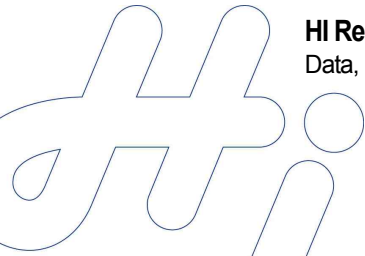


HI Research Center
Data, Model & Insight



석유화학/정유
이희철 (2122-9199)
chemlee@hi-ib.com

화학스몰캡
이명현 (2122-9206)
mr.lee@hi-ib.com

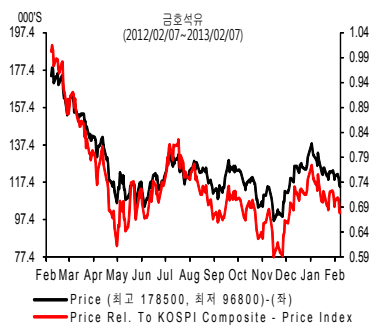
Buy (Maintain)

목표가(6M) **170,000원**
증가(2013/02/07) **115,000원**

Stock Indicator

자본금	1,675 억원
발행주식수	3,349만주
시가총액	35,833억원
외국인지분율	12.10%
배당금(2011)	2,000원
EPS(2012E)	3,598 원
BPS(2012E)	45,231 원
ROE(2012E)	8.1 %
52주 주가	96,800~178,500원
60일평균거래량	220,025주
60일평균거래대금	261.8억원

Price Trend



금호석유(011780)

점진적 턴어라운드 예상. 합성고무는 여름시즌 기대

■ 4Q12 Review: 합성고무 부진과 계열사 악화로 저조한 실적 시현

동사의 '12년 영업이익은 전년대비 73.3% 감소한 것으로 나타났다. 전체 외형도 수요침체에 따른 평가하락 및 가동률 조절 영향으로 전년대비 8.9% 감소했다. 지난 4Q에도 '12.1Q 이후로 이어져 오던 부진세가 지속되면서 영업익 기준으로 307억원을 기록하는데 그쳤다. 주력사업인 합성고무는 경기침체 영향으로 글로벌 타이어 수요, 특히 교체용(RE) 침체가 지속되면서 BR 가동률이 80% 내외에 머물러 영업이익률이 2%에 불과했다. 합성수지도 지난 4Q에는 비수기 영향으로 2% 내외의 이익률을 기록하는데 그쳤으며, 특히 페놀유도체(금호P&B)는 수요 부진과 공급과잉의 이중고로 인해 적자폭이 커지면서 전체 실적 부진을 심화시켰던 것으로 보인다. '12.4Q 지분법이익은 128억원으로 전분기(175억원) 대비 둔화되었으나 이는 금호폴리켐과 금호미쓰이화학의 10월 정기보수에 따른 일시적 영향 때문이다. 한편 지난 4Q에는 세전이익이 적자를 기록했는데, 이는 대우건설 및 CJ대한통운 등 보유지분 평가차손(600억대) 인식에 따른 것이다.

■ 금년 1Q보다는 2Q 기대. 여름시즌부터 타이어 수요 본격 호전 전망

최근 주원료인 부타디엔(BD)의 현물시장 가격이 1900불대에 근접하면서 저점대비 점차 뚜렷한 회복세를 나타내고 있다. 통상 BD 상승은 이의 주수요처인 합성고무의 수요 증대와 평가 상승을 수반하는 경향이 있었으나, 현재는 상대적으로 합성고무의 가격 상승세가 매우 더딘 상황이다. 이는 작년 연말의 부진한 수요 상황이 이어지고 있기 때문이다. 최근 국내외 합성고무 업체의 가동률이 재차 하락하고 있는 것으로 보인다. 다만 미국 및 중국 등의 경기지표가 점차 호전되고 있고, 미국의 자동차 주행거리 및 중국의 휘발유 수요증가율이 개선되고 있다는 점 등에서, 금년 2Q 이후에는 이러한 효과가 가시화될 것으로 판단된다. 미국 및 중국 등의 과거 신차판매 추이를 감안하면, '13년 하반기 ~ '14년 상반기 사이에 본격 호전 국면으로 진입할 가능성이 높다. 특히 중국의 미국향 타이어수출 증가, 동남아 수요 호전 등을 감안하면 합성고무(SBR/BR) CAPA 글로벌 1위인 동사의 수혜가 예상된다. 다만 당분간 급격한 수요 증가 가능성이 높지 않다는 점과 중국 Sinopec 등의 신증설 등은 다소 부담 요인이다.

■ 적극적 투자 속에 고부가제품 확대. 단기 관점 보다는 긴 안목 필요

SSBR(금호석유), EPDM(금호폴리켐) 등 고부가 화학제품에 대한 투자를 확대하고 있어 향후 제품마진이 향상될 전망이다. 또한 CAPA를 배증할 예정인 에너지(열병합발전)는 '15년 이후 2500억원 내외의 영업익을 창출할 수 있을 전망이다. 타이어 및 합성고무 업황이 여름시즌에 다가갈수록 호전될 것이라는 점과 적극적인 신증설 투자로 경쟁력이 향상되고 있다는 점에서, 긴 안목을 가지고 접근하는 전략이 바람직해 보인다.



동 자료는 '금융투자회사의 영업 및 업무의 관한 규정'에 관한 규정 중 제2장 조사 분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다.

<표1> 금호석유(011780) 영업실적 전망

(단위:억원, %)

구분	2012년				2013년				FY11	FY12E	FY13E	FY14E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE				
매출액	16,226	15,840	14,317	12,454	14,636	16,185	17,786	18,716	64,574	58,837	67,322	76,181
합성고무	8,709	8,567	6,928	6,174	7,028	8,115	9,447	9,986	35,359	30,377	34,576	40,886
합성수지	3,420	3,227	3,371	2,871	2,968	3,259	3,438	3,452	12,464	12,889	13,118	13,714
기타(에너지 등)	1,185	1,334	1,273	1,257	1,307	1,285	1,362	1,403	4,530	5,049	5,356	6,115
페놀유도체	2,899	2,712	2,743	2,152	3,334	3,526	3,538	3,874	12,221	10,506	14,272	15,467
영업이익	1,219	261	452	307	536	1,031	1,802	1,946	8,422	2,239	5,315	7,505
영업이익률(%)	7.5	1.6	3.2	2.5	3.7	6.4	10.1	10.4	13.0	3.8	7.9	9.9
세전이익	1,323	97	443	-523	673	1,168	1,939	2,083	7,584	1,340	5,863	8,029
지배주주 순이익	1,016	89	406	-230	479	832	1,382	1,484	5,056	1,205	4,178	5,720
증감률(YoY,%)												
매출액	1.4	-7.2	-13.8	-16.4	-9.8	2.2	24.2	50.3	30.3	-8.9	14.4	13.2
영업이익	-57.4	-90.5	-79.4	-49.3	-56.0	295.0	298.7	533.7	47.5	-73.4	137.4	41.2
지배주주 순이익	-48.2	-95.0	-54.9	-157.0	-52.8	838.7	240.7	-744.6	-76.2	246.7	36.9	19.5
증감률(QoQ,%)												
매출액	9.0	-2.4	-9.6	-13.0	17.5	10.6	9.9	5.2				
영업이익	101.5	-78.6	73.2	-32.1	74.5	92.4	74.8	7.9				

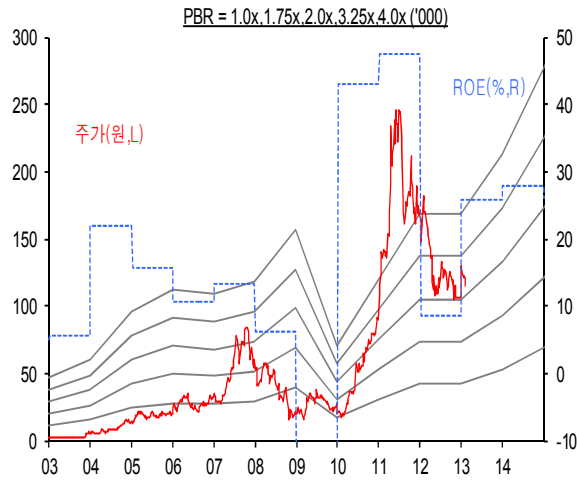
자료: 금호석유화학, 하이투자증권

<표2> 금호석유 및 자회사 신증설 가동 효과 분석

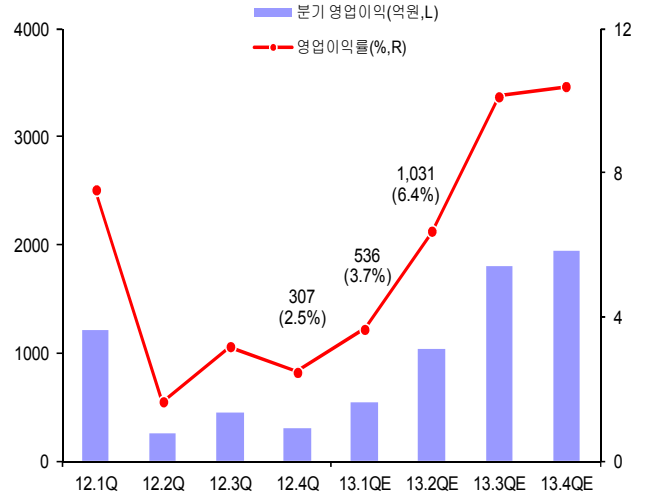
(단위:MT/y, 억원)

구분		연도별 신증설 효과	
		2013	2014
금호석유	SBR	110,000	
	S-SBR	60,000	
금호 P&B	BPA	150,000	
	페놀		300,000
	아세톤		185,000
금호폴리캠	EP(D)M		60,000
금호미쓰이	MDI	50,000	
추정 매출증대 효과	단순합산 (억원)	8,594	9,146

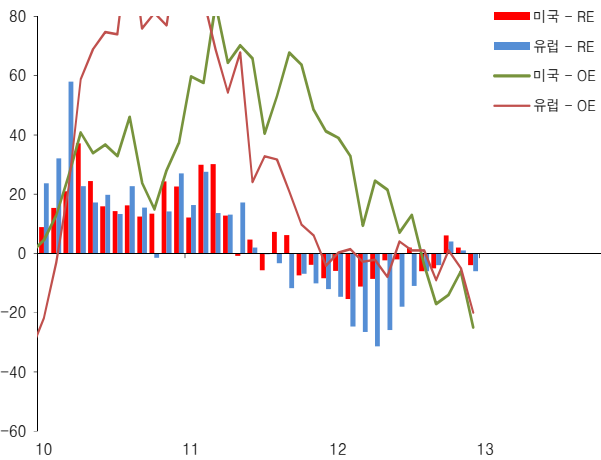
<그림 1> 금호석유 PBR 밴드와 주가 및 ROE



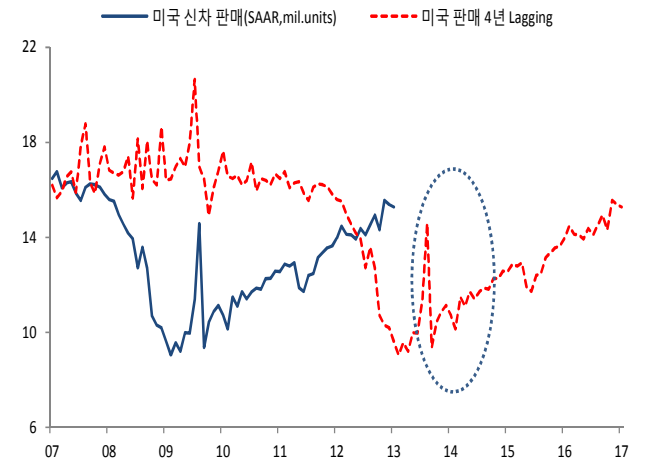
<그림 2> 금호석유 분기 영업이익 및 영업이익률 추이(전망)



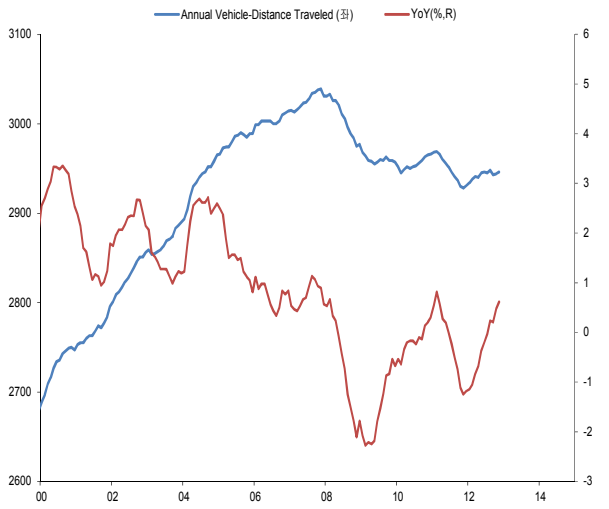
<그림 3> 미국/유럽 트럭타이어 수요 증가율



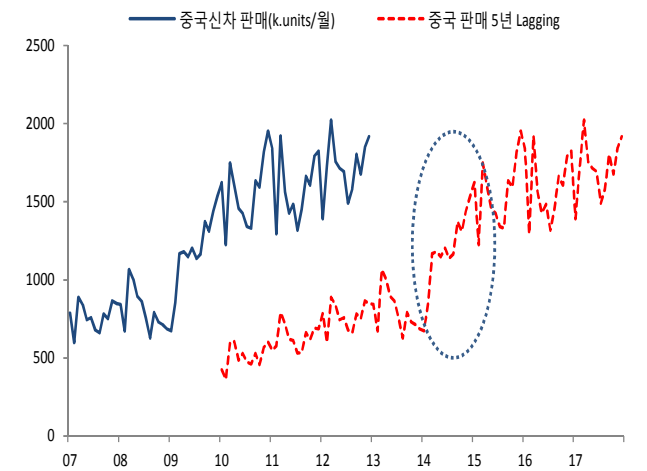
<그림 4> 미국 타이어시장: '13년 이후 회복이 기대되는 RE 수요



<그림 5> 미국 차량 주행거리: 다시 늘어나고 있는 주행거리

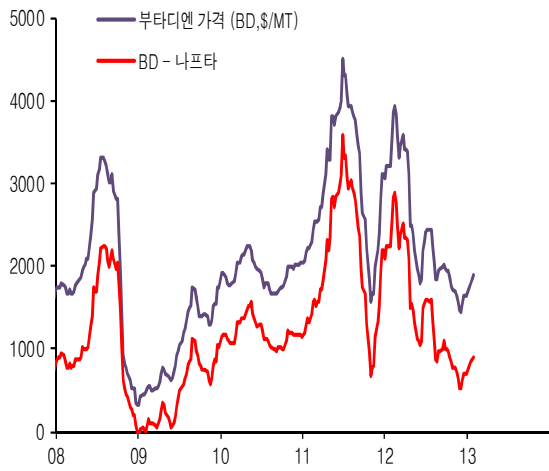


<그림 6> 중국 타이어시장: '14 년경부터 본격 회복 기대되는 RE 수요

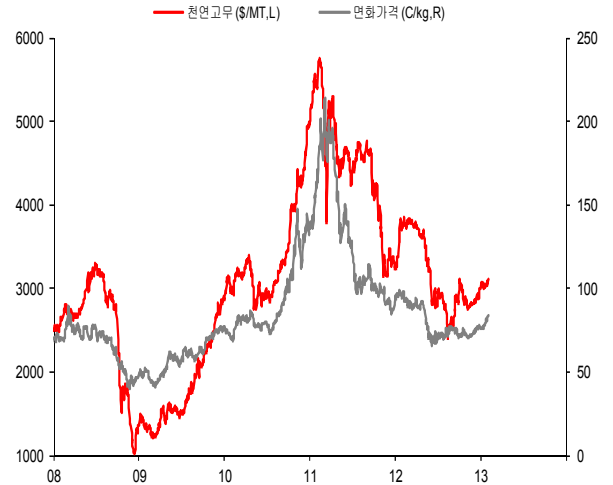


자료: Dataguide, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

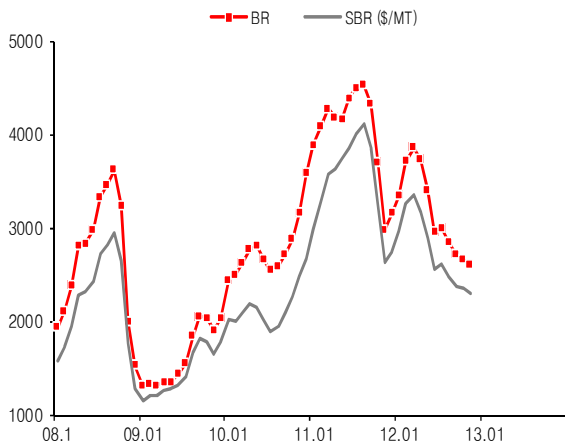
<그림 7> 부타디엔(BD) 가격과 나프타대비 스프레드 추이



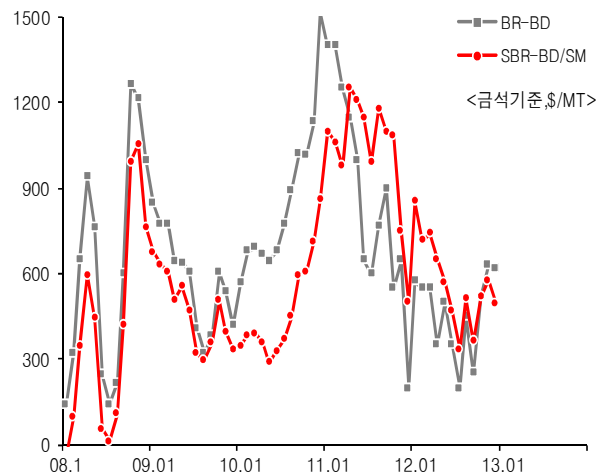
<그림 8> 천연소재(고무, 면화) 가격 추이



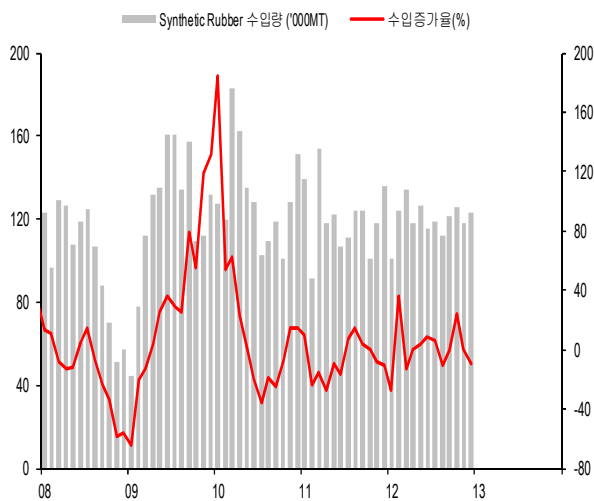
<그림 9> 합성고무(BR/SBR) 가격 추이



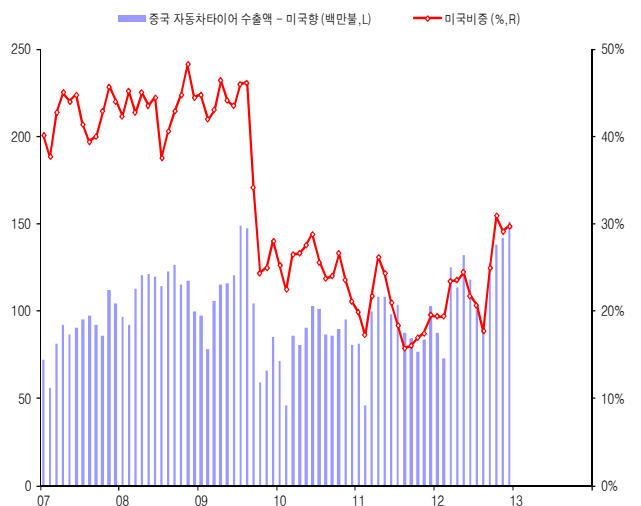
<그림 10> 합성고무 스프레드 추이(추정)



<그림 11> 중국 합성고무 수입 증가율



<그림 12> 중국 타이어의 미국향 수출액 및 비중 추이



자료: 자료: Platts, Bloomberg, 금호석유, 하이투자증권 리서치센터

IFRS 연결 추정 재무제표

재무상태표

(단위:억원)

	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	20,581	14,502	15,384	17,812
현금 및 현금성자산	5,051	1,305	620	1,106
단기금융자산	332	381	436	494
매출채권	9,205	7,355	8,079	9,142
재고자산	5,816	5,299	6,063	6,861
비유동자산	26,561	29,859	30,777	32,473
유형자산	19,224	20,775	21,693	22,638
무형자산	352	1,066	1,066	1,066
자산총계	47,142	44,361	46,161	50,285
유동부채	27,132	24,135	22,471	21,472
매입채무	7,210	6,569	7,742	8,761
단기차입금	7,875	7,481	7,107	6,752
유동성장기부채	11,228	9,228	6,728	5,028
비유동부채	4,440	3,920	3,401	2,873
사채	996	496	496	496
장기차입금	2,652	2,652	2,152	1,642
부채총계	31,572	28,055	25,872	24,345
지배주주지분	14,477	15,149	18,912	24,262
자본금	1,675	1,675	1,675	1,675
자본잉여금	2,653	2,653	2,653	2,653
이익잉여금	10,469	11,140	14,903	20,253
기타자본항목	-402	-402	-402	-402
비지배주주지분	1,094	1,157	1,377	1,678
자본총계	15,571	16,306	20,289	25,940

현금흐름표

(단위:억원)

	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동 현금흐름	6,695	4,695	7,367	8,978
당기순이익	5,438	1,268	4,397	6,021
유형자산감가상각비	1,460	1,698	1,753	1,727
무형자산상각비	85	85	260	260
지분법관련손실(이익)	728	670	905	995
투자활동 현금흐름	-2,460	-3,677	-1,538	-2,316
유형자산의 처분(취득)	3	502	828	828
무형자산의 처분(취득)	72	-800	-260	-260
금융상품의 증감	2,797	-3,696	-630	542
재무활동 현금흐름	-690	-3,390	-3,751	-2,898
단기금융부채의증감	-19			
장기금융부채의증감	-609			
자본의증감				
배당금지급	-230	-559	-597	-634
현금및현금성자산의증감	3,543	-3,746	-685	485
기초현금및현금성자산	5,508	5,051	1,305	620
기말현금및현금성자산	1,051	1,305	620	1,106

자료 : 금융석유, 하이투자증권 리서치센터

주) 영업이익은 회사발표 기준, 주요투자지표는 지배주주귀속분 기준

포괄손익계산서

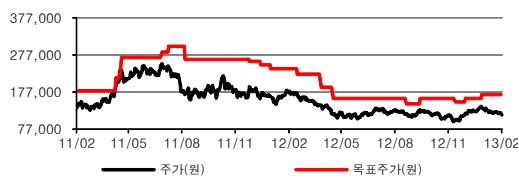
(단위:억원, %)

	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	64,574	58,837	67,322	76,181
증가율(%)	30,3	-8,9	14,4	13,2
매출원가	54,103	54,554	59,759	66,203
매출총이익	10,470	4,283	7,563	9,978
연구개발비	314	361	404	445
판매비와관리비	2,080	2,044	2,248	2,473
기타영업수익	2,010	-344	-344	-344
기타영업비용	1,979	-344	-344	-344
영업이익	8,422	2,239	5,315	7,505
증가율(%)	47,5	-73,4	137,3	41,2
영업이익률(%)	13,0	3,8	7,9	9,9
이자수익	89	106	41	40
이자비용	1,402	1,079	793	619
지분법이익(손실)	728	670	905	995
기타영업외손익		-704		
세전계속사업이익	7,584	1,340	5,863	8,029
법인세비용	2,146	72	1,466	2,007
세전계속이익률(%)	11,7	2,3	8,7	10,5
당기순이익	5,438	1,268	4,397	6,021
순이익률(%)	8,4	2,2	6,5	7,9
지배주주귀속 순이익	5,056	1,205	4,178	5,720
기타포괄이익	-733	-650	100	100
총포괄이익	4,705	618	4,497	6,121
지배주주귀속총포괄이익	4,375	587	4,273	5,815

주요투자지표

	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)				
EPS	15,097	3,598	12,473	17,080
BPS	43,226	45,231	56,468	72,442
CFPS	19,712	8,922	18,486	23,014
DPS	2,000	2,150	2,300	2,450
Valuation(배)				
PER	11,1	32,0	9,2	6,7
PBR	3,9	2,5	2,0	1,6
PCR	8,5	12,9	6,2	5,0
EV/EBITDA	7,0	13,4	7,0	5,1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	44,0	8,1	24,5	26,5
EBITDA 이익률	15,4	6,8	10,9	12,5
부채비율	218,1	185,2	136,8	100,3
순부채비율	-122,3	-122,5	-83,9	-52,8
매출채권회전율(x)	8,3	7,1	8,7	8,8
재고자산회전율(x)	9,9	9,8	10,5	10,2

주가와 목표주가의 추이



투자등급 추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2013-01-03	Buy	170,000	2012-02-21	Buy	225,000	2011-07-04	Buy	285,000
2012-12-06	Buy	160,000	2012-01-06	Buy	240,000	2011-04-25	Buy	270,000
2012-11-19	Buy	150,000	2011-12-20	Buy	250,000	2011-04-15	Buy	215,000
2012-09-19	Buy	160,000	2011-12-01	Buy	260,000	2011-02-10	Buy	180,000
2012-08-27	Hold	145,000	2011-10-14	Buy	265,000			
2012-04-23	Buy	160,000	2011-08-12	Buy	265,000			
2012-04-02	Buy	190,000	2011-07-15	Buy	300,000			

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶회사는 해당 종목에 1%이상 보유하고 있지 않습니다. ▶금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다. ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다. ▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 이희철, 이명현\)](#)
본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주의하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자등급은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
-Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 증가대비 +15%미만, -15%미만 -Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
- 2.산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)