

금호석유 (011780)



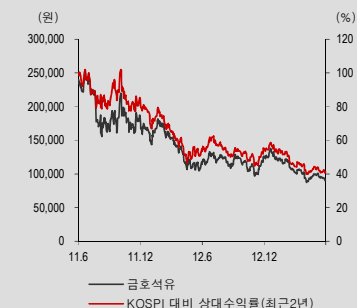
현실적이지 않은 Bull-Do (불독)
항재원입니다.
(02)3770-3564
kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

투자의견: BUY (M)
목표주가: 120,000원 (M)

주가	87,900원
자본금	1,675억원
시가총액	27,774억원
주당순자산	51,340원
부채비율	159.15%
총발행주식수	33,491,177주
60일 평균 거래대금	161억원
60일 평균 거래량	164,776주
52주 고	138,000원
52주 저	87,400원
외인지분율	10.66%
주요주주	박찬구 외 6인 24.19%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(12.1)	(14.7)	(25.5)
상대	(8.4)	(9.6)	(26.2)
절대(달러환산)	(14.3)	(16.6)	(23.4)



자료: Datastream

더디지만, 회복중!!!

[탐방 이슈 1] 2013년 2분기 실적을 기대해볼만 한가?

2013년 4월 시작과 함께, 금호석유(주) 영업이익이 1,000억원을 상회할 수 있다는 기대감이 고조되었다. 고급형 타이어에 사용되는 S-SBR 신규설비 가동에 대한 기대감이 높았기 때문이다. 그러나, 그 시기가 2분기는 아니다. 2013년 2분기 추정 실적을 살펴보면, 매출액 1조 4,738억원(전분기 1조 4,170억원), 영업이익 712억원(전분기 779억원), 지배주주 순이익 263억원(전분기 343억원) 등이다. 영업이익은 시장 컨센서스 817억원(2013년 6월 14일 기준)에 소폭 미달 할 것으로 판단된다. [표1]

사업부문별 특징을 살펴보자. (1) 타이어 등에 사용되는 합성고무부문 추정 영업이익은 364억원으로, 전분기 367억원 수준이 유지될 것으로 보인다. 합성고무 설비 가동률은 1분기 98%에서 2분기에는 거의 100% 수준에 도달했다. 신규로 증설된 SSBR 설비도 안정적인 흐름을 유지하고 있다. 2분기 합성고무 제품가격과 원료인 Butadiene 가격 하락이 동시에 진행되면서, 스프레드는 1분기 382\$에서 2분기 365\$로 소폭 조정이 예상된다. (2) ABS 등을 생산하는 합성수지부문 예상 영업이익은 81억원(전분기 107억원)에서 소폭 감소할 전망이다. 핵심원료인 SM가격 강세 여파로 인해, Cash마진이 199\$(전분기 258\$)로 하락했기 때문이다. 5월 말부터 ABS 설비가동율이 90% 이상으로 회복된 것은 긍정적이다. (3) 에너지(전기 및 스팀생산 판매) 및 정밀화학(타이어 노화방지제 및 가황촉진제 생산) 부문 예상 영업이익은 210억원으로 전분기 229억원 대비 소폭 감소할 전망이다. 4월 봄철 정기보수로 인해, 전력판매 부분이 소폭 감소했기 때문이다. (4) 금호P&B(BPA 생산 판매 자회사) 예상 영업이익은 57억원으로, 전분기 76억원에 미치지 못할 전망이다. 증설된 BPA 판매가 경쟁사(LG화학(주)) 물량 증가로 인해, 판매가 부진한 것으로 알려지고 있기 때문이다.

[탐방 이슈 2] 채권단 주주 물량 출회 움직임은 있는가?

총발행 주식 30,467,691주 가운데, 채권단 주주 보유지분은 5,043,244주로 16.6%에 해당한다. 산업은행(주) 4,281,715주(총발행 주식의 14.1%), KB은행(주) 466,500주(1.5%), NH은행(주) 295,029주(1.0%) 등이다. 2013년 5월부터 매각제한이 해제되면서, 매각이 가능한 상황이다. 그런데, 아직까지 특별한 움직임은 없는 것으로 알려지고 있다.

[결론] 업황 부진 속에서도 분기 영업실적 level 상승에 주목

분기 영업이익 규모가 2012년 300 ~ 400억원 수준에서 2013년 700 ~ 800억원 수준으로 한단계 높아진 것이 사실이다. 추가적인 주가 급락을 우려할 필요가 없다는 뜻이다. 9만원 이하는 매수할 만하다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	64,574	58,837	57,727	61,116	63,996
영업이익	8,390	2,238	3,243	4,375	5,284
영업이익률	13.0	3.8	5.6	7.2	8.3
지배주주귀속 순이익	5,056	1,296	1,904	3,131	3,892
지배주주 귀속 EPS	19,391	4,049	6,045	10,073	12,570
(증가율)	5.4	-79.1	49.3	66.6	24.8
PER	9.4	31.9	14.5	8.7	7.0
PBR	4.1	2.7	1.7	1.5	1.3
ROE	44.0	8.7	11.8	17.3	18.5

자료: 동양증권

[표 1] 금호석유주 실적 추정치 : 2013년 2분기 예상 영업이익 712억원(전분기 779억원, 시장 컨센서스 817억원)

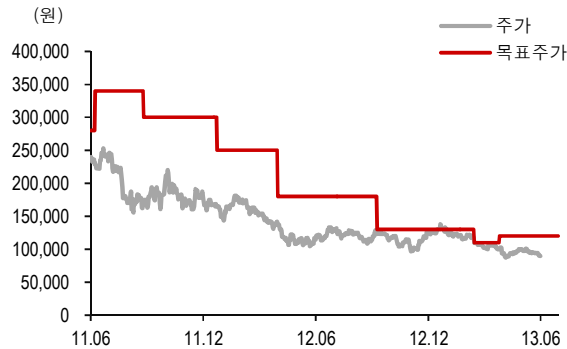
	2011				2012				2013				2011	2012	2013	2014
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13				
생산capa																
SBR (만톤)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	16.3	17.8	17.8	17.8	17.8	48.1	52.4	71.1	71.1
BR (만톤)	5.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	31.2	34.2	34.2	34.2
ABS (만톤)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	25.0	25.0	25.0	25.0
가황촉진제 (만톤)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	8.0	8.0	8.0	8.0
스팀 (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	1,130	1,130	1,130	1,330.0
전기 (MWH)	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	232.5
BPA (만톤)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	28.0	31.8	43.0	43.0
EPDM (만톤)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	4.0	4.0	10.0	10.0	13.0	16.0
M DI (만톤)	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	15.0	17.5	20.0	20.0
매출액 억원	16,002	17,077	16,603	14,892	16,226	15,840	14,317	12,454	14,170	14,738	14,508	14,312	64,574	58,837	57,728	61,116
합성고무 억원	7,877	9,818	9,456	8,282	8,706	8,567	6,928	6,174	6,801	7,071	6,656	6,685	35,433	30,375	27,214	27,604
SBR \$/MT	3,146	3,723	3,948	3,076	3,304	2,994	2,596	2,440	2,446	2,169	2,274	2,337	3,473	2,834	2,307	2,375
BR \$/MT	1,472	1,546	1,580	1,448	1,545	1,507	1,546	1,709	1,821	1,781	1,739	1,674	1,512	1,577	1,754	1,612
부타디엔(원재) \$/MT	2,129	2,187	1,720	1,668	1,608	1,539	1,406	1,634	1,629	1,613	1,604	1,590	1,926	1,547	1,609	1,657
합성수지 억원	3,482	3,206	2,741	3,029	3,421	3,228	3,372	2,871	3,314	3,582	3,795	3,706	12,438	12,892	14,398	14,191
ABS \$/MT	1,404	1,410	1,477	1,293	1,433	1,361	1,424	1,596	1,691	1,644	1,542	1,453	1,396	1,454	1,583	1,498
PS \$/MT	1,211	1,155	1,243	1,118	1,065	925	1,007	1,093	1,150	970	1,080	1,125	1,182	1,023	1,081	1,137
BPA(원재료) \$/MT	1,328	1,362	1,378	1,308	1,365	1,337	1,317	1,355	1,430	1,405	1,443	1,413	1,344	1,344	1,423	1,410
고무약품/유틸리 억원	1,181	1,074	1,158	1,082	1,200	1,333	1,274	1,257	1,286	1,408	1,537	1,429	4,495	5,064	5,660	6,355
금호P&B 억원	3,482	2,978	3,248	2,569	2,899	2,712	2,743	2,152	2,769	2,676	2,520	2,492	12,277	10,506	10,457	12,966
에폭시 \$/MT	2,999	3,726	3,409	3,286	2,999	3,101	2,991	3,003	2,922	2,906	2,950	3,003	3,355	3,024	2,945	2,964
BPA \$/MT	2,277	2,226	2,178	1,867	2,091	1,903	1,947	1,920	1,985	1,881	1,982	1,945	2,137	1,965	1,948	1,926
페놀 \$/MT	1,560	1,811	1,610	1,370	1,324	1,407	1,238	1,461	1,488	1,435	1,499	1,529	1,588	1,373	1,488	1,423
아세톤 \$/MT	875	1,101	1,086	995	981	978	898	914	1,046	996	1,011	965	1,014	943	1,005	1,037
벤젠(원재료) \$/MT	1,404	1,410	1,477	1,293	1,433	1,361	1,424	1,596	1,691	1,644	1,542	1,453	1,396	1,454	1,583	1,498
영업이익 억원	2,898	2,685	1,904	904	1,219	262	452	306	779	712	778	974	8,390	2,238	3,243	4,375
합성고무 억원	1,679	1,669	1,279	698	753	-6	140	125	367	364	394	468	5,325	1,012	1,593	1,845
Cash마진 \$/MT	1,420	1,119	789	423	613	201	251	251	382	365	420	425	938	329	398	510
합성수지 억원	312	149	55	-60	86	-1	135	57	107	81	141	147	456	276	475	441
Cash마진 \$/MT	586	299	236	318	200	196	242	131	258	199	308	336	360	192	275	194
고무약품/유틸리 억원	257	270	182	267	294	186	189	161	229	210	223	244	976	830	907	1,183
금호P&B 억원	650	597	389	-2	32	82	-26	-36	76	57	19	116	1,634	52	269	906
Cash마진 \$/MT	699	785	474	315	260	221	238	175	256	242	221	296	568	224	254	330
지배주주 순이익 억원	1,962	1,790	900	404	1,016	89	406	-215	343	263	586	712	5,056	1,296	1,904	3,131
EPS 원/주													19,391	4,049	6,045	10,073
BPS 원/주													44,423	47,407	51,340	59,018

Fundamental 변화

- ▶ 2011년 4분기 : BR 3만톤 확대, 전한소재 2000억원 주식전환, 일회성 비용 470억원 발생(유전상각 110억원, 발전설비 스크랩 150억원 등)
- ▶ 2012년 1분기 : 영업이익 1,219억원 수준, 1~2월 고무 가동률 100% 가동에도 불구하고, 소비 부진으로 고무재고 30일분 발생
- ▶ 2012년 2분기 : 영업이익 262억원. 합성고무/합성수지 BEP 수준(고가 부타디엔 구매 악영향). 유틸리티 및 고무약품 214억원, 금호P&B 82억원
- ▶ 2012년 3분기 : 영업이익 452억원. 고가 부타디엔 투입 영향 지속. 유틸리티 강세속에 합성고무/금호P&B 등 전반적인 주력사업 실적 약세 지속
- ▶ 2012년 4분기 : 영업이익 306억원. 합성고무/합성수지/금호P&B 주력사업 약세속에 유틸리티 실적 호조
- ▶ 2013년 금호그룹으로부터 계열분리 예상(아시아나투 보유지분은 2013년으로 매각 연기). 2013년 5월 2일부터 산업은행, 농협중앙회, 국민은행 보유 지분 lock-up 해제
- ▶ 2013년 1분기 : 영업이익 779억원, 지배주주 순이익 343억원. 영업이익 규모는 전분기 306억원 대비 156% 회복된 수치
 - (1) 합성고무 부문 영업이익은 367억원(전분기 125억원 수준)으로, 영업이익률 5% 수준 회복. 합성고무 설비 가동률 98%를 회복하면서, 국제가격이 높은 시기에 판매를 집중했던 효과
 - (2) 합성수지(ABS/PS) 부문 영업이익은 107억원(전분기 57억원)으로 소폭 개선 예상. ABS/PS Spread가 전분기 131\$에서 1분기 258\$로 개선
 - (3) 발전소/특수고무/기타 부문 영업이익 규모는 229억원(전분기 161억원)은 전분기 대비 증가. 발전소 부문은 48% 내외의 영업이익을 달성. 타이어용 정밀화학제품(가황촉진제/노화방지제) 설비가동률은 66% 수준으로 소폭 개선
 - (4) 금호P&B 영업손익은 76억원 흑자(전분기 △36억원 적자) 전환함. 원료(벤젠)가격 상승분이 BPA 등 제품가격 인상으로 이어지면서 영업이익률 3% 회복
 - (5) 대우건설(주) 및 CJ대한통운(주) 손실차손 200억원 발생(전분기 600억원 손실). 금호미쓰이(주) 및 금호폴리캠(주) 자본법평가이익은 101억원으로, 전분기 128억원 대비 감소함
- ▶ 2013년 2분기 : 예상 영업이익 723억원으로, 전분기 대비 소폭 감소할 전망. 합성고무 수요 회복이 지연되고 있음
 - (1) 합성고무 부문 예상 영업이익은 367억원(전분기 367억원 수준)으로 전분기와 비슷한 전망. BR/SBR 설비 가동률은 100%에 육박한 반면, 신규 SSBR 설비 가동률은 불가동되지 못했음
 - (2) 합성수지(ABS/PS) 부문 예상영업이익은 81억원(전분기 107억원)으로 소폭 둔화 예상. ABS/PS 설비 가동률은 80% 후반으로 회복되었지만, Spread가 전분기 258\$에서 2분기 199\$로 둔화되었음
 - (3) 발전소/특수고무/기타 부문 영업이익 규모는 208억원(전분기 229억원)은 전분기 대비 감소 예상. 4월 봄철 발전설비 정기보수로 스톱 및 전기 판매량이 감소했기 때문
 - (4) 금호P&B(주) 예상영업이익은 77억원(전분기 76억원)으로 전분기와 유사할 전망. BPA 15만톤 증설에도 불구하고, 수요둔화 및 경쟁심화로 판매는 부진한 모습을 보였음
 - (5) 추가하락으로 매도가능유가증권(대우건설(주) 및 CJ대한통운(주)) 평가손실 300억원 발생(전분기 200억원 손실)
- ▶ 2013년 : 금호석유주 SSBR 6만톤 가동, 금호폴리캠(주) EPDM 6만톤, 금호P&B(주) 페놀 30만톤 증설

자료 : 동양증권 리서치센터

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-06-17	BUY	120,000
2013-04-12	BUY	120,000
2013-04-08	BUY	120,000
2013-02-26	HOLD	110,000
2013-02-25	HOLD	130,000
2013-01-07	HOLD	130,000
2012-12-07	HOLD	130,000
2012-10-08	HOLD	130,000
2012-09-21	HOLD	130,000
2012-07-09	BUY	180,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 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: -10%이상(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 투자의사결정은 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.