



화학업계의 불독 (Bull-Dog) 황주원입니다.

(02)3770-3564 kyuwon.hwang@tongyang.co.kr



금호석유 (011780)

2012년 3분기 예상 영업이익 531억원, BR 가동률 70% 중반 약세

투자의견: HOLD (Maintain)

목표주가: 130,000원

화학

주가	121,500원
자본금	1,675억원
시가총액	37,936억원
주당순자산	56,861원
부채비율	150.32%
총발행주식수	33,491,177주
60일 평균 거래대금	258억원
60일 평균 거래량	210,763주
52주 고	220,000원
52주 저	104,500원
외인지분율	11.51%
주요주주	박찬구 외 5인 23.72%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	12.0	(8.6)	(24.5)
상대	6.5	6.4	19.7
절대 (달러환산)	14.2	(6.9)	(19.3)



자료: Datastream

Investment Point

2012년 3분기 예상 실적 : 영업이익 531억원으로, 전분기 대비 84% 증가 예상[표14]

- ▶ 2012년 3분기 예상 매출액 1조 3,824억원, 영업이익 531억원, 지배주주 순이익 466억원. 영업이익 규모는 전분기 288억원 대비 84% 증가하지만 절대 실적 규모는 기대에 못 미치는 상황 지속. Butadiene 원료가격 안정에도 불구하고, 합성고무 등 수요 약세가 이어지고 있음
- ▶ 합성고무 부문 영업이익은 31억원(전분기 BEP 수준)으로 약세 국면 지속. SBR 제품 판매는 그나마 유지되고 있지만, BR 수요부진 여파로 합성고무 설비 가동률은 2분기 수준인 80% 초반 수준에서 형성됨. 그나마 다행인 것은 2개 분기 연속 설비가동률 조정으로 제품 재고를 30일분에서 1 ~ 2주 분으로 줄였다는 것임. 지난 2분기 말에는 합성고무 가격 급락세로 재고평가손실이 100억원 정도 발생되었지만, 이번 분기에는 해소되는 상황임

특히, 고가로 구매한 Butadiene 이 8월 초까지 생산과정에 투입됨에 따라 합성고무 Spread 약세도 이어지고 있음. 합성고무 1톤당 Cash 마진은 2012년 2분기 94\$에서 3분기 31\$ 수준으로 낮아졌음

- ▶ 합성수지(ABS, PS) 부문 영업이익은 44억원(전분기 BEP 수준)으로 소폭 개선될 전망. ABS/PS Spread도 전분기 196\$에서 3분기 242\$로 개선됨에 따라, 설비 가동률도 80% 수준으로 회복됨. Spread 개선은 원재료인 Butadiene 과 AN 가격이 하향 안정세를 유지했기 때문

- ▶ 발전소 및 특수고무 부문 영업이익 규모는 394억원(전분기 214억원)으로 실적이 개선됨. 4월 정기보수 종료 이후, 전력 및 Steam 성수기 진입으로 발전관련 이익이 회복됨. 특히, 자회사인 금호미쓰이화학의 MDI 공장 증설로 Steam 판매가 추가된 것도 긍정적. 다만, 합성고무 노화방지제 등은 글로벌 타이어 수요 약화로 인해 부진한 상황이 이어지고 있음

- ▶ 금호 P&B(주) 영업이익은 62억원(전분기 82억원)으로 약세 조정이 예상됨. 수요 약세로 인해, BPA/Epoxy/페놀/아세톤 제품 1톤당 평균 Cash 마진은 전분기 221\$에서 2012년 2분기 226\$ 수준에서 정체됨

2012년 4분기 예상 실적 : 영업이익 673억원으로 소폭 개선되지만, 약세 지속

- ▶ 2012년 4분기 예상 영업이익은 673억원으로 전분기 예상치 대비 27% 증가할 전망. 고가 Butadiene 투입이 마무리됨에 따라, 합성고무 1톤당 Spread가 3분기 31\$에서 4분기 180\$로 개선될 전망. 다만, 수요 약세 속에서 10월 3주 동안 지속되는 합성고무/발전소 등 정기보수로 실적 개선 폭은 제한될 전망

투자의견 Hold, 목표주가 130,000원 유지

- 세계 타이어 수요 약세 속에 2012년 하반기 ~ 2013년 상반기 글로벌 증설 압박 심화 우려

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	57,185	64,574	59,327	66,892	75,263
매출액증가율	-17.1	12.9	-8.1	12.8	12.5
영업이익	6,539	8,422	2,786	4,705	6,672
조정영업이익	6,539	8,390	2,685	4,705	6,672
지배주주귀속 순이익	4,711	5,056	2,045	3,359	5,109
지배주주 귀속 EPS	18,404	19,391	6,508	10,821	16,561
증가율	-175.0	5.4	-66.4	66.3	53.0
PER	2.7	9.4	18.7	11.2	7.3
PBR	1.6	4.1	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	4.6	6.7	12.9	9.1	6.6
ROA	7.1	11.1	4.6	7.5	10.7
ROE	71.9	44.0	13.5	19.5	24.4

자료: 동양증권

[표 14] 금호석유(주) 실적 추정치 : 2012년 3분기 예상 영업이익 531억원(2012년 2분기 288억원, 시장 컨센서스 754억원)

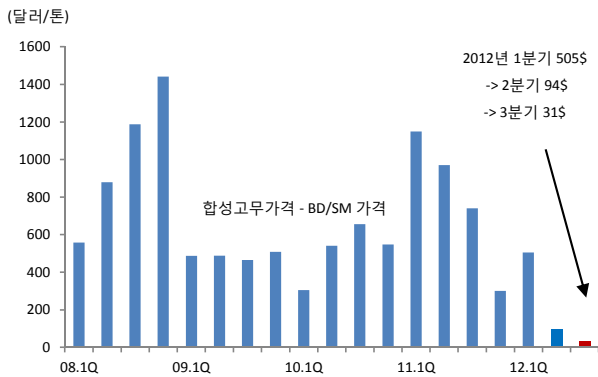
	2011				2012				연간실적			
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2010	2011	2012	2013
생산capa												
SBR (만톤)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	16.3	48.1	48.1	52.4	65.1
BR (만톤)	5.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	22.2	31.2	34.2	34.2
ABS (만톤)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	25.0	25.0	25.0	25.0
가황속진제 (만톤)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	8.0	8.0	8.0	8.0
스티 (톤/시간)	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
전기 (MWH)	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186
BPA (만톤)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	10.8	28.0	28.0	7.9	43.0
EPDM (만톤)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	10.0	10.0	10.0	16.0
M DI (만톤)	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	5.0	5.0	15.0	15.0	17.5	20.0
매출액	16,002	17,077	16,603	14,892	16,226	15,840	13,824	13,438	38,863	64,574	59,328	66,891
합성고무	7,877	9,818	9,456	8,282	8,709	8,567	7,155	7,127	22,349	35,433	31,558	37,051
SBR \$/MT	3,146	3,723	3,948	3,076	3,304	2,994	2,596	2,729	2,148	3,473	2,906	2,941
BR \$/MT	3,700	4,037	4,433	3,402	3,648	3,363	2,998	3,124	2,596	3,893	3,283	3,353
부타디엔(원재료) \$/MT	2,395	3,608	3,724	2,307	3,468	2,606	2,133	2,306	1,923	3,009	2,628	2,698
합성수지	3,462	3,206	2,741	3,029	3,420	3,227	2,921	2,537	12,202	12,438	12,105	12,854
ABS \$/MT	2,277	2,226	2,178	1,867	2,100	1,903	1,947	1,921	1,938	2,137	1,968	1,901
PS \$/MT	1,472	1,546	1,580	1,448	1,548	1,507	1,546	1,340	1,310	1,512	1,485	1,364
SM(원재료) \$/MT	1,404	1,410	1,460	1,300	1,440	1,361	1,424	1,253	1,195	1,394	1,370	1,268
고무약품/유틸리티	1,181	1,074	1,158	1,082	1,185	1,095	1,171	1,341	4,311	4,495	4,792	5,015
금호P&B	3,482	2,978	3,248	2,569	2,899	2,712	2,597	2,433	-	12,277	10,641	11,970
예폭시 \$/MT	2,999	3,726	3,409	3,286	2,999	3,101	2,991	3,189	-	3,355.0	3,070.0	3,139.0
BPA \$/MT	2,223	2,435	2,258	1,593	1,737	1,665	1,680	1,549	1,846	2,127	1,658	1,801
페놀 \$/MT	1,560	1,811	1,610	1,370	1,324	1,407	1,298	1,401	-	1,587.8	1,357.5	1,353.0
아세톤 \$/MT	875	1,101	1,086	995	981	978	898	936	827.0	1,014.3	948.3	862.0
영업이익	2,864	2,761	2,192	604	1,293	288	531	673	3,596	8,421	2,785	4,705
합성고무	1,679	1,669	1,279	591	753	-7	31	185	1,935	5,218	962	1,491
Cash마진 \$/MT	1,150	971	739	301	505	94	32	182	513	790	203	186
합성수지	312	149	55	-60	86	-1	44	17	786	455	146	124
Cash마진 \$/MT	586	299	236	318	200	196	242	197	283	360	209	195
고무약품/유틸리티	223	347	470	75	369	214	394	485	793	1,115	1,462	1,751
금호P&B	650	597	389	-2	87	82	62	-13	-	1,634	218	1,336
Cash마진 \$/MT	699	785	474	315	260	221	226	163	-	568	218	528
지배주주 순이익	1,962	1,790	900	404	1,016	89	466	474	4,714	5,056	2,045	3,359

Fundamental 변화

- ▶ 2011년 4분기 : BR 3만톤 확대, 전환사채 2000억원 주식전환, 일회성 비용 470억원 발생(유전상각 110억원, 발전설비 스크랩 150억원 등)
- ▶ 2012년 1분기 : 영업이익 1,293억원 수준. 1~2월 고무 가동률 100% 가동에도 불구하고, 소비 부진으로 고무재고 30일분 발생
- ▶ 2012년 2분기 : 영업이익 288억원. 합성고무/합성수지 BEP 수준. 유틸리티 및 고무약품 214억원, 금호P&B 82억원 재고자산손실 110억원(고무부품) 발생. 자본법평가이익 147억원
- ▶ 2012년 3분기(e) : 예상 영업이익 531억원. 유틸리티 강세속에 합성고무/금호P&B 등 전반적인 주력사업 실적 약세 지속
 - (1) 합성고무 예상 영업이익 31억원으로 초약세 국면 지속. SBR 판매는 유지되고 있지만, BR 판매부진으로 BR 가동률 70% 중반 지속. 2분기 재고평가손실 110억원 소멸
 - (2) 합성수지 예상 영업이익 44억원으로, 주 원료인 Butadiene 및 AN 가격 안정화 혜택
 - (3) 유틸리티 예상 영업이익은 394억원으로, 2분기 정기보수 마무리로 정상적인 전력 및 steam 판매 재개
 - (4) 금호P&B(주) 예상 영업이익은 62억원으로 약세 지속. PC, Epoxy, BPA 등 주요제품 전방 수요 약세 때문
- ▶ 2012년 : 4분기 SBR 11만톤과 SBR 6만톤 증설, 금호P&B(주)의 BPA 15만톤 증설
- ▶ 2012년 금호그룹으로부터 계열분리 예상(아시아나) 보유지분은 2012년 말 또는 2013년으로 매각이 연기될 가능성 높음
- ▶ 2013년 : 연말 145MW 규모의 제3열병합발전소 완공

자료 : 동양증권 리서치센터

그림 19. 금호석유(주)의 합성고무 마진 추이



자료 : 동양증권 리서치센터

그림 20. 일본의 합성고무 재고



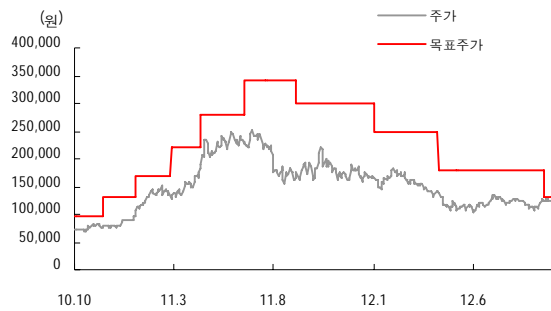
자료 : bloomberg

표 15. 금호석유(주) 적정주가 산출 : 평균적으로 창출할 수 있는 이익을 반영한 목표주가 13만원

구분	기준일 (2012.10.08일)	주요 내역							
		부문별 사업가치	영업이익 (억원)	감가상각비 (억원)	EBITDA (억원)	적정배율 (배)	총사업가치 (억원)	가치 반영율 (지분율)	지분반영 사업가치 (억원)
(+ 영업자산가치)	4조 2,341억원	▶ 합성고무/수지	3,264	806	4,070	6.5x	2조 6,455	100%	2조 6,455
		▶ 열병합발전/특수고무	1,118	270	1,388	7.0x	9,710	100%	9,713
		▶ 금호P&B	623	592	1,215	6.5x	7,895	78.2%	6,174
		합계	5,004	1,668	6,672	6.6x	4조 4,063		4조 2,341
(+ 투자자산가치)	7,637억원	투자자산 구성	지분율 (%)	장부가액 (억원)	PBR (배)	적정가치 (억원)	비고		
		금호폴리캠	50%	953	2.1X	1,990	EPDM(특수고무) 생산		
		금호미쓰이	50%	723	0.6x	440	MDI(우레탄원료) 생산		
		KDB생명(舊금호생명)	5%	56	1.0X	56	상장후 처분 계획		
		KDB-간서스 출자금		221	1.0X	221	상장후 처분 계획		
		아시아나항공	14%	1,906	1.1x	2,072	29,593,400주 × 7,000원		
		대우건설	4.49%	1,564	0.9x	1,462	14,621,622주 × 10,000원		
		기타 보유유가증권		1,396	1.0X	1,396	대한통운주 33.2만주 포함		
합계		7,126	1.2X	7,637					
(-) 순차입금	1조 7,567억원								
총차입금	2조 2,229억원								
현금성자산	4,727억원								
보통주 주주가치(A)	3조 2,412억원								
발행주식수(B)	2,487.5만주	총발행주식수 25,424,477주 - 자사주 5,592,558주 + CB전환 5,043,246주							
주당 주주가치(A/B)	130,000원								

자료 : 동양증권 리서치센터

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2012/10/08	HOLD	130,000원
2012/09/21	HOLD	130,000원
2012/07/09	BUY	180,000원
2012/04/13	BUY	180,000원
2012/04/06	BUY	250,000원
2012/02/07	BUY	250,000원
2012/01/05	BUY	250,000원
2011/12/13	BUY	300,000원
2011/10/10	BUY	300,000원
2011/09/08	BUY	300,000원

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 등 중목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 금호석유종목을 기초자산으로 하는 주기연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 등 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 등 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 중목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

금호석유 (011780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	57,185	64,574	59,327	66,892	75,263
매출원가	47,472	54,103	53,605	56,987	63,392
매출총이익	9,714	10,470	5,722	9,904	11,871
판매비	3,175	2,080	3,038	5,199	5,199
조정영업이익	6,539	8,390	2,685	4,705	6,672
기타영업손익	0	31	101	0	0
외환관련손익	0	74	-7	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타	0	-43	107	0	0
영업이익	6,539	8,422	2,786	4,705	6,672
EBITDA	8,333	9,967	4,367	6,254	8,173
영업외손익	570	-838	-155	-75	244
외환관련손익	14	-261	169	131	26
이자손익	-1,342	-1,313	-1,019	-892	-827
관계기업관련손익	1,409	728	696	686	1,045
기타	489	8	0	0	0
법인세비용차감전순이익	7,109	7,584	2,631	4,630	6,916
법인세비용	1,739	2,146	546	1,049	1,560
계속사업순이익	5,370	5,438	2,085	3,581	5,356
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,370	5,438	2,085	3,581	5,356
지배지분순이익	4,711	5,056	2,045	3,359	5,109
포괄순이익	5,370	4,705	1,983	3,581	5,356
지배지분포괄이익	5,370	4,339	2,415	5,129	7,756

주: 1. 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	5,597	6,695	1,777	70	4,982
당기순이익	5,370	5,438	2,085	3,581	5,356
감가상각비	1,682	1,460	1,514	1,492	1,454
외환손익	18	38	-203	-131	-26
중속, 관계기업관련손익	-1,409	0	-328	-686	-1,045
자산부채의 증감	128	-1,960	-1,087	-4,062	-657
기타현금흐름	-192	1,720	-204	-124	-101
투자활동 현금흐름	-1,686	-2,460	-1,662	-456	-2,085
투자자산	1,120	449	1,310	1,827	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,738	-2,911	-2,900	-2,265	-2,065
유형자산 감소	2	3	0	0	0
기타현금흐름	-70	-1	-72	-18	-20
재무활동 현금흐름	-3,121	-690	-4,657	-800	-3,017
단기차입금	-1,195	1,021	-2,624	384	-1,583
사채 및 장기차입금	-1,005	-1,534	-1,483	-636	-888
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-132	-230	-559	-559	-559
기타현금흐름	-789	54	10	12	13
연결범위변동 등 기타	-991	-2	550	553	520
현금의 증감	-201	3,543	-3,990	-632	399
기초 현금	2,283	1,508	5,051	1,060	428
기말 현금	2,082	5,051	1,060	428	827
NOPLAT	6,539	8,422	2,786	4,705	6,672
FCF	4,123	2,713	-198	-1,139	3,946

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	14,354	20,581	15,510	19,915	20,865
현금및현금성자산	2,082	5,051	1,060	428	827
매출채권 및 기타채권	6,352	9,205	8,197	11,071	11,386
재고자산	5,169	5,816	5,764	7,927	8,164
비유동자산	29,598	26,561	27,204	26,779	28,388
유형자산	21,425	19,224	20,589	21,361	21,972
관계기업등 지분관련자산	574	2,705	3,117	3,804	4,849
기타투자자산	5,678	4,122	2,913	1,086	1,086
자산총계	43,952	47,142	42,713	46,693	49,253
유동부채	22,056	27,132	21,364	22,203	20,694
매입채무 및 기타채무	6,482	7,210	5,582	6,798	6,932
단기차입금	5,263	7,875	11,235	11,619	10,036
유동성장기부채	8,700	11,228	3,713	2,952	2,893
비유동부채	11,209	4,440	4,286	4,411	3,583
장기차입금	5,713	2,652	2,182	2,307	1,479
사채	4,523	996	997	996	996
부채총계	33,265	31,572	25,650	26,614	24,277
지배지분	8,484	14,477	15,863	18,663	23,213
자본금	1,422	1,675	1,675	1,675	1,675
자본잉여금	900	2,653	2,653	2,653	2,653
이익잉여금	4,466	10,469	11,864	14,664	19,213
비지배지분	2,203	1,094	1,200	1,417	1,764
자본총계	10,687	15,571	17,063	20,080	24,977
순차입금	22,851	17,637	17,035	17,414	14,545
총차입금	25,437	23,020	18,396	18,143	15,673

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	18,404	19,391	6,508	10,821	16,561
BPS	31,231	44,423	48,567	56,926	70,511
EBITDAPS	29,291	34,632	13,040	18,672	24,402
SPS	201,018	224,373	177,142	199,729	224,725
DPS	1,000	2,000	2,000	2,000	2,052
PER	2.7	9.4	18.7	11.2	7.3
PBR	1.6	4.1	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	4.6	6.7	12.9	9.1	6.6
PSR	0.2	0.8	0.7	0.6	0.5

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	-17.1	12.9	-8.1	12.8	12.5
영업이익 증가율 (%)	492.5	28.8	-66.9	68.9	41.8
조정영업이익 증가율 (%)	492.5	28.3	-68.0	75.3	41.8
지배순이익 증가율 (%)	-175.5	7.3	-59.6	64.3	52.1
매출총이익률 (%)	17.0	16.2	9.6	14.8	15.8
영업이익률 (%)	11.4	13.0	4.7	7.0	8.9
조정영업이익률 (%)	11.4	13.0	4.5	7.0	8.9
지배순이익률 (%)	8.2	7.8	3.4	5.0	6.8
EBITDA 마진 (%)	14.6	15.4	7.4	9.3	10.9
ROIC	11.8	22.7	7.9	11.7	15.2
ROA	7.1	11.1	4.6	7.5	10.7
ROE	71.9	44.0	13.5	19.5	24.4
부채비율 (%)	311.3	202.8	150.3	132.5	97.2
순차입금/자기자본 (%)	269.3	121.8	107.4	93.3	62.7
영업이익/금융비용 (배)	4.6	6.0	2.5	5.1	7.6