

금호석유 (011780)

지금은 업황회복의 초기국면에 불과

BUY (유지)

목표주가 / 현재주가 (1월 7일) / 상승여력 : 165,000원 / 130,000원 / 26.9%

투자이견 BUY, 목표주가 165,000원 유지. 화학업종 Top Pick 제시. 지금은 업황회복의 초기국면에 불과

시황회복의 Signal 3박자: 합성고무/부타디엔/천연고무 가격의 상승 시작

- SBR(SE Asia) 가격 최근 3주간 +150\$/톤(+6.7%) 상승하며 2,400\$/톤 기록. 2달 만에 가격 상승반전
- 원재료인 부타디엔 가격은 12월 초부터 반등 국면에 진입하여 1,645\$/톤 기록하며 1달 만에 12% 상승
- 천연고무 가격 11월 중순 2,700\$/톤 수준에서 반등 시작하여 최근 3,000\$/톤을 돌파. 합성고무 가격 상승을 지지

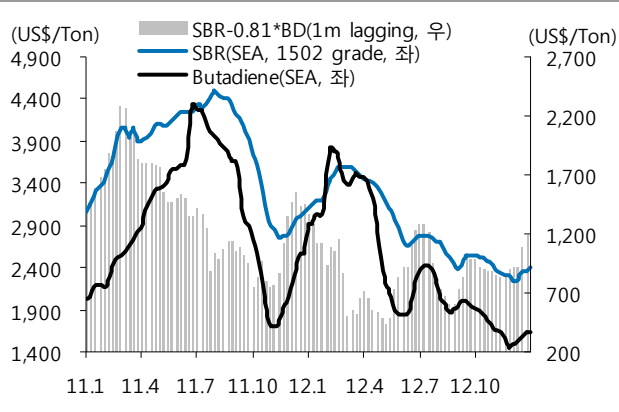
가격 상승을 지지할 모멘텀: 전방 타이어 증설/美 물동량 증대/자동차 주행거리 성수기 진입

- '13년 글로벌 타이어 증설 2,370만본/일. 아시아 증설 1,150만톤/년으로 50% 수준 해당. 역대 합성고무 수요증대 기대
- 中 11월 합성고무 수요증가율 YoY +10.7%로 전월에 이어 견조한 흐름. 10월 타이어재고 증가율 연초 이후 최초 음전환. 美 자동차 주행거리 증가율 3개월 연속 양전환. 주요 항구 컨테이너 수입물량(3MA) 양전환 등 물동량 증대 신호 포착
→ 글로벌 타이어 수요 증대 & Safeguard 해제로 인한 미국향 타이어 수출 증대로 中 타이어업체 가동률(50%) 상향 가능
- 자동차 주행거리는 겨울이 가장 적고 여름 시즌이 높은 계절성을 보임. 현재는 계절적 성수기 진입의 초입
- RMA(Rubber Marker Association), '13년 미국 OE/RE 타이어 출하량 전년대비 2.1% 증가한 2.9억본 전망('12년 2.84억 본으로 전년과 동일). 특히 '13년 RE타이어 출하량 증가율 YoY +1.3% 전망('12년 YoY -2.5%)

4Q12 & 1Q13 Preview: 4Q12 기대치에 미흡하나 1Q13은 시황회복으로 영업이익 개선 전망

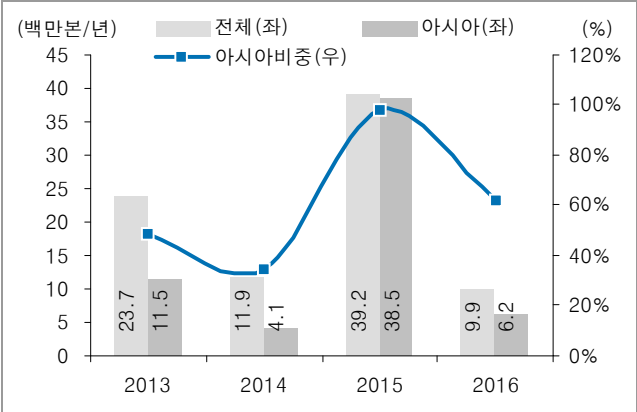
- 4Q12 영업이익 476억원(YoY -46.7%, QoQ +5.4%) 추정. 시황회복 지연으로 인해 합성고무 부문 영업이익 소폭 개선에 그칠 것으로 예상되고, 폐솔유도체 부문은 전분기에 이어 적자를 지속할 것으로 예상되기 때문
- 반면, 1Q13은 합성고무 시황 회복으로 인해 영업이익 1,049억원 전망. 전분기 대비 120.2% 개선

합성고무 가격 3주간 +150\$/톤 상승. 2개월 만의 상승전환



자료 : Platts, 토러스투자증권 리서치센터

'13년 이후 글로벌 타이어증설 중 대부분은 아시아 중심



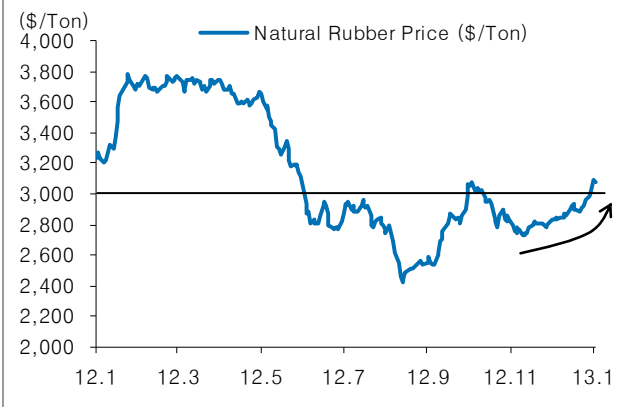
자료 : Industry Data, 토러스투자증권 리서치센터

12월 결산 (십억원)	2011A	2012F	2013F
매출액	6,457	5,939	7,529
영업이익	842	247	649
세전이익	758	226	601
순이익	544	170	429
EPS(원)	19,391	4,971	12,905
PER(H/L) (배)	13.3/4.6	26.3	10.7
PBR(H/L) (배)	6.0/2.1	2.9	2.6
EV/EBITDA(H/L) (배)	8.5/4.3	14.2	7.6
ROE (%)	44.0	10.7	24.4

주가지수 및 상대주가지수	절대수익률	상대수익률
(%)		
1M	23.2	17.3
3M	11.3	9.4
6M	11.3	1.5
시가총액	4,292십억원	
발행주식수	33,491천주	
60일 평균거래량	197천주	
60일 평균거래대금	22,617백만원	
주요주주	박찬구 외 6인 23.87%	

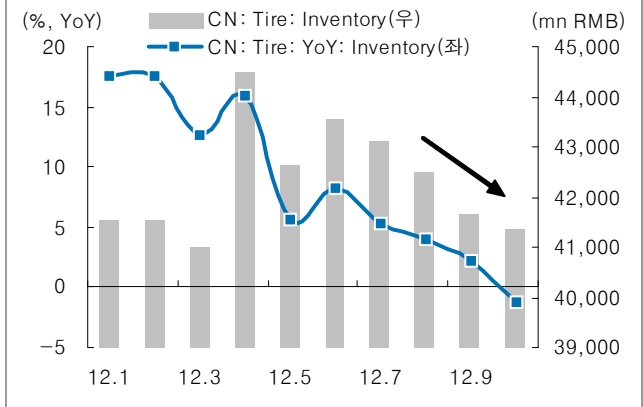


그림1 천연고무 가격 지속반등 후 3,000\$/톤을 돌파



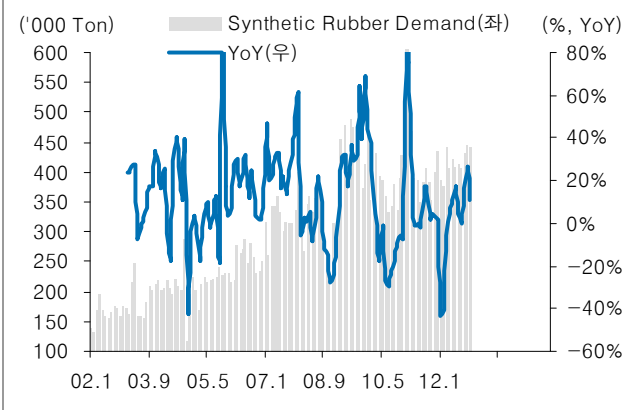
자료 : MRE, 토러스투자증권 리서치센터

그림2 中 10월 타이어재고 연초 이후 최초로 YoY 음전환



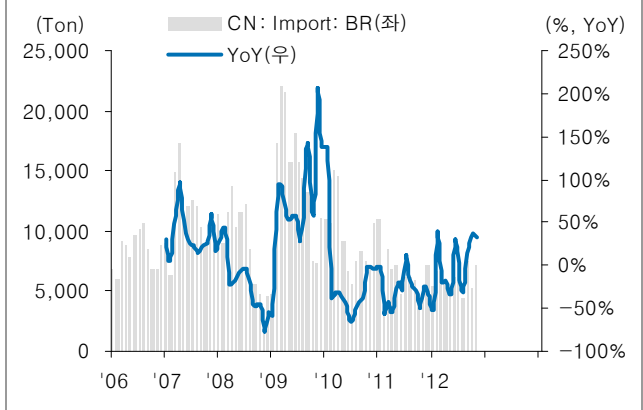
자료 : CEIC, 토러스투자증권 리서치센터

그림3 中 11월 합성고무 수요증가율 YoY +10.7%



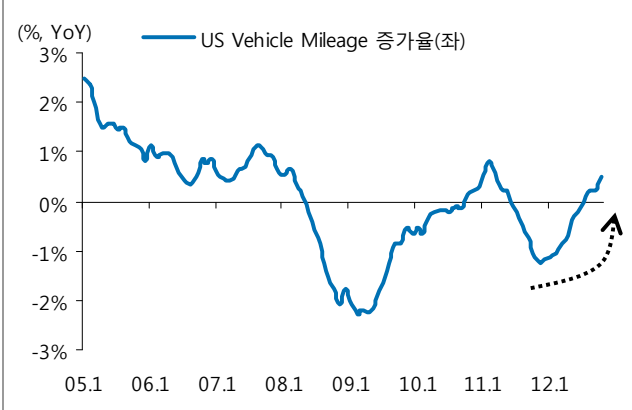
자료 : CEIC, 토러스투자증권 리서치센터

그림4 中 11월 BR 수입증가율 YoY +33.3%



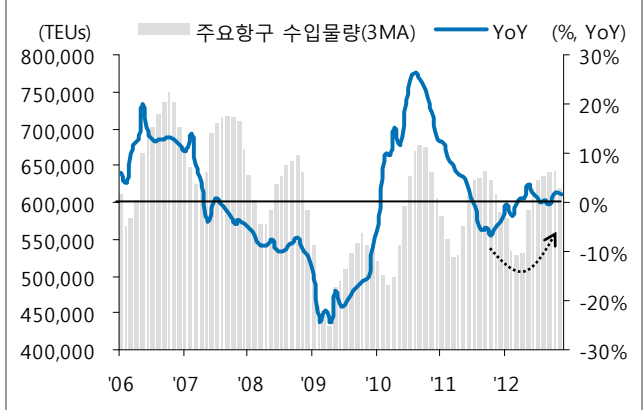
자료 : CEIC, 토러스투자증권 리서치센터

그림5 미국 자동차 주행거리 증가율 3개월 연속 양전환



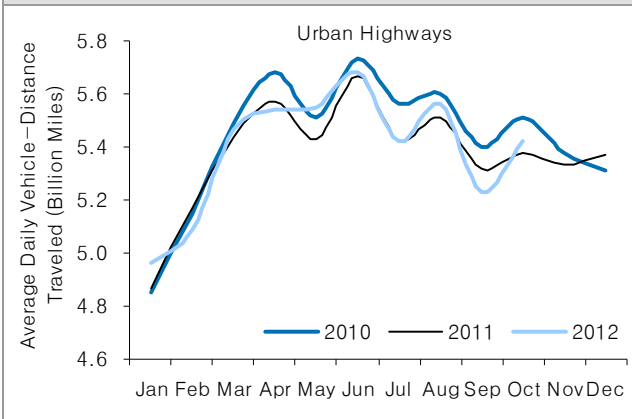
자료 : OHPI, 토러스투자증권 리서치센터

그림6 미국 주요항구 수입 물량 YoY 증가세 시현 중



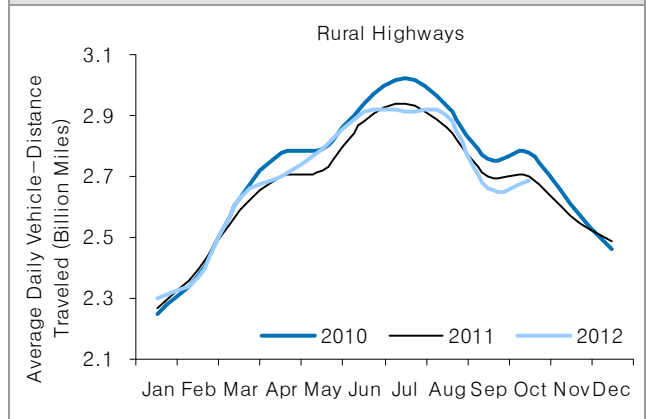
자료 : Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

그림7 美 도심고속도로 운행거리 계절적 성수기 초입



자료 : OHPI, 토러스투자증권 리서치센터

그림8 美 외곽고속도로 운행거리 계절적 성수기 초입



자료 : OHPI, 토러스투자증권 리서치센터

표1 글로벌 타이어 업체별 증설 계획

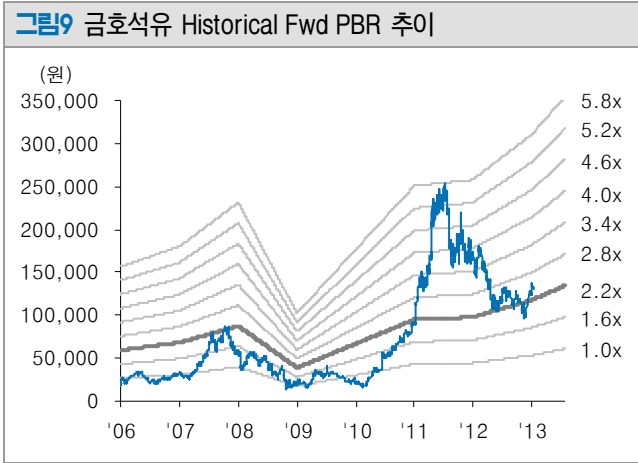
기업명	내용	생산능력	일정
Bridgestone	미국 공장 증설	4,750본/일	2013년 상반기 (2015년 3분기 8,000본/일 추가)
	폴란드 공장 증설	5,600본/일	2014년 1월
	동남아 공장 증설	16,500본/일	2014년 말(태국 13,500본/일, 인도네시아 2,000본/일)
	인도 공장 증설	10,000본/일	2020년 말
	중국 공장 증설	4,100본/일	2013년 상반기 (2014년 상반기 8,800본/일 추가)
	베트남 공장 증설	24,700본/일	2016년 상반기
Sumitomo Rubber Industries	브라질 공장	15,000본/일	2016년
	중국 공장	30,000본/일	2017년
Goodyear	중국 신공장	1,050만 본/년	2013년
	증설: 독일, 칠레, 브라질	1,100만 본/년	2013년
Pirelli	러시아 공장 증설	1,050만 본/년	2014년
Yokohama Rubber	증설 및 신설	8,600만 본/년	2017년까지(중국,인도,미국,남미,동남아 각지 등)
Toyo Tire & Rubber	남미 증설	650만 본/년	2015년
	일본 증설	2,600만 본/년	2015년
	아시아 증설	1,250만 본/년	2015년
Michelin	증설 및 신설	425만톤/년	2015년 예상(서유럽, 동유럽, 아시아, 북미, 남미 등)
Apollo Tyres	동유럽, 아시아 증설	1,595톤/일	2012년

자료 : 각사, 토러스투자증권 리서치센터

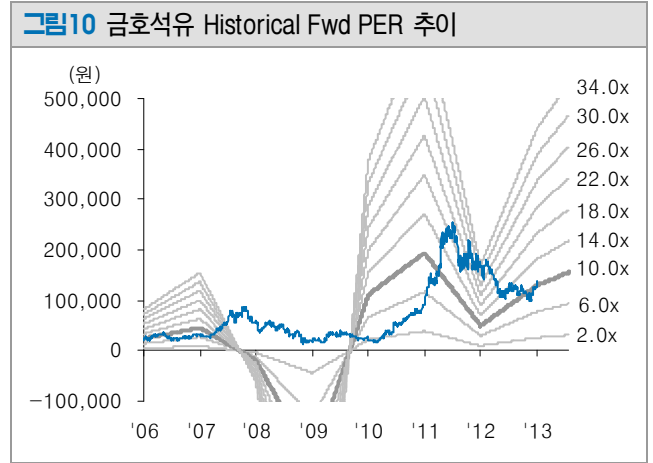
표2 미국 RE/OE 타이어 출하량 전망(Rubber Market Association)

(단위: Million Units/yr)	2011	2012	2013
RE	240	234	237
YoY		-2.5%	1.3%
OE	44	50	52
YoY		13.6%	4.0%
Total	284	284	290
YoY		0.0%	2.1%

자료 : RMA, 토러스투자증권 리서치센터



자료 : Dataguide, 토러스투자증권 리서치센터



자료 : Dataguide, 토러스투자증권 리서치센터

표3 금호석유 분기별 영업이익 추정치 변경 내역

(십억원)	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
매출액	1,311.5	1,844.2	1,880.0	1,967.7	1,301.1	1,674.4	1,866.3	1,998.9	(0.8)	(9.2)	(0.7)	1.6
영업이익	98.8	162.5	166.3	178.2	47.6	104.9	159.6	202.5	(51.8)	(35.5)	(4.0)	13.6
영업이익률(%)	7.5	8.8	8.8	9.1	3.7	6.3	8.5	10.1	(3.9)	(2.5)	(0.3)	1.1
지배주주순이익	44.7	97.8	101.0	104.8	6.6	35.9	91.9	137.8	(85.2)	(63.2)	(9.1)	31.5

주: 영업이익은 조정영업이익 기준 / 자료 : 토러스투자증권 리서치센터

표4 금호석유 연간 영업이익 추정치 변경 내역

(십억원)	변경전			변경후			차이(%,%P)		
	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
매출액	6,457.4	5,949.6	7,681.2	6,457.4	5,939.4	7,528.7	0.0	(0.2)	(2.0)
영업이익	842.2	302.2	693.2	842.2	250.9	681.1	0.0	(16.9)	(1.7)
영업이익률(%)	13.0	5.1	9.0	13.0	4.2	9.0	0.0	(0.9)	0.0
지배주주순이익	505.6	194.0	407.5	505.6	157.7	399.4	0.0	(18.8)	(2.0)

주: 영업이익은 조정영업이익 기준 / 자료 : 토러스투자증권 리서치센터

표5 금호석유 부문별 수익추정

	FY2012				FY2013				FY2011	FY2012(E)	FY2013(E)
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12(E)	1Q13(E)	2Q13(E)	3Q13(E)	4Q13(E)			
매출액	1,622.6	1,584.0	1,431.7	1,301.1	1,674.4	1,866.3	1,998.9	1,989.0	6,457.4	5,939.4	7,528.7
QoQ(%)	9.0%	-2.4%	-9.6%	-9.1%	28.7%	11.5%	7.1%	-0.5%			
YoY(%)	1.4%	-7.2%	-13.8%	-12.6%	3.2%	17.8%	39.6%	52.9%	66.2%	-8.0%	26.8%
합성고무	870.6	856.7	692.8	641.6	889.8	1,020.7	1,111.5	1,110.3	3,535.8	3,061.8	4,132.2
QoQ(%)	6.1%	-1.6%	-19.1%	-7.4%	38.7%	14.7%	8.9%	-0.1%			
YoY(%)	10.5%	-12.7%	-26.7%	-21.8%	2.2%	19.1%	60.4%	73.0%	58.3%	-13.4%	35.0%
합성수지	342.1	322.9	337.2	252.6	265.8	302.0	325.1	314.2	1,246.7	1,254.7	1,207.1
QoQ(%)	13.0%	-5.6%	4.4%	-25.1%	5.2%	13.6%	7.6%	-3.3%			
YoY(%)	-1.2%	-0.2%	22.9%	-16.6%	-22.3%	-6.5%	-3.6%	24.4%	2.2%	0.6%	-3.8%
기타	136.5	142.0	139.2	122.2	151.8	174.1	189.8	189.3	509.7	539.9	705.0
QoQ(%)	3.1%	4.0%	-1.9%	-12.2%	24.2%	14.7%	9.1%	-0.3%			
YoY(%)	10.4%	16.8%	5.5%	-7.8%	11.2%	22.6%	36.4%	54.9%	18.0%	5.9%	30.6%
페놀(금호 P&B)	306.9	292.1	294.1	284.7	367.1	369.5	372.5	375.2	1,265.1	1,177.8	1,484.3
QoQ(%)	15.4%	-4.8%	0.7%	-3.2%	28.9%	0.7%	0.8%	0.7%			
YoY(%)	-12.9%	-6.0%	-12.5%	7.0%	19.6%	26.5%	26.6%	31.8%		-6.9%	26.0%
영업이익	129.3	28.8	45.2	47.6	104.9	159.6	202.5	214.2	842.2	250.9	681.1
영업이익률(%)	8.0%	1.8%	3.2%	3.7%	6.3%	8.5%	10.1%	10.8%	13.0%	4.2%	9.0%
QoQ(%)	44.7%	-77.7%	57.0%	5.4%	120.2%	52.1%	26.9%	5.8%			
YoY(%)	-54.8%	-89.6%	-76.3%	-46.7%	-18.9%	454.0%	347.8%	349.7%	134.2%	-70.2%	171.4%
합성고무	74.9	5.2	11.8	24.7	62.1	103.5	126.2	133.9	527.8	116.6	425.7
영업이익률(%)	8.6%	0.6%	1.7%	3.9%	7.0%	10.1%	11.4%	12.1%	14.9%	3.8%	10.3%
QoQ(%)	-0.7%	-93.1%	127.8%	109.8%	151.0%	66.9%	21.9%	6.1%			
YoY(%)	-55.4%	-97.0%	-89.7%	-67.2%	-17.1%	1902.4%	971.4%	441.6%	146.4%	-77.9%	265.2%
합성수지	8.6	4.3	13.5	4.6	13.4	11.0	14.1	10.7	51.6	30.9	49.2
영업이익률(%)	2.5%	1.3%	4.0%	1.8%	5.0%	3.6%	4.3%	3.4%	4.1%	2.5%	4.1%
QoQ(%)	8450.0%	-49.7%	213.3%	-66.0%	192.5%	-17.8%	28.2%	-24.5%			
YoY(%)	-72.6%	-71.3%	154.3%	4481.4%	56.7%	156.0%	4.8%	132.8%	-27.7%	-40.1%	59.2%
기타	37.2	21.9	23.1	19.8	23.5	26.9	29.3	29.3	91.3	101.9	109.1
영업이익률(%)	27.2%	15.4%	16.6%	16.2%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	17.9%	18.9%	15.5%
QoQ(%)	흑전	-41.2%	5.7%	-14.4%	18.9%	14.7%	8.9%	-0.1%			
YoY(%)	75.3%	-14.3%	-62.8%	흑전	-36.8%	23.3%	27.0%	48.3%	23.4%	11.6%	7.1%
페놀(금호 P&B)	8.7	8.5	(3.2)	(1.4)	6.0	18.1	32.8	40.4	171.5	12.5	97.1
영업이익률(%)	2.8%	2.9%	-1.1%	-0.5%	1.6%	4.9%	8.8%	10.8%	13.6%	1.1%	6.5%
QoQ(%)	-72.3%	-2.5%	적전	적지	흑전	203.2%	81.4%	23.2%			
YoY(%)	-86.8%	-87.1%	적전	적전	-31.5%	113.2%	흑전	흑전		-92.7%	675.0%
당기순이익	103.2	10.3	40.0	16.1	42.2	98.3	147.1	141.9	543.8	169.6	429.5
당기순이익률(%)	6.4%	0.7%	2.8%	1.2%	2.5%	5.3%	7.4%	7.1%	8.4%	2.9%	5.7%
QoQ(%)	102.3%	-90.0%	288.2%	-59.7%	162.0%	133.2%	49.6%	-3.5%			
YoY(%)	-50.2%	-94.6%	-58.2%	-68.5%	-59.1%	854.8%	268.0%	781.8%		-68.8%	153.3%
지배주주순이익	101.6	8.9	40.6	6.6	35.9	91.9	137.8	133.8	505.6	157.7	399.4
비지배주주순이익	1.6	1.4	(0.6)	9.5	6.2	6.5	9.3	8.1	38.1	11.9	30.1

자료 : 금호석유, 토러스투자증권 / 주1: '기타'는 고무제품 및 발전소 등 / 주2: 과거치는 발표영업기준, 추정치는 조정영업이익 기준. 미세차이 발생가능성 존재

Income Statement					
12월 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	5,719	6,457	5,939	7,529	8,017
매출원가	4,747	5,410	5,524	6,626	6,908
매출총이익	971	1,047	415	902	1,109
판매비	317	208	174	221	235
기타영업손익	0	3	6	-32	-32
외환거래손익	0	7	40	1	1
이자손익	0	0	0	0	0
기타	0	-4	-33	-33	-33
영업이익	654	842	247	649	842
조정영업이익	654	839	241	681	874
EBITDA	833	997	414	807	1,004
영업외손익	57	-84	-21	-48	-30
관계기업손익	141	73	72	73	85
금융수익	97	62	70	56	62
금융비용	165	218	163	178	178
기타	-15	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	711	758	226	601	812
법인세비용	174	215	57	171	231
계속사업순이익	537	544	170	429	580
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	537	544	170	429	580
지배지분순이익	471	506	158	399	540
비지배지분순이익	66	38	12	30	41
매도가능금융자산평가	552	393	393	393	393
기타포괄이익	0	-73	-73	-73	-73
포괄순이익	537	470	96	356	507
지배지분포괄이익	0	434	89	328	468
비지배지분포괄이익	0	37	7	28	39

자료: 금호석유, 토러스투자증권 리서치센터

Cashflow Statement					
12월 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	560	670	416	422	783
당기순이익	537	544	170	429	580
비현금항목의 가감	10	514	201	374	422
감가상각비	168	146	158	152	157
외환손익	-13	-15	-280	-273	-273
지분법평가손익	141	73	70	70	80
기타	-286	310	253	426	458
자산부채의 증감	13	-196	190	-122	94
기타현금흐름	0	-95	-57	-171	-231
투자활동 현금흐름	-169	-246	-171	-188	-202
투자자산	405	-57	63	63	73
유형자산	-274	-291	-326	-339	-361
기타	-300	102	92	88	85
재무활동 현금흐름	-312	-69	-51	-51	-51
단기차입금	-119	102	0	0	0
단기사채	-79	0	0	0	0
장기차입금	213	-6	0	0	0
사채	436	63	0	0	0
현금배당	20	50	50	50	50
기타	-763	-229	-51	-51	-51
현금의 증감	-20	354	87	28	385
기초 현금	228	151	505	592	620
기말 현금	208	505	592	620	1,005
NOPLAT	583	726	185	464	602
FCF	507	398	216	161	497

자료: 금호석유, 토러스투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
12월 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
비유동자산	2,960	2,656	2,822	3,010	3,216
유형자산	2,142	1,922	2,090	2,277	2,481
관계기업투자금	57	270	277	284	291
기타금융자산	16	20	20	20	20
기타비유동자산	744	444	435	429	424
유동자산	1,435	2,058	2,005	2,378	2,862
현금및현금성자산	208	505	592	620	1,005
매출채권 및 기타채권	635	921	843	1,056	1,119
재고자산	517	582	535	678	722
기타유동자산	75	51	35	24	16
자산총계	4,395	4,714	4,827	5,387	6,077
비유동부채	1,121	444	444	444	444
사채	452	100	100	100	100
장기차입금	571	265	265	265	265
기타비유동부채	97	79	79	79	79
유동부채	2,206	2,713	2,773	3,004	3,202
매입채무 및 기타채무	648	721	781	1,012	1,209
단기차입금	526	788	788	788	788
유동성채무	870	1,123	1,123	1,123	1,123
기타유동부채	161	82	82	82	82
부채총계	3,327	3,157	3,217	3,448	3,646
지배지분	848	1,448	1,488	1,788	2,239
자본금	142	167	167	167	167
자본잉여금	90	265	265	265	265
이익잉여금	447	1,047	1,160	1,534	2,058
기타자본변동	170	-32	-105	-179	-252
비지배지분	220	109	121	151	192
자본총계	1,069	1,557	1,609	1,940	2,432

자료: 금호석유, 토러스투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
12월 결산 (원, 배)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	18,404	19,391	4,971	12,905	17,510
PER	4.9	8.6	26.3	10.7	7.9
BPS	29,823	43,226	44,430	53,395	66,865
PBR	3.0	3.9	2.9	2.6	2.1
EBITDAPS	29,291	34,524	12,167	25,058	30,929
EV/EBITDA	5.9	7.1	14.2	7.6	5.8
SPS	201,018	224,373	177,343	224,796	239,368
PSR	0.4	0.7	0.7	0.6	0.6
CFPS	19,226	36,739	11,076	23,996	29,927
DPS	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000

Financial Ratio					
12월 결산 (%)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	-17.1	12.9	-8.0	26.8	6.5
영업이익 증가율	492.5	28.8	-70.6	162.5	29.7
순이익 증가율	-153.4	1.3	-68.8	153.3	35.1
수익성					
ROIC	13.7	26.9	6.9	16.4	19.8
ROA	8.1	11.9	3.6	8.4	10.1
ROE	71.9	44.0	10.7	24.4	26.8
안정성					
부채비율	311.3	202.8	199.9	177.8	149.9
순차입금비율	214.0	113.3	104.9	86.0	53.0
이자보상배율	4.6	6.0	2.4	6.3	8.1

자료: 금호석유, 토러스투자증권 리서치센터