



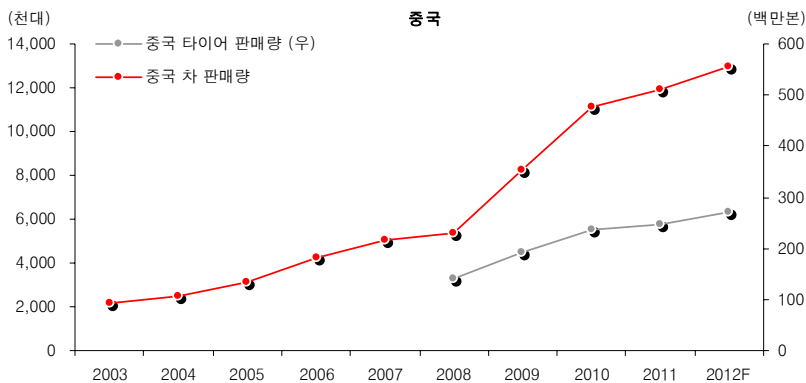
금호석유화학(011780.KS)

화학/에너지 박진희
Tel. 368-6170 / jhkwak@eugenefn.com

중국 타이어 교체 사이클 시작으로 금호석유 긍정적

- 증설효과와 기저효과가 동시에 반영되는 2013년**
 금호석유화학의 2013년 동사 매출액은 20.6% 증가하고, 영업이익은 105% 증가한 5,556 억원으로 개선될 전망이다. 중국을 중심으로 한 타이어 수요 증가로 합성고무 시황 회복이 예상되며 이에 따라 증설효과(SSBR, EPDM, MDI, BPA)와 기저효과 모두 예상되는 금호석유화학이 긍정적이다. 동사를 2013년 석유화학업종 최선호 종목으로 추천하며, 투자의견 BUY와 목표주가 16.4만원을 유지한다.
- 중국 타이어 교체 사이클 진입에 따라 합성고무 수요 증가할 전망**
 2005년부터 본격적으로 증가했던 중국 자동차 판매량은 2010년에 연 천만대 이상 판매되며 큰 성장을 보였다. 그리고 2012년 휘발유 소비 증가를 통해 추정해볼 때, 중국 자동차 한대당 운행 거리는 연 18,270km이며 이에 따라 타이어 교체 사이클 진입이 예상된다. 중국 동부 연안을 우선으로 타이어 교체 시작에 따라 글로벌 합성고무 1위 업체인 동사 수혜가 예상된다.
- 주력 제품 증설로 영업이익의 7% 증가 효과 예상**
 동사는 2012년말 SBR 11만톤과 SSBR 6만톤을 증설했고, 금호피앤비는 BPA 15만톤 증설을 연말 완료하게 된다. 자회사 금호폴리켐은 고수익성 제품인 EPDM 6만톤을 2013년에 증설할 예정이다. BPA는 공급 과잉으로 수익성이 낮을 것으로 예상하나 SSBR, EPDM을 중심으로 물량 증가로 매출액 13% 증가, 영업이익의 7% 증가 효과가 예상된다.

중국 타이어 교체 수요 증가에 따라 합성고무 1위 업체인 금호석유화학 수혜 예상



자료: 유진투자증권

BUY(유지)

현재주가(11/7) 115,000원
목표주가(12M, 유지) 164,000원

Key Data	(기준일: 2012. 11. 7)
KOSPI(pt)	1,937.6
KOSDAQ(pt)	518.5
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	3,503.8
52주 최고/최저(원)	196,000 / 102,000
52주 일간 Beta	1.40
발행주식수(천주)	30,468
평균거래량(3M, 천주)	182
평균거래대금(3M, 백만원)	21,619
배당수익률(12F, %)	1.7
외국인 지분율(%)	11.3
주요주주 지분율(%)	
박철원의 5인	23.7
한국산업은행	14.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.3	-8.7	-1.7	-37.0
KOSPI 대비 상대수익률	-2.5	-11.4	-0.7	-37.9

Financial Data

결산기(12월)	2011	2012F	2013F
매출액(십억원)	6,457.4	6,178.1	7,453.6
영업이익(십억원)	842.2	271.2	555.6
세전계속사업손익(십억원)	758.4	253.2	552.3
당기순이익(십억원)	543.8	204.7	441.8
EPS(원)	19,631	6,322	11,436
증감률(%)	5.9	-67.8	80.9
PER(배)	8.5	18.2	10.1
ROE(%)	47.4	13.5	25.0
PBR(배)	4.0	2.5	2.0
EV/EBITDA(배)	7.1	12.9	7.6

자료: 유진투자증권



2013년 중국을 중심으로 한 타이어 수요 증가가 예상되어 합성고무 시황도 개선될 전망이다. 이유는 중국 타이어 교체주기가 도래하고 있으며, 경기둔화에 따라 미루었던 교체용 타이어 수요 성장이 예상되기 때문이다.

2005년부터 본격적으로 판매되었던 중국 자동차 추이는 2010년에 연 천만대 이상 판매되면서 큰 성장을 보였다. 중국 휘발유 소비 증가를 감안할 때, 타이어 사용률은 높을 것으로 예상된다. 아래 표를 보면 중국 자동차 사용률을 100%로 가정할 시, 연 자동차 한대당 운행 거리는 18,270km이고, 사용률 70%를 가정하면 26,100km이다. 자동차 교체주기가 운행거리 기준으로 통상 3만~4만 km인 점을 감안하면 중국에서 타이어 교체가 본격적으로 시작될 전망이다. 참고로 타이어 성숙시장인 미국의 2010년 차 1대당 운행거리는 18,490km로 중국과 비슷하다.

도표 74 중국 자동차 운행거리 추정: 중국의 타이어 교체 사이클 진입에 따라 합성고무 수요 증가할 전망

중국이 보유한 자동차 사용률 100% 가정시		
휘발유 소비량 (A)	백만배럴	726.4
자동차 보유대수 (B)	백만대	87.8
배럴 → 리터 환산 계수 (C)	리터/배럴	159.984
자동차 1대당 휘발유 소비량 (D=A/B*C)	리터	1,323.9
연비 가정 (D)	km/리터	13.8
자동차 한대당 운행 거리 (C*D)	km	18,269.8

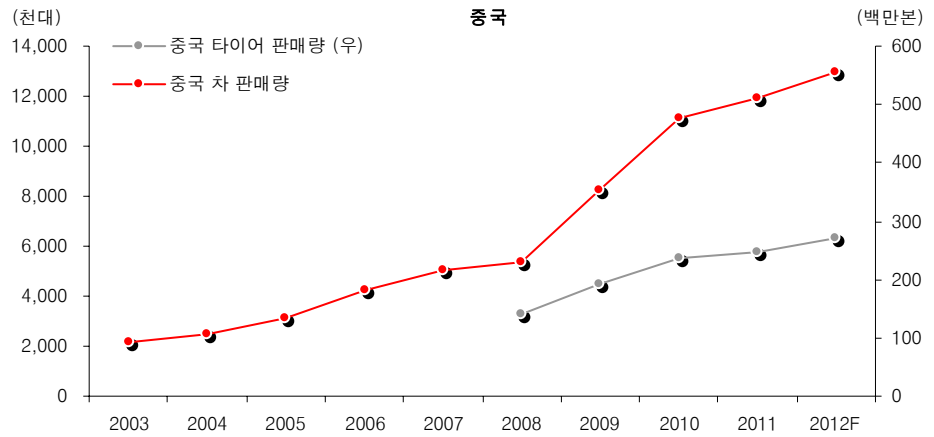
중국이 보유한 자동차 사용률 70% 가정시		
휘발유 소비량 (A)	백만배럴	726.4
자동차 보유대수 (B)	백만대	87.8
자동차 사용률	%	70.0
배럴 → 리터 환산 계수 (C)	리터/배럴	159.984
자동차 1대당 휘발유 소비량 (D=A/B*C)	리터	1,891.3
연비 가정 (D)	km/리터	13.8
자동차 한대당 운행 거리 (C*D)	km	26,099.5

자료: CEIC, 유진투자증권



중국 동부 연안을 우선으로 한 타이어 교체 사이클 진입에 따라 글로벌 합성고무 1위 업체인 금호석유화학이 가장 긍정적이다. 특히 동사는 전 사업부문에 걸쳐 주력 제품을 2012년말 증설했기 때문에 이익 개선의 효과가 클 전망이다.

도표 75 중국 자동차 판매량과 타이어 판매량 추이: 2005~2010년 자동차 판매 급증했고, 타이어 판매도 증가할 것으로 예상되어 합성고무 긍정적



자료: CEIC, 유진투자증권



도표 76 금호석유화학 그룹 증설 내용

(천톤)	제품명	현재 생산능력	증설분	계	완공시기
금호석유화학	SBR	481	110	591	2012. 9
	SSBR		60	60	2012.11
금호피앤비화학	BPA	300	150	450	2012.4Q
	MIBK	30	25	55	2012.1Q
금호폴리캠	EPDM	95	60	155	2013. 7
금호미쓰이	MDI	150	50	200	2012. 6

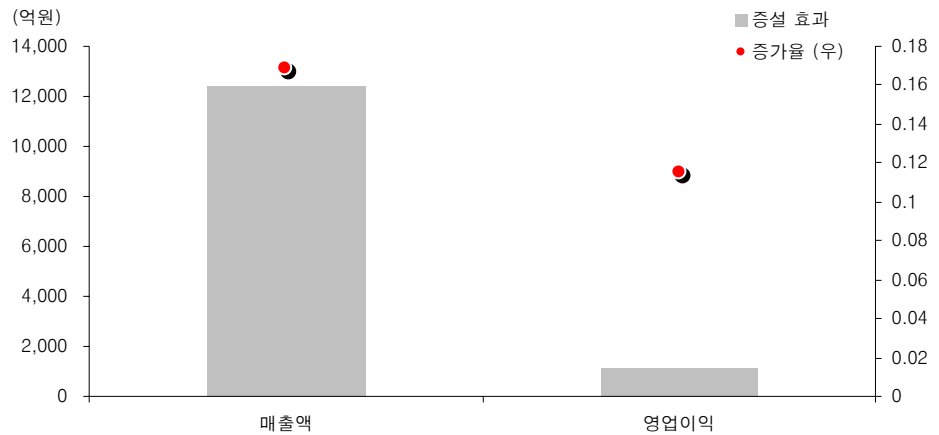
자료: 유진투자증권

도표 77 금호석유화학 증설 영향 시뮬레이션

(억원, %)	매출액 (2011년)	영업이익 (2011년)	제품명	증설분 매출액 예상	2000년 이후 평균 영업이익률	증설 설비의 normalized 영업이익 추정
금호석유화학	52,921	6,235	SBR	3,232	7.6	380
			SSBR	1,763		
금호피앤비화학	12,651	1,754	BPA	2,814	4.7	156
			MIBK	480		
금호폴리캠	4,032	1,414	EPDM	2,547	15.0	381
금호미쓰이	4,149	132	MDI	1,582	11.6	183

자료: 유진투자증권

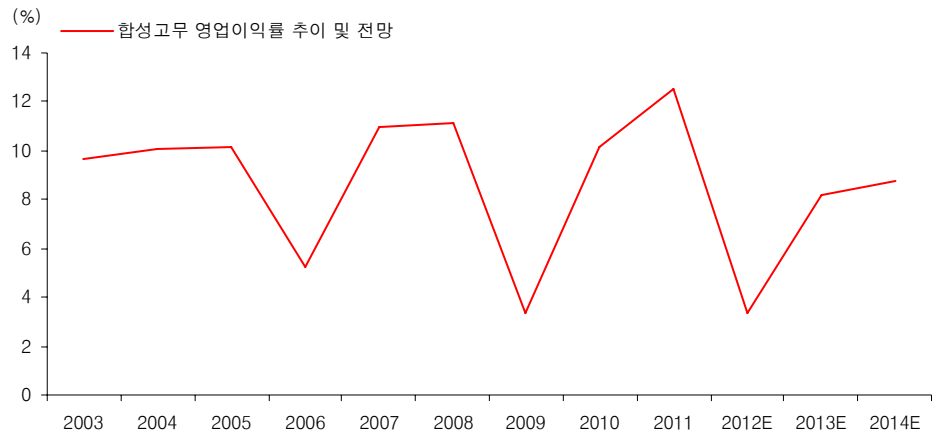
도표 78 금호석유화학 그룹 4개사 증설 효과 전망



자료: 유진투자증권



도표 79 금호석유화학 합성고무 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권



금호석유화학(011780.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
자산총계	4,395.2	4,714.2	4,985.1	5,507.4	5,970.1
유동자산	1,423.4	2,058.1	2,080.3	2,435.9	2,731.9
현금성자산	260.8	538.2	402.3	418.9	645.9
매출채권	634.1	919.9	937.1	1,128.5	1,167.3
재고자산	516.9	581.6	722.3	869.8	899.7
비유동자산	2,971.8	2,656.1	2,904.9	3,071.4	3,238.3
투자자산	812.3	698.5	754.8	785.5	817.4
유형자산	2,142.5	1,922.4	2,115.4	2,252.5	2,388.4
기타	17.1	35.2	34.6	33.4	32.5
부채총계	3,326.5	3,157.2	3,289.5	3,437.0	3,471.4
유동부채	2,205.6	2,713.2	2,809.3	2,952.5	2,982.5
매입채무	612.5	661.3	695.5	837.5	866.3
유동성이자부채	1,459.4	1,935.5	1,996.2	1,996.2	1,996.2
기타	133.7	116.4	117.6	118.8	120.0
비유동부채	1,120.9	444.0	480.2	484.5	488.9
비유동이자부채	1,086.2	366.5	369.1	369.1	369.1
기타	34.8	77.4	111.0	115.3	119.8
자본총계	1,068.7	1,557.1	1,695.6	2,070.4	2,498.7
지배지분	848.4	1,447.7	1,583.6	1,958.3	2,386.6
자본금	142.2	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	90.0	265.3	265.3	265.3	265.3
이익잉여금	446.6	1,046.9	1,183.7	1,558.4	1,986.7
기타	169.6	(31.9)	(32.8)	(32.8)	(32.8)
비지배지분	220.3	109.4	112.1	112.1	112.1
자본총계	1,068.7	1,557.1	1,695.6	2,070.4	2,498.7
총차입금	2,545.6	2,302.0	2,365.4	2,365.4	2,365.4
순차입금	2,284.8	1,763.7	1,963.1	1,946.5	1,719.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업현금	540.8	669.5	147.1	361.4	581.8
당기순이익	537.0	543.8	204.7	441.8	495.5
자산상각비	179.4	154.5	160.4	169.8	179.5
기타비현금성손익	(72.4)	(53.0)	15.7	(54.4)	(54.2)
운전자본증감	(12.6)	(196.0)	(163.8)	(195.9)	(38.9)
매출채권감소(증가)	(69.1)	(110.3)	(47.1)	(191.4)	(38.8)
재고자산감소(증가)	(76.5)	(130.3)	(139.1)	(147.5)	(29.9)
매입채무증가(감소)	8.1	56.9	11.0	142.0	28.8
기타	124.8	(12.3)	11.3	1.0	1.0
투자현금	(149.7)	(246.0)	(339.6)	(278.9)	(289.0)
단기투자자산감소	(1.4)	5.1	(4.0)	(1.2)	(1.3)
장기투자증권감소	(61.7)	51.9	18.6	30.3	29.1
설비투자	(273.8)	(291.1)	(347.5)	(298.1)	(306.9)
유형자산처분	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	1.0	(4.0)	(6.4)	(7.5)	(7.5)
재무현금	(312.1)	(69.0)	59.1	(67.1)	(67.1)
차입금증가	(298.9)	(51.3)	115.1	0.0	0.0
자본증가	(13.2)	(23.0)	(55.9)	(67.1)	(67.1)
배당금지급	13.2	23.0	55.9	67.1	67.1
현금 증감	(20.1)	354.3	(133.5)	15.4	225.7
기초현금	228.3	150.8	505.1	371.6	387.0
기말현금	208.2	505.1	371.6	387.0	612.7
Gross Cash flow	546.9	1,057.3	380.8	557.2	620.8
Gross Investment	161.0	447.1	499.3	473.5	326.6
Free Cash Flow	386.0	610.2	(118.6)	83.7	294.2

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	5,718.5	6,457.4	6,178.1	7,453.6	7,673.4
증가율(%)	(17.1)	12.9	(4.3)	20.6	2.9
매출원가	4,747.2	5,410.3	5,710.6	6,650.2	6,796.7
매출총이익	971.4	1,047.0	467.5	803.3	876.7
판매 및 일반관리비	317.5	208.0	206.4	247.7	255.1
기타영업손익	(0.0)	3.1	10.1	0.0	0.0
영업이익	653.9	842.2	271.2	555.6	621.6
증가율(%)	492.5	28.8	(67.8)	104.8	11.9
EBITDA	833.3	996.7	431.6	725.4	801.1
증가율(%)	70.4	19.6	(56.7)	68.1	10.4
영업외손익	57.0	(83.8)	(18.1)	(3.3)	(2.2)
이자수익	10.9	14.1	18.9	18.3	19.2
이자비용	141.7	140.2	104.1	99.9	99.9
지분법손익	140.9	72.8	66.1	58.7	58.7
기타영업외손익	47.0	(30.5)	1.0	19.6	19.8
세전순이익	710.9	758.4	253.2	552.3	619.3
증가율(%)	흑전	6.7	(66.6)	118.1	12.1
법인세비용	173.9	214.6	48.5	110.5	123.9
당기순이익	537.0	543.8	204.7	441.8	495.5
증가율(%)	흑전	1.3	(62.4)	115.9	12.1
지배주주지분	471.1	505.6	192.6	348.4	390.7
증가율(%)	흑전	7.3	(61.9)	80.9	12.1
비지배지분	65.9	38.1	12.1	93.4	104.8
EPS	18,529	19,631	6,322	11,436	12,824
증가율(%)	흑전	5.9	(67.8)	80.9	12.1
수정 EPS	18,529	19,631	6,119	11,232	12,620
증가율(%)	흑전	5.9	(68.8)	83.6	12.4

주요투자지표

(단위: 원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표					
EPS	18,529	19,631	6,119	11,232	12,620
BPS	28,034	42,176	46,249	57,474	70,292
DPS	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	4.9	8.5	18.2	10.1	9.0
PBR	3.2	4.0	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	5.9	7.1	13.1	7.8	6.8
배당수익률	1.1	1.2	1.7	1.7	1.7
PCR	4.7	4.6	10.1	6.9	6.2
수익성(%)					
영업이익률	11.4	13.0	4.4	7.5	8.1
EBITDA이익률	14.6	15.4	7.0	9.7	10.4
순이익률	9.4	8.4	3.3	5.9	6.5
ROE	82.0	47.4	13.5	25.0	22.8
ROIC	11.5	22.2	7.8	14.2	14.7
안정성(%)					
순차입금/자기자본	213.8	113.3	115.8	94.0	68.8
유동비율	64.5	75.9	74.0	82.5	91.6
이자보상배율	5.0	6.7	3.2	6.8	7.7
활동성(%)					
총자산회전율	0.9	1.4	1.3	1.4	1.3
매출채권회전율	6.2	8.3	6.7	7.2	6.7
재고자산회전율	7.6	11.8	9.5	9.4	8.7
매입채무회전율	5.8	10.1	9.1	9.7	9.0