

금호석유 (011780/Trading Buy)

중국 산업 활동 개선에 따른 타이어 수요 회복이 관건

Trading Buy	Downgrade
목표주가(원,12M)	130,000
현재주가(12/06/01, 원)	112,500
상승여력(%)	15.6
EPS 성장률(12F,%)	-46.8
MKT EPS 성장률(12F,%)	18.5
P/E(12F,x)	14.0
MKT P/E(12F,x)	9.2
KOSPI	1,834.51
시가총액(십억원)	3,428
발행주식수(백만주)	33
60D 일평균 거래량(천주)	301
60D 일평균	37
배당수익률(12F,%)	1.8
유동주식비율(%)	57.9
52주 최저가(원)	102,000
52주 최고가(원)	257,500
베타(12M, 일간수익률)	1.5
주기변동성(12M)	3.7
외국인 보유비중(%)	10.6
주요주주	
박철완 외 5인(23.72%)	
금호석유 자사주(18.36%)	
한국산업은행(14.05%)	

주기상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.6	-41.1	-54.1
상대주가	13.1	-36.8	-39.8

- 목표주가 130,000원으로 28% 하향 조정, 유가 및 부타디엔 가격 전망치 하향 조정
- 2Q preview: 유가 하락, 가동률 하락으로 컨센서스 하회할 전망
- 중국 산업 활동 회복에 따른 상업용 타이어 수요 회복이 관건

금호석유의 목표주가를 130,000원으로 28% 하향 조정한다. 선진국 경기 둔화 우려로 두바이 유가가 급락(4월 1일 120달러에서 6월 현재 98달러로 18% 하락)해 2분기 실적 추정치를 하향 조정하였다. 하반기 주요 제품 스프레드 추정치도 하향 조정했는데 중국 경제성장률을 하향 조정(12년 8.2%에서 8.0%)하면서 수요 증가분을 하향 조정했기 때문이다. 12년 영업이익 및 당기순이익 추정치 각각 28%, 25% 하향 조정하였다. 목표주가는 12~14년 예상 BPS에 목표 PBR 2.3배(12~14년 평균 ROE 23%)를 적용해 도출하였고 12년 PER 16배, PBR 2.9배 수준이다.

경기 둔화로 타이어 수요가 부진한 상황이다. 유럽 미국의 교체 타이어 수요는 1~4월까지 전년동기대비 각각 12%, 6% 감소한 것으로 집계되고 있다(미쉐린). 중국 인도 등 이머징 국가 수요는 더욱 둔화된 상황이다. 중국 산업 활동 둔화로 트럭, 버스 등 상업용 차량 운행이 줄어들어 상업용 차량 타이어 수요가 부진한 상황이다. 이에 따라 합성고무 수요가 둔화되면서 원재료인 부타디엔 가격이 하락하고, 합성고무 가격도 하락했다.

2분기 영업이익은 671억원으로 전분기대비 48% 감소할 전망이다. 합성고무 영업이익은 62% 감소할 전망인데 원재료인 부타디엔 가격이 급락하면서 제품 가격도 하락했는데, 부타디엔은 1개월 전에 구매한 제품이 투입되기 때문에 스프레드가 위축되었을 것으로 추정된다. 가동률이 떨어지면서 물량 감소도 예상된다. ABS 가동률은 1분기 85%로 상승했으나 2분기 들어 60~70%대로 하락했고 BPA는 ABS보다 부진한 상황이다. 수요가 둔화되자 고가의 BPA를 ABS나 PS도 대체하는 움직임이 나타나면서 BPA 수요가 부진한 것으로 파악된다. 2분기에는 열병합 발전의 정기보수로 동 부분 이익도 감소할 전망이다.

3분기 영업이익은 1396억원으로 108% 개선될 전망이다. 부타디엔 가격 하락세가 멈추면서 제품 가격도 안정화되면서 마진이 개선될 것으로 가정하였다. ABS, BPA 등도 부타디엔 원가 부담이 완화되면서 다소 개선될 전망이다.

향후 관건은 중국 산업 활동 회복에 따른 상업용 타이어 수요 회복으로 판단된다. 중장기적으로 타이어 수요가 회복되면 합성고무 이익 수준은 정상적인 수준(영업이익률 8~10%)으로 개선될 전망이다. 금호석유는 프로펠렌, 부타디엔 기반의 석유화학제품을 주로 생산하기 때문에 미국 에탄 크러커 투자 확대에 따른 공급 과잉 리스크로부터 상대적으로 자유롭다.



Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	4,957	571	11.5	316	11,109	710	504	49.1	8.1	3.3	6.8
12/11	6,457	842	13.0	506	15,097	994	287	44.5	11.1	4.0	7.2
12/12F	6,289	449	7.2	269	8,029	566	219	18.0	14.0	2.5	9.6
12/13F	8,011	714	8.9	473	14,117	841	207	27.2	8.0	2.0	6.4
12/14F	8,302	765	9.2	518	15,455	898	468	24.2	7.3	1.6	5.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
 자료: 금호석유, KDB대우증권 리서치센터

금호석유 (011780)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	6,457	6,289	8,011	8,302
매출원가	5,410	5,631	7,089	7,329
매출총이익	1,047	657	922	973
판매비와관리비	208	208	208	208
조정영업이익	839	449	714	765
영업이익	842	449	714	765
비영업손익	-84	-40	-33	-24
순금융비용	131	120	113	104
관계기업등 투자손익	73	80	80	80
세전계속사업손익	758	409	681	741
계속사업법인세비용	215	102	170	185
계속사업이익	544	307	511	556
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	544	307	511	556
지배주주	506	269	473	518
비지배주주	38	38	38	38
총포괄이익	471	234	438	482
지배주주	434	197	401	446
비지배주주	37	37	37	37
EBITDA	994	566	841	898
FCF	287	219	207	468
EBITDA마진율 (%)	15.4	9.0	10.5	10.8
영업이익률 (%)	13.0	7.2	8.9	9.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.8	4.3	5.9	6.2

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	2,058	1,822	2,129	2,318
현금 및 현금성자산	505	308	211	331
매출채권 및 기타채권	920	896	1,141	1,183
재고자산	582	566	722	748
기타유동자산	18	18	23	24
비유동자산	2,656	2,874	3,088	3,241
관계기업투자등	271	351	431	511
유형자산	1,922	2,062	2,191	2,264
무형자산	35	33	31	29
자산총계	4,714	4,696	5,217	5,559
유동부채	2,713	2,493	2,500	2,335
매입채무 및 기타채무	661	644	821	850
단기금융부채	1,936	1,736	1,536	1,336
기타유동부채	116	113	145	150
비유동부채	444	518	594	668
장기금융부채	367	367	367	367
기타비유동부채	58	131	208	282
부채총계	3,157	3,010	3,094	3,003
지배주주지분	1,448	1,539	1,940	2,336
자본금	168	168	168	168
자본잉여금	265	265	265	265
이익잉여금	1,047	1,210	1,683	2,151
비지배주주지분	109	146	183	219
자본총계	1,557	1,685	2,123	2,555

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	766	483	469	678
당기순이익	544	307	511	556
비현금수익비용가감	514	259	330	342
유형자산감가상각비	146	110	121	127
무형자산상각비	9	6	6	6
기타	-87	0	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-196	19	-202	-34
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-110	24	-245	-41
재고자산 감소(증가)	-130	15	-155	-26
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	57	-17	176	30
법인세납부	-95	-102	-170	-185
투자활동으로 인한 현금흐름	-218	-241	-246	-198
유형자산처분(취득)	-291	-250	-250	-200
무형자산감소(증가)	-4	-4	-4	-4
장단기금융자산의 감소(증가)	57	0	0	0
기타투자활동	20	13	8	6
재무활동으로 인한 현금흐름	-194	-439	-321	-360
장단기금융부채의 증가(감소)	-51	-200	-200	-200
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-23	-106	0	-50
기타재무활동	-119	-133	-121	-110
현금의증가	354	-197	-98	121
기초현금	151	505	308	211
기말현금	505	308	211	331

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	11.1	14.0	8.0	7.3
P/CF (x)	8.5	9.8	6.3	5.8
P/B (x)	4.0	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA (x)	7.2	9.6	6.4	5.7
EPS (원)	15,097	8,029	14,117	15,455
CFPS (원)	19,712	11,517	17,908	19,415
BPS (원)	42,185	44,987	57,019	68,894
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	11.1	18.5	10.5	9.6
배당수익률 (%)	1.2	1.8	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	30.3	-2.6	27.4	3.6
EBITDA증가율 (%)	40.0	-43.0	48.6	6.7
영업이익증가율 (%)	47.5	-46.7	59.0	7.1
EPS증가율 (%)	35.9	-46.8	75.8	9.5
매출채권 회전을 (회)	8.1	7.2	8.2	7.4
재고자산 회전을 (회)	12.5	11.0	12.4	11.3
매입채무 회전을 (회)	16.5	14.9	16.9	15.4
ROA (%)	12.3	6.5	10.3	10.3
ROE (%)	44.5	18.0	27.2	24.2
ROIC (%)	23.5	12.2	17.9	17.9
부채비율 (%)	202.8	178.6	145.8	117.5
유동비율 (%)	75.9	73.1	85.2	99.3
순차입금/자기자본 (%)	113.3	104.5	78.1	52.4
영업이익/금융비용 (x)	6.0	3.4	5.9	7.0

자료: 금호석유, KDB대우증권 리서치센터 예상