS)나 페놀 유도체(BPA)의 경우 전방 산업(IT) 부진에 따라 수익성이 좋지 않다. 다만 IT 시장이 개선되는 조짐이 나타나고 있어 4분기를 저점으로 점진적으로 회복될 것으로 기대된다.

### 4Q11 영업이익 가이던스 상회

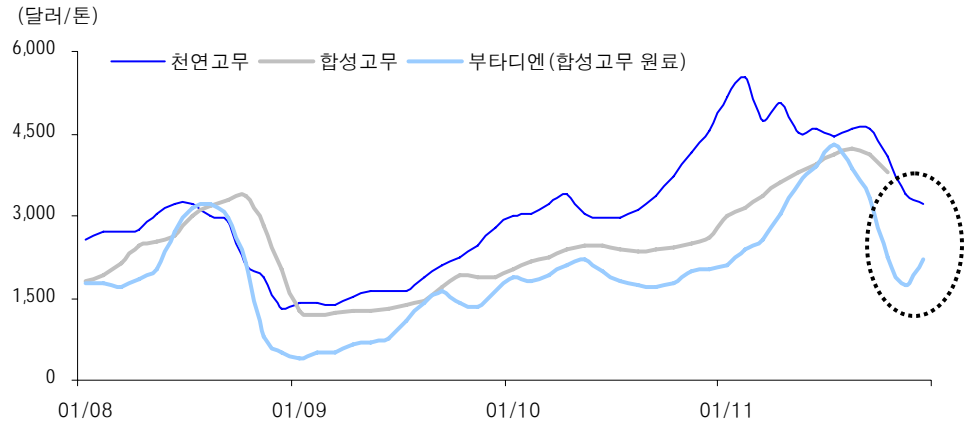
합성고무 시장이 빠르게 반등하면서 금호석유의 2011년 4분기 실적도 예상보다는 양호할 것으로 전망된다. 3분기말부터 합성고무 시장이 급격하게 낮아지면서 동사의 4분기 영업이익 가이던스는 1,500억원까지 하락했었다. 그러나 12월부터는 호전된 시장이 실적에 반영되면서 금호석유의 4분기 영업이익은 1,602억원을 기록할 것으로 예상된다.

금호석유 사업 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2011F	2012F	2013F
매출액	전체	1,600	1,708	1,660	1,347	1,407	1,507	1,668	1,754	6,315	6,335	7,790
	합성고무	788	982	946	758	785	875	940	999	3,473	3,598	4,388
	합성수지	346	324	274	236	257	264	291	300	1,180	1,112	1,423
	페놀 유도체	343	298	325	241	247	255	317	329	1,207	1,148	1,391
	기타	124	104	116	112	118	113	120	125	456	477	588
영업이익	전체	286	276	219	160	180	217	237	251	942	885	1,106
	합성고무/수지	197	182	131	96	124	151	159	161	605	596	722
	페놀 유도체	66	60	41	22	22	29	45	46	189	142	192
	기타	24	34	47	43	34	37	33	44	148	148	192
매출액 증가율	YoY	80.4	76.0	64.9	31.8	-12.1	-11.8	0.4	30.2	62.5	0.3	23.0
	QoQ	56.6	6.7	-2.8	-18.9	4.4	7.1	10.7	5.2			
영업이익 증가율	YoY	340.6	178.9	140.9	52.5	-37.0	-21.6	8.2	57.0	161.6	-6.0	24.9
	QoQ	172.8	-3.6	-20.6	-26.9	12.6	20.0	9.6	5.9			
영업이익률	전체	17.9	16.2	13.2	11.9	12.8	14.4	14.2	14.3	14.9	14.0	14.2
	합성고무/수지	25.0	18.5	13.9	12.6	15.9	17.3	16.9	16.2	17.4	16.6	16.5
	페놀 유도체	19.1	18.7	14.9	9.2	8.6	10.8	15.5	15.3	16.0	12.8	13.5
	기타	19.2	32.4	40.7	38.2	28.6	32.7	27.6	35.1	32.4	31.0	32.6

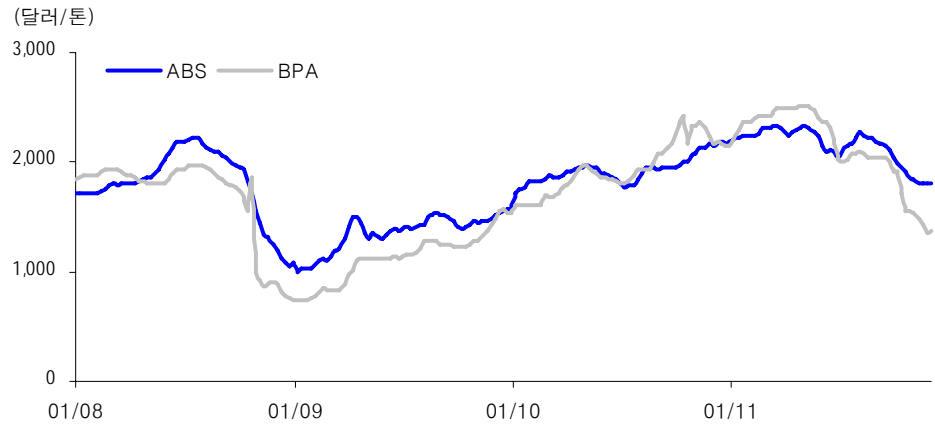
자료: 금호석유, 신한금융투자, 주: 기타 사업부는 열병합 발전, 고무약품, 건자재, 전자재료 등

고무 관련 제품 가격 변동 추이



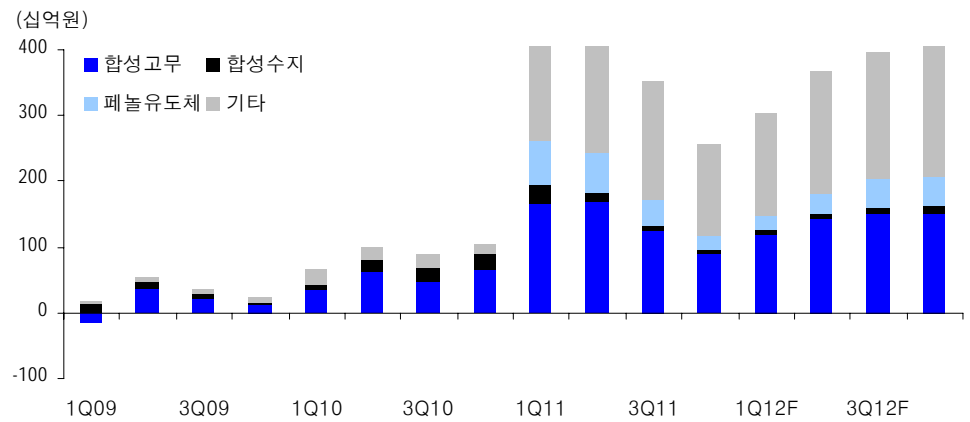
자료: Platts, KITA, MRB, 신한금융투자

합성수지(ABS) 및 페놀 유도체(BPA) 관련 제품 가격 변동 추이



자료: Platts, 신한금융투자

금호석유 사업 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 금호석유, 신한금융투자

## 2012년 전망: 합성고무 수급 타이트 지속

- 2012년 합성고무 수급 타이트: 수요 +60만톤 vs. 실질 공급 +50만톤
- 글로벌 타이어 메이커들의 증설 및 친환경 타이어 채택으로 인해 합성고무 수요 증가 지속
- BD(원료) 확보 및 증설 주범인 중국 고무 업체들의 품질 경쟁력 감안하면 실질 공급 증가는 미미
- 금호석유 2012년에도 공격적인 증설(+14만톤) 통해 시장 지배력 공고화

2012년에도 합성고무 시장은 호조를 보일 것으로 전망된다. 합성고무 수요 증가(+60만톤)가 공급 증가(+50만톤)를 초과할 것으로 예상되기 때문이다.

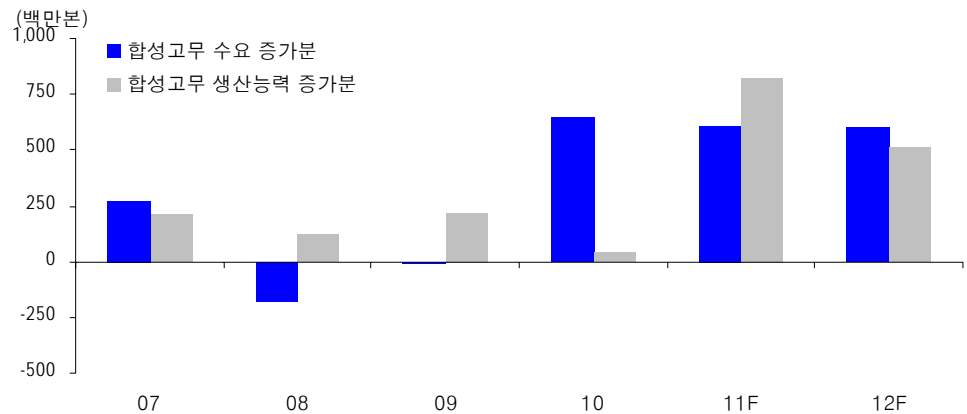
### 높은 합성고무 수요 증가

- 1) 신흥국 타이어 수요 확대
- 2) 선진국 환경 규제 강화

합성고무 수요 증가를 이끄는 주요인은 글로벌 타이어 메이커들의 증설과 EU 등의 환경 규제 강화다. 한국 타이어 3사가 800만본의 생산능력을 확대하는 등 글로벌 타이어 메이커들의 증설 경쟁은 2012년에도 지속될 전망이다. 중국 등 신흥시장을 중심으로 타이어 수요가 지속적으로 증가하고 있기 때문이다.

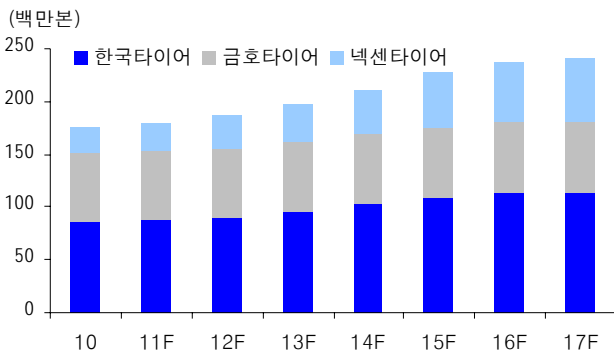
2012년부터 EU 등에서 의무적으로 도입되는 타이어 효율 등급 표시 제도(Tyre Labelling)도 합성고무의 수요를 증가시키는 요인으로 작용할 것으로 기대된다. 타이어 라벨링 제도란 타이어의 연비, 접지력, 소음 등을 의무적으로 표시하는 제도다. 이 제도가 도입되면 에너지 효율이 좋고 친환경적인 타이어 수요가 확대될 것으로 예상된다. 이에 따라 SSBR과 같은 특수고무 수요도 증가할 전망이다.

### 연도별 전세계 합성고무 수급 밸런스 분석



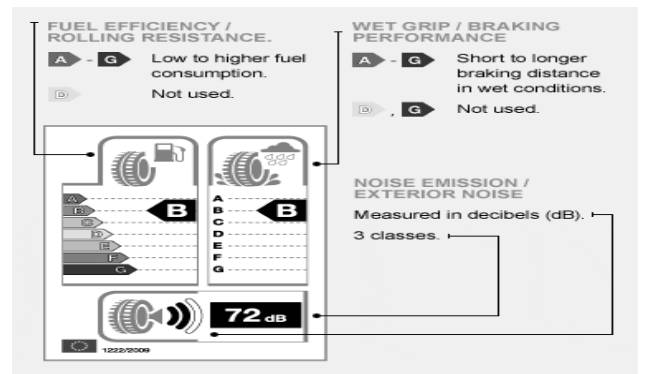
자료: 산업 데이터, 신한금융투자, 주: 범용 합성고무(SBR + BR) 기준

### 연도별 한국 타이어 3사 생산능력 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한금융투자

### 타이어 효율 등급 표시 제도(Tyre Labelling)



자료: ETRMA

낮은 합성고무 증설 리스크

1) 품질 경쟁력 낮은 중국 로컬 업체 위주

2) 원료(BD) 확보 제약

합성고무 공급능력 증가에 대해서는 보다 자세히 살펴볼 필요가 있다. 2012년 전세계 합성고무 증설 계획은 100만톤에 달한다. 얼핏 보면 수요 증가량(60만톤)을 초과해서 공급 과잉이 우려될 수 있다고 생각할 수 있다.

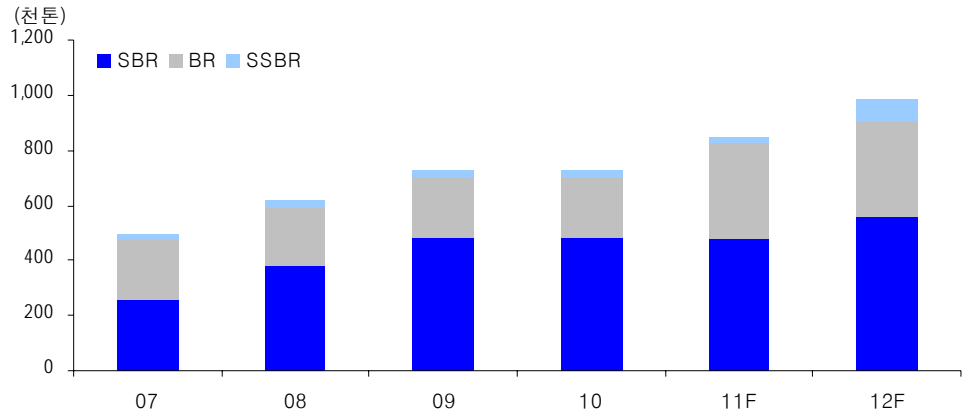
그러나 실상은 다르다. 합성고무 생산능력 증가의 주범은 중국 로컬 업체다. 이들의 비중은 전체 증설량의 80%에 달한다. 금호석유(8만톤), 인도 RIL(12만톤)을 제외한 나머지 증설 계획 전부다.

중국 로컬 업체들의 품질 경쟁력은 여전히 글로벌 타이어 업체들이 요구하는 수준에 미치지 못하는 것으로 알려지고 있다. 타이어용 고무 시장 진입이 쉽지 않다는 의미다. 또한 합성고무의 원료인 부타디엔(BD) 증설 규모는 50만톤에 불과하다. 이러한 요인을 감안할 때 2012년 중국의 합성고무 신증설 계획이 모두 현실화되기는 어려울 것으로 판단된다. BD 수급을 감안할 경우 2012년 합성고무 실질 공급 증가는 50만톤 전후에 그칠 것으로 기대된다.

2012년 증설 프로젝트 중에서 흥미를 끄는 업체는 금호석유다. 동사는 2011년 BR 10만톤 증설에 이어 2012년에도 14만톤(SBR 8만톤, SSBR 4만톤)의 생산능력 확대를 계획하고 있다. 이에 따라 범용 고무 시장에서 금호석유의 시장 지배력은 더욱 강화될 전망이다. Lanxess, ZEON 등 글로벌 합성고무 메이커들의 경우 SSBR이나 NdBR과 같은 특수고무 증설에 치중하고 있기 때문이다.

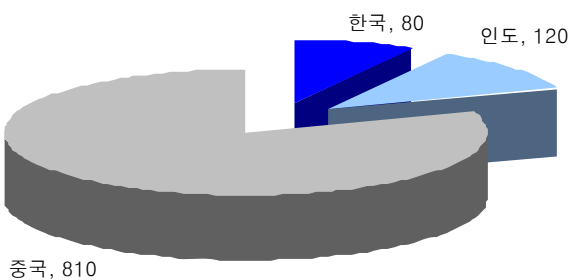
이에 따라 금호석유의 2012년 영업이익은 전년 대비 6.0% 감소한 8,855억원을 기록할 전망이다. 2011년 상반기 실적이 천연고무 가격 급등에 따른 '오버슈팅' 구간이었음을 감안하면 전체적으로 나쁘지 않은 실적이다.

연도별 금호석유 합성고무 생산능력 추이 및 전망



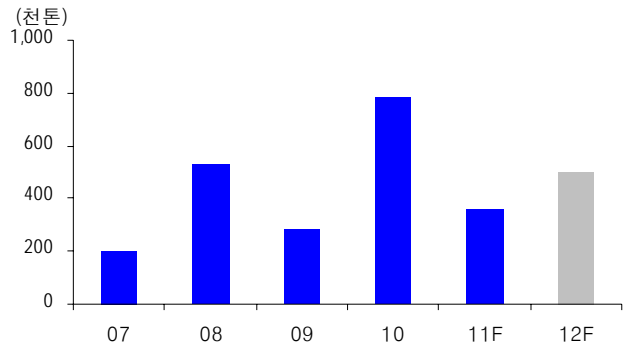
자료: 금호석유, 신한금융투자

2012년 지역별 범용 합성고무(SBR/BR) 증설 계획(단위: 천톤)



자료: 산업 데이터, 신한금융투자

연도별 부타디엔(합성고무 원료) 생산능력 증가 규모



자료: METI, 신한금융투자

## 투자의견 매수, 목표주가 265,000원 유지

- SOP Valuation에 따라 목표주가 265,000원 산출
- 수익 예상 조정 불구 Valuation 기준년도 변경에 따라 목표주가 유지
- 투자 포인트: 1) 합성고무 시황 회복 및 시장 지배력 강화, 2) 성장성, 2) 오버행 이슈 해소

### 투자의견, 목표주가 유지

금호석유에 대한 투자의견 매수와 목표주가 265,000원을 유지한다. 목표주가는 동사의 수익가치와 자산가치를 고려한 SOP(Sum Of the Parts) Valuation에 의거 산출했다. 이는 2012년 실적 기준 PER 12.1배에 해당한다.

금호석유의 투자 포인트는 1) 합성고무 시황의 빠른 회복과 시장 지배력 강화, 2) 주요 제품 및 계열사 생산능력 확대에 따른 성장성, 3) 대주주 지분 매각에 따른 오버행 부담 해소 등이다.

### 금호석유 수익 예상 변경

(십억원, 원, %)	변경전			변경후		
	2011F	2012F	2013F	2011F	2012F	2013F
매출액	6,538	7,021	8,191	6,315	6,335	7,790
영업이익	1,032	961	1,183	942	885	1,106
세전이익	971	965	1,133	857	874	1,079
순이익	669	686	805	587	621	767
EPS	23,522	24,099	28,295	20,619	21,837	26,958
영업이익률	15.8%	13.7%	14.4%	14.9%	14.0%	14.2%
ROE	55.3%	34.9%	30.0%	50.2%	33.6%	30.5%

자료: 신한금융투자

### 금호석유 목표주가 산출

(%, 십억원)	EBITDA(2012F)	적용배수	산출가치	비고
수익가치(A)	1,062	8.0	8,495	신한금융투자 유니버스 제조업종 평균 대비 25% 할증
자산가치(B)			1,505	아래 표의 금호석유 자산가치를 20% 할인
순차입금(C)			1,766	2011년말 기준(CB전환에 따른 차입금 감소 고려)
우선주 시가총액(D)			136	2011년 12월 5일 종가 기준
비지배주주 지분(E)			93	
목표시가총액(F=A+B-C-D-E)			8,005	
보통주 발행주식수(G)			30,468	완전 희석화 기준(채권단 보유 CB 전량 주식 전환 가정)
목표주가(H=F/G)			265,000원	
현재주가			178,500원	2011년 12월 5일 종가 기준
목표수익률			48.5	

자료: 신한금융투자

### 금호석유 자산가치 분석

(%, 십억원)	주력 제품	지분율	장부가치	시가	적정가치	비고
금호미쓰이	MDI	50.0	72		108	P/B 1.5x 적용, 냉장고용 단열재(ROE 15%)
금호폴리켄	EPDM	50.0	95		381	P/B 4.0x 적용, 자동차용 특수 고무(ROE 50%)
기타 자회사			87		69	장부가치 80% 적용, 중국 생산/판매 법인
자사주		22.0	40	998	998	시가총액*지분율
대우건설		3.5	176	146	146	시가총액*지분율, 매도가능증권
아시아나항공		13.8	244	177	177	시가총액*지분율, 매도가능증권
합계			715		1,881	

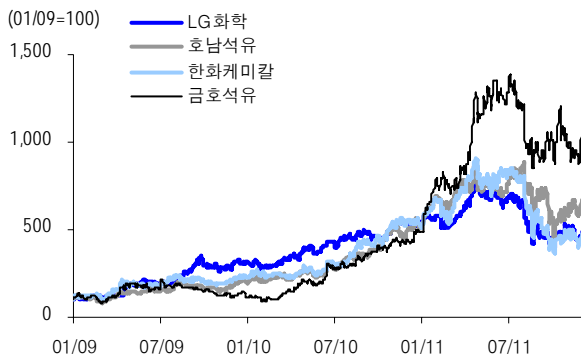
자료: 금호석유, 신한금융투자

글로벌 합성고무 업체 Valuation 비교

회사명 (십억원, 배, %)	시가총액	2011F				2012F			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
금호석유(한)	4,538	8.0	3.4	7.1	53.1	7.2	2.4	7.0	35.9
LG화학(한)	23,228	10.2	2.6	6.2	27.6	8.9	2.0	5.3	25.2
JSR(일)	5,564	14.1	1.4	5.3	10.2	13.4	1.3	5.2	10.1
LANXESS(독)	5,295	6.6	1.6	4.3	26.1	7.9	1.4	4.8	18.1
GOODYEAR(미)	3,999	6.7	2.6	4.4	52.0	5.9	1.9	4.0	42.2
ZEON(일)	2,329	8.9	1.3	4.0	15.4	7.4	1.2	3.9	16.9
TSRC(대만)	1,947	9.1	2.4	6.0	28.4	8.4	2.2	5.2	24.5
Peer Group 평균		9.0	2.0	6.1	28.0	8.2	1.7	5.6	23.2

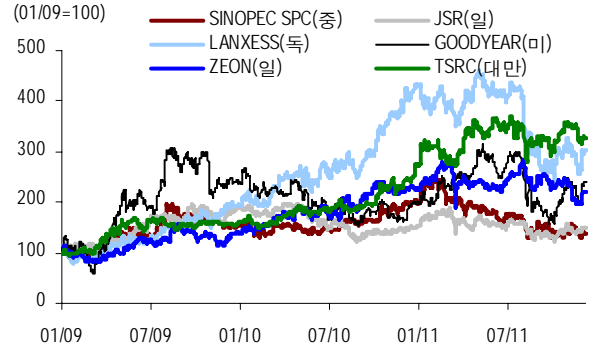
자료: Bloomberg

한국 석유화학 4사 상대주가 추이



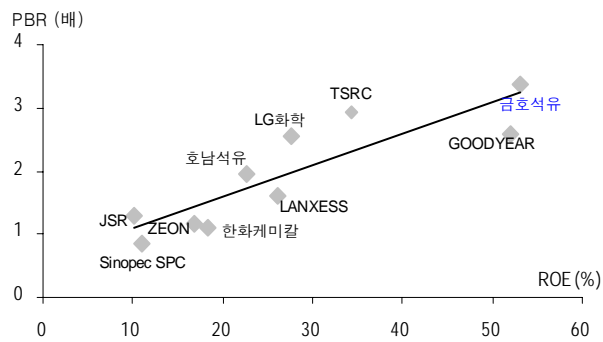
자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 합성고무 업체 상대주가 추이



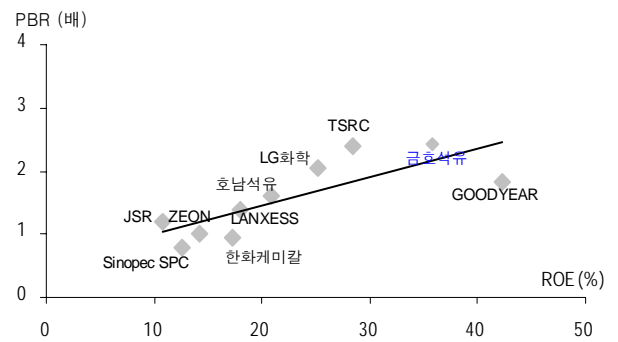
자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 합성고무 업체 PBR-ROE 비교(2011F)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 합성고무 업체 PBR-ROE 비교(2012F)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

연결재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
<b>자산총계</b>	<b>8,915.5</b>	<b>4,083.4</b>	<b>4,409.8</b>	<b>4,764.5</b>	<b>5,436.0</b>
유동자산	2,658.5	1,403.1	1,661.3	1,700.0	2,026.7
현금및현금성자산	228.9	150.8	188.4	206.6	159.3
매출채권	1,123.9	702.7	779.6	789.2	994.3
채고자산	978.6	450.4	586.9	594.1	748.5
기타	327.1	99.2	106.4	110.1	124.7
비유동자산	6,257.0	2,680.4	2,748.6	3,064.5	3,409.3
유형자산	4,828.7	1,774.4	1,766.9	2,020.0	2,285.8
무형자산	141.6	45.9	39.7	33.5	27.2
지분관련투자자산	970.5	203.1	283.9	351.7	435.7
기타	316.2	656.9	658.0	659.3	660.6
<b>부채총계</b>	<b>8,240.3</b>	<b>3,227.8</b>	<b>2,740.0</b>	<b>2,510.3</b>	<b>2,445.1</b>
유동부채	6,555.8	2,239.5	1,703.3	1,551.0	1,642.2
매입채무	956.7	356.7	359.2	368.7	462.6
단기부채	5,031.7	1,599.1	1,014.7	871.8	768.7
기타	567.3	283.8	329.4	310.4	411.0
비유동부채	1,684.6	988.2	1,036.7	959.3	802.9
장기부채	1,457.7	954.6	982.1	888.0	710.6
종업원급여충당부채	155.5	17.6	18.5	19.4	20.4
기타	71.3	16.0	36.1	51.9	71.9
<b>자본총계</b>	<b>675.1</b>	<b>855.7</b>	<b>1,669.9</b>	<b>2,254.2</b>	<b>2,990.9</b>
자본금	142.2	142.2	167.5	167.5	167.5
이익잉여금	(283.8)	599.4	1,168.9	1,710.4	2,393.6
기타	816.7	114.1	333.5	376.3	429.9
지배주주지분	462.1	787.6	1,557.2	2,098.7	2,781.9
비지배주주지분	213.0	68.0	112.6	155.5	209.0
<b>총차입금</b>	<b>6,489.4</b>	<b>2,553.7</b>	<b>1,996.8</b>	<b>1,759.9</b>	<b>1,479.3</b>
순차입금(순현금)	<b>6,150.4</b>	<b>2,355.4</b>	<b>1,758.6</b>	<b>1,500.9</b>	<b>1,265.0</b>

연결현금흐름보고서

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>834.3</b>	<b>559.7</b>	<b>(82.7)</b>	<b>321.0</b>	<b>448.7</b>
당기순이익	(1,006.4)	537.0	637.2	612.4	764.7
유형자산감가상각비	345.3	168.2	148.1	151.6	172.6
기타무형자산상각비	33.4	11.2	11.2	11.2	11.2
외화환산손실(이익)	(21.1)	1.8	39.2	(11.1)	90.7
유형자산처분손실(이익)	4.9	(9.2)	0.0	0.0	0.0
자산손상차손(환입)	132.9	16.3	0.0	0.0	0.0
지분법관련손실(이익)	690.0	(140.9)	(74.3)	(60.5)	(75.8)
운전자본변동	416.6	12.8	(874.7)	(406.4)	(608.5)
법인세납부(-)	0.0	0.0	(210.0)	(180.9)	(225.8)
기타	238.9	(37.6)	240.7	204.7	319.5
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(743.3)</b>	<b>(168.6)</b>	<b>(328.8)</b>	<b>(515.4)</b>	<b>(658.5)</b>
금융자산의 감소(증가)	(3.4)	(63.7)	0.0	0.0	0.0
지분관련 투자자산의 감소(증가)	(123.0)	176.3	(10.0)	(11.0)	(12.1)
유형자산의 감소(증가)	(574.6)	(273.6)	(140.5)	(404.8)	(438.4)
무형자산의 감소(증가)	(16.8)	(1.5)	(5.0)	(5.0)	(4.9)
기타	(25.5)	(6.1)	(173.2)	(94.6)	(203.1)
<b>FCF</b>	<b>91.1</b>	<b>391.1</b>	<b>(411.5)</b>	<b>(194.3)</b>	<b>(209.8)</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(20.5)</b>	<b>(312.1)</b>	<b>391.7</b>	<b>212.6</b>	<b>162.5</b>
차입금의 증가(감소)	950.0	210.7	556.9	236.9	280.6
배당금지급(-)	(25.3)	(13.2)	(28.0)	(28.0)	(28.0)
자기주식의 처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(945.2)	(509.6)	(137.1)	3.7	(90.1)
연결범위변동으로인한현금의증가	6.2	(101.4)	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금및현금성자산의증가</b>	<b>83.8</b>	<b>(20.1)</b>	<b>(19.8)</b>	<b>18.2</b>	<b>(47.4)</b>
기초현금및현금성자산	144.5	228.3	208.2	188.4	206.6
기말현금및현금성자산	228.3	208.2	188.4	206.6	159.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 2010년 실적은 K-GAAP, 2011년 이후 추정치는 IFRS 기준

연결손익보고서

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
<b>매출액</b>	<b>6,897.6</b>	<b>5,718.5</b>	<b>6,343.9</b>	<b>6,421.7</b>	<b>8,090.7</b>
증가율 (%)	(4.1)	(17.1)	10.9	1.2	26.0
매출원가	5,920.8	4,747.2	5,253.7	5,393.1	6,765.8
매출총이익	976.8	971.4	1,090.2	1,028.6	1,324.9
매출총이익률 (%)	14.2	17.0	17.2	16.0	16.4
<b>영업비용</b>	<b>866.4</b>	<b>317.5</b>	<b>138.3</b>	<b>196.1</b>	<b>227.3</b>
연구개발비	26.2	31.4	18.6	19.7	24.0
판매비와관리비	866.4	317.5	188.4	199.1	242.7
기타수익	0.0	0.0	155.4	60.3	59.7
기타비용	0.0	0.0	105.4	57.3	44.3
<b>영업이익</b>	<b>110.4</b>	<b>653.9</b>	<b>951.9</b>	<b>832.5</b>	<b>1,097.6</b>
증가율(%)	(72.4)	492.5	45.6	(12.5)	31.8
영업이익률 (%)	1.6	11.4	15.0	13.0	13.6
이자수익	21.0	7.6	6.5	7.5	7.1
이자비용	390.9	141.7	143.7	117.9	101.0
지분법이익(손실)	(484.9)	3.5	74.3	60.5	75.8
기타	(484.6)	187.7	(22.1)	25.3	(70.5)
<b>세전계속사업이익</b>	<b>(1,229.1)</b>	<b>710.9</b>	<b>866.9</b>	<b>807.9</b>	<b>1,008.9</b>
법인세비용	(222.7)	173.9	229.7	195.5	244.2
유혜세율 (%)	18.1	24.5	26.5	24.2	24.2
비지배주주지분	(382.8)	65.9	44.6	42.9	53.5
당기순이익(자배주주)	(623.6)	471.1	592.6	569.5	711.2
증가율 (%)	#VALUE!	#VALUE!	25.8	(3.9)	24.9
<b>EBITDA</b>	<b>489.1</b>	<b>833.3</b>	<b>1,111.3</b>	<b>995.4</b>	<b>1,281.4</b>
증가율 (%)	(45.2)	70.4	33.4	(10.4)	28.7
수정영업이익	110.4	653.9	901.8	829.5	1,082.2
수정세전순이익	(1,228.1)	636.6	866.9	807.9	1,008.9
수정순이익(자배주주)	(623.1)	421.9	592.6	569.5	711.2

연결주요투자지표

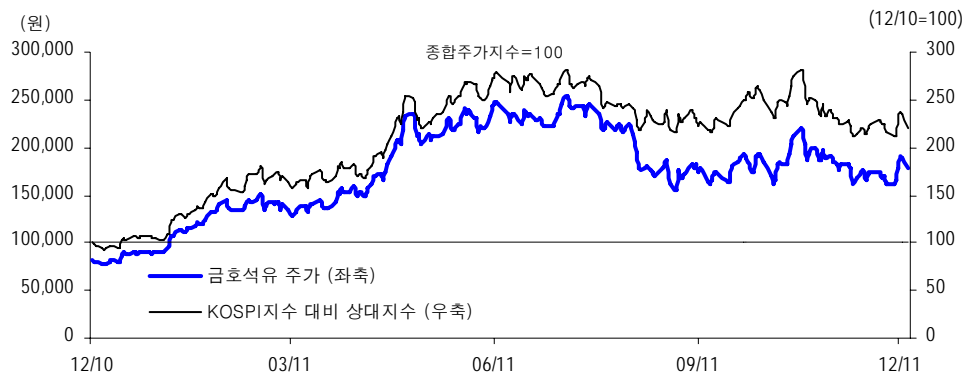
12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
<b>EPS (원)</b>	-21,920	16,560	19,937	19,162	23,928
Adj. EPS (원)	-21,902	14,830	19,937	19,162	23,928
<b>BPS (원)</b>	16,244	27,687	46,497	62,665	83,063
<b>CFPS (원)</b>	28,144	16,909	32,094	29,119	41,365
<b>DPS (원)</b>	0	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>PER (배)</b>	na	3.0	9.0	9.3	7.5
Adj. PER (배)	na	3.4	9.0	9.3	7.5
<b>PBR (배)</b>	1.7	1.8	3.8	2.8	2.1
<b>PCR (배)</b>	6.0	11.0	39.3	39.3	39.3
<b>EV/ EBITDA (배)</b>	14.0	4.4	5.9	6.3	4.7
<b>EV/ EBIT (배)</b>	62.0	5.5	6.9	7.5	5.5
<b>배당수익률 (%)</b>	-	2.0	0.6	0.6	0.6
<b>수익성</b>					
EBITDA이익률 (%)	7.1	14.6	17.5	15.5	15.8
영업이익률 (%)	1.6	11.4	15.0	13.0	13.6
순이익률 (%)	(14.6)	9.4	10.0	9.5	9.5
ROA (%)	(10.5)	8.3	15.0	13.4	15.0
ROE (%)	(80.1)	75.4	50.5	31.2	29.1
ROIC (%)	1.6	12.8	32.5	26.8	30.7
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	1,220.5	377.2	164.1	111.4	81.8
순부채비율 (%)	911.0	275.3	105.3	66.6	42.3
현금비율 (%)	3.5	6.7	11.1	13.3	9.7
이자보상배율 (배)	0.3	4.6	6.6	7.1	10.9
<b>활동성</b>					
운전자본회전률 (회)	5.8	8.8	10.8	9.4	10.3
재고자산회수기간(일)	65.7	45.6	29.8	33.6	30.3
매출채권회수기간(일)	61.6	58.3	42.6	44.6	40.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

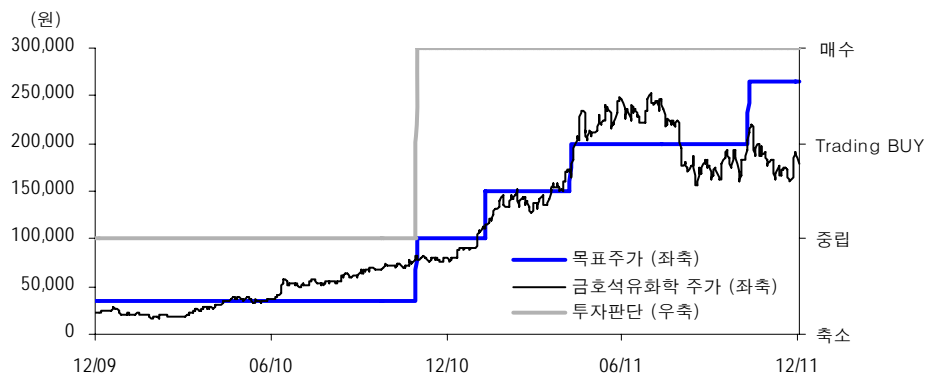
주: 2010년 실적은 K-GAAP, 2011년 이후 추정치는 IFRS 기준

금호석유 (011780)

... 주기차트



... 투자의견 및 목표주가 추이



**고객지원센터 : 1588-0365**  
서울특별시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워

[www.shinhaninvest.com](http://www.shinhaninvest.com)

**신한금융투자 영업망**

<b>서울지역</b>									
강남	02) 538-0707	논현	02) 518-2222	목동	02) 2653-0844	신당	02) 2254-4090	영업부	02) 3772-1200
강남구청역	02) 547-0202	답십리	02) 2217-2114	목동중앙	02) 2649-0101	신논현역	02) 875-1851	서여의도영업소	02) 784-0977
강남중앙	02) 6354-5300	성수동영업소	02) 466-4228	방배동	02) 533-0202	반포	02) 533-1851	울림픽	02) 448-0707
관악	02) 887-0809	도곡	02) 2057-0707	보라매	02) 820-2000	등대문	02) 2232-7100	잠실롯데캐슬	02) 2143-0800
광고	02) 739-7155	양재동영업소	02) 3463-1842	삼성역	02) 563-3770	압구정	02) 511-0005	잠실신천역	02) 423-6868
광화문	02) 732-0770	대치센트레빌	02) 554-2878	삼풍	02) 3477-4567	압구정FC	02) 541-5566	중부	02) 2270-6500
종로영업소	02) 722-4650	도곡중앙	02) 554-6556	남부터미널영업소	02) 522-7861	여의도	02) 3775-4270	창동	02) 995-0123
구로	02) 857-8600	마포	02) 718-0900	상암동	02) 6393-5090	동부이촌동영업소	02) 798-4805	강북영업소	02) 906-0192
중앙유통단지영업소	02) 2101-3620	명동	02) 752-6655	서교동	02) 335-6600	연희동	02) 3142-6363	남대문	02) 757-0707
노원역	02) 937-0707	명품PB센터강남	02) 559-3399	송파	02) 449-0808	영등포	02) 2677-7711		
<b>인천·경기지역</b>									
계양	032) 553-2772	부천상동영업소	032) 323-9380	아탑역	031) 622-1400	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010
구월동	032) 464-0707	분당	031) 712-0109	연수	032) 819-0110	정자동	031) 715-8600		
동두천	031) 862-1851	산본	031) 392-1141	안산	031) 485-4481	죽전	031) 898-0011		
부천	032) 327-1012	수원	031) 246-0606	의정부	031) 848-9100	평촌	031) 381-8686		
<b>부산·경남지역</b>									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	부산	051) 243-0707	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777	해운대	051) 701-2200
<b>대구·경북지역</b>									
구미	054) 451-0707	대구서	053) 642-0606	시지	053) 793-8282	포항	054) 252-0370		
대구동	053) 944-0707	대구	053) 423-7700	안동	054) 855-0606				
<b>대전·충북지역</b>									
대전둔산	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600	청주지웰시티	043) 232-1088		
<b>광주·전라남북지역</b>									
광주	062) 232-0707	동광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911	수완	062) 956-0707		
군산	063) 442-9171	여천	061) 682-5262	정읍	063) 531-0606				
<b>강원지역</b>					<b>제주지역</b>				
강릉	033) 642-1777			서귀포	064) 732-3377	제주	064) 743-9011		
<b>PB센터</b>									
강남	02) 3011-5500	여의도	02) 6337-3300	분당	031) 783-1400	스타타워	02) 2112-4500		
서울파이낸스	02) 3783-0700	서초	02) 3482-1221	부산	051) 608-9500				
<b>해외현지법인</b>									
뉴욕	(1-212) 397-4000	런던	(44-20) 7283-4900	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356		

**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: 이웅주, 박상민). 당사는 상회사를 기초자산으로 하는 ELW를 발행하였으며, 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다. 자료 제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기 회사의 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.