

## 금호석유(011780)

매수(분석재개) / TP: 160,000원

|                    |                 |
|--------------------|-----------------|
| 주가(4/17, 원)        | 129,500         |
| 시가총액(십억원)          | 3,946           |
| 발행주식수(백만)          | 30              |
| 52주 최고/최저(원)       | 253,000/129,500 |
| 일평균 거래대금(6개월, 백만원) | 47,224          |
| 유동주식비율(%)          | 42.3            |
| 외국인지분율(%)          | 12.0            |

|       | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 세전이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | 증감률<br>(%) | EBITDA<br>(십억원) | PER<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) |
|-------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|-----------------|------------|------------------|------------|------------|
| 2010A | 4,957        | 571           | 483           | 316          | 15,814     | 0.0        | 720             | 5.7        | 6.6              | 3.0        | 49.1       |
| 2011A | 6,457        | 842           | 758           | 506          | 24,723     | 56.3       | 997             | 6.8        | 7.1              | 3.8        | 44.5       |
| 2012F | 6,957        | 737           | 670           | 447          | 16,302     | (34.1)     | 904             | 7.9        | 6.6              | 2.4        | 27.8       |
| 2013F | 7,496        | 885           | 821           | 548          | 19,984     | 22.6       | 1,064           | 6.5        | 5.5              | 1.9        | 27.6       |
| 2014F | 8,078        | 937           | 880           | 586          | 21,401     | 7.1        | 1,130           | 6.1        | 5.1              | 1.6        | 24.2       |

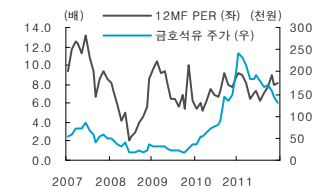
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

### 고무에 울고 고무에 웃는다

#### 주가상승률

|          | 1개월    | 6개월    | 12개월   |
|----------|--------|--------|--------|
| 절대주가(%)  | (15.9) | (41.1) | (32.2) |
| 상대주가(%p) | (13.5) | (47.6) | (24.9) |

#### 12MF PER 추이



자동차 사업에 집중된 사업구조는 제약 조건인 동시에 기회: 금호석유에 대한 '매수'의견과 목표주가 16만원을 제시한다. 목표주가는 사업가치와 투자자산 가치를 합산한 SOTP로 산출했다. 사업가치는 금호석유의 2012년 예상 EBITDA에 한국투자증권 유니버스 제조업 평균 EV/EBITDA를 10% 할인해 적용했다. 멀티플을 10% 할인한 것은 NCC와 같은 업스트림 업체에 비해 사업이 합성고무와 페놀유도체 등 일부 제품군에 집중되어 있기 때문이다. 자동차와 타이어 산업에 대한 의존도가 높고 합성고무의 원재료인 부타디엔 가격 변동성이 큰 점이 리스크다. 그러나 상반기 NCC들의 정기보수가 많아 부타디엔을 선점하려는 수요가 높았던 점을 고려하면 향후 수급은 개선될 것이다. 또한 중국의 자동차 판매가 증가하면서 중국 내 합성고무 재고도 빠르게 소진될 것으로 전망한다. 이와 함께 ABS와 같은 합성수지와 원재료인 페놀유도체 제품들의 시황도 개선될 것으로 보인다.

〈표 16〉 금호석유 목표주가 160,000원 산정

(단위: 십억원, 배)

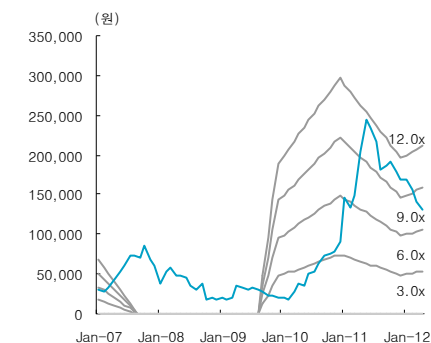
| 구분               | EBITDA(2012F) | 적용 배수 | 적정 가치   | 비고                                  |
|------------------|---------------|-------|---------|-------------------------------------|
| 사업가치 (A)         | 903.9         | 6.7   | 6,020.0 | 한국투자증권 유니버스 제조업 평균 EV/EBITDA 10% 할인 |
| 투자자산가치 (B)       |               |       | 270.5   | 2011년 말 장부금액 적용                     |
| 금호폴리퀸            |               |       | 111.6   | 특수고무 (EPDM) 생산                      |
| 금호미쓰이화학          |               |       | 70.9    | MDI 생산                              |
| 기타               |               |       | 88.0    | 중국 생산 법인 4개소                        |
| 순차입금 (C)         |               |       | 1,802.1 | 2012년 예상 순차입금                       |
| 비지배주주 지분 (D)     |               |       | 435.1   |                                     |
| 우선주 시가총액 (E)     |               |       | 103.7   | 2012년 4월 13일 종가 기준                  |
| Enterprise Value |               |       | 3,949.5 | A+B-C-D-E                           |
| 유통 주식 수 (천주)     |               |       | 24,875  | 보통주 발행 주식 수-자기 주식 수                 |
| 목표주가 (원)         |               |       | 160,000 |                                     |

자료: 한국투자증권

박기용 3276-6177  
kypark@truefriend.com

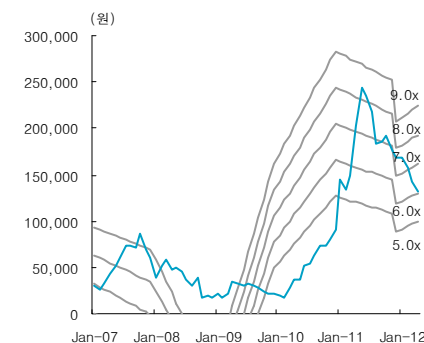
이나경 3276-6241  
nkleee@truefriend.com

[그림 65] 금호석유 PER band chart



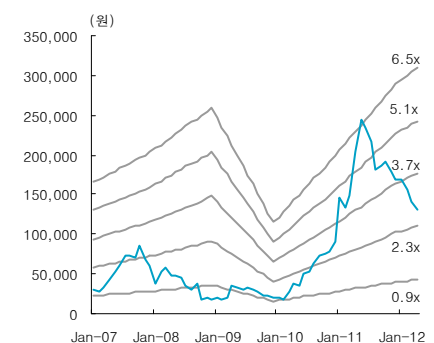
자료: 한국투자증권

[그림 66] 금호석유 EV/EBITDA band chart



자료: 한국투자증권

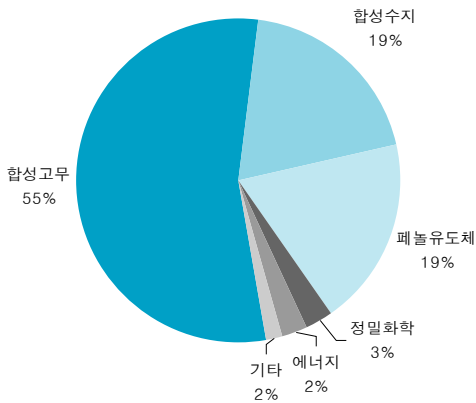
[그림 67] 금호석유 PBR band chart



자료: 한국투자증권

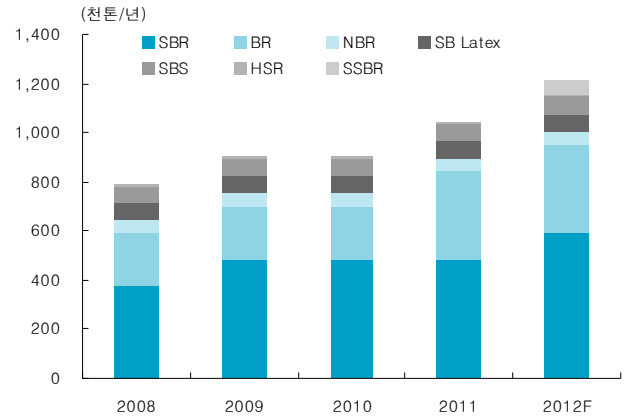
**합성고무 증설을 통한 시장지배력 강화:** 금호석유의 제품별 매출 구성은 합성고무가 약 55%, 합성수지가 20%, 페놀유도체, 열병합 발전소, 정밀화학 등이 나머지 25%를 차지한다. 따라서 금호석유의 실적은 합성고무 시황에 가장 크게 좌우되며 최근 부타디엔 가격 급변으로 수익성이 크게 악화되었다. 올해 3분기부터는 합성고무 17만톤 증설(SBR 11만톤, SSBR 6만톤)로 매출 증가가 기대된다. 합성수지는 수요 둔화로 마진이 축소된 상태이나 중국 수출 비중이 45%로 향후 중국 경기 회복에 따라 개선될 것으로 기대된다.

[그림 68] 금호석유 제품별 매출 비중 (2011, 연결 기준)



자료: 금호석유, 한국투자증권

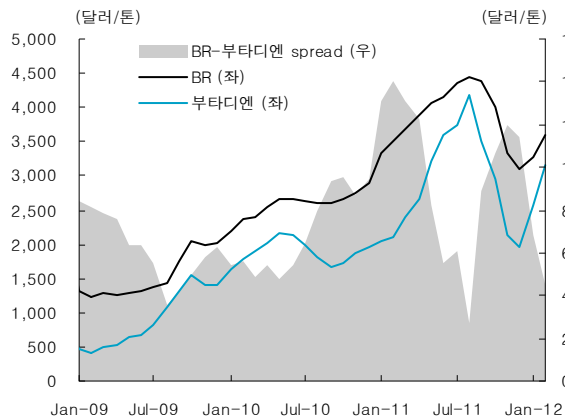
[그림 69] 금호석유의 합성고무 생산능력 추이



자료: 금호석유, 한국투자증권

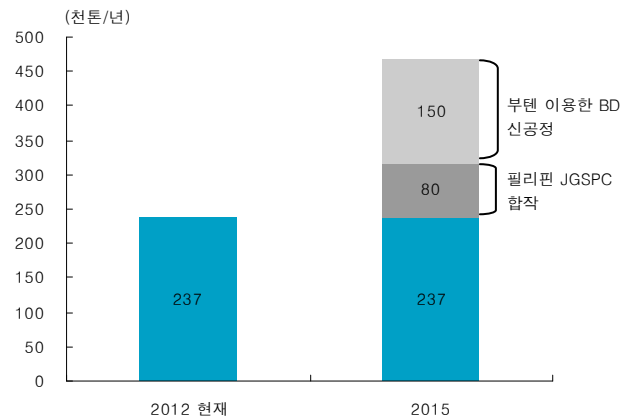
**부타디엔 자급률 확대를 위한 준비:** 합성고무 수익성의 최대 변수는 부타디엔 가격이다. 합성고무 수요가 꾸준히 증가하는 데 비해 원재료인 부타디엔은 NCC 증설이 적어 구조적으로 수급이 타이트하다. 작년 2분기 톤당 4,475달러까지 비정상적으로 급등했던 부타디엔 가격이 연말 1,575달러까지 급락했으며 다시 올 3월 3,950달러로 오르며 큰 변동성을 보이고 있다. 따라서 금호석유는 원재료 가격 안정화를 위해 장기적으로 부타디엔 자급률을 확대할 계획이다. 2015년까지 필리핀 JGSPC와의 협업을 통해 부타디엔 8만톤을 생산하고, 부텐을 이용한 부타디엔 생산 공정을 개발해 15만톤을 추가 확보할 예정이다. 따라서 2015년이면 자급률 40%대를 달성해 안정적인 마진을 확보할 것으로 보인다.

[그림 70] 합성고무 가격 및 스프레드 추이



자료: KITA, 한국투자증권

[그림 71] 부타디엔 자급률 확대 계획



자료: 금호석유, 한국투자증권

**합성고무와 자회사 증설에 집중:** 금호석유는 신사업 개발보다는 기존 사업 제품의 적극적 증 설을 통한 시장지배력 강화 전략을 추진하고 있다. 올해 하반기에 합성고무(SBR, SSBR 합 산 17만톤), 페놀유도체(BPA 15만톤)의 증설이 이루어질 예정이어서 하반기 실적 개선이 기 대된다. 그 중 9월 완료 예정이었던 금호석유의 SBR 8만톤 증설 프로젝트가 대규모 투자비 용 증가 없이 11만톤으로 확대되었으며, 11월에는 SSBR 설비 6만톤이 증설될 예정이다. 2012년 말 기준 SBR/BR 합산 생산능력은 연간 95.5만톤으로 SINOPEC, Lanxess를 뛰어 넘는 세계 1위 규모이다. 자회사들의 증설 계획도 2013년까지 지속될 전망이다. 금호P&B는 올해 말 BPA 15만톤에 이어 내년 말 페놀 30만톤, 아세톤 18.5만톤을 증설할 예정이다. 금 호폴리켄은 자동차 수요 증가에 대처하기 위해 EPDM 6만톤을 늘리고, 금호미쓰이는 자동차 및 가전용 폴리우레탄 원료인 MDI 5만톤 증설을 통해 금호석유의 성장에 기여할 것이다.

〈표 17〉 금호석유의 진행중인 투자 및 향후 계획

| 구분    | 제품   | 규모       | 참고   |
|-------|------|----------|--|
| 합성고무  | SBR  | 8만톤/년    | 2012년 9월 완공 예정                                   |
|       | SSBR | 6만톤/년    | 2012년 11월 완공 예정                                  |
|       | BD   | 8만톤/년    | 필리핀 JGSPC 사와 BD 합작회사 설립해 2014년말~2015년초에 BD 생산 예정 |
|       | BD   | 15만톤/년   | 부텐 이용한 BD 생산 공정 2015년초부터 가동 예정                   |
| 금호P&B | BPA  | 15만톤/년   | 2012년말 완공 예정                                     |
|       | 페놀   | 30만톤/년   | 2013년말 완공 예정                                     |
|       | 아세톤  | 18.5만톤/년 | 2013년말 완공 예정                                     |
| 금호폴리켄 | EPDM | 6만톤/년    | 2Q13 완공 예정                                       |
| 금호미쓰이 | MDI  | 5만톤/년    | 2Q12 완공 예정                                       |

자료: 금호석유, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

|            | 2010A | 2011A | 2012F | 2013F | 2014F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산       | 1,403 | 2,058 | 2,217 | 2,389 | 2,575 |
| 현금성자산      | 151   | 505   | 544   | 586   | 632   |
| 매출채권및기타채권  | 742   | 921   | 992   | 1,069 | 1,152 |
| 재고자산       | 450   | 582   | 627   | 675   | 728   |
| 비유동자산      | 2,718 | 2,656 | 2,993 | 3,304 | 3,570 |
| 투자자산       | 777   | 683   | 735   | 793   | 854   |
| 유형자산       | 1,774 | 1,922 | 2,202 | 2,452 | 2,652 |
| 무형자산       | 46    | 35    | 38    | 41    | 44    |
| 자산총계       | 4,121 | 4,714 | 5,210 | 5,693 | 6,145 |
| 유동부채       | 2,240 | 2,713 | 2,652 | 2,579 | 2,435 |
| 매입채무및기타채무  | 560   | 721   | 777   | 837   | 902   |
| 단기차입금및단기사채 | 716   | 813   | 763   | 713   | 613   |
| 유동성장기부채    | 821   | 1,123 | 1,053 | 973   | 873   |
| 비유동부채      | 988   | 444   | 650   | 746   | 840   |
| 사채         | 452   | 100   | 230   | 240   | 227   |
| 장기차입금및금융부채 | 502   | 267   | 337   | 417   | 517   |
| 부채총계       | 3,228 | 3,157 | 3,302 | 3,325 | 3,275 |
| 지배주주지분     | 826   | 1,448 | 1,771 | 2,194 | 2,657 |
| 자본금        | 142   | 167   | 167   | 167   | 167   |
| 자본잉여금      | 79    | 265   | 265   | 265   | 265   |
| 자본조정       | (40)  | (40)  | (40)  | (40)  | (40)  |
| 이익잉여금      | 572   | 1,047 | 1,438 | 1,930 | 2,460 |
| 비지배주주지분    | 68    | 109   | 138   | 174   | 213   |
| 자본총계       | 893   | 1,557 | 1,909 | 2,368 | 2,870 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

|           | 2010A | 2011A | 2012F | 2013F | 2014F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름  | 445   | 670   | 509   | 615   | 661   |
| 당기순이익     | 346   | 544   | 481   | 589   | 631   |
| 유형자산감가상각비 | 138   | 146   | 159   | 171   | 184   |
| 무형자산상각비   | 11    | 9     | 8     | 9     | 9     |
| 자산부채변동    | (132) | (196) | (56)  | (66)  | (77)  |
| 기타        | 82    | 167   | (83)  | (88)  | (86)  |
| 투자활동현금흐름  | (115) | (246) | (494) | (477) | (446) |
| 유형자산투자    | (230) | (291) | (439) | (421) | (384) |
| 유형자산매각    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 투자자산순증    | 118   | 50    | (41)  | (41)  | (46)  |
| 무형자산순증    | (1)   | (4)   | (11)  | (12)  | (12)  |
| 기타        | (2)   | (1)   | (3)   | (3)   | (4)   |
| 재무활동현금흐름  | (285) | (69)  | 24    | (96)  | (169) |
| 자본의증가     | 1     | 5     | 0     | 0     | 0     |
| 차입금의순증    | (286) | (51)  | 80    | (40)  | (113) |
| 배당금지급     | 0     | (23)  | (56)  | (56)  | (56)  |
| 기타        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름    | 0     | (0)   | 0     | 0     | 0     |
| 현금의증가     | 45    | 354   | 39    | 42    | 46    |

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

|            | 2010A | 2011A | 2012F | 2013F | 2014F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 4,957 | 6,457 | 6,957 | 7,496 | 8,078 |
| 매출총이익      | 723   | 1,047 | 974   | 1,139 | 1,212 |
| 판매관리비      | 163   | 208   | 243   | 262   | 283   |
| 기타영업손익     | 11    | 3     | 7     | 7     | 8     |
| 영업이익       | 571   | 842   | 737   | 885   | 937   |
| 금융수익       | 68    | 62    | 66    | 67    | 68    |
| 이자수익       | 5     | 9     | 14    | 15    | 16    |
| 금융비용       | 195   | 218   | 213   | 214   | 210   |
| 이자비용       | 144   | 140   | 135   | 136   | 132   |
| 기타영업외손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 관계기업관련손익   | 39    | 73    | 80    | 84    | 84    |
| 세전계속사업이익   | 483   | 758   | 670   | 821   | 880   |
| 법인세비용      | 137   | 215   | 190   | 232   | 249   |
| 연결당기순이익    | 346   | 544   | 481   | 589   | 631   |
| 지배주주지분순이익  | 316   | 506   | 447   | 548   | 586   |
| 기타포괄이익     | 25    | (73)  | (73)  | (73)  | (73)  |
| 총포괄이익      | 371   | 470   | 407   | 516   | 557   |
| 지배주주지분포괄이익 | 340   | 434   | 379   | 480   | 518   |
| EBITDA     | 720   | 997   | 904   | 1,064 | 1,130 |

주요 투자지표

|               | 2010A  | 2011A  | 2012F  | 2013F  | 2014F  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)       |        |        |        |        |        |
| EPS           | 15,814 | 24,723 | 16,302 | 19,984 | 21,401 |
| BPS           | 30,427 | 44,423 | 54,064 | 66,712 | 80,517 |
| DPS           | 1,000  | 2,000  | 2,000  | 2,000  | 2,000  |
| 성장성(% , YoY)  |        |        |        |        |        |
| 매출증가율         | (28.1) | 30.3   | 7.7    | 7.8    | 7.8    |
| 영업이익증가율       | 417.4  | 47.5   | (12.4) | 19.9   | 5.9    |
| 순이익증가율        | 0.0    | 60.0   | (11.6) | 22.5   | 7.1    |
| EPS증가율        | 0.0    | 56.3   | (34.1) | 22.6   | 7.1    |
| EBITDA증가율     | 47.3   | 38.4   | (9.3)  | 17.7   | 6.3    |
| 수익성(%)        |        |        |        |        |        |
| 영업이익률         | 11.5   | 13.0   | 10.6   | 11.8   | 11.6   |
| 순이익률          | 6.4    | 7.8    | 6.4    | 7.3    | 7.3    |
| EBITDA Margin | 14.5   | 15.4   | 13.0   | 14.2   | 14.0   |
| ROA           | 5.3    | 12.3   | 9.7    | 10.8   | 10.7   |
| ROE           | 49.1   | 44.5   | 27.8   | 27.6   | 24.2   |
| 배당수익률         | 1.1    | 1.2    | 1.5    | 1.5    | 1.5    |
| 안정성           |        |        |        |        |        |
| 순차입금(십억원)     | 2,356  | 1,764  | 1,802  | 1,717  | 1,556  |
| 차입금/자본총계비율(%) | 285.9  | 147.8  | 124.8  | 98.9   | 77.7   |
| Valuation(X)  |        |        |        |        |        |
| PER           | 5.7    | 6.8    | 7.9    | 6.5    | 6.1    |
| PBR           | 3.0    | 3.8    | 2.4    | 1.9    | 1.6    |
| PSR           | 0.5    | 0.7    | 0.6    | 0.6    | 0.5    |
| EV/EBITDA     | 6.6    | 7.1    | 6.6    | 5.5    | 5.1    |

#### ■ Compliance notice

- 당사는 2012년 4월 18일 현재 한화케미칼, 호남석유, 금호석유, LG화학 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한화케미칼, 호남석유, 금호석유, LG화학 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.