



금호석유 (011780)

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

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

2013년 역재고 효과에서 재고 효과로!

매수 (유지)

주가 (2월 7일)	115,000 원
목표주가	140,000 원 (하향)
상승여력	21.7%

- ◆ 4Q12 영업이익 307억원(QoQ -32.1%)으로 부진
- ◆ 1Q13 영업이익은 576억원(QoQ +87.6%)으로 개선 기대
- ◆ 2012년 원료/제품 가격 지속 하락하면서 역재고 효과 발생, 수익성 악화 요인
- ◆ 2013년 원료/제품 가격 상승하면서 수익성 개선 기대, 증설 설비 기동도 (+)요인
- ◆ 투자의견 매수 유지, 목표주가는 140,000원으로 하향

KOSPI		1,931.77p
KOSDAQ		501.78p
시가총액		3,503.8 십억원
액면가		5,000 원
발행주식수		30.5 백만주
유동주식수		13.3 백만주(43.6%)
52 주 최고가/최저가		178,500 원/96,800 원
일평균 거래량 (60 일)		220,025 주
일평균 거래액 (60 일)		26,181 백만원
외국인 지분율		12.09%
주요주주	박찬구 외 5 인	23.98%
	한국산업은행	14.05%
절대수익률	3 개월	0.0%
	6 개월	-8.7%
	12 개월	-34.1%
KOSPI 대비	3 개월	0.3%
상대수익률	6 개월	-10.9%
	12 개월	-32.4%

4Q12 영업이익 307억원(QoQ -32.1%)으로 부진

금호석유의 4Q12 영업이익은 전분기 대비 32.1% 감소한 307억원을 기록했다. 합성고무를 포함한 모든 사업 부문의 이익이 감소했다. 합성고무의 경우 원료인 BD 및 제품 가격이 모두 하락(역재고 효과)하면서 수익성 개선에 실패했다.

합성수지의 경우 계절적 비수기 진입이, 페놀 유도체의 경우 원료인 BZ 가격 상승이 실적 부진에 영향을 미쳤다. 안정적인 수익을 보장해 주던 유틸리티 부문도 정기보수로 인해 전분기 대비 감익되었다.

1Q13 영업이익은 576억원(QoQ +87.6%)으로 개선 기대

금호석유의 1Q13 영업이익은 576억원으로 전분기 대비 87.6% 증가할 전망이다. 아직 고무 수요가 뚜렷하게 회복되는 조짐은 나타나고 있지 않지만 천연고무 가격 강세와 고무 원료인 BD 가격 회복이 긍정적인 요인이다.

원료인 BD 가격이 회복되고 대체재인 천연고무 가격이 강세를 보이고 있어 합성고무 가격도 상승할 가능성이 크다. 이 경우 재고 효과(현재의 높은 평가 vs. 1~2개월전의 낮은 평가)가 발생하면서 수익성이 개선될 수 있다.

투자의견 매수 유지, 목표주가는 140,000원으로 하향

금호석유에 대한 투자의견 매수를 유지하나 목표주가를 기존 160,000원에서 140,000원으로 하향한다. 2013년 수익예상을 하향했기 때문이다. 새로운 목표 주가는 2013년 기준 PBR 2.8배에 해당한다.

2013년 상반기 타이어/합성고무 수요 회복은 다소 더디게 진행될 수 있다. 그러나 역재고 효과로 고전했던 전년과 달리 2013년에는 재고효과가 기대된다. 또한 합성고무 증설(4Q12: SBR +11만톤, SBR +6만톤)에 따라 판매물량도 증가한다. 이에 따라 이익은 확실히 전년 대비 증가할 전망이다.

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	493.9	346.0	10,997	흑전	29,018	8.2	6.7	3.1	49.1	263.8
2011	6,457.4	809.1	728.3	544.1	17,367	57.9	43,226	9.6	7.4	3.9	44.5	113.3
2012F	5,883.7	223.9	134.0	126.8	3,534	(79.7)	45,533	36.9	14.7	2.9	8.3	91.2
2013F	6,369.4	389.2	320.2	242.7	6,676	88.9	50,538	17.2	9.1	2.3	14.3	87.5
2014F	7,166.9	597.1	556.3	421.7	11,480	72.0	60,162	10.0	6.6	1.9	21.2	73.5

금호석유 4Q12 실적 요약

(십억원, %)	4Q12P	3Q12	QoQ	4Q11	YoY	신한금융	컨센서스
매출액	1,245.4	1,431.7	(13.0)	1,489.2	(16.4)	1,424.1	1,349.4
영업이익	30.7	45.2	(32.1)	90.4	(66.0)	50.3	39.2
세전이익	(52.3)	44.3	적자전환	66.0	적자전환	63.6	30.7
순이익	(20.8)	40.6	적자전환	51.4	적자전환	40.2	21.5
영업이익률	2.5%	3.2%		6.1%		3.5%	2.9%
순이익률	-1.7%	2.8%		3.5%		2.8%	1.6%

자료: WiseFn, 금호석유, 신한금융투자

주: 세전이익 적자 전환은 약 600억원의 투자자산 평가손실(대우건설/CJ대한토운 추가 하락) 때문

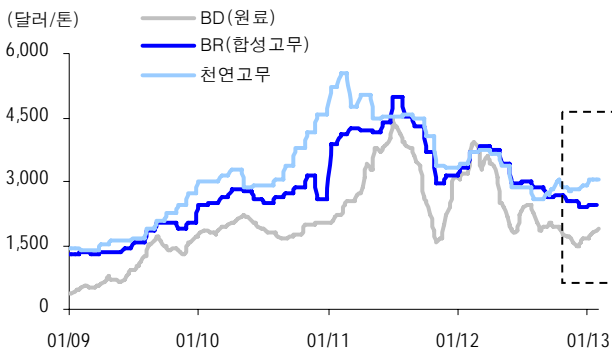
금호석유 사업 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012P	2013F
매출액	전체	1,622.6	1,584.0	1,431.7	1,245.4	1,414.6	1,553.2	1,664.5	1,737.0	6,457.4	5,883.7	6,369.4
	합성고무	870.9	856.7	692.8	617.4	678.1	747.7	814.4	892.5	3,535.8	3,037.8	3,132.7
	합성수지	342.0	322.7	337.1	287.2	391.0	407.7	395.7	375.8	1,246.7	1,289.0	1,570.2
	페놀 유도체	298.1	282.0	274.3	215.2	229.0	270.6	313.1	332.2	1,265.1	1,069.5	1,144.8
	기타	111.6	122.6	127.5	125.6	116.5	127.2	141.3	136.6	409.8	487.4	521.7
영업이익	전체	121.9	26.1	45.2	30.7	57.6	83.5	112.2	135.9	842.2	223.9	389.2
	합성고무/수지	83.4	0.5	27.3	18.1	35.4	75.3	90.4	96.5	583.2	129.4	297.6
	페놀 유도체	8.4	9.1	(2.3)	(3.2)	1.1	2.7	7.8	10.3	175.4	11.9	22.0
	기타	30.0	16.5	20.2	15.8	21.0	5.5	14.0	29.1	83.6	82.5	69.6
매출액 증가율 (분기: QoQ)	전체	9.0	(2.4)	(9.6)	(13.0)	13.6	9.8	7.2	4.4	66.2	(8.9)	8.3
	합성고무/수지	8.0	(2.8)	(12.7)	(12.2)	18.2	8.1	4.7	4.8	38.4	(9.5)	8.7
	페놀 유도체	(0.6)	(5.4)	(2.7)	(21.5)	6.4	18.2	15.7	6.1		(15.5)	7.0
	기타	69.1	9.9	4.0	(1.5)	(7.3)	9.2	11.1	(3.4)		18.9	7.0
영업이익 증가율 (분기: QoQ)	전체	101.6	(78.6)	73.2	(32.1)	87.6	45.0	34.3	21.1	134.2	(73.4)	73.8
	합성고무/수지	13.4	(99.4)	5,019.9	(33.8)	95.8	112.6	20.0	6.7	106.7	(77.8)	130.0
	페놀 유도체	4.6	8.2	적전	적지	흑전	136.4	189.2	31.6		(93.2)	84.1
	기타	흑전	(45.1)	22.6	(21.6)	32.8	(73.8)	153.9	108.2		(1.3)	(15.7)
영업이익률	전체	7.5	1.6	3.2	2.5	4.1	5.4	6.7	7.8	13.0	3.8	6.1
	합성고무/수지	6.9	0.0	2.7	2.0	3.3	6.5	7.5	7.6	12.2	3.0	6.3
	페놀 유도체	2.5	2.8	(0.7)	(1.1)	0.3	0.7	2.0	2.7	14.1	0.9	1.4
	기타	26.9	13.4	15.8	12.6	18.0	4.3	9.9	21.3	20.4	16.9	13.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

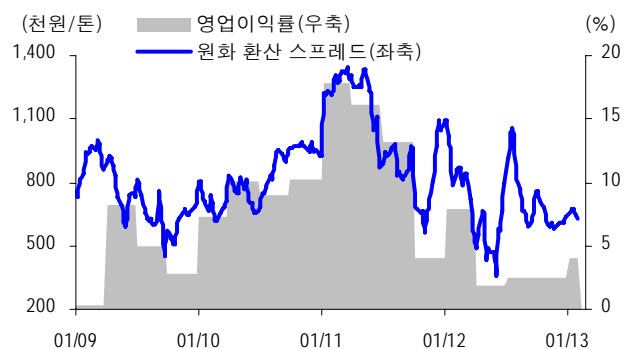
주: K-IFRS 영업이익의 관련 개정사항을 반영하여 분기 영업이익의 소급 변경

금호석유 주요 제품 가격 추이 (합성고무 관련)



자료: Malaysian Rubber Board, ICIS, Platts, 신한금융투자

금호석유 원화 환산 스프레드 및 영업이익률 추이



자료: 회사 자료, Platts, 신한금융투자

금호석유 수익예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F
매출액	6,062.4	6,797.4	7,725.3	5,883.7	6,369.4	7,166.9	(2.9)	(6.3)	(7.2)
영업이익	243.5	495.8	717.1	223.9	389.2	597.1	(8.1)	(21.5)	(16.7)
세전이익	249.9	518.1	767.1	134.0	320.2	556.3	(46.4)	(38.2)	(27.5)
순이익	180.1	365.2	540.7	123.0	230.6	392.2	(31.7)	(36.9)	(27.5)
EPS (원)	5,238	10,697	15,915	3,534	6,676	11,480	(32.5)	(37.6)	(27.9)

자료: 신한금융투자

금호석유 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)	EBITDA(12MF)	적용배수	산출가치	비고
수익가치(A)	584	8.1	4,744	
화학 부문	484	7.4	3,567	신한금융투자 유니버스 제조업종 대비 10% 할증(경기 회복 초기)
유틸리티 부문	100	11.8	1,178	신한금융투자 유니버스 유틸리티 업종 대비 25% 할증(장기 성장성)
자산가치(B)			1,232	아래 표의 자산가치를 20% 할인
순차입금(C)			1,569	차입금은 2012년말 기준(대우건설/아시아나항공 지분 매각 가정)
우선주 시가총액(D)			80	2013년 2월 7일 증가 기준
비지배주주 지분(E)			112	
목표시가총액(F=A+B-C-D-E)			4,216	
보통주 발행주식수(G)			30,468	
목표주가(H=F/G)			140,000	
현재주가			115,000	2013년 2월 7일 증가 기준
목표수익률			21.7	

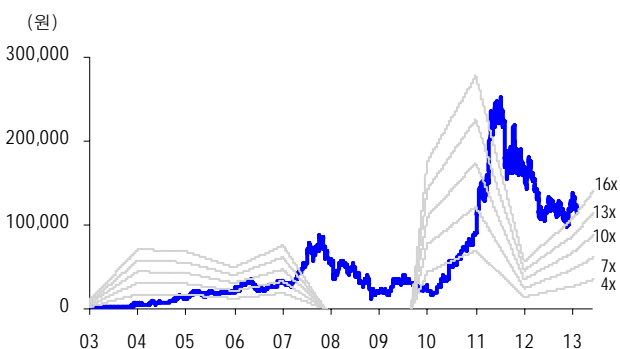
자료: 신한금융투자

금호석유 투자자산 가치 분석

업체명	주력 제품	지분율 (%)	시가총액 (십억원)	금호석유 투자자산 가치(십억원)			비고
				장부가치	시가	적정가치	
금호미쓰이화학	MDI	50.0		74.8	112.6	P/B 1.5x 적용, 냉장고용 단열재(2013년 ROE 15%)	
금호폴리캠	EPDM	50.0		111.6	661.0	P/B 4.5x 적용, 자동차용 특수고무(2013년 ROE 40%)	
기타 자회사				123.3	123.3	장부가치 적용, 중국 화학제품 생산/판매 법인	
자사주		22.0	2,923.8	40.1	643.1	643.1	시가총액*지분율
합계				731.2		1,704.0	

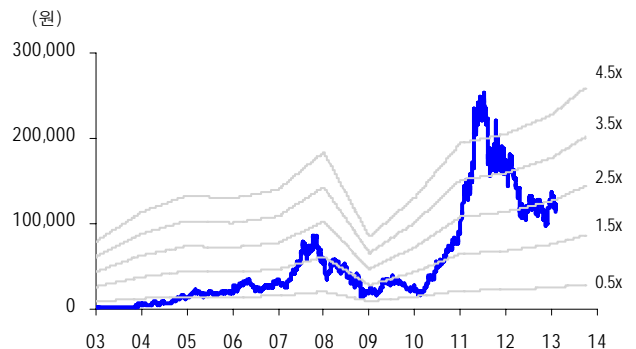
자료: 신한금융투자

금호석유 PER 밴드차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자

금호석유 PBR 밴드차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
자산총계	4,120.9	4,714.2	4,570.3	4,679.4	5,003.1
유동자산	1,403.1	2,058.1	1,960.4	1,829.2	1,918.0
현금및현금성자산	150.8	505.1	504.9	256.5	160.1
매출채권	702.7	887.1	840.5	909.9	1,023.8
재고자산	450.4	581.6	534.9	579.0	651.5
기타유동자산	99.2	84.3	80.1	83.8	82.6
비유동자산	2,717.8	2,656.1	2,609.9	2,850.2	3,085.2
유형자산	1,774.4	1,922.4	2,144.3	2,364.8	2,610.6
무형자산	45.9	35.2	28.9	23.9	18.9
투자자산	777.4	682.7	420.9	445.7	439.9
기타비유동자산	120.1	15.8	15.8	15.8	15.8
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,227.8	3,157.2	2,932.2	2,861.5	2,833.4
유동부채	2,239.5	2,713.2	2,484.4	2,448.5	2,431.0
단기차입금	655.0	787.5	741.0	777.8	822.2
매입채무	356.7	428.1	435.8	471.8	511.9
유동성장기부채	820.7	1,122.8	897.0	750.9	626.6
기타유동부채	407.1	374.8	410.6	448.0	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
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	893.1	1,557.1	1,638.1	1,817.9	2,169.7
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	1,127.9	1,295.5	1,617.8
지배주주지분	825.5	1,447.7	1,524.9	1,692.6	2,014.9
비지배주주지분	67.6	109.4	113.2	125.3	154.8
*총차입금	2,553.9	2,302.0	2,030.6	1,881.4	1,787.8
*순차입금(순현금)	2,355.7	1,763.7	1,494.2	1,590.2	1,594.8

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	445.0	669.5	421.7	358.2	467.1
당기순이익	346.0	544.1	126.8	242.7	421.7
유형자산상각비	138.4	146.0	155.5	190.0	207.8
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)	2.1	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(225.4)	(72.8)	(67.1)	(85.0)	(81.7)
운전자본변동	(132.3)	(195.0)	156.2	(56.5)	(128.4)
(법인세납부)	(25.8)	(96.0)	(7.2)	(77.5)	(134.6)
기타	344.0	328.8	67.3	137.5	194.7
투자활동으로인한현금흐름	(115.4)	(246.0)	(94.5)	(415.4)	(407.0)
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	265.1	0.2	27.4
단기금융자산의감소(증가)	(3.1)	5.1	1.7	(3.1)	1.7
기타	(233.0)	(292.3)	(361.6)	(412.5)	(436.1)
FCF	560.3	257.0	134.5	39.9	86.1
재무활동으로인한현금흐름	(285.2)	(69.0)	(327.3)	(191.2)	(156.5)
차입금의증가(감소)	(364.7)	(51.3)	(271.4)	(149.2)	(93.6)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(13.2)	(23.0)	(55.9)	(42.0)	(62.9)
기타	92.7	5.3	(0.0)	0.0	(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	(0.2)	(248.4)	(96.4)
기초현금	106.1	150.8	505.1	504.9	256.5
기말현금	150.8	505.1	504.9	256.5	160.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

손익계산서

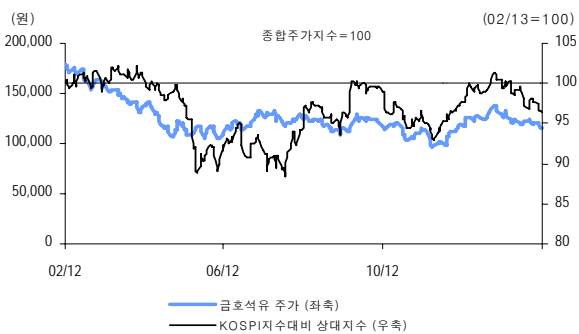
12월 결산 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	4,957.0	6,457.4	5,883.7	6,369.4	7,166.9
증가율 (%)	(28.1)	30.3	(8.9)	8.3	12.5
매출원가	4,233.7	5,410.3	5,474.6	5,773.3	6,354.8
매출총이익	723.3	1,047.0	409.1	596.1	812.1
매출총이익률 (%)	14.6	16.2	7.0	9.4	11.3
판매관리비	162.9	208.0	185.2	206.9	215.0
조정영업이익(GAAP)	560.3	839.0	223.9	389.2	597.1
증가율 (%)	407.7	49.7	(73.3)	73.8	53.4
조정영업이익률 (%)	11.3	13.0	3.8	6.1	8.3
기타영업손익	10.7	(30.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	571.0	809.1	223.9	389.2	597.1
증가율 (%)	417.4	41.7	(72.3)	73.8	53.4
영업이익률 (%)	11.5	12.5	3.8	6.1	8.3
영업외손익	(77.1)	(80.8)	(89.8)	(69.0)	(40.7)
금융손익	(126.8)	(156.6)	(100.4)	(101.3)	(84.9)
기타영업외손익	10.7	3.0	(56.4)	(52.7)	(37.5)
종속 및 관계기업관련손익	39.0	72.8	67.1	85.0	81.7
세전계속사업이익	493.9	728.3	134.0	320.2	556.3
법인세비용	137.2	214.1	7.2	77.5	134.6
계속사업이익	346.0	544.1	126.8	242.7	421.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	346.0	544.1	126.8	242.7	421.7
증가율 (%)	흑전	57.3	(76.7)	91.3	73.8
순이익률 (%)	7.0	8.4	2.2	3.8	5.9
(지배주주)당기순이익	316.0	506.0	123.0	230.6	392.2
(비지배주주)당기순이익	29.9	38.1	3.8	12.1	29.5
총포괄이익	370.9	466.7	123.1	242.7	421.7
(지배주주)총포괄이익	340.5	430.1	113.4	223.7	388.6
(비지배주주)총포괄이익	30.5	36.6	9.6	19.0	33.1
EBITDA	720.4	963.6	385.4	584.2	809.9
증가율 (%)	47.3	33.8	(60.0)	51.6	38.6
EBITDA 이익률 (%)	14.5	14.9	6.5	9.2	11.3

주요 투자지표

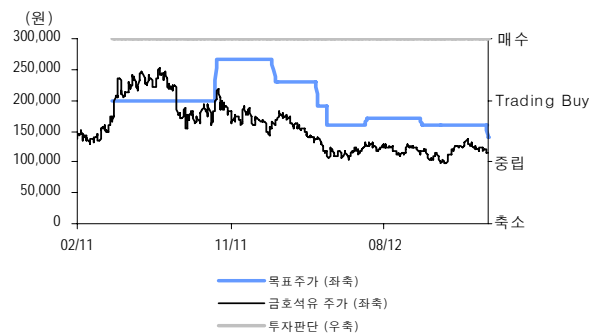
12월 결산	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익, 원)	12,050	18,692	3,647	7,039	12,362
EPS(지배순이익, 원)	10,997	17,367	3,534	6,676	11,480
BPS(자본총계, 원)	31,395	46,492	48,913	54,280	64,785
BPS(지배지분, 원)	29,018	43,226	45,533	50,538	60,162
DPS(원)	1,000	2,000	1,500	2,250	2,500
PER(당기순이익, 배)	7.5	9.0	35.8	16.3	9.3
PER(지배순이익, 배)	8.2	9.6	36.9	17.2	10.0
PBR(자본총계, 배)	2.9	3.6	2.7	2.1	1.8
PBR(지배지분, 배)	3.1	3.9	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA(배)	6.7	7.4	14.7	9.1	6.6
EV/EBIT(배)	8.4	8.8	25.3	13.6	8.9
배당수익률 (%)	1.1	1.2	1.1	2.0	2.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	14.5	14.9	6.5	9.2	11.3
영업이익률 (%)	11.5	12.5	3.8	6.1	8.3
순이익률 (%)	7.0	8.4	2.2	3.8	5.9
ROA (%)	5.3	12.3	2.7	5.2	8.7
ROE(지배순이익, %)	49.1	44.5	8.3	14.3	21.2
ROIC (%)	12.3	27.3	7.8	10.2	14.1
안정성					
부채비율 (%)	361.4	202.8	179.0	157.4	130.6
순차입금비율 (%)	263.8	113.3	91.2	87.5	73.5
현금비율 (%)	6.7	18.6	20.3	10.5	6.6
이자보상배율(배)	4.0	5.8	2.2	4.2	6.9
활동성 (%)					
순운전자본회전율(회)	7.3	9.9	8.7	10.2	10.1
재고자산회수기간(일)	52.6	29.2	34.6	31.9	31.3
매출채권회수기간(일)	67.3	44.9	53.6	50.2	49.2

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 주간사로 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.