

금호석유(011780)

Above

In line

Below

종립(유지)

원가 부담 줄어 양호한 실적 달성

Stock Data

KOSPI(4/11)	1,950
주가(4/11)	102,000
시가총액(십억원)	3,108
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	141,500/96,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	22,283
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.4/11.0
주요주주(%)	박찬구 외 6인 24.2
	한국산업은행 14.1

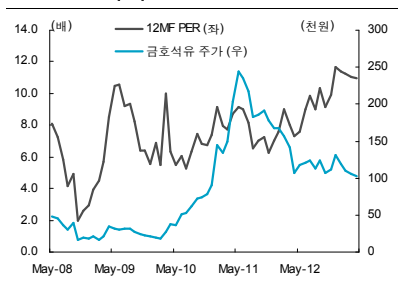
Valuation 지표

	2012A	2013F	2014F
PER(x)	26.3	15.0	10.1
PBR(x)	2.8	1.9	1.7
ROE(%)	8.7	11.5	14.9
EV/EBITDA(x)	15.5	9.3	7.2
EPS(원)	4,959	6,814	10,088
BPS(원)	47,407	52,863	60,584

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.9)	(12.1)	(27.1)
상대주가(%p)	(0.2)	(12.9)	(24.9)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

What's new: 기대치를 충족시킨 실적

금호석유의 2013년 1분기 매출액은 1조 4,149억원, 영업이익은 783억원으로 당사 추정치에 부합했다. 2월 중 고점을 기록한 합성고무 가격이 원가 대비 견조한 수준을 유지해 양호한 스프레드를 유지했다. 합성고무의 원재료인 부타디엔 가격이 분기 중 고점 대비 톤당 575달러 하락하는 동안 합성고무(SBR) 가격은 107달러 하락에 그쳤다. 한편 세전이익은 485억원을 기록해 예상치를 36% 하회했다. 이는 대우건설 등 금호석유 및 자회사가 보유한 지분의 주가 하락으로 200억원 가량의 평가손실이 발생했기 때문으로 파악된다.

Positives: 원재료 보다는 재고 부담이 낮고 전방 수요 회복 조짐 보여

부타디엔은 수요 개선을 기대하고 축적한 재고가 부담이 되어 가격이 급락하고 있지만 이것이 합성고무 가격에 모두 반영되지는 않았다. 높은 합성고무의 재고수준은 부담스럽지만 가격 추이로 볼 때 상대적으로 부타디엔의 재고수준보다는 보다는 낮고 타이어 보다는 높은 것으로 추측할 수 있다. 금호석유에 우호적인 상황이지만 앞으로도 이런 상황이 유지되기 위해서는 합성고무의 재고 수준이 더 낮아져야 한다. 중국의 합성고무 재고금액은 2012년 평균이 전년대비 58% 높은 수준이다. 특히 작년 말 합성고무 재고 금액은 3분기말 대비 12% 늘어났다. 2012년 합성고무의 주 수요처인 타이어 재고 금액 역시 5% 증가했다. 증가율은 크지 않지만 재고가 감소하던 추세가 다시 증가세로 돌아섰다. 올해 1~2월 중국의 자동차 생산량 누계는 전년 대비 14% 증가해 재고 증가를 다소 해소해 주었을 것으로 예상된다.

Negatives: 정기보수와 가동률 하향은 본격적 수요개선이 멀었음을 의미

상대적으로 양호한 수급과 제품 가격을 기대해 볼 수 있다고는 해도 본격적인 수요개선은 아직 기대하기 어렵다. 수요 부진을 이유로 중국의 Shen Hua Chemical도 3월까지 95% 가동률을 유지하던 연산 18만톤 규모의 SBR 생산라인 가동률을 3분기까지 80%로 낮추기로 결정했다. 금호석유도 4월 한달 간 BR 12만톤 라인 및 SBR 6만톤 라인을 정기보수 한다. 나머지 1개의 BR 생산 라인(연간 22만톤)도 60% 수준의 가동률을 유지할 뿐이다.

결론: 수요 개선 시 원가 부담이 다시 부각될 수 있어 수익성 회복 더딜 전망

금호석유에 대해 중립 의견을 유지한다. 합성고무는 자동차용 타이어 등 특정 전방 시장의 의존도가 높아 수요 회복 기회가 적는데 비해, 원재료인 부타디엔과 벤젠은 구조적인 공급 부족으로 인해 수요 개선 시 가격 상승이 가파를 것으로 보인다. 또한 합성고무 업체들의 가동률이 개선되면 원재료 수급은 타이트해지는 반면 판매 경쟁은 늘어날 것으로 보인다. 따라서 2분기 금호석유의 영업이익 개선은 1.4%에 그칠 것으로 예상된다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q13P				증감률		2013F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,375	1,415	2.9	1,402	13.6	(12.8)	6,059	6,184
영업이익	77	78	1.6	68	155.9	(35.8)	357	386
영업이익률(%)	5.6	5.5		4.8			5.9	6.2
세전이익	76	49	(35.8)	59		흑자전환 (63.3)	298	355
순이익	64	33	(48.1)	51		흑자전환 (67.5)	251	266

박기용 3276-6177
kypark@truefriend.com

홍보화 3276-6241
bohwa.hong@truefriend.com

〈표 1〉 금호석유의 연간 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %)

	1Q13P			2013F		
	기존추정치	차이	발표 실적	기존추정치	변화	신규추정치
매출액	1,375	2.9	1,415	6,397	(5.3)	6,059
금호석유	1,145			5,326	(6.4)	4,987
금호P&B	230			1,072	0.0	1,072
영업이익	77	1.6	78	416	(14.0)	357

자료: 한국투자증권

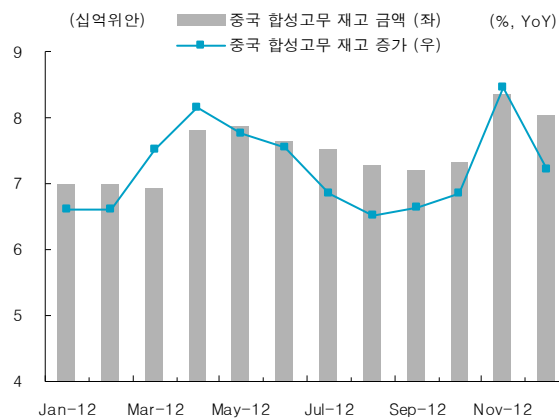
〈표 2〉 금호석유의 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13P	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F
매출액	1,623	1,584	1,432	1,245	1,415	1,345	1,575	1,724	5,884	6,059
금호석유	1,349	1,313	1,157	1,014	1,165	1,107	1,297	1,419	4,833	4,987
금호P&B	307	271	274	198	250	238	279	305	1,051	1,072
영업이익	122	26	45	31	78	79	96	104	224	357
EBITDA	169	66	85	71	120	121	139	147	384	527

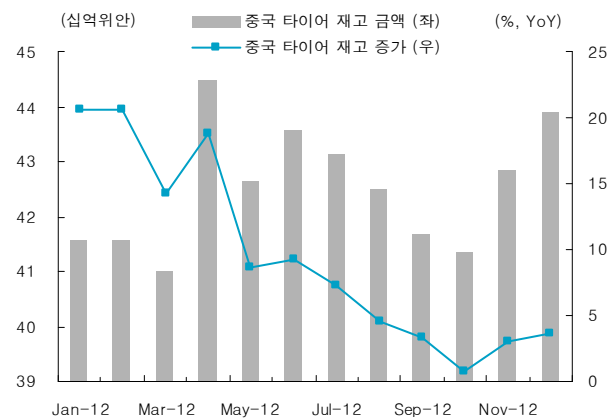
자료: 금호석유, 한국투자증권

[그림 1] 중국 월별 합성고무 재고 추이



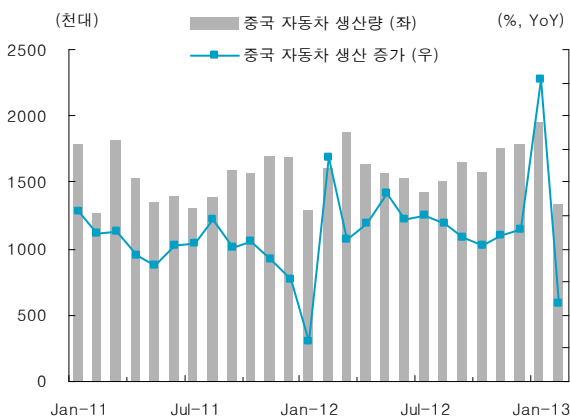
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 2] 중국 월별 타이어 재고 추이

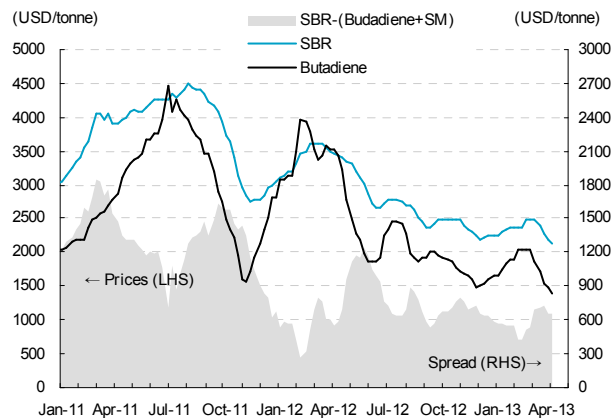


자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 3] 중국 월별 자동차 생산량 추이

주: 자동차 생산량은 승용차 및 상용차 생산량의 합계
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 4] SBR 가격 및 마진 추이



자료: Ciscchem, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

금호석유화학은 1970년 설립된 합성고무 제조업체이다. 과거 금호아시아나 그룹에 속해있었으나 구조조정 이후 분리 경영을 하고 있으며 계열 분리를 추진 중이다. 2012년 연결 매출 비중은 합성고무 52%, 합성수지 22%, 에너지, 페놀유도체 및 기타 사업이 26%이다. 2012년 현재 SBR과 BR의 생산능력(95.5만톤/년) 기준으로 세계 1위의 합성고무 제조 기업이다. 합성수지 사업에서는 PS, ABS 등을 생산하고 있다. 합성고무와 합성수지의 원재료인 부타디엔의 자가 생산 설비도 23.7만톤/년 보유하고 있다. 에너지 사업에서는 열병합발전소를 통해 스팀, 전기를 판매하고 있다. 주요 연결 자회사로는 페놀, BPA를 주로 판매하는 금호피앤비화학(지분율 78.2%)이 있고 지분법 반영되는 화학 자회사로는 금호폴리캠(EPDM 제조업체, 50% 지분), 금호미쓰이화학(MDI 제조업체, 50% 지분) 등이 있다.

- 합성고무(synthetic resin): 주로 타이어, 신발 등에 쓰이며 SBR과 BR이 대표적인 합성고무 제품
- 합성수지(synthetic resin): 화학공업에서 만들어지는 고분자화합물 중 합성섬유와 합성 고무를 제외한 것의 총칭으로 일반적으로 플라스틱을 지칭
- PS(polystyrene): SM(스타이렌 모노머)으로 제조하는 합성수지로 가전제품 케이스 및 부품, 단열재 등의 원료로 사용
- ABS(acrylonitrile butadiene styrene): 전자제품 및 자동차의 표면 소재로 주로 사용되는 합성수지 제품
- 부타디엔(butadiene): 납사 분해시 부생하는 C4유분에서 추출하거나 부탄을 이용해 제조, 합성고무, ABS 등의 원료
- 페놀(phenol): 벤젠, 프로필렌을 반응시켜 제조하며 BPA, 페놀수지의 원료로 주로 사용

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	2,058	1,490	1,827	1,992	2,173
현금성자산	505	246	454	495	540
매출채권및기타채권	921	638	727	793	865
재고자산	582	567	606	661	720
비유동자산	2,656	2,921	2,754	2,897	3,034
투자자산	672	720	401	438	477
유형자산	1,922	2,130	2,280	2,380	2,470
무형자산	35	28	29	32	35
자산총계	4,714	4,411	4,581	4,889	5,206
유동부채	2,713	1,438	1,269	1,247	1,268
매입채무및기타채무	721	512	515	562	612
단기차입금및단기사채	813	804	704	654	614
유동성장기부채	1,123	78	38	8	8
비유동부채	444	1,314	1,477	1,556	1,527
사채	100	558	618	648	648
장기차입금및금융부채	267	653	753	793	753
부채총계	3,157	2,752	2,746	2,804	2,795
지배주주지분	1,448	1,548	1,730	1,989	2,325
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	265	265	265	265	265
자본조정	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
이익잉여금	1,047	1,113	1,264	1,491	1,795
비지배주주지분	109	111	105	97	86
자본총계	1,557	1,658	1,835	2,086	2,412

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	668	245	145	304	386
당기순이익	544	126	184	270	346
유형자산감가상각비	146	153	163	171	172
무형자산상각비	9	7	6	7	8
자산부채변동	(197)	(64)	(139)	(72)	(68)
기타	166	23	(69)	(72)	(72)
투자활동현금흐름	(245)	(374)	99	(214)	(210)
유형자산투자	(291)	(369)	(313)	(271)	(263)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	50	(3)	420	70	66
무형자산순증	(4)	(3)	(7)	(10)	(11)
기타	0	1	(1)	(3)	(2)
재무활동현금흐름	(69)	(132)	(36)	(49)	(131)
자본의증가	5	0	0	0	0
차입금의순증	(51)	(76)	20	(10)	(80)
배당금지급	(23)	(56)	(56)	(39)	(51)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	(0)	1	0	0	0
현금의증가	354	(259)	208	41	45

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	6,457	5,884	6,059	6,606	7,204
매출원가	5,410	5,481	5,495	5,880	6,347
매출총이익	1,047	403	563	727	857
판매관리비	208	179	206	231	252
영업이익	839	224	357	495	605
금융수익	62	75	66	72	73
이자수익	9	14	13	17	18
금융비용	218	139	172	167	165
이자비용	140	101	97	97	95
기타영업외손익	3	(93)	(95)	(104)	(113)
관계기업관련손익	73	67	69	74	74
세전계속사업이익	758	134	225	370	474
법인세비용	215	8	40	100	128
연결당기순이익	544	126	184	270	346
지배주주지분순이익	506	130	189	278	356
기타포괄이익	(73)	31	31	31	31
총포괄이익	470	157	215	301	377
지배주주지분포괄이익	434	156	221	310	387
EBITDA	994	384	527	673	785

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	24,723	4,959	6,814	10,088	12,938
BPS	44,423	47,407	52,863	60,584	70,632
DPS	2,000	2,000	1,300	1,800	1,800
성장성(%, YoY)					
매출증가율	30.3	(8.9)	3.0	9.0	9.1
영업이익증가율	49.7	(73.3)	59.7	38.6	22.1
순이익증가율	60.0	(74.4)	46.1	46.6	28.1
EPS증가율	56.3	(79.9)	37.4	48.1	28.2
EBITDA증가율	40.0	(61.4)	37.2	27.8	16.6
수익성(%)					
영업이익률	13.0	3.8	5.9	7.5	8.4
순이익률	7.8	2.2	3.1	4.2	4.9
EBITDA Margin	15.4	6.5	8.7	10.2	10.9
ROA	12.3	2.8	4.1	5.7	6.9
ROE	44.5	8.7	11.5	14.9	16.5
배당수익률	1.2	1.5	1.3	1.7	1.7
안정성					
순차입금(십억원)	1,764	1,826	1,637	1,584	1,457
차입금/자본총계비율(%)	147.8	126.2	115.2	100.9	83.9
Valuation(X)					
PER	6.8	26.3	15.0	10.1	7.9
PBR	3.8	2.8	1.9	1.7	1.4
PSR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.1	15.5	9.3	7.2	6.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
금호석유(011780)	2012.04.19	매수	160,000 원
	2013.01.24	중립	-



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 4월 11일 현재 금호석유 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 금호석유 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.