

## 금호석유(011780)

### 매수(유지)

목표주가: 160,000원(유지)

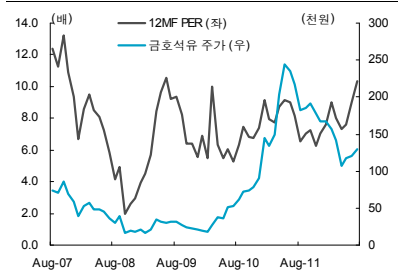
#### Stock Data

KOSPI(7/16)	1,818
주7(7/16)	130,000
시가총액(십억원)	3,961
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	244,000/104,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	37,584
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.9/11.0
주요주주(%)	박찬구 외 5인 23.7
	한국산업은행 14.1

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.4	(9.4)	(46.7)
상대주가(%p)	9.6	(7.2)	(31.5)

#### 12MF PER 추이



자료: WISEIn 컨센서스

### 2Q12 Preview: 마지막 고비를 넘기는 중

#### 2분기는 각종 악재의 종합편

금호석유의 2분기 매출액과 영업이익은 1조4,100억원과 479억원으로 예상된다(QoQ -13%, -63%). 유가가 급락하고 수요는 부진함에 따라 제품 가격과 가동률이 동시에 떨어진 것이 실적 부진의 주원인이다. 특히 4월 합성고무 정기보수로 인해 판매량이 줄었으며, 이에 대비해 확충해 둔 재고는 높은 원가에 생산되었기 때문에 판가 하락의 피해가 컸다. 2분기 중 합성고무의 주원료인 부타디엔 가격은 48% 하락한 반면 합성고무 가격은 22% 하락했다. 그럼에도 원재료 투입시점의 레깅 효과로 인해 마진은 11% 축소되었다. 또한 합성고무의 2분기 가동률은 80% 수준에 못 미쳐 원재료 재고의 투입 시점이 지연되며 마진이 악화되었다.

#### 부담스러운 부타디엔 가격 상승

부타디엔 가격이 4주째 가파르게 상승하고 있다. 2분기 중 부타디엔 가격은 3,525달러/톤에서 1,850달러까지 급락했다. 그러나 7월 2주차 가격은 2,450달러로 저점 대비 32% 상승했고, 같은 기간 납사 가격 상승폭 10% 보다 크게 올랐다. 이에 비해 합성고무 가격은 상대적으로 상승폭이 작다. SBR 가격은 저점 대비 5% 상승에 그쳐 아직 수요가 본격적으로 개선되고 있다고 보기는 힘들다. 중국 부타디엔 업체의 정기보수가 많은 것도 부담스럽다. 다만 Formosa도 정기보수와 공장 트러블로 인해 가동률이 떨어진 상태다. 단기 가격 반등을 노린 트레이더들이 부타디엔 공급량을 조절하고 있어 가격 상승은 불가피해 보인다.

#### 중국 수요 개선에 기대, 실적은 3분기 중반 이후 개선되어 내년까지 이어질 전망

중국 정부는 에너지 절감형 자동차 보조금 지급대상 리스트를 갱신했다. 기존 49종의 차량에서 149종으로 확대해 역대 최대의 지원 범위다. 타이어 업체들의 제품 및 원재료 재고는 상당히 소진된 것으로 파악되어 자동차 판매가 증가하면서 타이어 및 합성고무 수요 증가가 기대된다. 금호석유도 8월 이후에는 고가의 부타디엔 재고를 소진하고 합성고무 수요와 가격 상승의 수혜를 기대해 볼 수 있다. 또한 중국 내 차량 판매가 급증하기 시작한 2009년 이후 타이어 교체시기인 평균 4년여가 지난 2013년에는 수요가 더욱 증가할 것으로 예상된다.

#### 투자의견 매수를 유지하나 단기 주가는 부진할 가능성 있어

부타디엔 가격 급락으로 금호석유 실적 개선 기대감이 높았으나 2분기 실적은 크게 악화되었다. 하지만 4월 말 이후 주가는 22%가 올라 8월까지 실적개선이 불확실할 경우 주가는 조정을 받을 수 있다. 목표주가는 12개월 forward EBITDA에 EV/EBITDA 7배를 적용해 기존의 160,000원을 유지한다. 목표주가와 투자의견을 유지하는 것은 단기 실적은 부진하더라도 내년의 성장성은 양호하기 때문이다. 올해 하반기 증설로 합성고무 생산능력이 16% 증가하고 화학제품 수요가 회복되며 매출 및 영업이익이 각각 18%, 58% 증가할 것으로 본다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
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	6,211	481	419	279	10,164	(58.9)	643	12.8	9.0	2.6	18.0
2013F	7,353	760	707	471	17,194	69.2	932	7.6	6.1	2.1	25.5
2014F	7,924	919	874	583	21,271	23.7	1,105	6.1	5.0	1.7	25.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

<표 1> 분기 및 연간 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %)

	1Q12A	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2012F	2013F
<b>변경된 추정치</b>						
매출	1,622.6	1,410.0	1,552.9	1,626.1	6,211.5	7,352.5
영업이익	129.3	47.9	128.9	175.1	481.2	759.7
<b>변경 전 추정치</b>						
매출	1,622.6	1,704.4	1,808.7	1,822.2	6,957.9	7,495.9
영업이익	129.3	169.6	213.8	224.6	737.3	884.5
<b>변화율</b>						
매출		(17.3)	(14.1)	(10.8)	(10.7)	(1.9)
영업이익		(71.7)	(39.7)	(22.0)	(34.7)	(14.1)

자료: 한국투자증권

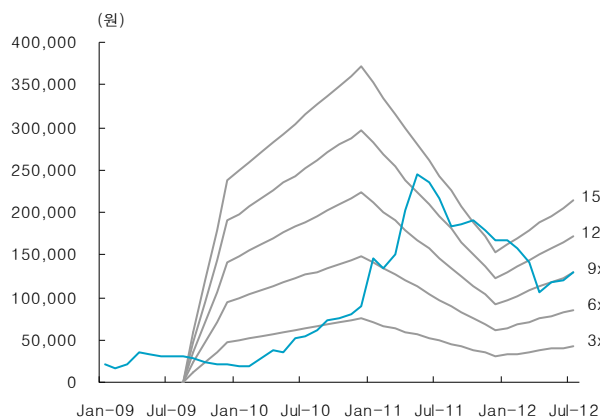
<표 2> 금호석유 목표주가 160,000원 산정

(단위: 십억원, 배)

구분	EBITDA	적용 배수	적정 가치	비고
<b>사업가치 (A)</b>	<b>798.8</b>	<b>7.0</b>	<b>5,591.7</b>	
2012F	642.7			12개월 forward EBITDA에 한국투자증권 유니버스 제조업 평균 멀티플 적용
2013F	931.9			
<b>투자자산가치 (B)</b>			<b>279.1</b>	2012년 1분기말 장부금액 적용
금호폴리캠			116.7	
금호미쓰이화학			71.1	
기타			91.3	
순차입금 (C)			1,580.9	2012, 2013년 예상 순차입금 평균
비지배주주 지분 (D)			405.0	
우선주 시가총액 (E)			95.1	2012년 7월 16일 종가 기준
<b>Enterprise Value</b>			<b>3,789.7</b>	A+B-C-D-E
유통 주식 수 (천주)			24,875	보통주 발행 주식 수-자기 주식 수
<b>목표주가 (원)</b>			<b>160,000</b>	

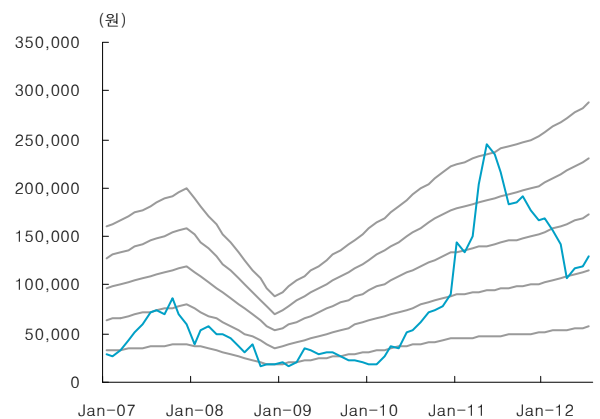
자료: 한국투자증권

[그림 1] 12MF PER band chart



자료: 한국투자증권

[그림 2] 12MF PBR band chart



자료: 한국투자증권

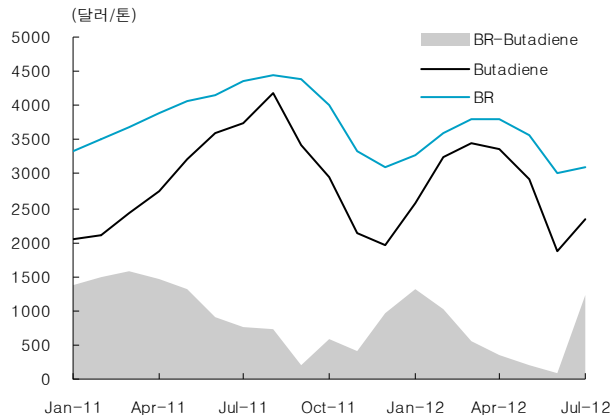
<표 3> 3분기 중국 합성고무와 부타디엔 설비 가동 중단 일정

(단위: 톤/년)

업체	제품	생산능력	가동 중단 시기	비고
<b>합성고무</b>				
TSRC-UBE (Nantong) Chemical Industrial	BR	72,000	7월 23일부터 한달간	정기보수
Tianjin Lugang Petroleum Rubber	SBR	100,000	8월 10일부터 50일간	정기보수
<b>부타디엔</b>				
Sinopec SABIC Tianjin Petrochemical	BD	200,000	8월 말 시작, 40일간	정기보수
Liaoning Huajin Tongda Chemical	BD	100,000	8월 중 시작, 20일간	정기보수

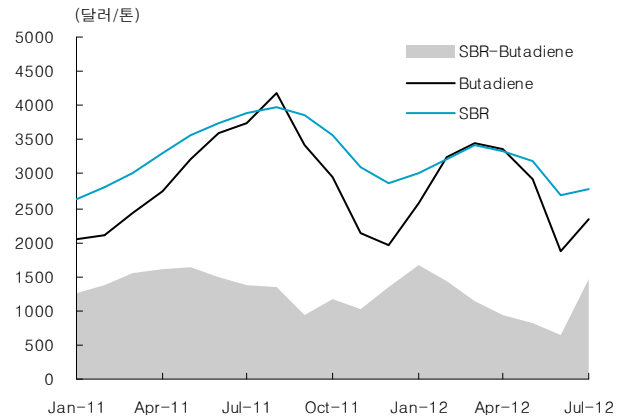
자료: 업계자료, 한국투자증권

[그림 3] 합성고무(BR) - 부타디엔 스프레드 (1개월 래깅)



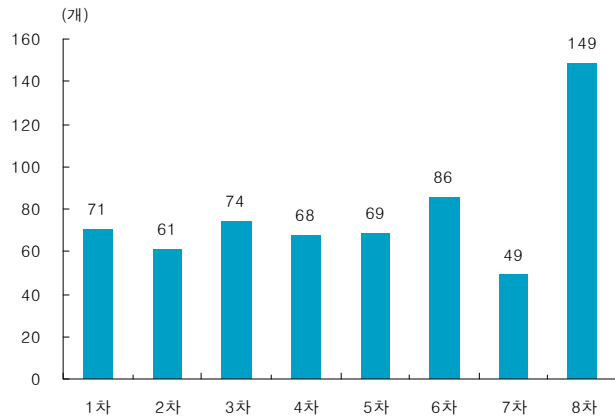
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 4] 합성고무(SBR) - 부타디엔 스프레드 (1개월 래깅)



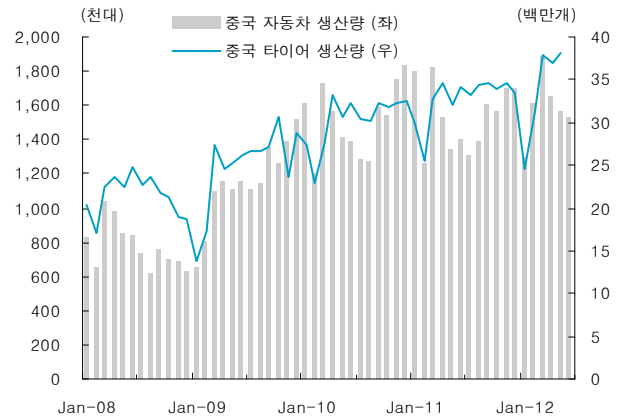
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 5] 중국의 보조금 지급 대상 차종 수, 역대 최대로 확대



자료: 중국국가발전개혁위원회, 한국투자증권

[그림 6] 중국 내 자동차 생산량과 타이어 생산량 추이



자료: 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	1,403	2,058	2,018	2,124	2,305
현금성자산	151	505	559	573	634
매출채권및기타채권	742	921	870	882	951
재고자산	450	582	540	610	658
비유동자산	2,718	2,656	2,837	3,240	3,542
투자자산	777	683	515	610	657
유형자산	1,774	1,922	2,272	2,572	2,822
무형자산	46	35	34	40	43
자산총계	4,121	4,714	4,855	5,364	5,847
유동부채	2,240	2,713	2,542	2,547	2,405
매입채무및기타채무	560	721	733	868	935
단기차입금및단기사채	716	813	743	683	583
유동성장기부채	821	1,123	1,033	933	833
비유동부채	988	444	531	605	679
사채	452	100	130	140	127
장기차입금및금융부채	502	267	327	377	457
부채총계	3,228	3,157	3,073	3,152	3,084
지배주주지분	826	1,448	1,652	2,049	2,558
자본금	142	167	167	167	167
자본잉여금	79	265	265	265	265
자본조정	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
이익잉여금	572	1,047	1,270	1,686	2,213
비지배주주지분	68	109	129	163	206
자본총계	893	1,557	1,781	2,212	2,763

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	445	670	459	686	674
당기순이익	346	544	300	507	627
유형자산감가상각비	138	146	154	164	177
무형자산상각비	11	9	7	8	9
자산부채변동	(132)	(196)	80	87	(55)
기타	82	167	(82)	(80)	(84)
투자활동현금흐름	(115)	(246)	(279)	(515)	(425)
유형자산투자	(230)	(291)	(505)	(464)	(427)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	118	50	229	(29)	18
무형자산순증	(1)	(4)	(6)	(15)	(12)
기타	(2)	(1)	3	(7)	(4)
재무활동현금흐름	(285)	(69)	(126)	(156)	(189)
자본의증가	1	5	0	0	0
차입금의순증	(286)	(51)	(70)	(100)	(133)
배당금지급	0	(23)	(56)	(56)	(56)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	45	354	54	14	60

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

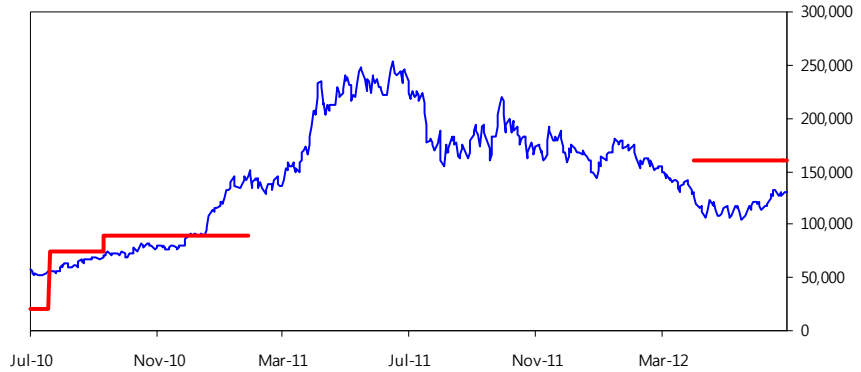
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	4,957	6,457	6,211	7,353	7,924
매출총이익	723	1,047	696	1,015	1,189
판매관리비	163	208	217	257	277
기타영업손익	11	3	3	2	8
영업이익	571	842	481	760	919
금융수익	68	62	66	67	68
이자수익	5	9	14	15	16
금융비용	195	218	209	204	197
이자비용	144	140	131	126	119
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	39	73	80	84	84
세전계속사업이익	483	758	419	707	874
법인세비용	137	215	118	200	247
연결당기순이익	346	544	300	507	627
지배주주지분순이익	316	506	279	471	583
기타포괄이익	25	(73)	(20)	(20)	(20)
총포괄이익	371	470	280	487	607
지배주주지분포괄이익	340	434	261	453	564
EBITDA	720	997	643	932	1,105

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	15,814	24,723	10,164	17,194	21,271
BPS	30,427	44,423	50,533	62,383	77,561
DPS	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(28.1)	30.3	(3.8)	18.4	7.8
영업이익증가율	417.4	47.5	(42.9)	57.9	21.0
순이익증가율	0.0	60.0	(44.8)	68.9	23.6
EPS증가율	0.0	56.3	(58.9)	69.2	23.7
EBITDA증가율	47.3	38.4	(35.5)	45.0	18.5
수익성(%)					
영업이익률	11.5	13.0	7.7	10.3	11.6
순이익률	6.4	7.8	4.5	6.4	7.4
EBITDA Margin	14.5	15.4	10.3	12.7	13.9
ROA	5.3	12.3	6.3	9.9	11.2
ROE	49.1	44.5	18.0	25.5	25.3
배당수익률	1.1	1.2	1.5	1.5	1.5
안정성					
순차입금(십억원)	2,356	1,764	1,641	1,521	1,324
차입금/자본총계비율(%)	285.9	147.8	125.3	96.4	72.3
Valuation(X)					
PER	5.7	6.8	12.8	7.6	6.1
PBR	3.0	3.8	2.6	2.1	1.7
PSR	0.5	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.6	7.1	9.0	6.1	5.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
금호석유(011780)	2010.08.06	매수	75,000 원
	2010.09.28	매수	90,000 원
	2011.02.15	NA	NA
	2012.04.19	매수	160,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2012년 7월 17일 현재 금호석유 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 금호석유 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 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 투자의견은 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.