



화학업계의 불독(Bull-Dog) 황주원입니다.

(02)3770-3564 kyuwon.hwang@tongyang.co.kr



# 금호석유 (011780)

## 2014년 열병합발전사로 변신하다!!!

**투자의견: BUY (Maintain)**  
**목표주가: 160,000원 (Up)**

### 화학

주가	103,000원
자본금	1,675억원
시가총액	32,511억원
주당순자산	49,128원
부채비율	157.79%
총발행주식수	33,491,177주
60일 평균 거래대금	203억원
60일 평균 거래량	211,400주
52주 고	138,000원
52주 저	78,500원
외인지분율	10.26%
주요주주	박찬구 외 6인 24.19%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	4.6	20.3	(13.1)
상대	2.2	10.6	(18.0)
절대(달러환산)	6.1	26.0	(9.9)



자료: Datastream



### Why This Report

여러분은 금호석유주라고 하면 어떤 이미지가 가장 먼저 떠오릅니까? 화학업체에 투자했던 경험이 있다면, 아마도 글로벌 합성고무 1위 업체라는 타이틀일 것입니다. 2013년까지는 아주 적절한 표현이었습니다. 그런데, 2014년부터 금호석유주도 새로운 닉네임을 얻을 것으로 보입니다. '발전소와 합성고무가 적절히 조합된 하이브리드 화학기업'이 그것입니다. 특히, 2014년은 합성고무 상승 Cycle과 발전소 증설 기대감이 금호석유주의 주가를 한단계 끌어올릴 것입니다. 분기실적 등락에 따른 단기매매 보다 Buy & Hold가 더 적절해 보입니다.

### Investment Point

#### 투자포인트1. 2014년 발전소 기업으로 재평가 시작

- ▶ 2014 ~ 2015년에 여수 공장에 대규모 열병합발전소 증설이 완료됨. 전기 생산능력은 기존 155MW에서 300MW로 확대되며, 증기(Steam) 생산능력은 시간당 1,000톤에서 1,800톤으로 확대
- ▶ 열병합발전소 증설 효과 1. 금호석유주 전사 영업이익 창출능력이 5,500억원으로 높아지게 됨. 발전소 부문에서 3,000억원과 합성고무 등 화학부문에서 2,500억원을 기대할 수 있게됨
- ▶ 열병합발전소 증설 효과 2. 석유화학(합성고무 등) Cycle 최악구면에서도 연간 3,000억원 규모의 영업이익을 창출할 수 있는 안정적인 수익구조를 확보하게 됨

#### 투자포인트2. 2013년 말 ~ 2014년 고무가격 인상 수혜 기대

- ▶ 태국, 인도네시아, 인도 등 주요 천연고무 생산국의 감산으로 인해, 천연고무 글로벌 잉여재고는 2012년 60만톤에서 2014년 16만톤 수준으로 축소 전망. 천연고무 가격 3,000\$, 합성고무 2,800\$, 부타디엔 2,000\$ 수준에서 가격 형성 가능. 2013년 3분기 대비 25% 이상 높아지는 수치임

### 투자의견 BUY, 목표주가 160,000원으로 상향

- 2014년을 기점으로, '발전소와 합성고무로 구성된 복합기업으로 기업 컨셉 변화
- 열병합발전소 증설 효과를 반영한 BPS 7만원 × 평균 PBR 2.3배 = 16만원으로 계산

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	64,574	58,837	52,614	61,539	66,885
매출액증가율	12.9	-8.9	-10.6	17.0	8.7
영업이익	8,390	2,238	2,319	3,904	5,165
영업이익률	13.0	3.8	4.4	6.3	7.7
지배주주귀속 순이익	5,056	1,296	1,199	2,700	3,713
지배주주 귀속 EPS	19,391	4,049	3,733	8,659	11,984
증가율	5.4	-79.1	-7.8	132.0	38.4
PER	9.4	31.9	27.6	11.9	8.6
PBR	4.1	2.7	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	6.7	15.5	12.7	9.6	7.6
ROA	11.1	2.8	2.7	5.7	7.3
ROE	44.0	8.7	7.6	15.8	18.8

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

**I. 결론 : 2014년 금호석유(주) 컨셉 변화, 목표가격 16만원 상향**

2014년 목표주가 16만원으로 상향

2014년 사업포트폴리오 변화를 반영해, 금호석유(011780)의 목표주가를 기존 14만원에서 16만원으로 상향조정 한다. 2012년부터 진행중인 대규모 열병합 발전소 증설효과를 반영했기 때문이다. 그동안 글로벌 합성고무 1위 업체로만 인식되었지만, 2014년 부터는 ‘글로벌 합성고무 1위 능력을 갖춘 발전소 기업’ 으로 컨셉이 바뀌게 될 전망이다.

열병합발전소 완공후 변화 :

**특히, 대규모 열병합발전소 완공과 함께 2014년에 주목해야하는 변화는 2가지 이다.**

1) 연평균 5,500억원 규모의 영업이익 창출 가능

**첫째, 연간 5,500억원의 규모의 영업이익을 기대할 수 있게 된다.** 평균적인 Cycle 에서 합성고무로부터 얻을 수 있는 영업이익 규모는 2,500억원(영업이익률 8.9%)이다. 거기에 여수 열병합발전소로부터 얻을 수 있는 영업이익 규모는 매년 3,000억원에 육박하게 된다.

2) 합성고무 최악의 Cycle 에서도 연간 3,000억원의 이익창출이 가능한 안정성 확보

**둘째, 실적변동성이 줄어들면서 안정적인 석화업체로 재평가 될 것이다.** 2012년 석유화학 : 열병합발전소 영업이익 비율은 65 : 34 수준이었다. 열병합발전 증설이 완료될 경우 45 : 55로 역전된다. 합성고무와 달리, 열병합발전은 Cycle 없이 안정적으로 이익이 창출된다. 아무리 합성고무 업황이 나쁘더라도 연간 3,000억원의 영업이익 창출이 가능한 구조로 바뀌는 것이다.

**적정주가 16만원은 PBR 과 Sum-of-Part 를 동시에 고려한 결과이다.** [표1]에서는 열병합발전소 증설을 반영한 주당 BPS 7만원 × 평균 PBR 2.3배를 적용했다. [표2]에서는 증설을 반영한 EBITDA 7,658억원 × 적정 EV/EBITDA 6.3배를 적용했다.

표 1. 발전소증설 및 10개년 평균 이익율을 적용한 금호석유(주) 적정주가 산정

구분	단위	10년 평 이익율을 적용한 추정 실적
매출액	(억원)	<b>62,635</b>
	합성고무 부문	28,529
	합 수지 부문	14,191
	유틸리티 등	7,370
금호P&B		12,609
영업이익	(억원)	<b>6,004</b>
	합성고무 부문	2,498
	합성수지 부문	182
	유틸리티 등	2,686
금호P&B		638
영업이익률		<b>9.6%</b>
	합성고무 부문	8.8%
	합성수지 부문	1.3%
	유틸리티 등	36.8%
금호P&B		5.1%
지배주주순이익	(억원)	<b>4,391</b>
	EPS (원/주)	14,414
	BPS (원/주)	69,933
적정주가 범위		[최저] [평균] [최고]
기준 PER (배)		<b>11.5</b>
적정주가 (원/주)		<b>165,275</b>
기준 PBR (배)		<b>2.3</b>
적정주가 (원/주)	77,000	<b>162,595</b>
		220,000

주 : 평균실적 산정방식

- ① 매출액은 2014년 부문별 추정실적, 단, 유틸리티는 2014 ~ 2015년 설비 증설 기정환 수치
- ② 영업이익은 매출액에 부문별 10년 평균 영업이익률을 적용해서 산출함
- ③ 기준 PER 및 PBR 은 대우건설(주) 풋백업선 이후 최저, 평균, 최고치를 각각 적용함

자료 : 동양증권 리서치센터

표 2. Sum-of-Part 를 이용한 대한유화(주) 적정주가 산출

구분	기준일 (2013.10.15일)	주요 내역
(+) 영업자산가치	4조 8,342억원	고무/수지= EBITDA 3,396억원×EV/EBITDA 6.0배 유틸리티/약품= EBITDA 3,289억원×EV/EBITDA 7.0배 금호P&B= EBITDA973억원×EV/EBITDA 6.5배×지분율78%
(+) 투자자산가치	1조 483억원	금호미쓰이(주) 2,603억원, 금호폴리켐(주) 3,063억원 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 9,692억원	
발행주식수	2,487.5만주	
주당순자산(적정가)	160,000원	

자료 : 동양증권 리서치센터

## II. 투자 포인트 : 연간 영업이익 5,500억원 창출 기업으로 변화

영업이익 레벨은 2013년 2,300억원 수준에서 2016년 5,800억원 대로 꾸준히 증가

2011년 영업이익 8,390억원 기록 배경은 천연고무 가격 6,000\$ 초강세

2012 ~ 2013년 영업이익 2,300억원 대 위축은 합성고무 과잉공급 때문

2014년 ~ 2015년 유틸리티 증설 및 합성고무 상승 Cycle 진입

2014년 부터는 영업이익 구조 변화에 주목해야 할 것이다. [표3]에 나타나듯이, 연간 영업이익 규모는 “2011년 8,390억원 → 2012년 2,238억원 → 2013년 2,319억원(e) → 2014년 3,904억원(e) → 2015년 5,165억원(e) → 2016년 5,761억원(e)” 등의 흐름이 예상된다.

2011년 영업이익은 8,390억원(영업이익률 13%)으로 사상 최대치를 기록했다. 당시 실적 개선의 가장 큰 배경은 고무가격 급등이었다. 천연고무 최대 생산국인 태국에서 홍수로 인해, 고무나무 유실이 심했다. 이로 인해, 천연고무 가격이 1톤당 6,000\$까지 급등했으며, 덩달아 합성고무 가격도 5,000\$을 상회했었다. 합성고무 부문 영업이익률이 15%를 기록했다.

2012 ~ 2013년에는 연간 2,300억원 내외로 영업이익 규모가 약세를 보였다. 세계 타이어 수요 둔화 속에 천연고무 공급량이 증가했기 때문이다. 2013년 합성고무 가격은 2,200\$ 수준의 약세를 보이면서, 전체 영업이익률은 4% 수준에 머물렀다.

2014 ~ 2016년 평균 영업이익 창출 규모는 5,000억원 대로 높아질 것으로 예상된다. 후술 하겠지만, 합성고무 부문 이익률 회복 속에 발전소 사업부문의 영업이익 창출능력이 확충되기 때문이다.

표3 금호석유주 실적 추정치 : 영업이익 2013년 2,319억원(e) → 2014년 3,904억원(e) → 2015년 5,165억원(e) 지속 상승

	2013				2014				연간실적						
	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>생산capa</b>															
SBR (만톤)	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	21.3	48.1	52.4	71.1	74.6	85.1	85.1	85.1
BR (만톤)	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	31.2	34.2	34.2	34.2	34.2	34.2	34.2
ABS (만톤)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
가황속진제 (만톤)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
스텝 (톤/시간)	910	910	910	910	910	910	1,310	1,310	1,130	1,075	910	1,110	1,710	1,710	1,710.0
전기 (MWH)	155	155	155	155	155	155	228	228	186	178	155	191	373	373	372.5
BPA (만톤)	7.0	7.0	10.8	10.8	10.8	7.0	10.8	10.8	28.0	28.0	35.5	39.3	43.0	43.0	43.0
EPDM (만톤)	2.5	2.5	4.0	4.0	4.0	2.5	4.0	4.0	10.0	10.0	13.0	14.5	16.0	16.0	16.0
M DI (만톤)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	15.0	17.5	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
<b>매출액</b>	<b>14,170</b>	<b>13,834</b>	<b>12,477</b>	<b>12,133</b>	<b>13,788</b>	<b>14,037</b>	<b>16,365</b>	<b>17,349</b>	<b>64,574</b>	<b>58,837</b>	<b>52,614</b>	<b>61,539</b>	<b>66,885</b>	<b>69,256</b>	<b>71,201</b>
합성고무	6,801	6,540	5,362	5,124	6,689	7,071	6,964	7,805	35,433	30,375	23,827	28,529	30,255	30,796	31,432
SBR \$/MT	2,446	2,192	255	2,200	2,300	2,553	2,532	2,559	3,473	2,834	1,773	2,486	2,588	2,643	2,692
BR \$/MT	301	300	300	294	294	298	304	309	435	295	299	301	2,574	2,628	2,677
부타디엔 (원재료) \$/MT	968	870	920	931	1,711	1,728	1,706	1,734	942	949	922	1,720	1,790	1,845	1,894
합성수지	3,314	3,597	3,830	3,706	3,591	3,428	3,586	3,586	12,438	12,892	14,447	14,191	14,646	14,658	15,032
ABS \$/MT	1,832	1,778	1,657	1,555	1,643	1,701	1,786	1,752	2,127	1,691	1,705	1,721	1,960	1,982	2,043
PS \$/MT	2,683	2,294	1,850	2,250	2,350	2,572	2,650	2,678	3,893	3,170	2,269	2,563	1,670	1,646	1,675
SM (원재료) \$/MT	1,985	1,881	1,982	1,945	1,918	1,915	1,930	1,942	2,137	1,965	1,948	1,926	1,318	1,514	1,520
고무약품/유틸리티	1,169	1,158	1,393	1,389	1,444	1,270	1,758	1,740	4,495	5,064	5,109	6,211	7,741	9,159	9,529
금호P&B	2,886	2,539	1,893	1,914	2,065	2,269	4,058	4,217	12,277	10,506	9,232	12,609	14,242	14,643	15,208
에폭시 \$/MT	2,924	2,940	2,950	3,003	2,950	2,926	2,966	3,014	3,355	3,024	2,954	2,964	3,172	3,359	3,448
BPA \$/MT	2,754	2,748	2,724	2,689	2,691	2,703	2,735	2,702	3,142	2,711	2,729	2,708	1,687	1,689	1,715
페놀 \$/MT	1,561	1,440	1,240	1,270	1,426	1,386	1,460	1,418	1,588	1,373	1,378	1,423	1,422	1,449	1,480
아세톤 \$/MT	1,080	996	1,011	965	974	1,031	1,084	1,058	1,014	943	1,013	1,037	1,107	1,075	1,088
벤젠(원재료) \$/MT	1,284	1,283	1,370	1,256	1,237	1,246	1,264	1,247	1,416	1,309	1,298	1,249	1,162	1,201	1,262
<b>영업이익</b>	<b>779</b>	<b>756</b>	<b>196</b>	<b>589</b>	<b>767</b>	<b>918</b>	<b>1,095</b>	<b>1,125</b>	<b>8,390</b>	<b>2,238</b>	<b>2,319</b>	<b>3,904</b>	<b>5,165</b>	<b>5,761</b>	<b>5,831</b>
합성고무	367	493	-11	250	358	505	462	546	5,325	1,012	1,098	1,870	2,110	2,056	2,095
Cash마진 \$/MT	382	449	158	404	423	486	483	492	938	329	348	471	525	487	486
합성수지	107	80	117	111	99	66	109	100	456	276	414	374	615	309	286
Cash마진 \$/MT	258	221	274	274	227	172	271	248	360	192	257	230	468	294	332
고무약품/유틸리티	223	132	228	219	214	171	353	345	976	830	803	1,084	1,755	2,733	2,800
금호P&B	82	51	-138	9	96	176	171	134	1,634	52	4	577	686	663	651
Cash마진 \$/MT	256	306	203	281	326	397	305	284	568	224	261	328	314	282	257
<b>지배주주 순이익</b>	<b>343</b>	<b>282</b>	<b>162</b>	<b>433</b>	<b>543</b>	<b>626</b>	<b>748</b>	<b>784</b>	<b>5,058</b>	<b>1,296</b>	<b>1,199</b>	<b>2,700</b>	<b>3,713</b>	<b>4,182</b>	<b>4,277</b>
EPS	원/주								19,391	4,049	3,733	8,659	11,984	13,522	13,835
BPS	원/주								44,423	47,407	49,128	55,520	64,936	75,011	85,028
ROE									43.7%	8.5%	7.6%	15.6%	18.5%	18.0%	16.3%

자료 : 동양증권 리서치센터

**(1) 열병합발전소 부문 : 연간 영업이익 3,000억원 창출 가능**

2014년 ~ 2015년 대규모 열병합발전소 증설 완료시, 유틸리티 부문 매출액 4,800억원, 영업이익 2,800억원

금호석유(주)는 자체 석탄화력 발전소 2개를 보유하고 있다. 여수공장, 인근 자회사 공장 등에 필요한 스팀과 전력을 생산해서 외부로 판매하고 있다. 2012년 발전소 부문 연간 실적은 매출액 1,682억원과 영업이익 788억원(영업이익률 46%)를 달성했다. 2014년 ~ 2015년 대규모 발전소 증설이 진행된다. 전체 설비가 완공되면, 연간 매출액 4,800억원, 영업이익 2,800억원 수준에 이르게 된다. 합성고무 사업부문 Cycle 에 상관없이, 안정적으로 창출할 수 있는 영업이익 규모가 3,000억원 가까이 된다는 의미이다.

금호석유(주)의 열병합발전소 특징을 좀 더 자세히 살펴보자. 특히, 2가지에 주목해야 한다.

금호석유(주) 열병합발전소 특징 1. 영업이익률 50% 수준으로, 다른 열병합발전소 대비 20%p 높음

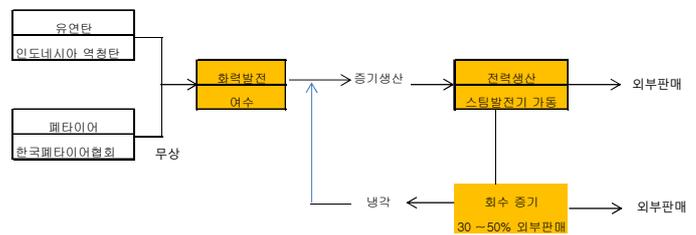
**첫번째로 주목해야 하는 것은 상대적으로 높은 영업이익률이다.** 열병합발전소는 석탄, LNG 등을 연료로 스팀을 생산하고 이를 이용해 발전기를 가동하면서 전기를 생산해, 한국전력거래소를 통해 판매하게 된다. 여기까지는 일반 화력발전소와 동일하다. 차이점은 발전기를 돌리고 남은 스팀의 처리방식이다. 일반 화력발전소는 스팀을 바닷물 등으로 냉각해서 다시 발전소에 투입하는 반면, 열병합발전소는 열이 포함된 스팀을 외부에 판매하게 된다. 동일한 연료를 사용하더라도, 열병합발전소 매출액이 높게 나오는 이유이다. [표4]에 나타나듯이, 국내에서 석탄을 사용하는 일반적인 열병합발전소 영업이익률은 20 ~ 30%로, 일반 석탄 화력발전소 20%p 보다 높게 나타난다.

그림 1. 금호석유(주)의 여수 열병합발전소(페타이어 혼소 발전)



자료: 금호석유

그림 2. 금호석유(주) 여수 열병합발전소 생산 구조



자료: 금호석유, 동양증권 리서치센터

표 4. 한국 주요 발전소 실적 비교(2012년 기준)

구 분	한전(주) 발전자회사	포스코에너지	GS EPS	SK E&S	GS파워	한화에너지	대전열병합발전	금호석유(주) 열병합발전
전력생산능력(MW)	81,805	3,336	1,090	1,049	913	373	88	155
발전연료	우라늄, 석탄	LNG	LNG	LNG	LNG	석탄	경유	석탄, 페타이어
매출액(억원)	356,911	28,567	11,129	57,757	10,773	3,208	1,252	1,682
영업이익(억원)	25,875	2,732	1,142	7,601	1,142	917	36	788
영업이익률	7.2%	7.6%	10.3%	13.2%	10.6%	28.6%	2.9%	46.8%

자료: 각사 사업보고서

그런데, 동사의 영업이익율은 국내 다른 열병합발전소 보다 영업이익율이 20%p 정도 높은 45 ~ 50%를 유지하고 있다. 그 이유는 무엇일까? 연료비를 절감할 수 있는 혼소발전이 해답이다. 동사의 화력발전 연료는 80 ~ 90%를 인도네시아산 아역청탄을 사용하고, 나머지 10 ~ 20%는 페타이어를 사용한다. 페타이어는 한국페타이어공업협회로부터 거의 무상으로 공급을 받고 있다. 다른 석탄 화력발전소 대비 연료비가 절감된다.

**금호석유(주) 열병합발전소 특징 2.**  
2014년 2분기와 2015년  
4분기에 제2열병합발전소  
추가증설 완료

**두번째로 주목해야 하는 것은 발전소 설비능력의 확대이다.** 2001년 전기 생산용량은 36MWh, 시간당 증기 생산능력 410톤의 열병합 1발전소를 가동했다. 2009년에는 전기 119MWh 와 증기 생산능력 500톤을 가진 제 2 열병합발전소를 완공했다. 2014년 ~ 2015년에는 세번째 증설이 대기하고 있다. 증설되는 설비 규모는 증기 800톤/시간과 전기 145MWh 이며, 총 투자비는 4,258 억원이다.

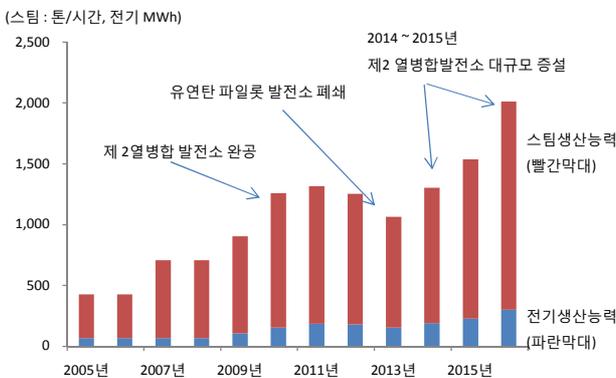
**추가 증설에 의한 실적 개선규모는 매출액 2,700억원, 영업이익 1,770억원**

2014년 2분기에 1차 증설을 통해 400톤 증기와 전기설비가 먼저 가동된 후, 2015년 말에 2차로 400톤 증기 설비가 완공된다. 금번 증설된 설비가 풀가동되면, 증설된 설비에서 매출액 2,700억원과 영업이익 1,800억원이 추가로 발생된다. 발전소사업부문 전체로는 매출액 4,800억원과 영업이익 2,800억원에 이르게 된다.

**Valuation : 적정주가 4만원 인상**

[표5]에 분석했듯이, 신규 열병합발전소 증설에 따른 기업가치 증가 규모는 약 1.0조원(주당 4만원) 수준이다. 구체적인 계산식은 ‘(신규설비로부터 얻을 수 있는 EBITDA 2,058억 × 적정 EV/EBITDA 7.0배) - 설비투자비 4,258억원’ 등이다. 순자산가치 증가규모 1조원을 발행주식 수 2,487.5만주로 나누면, 주당 순 기업가치(적정주가) 상승분은 4만원 수준이다.

**그림 3. 금호석유(주)의 열병합발전소 전기 및 스팀 생산능력 변화**



자료: 금호석유

**표 5. 금호석유(주) 열병합발전소에서 창출가능한 실적 추정치**

구 분	제1 열병합발전소 (2001년 가동)	제2 열병합 발전소 (2009년 가동)	2014년 ~ 2015년 추가 증설
추정매출액(A=B+C)	783억원	1,347억원	<b>2,682억원</b>
전기판매액 (B)	188억원	621억원	<b>756억원</b>
발전용량(a)	36MW	119.1MW	<b>145MWh</b>
전기가격(b)	87원/kwh	87원/kwh	<b>87원/kwh</b>
외부판매율(c)	80%	80%	<b>80%</b>
설비가동률	85%	85%	<b>85%</b>
스팀판매액(C)	595억원	726억원	<b>1,936억원</b>
스팀용량(e)	500톤/시간	500톤/시간	<b>800톤/시간</b>
스팀가격(f)	65,000원/톤	65,000원/톤	<b>65,000원/톤</b>
외부판매율(g)	30%	30%	<b>50%</b>
설비가동률	85%	85%	<b>85%</b>
추정생산비용(D=h+i+j)	528억원	629억원	<b>918억원</b>
강가상각비(h=k/l)	137억원	120억원	<b>284억원</b>
총투자비(k)	1,797억원	1,797억원	<b>4,258억원</b>
재료비(i=m×n)	321억원	332억원	<b>405억원</b>
아역청탄 구입가격(n)	85\$/MT	85\$/톤	<b>85\$/MT</b>
페타이어 구입가격		원료 15% 무상구입	<b>원료 15% 무상구입</b>
기타관련비(j =매출액×9%)	70억원	177억원	<b>229억원</b>
추정영업이익	255억원	717억원	<b>1,774억원</b>
추정영업이익률	55%	53%	<b>66%</b>
[Valuation]			
EBITDA	302억원	837억원	<b>2,058억원</b>
목표 EV/EBITDA	7.0배	7.0배	<b>7.0배</b>
순기업가치 증가분	2,772억원	4,602억원	<b>10,147억원</b>
발행주식수	24,875,163	24,875,163	<b>24,875,163</b>
주당가치 상승분	11,022원/주	16,329원/주	<b>40,790원/주</b>

자료: 동양증권 리서치센터

## (2) 합성고무 부문 : 연간 영업이익 2,500억원 창출 가능

글로벌 1위를 차지하고 있는 합성고무는 2년 상승 → 2년 하락의 Cycle 반복

금호석유(주)는 합성고무 글로벌 1위 생산능력(연산 100만톤 규모)을 가지고 있다. 합성고무 대표 제품은 자동차 타이어에 사용되는 BR(Butadiene Rubber)과 SBR(Styrene Butadiene Rubber)로, 글로벌 증설이 비슷한 시기에 집중되는 경향을 지닌다. 이로 인해, 합성고무 Cycle은 '2년 상승 → 2년 하락'이 반복되어 왔다.

금호석유(주) 합성고무 부문 영업이익률 범위 3% 바닥권 ~ 13% 천정권

[그림5]은 동사의 합성고무 부문 영업이익률 변화이다. Cycle 변화를 쉽게 관찰할 수 있다. 그 특징을 살펴보면, 합성고무의 평균적인 영업이익률은 8.9%이다. PE/PP 등 범용제품 평균 영업이익률(7~8%) 보다 높은 수준이다. 바닥권과 천정권 영업이익률은 각각 3~4%와 13~15% 수준이었다. 그런데, 2013년 영업이익률은 3.3% 수준으로 추정된다. 최근 10년래 최저치 수준이다. 그 이유는 심플하다.

[그림4]에 나타나듯이, 글로벌 합성고무 설비 가동률이 74% 수준으로 바닥권 수준이었다. 글로벌 합성고무 수요량(2013년 예상치)은 연간 790만톤 수준인 반면, 생산능력은 1,067만톤 수준이다. 특히, 2012년과 2013년 상반기 동안 약 153만톤 규모의 신규 설비가 완공되었다. 2013년에는 과잉생산이 압박으로 인해, 합성고무 이익률이 낮게 형성될 수 밖에 없었다.

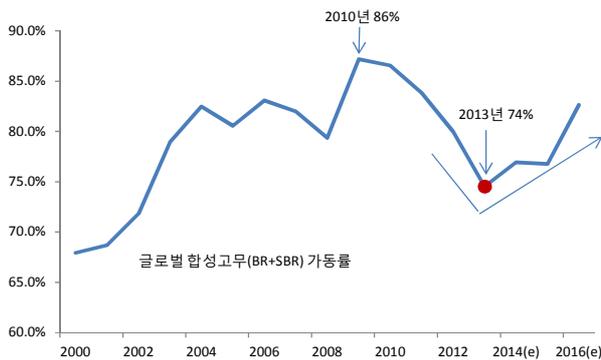
2014년 글로벌 합성고무 증설 감소로, 평균 영업이익률 수준이 8.9% 도달 예상

그러나, 2013년 4분기 ~ 2014년에는 상황이 호전될 것이다. 2014년 신규설비 증설 규모는 19만톤 수준으로 급감하기 때문이다. 기존 합성고무 생산업체와 신규증설업체는 이익 회복을 위해 점진적으로 가격인상을 시도할 것이다. 가격 인상 1차 목표치는 과거 평균 이익률인 8.9% 수준이 될 것이다.

Cycle을 배제할 경우 합성고무 사업으로부터 기대할 수 있는 통상적인 이익은 2,500억원

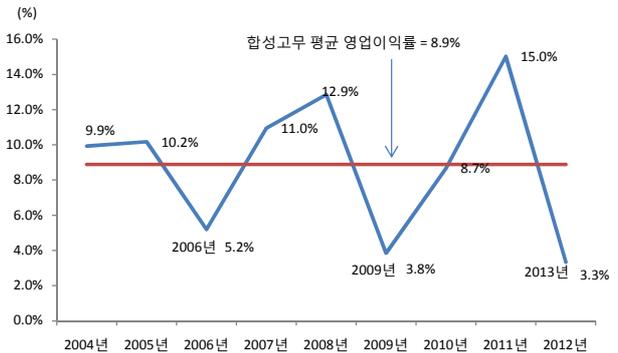
최근 10년간 평균 영업이익률로 회귀될 경우 동사가 합성고무에서 얻을 수 있는 실적은 '매출액 2.8조원과 영업이익 2,500억원' 수준이다. 석유화학 Cycle 특징을 배제할 경우 합리적으로 기대할 수 있는 실적이다.

그림 4. 글로벌 합성고무 Cycle : BR+SBR 가동률 추이



자료: 동양증권 리서치센터

그림 5. 금호석유(주)의 합성고무 부문 영업이익률 추이



자료: 금호석유

2013년 말 ~ 2014년에는 천연고무 가격 인상에 의한 합성고무 가격 회복 기대 가능

천연고무 공급차질로, 글로벌 과잉재고는 2012년 60만톤에서 2014년 16만톤으로 축소 예상

2014년 과잉공급 축소로, 천연고무 3,000\$, 합성고무 2,800\$, 부타디엔 2,000\$ 도달 예상

특히, 2013년 연말 ~ 2014년에 접근할수록 합성고무 가격 상승세를 목격할 수 있을 전망이다. 합성고무 공급이 타이트하다는 것 이외에 중요한 변화는 천연고무 가격 상승 가능성이 있다. 천연고무 가격은 1톤당 3,000\$을 회복할 전망이다.

[표6] 글로벌 천연고무 수급 전망에서 천연고무 가격의 힌트를 얻을 수 있다. 2013년 기준, 천연고무 연간 소비 규모는 1,107만톤 수준으로, 전년 대비 2% 정도 회복될 전망이다. 천연고무 생산량 예상치는 1,133만톤으로, 전년 보다 1% 정도 감소할 것으로 보인다. 기후 문제와 고무 경작민의 파업 등으로 태국, 인도네시아, 인도 등의 천연고무 생산량이 줄어들 것으로 예상되기 때문이다. 그 결과, 천연고무 재고는 2012년 60만톤 수준에서 2013년 말에는 26만톤 수준으로 감소할 전망이다. 2014년에는 천연고무 수요 5% 개선과 공급량 4.4% 증가로 인해, 천연고무 잉여재고량은 16만톤으로 줄어들 전망이다. 천연고무 가격 회복의 근거가 될 것이다.

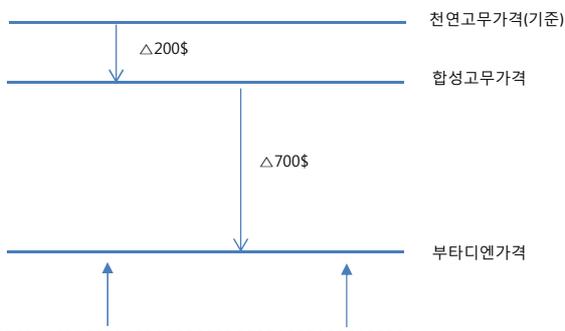
[그림6]의 부타디엔 체인의 균형가격 관계에 주목해보자. 합성고무 가격은 천연고무가격 대비 200\$ 정도 낮게 형성되는 것이 일반적이다. 물성차이에 대한 보상가격이 200\$ 수준이다. 부타디엔 가격은 합성고무가격 보다 700\$ 정도 낮다. 합성고무 생산업체가 평균적인 영업이익을 유지하기 위해서 필요한 스프레드가 700\$ 이기 때문이다. 결국, '천연고무 가격이 3,000\$로 회복되면, 합성고무와 부타디엔 가격은 각각 2,800\$과 2,100\$ 까지 높아질 수 있다' 는 결론에 이른다.

표 6. 글로벌 천연고무 수급

구분	2007	2008	009	2010	2011	2012	2013(e)	2014(e)
생산량 (A, 만톤)	980	101	970	1,022	1,100	1,141	1,133	1,183
태국	306	309	316	325	335	355	373	
인도네시아	276	275	244	274	299	300	279	
말레이시아	120	107	86	94	98	95	85	
베트남	61	66	71	75	78	87	89	
인도	81	88	82	85	89	90	81	
기타	137	167	171	169	202	214	226	
수요량 (B, 만톤)	1,014	1,020	928	1,066	1,094	1,080	1,107	1,167
수급차 (A-B, 만톤)	-34	-75	43	-45	6	60	26	16

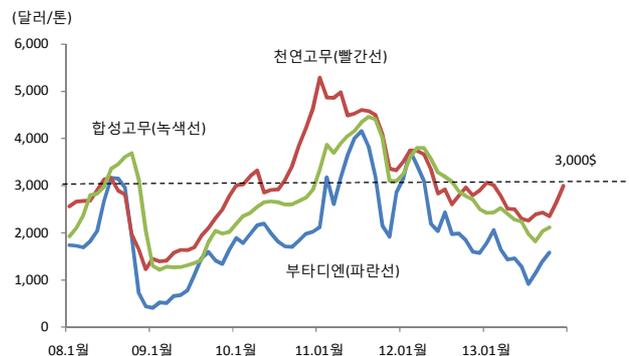
자료: IRSG, 동양증권 리서치센터

그림 6. 천연고무와 합성고무와 부타디엔의 균형가격 관계



자료: 동양증권 리서치센터

그림 7. 천연고무 및 합성고무 가격 추이



자료: 동양증권 리서치센터

**[별첨1] 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 [별첨1]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(건축재 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.

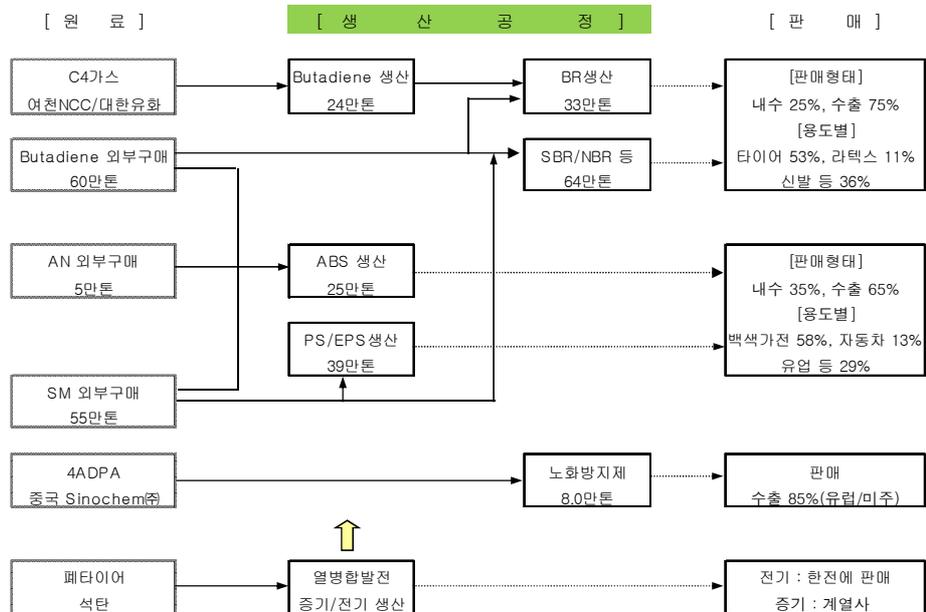
주력제품 :  
BR 33만톤, SBR 52만톤,  
ABS 25만톤, PS 39만톤

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. SSBR은 SBR 제품에 실리카(규소)를 혼합해서 마찰열을 낮추는 고급 타이어 소재이다. 동사는 2013년 2분기부터 6만톤 신규설비를 처음 가동했다. 2014년 14만톤 규모의 추가 투자를 통해, 20만톤 설비로 확대할 계획이다.

별첨 1. 금호석유(주)의 생산구조



자료: 금호석유, 동양증권 리서치센터

2010년 금호그룹으로부터  
독립후, 박찬구 회장체제 구축

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

2013년 말, 보유유가증권 가운데,  
대우건설(지분 3.5%) 매각  
가능성이 높음

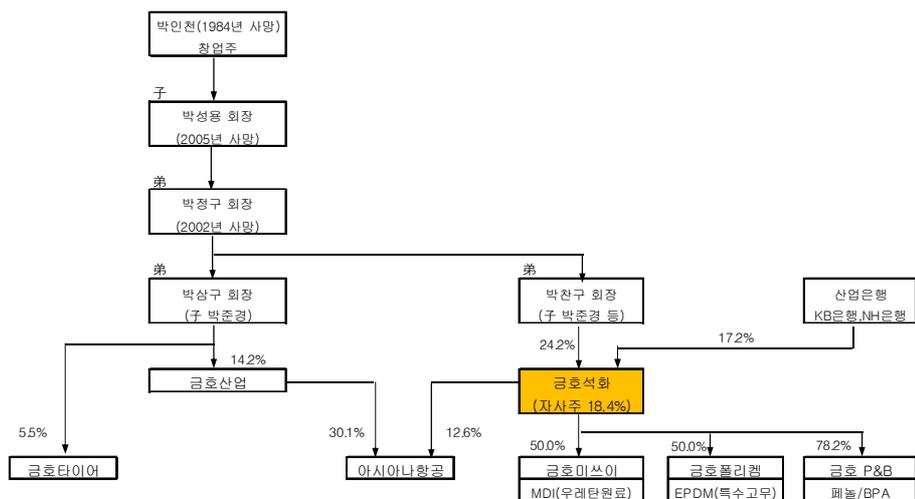
**금호석유(주)의 소유구조의 특징을 “채권단 주주와 공동지배하고 있는 미완의 계열분리 상태” 로 요약할 수 있다.** [별첨2]은 구체적인 소유 및 계열사 구조이다.

우선, 지배구조의 변화를 살펴보자. 창업주 박인천 선대회장은 1948년 광주여객자동차(주)을 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) 풋백업션 문제로 인해, 금호그룹이 위크아웃 및 채권단 관리에 빠지게 된다. 2010년부터는 금호석유(주)를 중심으로 금호그룹에서 분리하면서, 박찬구 회장이 금호석유(주) 및 그 계열사에 대해 경영권을 행사하고 있다.

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) 풋백업션 문제로 채권단 자율관리로 접어들면서 전환사채를 발행했고, 이를 3개 채권기관이 인수했다. 2011년에 전환사채를 주식으로 전환했다. **2013년 2~3분기에 KB(주)과 농협은행(주)에 보유하고 있던 물량 상당수가 시장으로 출회되었다.**

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 있다. **가장 먼저, 2013년 말에 대우건설(주) 지분 매각 가능성이 높아 보인다.**

별첨 2. 금호석유(주)의 소유 및 지배구조



자료: 금호석유, 동양증권 리서치센터

**[별첨2] 합성고무 글로벌 수급전망**

2013년과 2014년 글로벌 합성고무 공급시장은 ‘대규모 증설 집중 → 신규증설 부담 해소’ 과정이 진행될 전망이다. [별첨3]에서 나타나듯이, BR/SBR 로 대표되는 합성고무에 대한 글로벌 증설 규모를 살펴보면, ‘2012년 44만톤, 2013년 109만톤, 2014년 19만톤, 2015년 80만톤’ 등이다. 2012 ~ 2013년 급증한 신규증설 물량은 2014년에 거의 없게 된다. 부연하면, 세계 수요규모는 790만톤 내외로 글로벌 경제성장을 4%가 유지될 경우, 38만톤 내외의 신규 수요가 매년 창출된다.

별첨 3. 글로벌 합성고무(BR/SBR) 생산능력 및 증설계획

국가명	기업	생산능력(만톤)	신규증설(만톤)					생산능력(만톤)	
		2010년 말	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	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(이태리)	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	TSRC	15							15
인도	Reliance	7			15				22
	India Oil	-			12		10		22
싱가폴	Lanxess						14		14
	Asahikasei				5		5		10
	기타				8			4	12
중동	NPC(이란)	7							7
	Sabic(사우디)	-					40		40
아시아 기타		53		3	5		5		66
세계 생산능력		834	82	44	109	19	80	4	1,213

자료: 동양증권 리서치센터

금호석유 (011780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	64,574	58,837	52,614	61,539	66,885
매출원가	54,103	54,806	47,455	52,846	56,930
매출총이익	10,470	4,031	5,159	8,693	9,954
판매비	2,080	1,793	2,840	4,789	4,789
영업이익	8,390	2,238	2,319	3,904	5,165
EBITDA	9,936	3,837	4,015	5,643	6,892
영업외손익	-807	-901	-815	-286	-197
외환관련손익	-187	57	-103	52	2
이자손익	-1,313	-878	-637	-812	-746
관계기업관련손익	728	670	436	474	547
기타	-35	-750	-511	0	0
법인세비용차감전순손익	7,584	1,337	1,504	3,618	4,969
법인세비용	2,146	76	329	828	1,145
계속사업순손익	5,438	1,261	1,174	2,790	3,824
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,438	1,261	1,174	2,790	3,824
지배지분순이익	5,056	1,296	1,199	2,700	3,713
포괄순이익	4,705	1,572	1,130	2,790	3,824
지배지분포괄이익	4,339	1,559	1,124	2,640	3,631

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

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	20,581	14,901	13,747	16,841	17,341
현금및현금성자산	5,051	2,462	1,903	314	881
매출채권 및 기타채권	9,205	6,379	6,639	9,239	9,202
채고자산	5,816	5,673	4,844	6,927	6,897
비유동자산	26,561	29,206	30,659	33,084	34,324
유형자산	19,224	21,296	22,920	24,905	25,627
관계기업등 지분관련자산	2,705	3,181	3,539	4,013	4,560
기타투자자산	4,016	4,022	3,542	3,542	3,542
자산총계	47,142	44,107	44,406	49,926	51,665
유동부채	27,132	14,385	12,788	16,007	15,695
매입채무 및 기타채무	7,210	5,115	6,003	7,729	7,704
단기차입금	7,875	7,924	5,628	7,121	5,500
유동성장기부채	11,228	778	589	589	1,923
비유동부채	4,440	13,139	14,392	14,392	13,058
장기차입금	2,652	6,521	7,154	7,154	5,820
사채	996	5,580	6,082	6,082	6,082
부채총계	31,572	27,524	27,180	30,399	28,754
지배지분	14,477	15,477	16,053	18,194	21,347
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	11,786	13,927	17,081
비지배지분	1,094	1,107	1,173	1,333	1,564
자본총계	15,571	16,584	17,226	19,526	22,911
순차입금	17,637	18,257	17,497	20,578	18,391
총차입금	23,020	20,932	19,578	21,072	19,451

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	6,684	2,455	5,105	2,058	6,076
당기순이익	5,438	1,261	1,174	2,790	3,824
감가상각비	1,460	1,530	1,652	1,706	1,697
외환손익	38	-19	10	-52	-2
충족, 관계기업관련손익	0	0	-221	-474	-547
자산부채의 증감	-1,971	-643	1,445	-2,930	69
기타현금흐름	1,720	326	1,045	1,019	1,035
투자활동 현금흐름	-2,449	-3,738	-3,166	-3,621	-2,350
투자자산	449	-38	-29	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,911	-3,688	-3,270	-3,690	-2,419
유형자산 감소	3	4	43	0	0
기타현금흐름	10	-16	90	69	69
재무활동 현금흐름	-690	-1,319	-2,030	953	-2,162
단기차입금	1,021	-5,159	-2,401	1,493	-1,621
사채 및 장기차입금	-1,534	4,399	908	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	-470	-978	-998
현금의 증감	3,543	-2,588	-560	-1,588	566
기초 현금	1,508	5,051	2,462	1,903	314
기말 현금	5,051	2,462	1,903	314	881
NOPLAT	8,390	2,238	2,319	3,904	5,165
FCF	2,680	-619	1,682	-1,872	3,351

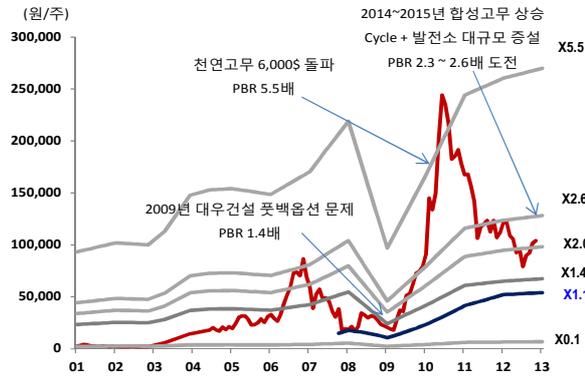
자료: 동양증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE,ROA의경우, 자본, 자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함
- 4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	19,391	4,049	3,733	8,659	11,984
BPS	44,423	47,407	49,128	55,520	64,936
EBITDAPS	34,524	11,458	11,987	16,849	20,578
SPS	224,373	175,679	157,099	183,748	199,708
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,998
PER	9.4	31.9	27.6	11.9	8.6
PBR	4.1	2.7	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	6.7	15.5	12.7	9.6	7.6
PSR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5

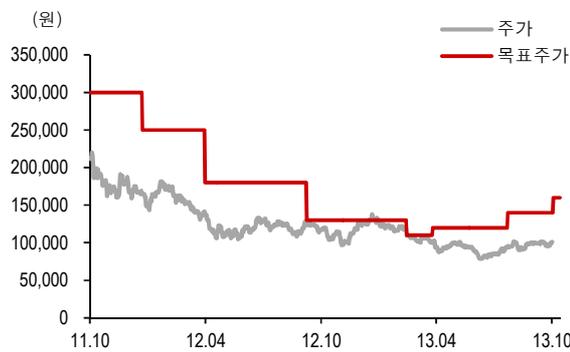
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	12.9	-8.9	-10.6	17.0	8.7
영업이익 증가율 (%)	28.3	-73.3	3.6	68.4	32.3
지배순이익 증가율 (%)	7.3	-74.4	-7.4	125.1	37.5
매출총이익률 (%)	16.2	6.9	9.8	14.1	14.9
영업이익률 (%)	13.0	3.8	4.4	6.3	7.7
지배순이익률 (%)	7.8	2.2	2.3	4.4	5.6
EBITDA 마진 (%)	15.4	6.5	7.6	9.2	10.3
ROIC	22.6	7.6	6.4	9.8	11.8
ROA	11.1	2.8	2.7	5.7	7.3
ROE	44.0	8.7	7.6	15.8	18.8
부채비율 (%)	202.8	166.0	157.8	155.7	125.5
순차입금/자기자본 (%)	121.8	118.0	109.0	113.1	86.2
영업이익/금융비용 (배)	6.0	2.2	3.3	4.7	6.6

별첨 4. 금호석유주의 PBR 밴드



자료: 동양증권 리서치센터

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-10-16	BUY	160,000
2013-10-07	BUY	140,000
2013-08-05	BUY	140,000
2013-07-19	BUY	120,000
2013-07-05	BUY	120,000
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

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 투자사결정은 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.