



기업탐방

BUY(Maintain)

목표주가: 160,000원
주가(1/22): 121,500원

시가총액: 37,812억원

화학/정유

Analyst 민경혁

02) 3787-5158 21keynes@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/22)	1996.52pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	181,500원	96,800원
등락률	-33.06%	25.52%
수익률	절대	상대
1M	-3.2%	-4.0%
6M	-4.3%	-12.6%
1Y	-26.1%	-27.9%

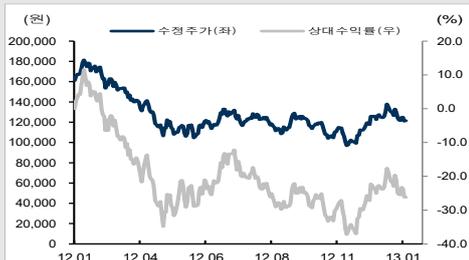
Company Data

발행주식수	33,491천주
일평균 거래량(3M)	217천주
외국인 지분율	11.66%
배당수익률(12E)	1.53%
BPS(12E)	47,242원
주요 주주	박철완 외
	23.95%
	금호석유 자사주
	18.36%
	한국산업은행
	14.05%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	64,574	60,372	62,820	77,722
보고영업이익	8,422	2,342	4,592	6,323
핵심영업이익	8,390	2,241	4,592	6,323
EBITDA	9,936	3,847	6,342	8,230
세전이익	7,584	2,324	4,939	6,815
순이익	5,438	1,895	3,852	5,315
지배주주지분순이익	5,056	1,865	3,794	5,235
EPS(원)	15,097	5,569	11,329	15,631
증감률(%YoY)	35.9	-63.1	103.4	38.0
PER(배)	11.1	23.4	10.7	7.8
PBR(배)	3.9	2.8	2.1	1.7
EV/EBITDA(배)	7.4	15.5	8.9	6.9
보고영업이익률(%)	13.0	3.9	7.3	8.1
핵심영업이익률(%)	13.0	3.7	7.3	8.1
ROE(%)	44.4	11.7	20.8	23.5
순부채비율(%)	113.2	107.6	90.7	72.9

Price Trend



금호석유 (011780)

합성고무 시황은 점진적 회복 중



합성고무 가격 반등 환경은 조성되었습니다. 원재료인 부타디엔, 대체재인 천연고무 가격은 바닥 대비 23~24%의 상승을 보이고 있기 때문입니다. 타이어 수요 회복은 아직 더지만, 지난 9월 미국의 중국산 타이어에 대한 세이프 가드 제도 폐지, 글로벌 경기 반등 효과로 2Q13부터 합성고무 수요의 본격 회복이 예상됩니다. 또한 중장기 성장 전략이 돋보이기 때문에 업종 내 Top pick 의견 유지합니다.

>>> 합성고무 가격 반등 여건은 조성된 상황

원재료 부타디엔 가격은 '12년 12월 초 바닥(1,460\$/MT) 대비 24% 상승. 부타디엔 가격 상승은 실수요 회복 보다는 춘절 이전 재고 재축적 수요 및 공급 요인이 더욱 큰 것으로 판단(프랑스 Naphthachimie의 BD 생산능력 12만톤 규모 NCC 설비 불가항력 선언 등에 따른 역외 물량 유입 감소) 천연고무는 '12년 8월 중순 바닥(2,529\$/MT, TSR20) 대비 23% 상승. 천연고무 가격은 '12년 8/17 ITRC(국제삼자고무협회)의 천연고무 수출 감축 계획(총 45만톤, 글로벌 천연고무 생산량의 약 4% 수준) 발표 이후 반등세 지속.

>>> 합성고무 수요는 2Q13부터 본격 회복 예상

타이어 수요 회복 더딘 상태, 합성고무 수요는 2Q13부터 본격 회복 예상. 12월 승용차용 RE 수요 유럽, 북미 각각 YoY -7%, -8%, 트럭용 RE 수요 유럽, 북미 각각 YoY -6%, -4%. 수요 부진 및 원재료 가격 상승에 따른 마진 축소 우려 되나 이는 일시적 현상에 그칠 것으로 판단. 1Q13까지는 중국 내 타이어 재고 소진 기간으로 판단. 지난 9월 미국의 중국산 타이어에 대한 세이프 가드 제도 폐지 효과로 2Q13부터 본격적 수요 회복 예상. 중국 타이어 메이커들의 상황은 4Q12부터 개선되고 있는 것으로 파악. 중국의 미국향 승용차용 타이어 수출은 '12년 8월 이후 회복세. 9월(MoM +41.4%), 10월(MoM+7.7%), 11월(MoM+4.2%).

>>> 업종 내 Top pick 의견 유지

투자 의견 'Buy(매수)', 목표주가 160,000원(상승여력 31.7%) 유지. 4Q12 SBR/SSBR 증설 효과로 1Q13 약 3만톤(QoQ +10%)의 판매량 증가 예상. 타이어 수요 회복시 합성고무 가동률 상승(현재 BR 80% 이하, SBR 100% 수준)으로 추가 매출 확대 여력 높음. 부타디엔의 구조적 수급 타이트는 합성고무 가격 상승을 견인할 것. 향후 저연비용 타이어에 사용되는 마진 높은 SSBR 위주의 특수 합성고무 증설 및 열병합 발전소 증설 통한 중장기 성장전략 매력적. 양호한 현금흐름을 바탕으로 2012년말 기준 170% 수준의 부채비율을 올해 말 140% 수준으로 낮출 계획.

실적 추정치 변경 및 밸류에이션

4Q12 영업이익은 기존 추정치 469억원에서 309억원으로 하향 조정. 원재료 벤젠 가격 상승에 따른 마진 축소 영향 반영해 합성수지, 페놀 유도체 부문의 실적을 하향 조정했기 때문. 1Q13 영업이익은 예상보다 느린 합성고무 가격 반등 속도 감안해 기존 추정치 800억원에서 723억원으로 소폭 하향 조정. 2013년 연간실적 추정치 기존 4,657억원에서 4,592억원으로 변경했으나 적용 멀티플 변경으로 목표주가 160,000원 유지

금호석유 분기별 영업이익 전망(단위: 억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
매출액	16,002	17,077	16,603	14,892	16,226	15,840	14,317	13,990	14,717	15,635	16,132	16,336	64,574	60,372	62,820
합성고무	7,876	9,818	9,456	8,209	8,706	8,567	6,928	7,000	7,583	8,551	9,122	9,520	35,359	31,202	34,777
합성수지	3,458	3,236	2,741	3,029	3,421	3,229	3,371	3,042	3,053	3,072	3,022	2,909	12,464	13,063	12,057
기타	4,668	4,023	4,406	3,654	4,098	4,044	4,018	3,947	4,080	4,012	3,988	3,906	16,751	16,108	15,986
영업이익	2,863	2,761	2,192	606	1,293	288	452	309	723	1,190	1,351	1,328	8,422	2,342	4,592
영업이익률	17.9%	16.2%	13.2%	4.1%	8.0%	1.8%	3.2%	2.2%	4.9%	7.6%	8.4%	8.1%	13.0%	3.9%	7.3%

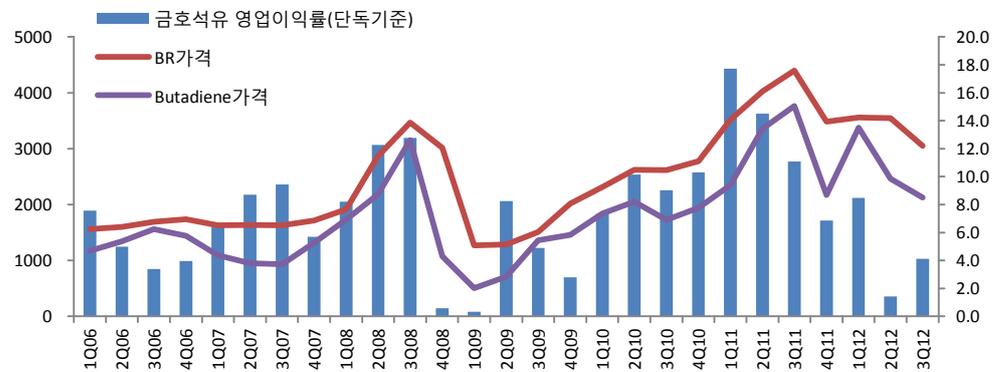
자료: 키움증권

금호석유 밸류에이션

EV/EBITDA & SOTP	
(십억원, 배)	EBITDA배수
영업가치	7.1
관계기업투자자산	5,137
순차입금	744
우선주 시가총액	1,820
목표 시가총액	79
보통주식수	3,982
조정1) 자기주식수(주)	30,467,691
조정주식수	5,592,528
보통주 주당 가치(원)	24,875,163
목표주가(원)	160,085
Target Multiple	160,000
2013 P/E	14.1
2013 P/B	2.8
Target EV/EBITDA	6.3

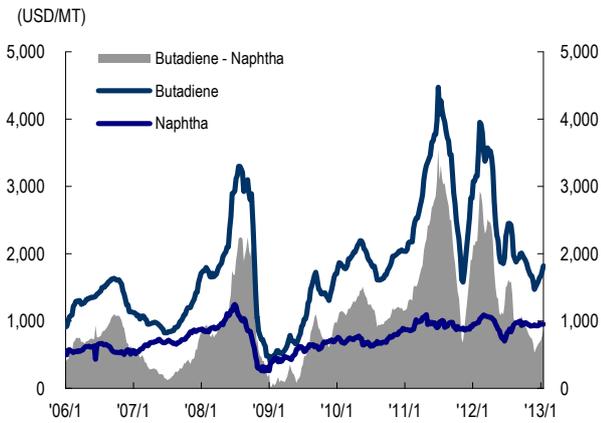
자료: 키움증권

부타디엔 가격이 상승할 때 영업이익률은 동반 개선되는 경향



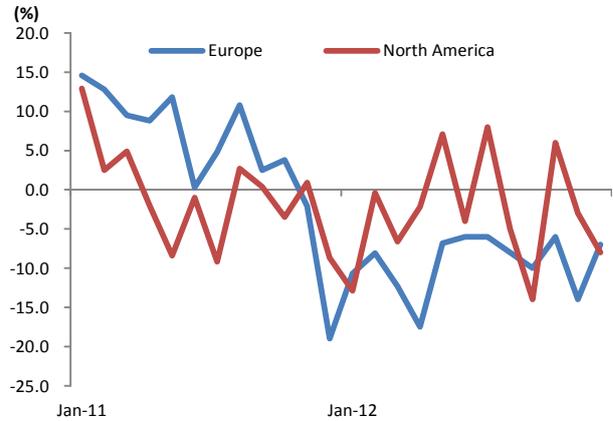
자료: 씨스کم, 키움증권

부타디엔 가격 및 마진 추이



자료: 씨스컴, 키움증권

유럽, 북미 승용차용 RE 타이어 수요 YoY 증가율 추이



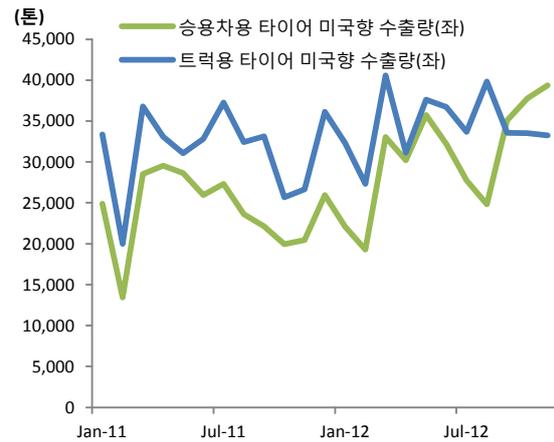
자료: Michelin, 키움증권

천연고무 가격 추이



자료: Datastream, 키움증권

중국의 미국향 타이어 수출량 추이



자료: KITA, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	57,185	64,574	60,372	62,820	77,722
매출원가	47,472	54,103	56,410	56,463	69,217
매출총이익	9,714	10,470	3,963	6,357	8,505
판매비및일반관리비	3,175	2,080	1,722	1,764	2,183
영업이익(보고)	6,503	8,422	2,342	4,592	6,323
영업이익(핵심)	6,539	8,390	2,241	4,592	6,323
영업외손익	570	-807	84	347	492
이자수익	76	89	110	88	103
배당금수익	34	52	49	0	0
외환이익	945	1,388	1,065	810	810
이자비용	1,417	1,402	1,055	716	626
외환손실	931	1,575	863	863	863
관계기업지분법손익	35	728	718	905	1,000
투자및기타자산처분손익	2,098	300	-11	54	0
금융상품평가및기타금융이익	545	570	13	69	69
기타	-814	-957	58	-2	-2
법인세차감전이익	7,109	7,584	2,324	4,939	6,815
법인세비용	1,739	2,146	430	1,087	1,499
유효법인세율 (%)	24.5%	28.3%	18.5%	22.0%	22.0%
당기순이익	5,370	5,438	1,895	3,852	5,315
지배주주지분순이익(억원)	4,711	5,056	1,865	3,794	5,235
EBITDA	8,333	9,936	3,847	6,342	8,230
현금순이익(Cash Earnings)	7,164	6,983	3,501	5,602	7,223
수정당기순이익	3,373	4,814	1,893	3,759	5,263
증감율(% YoY)					
매출액	-17.1	30.3	-6.5	4.1	23.7
영업이익(보고)	762.3	47.5	-72.2	96.1	37.7
영업이익(핵심)	492.5	49.7	-73.3	105.0	37.7
EBITDA	70.4	40.0	-61.3	64.9	29.8
지배주주지분 당기순이익	N/A	60.0	-63.1	103.4	38.0
EPS	N/A	35.9	-63.1	103.4	38.0
수정순이익	N/A	47.2	-60.7	98.6	40.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	5,597	6,695	3,239	4,311	4,484
당기순이익	5,370	5,438	1,895	3,852	5,315
감가상각비	1,682	1,460	1,538	1,695	1,863
무형자산상각비	112	85	69	55	44
외환손익	18	38	-202	52	52
자산처분손익	40	36	11	-54	0
지분법손익	-35	0	-718	-905	-1,000
영업활동자산부채 증감	128	-1,960	496	-283	-1,739
기타	-1,718	1,599	150	-102	-52
투자활동현금흐름	-2,700	-2,460	-3,212	-3,910	-4,003
투자자산의 처분	81	499	283	-165	-1,003
유형자산의 처분	2	3	0	0	0
유형자산의 취득	-2,738	-2,911	-3,500	-3,800	-3,000
무형자산의 처분	-47	-40	0	0	0
기타	2	-11	6	54	0
재무활동현금흐름	-3,121	-690	-1,582	-2,033	-1,935
단기차입금의 증가	-8,691	-1,092	-1,000	-2,000	-2,000
장기차입금의 증가	6,491	578	0	500	500
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-132	-230	-559	-559	-559
기타	-789	54	-22	27	125
현금및현금성자산의순증가	-201	3,543	-1,555	-1,632	-1,454
기초현금및현금성자산	2,283	1,508	5,051	3,496	1,864
기말현금및현금성자산	2,082	5,051	3,496	1,864	410
Gross Cash Flow	5,469	8,655	2,743	4,594	6,223
Op Free Cash Flow	4,076	2,651	301	1,148	1,961

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	14,354	20,581	18,016	16,973	19,103
현금및현금성자산	2,082	5,051	3,496	1,864	410
유동금융자산	304	332	310	323	399
매출채권및유동채권	6,679	9,383	8,773	9,128	11,294
재고자산	5,169	5,816	5,437	5,658	7,000
기타유동비금융자산	120	0	0	0	0
비유동자산	29,598	26,561	28,931	32,096	35,170
장기매출채권및기타비유동채권	308	239	223	233	288
투자자산	6,478	6,729	7,238	8,344	10,271
유형자산	21,425	19,224	21,186	23,291	24,428
무형자산	509	352	283	228	184
기타비유동자산	879	17	0	0	0
자산총계	43,952	47,142	46,947	49,069	54,273
유동부채	22,056	27,132	25,628	23,928	23,736
매입채무및기타유동채무	7,461	7,318	6,841	7,119	8,808
단기차입금	5,875	7,875	6,875	4,875	2,875
유동성장기차입금	8,700	11,479	11,479	11,479	11,479
기타유동부채	20	460	432	455	574
비유동부채	11,209	4,440	4,413	4,942	5,582
장기매입채무및비유동채무	113	68	63	66	81
사채및장기차입금	10,236	3,648	3,648	4,148	4,648
기타비유동부채	861	724	702	729	853
부채총계	33,265	31,572	30,041	28,870	29,319
자본금	1,422	1,675	1,675	1,675	1,675
주식발행초과금	768	2,762	2,762	2,762	2,762
이익잉여금	4,466	10,469	11,813	15,084	19,790
기타자본	1,828	-428	-428	-428	-428
지배주주지분자본총계	8,484	14,477	15,822	19,093	23,799
비지배주주지분자본총계	2,203	1,094	1,084	1,106	1,156
자본총계	10,687	15,571	16,906	20,199	24,955
순차입금	22,424	17,620	18,196	18,315	18,193
총차입금	24,810	23,002	22,002	20,502	19,002

투자지표

(단위: 원, %, %)

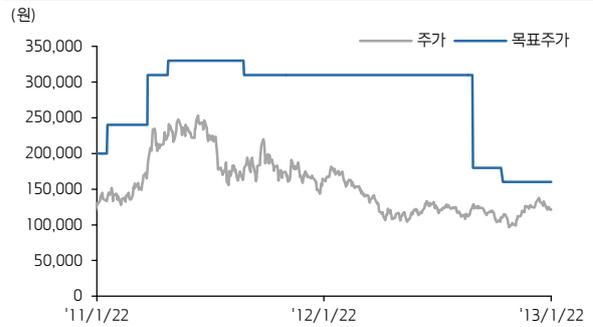
12월 결산, IFRS 연결	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	16,560	15,097	5,569	11,329	15,631
BPS	29,823	43,226	47,242	57,008	71,060
주당EBITDA	29,291	29,667	11,487	18,938	24,574
CFPS	25,183	20,851	10,454	16,728	21,567
DPS	1,000	2,000	1,500	2,000	2,000
추가배수(배)					
PER	5.5	11.1	23.4	10.7	7.8
PBR	3.0	3.9	2.8	2.1	1.7
EV/EBITDA	5.9	7.4	15.5	8.9	6.9
PCFR	3.6	8.0	12.5	7.3	5.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	11.4	13.0	3.9	7.3	8.1
영업이익률(핵심)	11.4	13.0	3.7	7.3	8.1
EBITDA margin	14.6	15.4	6.4	10.1	10.6
순이익률	9.4	8.4	3.1	6.1	6.8
자기자본이익률(ROE)	61.6	44.4	11.7	20.8	23.5
투자자본이익률(ROIC)	11.7	23.8	6.1	11.7	14.8
안정성(%)					
부채비율	311.3	202.8	177.7	142.9	117.5
순차입금비율	209.8	113.2	107.6	90.7	72.9
이자보상배율(배)	4.6	6.0	2.1	6.4	10.1
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	7.6	6.7	7.0	7.6
재고자산회전율	7.6	12.5	10.7	11.3	12.3
매입채무회전율	5.0	9.9	8.5	9.0	9.8

- 당사는 1월 22일 현재 '금호석유' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개월)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
금호석유 (011780)	2010/10/25	Buy(Maintain)	95,000원
	2011/01/18	Buy(Maintain)	200,000원
	2011/01/19	Buy(Maintain)	200,000원
	2011/02/09	Buy(Maintain)	240,000원
	2011/03/10	Buy(Maintain)	240,000원
	2011/04/05	Buy(Maintain)	240,000원
	2011/04/15	Buy(Maintain)	310,000원
	2011/05/17	Buy(Maintain)	330,000원
	2011/05/30	Buy(Maintain)	330,000원
	2011/06/22	Buy(Maintain)	330,000원
	2011/06/30	Buy(Maintain)	330,000원
	2011/07/18	Buy(Maintain)	330,000원
	2011/09/19	Buy(Maintain)	310,000원
	2011/10/14	Buy(Maintain)	310,000원
	2011/11/07	Buy(Maintain)	310,000원
	2012/01/10	Buy(Maintain)	310,000원
	담당자 변경	2012/09/19	Buy(Reinitiate)
2012/10/9		Buy(Maintain)	180,000원
2012/10/22		Buy(Maintain)	180,000원
2012/11/05		Buy(Maintain)	160,000원
2012/12/20		Buy(Maintain)	160,000원
2013/01/23		Buy(Maintain)	160,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상