

BUY (Maintain)

주가(10/8) 116,500원
목표주가 180,000원

키움증권 

Company Brief 2012. 10. 9

금호석유 [011780]

3Q12 Preview: 실적 둔화 우려를 이미 반영한 주가 수준

화학 Analyst 민경혁 02) 3787-5158 21keynes@kiwoom.com

- 3분기 고가의 원재료 투입 및 합성고무 수요 둔화로 영업이익 기대치 하회할 듯
- 경기 회복에 따른 실적 회복 속도는 타 화학사 대비 빠를 것으로 예상
- 중국 내 합성고무 증설에 대한 우려는 과도하다고 판단
- 목표주가 180,000원, 투자 의견 'Buy(매수)', 업종 내 Top Pick 의견 유지

3분기 실적 둔화는 이미 주가에 반영

3분기 영업이익은 575억원(YoY -73.8%, QoQ +99.6%)으로 예상. 이유는 1) 합성고무 마진(전월 원재료 대비)은 전분기 대비 개선(BR, SBR 각각 QoQ +48.7%, QoQ +5.2%) 되었지만 2Q12에 이어 고가의 원재료 투입에 따른 영향이 7월까지 지속 되었고 2) 타 이어 수요 둔화로 합성고무 가동률이 2분기와 유사한 수준에서 유지되었기 때문. 3분기 기존 예상치를 하회하는 실적은 주가에 이미 반영된 것으로 판단.

4분기 영업이익은 811억원(YoY +34.3%, QoQ +41.1%) 예상. 1) 고가 원재료 소진 및 저가의 부타디엔 투입 2) 합성고무 업황의 점진적 회복 3) 9월 SBR 11만톤, 11월 SSBR 6만톤 및 주요 자회사인 금호피앤비의 BPA 15만톤 증설에 따른 외형성장 때문.

중장기적 관점에서 여전히 Top pick

동사 실적은 2분기를 바닥으로 점진적으로 회복 예상. 타 화학사와 마찬가지로 단 기간내 2011년 수준의 실적 회복은 어려울 것으로 판단. 그러나 경기 회복에 따른 내년 실적의 회복 속도는 타 화학사 대비 빠를 것으로 전망. 1) 타이어 수요 회복 시 합성고무 가동률 상승(현재 BR 80% 이하, SBR 100% 수준) 및 4분기 합성고무 증설로 추가 매출 확대 여력 있고 2) 부타디엔의 구조적 수급 타이트는 합성고무 가격 수준을 지지해 줄 것으로 보이고 3) 합성고무는 중동/북미의 에탄 크래커가 진출하기 어려운 분야이기 때문에 C2계열 제품 대비 구조적 영향 제한적. 또한 2012년 하반기 ~ 2013년, 중국의 합성고무 증설 집중에 따른 우려는 과도하다고 판단. 중국은 부타디엔 부족 상태에 있기 때문. 중/장기 관점에서 목표주가 180,000원, Top Pick 의견 유지함.

Company Data			
KOSPI (10/8)		1,981.89pt	
시가총액		36,393억원	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	220,000원	104,500원	
등락률	-47.05%	11.48%	
수익률	절대	상대	
1M	0.9%	-1.8%	
6M	-14.3%	-12.3%	
1Y	-36.2%	-43.3%	
발행주식수		33,491천주	
일평균 거래량(3M)		211천주	
외국인 지분율		10.91%	
배당수익률(12E)		1.72%	
BPS(12E)		48,677원	
주요 주주	박철완외	23.7%	
	산업은행	14.1%	

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	57,185	64,574	63,150	71,057	87,117
보고영업이익(억원)	6,503	8,422	2,967	5,815	10,255
핵심영업이익(억원)	6,539	8,390	2,866	5,815	10,255
EBITDA(억원)	8,333	9,936	4,292	7,378	11,913
세전이익(억원)	7,109	7,584	3,267	6,072	10,747
순이익(억원)	5,370	5,438	2,576	4,736	8,383
지배기업주주순이익(억원)	4,711	5,056	2,346	4,078	7,218
EPS(원)	16,560	15,097	7,004	12,177	21,551
증감율(%YoY)	N/A	35.9	-53.6	73.9	77.0
PER(배)	5.5	11.1	16.6	9.6	5.4
PBR(배)	3.0	3.9	2.4	2.0	1.5
EV/EBITDA(배)	5.9	7.4	13.5	8.1	4.8
영업이익률(%)	11.4	13.0	4.7	8.2	11.8
ROE(%)	61.6	44.4	15.5	24.1	32.6
순부채비율(%)	209.8	113.2	103.3	81.8	49.5

- 당사는 10월 8일 현재 '금호석유' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

분기별 실적 예상

(단위: 억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2011	2012E	2013E
매출액	16,002	17,077	16,603	14,892	16,226	15,840	15,345	15,741	16,397	17,501	18,794	18,365	64,574	63,151	71,057
합성고무	7,876	9,818	9,456	8,209	8,708	8,567	7,745	8,349	9,229	10,313	11,616	11,332	35,359	33,369	42,490
합성수지	3,458	3,236	2,741	3,029	3,420	3,227	3,485	3,310	3,334	3,340	3,352	3,394	12,464	13,442	13,420
기타	4,668	4,023	4,406	3,654	4,098	4,046	4,012	4,082	3,835	3,848	3,826	3,639	16,751	16,238	15,147
매출액 QoQ		6.7%	-2.8%	-10.3%	9.0%	-2.4%	-3.1%	2.6%	4.2%	6.7%	7.4%	-2.3%			
합성고무		24.7%	-3.7%	-13.2%	6.1%	-1.6%	-9.6%	7.8%	10.5%	11.7%	12.6%	-2.4%			
합성수지		-6.4%	-15.3%	10.5%	12.9%	-5.6%	8.0%	-5.0%	0.7%	0.2%	0.4%	1.2%			
기타		-13.8%	9.5%	-17.1%	12.2%	-1.3%	-0.8%	1.7%	-6.1%	0.3%	-0.6%	-4.9%			
영업이익	2,864	2,762	2,192	604	1,293	288	575	811	1,094	1,427	1,750	1,543	8,422	2,967	5,815
영업이익률	17.9%	16.2%	13.2%	4.1%	8.0%	1.8%	3.7%	5.2%	6.7%	8.2%	9.3%	8.4%	13.0%	4.7%	8.2%

자료: 키움증권 추정

금호석유 목표주가 산정

(단위: 억원, 배, 원/주)

	EBITDA	Multiple(x)	적정가치	비고
영업가치(A)	9,646	7.2	69,451	2013/2014년 평균, 화학업체 평균 EV/EBITDA 적용
투자자산가치(B)			6,559	
관계기업 투자	장부가치	할증/할인율	3,329	
금호미쓰이	697	100%	697	
금호폴리켄	1,325	150%	1,987	
기타	921	70%	645	
매도가능 금융자산			3,230	
아시아나항공		90%	1,519	10/8 증가기준
대우건설		90%	1,304	10/8 증가기준
기타	815	50%	408	
순차입금(C)			20,549	2Q12 기준
보통주 주주가치(A+B-C)			55,462	
주식수(백만주)			30	
적정주가(원)			182,038	
목표주가(원)			180,000	
Implied PER (2013년 기준)			14.8	
Implied PBR (2013년 기준)			3.0	

자료: 키움증권 추정

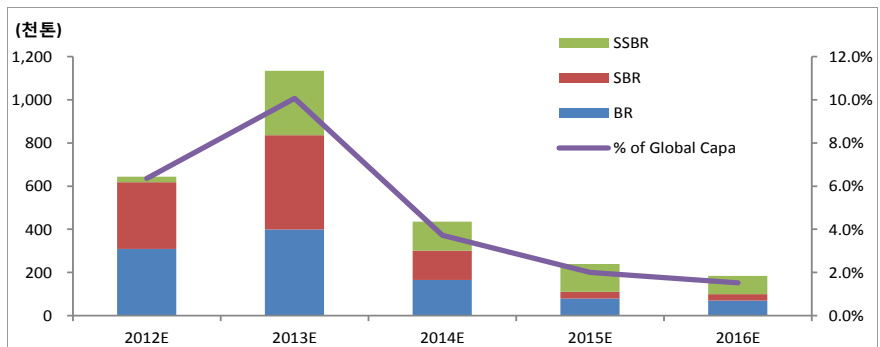
2012년 하반기 ~ 2013년 상반기에 집중된 중국 내 합성고무 증설에 대한 우려는 과도

2012년, 2013년 중국 내 합성고무(BR+SBR+SSBR) 증설은 각각 45.1만톤, 60.4만톤으로 파악됨. 2012년 3월 기준, 중국의 합성고무 생산능력은 255.7만톤임. 2012년, 2013년 증설은 중국 내 현재 합성고무 생산능력의 각각 17.6%, 23.6%로 다소 부담스러운 상황.

그러나 여기서 우리가 주목해야 할 점은 1) 생산능력과 2) 실제 가동률을 고려한 생산량의 구분임. 합성고무의 생산에는 주요 원재료인 부타디엔의 확보가 중요. 부타디엔은 90% 이상이 납사 크래커(NCC)를 통해서 생산되는데, 납사 크래커는 에탄 크래커 대비 원가 경쟁력 열위로 대규모 증설이 어려운 상황. 중국 또한 현재 부타디엔이 부족한 상태. 부타디엔을 원료로 하는 주요 제품의 생산능력과 부타디엔 생산능력을 비교했을 때 현재(2012년 3월 데이터 기준) 중국 내 약 30만톤의 부타디엔이 부족한 상태. 향후 중국 내 합성고무 증설 계획(BR+SBR+SSBR)에 따른 부타디엔 소요량과 부타디엔 증설을 고려했을 때, 부타디엔 과부족은 더욱 심화(BR+SBR+SSBR만 고려, 부타디엔을 원료로 하는 타 제품 고려시 과부족은 더욱 클 것으로 예상). 특히 부타디엔은 가스 형태로 수출입이 쉽지 않음. 2011년 중국의 부타디엔 수입은 약 18만톤에 불과.

이에 따라 중국 내 합성고무 증설이 계획대로 실행되더라도 부타디엔 부족으로 가동률은 낮을 것으로 예상. 또한 기존에 계획되어 있는 증설이 연기될 가능성도 상존. 그러므로 현재 합성고무 증설 계획에 따른 우려는 다소 과도한 측면이 있다고 판단. 금호석유는 부타디엔을 안정적으로 공급받고 있어 중국 업체 대비 높은 가동률을 유지할 것으로 예상

2012~2013년 글로벌 합성고무 증설 계획(BR+SBR+SSBR) 다소 부담스러운 상황



자료: CEIC, 키움증권

중국 부타디엔 소요량 분석: Capa 기준 약 30만톤 과부족 상태

(단위: 천톤)

	부타디엔 주요 수요처				
	SBR	BR	SB-L	ABS	NBR
생산능력	1,490	1,067	152	3,213	145
원단위	0.73	1.00	0.42	0.19	0.65
제품별 부타디엔 소요량	1,088	1,067	64	610	94
부타디엔 소요량 합계					2,923
부타디엔 Capa					2,623
과부족					300

자료: 산업자료, 키움증권
주: 2012년 3월 Capa 기준

합성고무 증설계획에 따른 BD소요량 대비 BD 증설 부족현상

(단위: 천톤)

	Capa Addition				
	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
중국 BR 증설	221	383	116	0	0
중국 SBR 증설	230	221	0	0	0
중국 합성고무 증설에 따른 BD 소요량	389	544	116	0	0
중국 BD 증설	175	315	90	120	0
BD 과부족(소요량-증설량)	214	229	26	-120	0
BD 과부족(누적)	514	743	769	649	649

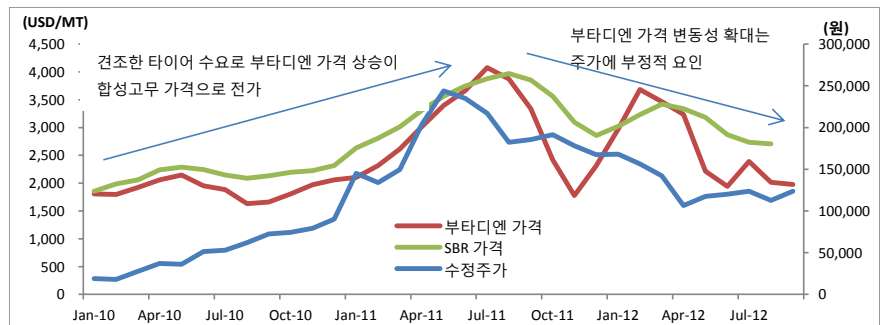
자료: 산업자료, 키움증권, 주: BD소요량은 BR+SBR 소요량만 고려, 기타 제품 포함시 BD 소요량 증가할 것으로 보임

부타디엔 가격, 추가 하락 리스크 제한적, 완만한 상승 예상

금호석유의 합성고무 사업은 결국 원재료인 부타디엔 가격 + 가공 비용에 일정 마진을 붙여서 판매하는 구조. 원재료인 부타디엔 가격의 수준이 매출 규모를 결정 짓는다는 점에서 중요한 요소. 현재 업황에서 합성고무 제조 기업 입장에서는 부타디엔 가격의 하락보다는 완만한 상승이 더욱 바람직한 상태. 부타디엔 증설이 구조적으로 어려운 상태에서 부타디엔 가격의 하락은 전방 타이어 수요의 둔화를 반영하는 것이기 때문.

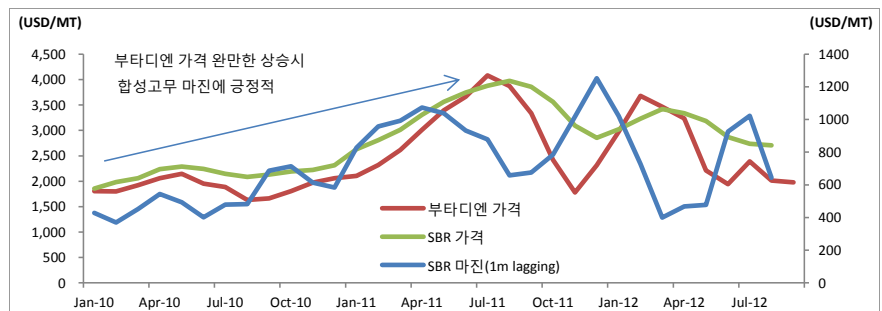
최근 부타디엔 가격은 전방산업인 타이어 수요 둔화를 반영해 2,000불 이하 수준까지 하락한 상태. 향후 부타디엔 가격의 추가적인 하락은 어려울 것임. 1) 석유화학 원료의 경질화에 따른 부타디엔의 구조적 공급 부족 2) 타이어 수요 또한 글로벌 경기의 회복과 함께 2012년이 바닥일 가능성이 높기 때문. 금호석유 실적 또한 2012년 바닥을 다진 이후 2013년부터 본격적인 회복이 예상됨.

견조한 타이어 수요 + 부타디엔 가격 상승 = 합성고무 마진 개선



자료: Cischem, 키움증권

SBR, 부타디엔 가격 및 마진 추이



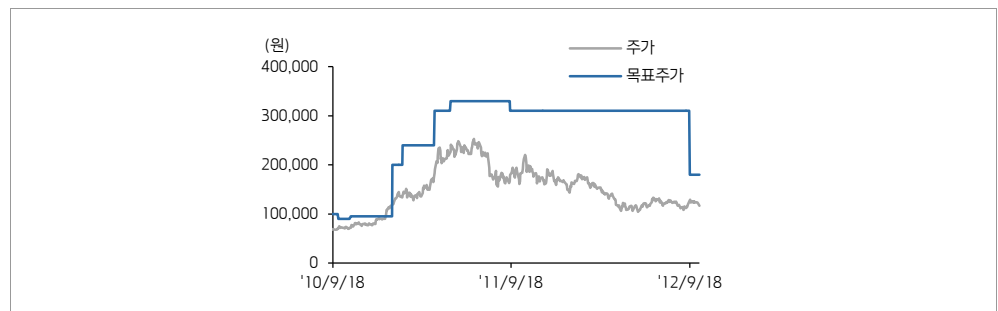
자료: Cischem, 키움증권

경쟁사 합성고무 증설에 따른 우려는 과도

전일 호남석유의 국내 합성고무 증설에 따른 주가 조정은 과도하다고 판단. 호남석유는 특수 고무인 EPDM 10만톤, SBR 10만톤을 2016년부터 상업생산 예정. 금호석유에 미치는 영향은 제한적이라고 판단. 1) 아직 상업생산 기간이 3년 이상 남았고, 2) EPDM은 에틸렌, 프로필렌 기반으로 제조하기 때문에 금호석유 본사 주요 제품인 BR/SBR과는 겹치지 않고 3) SBR 10만톤에 소요되는 부타디엔은 약 8만톤 가량으로 부타디엔 수급에 거의 영향이 없을 것으로 판단되기 때문. EPDM 증설의 경우 지분법 대상 자회사인 금호폴리캡(EPDM 9.5만톤 생산능력 보유)에 일부 영향 있을 것으로 보임.

투자의견 변동내역 (2개년) 및 목표주가 추이

종목명	일자	투자의견	목표주가	
금호석유 (011780)	2010/09/29	Buy(Maintain)	90,000원	
	2010/10/25	Buy(Maintain)	95,000원	
	2011/01/18	Buy(Maintain)	200,000원	
	2011/01/19	Buy(Maintain)	200,000원	
	2011/02/09	Buy(Maintain)	240,000원	
	2011/03/10	Buy(Maintain)	240,000원	
	2011/04/05	Buy(Maintain)	240,000원	
	2011/04/15	Buy(Maintain)	310,000원	
	2011/05/17	Buy(Maintain)	330,000원	
	2011/05/30	Buy(Maintain)	330,000원	
	2011/06/22	Buy(Maintain)	330,000원	
	2011/06/30	Buy(Maintain)	330,000원	
	2011/07/18	Buy(Maintain)	330,000원	
	2011/09/19	Buy(Maintain)	310,000원	
	2011/10/14	Buy(Maintain)	310,000원	
	2011/11/07	Buy(Maintain)	310,000원	
	2012/01/10	Buy(Maintain)	310,000원	
	담당자 변경	2012/09/19	Buy(Reinitiate)	180,000원
		2012/10/09	Buy(Maintain)	180,000원



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~ -10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~ -20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상
업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중 확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중 축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상