



화학업계의 불독(Bull-Dog) 항주원입니다.

(02)3770-3564

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

동양증권

금호석유 (011780)

새벽 닭 울음소리를 아직 못 들으셨나요?

투자의견: BUY (Maintain)

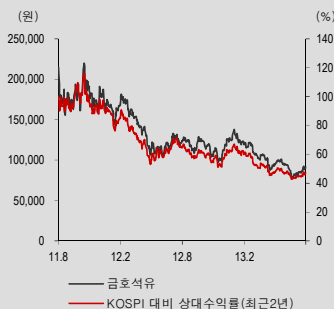
목표주가: 140,000원 (Up)

화학

주가	93,900원
자본금	1,675억원
시가총액	29,672억원
주당순자산	51,383원
부채비율	156.28%
총발행주식수	33,491,177주
60일 평균 거래대금	123억원
60일 평균 거래량	136,968주
52주 고	138,000원
52주 저	78,500원
외인지분율	10.24%
주요주주	박찬구 외 6인 24.19%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	14.8	0.4	(24.6)
상대	10.7	2.2	(26.7)
절대(달러환산)	15.9	(1.5)	(24.0)



자료: Datastream



Why This Report

재정위기로 고충을 겪던 유럽 경기가 회복될 조짐이 곳곳에서 발견되고 있습니다. 유럽 경기가 회복되면 가장 유리한 한국 화학업체는 어디일까요? 자동차 타이어의 원료인 합성고무를 세계에서 가장 많이 생산하는 금호석유(011780)를 먼저 떠올려 봅시다. 유럽 하면 쉽게 생각나는 것은 자동차 메카입니다. 경기회복은 결국 자동차 관련된 화학소재 업체에 기회가 되는 것은 자명합니다. 금호석유주의 합성고무 영업이익률이 7% 대로 회복된 것은 이미 이런 변화가 시작되었음을 알리는 신호로 보입니다. 아직도 그토록 처절한 새벽 닭의 울음 소리를 듣지 못했습니까?!

Investment Point

투자포인트1. 글로벌 합성고무 상승 사이클 진입을 배경으로, 실적 성장 기대

- ▶ 영업실적 흐름은 2012년 2,238억원을 바탕으로, 2013년 3,282억원(e), 2014년 4,994억원(e)으로 증가속도가 빨라질 것으로 예상. 합성고무 Cycle 회복을 기초로, 2014년 추정 실적은 매출액 6.2조원, 영업이익 4,994억원, 순이익 3,603억원 등으로 전망
- ▶ 합성고무 증설 부담 해소 시작 : 2012년 ~ 2013년 상반기, 중국을 중심으로 진행된 합성고무 대규모 증설이 마무리 됨. 2013년 100만톤 이상 고무 증설이 진행된 반면, 2014년에는 증설규모가 20만톤도 채 되지 않음
- ▶ 원료인 부타디엔 공급부족 우려 해소 : 2013년 하반기 대규모 부타디엔 증설로 인해 과잉공급 상황에 진입한 상황. 이를 원료로 사용하는 금호석유주에게 호재

투자포인트2. 제 2 열병합발전 증설로 안정적인 Cash 창출 능력 확대

- ▶ 2014년 2분기에 여수 제 2 열병합발전소 증기(400톤/hr) 및 전기 생산 설비 1차 증설이 완료되며, 2015년 말에는 2차 증설이 이어짐. 영업이익률은 50%를 상회하는 설비로, 연간 영업이익은 1,770억원이 추가될 수 있음

투자의견 BUY, 목표주가 140,000원으로 상향

- 2013년 하반기부터 글로벌 합성고무 업황 상승 Cycle 진입 시작
- 8월 초 PBR 1.6배 수준으로, 대우건설(주) 풋백업선 위기 이후 평균 2.0배 대비 저평가

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	64,574	58,837	55,280	62,005	65,711
매출액증가율	12.9	-8.9	-6.0	12.2	6.0
영업이익	8,390	2,238	3,281	4,994	6,025
영업이익률	13.0	3.8	5.9	8.1	9.2
지배주주귀속 순이익	5,056	1,296	1,918	3,603	4,463
지배주주 귀속 EPS	19,391	4,049	6,092	11,622	14,446
증가율	5.4	-79.1	50.5	90.8	24.3
PER	9.4	31.9	15.4	8.1	6.5
PBR	4.1	2.7	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	6.7	15.5	9.5	7.3	6.0
ROA	11.1	2.8	4.2	7.4	8.4
ROE	44.0	8.7	11.9	19.7	20.5

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

I. 결 론 : 합성고무 상승 Cycle 진입 + 발전소 증설효과 = 주가 선순환 진입

2013년 하반기, 금호석유(주)의 새벽을 알리는 닭 울음 소리에 주목

금호석유(011780)는 1970년에 합성고무 생산을 위해 여수에 동지를 둔 타이어소재 전문 생산업체이다. 한국의 타이어업체 성장을 기반으로, 2008년부터는 글로벌 1위 합성고무 업체로 등극했다. 2009년 금호그룹의 대우건설(주) 인수 부작용으로 내홍을 겪기도 했지만, 곳곳하게 합성고무 글로벌 플레이어 역할을 강화하고 있다. 특히, 2011년 하반기 ~ 2013년 상반기, 글로벌 수요둔화와 과잉공급이라는 고비를 넘겼다. 2013년 하반기 부터는 회복이 시작될 전망이다. 이미, 새벽 닭은 울고 있다.

금호석유(주) 기업가치 결정 변수
1) 합성고무 글로벌 사이클,
2) 열병합발전소 증설

동사의 기업가치 변화를 결정하는 가장 큰 변수는 2가지 이다. 1) 영업실적의 50% 이상을 차지하는 합성고무 사이클과 2) 30%를 차지하고 있는 열병합발전소 증설 등이다. 이런 특징은 [그림 1]에 잘 나타나 있다. 과거 10년 동안 주가/순자산 배율(PBR) 추이이다. 2009년 ~ 2011년 주가 급등시기에 PBR 이 5.5배까지 급등하는 강세를 보였다. 합성고무 상승 Cycle 과 유연탄을 사용하는 열병합발전소가 1개 더 완공되면서 안정적인 기업가치 성장 기대감이 높았기 때문이다.

2013년 하반기 ~ 2014년 중반에도 2가지 기업가치 변수가 다시 부각될 것으로 기대된다.

2013년 하반기는 합성고무 상승 사이클 시작 시기

첫째로, 타이어 핵심 소재인 합성고무 업황은 2013년 2~3분기 최악국면을 지나, 회복시기에 접어들었다. 중국을 중심으로 진행된 대규모 신규증설이 2013년 상반기에 마무리되고 있기 때문이다. 유럽 및 미국을 중심으로 교체용 타이어 수요도 2분기 말부터 회복되고 있다는 점을 감안하면, 점차 회복속도가 빨라질 전망이다.

2014년 중반 열병합발전소 증설 기대감 부각시작

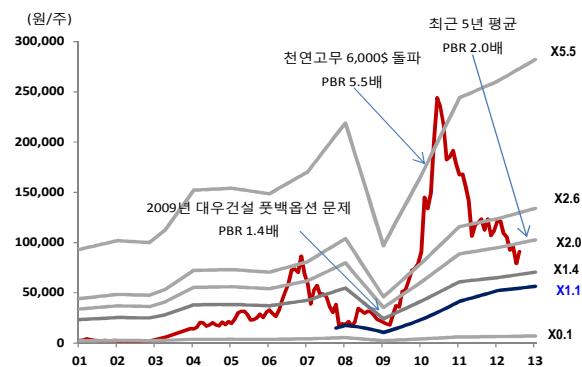
둘째, 영업이익이 50%에 육박하는 열병합발전소에 대한 대규모 증설효과가 점차 부각될 전망이다. 2014년 2분기 ~ 2015년 동안 2차례 증설을 통해, 열병합발전소 외형을 2배로 늘리게 된다. 안정적인 Cash-Cow 로서의 역할이 강화될 것이다.

표 1. 금호석유(주) 주요 연혁

연 혁	생산 설비
1970.12월 한국합성고무(주) 설립	▶ 합성고무 세계 1위 업체
1985.01월 금호석유(주) 상호 변경	SBR 48.1만톤/년
2001.01월 금호케미칼(주) 흡수	BR 32.7만톤/년
2002.01월 고무약품부문 인수	S-SBR 6.0만톤/년
2006.11월 대우건설(주) 인수	ABS 25.0만톤/년
2010.06월 채권단 경영정상화 계약	PS 30.5만톤/년
2012.12월 은행연합회공동관리 종료	PPG 8.0만톤/년
	Antiozonants 8.0만톤/년
지분구성 (2013.6월 기준)	스팀 910톤/시간
박찬구외	전기 155MWh
산업은행	S-SBR 14만톤(2014년 증설)
KB은행	스팀 800톤/시간 + 전기 145MWh
NH은행	(2014년 상반기 50%, 2015년 말 50%)
자사주	18.4%

자료: 금호석유 사업보고서

그림 1.: 금호석유(주)의 PBR 밴드 : 바닥권 7.0만원 vs 평균 valuation 13 ~ 14만원



자료: 동양증권 리서치센터

PBR 및 Sum-of-Part 적용시,
적정주가 13 ~ 14만원

1) 2009년 대우건설(주) 풋백옵션
위기 이후 평균 PBR 2.0배
적용시, 적정주가 13만원

2) 2014년 실적을 반영한 Sum-
of-Part 방식의 적정주가 14만원

기업가치 회복국면 진입시, 적정주가는 13 ~ 14만원 정도로 평가된다. PBR 과 Sum-of-Part 의
2가지 방법을 동시에 고려한 결과이다.

**첫째로, Cycle 을 무시하고 평균적으로 창출할 수 있는 이익규모를 감안한 적정주가는 13만원 수준
이다.** 과거 10년간 평균 영업이익률 7.5%을 적용해서 산출한 적정한 주당순자산(BPS) 6.3만원
에 2009년 대우건설(주) 풋백옵션 위기 이후 평균 PBR 2.0배를 적용한 결과이다.

부연하면, 10개년 평균 영업이익률을 적용하면, Cycle 에 관계없이 평균적으로 창출할 수 있는 연간
실적을 추정할 수 있다. [표2]에서 나타나듯이, 평균적으로 창출할 수 있는 실적은 ‘매출액 6.2
조원, 영업이익 4,666억원, 지배주주 순이익 3,440억원(주당 순이익 11,290원, 주당 순자산
62,672원)’ 등이다.

둘째로, 자산부채 공정가치 분석방식(Sum-of-Part)으로 계산한 적정주가는 14만원이다. Sum-
of-Part 분석이 필요한 이유는 경기변동이 심한 합성고무 사업부문과 경기에 비탄력적인 열병합발
전소 사업을 동시에 영위하고 있기 때문이다. 뿐만 아니라, 아시아나항공(주), 대우건설(주) 등 매도가
능 유가증권 규모가 크기 때문이다. [표3]에서 추산된 적정 순자산 3.5조원에 대한 계산식은 ‘영
업자산 가치 4.3조원 + 투자자산가치 1조원 - 순차입금 1.9조원’ 등이다. 여기서, 투자자산에는
보유유가증권 금호미쓰이(주) 2,625억원, 금호폴리켐(주) 3,078억원, 아시아나항공(주) 1,776억원, 대우
건설 1,316억원, CJ 대한통운(주) 297억원 등이 포함되어 있다.

표 2. 10 개년 평균 이익율을 적용한 대한유화(주) 적정주가 산정

구 분	10년 평 이익율을 적용한 추정 실적
매출액 (억원)	62,005
합성고무 부문	28,551
합성수지 부문	14,191
유틸리티 등	5,750
금호P&B	13,514
영업이익 (억원)	4,666
합성고무 부문	2,500
합성수지 부문	182
유틸리티 등	1,300
금호P&B	684
영업이익률	7.5%
합성고무 부문	8.8%
합성수지 부문	1.3%
유틸리티 등	22.6%
금호P&B	5.1
지배주주순이익 (억원)	3,440
EPS (원/주)	11,290
BPS (원/주)	62,672
적정주가 범위	[최저] [평균] [최고]
기준 PER (배)	11.5
적정주가 (원/주)	130,000
기준 PBR (배)	1.1
적정주가 (원/주)	70,000
	2.0
	128,000
	3.2
	200,000

주 : 평균실적 산정방식

① 매출액은 2014년 부문별 추정실적

② 영업이익은 매출액에 부문별 10년 평균 영업이익률을 적용해서 산출함

③ 기준 PER 및 PBR 은 대우건설(주) 풋백옵션 이후 최저, 평균, 최고치를 각각 적용함

자료 : 동양증권 리서치센터

표 3. Sum-of-Part 를 이용한 대한유화(주) 적정주가 산출

구 분	기준일 (2013.8.05일)	주요 내역
(+) 영업자산가치	4조 3,414억원	고무/수지= EBITDA 4,664억원×EV/EBITDA 6.0배 유틸리티/약품= EBITDA 1,420억원×EV/EBITDA 7.0배 금호P&B= EBITDA 1,080억원×EV/EBITDA×지분율 78%
(+) 투자자산가치	1조 519억원	금호미쓰이(주) 2,625억원, 금호폴리켐(주) 3,078억원 아시아나항공(주) 1,776억원, 대우건설(주) 1,316억원 CJ대한통운(주) 297억원 등
(-) 순차입금	1조 9,133억원	
총차입금	2조 1,595억원	
현금성자산	2,462억원	
순자산 가치	3조 4,801억원	
발행주식수	2,487.5만주	
주당순자산(적정가)	140,000원	

자료 : 동양증권 리서치센터

II. 금호석유(주) 생산 및 소유구조

울산과 여수에 공장을 가진
글로벌 합성고무 1위 업체

금호석유(주)의 생산구조의 특징을 “Butadiene 자급율 70% 수준의 합성고무 전문 업체” 로 요약할 수 있다. 구체적인 생산구조는 [그림2]을 보면 쉽게 이해된다.

우선, 동사의 석유화학 공장은 울산 산업단지와 여수 산업단지 2곳에 위치해 있다. 여수의 여천 NCC(주)와 울산 대한유화(주) 등으로 부터 C4 가스를 구입해, Butadiene 24만톤을 생산한다. 부족한 60만톤 정도는 외부에서 구매한다. 이를 기초로, BR/SBR 등 합성고무(타이어 등의 원료로 사용)과 ABS/EPS 등 합성수지(건자재 및 IT 용 외장재)를 생산해 판매한다. 뿐만 아니라, 중국 Sinochem(주)으로부터 4ADPA 라는 원료를 구입해, 타이어 내구력을 향상시키는 고무노화방지제/가황촉진제를 부수적으로 생산하고 있다. 이 과정에 필요한 증기(Steam)를 공급하기 위해, 여수에서 열병합 발전소 2기를 가동하고 있다.

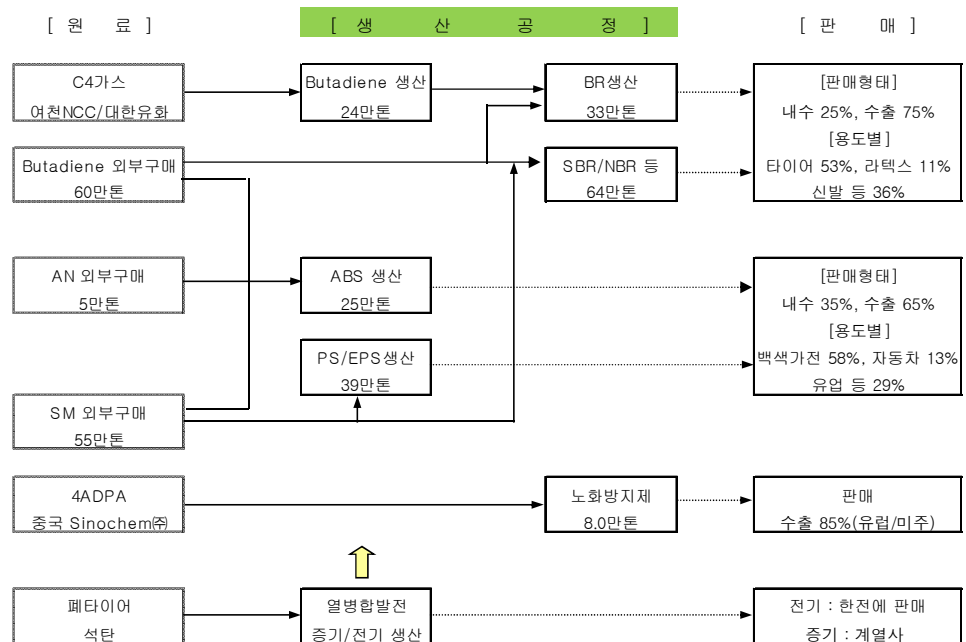
주력제품 :
BR 33만톤, SBR 52만톤,
ABS 25만톤, PS 39만톤

수요형태에 따라 크게 4가지 생산설비를 나누어 생산능력을 살펴보자. 합성고무 연간 생산규모는 ‘Butadiene 24만톤, BR(Butadiene Rubber) 33만톤, SBR(Styrene Butadiene Rubber) 52만톤, HBR/NBR/HSR 등 16만톤’ 등이다. 합성수지 생산능력은 ‘ABS(Acrylonitrile Butadiene Styrene) 25만톤, PS(Poly Styrene) 39만톤’ 등이다. 정밀화학 부문은 ‘노화방지제/가황촉진제 8만톤’ 을 생산한다. 유틸리티 부문은 ‘전기 155MWH, 스팀 910톤/시간’ 등이다.

2014년 SSBR 14만톤 증설 추진

2014년 합성고무 글로벌 1위 생산능력과 지위를 유지하기 위해, 특화된 합성고무인 SSBR(Solution SBR) 설비 확대가 지속될 전망이다. SSBR 은 SBR 제품에 실리카(규소)를 혼합해서 마찰력을 낮추는 고급 타이어 소재이다. 동사는 2013년 2분기부터 6만톤 신규설비를 처음 가동했다. 2014년 14만톤 규모의 추가 투자를 통해, 20만톤 설비로 확대할 계획이다.

그림 2. 금호석유(주)의 생산구조



자료: 금호석유, 동양증권 리서치센터

2010년 금호그룹으로부터
독립후, 박찬구 회장체제 구축

금호석유(주)의 소유구조의 특징을 “채권단 주주와 공동지배하고 있는 미완의 계열분리 상태”로 요약할 수 있다. [그림3]은 구체적인 소유 및 계열사 구조이다.

우선, 지배구조의 변화를 살펴보자. 창업주 박인천 선대회장은 1948년 광주여객자동차(주)를 시작으로, 1960년 삼양타이어(주)에 이어 1970년에는 한국합성고무(주)를 설립했다. 한국합성고무(주)는 이후 금호석유(주)로 상호를 변경했다. 1984년 박인천 선대회장 타개와 함께 경영권은 장자인 박성용 회장으로 옮겨지게 된다. 1988년 아시아나항공(주)을 설립하면서 금호그룹 형태를 완성했다. 1996년부터는 형제경영이 시작된다. 박성용 2대 금호그룹 회장의 동생인 박정구 회장이 2002년 타개하기 전까지 금호그룹을 총괄하게 된다. 2002년에는 4대 회장으로 박정구 회장의 동생인 박삼구 현 금호그룹 회장이 취임했다. 2009년 대우건설(주) 풋백옵션 문제로 인해, 금호그룹이 워크아웃 및 채권단 관리에 빠지게 된다. 2010년부터는 금호석유(주)를 중심으로 금호그룹에서 분리하면서, 박찬구 회장이 금호석유(주) 및 그 계열사에 대해 경영권을 행사하고 있다.

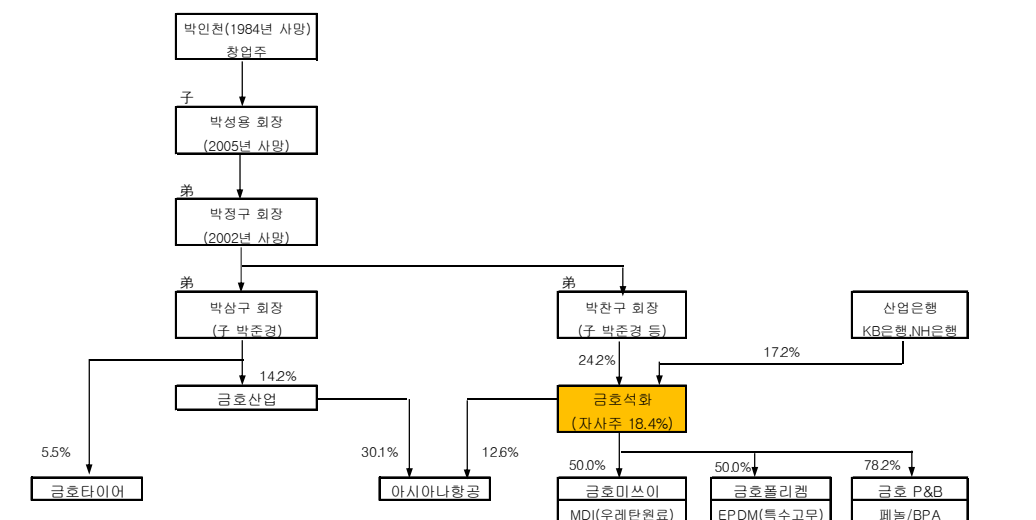
박찬구 회장 등
특수관계인 24.2%,
자사주 18.4%,
채권단주주 지분 17.2%,

박찬구 금호석유(주) 회장은 조카인 박철완 상무, 아들 박준경 상무과 더불어 금호석유(주) 지분을 24.2%(총발행주식수 30,467,691주)를 보유하고 있다. ‘산업은행(주), KB 은행(주), 농협은행(주) 등 주요 채권단이 17.2%의 주식을 가지고 있다’는 점이 특이하다. 2009년 대우건설(주) 풋백옵션 문제로 채권단 자율관리로 접어들면서 전환사채를 발행했고, 이를 3개 채권기관이 인수했다. 2011년에 전환사채를 주식으로 전환하면서 현재 지분을 보유하게 된 것이다. 채권단 지분 비중이 경영권을 위협할 정도는 아니지만, 채권단의 직간접적인 영향권에서 완전히 벗어난 것은 아니다.

핵심 화학 계열사
금호P&B(78%),
금호미쓰이(50%),
금호폴리켄(50%)

계열사 구조를 살펴보면, 금호 P&B(페놀과 BPA 생산) 78%, 금호미쓰이(우레탄 원료인 MDI 생산) 50%, 금호폴리켄(특수고무인 EPDM) 50%를 주요 자회사로 가지고 있다. 모두 화학계열 자회사로, 이중에 금호 P&B(주) 연결재무제표 적용 대상이다. 추가로, 아시아나항공(주) 12.6%, 대우건설(주) 3.5%, CJ 대한통운(주) 1.4% 등에 대한 지분을 가지고 있는데, 이는 언제든지 매각이 가능한 자산 형태(매도가능유가증권)로 분류해 두고 있다.

그림 3. 금호석유(주)의 소유 및 지배구조



자료: 금호석유, 동양증권 리서치센터

II. 2013년 ~ 2014년 실적 흐름 : 2013년 3분기 회복 시작 → 2014년 강화

영업이익 2012년 2,238억원 →
2013년 3,282억원(e) →
2014년 4,994억원(e)

2013년 중반 ~ 2014년 실적 예상 특징을 ‘합성고무 업황 회복 및 발전소 증설효과에 따른 실적 회복 가속화’ 로 정리 할 수 있다. 연간 영업이익 이익 흐름을 살펴보면, ‘2011년 8,390억원 → 2012년 2,238억원(바닥권 형성) → 2013년 3,282억원(회복 시작) → 2014년 4,994억원(과거 평균 이익을 회복)’ 등이다.

2013년 하반기 ~ 2014년 분기별 영업이익 흐름은 ‘최악 여건으로부터 회복’ 이 예상된다. [표4] 3분기 예상 영업이익은 742억원으로, 전분기 768억원과 비슷한 수준이 예상된다. 겨울철 타이어 생산을 위한 고무수요가 증가하는 시기지만, 7월 부타디엔 가격 급락영향으로 합성고무 가격 약세에 노출될 것으로 보인다. 그러나, 합성고무와 원료인 부타디엔의 스프레드가 유지될 것이다.

4분기 예상 영업이익은 993억원으로, 회복 속도가 빨라질 전망이다. 4분기 천연고무 가격 상승 등으로 합성고무 가격인상이 기대되기 때문이다. 특히, 겨울철 타이어(Snow Tyre)에 사용되는 S-SBR 판매 호조가 예상된다.

2014년 1분기 예상 영업이익
1,094억원으로 8분기만에
네자리수로 회복 예상

2014년 1분기 예상 영업이익은 1,094억원으로, 네자리 수 달성이 가능해 보인다. 글로벌타이어 수요회복 기대감으로, 천연고무 및 합성고무 가격 상승세가 예상되기 때문이다. 특히, 겨울철 생산 위축기(Wintering Season) 진입으로, 천연고무 생산량이 줄어드는 특징이 있다.

2분기 예상 영업이익 규모는 1,269억원으로, 발전소 증설에 대한 기대감이 높아질 것이다. 제 2 열병합발전소의 증기 생산능력이 기존 500톤/hr 에서 900 톤/hr 로 높아지기 때문이다.

표 4. 금호석유(주) 실적 추정치 : 영업이익 2012년 2,238억원 → 2013년 3,282억원(e) → 2014년 4,994억원(e)

	1Q12	2Q12	2012 3Q12	4Q12	1Q13	2013 2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2014 2Q14	3Q14	4Q14	연간실적 2011	2012	2013	2014
생산capa																
SBR (만톤)	12.0	12.0	12.0	16.3	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	21.3	48.1	52.4	71.1	74.6
BR (만톤)	8.6	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	910	910	910	910	910	910	910	1,310	1,310	1,130	1,075	910	1,110
전기 (MWH)	186	186	186	155	155	155	155	155	155	155	228	228	186	178	155	191
BPA (만톤)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	10.8	10.8	10.8	7.0	10.8	10.8	28.0	28.0	35.5	39.3
EPDM (만톤)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	4.0	4.0	4.0	2.5	4.0	4.0	10.0	10.0	13.0	14.5
M DI (만톤)	3.8	3.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	15.0	17.5	20.0	20.0
매출액	16,226	15,840	14,317	12,454	14,170	13,835	13,812	13,463	14,443	14,691	15,860	17,011	64,574	58,837	55,281	62,005
합성고무	8,706	8,567	6,928	6,174	6,801	6,540	6,200	5,932	6,799	7,222	6,880	7,650	35,433	30,375	25,473	28,551
SBR \$/MT	3,304	2,994	2,596	2,440	2,446	2,192	1,921	2,311	2,537	2,553	2,532	2,559	3,473	2,834	2,218	2,545
BR \$/MT	3,648	3,363	2,998	2,669	2,683	2,294	2,011	2,419	2,655	2,672	2,650	2,678	3,893	3,170	2,352	2,664
부타디엔(원재료) \$/MT	3,468	2,606	2,133	1,886	1,911	1,395	978	1,680	1,711	1,728	1,706	1,734	3,009	2,473	1,491	1,720
합성수지	3,421	3,228	3,372	2,871	3,314	3,597	3,864	3,706	3,591	3,428	3,586	3,586	12,438	12,892	14,481	14,191
ABS \$/MT	2,091	1,903	1,947	1,920	1,985	1,881	1,982	1,945	2,137	1,965	1,948	1,926	2,137	1,965	1,948	1,994
PS \$/MT	1,545	1,507	1,546	1,709	1,821	1,781	1,739	1,674	1,512	1,577	1,754	1,612	1,512	1,577	1,754	1,614
SM(원재료) \$/MT	1,433	1,361	1,424	1,596	1,691	1,654	1,700	1,453	1,550	1,530	1,511	1,537	1,396	1,454	1,625	1,532
고무약품/유틸리티	1,200	1,333	1,274	1,257	1,169	1,159	1,293	1,227	1,354	1,262	1,576	1,558	4,495	5,064	4,848	5,750
금호P&B	2,899	2,712	2,743	2,152	2,886	2,539	2,455	2,598	2,699	2,780	3,819	4,217	12,277	10,506	10,478	13,514
에폭시 \$/MT	2,999	3,101	2,991	3,003	2,924	2,940	2,950	3,003	2,950	2,926	2,966	3,014	3,355	3,024	2,954	2,964
BPA \$/MT	1,668	1,665	1,680	1,752	1,832	1,778	1,657	1,555	2,127	1,691	1,705	1,720	2,127	1,691	1,705	1,811
페놀 \$/MT	1,324	1,407	1,298	1,461	1,561	1,440	1,240	1,270	1,426	1,386	1,460	1,418	1,588	1,373	1,378	1,423
아세톤 \$/MT	981	978	898	914	1,080	996	1,011	965	974	1,031	1,084	1,058	1,014	943	1,013	1,037
변전(원재료) \$/MT	1,183	1,102	1,178	1,365	1,400	1,287	1,230	1,179	1,200	1,190	1,220	1,210	1,107	1,207	1,274	1,205
영업이익	1,219	262	452	306	779	768	742	993	1,094	1,269	1,286	1,344	8,390	2,238	3,282	4,994
합성고무	753	-6	140	125	367	493	434	616	707	816	740	842	5,325	1,012	1,909	3,105
Cash마진 \$/MT	613	201	251	251	382	449	400	501	569	564	561	562	938	329	433	564
합성수지	86	-1	135	57	107	80	121	110	91	66	109	100	456	276	417	366
Cash마진 \$/MT	200	196	242	131	258	221	274	274	227	172	271	248	360	192	257	230
고무약품/유틸리티	294	186	189	161	223	144	170	152	170	171	276	268	976	830	689	887
금호P&B	32	82	-26	-36	223	51	18	116	125	216	161	134	1,634	52	267	636
Cash마진 \$/MT	260	221	238	175	256	306	203	281	326	397	305	284	568	224	261	328
지배주주 순이익	1,016	89	406	-215	343	259	560	756	805	908	917	974	5,056	1,296	1,918	3,603
EPS													19,391	4,049	6,092	11,622
BPS													44,423	47,407	51,383	60,470
ROE													43.7%	8.5%	11.9%	19.2%

자료 : 동양증권 리서치센터

III. 2013년 하반기 ~ 2014년 투자 포인트 : 고무 Turn Around + 발전소 증설

2013년 하반기부터 합성고무
제품의 글로벌 Turn Around
시작

2013년 중반 ~ 2014년 주목해야 하는 동사의 펀더멘탈 변화는 ‘합성고무 Turn Around’ 이다.
글로벌 합성고무 생산능력 1위 업체인 금호석유(주)에 관심을 적극적으로 가져야하는 이유이다.

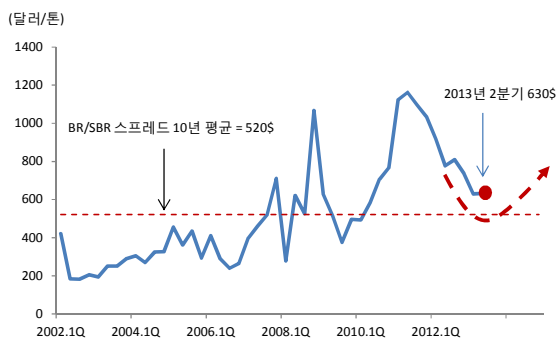
먼저, 주력제품인 합성고무 시장은 2011년 초 고점 이후 2013년 상반기까지 쓴 하락사이클을 맞보았다. 이유는 간단했다. 2009 ~ 2010년 중국의 자동차용 타이어 생산 붐이 일어나면서 합성고무 생산업체는 초호황을 누렸다. 이때 이익을 향유했던 합성고무 생산업체는 2012 ~ 2013년 동안 너나할 것 없이 증설 경쟁을 펼쳤다. 2013년이 공급과잉이 가장 심한 상황에 이르게 된다.

그러나, 2013년 하반기부터는 하락 사이클을 마무리 짓고, 새로운 상승 국면에 진입하게 된다. 3가지 측면의 펀더멘탈 변화에 주목해야 한다. 첫째, 글로벌 합성고무 증설이 2013년 중반에 마무리된다. 2014년에는 큰 증설이 없다. 둘째, 2013년 하반기 글로벌 부타디엔 증설 집중으로 원료 비용 부담이 줄어든다. 셋째, 합성고무의 주 수요처인 타이어 판매 회복 기대감이 일어나고 있다.

2013년 3분기부터 금호석유(주)
합성고무 영업이익률은 이미
개선되기 시작

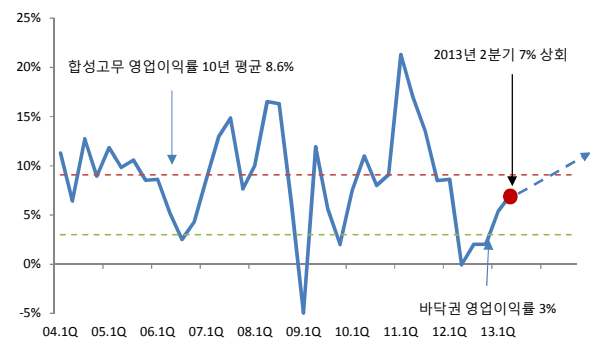
이런 기대감을 뒷받침이라도 하듯이, 동사의 합성고무 영업이익률은 2013년 2분기에 이미 7% 수준으로, 과거 평균치인 8.6% 수준에 육박하고 있다.[그림5] 뿐만 아니라, 2013년 말부터 [그림4]의 합성고무 스프레드와 [그림7]의 글로벌 합성고무 설비 가동률도 동반 상승이 기대된다.

그림 4. 합성고무 스프레드 추이



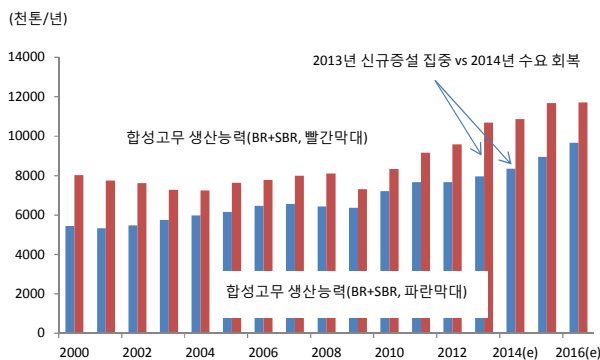
자료: 동양증권 리서치센터

그림 5. 금호석유(주) 합성고무 영업이익률 변화 : 2013년 2분기부터 Up-trend 시작



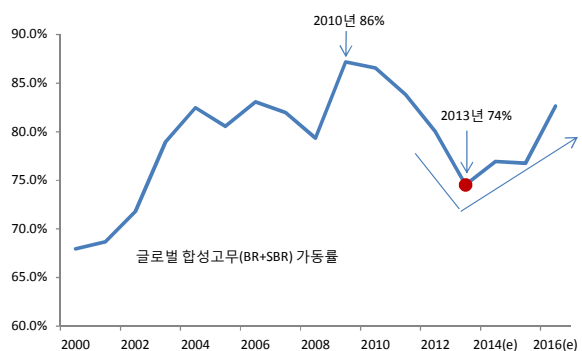
자료: 금호석유

그림 6. 글로벌 합성고무 수요 및 생산능력 : 2013년 증설집중 vs 2014년 수요증가



자료: 동양증권 리서치센터

그림 7. 글로벌 합성고무 설비 가동률 : 2013년 74%로 단기 저점 후 회복



자료: 동양증권 리서치센터

(1) 2014년 글로벌 합성고무 증설 부담 해소

2013년과 2014년 글로벌 합성고무 공급시장의 특징을 한마디로 표현하면 ‘급변’이라는 용어를 쓸수 있다. [표5]에서 나타나듯이, BR/SBR 로 대표되는 합성고무에 대한 글로벌 증설 규모를 살펴보면, ‘2012년 44만톤, 2013년 109만톤, 2014년 19만톤, 2015년 80만톤’ 등이다. 2013년 급증한 신규증설 물량은 2014년에 거의 없게 된다.

2013년 100만톤 이상의
합성고무 증설로 금호석유(주)
수익 악화

2013년 상반기를 되짚어 보면, 아시아지역 합성고무 시장은 곤욕을 치렀다. 유럽 재정위기 영향으로 글로벌 합성고무 수요는 지지부진한 모습을 보인 반면, 호황기에 투자했던 신규설비가 양산을 시작했기 때문이다. 구체적으로, 2월부터 중국 Maoming Petrochemical(주) BR 10만톤, 4월 중국 Transfar Group BR 10만톤, 한국 금호석유(주) SSB 6만톤, 5월 중국 Wanda Group BR 2만톤, 6월 중국 YPC GPRO(주) BR 10만톤, 7월 중국 Zibo Zixiang Tengda Chemical(주) BR 10만톤 설비가 집중적으로 가동되었다. 특이한 점은 중국을 중심으로, 충격흡수력은 좋지만 내마모성이 떨어지는 BR 위주로 증설되었다는 것이다. 잘 마모되지 않는 SBR 증설은 거의 없었다. 결국, 합성고무 시장에서도 BR은 과잉공급에 시달린 반면, SBR은 공급이 타이트한 상황이 이어졌다.

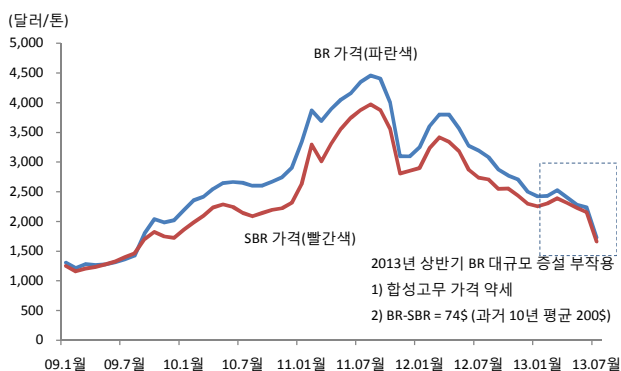
2013년 상반기 증설은 합성고무 가격에도 영향을 끼쳤다. [그림8]은 BR과 SBR 가격 추이이다. BR 대규모 증설로 인해, 우선 2013년 상반기 BR 가격은 2000\$ 초반에서 약세가 이어졌다. 더구나, BR 증설이 많다 보니, BR 가격과 SBR 가격의 차이가 74\$ 정도로 좁혀졌다. 과거 10개년 평균은 200\$ 수준이었다는 점을 감안하면, BR 수익성 약화가 심화되었음을 짐작할 수 있다.

2013년 3분기에 대부분 큰
합성고무 증설 완료, 2014년에는
증설이 거의 없음

그런데, 2013년 3분기를 기점으로 상황이 바뀌고 있다. 과거 1년 이상 지속되었던 대규모 증설 압박이 완화되는 국면에 접어들기 때문이다. [표5]의 합성고무 증설 일정을 살펴보면, 4분기에 싱가포르 Asahikasei(주)의 S-SBR 5만톤, Zeon(주) S-SBR 4만톤, Sumitomo Chemical(주) S-SBR 4만톤, 한국 LG 화학(주) S-SBR 6만톤, 인도 ONGC(주) SBR 11.5만톤 등이다. 그동안 증설이 거의 없었던 SBR이 대부분이다. 물량압박은 크지 않은 상황이다.

2014년은 더욱 드라마틱하다. 독일 Styron(주)의 S-SBR 5만톤, 한국 금호석유(주) S-SBR 14만톤(2013년 3분기 현재, 검토중)만 계획되어 있다. ‘글로벌 합성고무 수요 회복 = 합성고무 가격 및 마진 개선 = 금호석유(주) 영업이익률 개선’으로 이어진다는 의미이다.

그림 8. 합성고무 가격



자료: 동양증권 리서치센터

표 5. 2013년 ~ 2014년 합성고무 증설 일정

시	기	기업(증설지역)	제품	증설규모(톤)
2013년	2월	Maoming Petchem(중국)	BR	100,000
	4월	Transfar Group(중국)	BR	100,000
		금호석유(한국)	S-SBR	60,000
	5월	Wanda Group(중국)	BR	20,000
	6월	YPC GPRO(중국)	BR	100,000
	3분기	Zibo Zixiang Tengda Chemical(중국)	BR	100,000
		Asahikasei(싱가폴)	S-SBR	50,000
	4분기	Zeon(싱가폴)	S-SBR	40,000
		Sumitomo Chemical(싱가폴)	S-SBR	40,000
		LG화학()	S-SBR	40,000
2014년		ONGC(인도)	SBR	115,000
		Styron(독일)	S-SBR	60,000
		금호석유(한국, 토종인 단계)	S-SBR	140,000

자료: 동양증권 리서치센터

표 6. 글로벌 합성고무(BR/SBR) 생산능력 및 증설계획

국가명	기업	생산능력(만톤)	신규증설(만톤)					생산능력(만톤)
		2010년 말	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년 말
아메리카	Firestone(미국)	31						31
	Goodyear(미국)	69						69
	Lanxess(미국/브라질)	55	3					59
	ISP(미국)	23						23
	Lion(미국)	14						14
	기타 아메리카	43						43
유럽	Lanxess(프랑스/독일)	22	2					23
	Sibur(러시아)	39						39
	DOW(독일)	31						31
	Polimeri(이탈리아)	35						35
	Michelin(프랑스)	15						15
	Synthos(체코)	22	8					30
	기타 유럽	55		5		5	6	71
아시아								
일본	JSR	27	4					30
	Zeon	23						23
	Asahikasei	11						11
	Denka	10						10
	기타 일본	10		2				11
한국	금호석유	70	12	11	6	14		113
	LG화학	24	8		6			38
중국	Sinopec	64			20			84
	Petrochina	67	15	8	15			105
	Tianjin Lu Gang Rubber	-	10					10
	기타중국	38	20	15	17			90
대만		15						15
인도	TSRC	7			15			22
	Reliance	-			12		10	22
싱가폴	India Oil	-						
	Lanxess						14	14
	Asahikasei				5		5	10
중동	기타				8			12
	NPC(이란)	7						7
아시아 기타	Sabir(사우디)	-					40	40
세계 생산능력		834	82	44	109	19	80	1,213

자료: 동양증권 리서치센터

(2) 2013년 ~ 2014년 원료 공급 차질 우려감 해소

글로벌 합성고무 생산능력 1위업체임에도 불구하고, 항상 원료가격 안정성이 낮다는 약점이 지적되어 왔다. 합성고무의 핵심원료는 부타디엔 이다. 동사는 연간 필요한 90만톤 가운데 24만톤 정도는 자체적으로 생산하는 반면, 나머지 60만톤 이상을 외부에서 구입하게 된다. 부타디엔 가격이 급등할수록 불안요인으로 지적되어 왔다. 합성고무 가격에 충분히 전가할 수 있는 상황에서는 문제가 되지 않지만, 그렇지 못한 경우에는 고스란히 이익 감소로 이어지기 때문이다.

2013년 ~ 2014년 글로벌
부타디엔 증설 규모
150만톤으로,
합성고무설비 증설 128만톤을
초과

2013년 ~ 2014년에는 이런 고민은 기우(杞憂)에 지나지 않을 것으로 보인다. [표7]는 글로벌 글로벌 부타디엔 생산능력과 증설계획을 나타낸다. 연간 신규증설 규모를 살펴보면, '2011년 2만톤, 2012년 54만톤, 2013년 117만톤, 2014년 33만톤, 2015년 42만톤' 등이다. 2013년 ~ 2014년 부타디엔 신규증설 합산 규모는 150만톤 수준이다. 반면, 부타디엔이 주로 사용되는 합성고무 신규증설 규모는 128만톤이다. 신규 합성고무 설비를 100% 가동하는데 필요한 부타디엔 규모는 85만톤 수준으로 계산된다. Butadiene 설비의 과잉공급 상황이 발생된다는 의미이다.

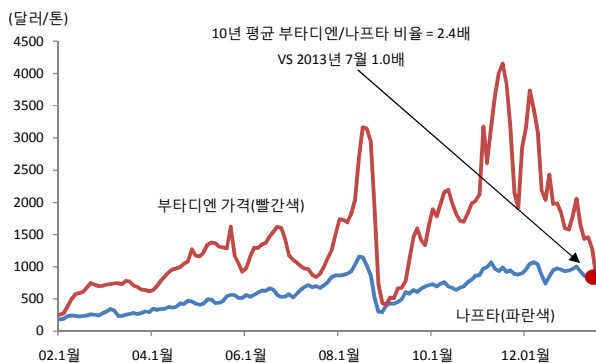
시기로 보면, 2013년 3분기 ~
4분기초에 부타디엔 증설 집중

특히, 시기로 보면, 2013년 하반기에 부타디엔 증설이 집중되어 있다. 구체적으로, [표7/8]에 나타나듯이 상반기에는 중국 Daqing 석화(주) 9만톤, Zibo Chemical(주) 5만톤, Shangdong Chemical(주) 18만톤, Wanda Chemical(주) 15만톤 등이 완공되었다. 하반기에는 대만 CPC(주) 10만톤, 중국 Wuhan 석화(주) 12만톤, Sichuan 석화(주) 15만톤, Trasnfar Group 5만톤, Secco(주) 9만톤, 인도네시아 Petrokimia Butadiene(주) 10만톤, 인도 India Oil(주) 14만톤 등이 예정되어있다. 3분기 ~ 4분기초에 신규 설비가 집중되어 있는 것이 특징적이다. 2014년에는 중국 Shanghai 석화(주) 7만톤, Sinopec Baling(주) 10만톤, Zhunhai 석화(주) 7만톤, 벨기에 BASF(주) 16만톤 정도만 예정되어 있다.

부타디엔 과잉공급으로 인해
가격안정화 = 금호석유(주)
원가절감

부타디엔 공급과잉은 곧바로 가격약세로 이어지게 된다. 수급이 정상적일 경우, 부타디엔 가격은 나프타의 2배 이상에서 결정된다. 부타디엔 1톤을 생산하기 위해서는 나프타로부터 만들어진 C4 가스 2톤이 필요하기 때문이다. [그림9]에서 나타나듯이, 과거 10년 동안 부타디엔 가격은 나프타 가격 대비 평균적으로 2.4배 정도 높았다. 그러나, Butadiene 공급과잉 국면에 진입할 경우에는 상황이 달라진다. 2013년 2 ~ 3분기 부타디엔 가격은 1.5배 정도에 머물러 있다. 이런 상황은 2014년에도 지속될 수 밖에 없다. 부타디엔을 원료로 사용하는 금호석유(주)에게는 분명 유리하다.

그림 9. Butadiene 과 나프타 가격 비교 : 과거 평균 2.4 배 vs 2013년 7월 1.0 배



자료: 동양증권 리서치센터

표 7. 2013년 ~ 2014년 부타디엔(Butadiene)

시	기	기업(증설지역)	제품	증설규모(톤)
2013년	1분기	Daqing Petrochemical(중국)	BD	90,000
		Zibo Qixiang Tengda Chemical(중국)	BD	50,000
	2분기	Shangdong Yuhuang Chemical(중국)	BD	180,000
		Wanda Group(중국)	BD	150,000
	3분기	CPC(대만)	BD	100,000
		Wuhan Petrochem(중국)	BD	120,000
		Petrochina Sichuan(중국)	BD	150,000
		Petrokimia Butadiene(인도네시아)	BD	100,000
	4분기	Transfar Kalyue(중국)	BD	50,000
		India Oil(인도)	BD	140,000
		Secco(중국)	BD	90,000
2014년		Shanghai Petrochemical(중국)	BD	70,000
		Sinopec Baling(중국)	BD	100,000
		Zhunhai Petrochemical(중국)	BD	70,000
		BASF(벨기에)	BD	160,000

자료: 동양증권 리서치센터

표 8. 글로벌 합성고무(BR/SBR) 핵심 원료인 부타디엔(Butadiene) 생산능력 및 증설계획

국가명	기업	생산능력(만톤)	신규증설(만톤)					생산능력(만톤)
		2010년 말	2011년	2012	2013	2014	2015	2015년 말
아메리카	Texas Petrochemicals	98						98
	Equistar Chemicals	54						54
	Shell Chemical	41						41
	Sabina Petrochemicals	41						41
	ExxonMobil Chemical	32						32
	기타아메리카	22						22
	남미	38		10				48
유럽	Naphthachimie(프)	12						12
	Ineos(독)	25						25
	Oxeno(독)	18						18
	Basell(독)	17			6			23
	BASF(독)	11						11
	LyondellBasell(독)	17		7				24
	Dow Chemical(독)	11						11
	Polimeri Europa(이)	29						29
	기타유럽	206				16		222
아시아		-						-
일본	Japan Synthetic Rubber	27						27
	Chiba Butadiene	18						18
	Nippon Zeon	15						15
	Okayama Butadiene	14						14
	Tobu butadiene	13						13
	Tonen General	11						11
	Nippon Petrochemicals	7						7
	Asahikasei chemicals						20	20
한국	여천NCC	22						22
	금호석유화학	24						24
	LG화학	29	2					31
	호남석유화학	28		2				30
	삼성토탈	12						12
중국	SK종합화학	14						14
	CNOOC Shell	19						19
	Petrochemicals	16						16
	Maoming Petrochemicals	15						15
	Jilin Chemical	14						14
	Qilu Petrochemical	13						13
	Lanzhou Petrochemicals	12						12
	Shanghai Petrochemicals	12					12	24
	Yanshan Petrochemicals	11						11
	Sinopec Baling	-				10		10
	Zibo Qixiang Tengda Chemical	-		10	5			15
	SECCO	-			9			9
	Daqing	-			9			9
	Fushun	-		12				12
	Wuhan	-			12			12
	Sichuan Petrochemicals	-			15			15
	Yangzi BASF	-		13				13
	Zhuhai Zhongguan Petrochemical					7		7
	Transfar Synthetic Material				5			5
	기타중국	8						8
대만	Fomosa Petrochemical	37						37
	Chinese Petroleum Co	17			10			27
인도	Reliance	15						15
	OPAL	-			12			12
	Indian Oil	-			14			14
	기타	19						19
말레이시아	Titan	10						10
인도네시아	Petrokimia Butadiene				10			10
태국	Bangkok Synthetics	14						14
	Tai Petrochemical	7						7
싱가폴	Shell	22						22
	PCS						10	10
중동	Jam(이란)	29						29
	사우디	13						13
기타아시아		-			10			10
세계 생산능력		1,208	2	54	117	33	42	1,455

자료: 동양증권 리서치센터

(3) 점진적 회복 진행 중인 합성고무 수요

2014년 글로벌 자동차 타이어
예상 소비량 11.7억본, 전년대비
5% 증가 기대

2013년 중반부터 유럽 및 미국
교체용 타이어 소비 (+) 전환

글로벌 합성고무 생산량의 70 ~ 80%는 자동차용 타이어에 사용된다. 자동차용 타이어 수요변화가 합성고무 판매여건을 대부분 결정한다. [그림10]에 나타나듯이, 2012년 글로벌 타이어 소비량은 10.8억본 정도였다. 유럽 재정위기 여파로 인해, 2012년 타이어 판매량은 전년 대비 2% 정도 감소한 것이다. 2013년 중반부터 상황이 조금씩 개선되고 있다. [표10]의 미쉐린(주) 공시자료에서 나타나듯이, 2013년 2분기 중반 부터 유럽 및 미국의 교체용 타이어 수요가 전년대비 증가하고 있다는 점이 이를 뒷받침된다. 이를 기초로, Goodyear(주)는 2013년 글로벌 타이어 판매량이 전년대비 2.0% 정도 증가한 11.0억본 정도 판매될 것으로 전망하고 있다. **2014년에는 신차 및 교체용 타이어 수요회복 속도가 빨라지면서, 연간 11.7억본 수준으로 전년대비 5% 정도 증가할 수 있다.** 여기에 비례해, 2014년 합성고무와 천연고무 수요 회복 속도가 빨라질 수 있을 것이다.

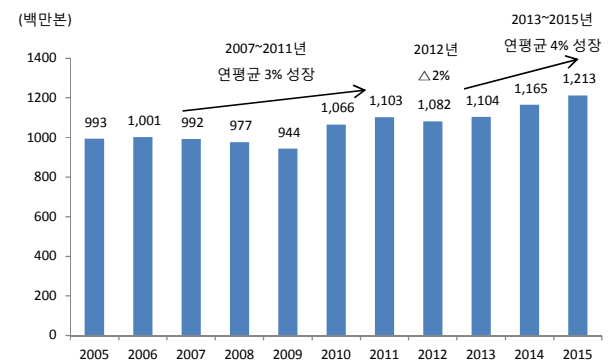
추가로, [표9]에 표시한 타이어 구성을 살펴보자. 일반적으로, 승용차용 타이어는 1본당 11kg 무게가 나가며, 트럭용 타이어는 54kg 수준이다. 승용차 타이어 1본의 구성을 살펴보면, 천연고무 14%, 합성고무 27%, 카본블랙 27%, 스틸 14 ~ 15%, 섬유/가황촉진제/노화방지제 등 16 ~ 17% 등이다. 승용차 소형 타이어는 합성고무 사용량이 천연고무 사용량보다 많다. 반면, 트럭용 타이어를 구성하는 천연고무는 27%정도이며, 합성고무 14% 수준이다. 트럭용 타이어는 충격 흡수력이 중요하기 때문에 천연고무 채용비중이 높은 것이다.

표 9. 타이어 구성비율

구 분		승용차용 타이어	트럭용 타이어
평균 무게		11kg	54kg
타이어 구성품	천연고무	14%	27%
	합성고무	27%	14%
	카본블랙	28%	28
	철강제품	14 ~ 5%	14 ~ 15%
	섬유/노화방지제/가황촉진제	16 ~ 17%	16 ~ 17%

자료: Rubber Manufacturers Association (RMA)

그림 10. 글로벌 타이어 수요 전망



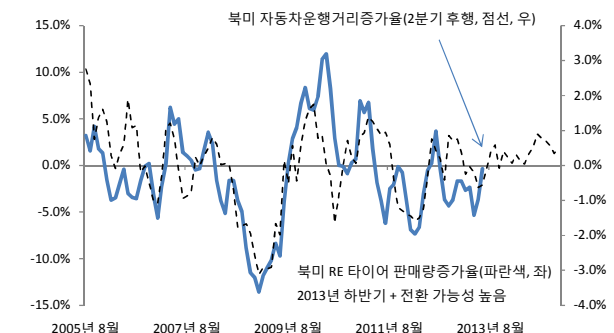
자료: Goodyear IR contents

표 10. 글로벌 교체용 타이어 판매증가율(전년동월 대비)

시 기		유럽지역	북미	중국	한국
2012년	6월	-6.0	-4.0	+4.0	+7.0
	7월	-6.0	+8.0	-3.0	+8.6
	8월	-8.0	-5.0	+7.0	+4.
	9월	-10.0	-14.0	+6.0	+8.9
	10월	-6.0	+6.0	+7.0	+4.7
	11월	-14.0	-3.0	+8.0	+7.4
	12월	-7.0	-8.0	+5.0	+10.1
2013년	1월	-4.0	+6.0	+28.0	+13.4
	2월	-8.0	-6.0	-10.0	+3.1
	3월	-11.0	-7.0	+17.0	+9.4
	4월	+5.0	-3.0	+1.0	+17.9
	5월	+0.0	-1.0	+5.0	+10.0
	6월	+3.0	+3.0	+4.0	+9.8

자료: 미쉐린

그림 11. 미국의 자동차 운행거리와 타이어교체 연관성



자료: 미국에너지정보청, 미쉐린

(4) 대체재인 천연고무 반등 시도

앞선 페이지에서는 합성고무의 수급 및 원료 가격 안정화 가능성을 통해서, 상승 사이클 진입 가능성을 살펴보았다. 이번에는 합성고무의 상승 사이클 강도를 생각해볼 때다. 가장 중요한 것은 합성고무 가격 상승 속도이다. 합성고무 가격 상승 속도는 천연고무 가격에서 힌트를 얻어야 한다.

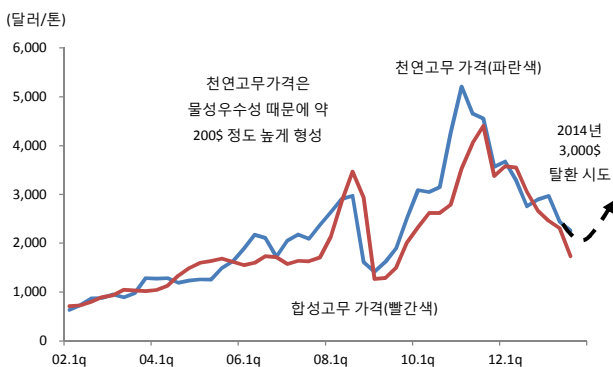
2014년 글로벌 자동차 타이어
예상 소비량 11.7억본, 전년대비
5% 증가 기대

합성고무 가격 결정 특징을 살펴보면, 그 이유를 쉽게 파악할 수 있다. [그림12]에 잘 나타나듯이, **합성고무 가격은 대체재인 천연고무 가격에 영향을 받는다.** 합성고무 보다 친환경적이면서 충격흡수력이 우수하기 있기 때문에 천연고무가격은 합성고무보다 평균 200\$/톤 정도 높았다. 반대로 얘기하면, 합성고무가격은 ‘천연고무 가격 - 200\$’ 정도를 뛰어넘기 어렵다. 예를 들어, 2013년 8월 초, 천연고무 가격은 2,200 ~ 2,300\$ 수준인 반면, 합성고무가격은 1,600\$ 수준으로 격차가 벌어졌다. 일시적인 문제가 해결되면, 합성고무 가격은 2,100\$까지 상승할 수 있지만, 천연고무 가격이 그자리에 머물러 있으면 그이상을 돌파하기 어렵다는 뜻이다.

과연, 2013년 4분기 이후에도 천연고무 가격은 변동이 없을까? 천연고무 가격은 2011년에 5,000\$을 상회하는 최고치를 기록했다. 2011년에 중국의 고무수요가 급증한 반면, 세계 최대 생산국인 태국에 대규모 홍수가 발생되어 고무나무가 유실되면서, 공급이 매우 타이트해졌기 때문이다. 그 이후, 공급이 정상화되면서 천연고무 가격은 2013년 3분기 2,000\$ 초반까지 낮아져 있다.

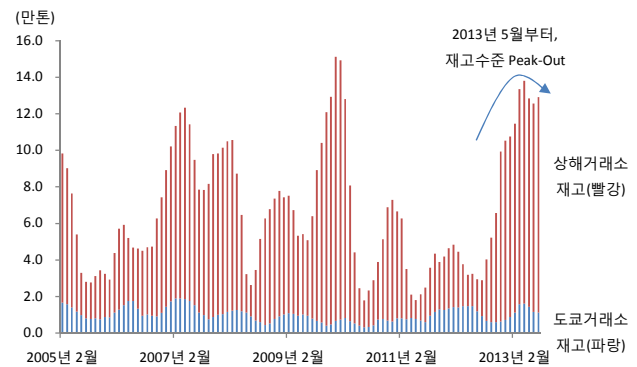
2014년에는 3,000\$ 수준으로 반등하려는 시도가 이어질 것으로 보인다. 2가지에서 단초를 발견할 수 있다. 첫째, 세계 생산량의 35%를 차지하고 있는 태국의 천연고무 생산 농민의 가격 저항이 거세지고 있다. 7년이라는 생육기간을 고려하면, 최소한 3,000\$ 이상에서 천연고무를 판매해야 하기 때문이다. 천연고무 채취량을 조절하면서 가격인상을 위한 시도가 예상된다. 둘째, 주요 소비국에서 잉여 천연고무 재고를 줄이려는 움직임이 포착되고 있다. [그림13]은 중국과 일본 주요 상품거래소의 천연고무 재고 동향이다. 2013년 4 ~ 5월 천연고무 재고는 13만톤 수준으로 역사적인 고점수준에 육박했다. 그러나, 그 이후 천연고무 재고가 조금씩 소진되는 모습을 보이고 있다. 결국, 천연고무 가격은 생산자가 불편하지 않는 수준까지 회복을 충분히 기대해 볼 수 있다.

그림 12. 합성고무와 천연고무 가격 추이



자료: 동양증권 리서치센터

그림 13. 중국 및 일본의 천연고무 재고 추이 : 2013년 2분기 중반 Peak-Out



자료: Bloomberg

(5) 2014년 증반, 제 2 열병합 발전소 증설 효과

2013년 현재, 여수공장에 2개의 열병합발전소 가동중

여수공장 및 자회사 공장 가동시 필요한 스팀과 전력 생산을 위해, 자체 발전소 2개를 보유하고 있다. 2012년 발전소 부분 연간 실적을 살펴보면, 매출액 1,682억원과 영업이익 788억원이었다. 값싼 유연탄이 원료로 사용하다 보니, 영업이익률이 46%에 달하고 있다.

좀더 상세히 살펴보면, 제 1 발전소는 2001년 가동을 시작했으며, 전기 생산용량은 36MWh, 시간당 증기 생산능력 410톤이다. 주요 원료는 인도네시아부터 40년 계약으로 도입하고 있는 아역청탄을 사용하는 화력발전소이다. 제 2 열병합발전소는 역시 여수공장에 위치해 있다. 2009년 상업생산을 시작했으며, 2012년에 풀가동하고 있다. [그림14]에 나타나듯이, 제 2 발전소의 전기 및 증기 생산능력은 각각 119MWh 와 500톤이다. 화력발전 연료는 80 ~ 90%를 인도네시아산 아역청탄을 사용하고, 나머지 10 ~ 20%는 페타이어를 사용한다. 전기는 대부분 전력거래소를 통해 외부로 판매하고, 스팀은 70% 정도를 자체소비하고 나머지 30%를 외부에 판매한다.

2014년 2분기와 2015년 4분기에 제2열병합발전소 추가증설 완료

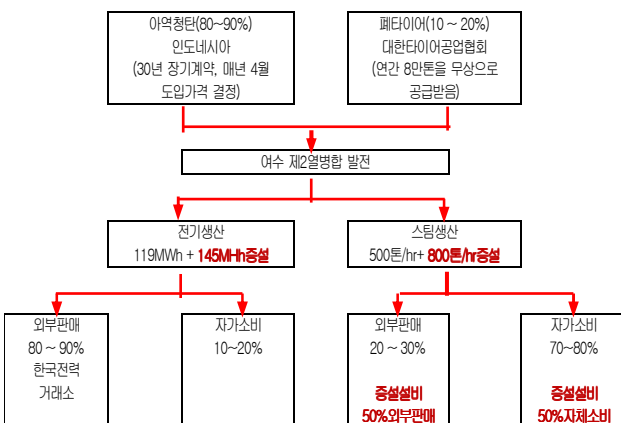
2014년 2분기에는 제 2 열병합발전소 증설 효과를 기대할 수 있다. 2012년부터 추가증설이 진행되고 있기 때문이다. 증설되는 설비 규모는 증기 800톤/시간과 전기 145MWh이며, 총 투자비는 4,258억원이다. 이번 증설의 특이점은 2가지 이다.

첫째, 증설이 2단계로 나누어 이루어진다. 2014년 2분기에 1차 증설을 통해 400톤 증기와 전기 설비가 먼저 가동된 후, 2015년 말에 2차로 400톤 증기 설비가 완공된다.

추가 증설에 의한 실적 개선규모는 매출액 2,700억원, 영업이익 1,770억원

둘째, 설비 증설 규모 대비 이익증가폭이 크다. [표11]의 발전소 경제성 분석 결과를 보자. 부가가치가 높은 스팀증설 규모는 기존 910톤/hr 에서 추가로 800톤/hr 로, 약 88% 늘어난다. 그런데, 매출액 창출능력은 기존 2,100억원에서 약 2,700억원 정도가 추가되는데, 128% 증가하는 수치이다. 물론 영업이익 창출능력도 연간 971억원에서 1,770억원 정도가 추가된다. 이렇게 설비증설 규모에 비해, 실적 증가폭이 큰 것은 스팀 외부 판매비율이 높아지기 때문이다. 기존에는 스팀생산량의 30% 정도만 외부로 판매한 반면, 이번에 증설되는 스팀은 50%가 외부로 판매된다.

그림 14. 금호석유주 제 2 열병합발전소 구조



자료: 동양증권 리서치센터

표 11. 금호석유주 열병합발전소에서 창출가능한 실적 추정치

구 분	제1 열병합발전소 (2001년 가동)	제2 열병합 발전소 (2009년 가동)	2014년 ~ 2015년 증설
추정매출액(A=B+C)	783억원	1,347억원	2,692억원
전기판매액 (B)	188억원	621억원	756억원
발전용량(a)	36MW	119.1MWh	145MWh
전기가격(b)	87원/kwh	87원/kwh	87원/kwh
외부판매율(c)	80%	80%	80%
설비가동률	85%	85%	85%
스팀판매액(C)	595억원	726억원	1,936억원
스팀용량(e)	500톤/시간	500톤/시간	800톤/시간
스팀가격(f)	65,000원/톤	65,000원/톤	65,000원/톤
외부판매율(g)	30%	30%	50%
설비가동률	85%	85%	85%
추정생산비용(D=h+i+j)	528억원	629억원	918억원
감가상각비(h=k/l)	137억원	120억원	284억원
총투자비(K)	1,797억원	1,797억원	4,258억원
재료비(l=m×n)	321억원	332억원	405억원
아역청탄 구입가격(n)	85\$/MT	85\$/톤	85\$/MT
페타이어 구입가격		원료 15% 무상구입	원료 15% 무상구입
기타판매비(j =매출액×9%)	70억원	177억원	229억원
추정영업이익	255억원	717억원	1,774억원
추정영업이익률	55%	53%	66%

자료: 동양증권 리서치센터

금호석유 (011780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	64,574	58,837	55,280	62,005	65,711
매출원가	54,103	54,806	48,368	52,186	54,861
매출총이익	10,470	4,031	6,912	9,819	10,851
판매비	2,080	1,793	3,631	4,825	4,825
영업이익	8,390	2,238	3,281	4,994	6,025
EBITDA	9,936	3,837	4,973	6,713	7,719
영업외손익	-807	-901	-772	-174	-66
외환관련손익	-187	57	-110	52	2
이자손익	-1,313	-878	-576	-717	-612
관계기업관련손익	728	670	447	492	544
기타	-35	-750	-533	0	0
법인세비용차감전순손익	7,584	1,337	2,509	4,820	5,959
법인세비용	2,146	76	573	1,114	1,382
계속사업순손익	5,438	1,261	1,936	3,706	4,577
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,438	1,261	1,936	3,706	4,577
지배지분순이익	5,056	1,296	1,918	3,603	4,463
포괄순이익	4,705	1,572	1,923	3,706	4,577
지배지분포괄이익	4,339	1,559	1,824	3,446	4,270

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	20,581	14,901	16,763	19,777	21,092
현금및현금성자산	5,051	2,462	3,383	3,108	4,365
매출채권 및 기타채권	9,205	6,379	7,447	9,277	9,309
재고자산	5,816	5,673	5,539	6,998	7,024
비유동자산	26,561	29,206	29,457	31,919	33,189
유형자산	19,224	21,296	23,262	25,280	26,045
관계기업등 지분관련자산	2,705	3,181	3,510	4,002	4,546
기타투자자산	4,016	4,022	2,146	2,146	2,146
자산총계	47,142	44,107	46,220	51,696	54,281
유동부채	27,132	14,385	13,326	15,533	15,263
매입채무 및 기타채무	7,210	5,115	6,463	7,568	7,588
단기차입금	7,875	7,924	6,350	7,452	5,828
유동성장기부채	11,228	778	-187	-187	1,147
비유동부채	4,440	13,139	14,859	14,859	13,525
장기차입금	2,652	6,521	8,089	8,089	6,755
사채	996	5,580	5,582	5,582	5,582
부채총계	31,572	27,524	28,185	30,392	28,788
지배지분	14,477	15,477	16,808	19,852	23,755
자본금	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675
자본잉여금	2,653	2,653	2,653	2,653	2,653
이익잉여금	10,469	11,132	12,483	15,526	19,430
비지배지분	1,094	1,107	1,227	1,452	1,738
자본총계	15,571	16,584	18,035	21,304	25,494
순차입금	17,637	18,257	16,397	17,774	14,893
총차입금	23,020	20,932	19,962	21,064	19,440

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	6,684	2,455	4,767	3,440	6,452
당기순이익	5,438	1,261	1,936	3,706	4,577
감가상각비	1,460	1,530	1,631	1,672	1,655
외환손익	38	-19	79	-52	-2
총속, 관계기업 관련손익	0	0	-447	-492	-544
자산부채의 증감	-1,971	-643	298	-2,391	-243
기타현금흐름	1,720	326	1,270	997	1,009
투자활동 현금흐름	-2,449	-3,738	-1,721	-3,674	-2,403
투자자산	449	-38	1,801	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,911	-3,688	-3,564	-3,690	-2,419
유형자산 감소	3	4	0	0	0
기타현금흐름	10	-16	41	16	17
재무활동 현금흐름	-690	-1,319	-1,639	562	-2,165
단기차입금	1,021	-5,159	-1,674	1,102	-1,624
사채 및 장기차입금	-1,534	4,399	571	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-230	-559	-559	-559	-559
기타현금흐름	54	0	23	19	19
연결범위변동 등 기타	-2	13	-485	-603	-627
현금의 증감	3,543	-2,588	921	-275	1,257
기초 현금	1,508	5,051	2,462	3,383	3,108
기말 현금	5,051	2,462	3,383	3,108	4,365
NOPLAT	8,390	2,238	3,281	4,994	6,025
FCF	2,680	-619	958	-522	3,659

자료: 동양증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 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

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	19,391	4,049	6,092	11,622	14,446
BPS	44,423	47,407	51,383	60,470	72,127
EBITDAPS	34,524	11,458	14,847	20,046	23,047
SPS	224,373	175,679	165,059	185,139	196,204
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,847
PER	9.4	31.9	15.4	8.1	6.5
PBR	4.1	2.7	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	6.7	15.5	9.5	7.3	6.0
PSR	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5

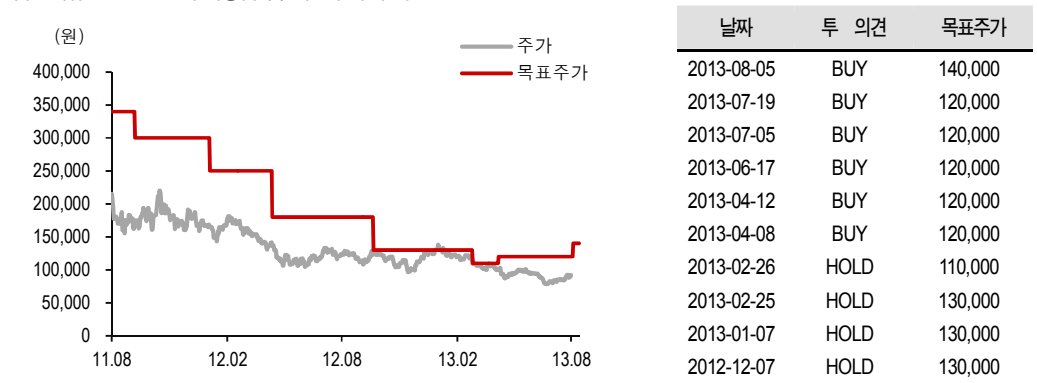
재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	12.9	-8.9	-6.0	12.2	6.0
영업이익 증가율 (%)	28.3	-73.3	46.6	52.2	20.7
지배순이익 증가율 (%)	7.3	-74.4	48.0	87.8	23.9
매출총이익률 (%)	16.2	6.9	12.5	15.8	16.5
영업이익률 (%)	13.0	3.8	5.9	8.1	9.2
지배순이익률 (%)	7.8	2.2	3.5	5.8	6.8
EBITDA 마진 (%)	15.4	6.5	9.0	10.8	11.7
ROIC	22.6	7.6	8.7	12.1	13.5
ROA	11.1	2.8	4.2	7.4	8.4
ROE	44.0	8.7	11.9	19.7	20.5
부채비율 (%)	202.8	166.0	156.3	142.7	112.9
순차입금/자기자본 (%)	121.8	118.0	97.6	89.5	62.7
영업이익/금융비용 (배)	6.0	2.2	4.7	6.0	7.7

별첨. 금호석유주의 주요 제품 생산능력 및 용도

사업부문	주요제품	생산능력 (만톤/년)	용도 및 특징
합성고무	SBR(Styrene Butadiene Rubber)	48.1	자동차 타이어
	BR(Butadiene Rubber)	32.7	자동차 타이어
	기타 합성고무	43.6	NBR(산업용 벨트), HSR, SB-Latex(인쇄용지 코팅), SBS
합성수지	ABS	23.0	ABS 창호
	PS	23.0	백색가전 외장재
	기타 합성수지	15.5	EPS 7.5만톤(스티로폼), PPG 8.0만톤(우레탄 원료)
정밀화학	노화방지제(6-PPD)	8.0	타이어 노화를 억제하는 첨가제
열병합발전소	증기(Steam)	910톤/h	자체소비 및 인근 업체 공급
	전기	155MWh	자체소비 및 한전 판매
원료생산설비	Butadiene	23.7	합성고무 및 합성수지 원료로 사용 여수 14.7만톤, 울산 9.0만톤

자료: 금호석유

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



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: -100이상(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 신뢰할만 하다고 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.