

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) 160,000원
증가(2012/07/18) 125,500원

Stock Indicator

자본금	1,675 억원
발행주식수	3,349만주
시가총액	39,159억원
외국인지분율	11.00%
배당금(2011)	2,000원
EPS(2012E)	9,583 원
BPS(2012E)	48,348 원
ROE(2012E)	20.2 %
52주 주가	104,500~235,500원
60일평균거래량	328,319주
60일평균거래대금	383.6억원

Price Trend



금호석유(011780)

재고부담 속에 급감한 2Q 하반기 수요반등 및 신증설 효과 기대

■ 2Q12 Review: 가동률 하락과 고가 재고부담으로 수익성 급락

금년 2Q 동사의 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 -7.2%, -89.6% 급감한 것으로 나타났다. 이는 중국, 인도 등 역내시장의 합성고무 수요가 경기침체 영향으로 급락하면서 동사 가동률도 하락했고, 특히 고가 원료 부담이 심화되면서 수익성이 크게 둔화되었기 때문이다. 제품이 급락 속에 합성고무 중심으로 재고평가손실이 110억원 내외 반영되면서 합성고무와 합성수지는 2Q에 손익분기점(BEP) 수준에 머물렀다. 다만 에너지(열병합발전) 등 기타부문의 영업이익은 206억원으로 크게 둔화되지 않았고, 연결법인(금호P&B)의 폐놀유도체(BPA) OP마진은 전분기와 유사한 3% 내외를 기록한 것으로 보인다. 자회사 금호미쓰이화학(MDI)의 신증설 완공(5만톤)에 따른 가동률 조절로 지분법이익도 감소해 세전이익은 더욱 둔화된 것으로 나타났다.

■ 하반기 중국 등 수요회복 속에 제품마진 정상화로 실적개선 예상

아시아 지역의 부타디엔(BD) 가격이 역외지역보다 높게 형성되고 있고 주력시장인 중국, 인도 등의 타이어 수요가 회복되지 않고 있다는 점에서 빠른 합성고무 수요증가세를 기대하기는 어려울 전망이다. 다만 동사의 경우 고가 원재료 재고 부담이 3Q에는 크게 완화되면서 정상적인 제품마진을 달성할 수 있을 전망이고, 합성수지도 최근 판가 상승 속에 가동률이 회복되고 있어 수익성이 다소 개선될 것으로 예상된다. 특히 2Q에는 제품/원료 동반 급락 영향으로 재고평가손실이 반영된 반면, 3Q에는 원료/판가 동반 상승세로 인해 원료투입시차 효과에 따른 수익성 개선과 일부 재고평가손실 환입으로 영업실적이 재차 회복될 전망이다. 중국에서 하반기에 소형차 중심으로 기차하향 등 보조금지급 정책이 시행될 것으로 알려졌고, 금리 및 기준을 인하 등 일부 부양책 실시로 타이어 및 합성고무 수요도 연말로 갈수록 점차 개선될 것으로 예상된다.

■ 금년 4Q 신증설효과 본격화 예상. 업황 회복시 경쟁력 재부각 전망

금년 2Q의 부진한 실적에도 불구하고, 3Q에는 낮은 원재료 투입 효과, 4Q에는 SBR(11만톤, 9월), SBR(6만톤, 11월) 등 합성고무 신증설 효과로 이익모멘텀이 개선될 수 있다는 점에서 여전히 관심이 필요할 것으로 판단된다. SBR/BR 기준으로 동사의 금년말 총 생산능력은 95.5만톤(11년말 84.5만톤)으로 2~3위 업체인 Sinopec과 Lanxess(65~70만톤 수준)과의 격차가 확대될 전망이다. 규모의 경제 효과가 더욱 부각될 것으로 보인다. 또한 동사를 포함해 선두업체 중심으로 신증설이 이루어지고 있는 친환경타이어용 SBR은 높은 수익성이 예상되어 실적모멘텀 요인으로 작용할 전망이다. 한편 BPA, EPDM, MDI 등 계열사 신증설 효과도 내년까지 동사 실적에 본격 반영될 것으로 예상된다.

현대증권인그룹
하이투자증권

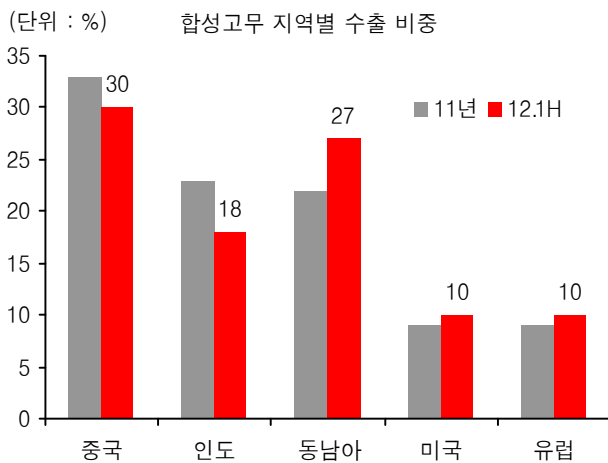
<표1> 금호석유(011780) 영업실적 전망

(단위:억원, %)

구분	2011년				2012년				FY11	FY12E	FY13E	FY14E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE				
매출액	16,002	17,077	16,603	14,892	16,226	15,840	16,468	17,543	64,574	66,064	78,303	84,968
합성고무	7,876	9,818	9,456	9,033	8,709	8,567	8,540	9,055	35,359	34,871	41,743	46,444
합성수지	3,458	3,236	2,741	3,029	3,420	3,227	3,454	3,853	12,464	13,954	14,804	15,477
기타(에너지 등)	1,241	1,045	1,158	1,016	1,185	1,334	1,356	1,394	4,530	5,269	6,186	6,943
페놀유도체	3,426	2,978	3,248	2,569	2,899	2,712	3,118	3,240	12,221	11,969	15,570	16,103
영업이익	2,864	2,761	2,192	605	1,294	288	1,286	1,679	8,422	4,546	7,939	9,311
영업이익률(%)	17.9	16.2	13.2	4.1	8.0	1.8	7.8	9.6	13.0	6.9	10.1	11.0
세전이익	2,778	2,737	1,409	660	1,323	95	1,268	1,788	7,584	4,475	8,401	10,022
지배주주 순이익	1,962	1,790	900	404	1,016	75	904	1,244	5,056	3,209	5,986	7,141
증감률(YoY,%)												
매출액	39.4	40.0	30.1	45.7	1.4	-7.2	-0.8	17.8	30.3	2.3	18.5	8.5
영업이익	129.0	93.1	54.1	-62.4	-54.8	-89.6	-41.4	177.5	47.5	-46.0	74.6	17.3
지배주주 순이익	138.9	182.7	-19.1	-31.9	-48.2	-95.8	0.4	207.8	-36.5	86.5	19.3	11.0
증감률(QoQ,%)												
매출액	56.5	6.7	-2.8	-10.3	9.0	-2.4	4.0	6.5				
영업이익	78.2	-3.6	-20.6	-72.4	113.9	-77.8	347.1	30.6				

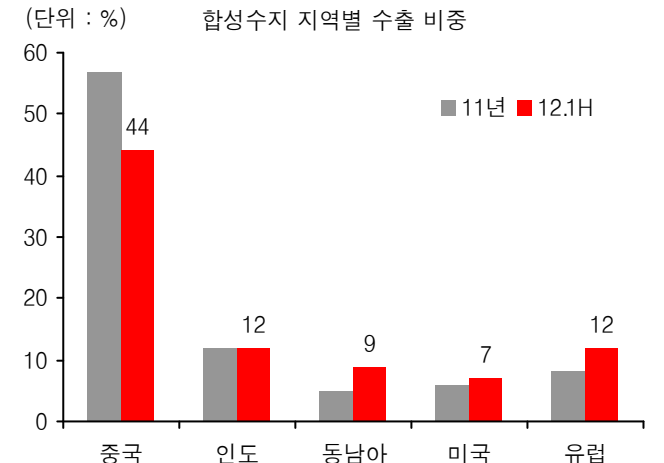
자료: 금호석유화학, 하이투자증권 리서치센터

<그림 1> 금호석유 합성고무 지역별 수출 비중

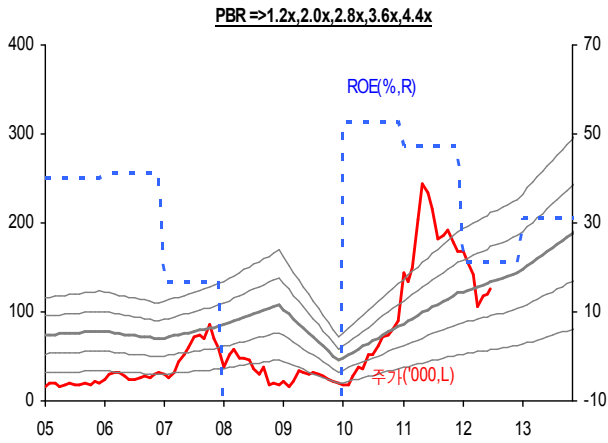


자료: 금호석유, 하이투자증권 리서치센터

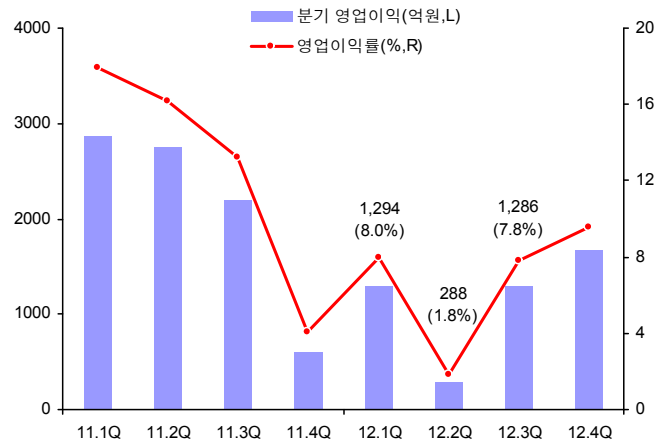
<그림 2> 금호석유 합성수지 지역별 수출 비중



<그림 3> 금호석유 PBR 밴드와 주가 및 ROE



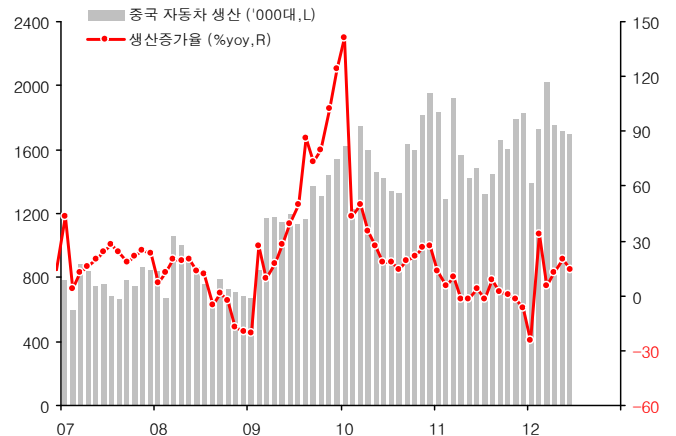
<그림 4> 금호석유 분기 영업이익 및 영업이익률 추이(전망)



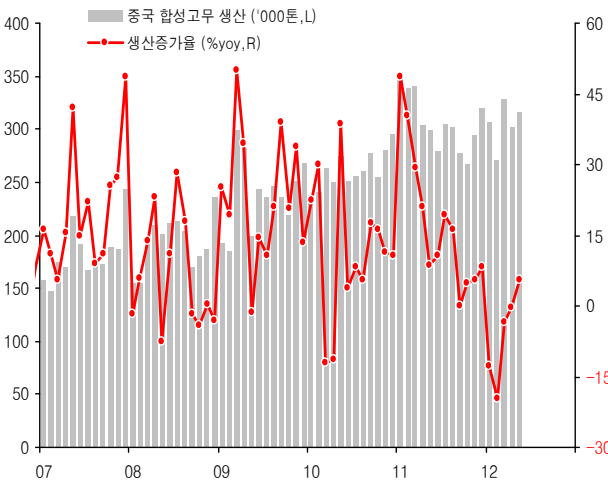
<그림 5> 금호석유 주가와 시장대비 상대주가 추이



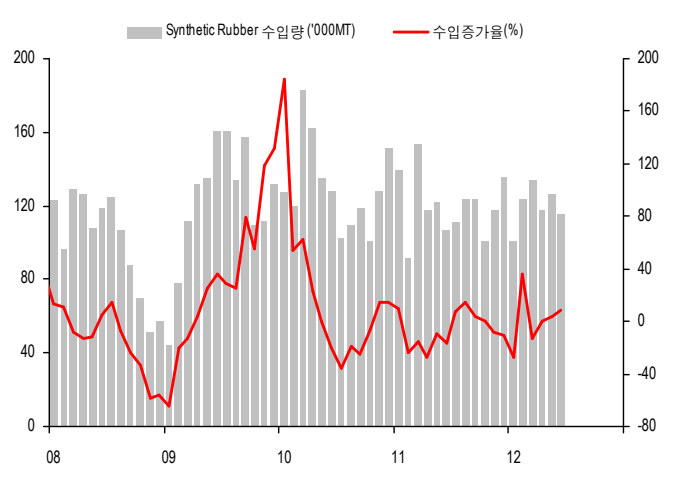
<그림 6> 중국 자동차 생산 증가율



<그림 7> 중국 합성고무 생산 증가율

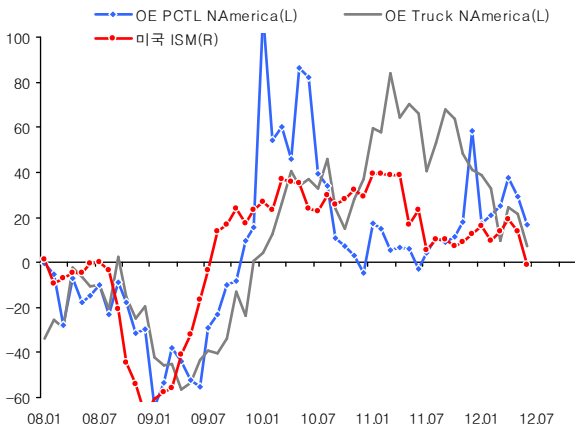


<그림 8> 중국 합성고무 수입 증가율



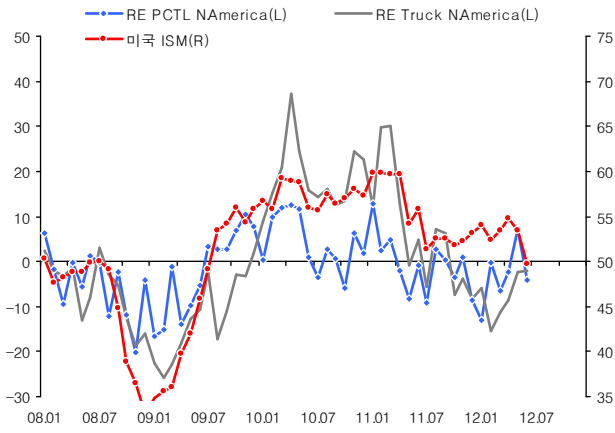
자료: Dataguide, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

<그림 9> 북미지역 신차용(OE) 타이어 수요증가율과 ISM 지수



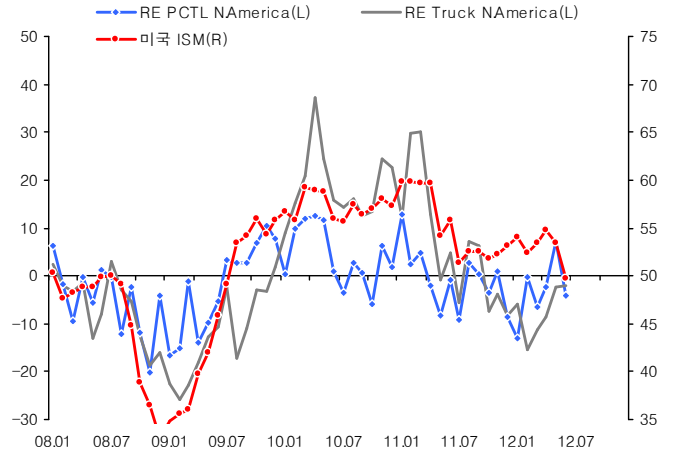
(승용차 및 트럭 타이어 수요)

<그림 11> 유럽지역 신차용(OE) 타이어 수요증가율과 PMI 지수

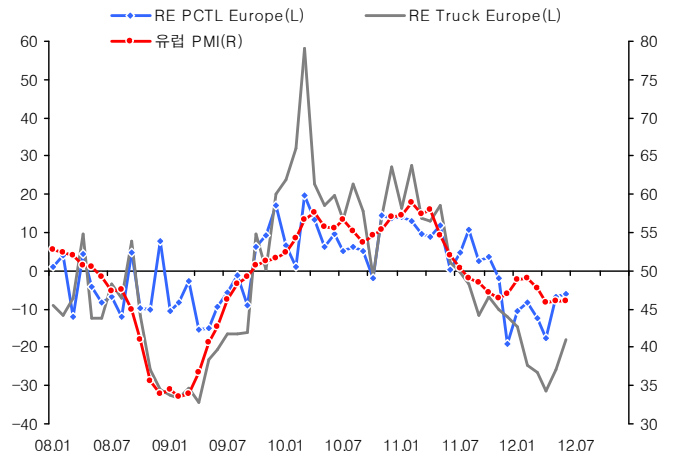


자료: Michelin, 하이투자증권 리서치센터

<그림 10> 북미지역 교체용(RE) 타이어 수요증가율과 ISM 지수



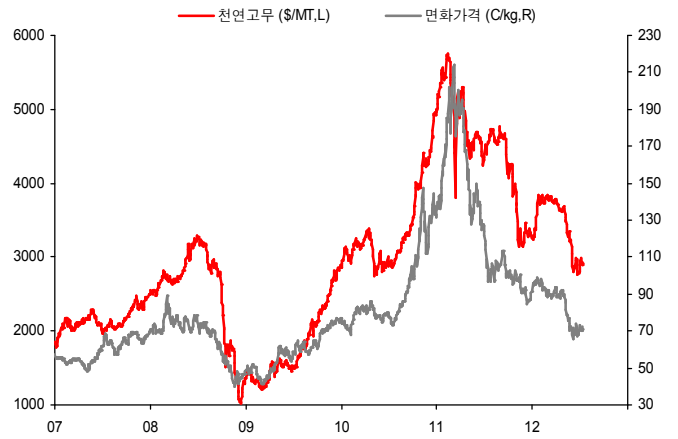
<그림 12> 유럽지역 교체용(RE) 타이어 수요증가율과 PMI 지수



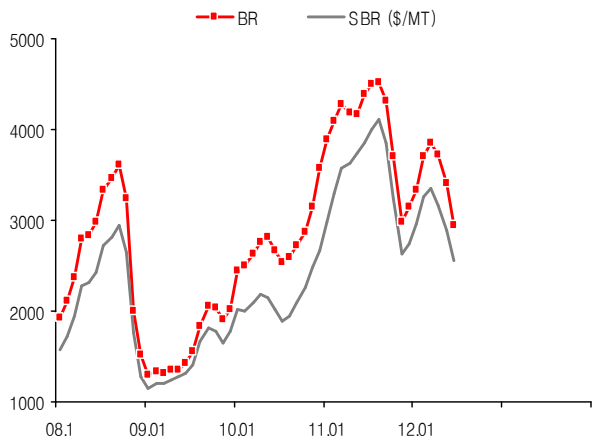
<그림 13> 부타디엔(BD) 가격과 나프타대비 스프레드 추이



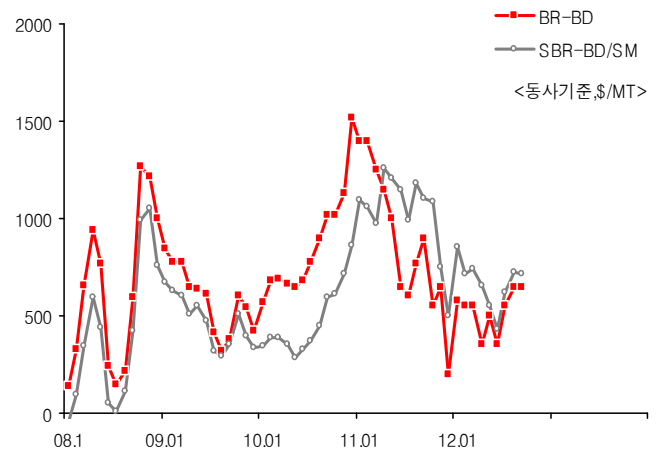
<그림 14> 천연소재(고무, 면화) 가격 추이



<그림 15> 합성고무(BR/SBR) 가격 추이



<그림 16> 합성고무 스프레드 추이(추정)



자료: Platts, Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

(* 7~8월은 추정치)

IFRS 연결 추정 재무제표

재무상태표 (단위:억원)

	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	20,581	17,891	20,018	22,113
현금 및 현금성자산	5,051	2,853	2,197	2,775
단기금융자산	332	381	452	490
매출채권	9,205	8,524	10,101	10,961
재고자산	5,816	5,951	7,052	7,652
비유동자산	26,561	30,269	33,292	36,856
유형자산	19,224	21,185	23,081	24,975
무형자산	7,337	1,066	1,066	1,066
자산총계	47,142	48,160	53,310	58,969
유동부채	27,132	25,719	25,405	24,372
매입채무	7,210	7,377	8,743	9,487
단기차입금				
유동성장기부채	11,228	9,728	8,128	6,428
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	29,639	28,806	27,245
지배주주지분	14,477	17,259	22,925	29,771
자본금	1,675	1,675	1,675	1,675
자본잉여금	2,653	2,653	2,653	2,653
이익잉여금	10,469	13,250	18,917	25,762
기타자본항목	-402	-402	-402	-402
비지배주주지분	1,094	1,263	1,578	1,954
자본총계	15,571	18,521	24,503	31,724

현금흐름표 (단위:억원)

	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동 현금흐름	6,695	6,954	9,063	11,299
당기순이익	5,438	3,378	6,301	7,516
유형자산감가상각비	1,460	1,638	1,802	1,805
무형자산상각비	85	85	260	260
지분법관련손실(이익)	728	900	1,250	1,375
투자활동 현금흐름	-2,460	-4,086	-3,710	-4,251
유형자산의 처분(취득)	3	152	152	152
무형자산의 처분(취득)	72	-800	-260	-260
금융상품의 증감	2,797	-2,148	-586	617
재무활동 현금흐름	-690	-2,509	-2,498	-2,583
단기금융부채의증감	-19			
장기금융부채의증감	-609			
자본의증감				
배당금지급	-230	-559	-597	-634
현금및현금성자산의증감	3,543	-2,198	-656	578
기초현금및현금성자산	1,508	5,051	2,853	2,197
기말현금및현금성자산	5,051	2,853	2,197	2,775

자료 : 금융석유, 하이투자증권 리서치센터
 주) 영업이익은 회사발표 기준, 주요투자지표는 지배주주귀속분 기준

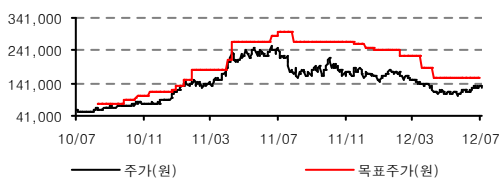
포괄손익계산서 (단위:억원,%)

	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	64,574	66,076	78,303	84,968
증가율(%)	30.3	2.3	18.5	8.5
매출원가	54,103	59,588	68,197	73,243
매출총이익	10,470	6,488	10,106	11,725
연구개발비	314	361	407	448
판매비와관리비	2,080	2,241	2,465	2,712
기타영업수익	2,010	984	984	984
기타영업비용	1,979	686	686	686
영업이익	8,422	4,545	7,939	9,311
증가율(%)	47.5	-46.0	74.7	17.3
영업이익률(%)	13.0	6.9	10.1	11.0
이자수익	89	108	74	74
이자비용	1,402	1,186	1,069	946
지분법이익(손실)	728	900	1,250	1,375
기타영업외수익				
세전계속사업이익	7,584	4,475	8,401	10,022
법인세비용	2,146	1,096	2,100	2,505
세전계속이익률(%)	11.7	6.8	10.7	11.8
당기순이익	5,438	3,378	6,301	7,516
순이익률(%)	8.4	5.1	8.0	8.8
지배주주귀속 순이익	5,056	3,209	5,986	7,141
기타포괄이익	-733	-650	100	100
총포괄이익	4,705	2,728	6,401	7,616
지배주주귀속총포괄이익	4,375	2,592	6,081	7,236

주요투자지표

	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)				
EPS	15,097	9,583	17,873	21,321
BPS	42,176	48,348	65,269	85,707
CFPS	19,712	14,728	24,031	27,487
DPS	2,000	2,150	2,300	2,450
Valuation(배)				
PER	11.1	13.1	7.0	5.9
PBR	4.0	2.6	1.9	1.5
PCR	8.5	8.5	5.2	4.6
EV/EBITDA	6.2	8.2	4.9	4.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	44.0	20.2	29.8	27.1
EBITDA 이익률	15.4	9.0	12.4	13.0
부채비율	218.1	171.7	125.7	91.5
순부채비율	-67.9	-58.1	-37.4	-19.5
매출채권회전율(x)	8.3	7.5	8.4	8.1
재고자산회전율(x)	9.9	10.1	10.5	10.0

주가와 목표주가의 추이



투자등급 추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2012-07-19	Buy	160,000	2011-10-14	Buy	265,000	2011-01-26	Hold	150,000
2012-04-23	Buy	160,000	2011-08-12	Buy	265,000	2011-01-12	Hold	130,000
2012-04-02	Buy	190,000	2011-07-15	Buy	300,000	2011-01-06	Buy	120,000
2012-02-21	Buy	225,000	2011-07-04	Buy	285,000	2010-11-25	Buy	115,000
2012-01-06	Buy	240,000	2011-04-25	Buy	270,000	2010-11-03	Buy	103,000
2011-12-20	Buy	250,000	2011-04-15	Buy	215,000	2010-11-01	Buy	95,000
2011-12-01	Buy	260,000	2011-02-10	Buy	180,000	2010-10-12	Buy	90,000

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
 ▶회사는 해당 종목에 1%이상 보유하고 있지 않습니다. ▶금융투자분석서와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다. ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 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. 무단전재 등 으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.
 1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익율을 의미함.
 -Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 증가대비 +15%미만, -15%미만 -Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
 2. 산업추천 투자등급 (시가총액 기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight(비중축소)