



금호석유 (011780)

이응주 _ (02) 3772-1559 eungju.lee@shinhan.com

박상민 _ (02) 3772-1531 sangminpark@shinhan.com

깊이 깊으면 산도 높은 법!

매수 (유지)

주가 (7월 18일)	125,500 원
목표주가	170,000 원
상승여력	35.5%

KOSPI	1,794.91p
KOSDAQ	472.88p
시가총액	3,823.7 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	30.5 백만주
유동주식수	13.4 백만주(43.9%)
52 주 최고가/최저가	235,500 원/104,500 원
일평균 거래량 (60 일)	328,331 주
일평균 거래액 (60 일)	38,361 백만원
외국인 지분율	11.00%
주요주주	박찬구 외 5 인 23.72%
	한국산업은행 14.05%
절대수익률	3 개월 -3.8%
	6 개월 -20.6%
	12 개월 -46.7%
KOSPI 대비	3 개월 7.4%
상대수익률	6 개월 -16.3%
	12 개월 -36.7%

- ◆ 합성고무 시황 악화로 2Q12 영업이익 288억원으로 전분기 대비 78% 감소
- ◆ 저가 원료 투입으로 3Q12 실적은 정상 수준으로 회귀 (OP 1,190억원)
- ◆ 투자의견 매수, 목표주가 170,000원 유지

합성고무 시황 악화로 2Q12 영업이익 288억원으로 전분기 대비 78% 감소

금호석유의 2Q12 영업이익은 전분기 대비 78% 감소한 288억원에 그쳤다. 실적이 악화된 이유는 주력 제품인 합성고무 시황 악화와 재고 부담 때문이다.

2012년 상반기 중국의 합성고무 수입량은 전년 동기 대비 1.6% 감소했다. 경기 둔화와 자동차 판매 둔화로 중국 로컬 타이어 업체들의 재고가 증가했고, 이것이 합성고무 시황 악화로 이어졌다. 4월 정기보수로 인해 일시적으로 원료 재고가 증가한 점도 실적 부진으로 이어졌다. 3~4월만 하더라도 원료인 BD 가격이 톤당 3,500달러를 상회했다. 이 고가의 원료가 제품 가격이 급락한 5월 이후 원가에 반영되면서 합성고무 마진이 BEP 수준까지 하락한 것으로 추정된다.

저가 원료 투입으로 3Q12 실적은 정상 수준으로 회귀(OP 1,190억원)

3Q12 실적은 전분기 부진에서 벗어나 1Q12 수준(OP 1,294억원)으로 복귀할 전망이다. 전분기 가동률 조정에 따라 재고 부담이 없어졌고, 저가 원료가 투입되면서 수익성이 개선된다. 그 결과 3Q12 영업이익은 1,190억원으로 예상된다.

당사는 2012년 하반기에는 합성고무 상황이 점진적으로 개선될 수 있다고 본다. 정부의 소비진작책으로 5~6월 중국 자동차 판매가 전년 동기 대비 13.1% 증가했다. 1~4월 판매 감소(YoY -1.9%)와 대조적이다. 이러한 자동차 판매 회복은 OE용 타이어 판매 증가를 의미한다. 이 경우 중국 로컬 타이어 업체들의 과잉 재고는 해소되고, 결론적으로 합성고무 수요는 증가한다.

투자의견 매수, 목표주가 170,000원 유지

금호석유에 대한 투자의견 매수와 목표주가 170,000원을 유지한다. 이는 2013년 실적 기준 PER 10.5배에 해당한다. 동사의 투자 포인트는 다음과 같다. 1) 2Q12 실적은 실망스러웠지만 3Q12부터는 합성고무 시황 회복에 따른 실적 개선을 기대할 수 있다. 또한 2) 하반기에는 고마진 제품군 증설(SBR +11만톤, SBR +6만톤)에 따른 이익 증가도 예상된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)	
2010	4,957.0	571.0	467.9	346.0	10,997	흑전	29,018	8.2	6.7	3.1	49.1	263.8
2011	6,457.4	842.0	757.9	543.8	17,354	57.8	43,226	9.7	7.1	3.9	44.5	113.3
2012F	6,495.2	411.2	375.2	290.8	7,888	(54.5)	49,517	15.9	9.5	2.5	17.4	81.8
2013F	7,636.0	817.2	780.5	591.6	16,219	105.6	64,064	7.7	5.3	2.0	28.9	56.4
2014F	8,558.9	1,003.7	1,003.3	760.5	20,885	28.8	83,092	6.0	4.3	1.5	28.7	35.4

금호석유 2Q12 실적 요약

(십억원, %)	2Q12P	1Q12	QoQ	2Q11	YoY	신한금융	컨센서스
매출액	1,584.0	1,622.6	-2.4%	1,707.7	-7.2%	1,456.3	1,474.3
영업이익	28.8	129.3	-77.8%	276.2	-89.6%	45.1	52.9
세전이익	9.5	132.3	-92.8%	274.2	-96.5%	32.9	35.4
순이익	8.6	103.2	-91.6%	190.5	-95.5%	24.9	25.7
영업이익률	1.8%	8.0%		16.2%		3.1%	3.6%
순이익률	0.5%	6.4%		11.2%		1.7%	1.7%

자료: WiseFn, 금호석유, 신한금융투자, Note: 순이익은 지배주주 기준

금호석유 수익예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F
매출액	6,334	7,590	8,508	6,495	7,636	8,559	2.5	0.6	0.6
영업이익	427	807	1,032	411	817	1,004	-3.7	1.3	-2.8
세전이익	396	771	1,032	375	781	1,003	-5.2	1.2	-2.8
순이익	279	543	728	270	550	707	-3.1	1.2	-2.8
EPS(원)	8,143	16,016	21,498	7,888	16,219	20,885	-3.1	1.3	-2.9

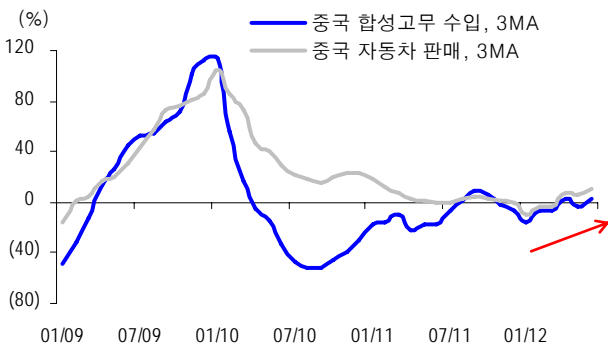
자료: 신한금융투자

금호석유 사업 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12P	3Q12F	4Q12F	2011	2012F	2013F
매출액	전체	1,600.2	1,707.7	1,660.3	1,489.2	1,621.3	1,584.0	1,548.6	1,741.3	6,457.4	6,495.2	7,636.0
	합성고무	787.7	981.8	945.6	820.7	870.9	856.7	809.1	974.0	3,535.8	3,510.7	4,431.3
	합성수지	346.1	323.5	274.3	302.8	342.0	322.7	329.5	330.7	1,246.7	1,324.9	1,330.9
	페놀 유도체	342.6	298.1	324.6	299.8	289.9	271.2	272.1	298.0	1,265.1	1,131.2	1,251.9
	기타	123.7	104.3	115.8	66.0	118.5	133.4	138.0	138.7	409.8	528.5	621.9
영업이익	전체	286.4	276.1	219.2	60.4	129.4	28.8	119.0	135.4	842.2	412.5	817.2
	합성고무/수지	196.6	181.8	131.3	73.6	83.4	0.5	70.5	115.2	583.2	269.7	562.4
	페놀 유도체	66.1	60.5	40.8	8.0	8.4	8.1	11.2	13.4	175.4	41.1	122.7
	기타	23.7	33.8	47.2	(21.2)	37.5	20.1	37.3	6.8	83.6	101.7	132.1
영업이익률	전체	17.9	16.2	13.2	4.1	8.0	1.8	7.7	7.8	13.0	6.4	10.7
	합성고무/수지	17.3	13.9	10.8	6.5	6.9	0.0	6.2	8.8	12.2	5.6	9.8
	페놀 유도체	19.1	18.7	14.9	2.7	2.5	2.5	3.4	4.1	14.1	3.1	9.2
	기타	19.2	32.4	40.7	(32.1)	31.6	15.1	27.0	4.9	20.4	19.2	21.2

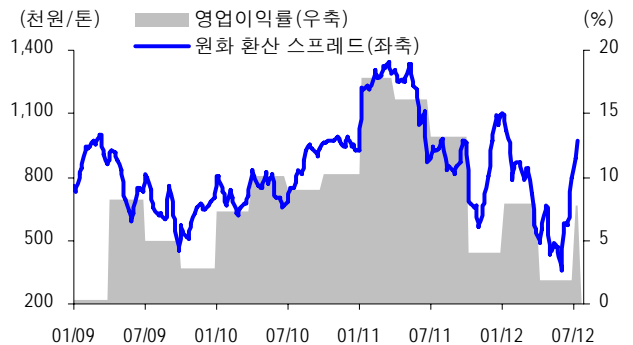
자료: 회사 자료, 신한금융투자

중국 월별 합성고무 수입 및 자동차 판매 증감률 (3MA)



자료: Marklines, CEIC, 신한금융투자

금호석유 원화 환산 스프레드 및 영업이익률 추이



자료: 회사 자료, Platts, 신한금융투자

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
자산총계	4,120.9	4,714.2	4,765.6	5,237.1	5,762.3
유동자산	1,403.1	2,058.1	2,135.5	2,374.9	2,632.3
현금및현금성자산	150.8	505.1	537.0	506.1	505.0
매출채권	702.7	887.1	927.9	1,090.9	1,222.7
재고자산	450.4	581.6	590.5	694.2	815.1
기타유동자산	99.2	84.3	80.1	83.7	89.5
비유동자산	2,717.8	2,656.1	2,630.1	2,862.2	3,130.0
유형자산	1,774.4	1,922.4	2,154.7	2,374.8	2,618.4
무형자산	45.9	35.2	28.9	23.9	18.9
투자자산	777.4	682.7	430.7	447.7	477.0
기타비유동자산	120.1	15.8	15.8	15.8	15.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,227.8	3,157.2	2,977.5	2,920.3	2,754.9
유동부채	2,239.5	2,713.2	2,529.7	2,507.4	2,352.4
단기차입금	655.0	787.5	741.0	742.8	644.2
매입채무	356.7	428.1	481.1	565.6	611.3
유동성장기부채	820.7	1,122.8	897.0	750.9	626.6
기타유동부채	407.1	374.8	410.6	448.1	470.3
비유동부채	988.2	444.0	447.8	412.9	402.4
사채	452.3	99.6	108.6	97.8	108.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	502.3	266.9	257.9	229.8	204.8
기타비유동부채	33.6	77.5	81.3	85.3	89.6
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	893.1	1,557.1	1,788.1	2,316.8	3,007.4
자본금	142.2	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	79.0	265.3	265.3	265.3	265.3
기타자본	(40.1)	(40.2)	(40.2)	(40.2)	(40.2)
기타포괄이익누계액	71.8	8.3	4.5	4.5	4.5
이익잉여금	572.5	1,046.9	1,261.3	1,748.5	2,385.8
지배주주지분	825.5	1,447.7	1,658.3	2,145.5	2,782.8
비지배주주지분	67.6	109.4	129.8	171.3	224.6
*총차입금	2,553.9	2,302.0	2,030.6	1,846.4	1,609.8
*순차입금(순현금)	2,355.7	1,763.7	1,462.1	1,305.6	1,065.0

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	445.0	668.1	409.6	568.0	682.7
당기순이익	346.0	543.8	290.8	591.6	760.5
유형자산상각비	138.4	146.0	165.1	190.4	210.1
무형자산상각비	11.0	8.5	6.0	5.0	5.0
외화환산손실(이익)	2.3	3.8	(15.8)	2.0	(17.4)
자산처분손실(이익)	(13.2)	2.3	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(225.4)	(72.4)	(81.1)	(73.8)	(86.4)
운전자본변동	(132.3)	(196.0)	44.6	(147.1)	(189.1)
(법인세납부)	(25.8)	(94.6)	(84.4)	(188.9)	(242.8)
기타	344.0	326.7	84.4	188.8	242.8
투자활동으로인한현금흐름	(115.4)	(246.0)	(50.3)	(358.8)	(384.4)
유형자산의감소	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(1.5)	(4.0)	0.3	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	122.2	44.9	329.3	56.9	57.1
단기금융투자자산의감소(증가)	(3.1)	5.1	1.7	(3.1)	(5.2)
기타	(233.0)	(292.3)	(381.6)	(412.6)	(436.3)
FCF	551.5	290.0	133.3	260.1	335.9
재무활동으로인한현금흐름	(285.2)	(67.5)	(327.3)	(240.2)	(299.5)
차입금의증가(감소)	(364.7)	(51.3)	(271.4)	(184.2)	(236.6)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(13.2)	(23.0)	(55.9)	(55.9)	(62.9)
기타	92.7	6.8	(0.0)	(0.1)	(0.0)
기타현금흐름	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법외변동으로인한현금의증가	(101.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.3	(0.2)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	44.7	354.3	32.0	(30.9)	(1.2)
기초현금	106.1	150.8	505.1	537.1	506.1
기말현금	150.8	505.1	537.1	506.1	505.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

손익계산서

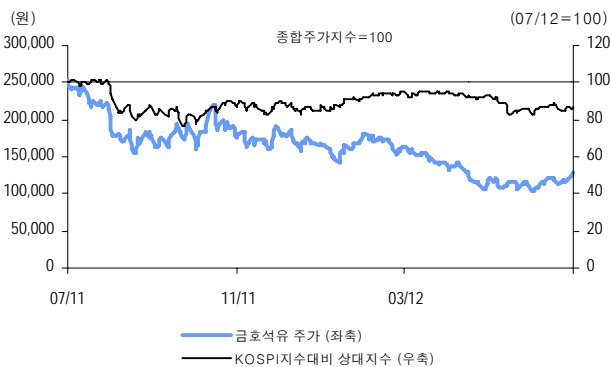
12월 결산 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	4,957.0	6,457.4	6,495.2	7,636.0	8,558.9
증가율 (%)	(28.1)	30.3	0.6	17.6	12.1
매출원가	4,233.7	5,410.3	5,880.5	6,595.7	7,295.0
매출총이익	723.3	1,047.0	614.7	1,040.3	1,263.9
매출총이익률 (%)	14.6	16.2	9.5	13.6	14.8
판매관리비	162.9	208.0	209.0	229.1	256.8
조정영업이익(GAAP)	560.3	839.0	405.7	811.2	1,007.1
증가율 (%)	407.7	49.7	(51.6)	100.0	24.2
조정영업이익률 (%)	11.3	13.0	6.2	10.6	11.8
기타영업손익	10.7	3.0	5.5	6.0	(3.4)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	571.0	842.0	411.2	817.2	1,003.7
증가율 (%)	417.4	47.5	(51.2)	98.7	22.8
영업이익률 (%)	11.5	13.0	6.3	10.7	11.7
영업외손익	(103.0)	(84.1)	(36.0)	(36.7)	(0.4)
금융손익	(126.8)	(156.6)	(117.1)	(110.5)	(86.8)
기타영업외손익	(15.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	39.0	72.4	81.1	73.8	86.4
세전계속사업이익	467.9	757.9	375.2	780.5	1,003.3
법인세비용	137.2	214.1	84.4	188.9	242.8
계속사업이익	346.0	543.8	290.8	591.6	760.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	346.0	543.8	290.8	591.6	760.5
증가율 (%)	흑전	57.2	(46.5)	103.5	28.5
순이익률 (%)	7.0	8.4	4.5	7.7	8.9
(지배주주)당기순이익	316.0	505.6	270.4	550.1	707.2
(비지배주주)당기순이익	29.9	38.1	20.4	41.5	53.3
총포괄이익	370.9	472.3	287.0	591.6	760.5
(지배주주)총포괄이익	340.5	435.3	264.5	545.3	701.0
(비지배주주)총포괄이익	30.5	37.0	22.5	46.3	59.5
EBITDA	720.4	996.6	582.4	1,012.5	1,218.8
증가율 (%)	47.3	38.3	(41.6)	73.9	20.4
EBITDA 이익률 (%)	14.5	15.4	9.0	13.3	14.2

주요 투자지표

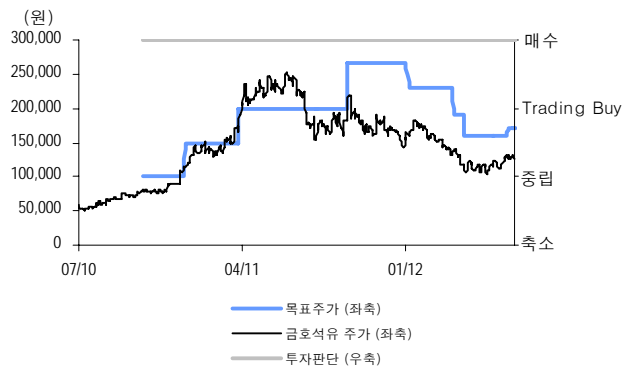
12월 결산	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익, 원)	12,050	18,679	8,497	17,457	22,477
EPS(지배순이익, 원)	10,997	17,354	7,888	16,219	20,885
BPS(자본총계, 원)	31,395	46,492	53,391	69,178	89,798
BPS(지배지분, 원)	29,018	43,226	49,517	64,064	83,092
DPS(원)	1,000	2,000	2,000	2,250	2,500
PER(당기순이익, 원)	7.5	9.0	14.8	7.2	5.6
PER(지배순이익, 원)	8.2	9.7	15.9	7.7	6.0
PBR(자본총계, 원)	2.9	3.6	2.4	1.8	1.4
PBR(지배지분, 원)	3.1	3.9	2.5	2.0	1.5
EV/EBITDA(배)	6.7	7.1	9.5	5.3	4.3
EV/EBIT(배)	8.4	8.4	13.4	6.6	5.2
배당수익률 (%)	1.1	1.2	1.6	1.8	2.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	14.5	15.4	9.0	13.3	14.2
영업이익률 (%)	11.5	13.0	6.3	10.7	11.7
순이익률 (%)	7.0	8.4	4.5	7.7	8.9
ROA (%)	5.3	12.3	6.1	11.8	13.8
ROE(지배순이익, %)	49.1	44.5	17.4	28.9	28.7
ROIC (%)	12.1	28.6	11.5	20.3	22.1
안정성					
부채비율 (%)	361.4	202.8	166.5	126.0	91.6
순차입금비율 (%)	263.8	113.3	81.8	56.4	35.4
현금비율 (%)	6.7	18.6	21.2	20.2	21.5
이자보상배율(배)	4.0	6.0	3.4	7.5	10.4
활동성 (%)					
순운전자본회전율(회)	7.3	9.9	9.0	9.9	9.1
재고자산회수기간(일)	52.6	29.2	32.9	30.7	32.2
매출채권회수기간(일)	67.3	44.9	51.0	48.2	49.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주가 추이



투자의견 및 목표주가 추이



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 : 이응주, 박상민) 당사는 상기회사를 기초자산으로 하는 ELS를 발행하였음을 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 주권사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 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.