



BUY(Maintain)

목표주가: 140,000원

주가(5/20): 100,500원

시가총액: 31,710억원

화학/정유

Analyst 민경혁

02) 3787-5158 21keynes@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/20)		1982.43pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	138,000원	87,400원
등락률	-27.17%	14.99%
수익률	절대	상대
1M	11.9%	7.6%
6M	-2.0%	-6.5%
1Y	-13.0%	-21.8%

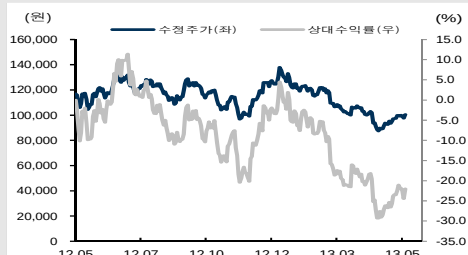
Company Data

발행주식수	33,491천주
일평균 거래량(3M)	186천주
외국인 지분율	10.40%
배당수익률(13E)	1.99%
BPS(13E)	52,494원
주요 주주	박철완 외 24.17%
	금호석유 자사주 18.36%
	한국산업은행 14.05%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2011	2012	2013E	2014E
매출액	64,574	58,837	56,207	73,856
보고영업이익	8,390	2,238	3,927	5,862
핵심영업이익	8,390	2,238	3,927	5,862
EBITDA	9,936	3,837	5,410	7,493
세전이익	7,584	1,337	3,567	5,752
순이익	5,438	1,261	2,666	4,360
지배주주지분순이익	5,056	1,296	2,626	4,295
EPS(원)	15,097	3,869	7,842	12,823
증감률(%YoY)	35.9	-74.4	102.7	63.5
PER(배)	11.1	33.7	12.8	7.8
PBR(배)	3.9	2.8	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	7.4	15.1	9.4	6.9
보고영업이익률(%)	13.0	3.8	7.0	7.9
핵심영업이익률(%)	13.0	3.8	7.0	7.9
ROE(%)	44.4	7.8	15.1	21.2
순부채비율(%)	113.2	110.0	99.3	86.5

Price Trend



금호석유 (011780)

개선되고 있는 영업환경



4월 유럽 타이어 수요가 전년동기 대비 증가 했습니다. 중국 승용차용 타이어 업체 가동률도 소폭 개선되었습니다. 점진적인 타이어 수요 회복, 지난달 3주간의 정기 보수 실시에 따른 재고 감소를 반영하여 현재 동사 BR 생산설비 가동률은 100% 수준으로 올렸습니다. 이로 보아 영업환경은 1분기 대비 2분기에 개선되고 있다고 판단합니다. 밸류에이션은 다소 높은 수준이지만 업황, 실적의 회복 국면이고 중장기 성장성이 유호한 상황인 점을 감안 시 점진적 비중확대 시점이라고 판단합니다.

>>> 유럽 타이어 수요 회복은 합성 고무 수요에 긍정적 시그널

Michelin에 따르면 4월 유럽 승용차용 RE 타이어 수요는 YoY +5%로 18개월만에 플러스 전환. OE 타이어 수요는 YoY +3%로 8개월만에 상승 전환. 중국 승용차용 RE 타이어 수요는 +11%, YTD 기준으로 +11%로 견조한 성장세 지속. 북미만 -3%로 약세. (Pirelli사 Data 기준으로 유럽 RE 타이어 수요는 YoY +8%, 북미 -4%)

전년대비 영업일수가 이를 증가했기 때문에 본격적인 회복을 논하기는 어렵지만 유럽 자동차 판매(YoY +1.8%) 및 타이어 수요 YoY 증가율의 동반 상승 반전은 합성고무 수요의 점진적 회복을 시사하는 긍정적 시그널이라고 판단.

중국 승용차용 타이어 업체의 가동률 또한 3월말 75% 수준에서 80% 수준으로 회복, 3월 중국 내 타이어 재고 수준이 전월 대비 4.4% 감소하는 등 중국 내 타이어 시장 상황도 개선되고 있는 것으로 판단.

>>> 하반기 실적 모멘텀 강화 예상

동사 합성고무 부문 실적은 1분기를 바닥으로 점진적 개선 가능할 것으로 판단. 2분기 영업이익은 825억원(QoQ+5.3%, YoY+216.0%)으로 소폭 개선되고 하반기로 갈수록 실적 모멘텀은 더욱 강화될 것으로 예상.

글로벌 타이어 수요의 점진적 개선이 예상되고, 원재료 BD 가격은 1,325불을 바닥으로 완만한 상승세를 보이고 있어 동사 영업환경에 우호적인 상황이기 때문. 미국 합성고무 가격이 아시아 대비 상대적으로 높아 미국향 수출이 증가하고 있어 역대 공급부담은 일부 감소하고 있는 상황.

4월 여수 BR 12만톤, SSBR 6만톤의 합성고무 생산설비 정기보수(3주간 실시) 이후 BR 가동률은 100% 수준으로 상향(정기보수 이전 BR 가동률 80% 이하 수준), SBR 가동률은 여전히 100% 수준을 유지. 합성수지 부문도 주요 제품인 PS 가동률 100%, ABS 80% 수준으로 1분기 대비 개선된 상황으로 파악되어 영업환경은 전분기에 비해 개선된 것으로 판단.

>>> 투자의견 매수, 목표주가 14만원 유지

2013년 기준 밸류에이션은 P/E 12.8배, P/B 1.9배로 (최근 3년 평균 P/E, 16.8배, P/B 3.2배) 밸류에이션 부담 있으나 1) 업황, 실적이 개선되는 국면이고 2) 중국 RE 타이어 수요 도래에 대한 기대감 및 2015년까지 마진 높은 SSBR 위주의 증설, 열병합발전소 증설에 따른 수익성 개선등 중장기 성장성이 높은 상황임을 고려할 때 점진적 비중확대 시점이라고 판단.

금호석유 분기별 영업이익 전망(단위: 억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012	2013E
매출액	16,002	17,077	16,603	14,892	16,226	15,840	14,317	12,454	14,149	13,195	14,303	14,561	64,574	58,837	56,207
합성고무	7,876	9,818	9,456	8,209	8,706	8,567	6,928	6,174	6,801	5,891	6,914	7,242	35,359	30,375	26,849
합성수지	3,458	3,236	2,741	3,029	3,421	3,229	3,371	2,871	3,314	3,204	3,234	3,210	12,464	12,892	12,962
기타	4,668	4,023	4,406	3,654	4,098	4,044	4,018	3,409	4,034	4,099	4,154	4,109	16,751	15,570	16,396
영업이익	2,863	2,761	2,192	606	1,219	261	452	307	783	825	1,169	1,150	8,422	2,239	3,927
영업이익률	17.9%	16.2%	13.2%	4.1%	7.5%	1.6%	3.2%	2.5%	5.5%	6.3%	8.2%	7.9%	13.0%	3.8%	7.0%

자료: 키움증권

금호석유 밸류에이션

EV/EBITDA & SOTP

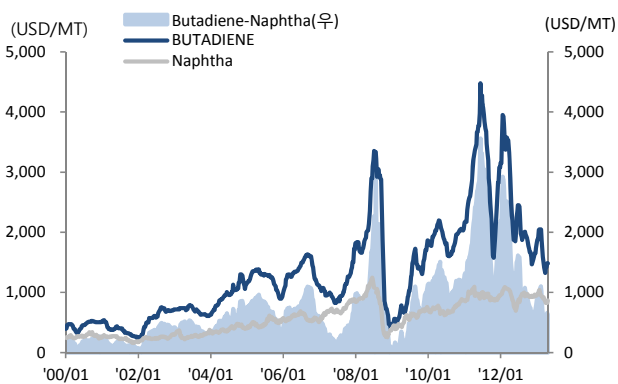
(십억원, 배)

13, 14 Avg EBITDA배수

영업가치	645.1	7.5	4,864	Global Peer 평균
관계기업투자자산			540	
금호폴리캠			91	장부가의 2배 적용
금호미쓰이			69	장부가의 1배 적용
아시아나항공			139	5/20 시가 기준
대우건설			105	5/20 시가 기준
기타			138	장부가의 20% 할인
순차입금			1,858	1Q13말 기준
우선주 시가총액			109	5/20 기준
목표 시가총액			3,437	
보통주식수			30,467,691	
조정1) 자기주식수(주)			5,592,528	
조정주식수			24,875,163	
보통주 주당 가치(원)			138,187	
목표주가(원)			140,000	
Target Multiple	2013 P/E		17.9	
	2013 P/B		2.7	

자료: 키움증권

부타디엔 가격 및 마진 추이



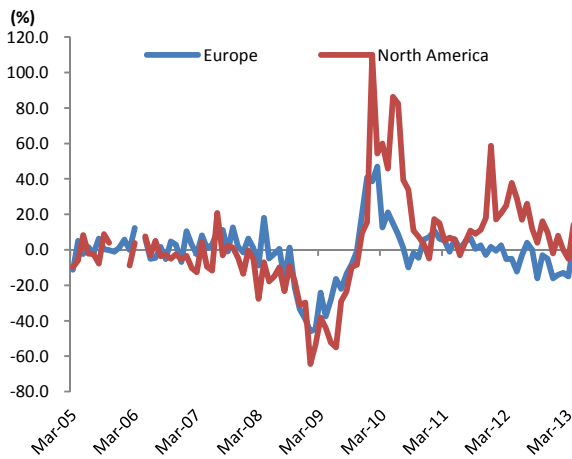
자료: Ciscem, 키움증권

천연고무 가격 추이



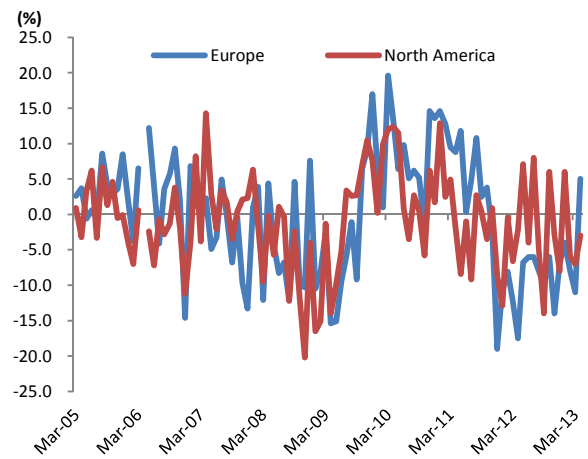
자료: Datastream, 키움증권

승용차용 OE 타이어 수요 YoY 증가율 추이



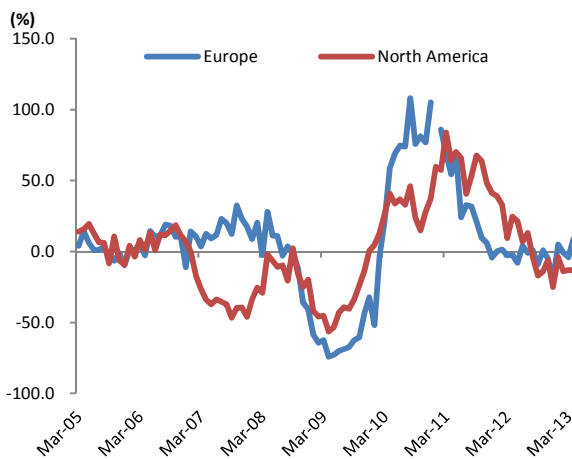
자료: Michelin, 키움증권

승용차용 RE 타이어 수요 YoY 증가율 추이



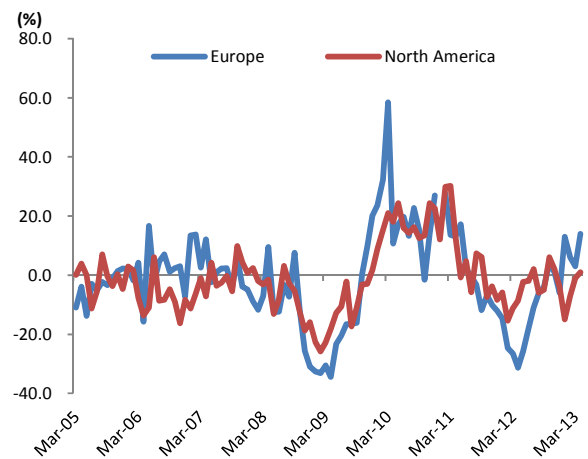
자료: Michelin, 키움증권

트럭용 OE 타이어 수요 YoY 증가율 추이



자료: Michelin, 키움증권

트럭용 RE 타이어 수요 YoY 증가율 추이



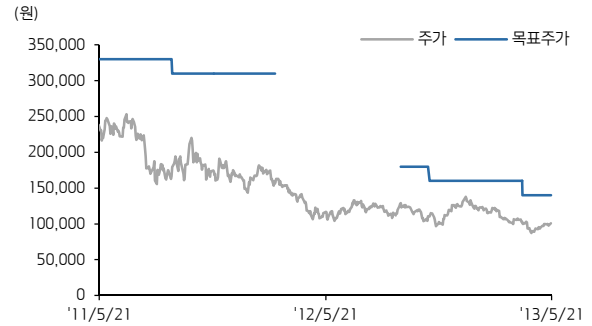
자료: Michelin, 키움증권

- 당사는 5월 20일 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(2개년)

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)	180,000원
	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
	2013/02/08	Buy(Maintain)	160,000원
	2013/04/05	Buy(Maintain)	140,000원
	2013/04/12	Buy(Maintain)	140,000원
	2013/05/21	Buy(Maintain)	140,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용기준

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