

금호석유(011780)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 151,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(10/18)	2,052
주가(10/18)	112,000
시가총액(십억원)	3,412
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	138,000/78,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,859
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.4/10.1
주요주주(%)	박찬구 외 6인 24.2
	한국산업은행 14.1

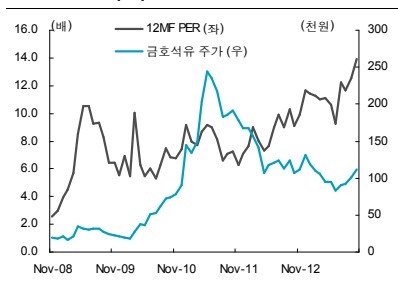
Valuation 지표

	2012A	2013F	2014F
PER(x)	26.3	24.7	10.4
PBR(x)	2.4	2.0	1.7
ROE(%)	8.7	7.9	16.8
EV/EBITDA(x)	15.5	13.2	8.4
EPS(원)	4,959	4,534	10,719
BPS(원)	54,430	57,069	65,558

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	12.6	28.1	(5.5)
상대주가(%p)	10.2	20.1	(10.2)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

3분기가 바닥

What's new : 원재료인 부타디엔의 높은 투입 원가로 영업적자로 전환

금호석유의 3분기 매출액은 1,193억원 (-13.8% QoQ, -16.7% YoY), 영업이익 -15억원 (적자전환)으로 우리 기존 전망을 하회하였다. 크게 3가지 요인이 있는데, 1) 높은 원가의 부타디엔의 투입으로 인해 판매단가 대비 재고 단가가 높아 재고 자산 평가손실 130억원을 기록하였고, 2) 합성고무 사업부도 SBR 가격 하락으로 영업이익률이 BEP 수준에 그쳤으며, 3) 합성수지 사업부의 경우, 원재료인 SM의 가격 상승폭을 판매 제품인 PS와 ABS 가격에 전가하기 못해 영업이익률이 1%로 감소한 것이다.

Positives : 합성고무 가격 상승폭이 부타디엔 가격 상승폭을 상회하기 시작

우리는 3분기 실적을 바닥으로 보며, 4분기 매출액은 1,543억원, 영업이익은 848억원으로 크게 회복될 것으로 전망한다. 3분기 재고 자산 평가손실은 결국 부타디엔의 가격 상승폭을 합성고무가 따라잡지 못해 발생한 것인데, 최근 합성고무 가격이 빠르게 상승함에 따라 자연스럽게 해소될 전망이다. 최근 SBR의 가격 상승폭이 부타디엔 대비 상회하였고, 결국 부타디엔 가격 상승이 합성고무 가격의 상승으로 이어지는 국면으로 판단된다. 이는 1) 부타디엔과 SBR 가격의 역사적 상관관계가 R² 기준 89%로 매우 높고, 2) 부타디엔 제품 특성상 재고 축적이 어려워 최근 가격 상승은 실 수요 증가로 인한 구매로 인한 것으로 추정된다.

Negatives : 페놀 수지 사업부의 적자전환

금호석유의 3분기 실적에서 다소 우려되는 점은 페놀 수지 사업부의 적자전환과 합성수지 사업부의 영업이익률 하락이다. 페놀 유도체인 BPA의 경우, 공급 과잉으로 인해 판매가가 부진하며, 합성수지 사업부의 핵심 제품인 PS와 ABS의 경우, 전방 산업이 TV등 IT제품군이 많아 수요 부진에 대한 우려가 있다. 다만, 양 사업부의 핵심 원재료인 벤젠의 경우, 벤젠-납사 스프레드가 현재 톤당 304달러로 전 분기 평균 대비 15% 하락하여 3분기 대비 실적은 모두 개선될 전망이다.

결론 : 타이어 업황 회복이 주가 상승을 견인할 전망, 목표주가 151,000원으로 상향

금호석유를 업종 내 탑픽으로 추천한다. SBR가격 상승을 반영하여 사업부의 2014년 영업이익을 12% 상향하고 이에 목표주가도 151,000원으로 상향한다. 목표 PBR 2.2배를 2014년 BPS에 적용하여 산출하였다. 업황 반등기에 받았던 멀티플을 10% 할증한 것인데, 실적의 핵심 변수인 글로벌 타이어 업황이 완전한 초기 회복 국면에 접어들었고, 중국 내 타이어/합성고무 재고 하향 안정화 및 타이어 생산량 증가 등 합성고무 가격의 추세적 상승을 뒷받침하는 데이터들이 이어지고 있어 충분히 적용 가능하다는 판단이다.

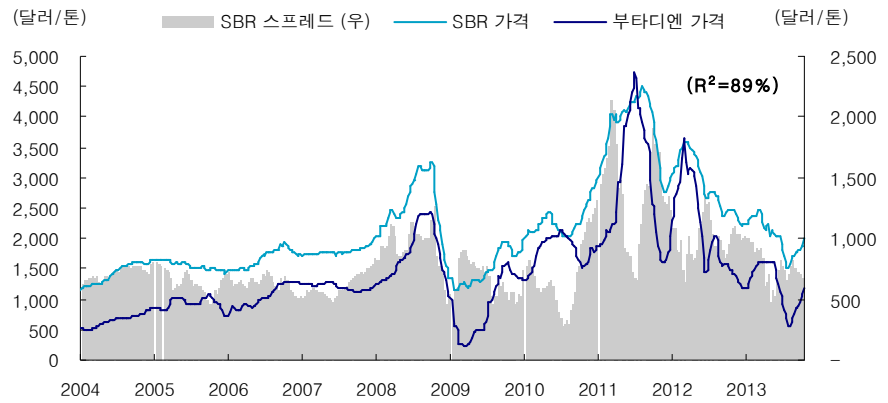
(단위: 십억원, %, %p)

	3Q13P				증감률		2013F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,375	1,192	-13%	1,273	-14%	-17%	5,537	5,467
영업이익	32	-2	-105%	38	-102%	-103%	237	257
영업이익률(%)	2.4%	-0.1%		3.0%			4.3%	4.7%
세전이익	5	-5	-205%	28	-117%	-111%	155	167
순이익	3	4	9%	23	-86%	-91%	125	133

양정훈 3276-6174
matthew.yang@truefriend.com

홍보화 3276-5644
bohwa.hong@truefriend.com

[그림 1] SBR-부타디엔 가격 추이



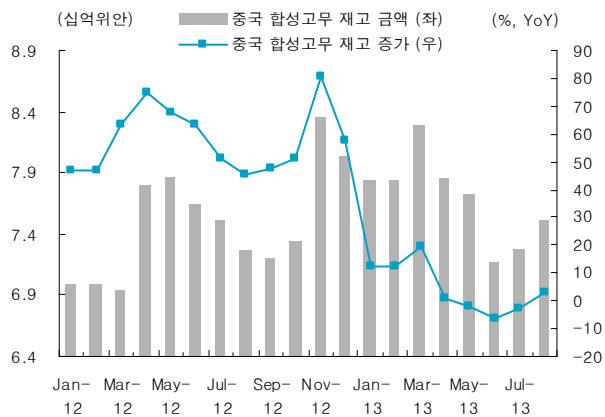
자료: ICIS, 씨스캠, 한국투자증권

[그림 2] ABS, PS 분기별 가격 변동 추이



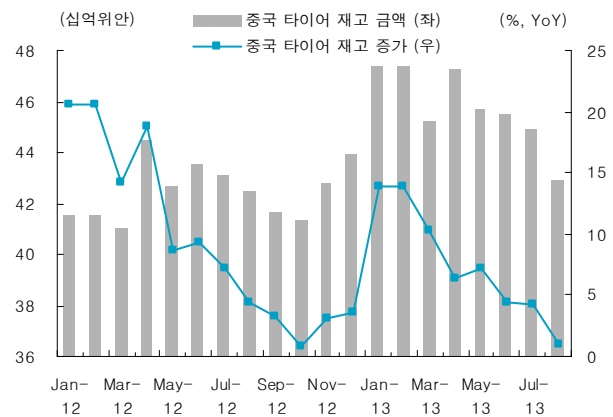
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 3] 중국 합성고무 재고 금액



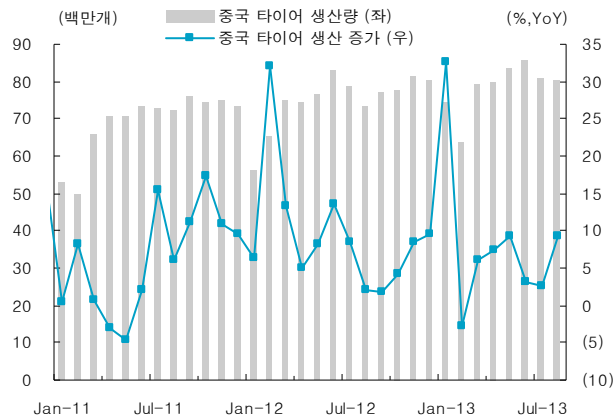
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 4] 중국 타이어 재고 금액



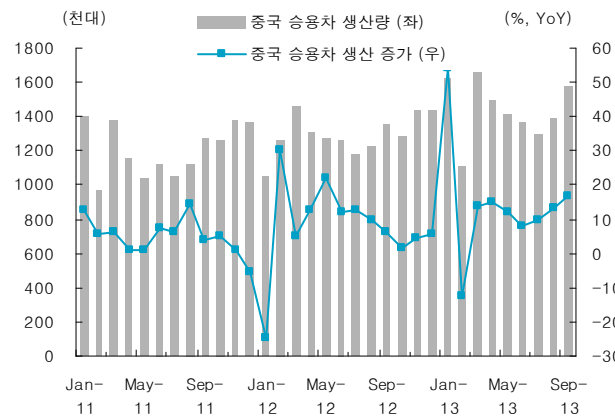
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 5] 중국 타이어 생산량



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 6] 중국 승용차 생산량



자료: CEIC, 한국투자증권

〈표 1〉 금호석유 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)

	4Q13F				2013F				2014F			
	기존추정치	신규추정치	변화량	% 변화	기존추정치	신규추정치	변화량	% 변화	기존추정치	신규추정치	변화량	% 변화
매출액	1,587	1,544	(43)	-3%	5,762	5,537	(225)	-4%	6,832	7,349	518	8%
영업이익	88	85	(3)	-3%	273	237	(36)	-13%	463	523	60	13%
영업이익률	5.5%	5.5%			4.7%	4.3%			6.8%	7.1%		
세전이익	60	83	23	38%	141	155	14	10%	352	396	45	13%
세전이익률	3.8%	5.4%			2.4%	2.8%			5.1%	5.4%		
지배주주 순이익	61	61	-	0%	108	125	17	16%	261	294	33	13%
순이익률	3.8%	4.0%			1.9%	2.3%			3.8%	4.0%		
주요 가정												
원달러 환율 (원/달러)	1,130	1,068	(63)	-6%	1,116	1,096	(20)	-2%	1,127	1,048	(79)	-7%
납사 (달러/톤)	886	886	-	0%	892	892	-	0%	862	862	-	0%
두바이 원유 (달러/배럴)	104	104	-	0%	105	105	-	0%	99	99	-	0%

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 금호석유 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
매출액	1,417	1,383	1,192	1,544	1,627	1,784	1,884	2,055	5,884	5,537	7,349
합성고무/수지	1,012	1,014	851	1,158	1,252	1,428	1,526	1,692	4,327	4,035	5,898
페놀유도체 (금호피앤비)	300	271	222	283	280	268	266	269	1,124	1,077	1,082
정밀화학 및 기타	144	136	136	133	132	126	125	127	586	550	510
조정	(39)	(38)	(18)	(31)	(37)	(38)	(33)	(33)	(153)	(125)	(141)
매출비중(%)											
합성고무/수지	71.4%	73.3%	71.4%	75.0%	76.9%	80.1%	81.0%	82.4%	73.5%	72.9%	80.3%
페놀유도체 (금호피앤비)	21.2%	19.6%	18.7%	18.3%	17.2%	15.0%	14.1%	13.1%	19.1%	19.5%	14.7%
정밀화학 및 기타	10.2%	9.9%	11.4%	8.6%	8.1%	7.1%	6.6%	6.2%	10.0%	9.9%	6.9%
영업이익	78	76	(2)	85	96	120	140	167	224	237	523
영업이익률(%)	5.5%	5.5%	-0.1%	5.5%	5.9%	6.7%	7.4%	8.1%	3.8%	4.3%	7.1%
세전이익	48	29	(5)	83	62	88	109	138	134	155	396
세전이익률(%)	3.4%	2.1%	-0.4%	5.4%	3.8%	4.9%	5.8%	6.7%	2.3%	2.8%	5.4%
지배주주 순이익	34	26	4	61	46	65	81	102	130	125	294
순이익률(%)	2.4%	1.9%	0.3%	4.0%	2.8%	3.7%	4.3%	5.0%	2.2%	2.3%	4.0%

자료: 금호석유, 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 금호폴리켄(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	1,565	1,912	2,760
현금성자산	505	246	222	136	338
매출채권및기타채권	921	638	664	882	1,184
재고자산	582	567	641	850	1,184
비유동자산	2,656	2,921	3,129	3,236	3,484
투자자산	672	720	715	711	706
유형자산	1,922	2,130	2,415	2,671	2,953
무형자산	35	28	28	28	28
자산총계	4,714	4,411	4,694	5,148	6,244
유동부채	2,713	1,438	1,669	1,899	2,546
매입채무및기타채무	721	512	714	921	1,434
단기차입금및단기사채	813	804	767	735	735
유동성장기부채	1,123	78	119	154	239
비유동부채	444	1,314	1,286	1,252	1,189
사채	100	558	546	532	505
장기차입금및금융부채	267	653	639	622	591
부채총계	3,157	2,752	2,955	3,150	3,735
지배주주지분	1,448	1,548	1,627	1,880	2,380
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	265	265	265	265	265
자본조정	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
이익잉여금	1,047	1,113	1,200	1,453	1,953
비지배주주지분	109	111	112	118	129
자본총계	1,557	1,658	1,739	1,997	2,508

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	668	245	357	285	590
당기순이익	544	126	126	300	544
유형자산감가상각비	146	153	165	123	123
무형자산상각비	9	7	8	6	6
자산부채변동	(197)	(64)	103	(220)	(123)
기타	166	23	(45)	76	40
투자활동현금흐름	(245)	(374)	(289)	(260)	(286)
유형자산투자	(291)	(369)	(285)	(256)	(282)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	50	(3)	(2)	(2)	(2)
무형자산순증	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)
기타	0	1	1	1	1
재무활동현금흐름	(69)	(132)	(91)	(111)	(101)
자본의증가	5	0	0	0	0
차입금의순증	(51)	(76)	(51)	(64)	(57)
배당금지급	(23)	(56)	(39)	(48)	(44)
기타	0	0	(1)	1	0
기타현금흐름	(0)	1	0	0	0
현금의증가	354	(259)	(23)	(86)	203

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

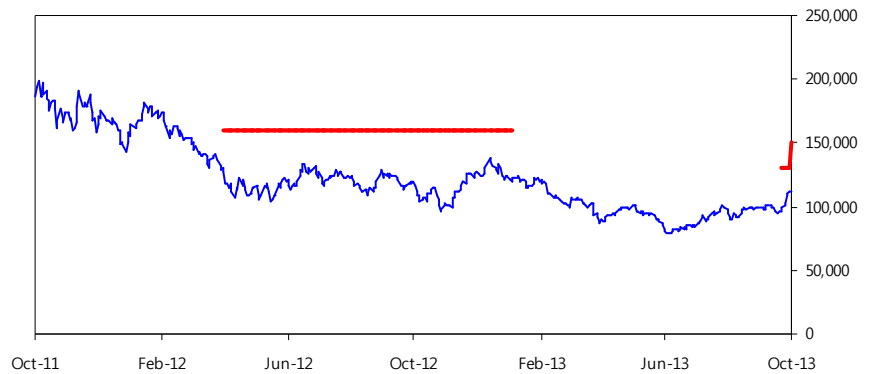
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	6,457	5,884	5,537	7,349	9,107
매출원가	5,410	5,481	5,101	6,581	7,966
매출총이익	1,047	403	435	768	1,140
판매관리비	208	179	199	245	301
영업이익	839	224	237	523	839
금융수익	62	75	79	87	108
이자수익	9	14	4	5	6
금융비용	218	139	148	185	229
이자비용	140	101	74	99	122
기타영업외손익	3	(93)	(84)	(142)	(63)
관계기업관련손익	73	67	71	78	63
세전계속사업이익	758	134	155	361	717
법인세비용	215	8	28	96	174
연결당기순이익	544	126	126	300	544
지배주주지분순이익	506	130	125	294	533
기타포괄이익	(73)	31	0	0	0
총포괄이익	470	157	126	300	544
지배주주지분포괄이익	434	156	125	294	533
EBITDA	994	384	410	652	968

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	24,723	4,959	4,534	10,719	19,443
BPS	60,455	54,430	57,069	65,558	82,332
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	30.3	(8.9)	(5.9)	32.7	23.9
영업이익증가율	49.7	(73.3)	5.8	120.9	60.4
순이익증가율	60.0	(74.4)	(3.3)	135.0	81.0
EPS증가율	56.3	(79.9)	(8.6)	136.4	81.4
EBITDA증가율	40.0	(61.4)	6.8	59.1	48.5
수익성(%)					
영업이익률	13.0	3.8	4.3	7.1	9.2
순이익률	7.8	2.2	2.3	4.0	5.9
EBITDA Margin	15.4	6.5	7.4	8.9	10.6
ROA	12.3	2.8	2.8	6.1	9.5
ROE	44.5	8.7	7.9	16.8	25.0
배당수익률	1.2	1.5	1.8	1.8	1.8
안정성					
순차입금(십억원)	1,764	1,826	1,831	1,889	1,714
차입금/자본총계비율(%)	147.8	126.2	119.1	102.3	82.5
Valuation(X)					
PER	6.8	26.3	24.7	10.4	5.8
PBR	2.8	2.4	2.0	1.7	1.4
PSR	0.7	0.7	0.7	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.1	15.5	13.2	8.4	5.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
금호석유(011780)	2012.04.19	매수	160,000 원
	2013.01.24	중립	-
	2013.10.10	매수	130,000 원
	2013.10.20	매수	151,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 10월 20일 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.