

금호석유 (011780)

실적 개선에 포커스!

▶ 3Q12 영업이익 Forecast - 전분기 대비 112.1% 증가 예상

2012년 3분기 연결 매출액은 전분기 대비 6.9% 감소한 1조 4,747억원을 기록할 것으로 판단되나, 영업이익은 전분기 대비 112.1% 증가한 611억원을 나타낼 것으로 전망됨. 원재료 Butadiene 투입단가가 낮아 합성고무의 마진은 2분기를 저점으로 회복될 것으로 전망됨. 또한 열병합발전 부문이 steam 판매량 증가 및 판매 단가 강세가 이어지고 있어 마진율이 2분기 약 45% 수준에서 50% 수준까지 향상될 것으로 예상되는 점 등을 고려할 때, 연결 영업이익은 2분기를 저점으로 가파르게 회복될 것으로 예상됨

▶ 투자의견 Hold 및 적정주가 141,000원 제시

동사에 대한 투자의견은 당사에서 정한 기준에 의한 상승 여력 약화로 기존 Buy에서 Hold로 하향하며, 적정주가는 조정된 연간 영업실적 및 변경된 Valuation을 반영하여 기존 155,000원에서 9.0% 하향한 141,000원을 제시함. 투자포인트로는 실적 모멘텀, 9월 및 11월경 증설이 완료될 것으로 예상되는 SBR 110kt 및 SSBR 60kt의 증설 효과 및 낙폭 과대 국면을 고려할 수 있음. 다만 밸류에이션 매력도가 약한 점 및 주력 제품인 합성고무의 수요 회복이 더딘 점 등은 주가 흐름을 약화시킬 요인으로 작용할 것으로 판단되어 투자판단시 감안할 필요가 있음. 또한 글로벌 경기부양책이 시기적절하게 제시되어 시황 개선에 도움을 줄 수 있다하여도 수요를 견인하는 타이어 업체들인 다운스트림까지 전이되는 속도에 시차가 발생할 것으로 판단되고, 비수기라는 점도 감안할 경우 제품 가격의 가파른 반등은 제한될 것으로 예상됨

HOLD (D)

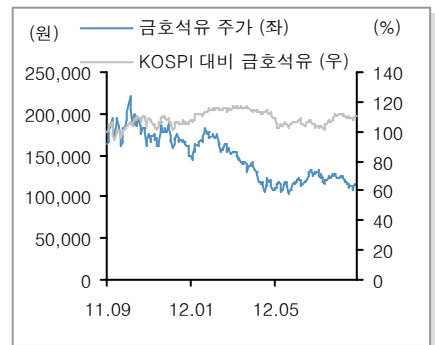
6개월 목표주가: 141,000원(하향)

주가(09/14)	119,500원		
소속업종	화학		
업종투자의견	중립		
자본금	167.0십억원		
발행주식수	33,491,177주(@5000 원)		
시가총액	3,641십억원		
KOSPI내 비중	0.3%		
52주 최고가/최저가	220,000 원 / 104,500원		
평균 거래량(180일)	268,339주		
외국인지분율	12.1%		
배당수익률(11년)	1.2%		
주요주주	박철완 외 5인	23.7%	
	금호석유 자사주	18.4%	
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	(2.9)	(21.9)	(26.7)
상대주가	(5.3)	(20.4)	(36.1)
현 주가대비 상승여력	18.0%		

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	4,957	6,457	6,201	6,481	7,206
증가율 (YoY, %)	(28.1)	30.3	(4.0)	4.5	11.2
조정영업이익	560	839	301	441	530
세전이익 (십억원)	483	758	256	385	507
지배주주귀속순이익(십억원)	316	506	196	296	389
EBEBITDA (십억원)	710	994	464	643	750
EPS (원)	11,109	15,097	5,858	8,839	11,622
증가율 (YoY, %)	흑전	35.9	(61.2)	50.9	31.5
BPS (원)	27,415	42,185	46,974	54,804	65,447
PER (배)	8.1	11.1	20.4	13.5	10.3
PBR (배)	3.3	4.0	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA (배)	6.8	7.2	12.7	9.1	7.6
조정영업이익률 (%)	11.3	13.0	4.8	6.8	7.4
EBITDA Margin (%)	14.3	15.4	7.5	9.9	10.4
ROE (%)	49.1	44.5	12.9	17.1	19.1

주: 2011년부터 K-IFRS 연결 기준
 자료: 금호석유, IM투자증권 리서치센터

최근 12개월 상대주가 추이



I. Valuation

투자의견 Hold 및 적정주가 141,000원 동사에 대한 투자의견은 당사에서 정한 기준에 의한 상승 여력 약화로 기존 Buy에서 Hold로 하향하며, 적정주가는 조정된 연간 영업실적 및 변경된 Valuation을 반영하여 기존 155,000원에서 9.0% 하향한 141,000원을 제시한다. 적정주가 산정시 영업가치는 2012년 예상 EBITDA에 글로벌 주요 업체 평균 EV/EBITDA 11.8x를 적용하여 산출하였으며, 투자가치는 아시아나항공 및 대우건설 지분가치를 반영하였다. 현 주가 (9월 14일 종가 기준) 대비 18.0%의 상승 여력을 가진다.

- 1) **실적 모멘텀** 투자포인트는 다음과 같다. 첫째, 실적 모멘텀에 주목할 필요가 있다. 수요 회복은 다소 더딘 흐름을 나타내고 있으나, 낮은 가격 수준의 원재로 투입을 통한 마진 개선 및 증설 효과 등에 힘입어 영업실적 개선이 기대되기 때문이다. 이에 따라 동사의 연결 영업이익은 1분기 1,293억원, 2분기 288억원에서 3분기 611억원, 4분기 825억원으로 가파르게 회복될 것으로 전망되어 높은 투자매력도를 가진다.
- 2) **신증설 효과** 둘째, 9월 및 11월경 증설이 완료될 것으로 예상되는 SBR 110kt 및 SSBR 60kt의 증설 효과를 감안할 필요가 있다. 현재 수준의 스프레드를 고려할 때, 4분기 영업이익의 8.6%의 비중을 차지할 것으로 예상되며, 수요 회복에 따른 스프레드 확대시 수익 반영 비중은 더욱 확대될 여지가 있음에 주목할 필요가 있다.
- 3) **낙폭 과대에 주목** 셋째, 현 주가는 연초 대비 동종업체들에 비해 과도하게 하락해 있는 국면으로 가파르게 회복될 것으로 예상되는 3분기 영업실적을 고려할 때, 상대적으로 추가 상승 여력이 높을 것으로 판단되어 매력적이다. 당사 화학 유니버스 종목들의 연초 대비 주가 하락폭(9월 14일 종가 기준)은 평균 -15.2%인데 반해, 동사는 -28.7%에 달하고 있기 때문이다. 8월 들어서도 -3.2%의 주가 하락폭을 나타내고 있어 동종업체들의 주가 흐름이 평균 4.6%인 점을 감안할 때, 상대적으로 소외된 흐름을 보이고 있다.

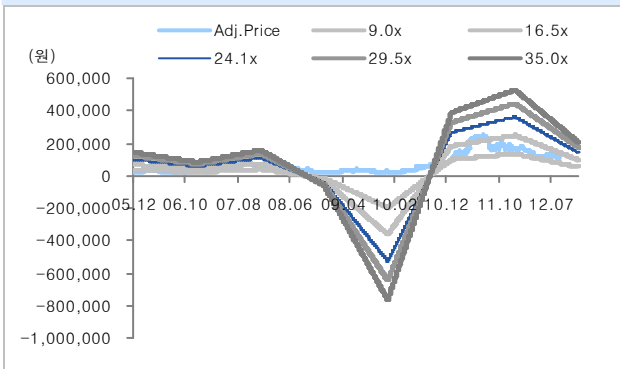
다만 수요 회복이 더딘 점 및 벨류에이션 매력도가 약한 점은 투자 판단시 고려할 부분 다만 벨류에이션 매력도가 약한 점 및 주력 제품인 합성고무의 수요 회복이 더딘 점 등이 주가 흐름을 약화시킬 요인으로 작용할 것으로 판단되어 투자판단시 감안할 필요가 있다. 또한 글로벌 경기부양책이 시기적절하게 제시되어 시황 개선에 도움을 줄 수 있다하여도 수요를 견인하는 타이어 업체들인 다운스트림까지 전이되는 속도에 시차가 발생할 것으로 판단되고, 비수기라는 점도 감안할 경우 제품 가격의 가파른 반등은 제한될 것으로 예상된다.

[도표 53] S.O.P Valuation table

구분	EBITDA	적용배수(x)	가치	비고
영업가치(억원)	4,637	11.8	54,879	• 글로벌 주요 업체 평균 EV/EBITDA
투자가치(억원)			3,256	
아시아나항공			1,712	• 9.11일 증가 기준(12.61%)
대우건설			1,543	• 9.11일 증가 기준(3.52%)
순차입금(억원)			20,549	• 2Q12 기준
기업가치(억원)			37,586	
우선주 시가총액(억원)			919	• 9.11일 증가 기준
비지배주주지분가치(억원)			1,626	• 영업가치의 3.0% 가정
보통주(천주)			24,875	
주당 가치(원)			140,866	
Target Price(원)			141,000	
현 주가(원)			119,500	• 9.11일 증가 기준
상승 여력(%)			18.0	
P/E(x)			24.1	
P/B(x)			3.0	

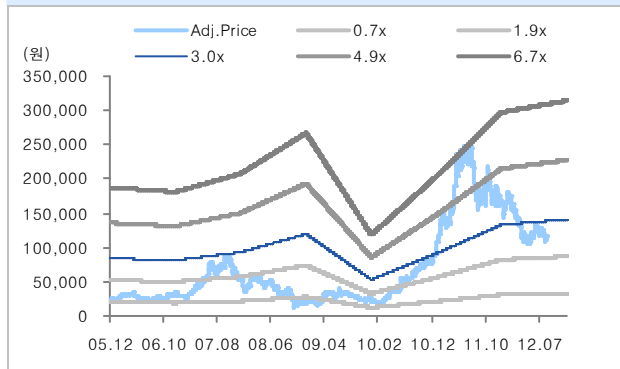
자료: Bloomberg, IM투자증권 리서치센터

[도표 54] P/E Band trend



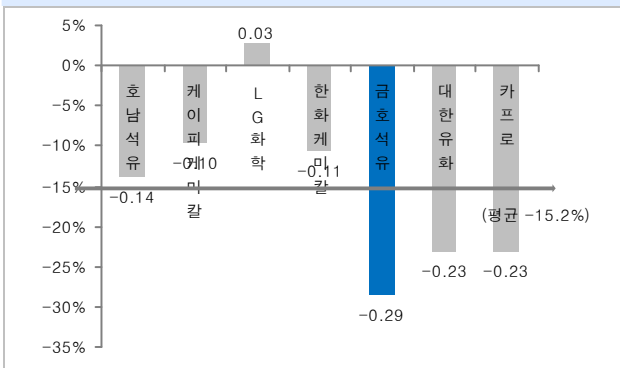
자료: Fn-guide, IM투자증권 리서치센터

[도표 55] P/B Band trend



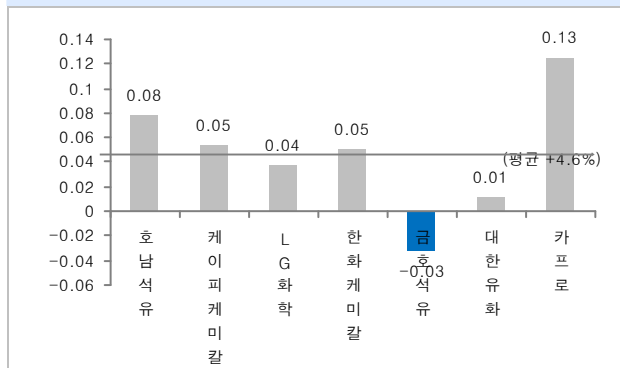
자료: Fn-guide, IM투자증권 리서치센터

[도표 56] 커버리지 화학업체 연초 대비 주가 수익률 비교



주: 2011.12.31일 기준
자료: Fn-guide, IM투자증권 리서치센터

[도표 57] 커버리지 화학업체 8월 이후 주가 수익률 상대 비교



주: 2012.7.31일 기준
자료: Fn-guide, IM투자증권 리서치센터

II. 영업실적 전망

3Q12 영업이익 전분기 대비 112.1% 증가 전망	<p>2012년 3분기 연결 매출액은 전분기 대비 6.9% 감소한 1조 4,747억원을 기록할 것으로 판단되나, 영업이익은 전분기 대비 112.1% 증가한 611억원을 나타낼 것으로 전망된다. 원재료 Butadiene 투입단가가 낮아 합성고무의 마진은 2분기를 저점으로 회복될 것으로 전망된다. 또한 열병합발전 부문이 steam 판매량 증가 및 판매단가 강세가 이어지고 있어 마진율이 2분기 약 45% 수준에서 50% 수준까지 향상될 것으로 예상되는 점 등을 고려할 때, 연결 영업이익은 2분기를 저점으로 가파르게 회복될 것으로 예상된다.</p> <p>다만 매크로 불확실성이 점차 안정화될 것으로 예상됨에 따라 합성고무 및 합성수지 수요도 2분기를 저점으로 재차 회복될 것으로 전망하였으나, 동사 해외 수출의 약 30%에 달하는 비중을 나타내고 있는 중국의 로컬 타이어업체들의 평균 가동률이 2분기 50% 수준에서 더욱 낮아진 20~30% 수준에 머물고 있는 등 다운스트림 업체들의 위축된 수요로 인해 고무 가격의 반등이 제한적일 것으로 판단되기 때문이다. 특히 대형차 위주의 BR 가격 하락폭이 상대적으로 크다는 점을 고려할 때, 시장 안정화에 따른 수요 회복은 다소 더딜 것으로 전망된다. 또한 페놀유도체 부문도 주요 제품인 BPA 가격이 오르지 못하는 상태에서 원재료 Benzene 가격의 상승으로 마진율이 하락할 것으로 판단된다. 이에 따라 기존 영업이익 추정치 624억원에 비해서는 2.1% 하향 조정하였다.</p>
4Q12 영업이익 전분기 대비 35.0% 증가 전망	<p>4분기 매출액 및 영업이익은 전분기 대비 각각 3.1%, 35.0% 증가한 1조 5,198억원, 825억원을 기록할 것으로 전망된다. 다운스트림 업체들의 수요 위축이 지속되는 가운데, 계절적 비수기 등에 따른 수요 부진이 맞물리는 악조건하에서도 9월 및 11월경 완공될 것으로 예상되는 SBR 110kt 및 SBR 60kt의 증설 효과로 마진 개선이 이루어질 것으로 예상되기 때문이다. 현재 수준의 스프레드를 고려할 때, 4분기 영업이익의 8.6%의 비중을 차지할 것으로 예상되며, 수요 회복에 따른 스프레드 확대시 수익 반영 비중은 더욱 확대될 여지가 있음에 주목할 필요가 있다.</p>
연간 영업실적 하향 조정	<p>연결기준 연간 영업실적은 하향된 분기 영업실적을 반영하여 조정하였다. 2012년 및 2013년 매출액은 기존 추정치 대비 각각 2.5%, 6.6% 하향한 6조 2,010억원, 6조 4807억원으로, 2012년 및 2013년 영업이익은 기존 추정치 대비 각각 7.7%, 9.2% 하향한 3,016억원, 4,248억원으로 조정하였다.</p>

[도표 58] 연결기준 분기 영업실적 전망 (단위: 억원, %, %p)

구분	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	추정치	차이(%)	4Q12E
평균환율	1,120	1,084	1,083	1,145	1,131	1,152	1,129	1,129	0.0	1,107
기말환율	1,107	1,078	1,180	1,153	1,138	1,154	1,131	1,131	0.0	1,109
매출액	16,002	17,077	16,603	14,892	16,226	15,840	14,747	15,214	-3.1	15,198
합성고무	7,876	9,818	9,456	8,209	8,708	8,567	7,471	7,891	-5.3	7,832
합성수지	3,458	3,236	2,741	3,029	3,420	3,227	3,202	3,104	3.2	3,065
기타	4,668	4,023	4,406	3,654	4,098	4,046	4,074	4,219	-3.4	4,301
매출원가	12,620	13,914	14,231	13,338	14,522	15,136	13,678	14,120	-3.1	13,665
판관비	483	478	469	650	485	442	412	425	-3.2	663
기타수익	186	433	634	757	246	206	189	191	-1.0	179
기타비용	221	357	345	1,055	172	180	236	236	-0.2	224
영업이익	2,863	2,761	2,192	606	1,293	288	611	624	-2.1	825
세전이익	2,773	2,737	1,409	665	1,323	97	454	467	-2.8	683
순이익	2,073	1,905	946	514	1,032	103	354	364	-2.8	533
영업이익률(%)	17.9	17.9	16.2	13.2	4.1	8.0	4.1	1.8	2.3	5.4
세전이익률(%)	17.3	17.3	16.0	8.5	4.5	8.2	3.1	0.6	2.5	4.5
순이익률(%)	13.0	11.2	5.7	3.5	6.4	0.7	2.4	2.4	0.0	3.5
지배주주지분	1,962	1,790	900	404	1,016	89	332	342	-2.9	525
지분율(%)	94.6	94.0	95.2	78.6	98.5	86.1	93.8	93.8	0.0	98.5

QoQ(%)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E	
매출액			6.7	-2.8	-10.3	9.0	-2.4	-6.9	3.1
합성고무			24.7	-3.7	-13.2	6.1	-1.6	-12.8	4.8
합성수지			-6.4	-15.3	10.5	12.9	-5.6	-0.8	-4.3
기타			-13.8	9.5	-17.1	12.1	-1.3	0.7	5.6
매출원가			10.3	2.3	-6.3	8.9	4.2	-9.6	-0.1
판관비			-1.1	-1.9	38.7	-25.4	-8.8	-6.9	61.2
기타수익			132.9	46.2	19.4	-67.5	-16.1	-8.4	-5.1
기타비용			61.6	-3.3	205.5	-83.7	4.9	30.9	-4.8
영업이익			-3.6	-20.6	-72.4	113.5	-77.7	112.1	35.0
세전이익			-1.3	-48.5	-52.8	99.1	-92.7	369.2	50.6
순이익			-8.1	-50.3	-45.7	100.8	-90.0	243.7	50.6
영업이익률(%p)			-1.7	-3.0	-9.1	3.9	-6.2	2.3	1.3
세전이익률(%p)			-1.3	-7.5	-4.0	3.7	-7.5	2.5	1.4
순이익률(%p)			-1.8	-5.5	-2.2	2.9	-5.7	1.7	1.1

YoY(%)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E
매출액					1.4	-7.2	-11.2	2.1
합성고무					10.6	-12.7	-21.0	-4.6
합성수지					-1.1	-0.3	16.8	1.2
기타					-12.2	0.6	-7.5	17.7
매출원가					15.1	8.8	-3.9	2.5
판관비					0.4	-7.5	-12.2	2.1
기타수익					32.2	-52.4	-70.2	-76.3
기타비용					-22.4	-49.6	-31.8	-78.7
영업이익					-54.8	-89.6	-72.1	36.2
세전이익					-52.3	-96.5	-67.8	2.8
순이익					-50.2	-94.6	-62.6	3.7
영업이익률(%p)					-9.9	-14.3	-9.1	1.4
세전이익률(%p)					-9.2	-15.4	-5.4	0.0
순이익률(%p)					-6.6	-10.5	-3.3	0.1

주: 1) 추정치는 당사 추정치 기준, 2) 발표 영업이익 기준, 3) 시장 예상치: 매출액 1조 5,617억원, 영업이익 1,024억원

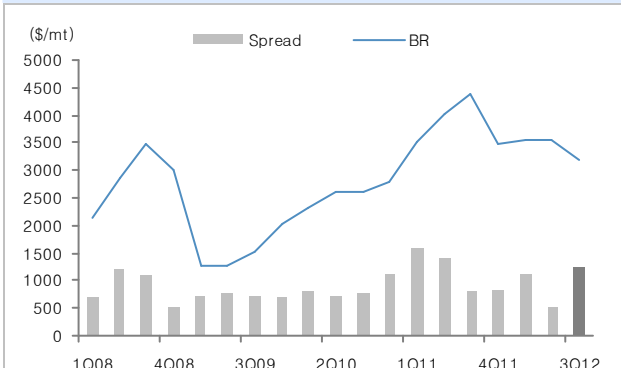
자료: 금호석유, Fn-guide, IM투자증권 리서치센터

[도표 59] 연결기준 연간 영업실적 전망 (단위: 억원, %, %p)

구분	2011	2012E				2013E			
		변경	기존	차이(%)	YoY(%)	변경	기존	차이(%)	YoY
평균환율	1,108	1,130	1,130	0.0	2.0	1,054	1,054	0.0	-6.7
기말환율	1,153	1,109	1,109	0.0	-3.8	1,025	1,025	0.0	-7.6
매출액	64,574	62,010	63,601	-2.5	-4.0	64,807	69,377	-6.6	4.5
합성고무	35,359	32,578	34,046	-4.3	-7.9	33,297	37,655	-11.6	2.2
합성수지	12,464	12,914	12,888	0.2	3.6	13,067	13,266	-1.5	1.2
기타	16,751	16,518	16,668	-0.9	-1.4	18,443	18,456	-0.1	11.7
매출원가	54,103	57,002	58,282	-2.2	5.4	58,224	62,225	-6.4	2.1
판매비	2,080	2,002	2,064	-3.0	-3.7	2,171	2,322	-6.5	8.4
기타수익	2,010	821	828	-0.8	-59.2	639	658	-2.9	-22.2
기타비용	1,979	811	814	-0.3	-59.0	802	811	-1.1	-1.2
영업이익	8,422	3,016	3,269	-7.7	-64.2	4,248	4,677	-9.2	40.8
세전이익	7,584	2,556	2,811	-9.1	-66.3	3,853	4,298	-10.3	50.7
순이익	5,438	2,022	2,220	-8.9	-62.8	3,006	3,353	-10.4	48.7
영업이익률(%)	13.0	4.9	5.1	-0.2	-8.2	6.6	6.7	-0.1	1.7
세전이익률(%)	11.7	4.1	4.4	-0.3	-7.6	5.9	6.2	-0.3	1.8
순이익률(%)	8.4	3.3	3.5	-0.2	-5.2	4.6	4.8	-0.2	1.4
지배주주지분	5,056	1,962	2,157	-9.1	-61.2	2,960	3,302	-10.3	50.9
지분율(%)	93.0	97.0	97.1	-0.1	4.1	98.5	98.5	0.0	1.5

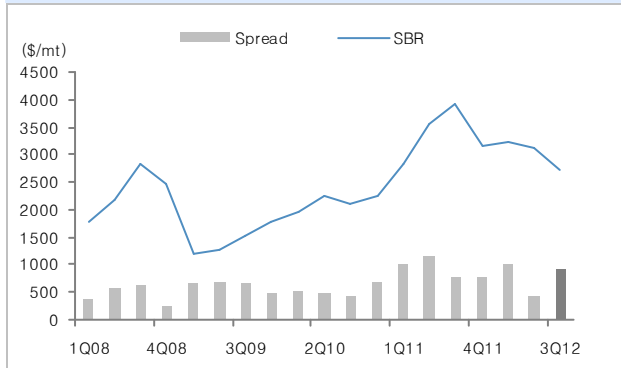
주: 발표 영업이익 기준
 자료: 금호석유, IM투자증권 리서치센터

[도표 60] Quarterly BR Price & Spread trend (1개월 레깅)



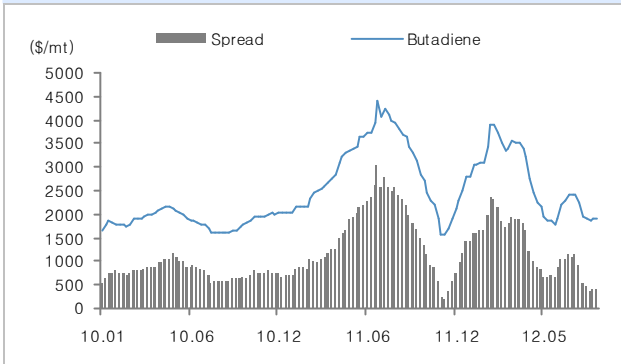
자료: KITA, IM투자증권 리서치센터

[도표 61] Quarterly SBR Price & Spread trend (1개월 레깅)



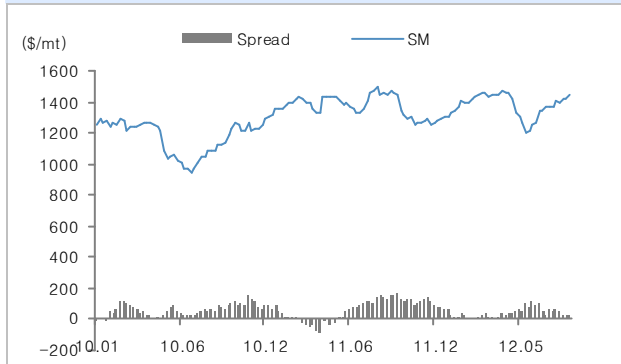
자료: KITA, IM투자증권 리서치센터

[도표 62] Weekly BD Price & Spread trend



자료: Cischem, IM투자증권 리서치센터

[도표 63] Weekly SM Price & Spread trend



자료: Cischem, IM투자증권 리서치센터

Financial Statement & Ratio

(십억원, 원, 배, %)

Income Statement	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	4,957	6,457	6,201	6,481	7,206
매출원가	4,234	5,410	5,700	5,822	6,436
매출총이익	723	1,047	501	658	771
판매비와관리비	163	208	200	217	241
EBITDA	710	994	464	643	750
조정영업이익	560	839	301	441	530
발표영업이익	571	842	302	425	517
비영업손익	(77)	(84)	(46)	(39)	(10)
이자손익	(139)	(131)	(94)	(92)	(88)
외환관련손익	3	(26)	(86)	(62)	(45)
관계기업투자등 투자손익	85	73	68	73	89
기타	(13)	25	(4)	7	7
세전계속사업이익	483	758	256	385	507
계속사업법인세비용	137	215	53	85	111
계속사업이익	346	544	202	301	395
중단사업이익	0	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	346	544	202	301	395
지배주주	316	506	196	296	389
비지배주주	30	38	6	5	6

Balance Sheet	2010	2011	2012E	2013E	2014E
비유동자산	2,718	2,656	2,928	3,114	3,244
장기금융자산	566	402	407	407	407
관계기업투자등	203	270	326	399	488
감가상각자산	1,042	1,204	1,283	1,397	1,442
기타	908	780	912	911	907
유동자산	1,403	2,058	1,959	2,168	2,487
현금 및 현금성자산	151	505	341	360	538
단기금융자산	47	33	30	30	30
매출채권 및 기타채권	741	920	918	1,028	1,110
재고자산	450	582	652	730	788
기타	13	18	18	20	22
자산총계	4,121	4,714	4,886	5,281	5,731
비유동부채	988	444	522	577	611
장기금융부채	955	367	369	369	369
기타	16	58	132	185	218
유동부채	2,240	2,713	2,643	2,721	2,778
매입채무 및 기타채무	523	661	558	625	675
단기금융부채	1,599	1,935	1,996	1,996	1,996
기타	118	116	89	100	108
부채총계	3,228	3,157	3,165	3,297	3,390
지배주주지분	826	1,448	1,605	1,863	2,214
자본금	142	167	167	167	167
자본잉여금	79	265	265	265	265
이익잉여금	572	1,047	1,178	1,418	1,752
비지배주주지분	68	109	116	121	128
자본총계	893	1,557	1,721	1,984	2,342

자료: 금호석유, IM투자증권 리서치센터

Cash Flow Statement	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동으로 인한 현금흐름	562	766	236	480	582
당기순이익(손실)	346	544	202	301	395
비현금수익비용가감	374	514	335	378	383
유형자산감가상각비	138	146	154	192	208
무형자산상각비	11	9	9	10	11
운전자본증감	(132)	(196)	(256)	(113)	(84)
매출 및 기타채권의 (증가)감소	(60)	(110)	(28)	(110)	(82)
매입 및 기타채무의 증가(감소)	(19)	57	(127)	67	50
법인세납부	(26)	(95)	(45)	(85)	(111)
투자활동으로 인한 현금흐름	(100)	(218)	(334)	(302)	(245)
유형자산처분(취득)	(230)	(291)	(358)	(306)	(253)
금융자산감소(증가)	(65)	57	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	(418)	(194)	(66)	(159)	(159)
금융부채증가(감소)	(286)	(51)	115	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	(23)	(50)	(56)	(56)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
순현금흐름	45	354	(164)	19	178
기초현금	106	151	505	341	360
기말현금	151	505	341	360	538

Valuation Indicators(원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS	11,109	15,097	5,858	8,839	11,622
EBITDAPS	24,947	29,667	13,846	19,202	22,386
CFPS	16,359	19,712	10,726	14,870	18,184
BPS	27,415	42,185	46,974	54,804	65,447
DPS	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000

Valuation Multiples (x)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
PER	8.1	11.1	20.4	13.5	10.3
EV/EBITDA	6.8	7.2	12.7	9.1	7.6
PCR	5.5	8.5	11.1	8.0	6.6
PSR	0.5	0.9	0.6	0.6	0.6
PBR	3.3	4.0	2.5	2.2	1.8

Financial Ratio (%)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액증가율	(28.1)	30.3	(4.0)	4.5	11.2
조정영업이익증가율	407.7	49.7	(64.2)	46.7	20.1
순이익증가율	흑전	60.0	(61.2)	50.9	31.5
유동비율	62.6	75.9	74.1	79.7	89.5
순차입금비율	263.8	113.3	115.9	99.6	76.8
부채비율	361.4	202.8	183.9	166.2	144.8
조정영업이익률	11.3	13.0	4.8	6.8	7.4
EBITDA Margin	14.3	15.4	7.5	9.9	10.4
ROA	5.3	12.3	4.2	5.9	7.2
ROE	49.1	44.5	12.9	17.1	19.1
ROIC	9.9	23.5	8.3	10.7	12.2
Payout Ratio	7.3	11.1	28.5	18.9	14.4