



현업경제의 불독(Bull-Dog) 항주원입니다.

(02)3770-3564

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr



금호석유 (011780)

2014년 현룡(現龍)이 될 수 있을까? Yes



Why This Report

동양의 고서 주역에 따르면, 상서로운 동물인 용에는 4가지 단계가 있다고 합니다. 연못 속에 웅크리고 때를 기다리는 잠룡(潛龍), 집에서 깨어나 모습을 드러내기 시작하는 현룡(現龍), 하늘로 날아오르는 비룡(飛龍), 더 이상 오를 때 없이 승천한 향룡(尙龍)이 그것입니다. 감히, 금호석유주의 상황에 비유해 보면, 고난이 이어졌던 2013 년은 잠룡의 단계였습니다. 2014 년 현룡과 비룡의 단계로 접어들 것으로 보입니다. 2015 년에는 열병합발전소와 함께 향룡이 될 수도 있겠지요. 지금은 2013 년 4 분기 부진에 연연할 것이 아니라, 2014 년 성장과 변화를 미리 살 때 입니다!!!

투자의견: BUY (Maintain)

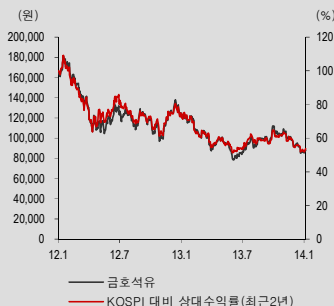
목표주가: 160,000원

화학

주가	88,000원
자본금	1,675억원
시가총액	27,731억원
주당순자산	54,023원
부채비율	173.91%
총발행주식수	33,491,177주
60일 평균 거래대금	168억원
60일 평균 거래량	172,357주
52주 고	123,500원
52주 저	78,500원
외인지분율	9.85%
주요주주	박찬구 외 6인 24.19%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(5.7)	(18.1)	(27.9)
상대	(3.0)	(5.2)	(1.2)
절대(달러환산)	(7.5)	(19.6)	(28.6)



자료: Datastream

Investment Point

투자포인트1. 2014년 고무와 에폭시에 의한 실적 개선

- ▶ 2014년 예상 영업이익 규모는 3,420억원으로, 전년 대비 130% 정도 개선이 가능할 것으로 추정. 미국발 합성고무 수요 회복과 에폭시 특수 때문. 부연하면, 금호석유주의 자체 사업계획은 본사 영업이익 3,000억원 + 금호P&B(주) 소속 흑자 전환 정도임.
- ▶ 합성고무의 경우, 미국의 수입가격 인상 효과가 금호석유주에 긍정적으로 영향을 미칠 전망. 교체용타이어 수요 회복으로, 2014년 1월 북미지역 부타디엔 가격이 아시아가격 보다 높게 형성되기 시작
- ▶ 더구나, 2분기부터는 Yokohama Rubber(주)의 중국 타이어공장 증설을 시작으로, 글로벌 타이어 maker의 중국신규 공장 가동이 본격화할 전망. 당연히, 아시아 합성고무 수요 회복으로 이어질 전망
- ▶ 에폭시 수지의 경우, 글로벌 캔테이너 선박 건조가 증가함에 따라 2014년 중하반부터 방수용 도표 특수 발생 가능. 금호P&B(주) 흑자 전환의 계기임

투자포인트2. 2015년 열병합발전소 증설에 의한 체질 강화

- ▶ 당초 계획대비 지연되지만, 2015년 2분기와 4분기에 각각 제 2 열병합발전소(유연탄과 폐타이어를 활용해, 전기 및 스팀을 생산 판매하는 설비) 증설 가동이 예정되어 있음. 이 설비가 완공되면, 열병합발전소로 부터 영업이익이 2,500억원 규모의 안정적인 이익이 확보됨. 성장을 위한 재원확보라는 측면에서 긍정적

투자의견 강한 BUY 제시, 목표주가 160,000원 유지

- 2013년 3 ~ 4분기 영업적자로 바닥 확인후 2014 ~ 2015년 이익성장 및 체질개선 단계진입
- 고무 및 에폭시 업황 회복을 반영한 적정주가 12만원 + 발전소 증설에 기업가치 상승 4만원

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	64,574	58,837	51,287	60,240	71,335
매출액증가율	12.9	-8.9	-12.8	17.5	18.4
영업이익	8,390	2,238	1,426	3,420	4,475
조정영업이익	8,390	2,238	1,426	3,420	4,475
지배주주귀속 순이익	5,056	1,296	528	2,456	3,315
지배주주 귀속 EPS	19,391	4,049	1,530	7,856	10,677
증가율	5.4	-79.1	-62.2	413.5	35.9
PER	9.4	31.9	57.5	11.2	8.2
PBR	4.1	2.7	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	6.7	15.5	15.3	9.6	7.9
ROA	11.1	2.8	1.2	5.2	6.5
ROE	44.0	8.7	3.5	15.3	18.1

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

I. 결 론 : 역발상과 용기가 필요한 시기, 강한 저가매수 전략 바람직

Turn Around 는 지연된 것일뿐,
사라진게 아니다.

2014년 초
주가조정은 강력 매수할
기회(Strongly Buy)

2013년 4분기 주가 24%
조정 배경 :
1) 고무 업황 회복 지연,
2) 대우건설(주) 유가증권
가치하락,
3) 열병합발전소 증설 지연

2014년 초, 강한 Buy 를
권고하는 근거 :

1) 고무 및 에폭시 특수로
2014년 130% 이상의 영업실적
개선

2) 2015년 열병합발전소 증설에
따른 기업체력 변화에 주목

‘지연된 것일뿐 사라진 것은 아니다’ 2014년 금호석유(011780)의 턴 어라운드(Turn Around)을 바라보는 시각이다. 당초에는 2013년 3분기를 바닥으로 4분기부터 회복 추세를 시작할 것으로 기대했다. 그러나, 4분기 주가는 20% 이상 조정을 받으면서, 의구심이 커졌다. 의구심은 2014년 고무 업황 개선, 자회사 흑자전환, 열병합발전소 기대감 지속 등으로 반전될 전망이다. 오히려, 이런 때가 역발상 투자에 적합해 보인다. 이를 고려해, 강력한 Buy 의견(목표가격 16만원)을 제시한다.

[그림1]에 나타나듯이, 2013년 4분기 ~ 2014년 1월 동안 금호석유(주) 주가는 11.2만원에서 8.5만원으로, 24% 정도 급락했다. 일시적인 3가지 원인이 작용한 결과였다.

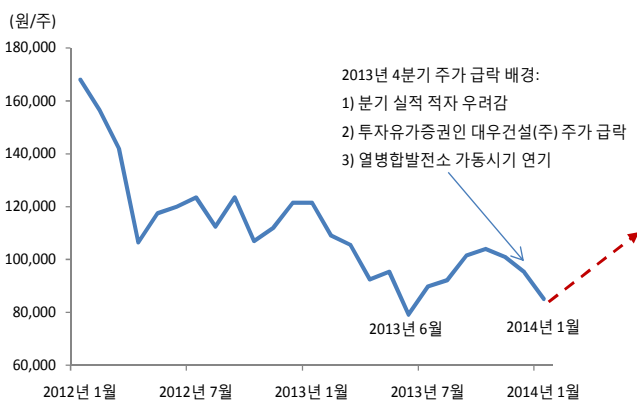
첫째, 실적 우려감이 대두되었다. 2013년 3분기에 이어 4분기에도 영업적자가 이어지기 때문이었다. 고가의 합성고무 원료 투입으로 합성고무 부문이 부진한 가운데, 연결자회사인 금호 P&B(주) 적자폭 확대가 원인이다. 둘째, 투자자산인 대우건설(지분율 3.5%, 주가 6,000원 적용시 877억원) 주가 급락이 영향을 미쳤다. 국내외 공사에 대한 회계감리 진행으로, 대우건설(주) 주가가 9,000원에서 6,000원 수준으로 급락했다. 셋째, 2013년 2분기로 예정되어 있던 열병합발전소 증설이 2015년으로 연기되었다. 스팀을 판매하려고 하는 계열사의 설비 증설이 연기되었기 때문이다. 이로 인해, 2014년 안정적인 사업포트폴리오에 변경에 대한 기대감이 실망감으로 바뀌었다.

이런 주가조정에도 불구하고, 투자자의견을 강한 매수(Strongly Buy) 전략을 권고하는 것은 2014 ~ 2015년 회복 및 구조적 개선 가능성 때문이다.

첫째, 주력 사업의 영업실적 개선을 주목한다. 미국 發 합성고무 수요 회복과 컨테이너 선발 건조 증가에 따른 방수도료(에폭시 수지) 특수를 기반으로, 영업이익 규모는 전년 대비 130%(2013년 1,472억원(e) → 2014년 3,420억원(e)) 이상 개선이 기대된다.

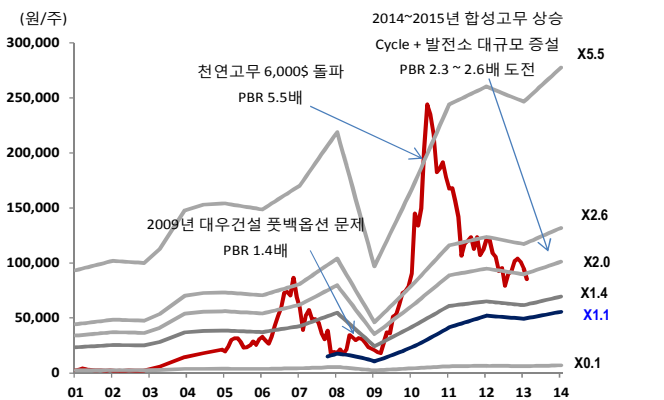
둘째, 2015년 2분기 열병합발전소 증설에 따른 수익구조 향상도 여전히 유효하다. 유연탄 및 폐타이어로 스팀과 전기 판매가 동시에 이루어지는 발전소가 완성되면, 발전소부문에서만 연간 2,500억원의 안정적인 영업이익을 얻을 수 있다. 그만큼 성장을 위한 투자여력도 높아짐을 의미한다.

그림 1. 금호석유(주) 주가 흐름 및 특징



자료 : 동양증권 리서치센터

그림 2. 금호석유(주)의 PBR 밴드



자료 : 동양증권 리서치센터

II. 실적 전망 : 2014년 영업실적 130% 이상 증가

영업실적 흐름은 2013년 하반기
비약 확인 → 2014년 회복 시작
→ 2016년까지 상승 추세 진입

금호석유(주) 영업이익 흐름
2013년 1,427억원(e),
2014년 3,420억원(e),
2015년 4,475억원(e)

금호석유(주) 연간 실적 흐름의 예상 특징을 ‘2016년까지 상승 추세 진입 시작’ 으로 요약할 수 있다. [표1]에 나타나듯이, 연간 영업이익 규모는 ‘2011년 8,390억원 → 2012년 2,238억원 → 2013년 1,427억원(e) → 2014년 3,420억원(e) → 2015년 4,475억원(e) → 2016년 5,624억원(e)’ 등의 흐름이 예상된다.

2013년 예상 실적은 ‘매출액 5.1조원(전년 5조 8,837억원), 영업이익 1,427억원(전년 2,238억원), 지배주주 순이익 528억원(전년 1,296억원)’ 등이다. 특히, 하반기 영업손익은 △108억원 수준의 적자가 예상되는데, 이는 최근 10년來 최저치에 해당한다. 글로벌 금융위기가 발생한 2008년 4분기 ~ 2009년 1분기 영업이익 64억원보다 저조한 것이다. 합성고무 시장 악화도 있지만, 불리한 원료공급 계약이 하반기 적자실적의 주범이다.

2014년에는 글로벌 합성고무 업체의 공급량 조절 및 수요회복을 기반으로, ‘매출액 6.0조원, 영업이익 3,420억원, 지배주주 순이익 2,455억원’ 등의 실적이 기대된다. 영업이익 규모는 전년 대비 100% 이상 개선되는 수치이다. 부연하면, 금호석유(주)의 연간 영업이익 사업계획은 ‘3,000억원 + 알파(자회사인 금호 P&B(주))’ 수준이다. 합성고무 원가 절감(500억원 내외), 합성고무 수요 회복, 자회사 금호 P&B(주)의 Epoxy 특수 등을 통해, 달성할 계획이다.

2014년에 시작된 영업이익 회복 추세는 2015년 4,475억원(e)을 거쳐 2016년 5,624억원(e)으로 이어질 것으로 보인다. 합성고무 시장의 힘을 빌리지 않더라도, 열병합발전소 증설로 연간 1,600억원 규모의 영업이익이 추가로 얻어질 수 있기 때문이다.

표 1. 금호석유(주) 실적 추정치 : 영업이익 2013년 1,427억원(e) → 2014년 3,420억원(e) → 2015년 4,475억원(e) → 2016년 5,624억원(e) 지속 상승

	1Q13	2013				2014				연간실적				
		2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14		2012	2013	2014	2015	2016
생산capa														
SBR (만톤)	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8		52.4	71.1	71.1	71.1	71.1
BR (만톤)	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6		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
가황촉진제 (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
스티 (톤/시간)	910	910	910	910	910	910	910	910		1,075	910	910	1,310	1,710
전기 (MWH)	155	155	155	155	155	155	155	155		178	155	155	155	300
BPA (만톤)	7.0	7.0	10.8	10.8	10.8	7.0	10.8	10.8		28.0	35.5	39.3	43.0	43.0
EPDM (만톤)	2.5	2.5	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0		10.0	13.0	16.0	22.0	22.0
M DI (만톤)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0		17.5	20.0	20.0	20.0	20.0
매출액	14,170	13,834	11,821	11,451	14,154	14,572	16,115	16,604	58,837	51,376	61,446	72,937	74,942	74,942
합성고무	6,801	6,540	5,107	5,204	6,958	7,454	8,181	8,615	30,375	23,652	31,208	36,032	36,322	36,322
SBR	\$/MT	2,446	2,192	1,805	2,200	2,180	2,250	2,350	2,440	2,834	2,161	2,305	2,400	2,400
BR	\$/MT	2,683	2,294	1,850	2,050	2,200	2,300	2,450	2,550	3,170	2,219	2,375	2,700	2,650
부타디엔 (원재료)	\$/MT	1,911	1,395	1,156	1,450	1,580	1,630	1,800	1,860	2,473	1,478	1,718	2,000	1,950
합성수지	3,314	3,597	3,404	3,341	3,726	3,654	3,564	3,506	12,892	13,656	14,450	14,575	14,672	14,672
ABS	\$/MT	1,985	1,881	1,982	1,900	1,940	1,890	1,880	1,860	1,965	1,937	1,933	1,900	1,920
PS	\$/MT	1,821	1,781	1,739	1,820	1,730	1,660	1,650	1,630	1,577	1,790	1,668	1,610	1,650
SM (원재료)	\$/MT	1,691	1,654	1,780	1,650	1,650	1,600	1,590	1,580	1,454	1,689	1,605	1,318	1,514
고무약품/유틸리티	1,169	1,158	1,361	1,344	1,451	1,282	1,769	1,744	5,064	5,032	6,246	7,634	8,750	8,750
금호P&B	2,886	2,539	2,049	1,580	2,008	2,180	2,602	2,742	10,506	9,054	9,531	14,685	15,185	15,185
에폭시	\$/MT	2,924	2,940	2,950	2,853	2,820	2,780	2,830	2,870	3,024	2,917	2,825	3,170	3,270
BPA	\$/MT	1,832	1,778	1,670	1,640	1,600	1,630	1,710	1,680	1,691	1,730	1,655	1,710	1,710
페놀	\$/MT	1,561	1,440	1,240	1,270	1,260	1,220	1,290	1,250	1,373	1,378	1,255	1,480	1,480
아세톤	\$/MT	1,080	996	1,011	965	960	1,000	1,040	1,020	943	1,013	1,005	1,080	1,075
벤젠 (원재료)	\$/MT	1,400	1,287	1,260	1,270	1,220	1,240	1,270	1,270	1,207	1,304	1,250	1,230	1,220
영업이익	779	756	-15	-93	293	706	1,165	1,255	2,238	1,427	3,420	4,475	5,624	5,624
합성고무	367	403	-12	-19	128	458	751	900	1,012	828	2,237	2,598	2,433	2,433
Cash마진	\$/MT	382	449	138	134	194	273	326	383	329	276	294	309	269
합성수지	107	81	59	46	78	83	68	55	276	293	284	269	195	195
Cash마진	\$/MT	258	221	179	159	215	234	195	160	192	204	201	237	213
고무약품/유틸리티	224	152	177	191	242	172	279	246	830	743	939	1,136	2,437	2,437
금호P&B	82	30	-240	-250	-155	-7	68	54	52	-378	-40	472	559	559
Cash마진	\$/MT	256	306	152	182	244	305	198	183	224	224	232	266	275
지배주주 순이익	343	262	55	-132	170	520	844	921	1,296	528	2,455	3,315	4,172	4,172
EPS	원/주								4,049	1,530	7,866	10,677	13,491	13,491
BPS	원/주								47,407	45,002	50,663	58,891	69,050	69,050
ROE									8.5%	3.4%	15.5%	18.1%	19.5%	19.5%

자료 : 동양증권 리서치센터

III. 2014 ~ 2015년 시기별 펀더멘탈 변화 : 단계적 회복 진행

2012 ~ 2013년 실적 등 업황 하락국면이 이어졌다. 2014년 1분기부터 턴어라운드가 단계적으로 진행될 전망이다. ‘2월 C4 공급계약 조정’에 따른 원가 절감, 2분기 중국 타이어 공장 가동 및 미국 타이어 판매 호조에 따른 합성고무 업황 회복, 3분기 글로벌 컨테이너 선박 수주 증가에 따른 방수도료(에폭시 수지) 특수’ 등의 과정이 기대된다. 더구나, 2015년에는 대형 열병합발전소 추가 완공으로 안정적인 사업포트폴리오 변경도 이어지게 된다.

(1) 2014년 2월, 합성고무 원가 부담 경감

2013년 C4 고가 구매로 인해,
500억원 규모의 원료구입비용
추가 발생

2013년 원료구입과정에서 약 500억원 정도 추가적인 비용발생이 있었다. BR 및 SBR 등 합성고무를 만들기 위해 필요한 C4가스 구매계약 예측 실패 때문이었다. 그런데, **2014년 2월 부터는 고가로 구입하던 C4가스 계약이 종료되면서, 원가 부담이 줄어들게 된다.**

구체적으로, 합성고무 생산의 핵심 원료인 Butadiene(부타디엔)의 연간 소요량은 90만톤 내외이다. 이 가운데, 70% 정도는 부타디엔 형태로 외부에서 구매한다. 구매가격은 전월 평균 국제가격에 연동되는 것이 통례이다. 나머지 30% 부타디엔은 C4 가스를 구입해, 금호석유(주)가 연간 24만톤 규모의 부타디엔을 직접 생산한다. 부타디엔 1톤을 생산하기 위해서 C4 2톤이 필요하다는 점을 고려하면, 연간 48만톤의 C4를 외부에서 구매해야 한다.

2013년 2월부터 2014년 2월 동안 아시아 업체로부터 C4를 나프타 가격에 연동하는 1년 장기 계약을 체결했다. C4 장기 구매가격은 Butadiene 과 나프타 가격에 동시에 연동하는 것이 일반적이다. 금호석유(주)는 이런 방식으로 한국 울산지역의 대한유화(주)로부터 연간 14만톤 내외의 C4를 구매하고 있다. C4가격을 나프타에만 연동하게 할 경우 부타디엔 가격이 가격이 상대적으로 높을 경우에 금호석유(주)에 원료가격 절감효과가 발생된다. 그런데, 2013년 하반기에는 정반대 현상이 발생되었다. 부타디엔 가격이 나프타 베이스 생산원가보다 낮아졌다. 이로 인해, [그림4]에 나타나듯이, 동사의 합성고무 부문에 투입되는 부타디엔 원가가 시장 가격 보다 높게 형성되었다.

2014년 2월 중순부터 불리한 C4
구매계약 영향 해소

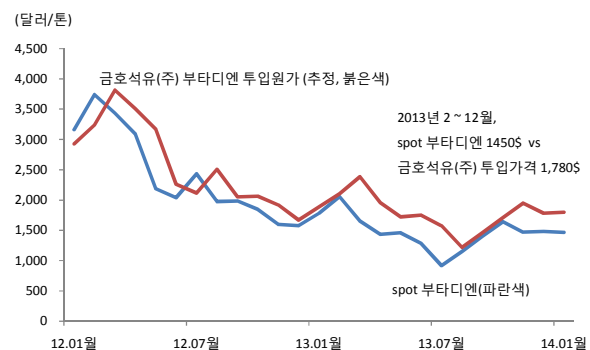
다행히, **불리한 조건의 C4 구매 계약은 2014년 2월에 납품이 끝난다.** 2월 중하순 부터는 부타디엔가격과 나프타가격에 연동되는 형태의 C4가격 구매가 이루어지게 된다. 2014년에는 2013년 대비 연간 500억원 규모의 합성고무 원가절감 효과를 기대할 수 있다.

그림 3. 합성고무(Butadiene Rubber) 스프레드



자료: 미쉐린

그림 4. Spot 부타디엔과 금호석유(주) 투입 단가 비교



자료: 업계자료를 동양증권 리서치센터에서 취합

(2) 2014년 2분기, 글로벌 타이어업체 증설 수혜 시작

2014년 2분기 부터는 합성고무 수요측면에서 긍정적인 변화를 기대해 볼 수 있다. 미국의 교체용 타이어 수요 증가로 합성고무 가격 인상이 촉발될 것으로 보이는 가운데, 글로벌 타이어업체의 중국 신규공장 증설/가동이 시작되기 때문이다.

2014년 미국 타이어수요 증가 =
미국 부타디엔 가격 상승 =
금호석유(주)의 합성고무
수출가격 인상

첫째, 북미 지역의 타이어 수요 회복에 의한 합성고무 가격 인상을 기대할 수 있다. 글로벌 타이어 소비량은 15억본 정도이며, 지역별 비중은 유럽 27%, 미국 24%, 아시아 34%, 남미 7% 수준이다. 이 가운데 소비자의 구매력 회복이 가장 빠른 곳이 북미지역이다. 미쉐린(주)의 북미지역 타이어 판매증가율에서 쉽게 확인할 수 있다. 2011년 하반기 ~ 2013년 상반기 동안 월평균 소비량 증가율은 △2.6%에 그쳤지만, 경기회복이 가시화된 2013년 하반기부터 평균 3.9% 정도 증가하고 있다.

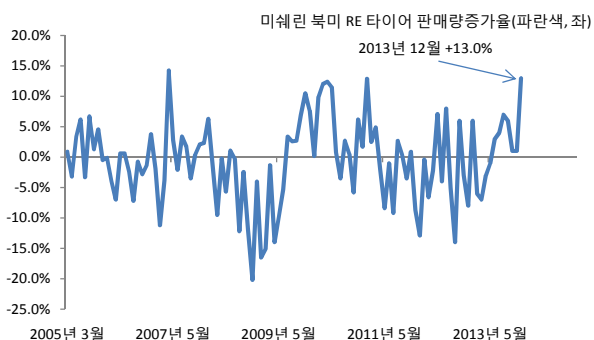
금호석유(주)가 북미지역에 수출하는 합성고무 규모는 100만톤 가운데 10만톤 내외로 크지 않다. 그러나, 북미지역 타이어 소비 증가는 중요한 의미를 갖는다. 먼저, 아시아산 타이어의 미국 수출이 확대되는 계기가 된다. 금호석유(주)의 수출비중 50% 이상을 차지하는 아시아지역 판매에도 긍정적으로 작용한다.

뿐만 아니라, 미국 타이어소비 증가는 부타디엔(합성고무 원료)과 합성고무 가격 상승을 이끈다. 미국의 합성고무 원료인 부타디엔 연간 소비규모는 170만톤 수준인데 반해, 자급률은 90%를 하회하고 있다. 에탄 Cracker 증설이 주종을 이루고 있기 때문에 부타디엔 설비가 증가하지 못하는 구조적인 문제 때문이다. 미국 합성고무 수요 증가는 곧바로 부타디엔 가격 인상으로 이어질 수 밖에 없게 된다. 실제로, 2014년 1월 북미지역 부타디엔 가격은 1,576\$로, 아시아 1,450\$과 유럽 1,300\$을 상회하고 있다. 2014년 시간이 지날수록 북미산 Butadiene 및 이에 연동하는 북미지역 합성고무 수입가격 인상이 이어지게 된다. 결국에는 금호석유(주)의 합성고무 수출 판매 스프레드 개선으로 이어지게 된다.

2014년 2분기부터 중국의 신규
타이어 공장 생산 시작 =
금호석유(주) 합성고무 수요 여건
개선

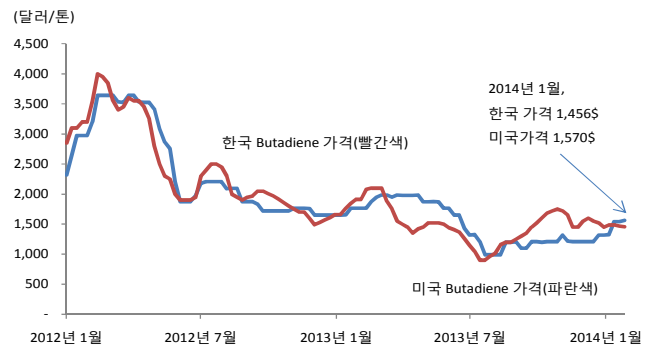
둘째, 글로벌 Top 10 타이어 생산업체의 신규 설비 가동이 2분기부터 시작된다. [표28]에 나타나듯이, 글로벌 Top 10의 중국내의 타이어 생산능력 변화를 살펴보면, '2012년 1.28억본, 2013년 1.34억본, 2014년 1.44억본, 2015년 1.58억본' 등이다. 2014년과 2015년 생산능력 증가율은 각각 7.3%와 9.4%로 나타난다. 업체별로는 한국타이어(주) 300만본, Yokoyama(주) 114만본, Michelin(주) 52만본, Continental(주) 200만본, Pirelli(주) 10만본 등이다. 2013년 수요약세에 시달렸던 아시아 지역의 합성고무업체에는 분명 숨통을 틔여주는 계기가 될 수 있다.

그림 5. 미쉐린(주)의 북미지역 교체용 타이어 판매증가율



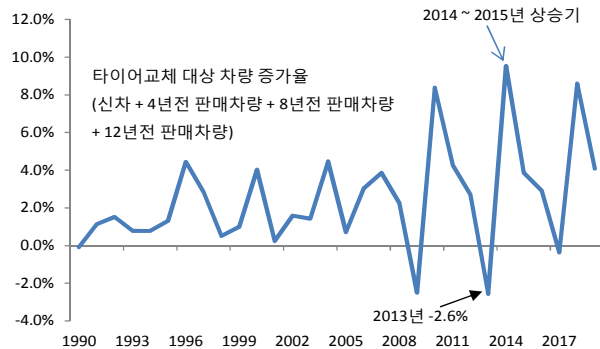
자료: 미쉐린

그림 6. 한국 및 미국 부타디엔 가격 동향: 2014년 1월 미국 가격 급상승



자료: 업계자료를 동양증권 리서치센터에서 취합

그림 7. 타이어 수요 Cycle : 2013년 바닥 → 2014 ~ 2015년 회복기



자료: 동양증권 리서치센터

표 2 글로벌 Top 10 타이어 생산업체의 중국내 생산능력 변화

구 분	생산능력 (만본/년)				증감율 (%YoY)		
	2012년	2013년	2014년	2015년	2013	2014	2015
한국타이어	3,150	3,300	3,600	3,900	+4.8	+9.1	+8.3
금호타이어	2,820	2,820	2,820	2,820	0.0	0.0	0.0
Chengshin	2,588	2,588	2,588	2,588	0.0	0.0	0.0
Bridgestone	1,435	1,435	1,435	1,435	0.0	0.0	0.0
Michelin	707	770	832	895	+8.8	+8.1	+7.5
Continental	400	600	800	1,100	+50.0	+33.3	+25.0
Yokohama	570	570	684	684	0.0	+20.0	0.0
Goodyear	500	500	500	500	0.0	0.0	0.0
Sumitomo	257	457	657	857	+77.8	+43.8	+30.4
Pirelli	410	410	510	1,000	0.0	+24.4	+96.1
합 계	12,837	13,450	14,426	15,779	+4.8	+7.3	+9.4

자료: 업계자료를 동양증권 리서치센터에서 취합

표 3. 합성고무 글로벌 증설 계획 : 2014년 증설 압박 축소

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(이탈리아)	35							35
	Michelin(프랑스)	15							15
	Synthos(체코)	22	8						30
	기타 유럽	55		5		5	6		71
	합계 유럽	227	12	5		5	6		248
아시아	JSR	27	4						30
	Zeon	23							23
	Asahikasei	11							11
	Denka	10							10
	기타 일본	10		2					11
	합계 아시아	81	4	2					87
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
	Transfar Group	-			10				10
	Zibo Zixiang Tengda Chemical	-			5				5
	Zhejiang Weitai Rubber	-				10			10
	Liaoning Beifang Dynasol	-				10			10
	기타중국	38	20	15	2				75
	합계중국	169	45	33	42	20			249
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	94	40	54	44	1,233

자료: 동양증권 리서치센터

(3) 2014년 3분기, 금호P&B주의 에폭시(선박 도로 첨가제) 특수

2013년 하반기, 금호석유(주) 영업손익 적자의 가장 큰 이유는 연결자회사 금호P&B(주) 실적 악화

2013년 하반기, 금호석유(주)의 연결 영업손익을 적자 전환하게 만들었던 가장 직접적인 이유로 연결 자회사인 금호P&B(주)의 적자폭 확대를 지적할 수 있다. 금호P&B(주)의 영업손익 흐름(개별실적 기준)은 ‘2011년 1,587억원, 2012년 149억원, 2013년 1분기 86억원, 2분기 34억원, 3분기 △162억원’ 등을 보였다.

2013년 하반기 금호P&B(주) 적자전환 계기는 2013년 6월 BPA 15만톤 증설이었다. BPA는 에폭시(조선/건축용 방수 도료)와 PC(폴리카보네이트, IT 외장재)에 사용되는 중간 소재이다. 전반적인 수요약세 속에 LG 화학(주)도 15만톤 증설이 이루어지면서, 판매경쟁이 격화되었다. 부연하면, 금호P&B(주)는 ‘여수지역의 YNCC(주)와 GS 칼텍스(주)로 부터 프로필렌 및 벤젠을 구입해, BPA와 에폭시 수지를 생산 판매하는 중간 화학업체’이다.

금호P&B(주) 영업실적은 2013년 △400억원 수준에서 2014년 △40억원으로 축소 예상

반면, 2014년 하반기부터는 에폭시 호조를 기반으로 금호P&B(주) 실적 회복이 가시화될 전망이다. 구체적으로, 2013년 연간 영업손실 △400억원 수준에서, 2014년 △40억원으로 축소(상반기 △160억원 → 하반기 120억원 흑자), 2015년 470억원 수준으로 회복이 기대된다. 글로벌 에폭시 수지 수요 회복이 가시화되는 가운데, 금호P&B(주) 증설이 예정되어 있기 때문이다.

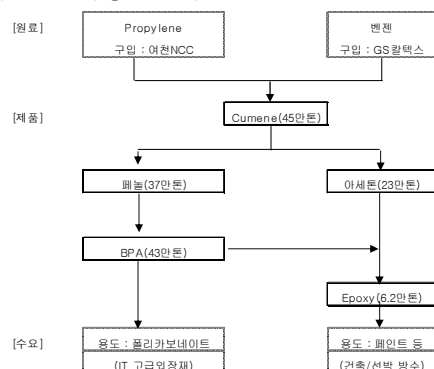
1) 2014년 중반기부터 글로벌 컨테이너 선박용 에폭시 수지 특수 발생

첫째, 2014년 하반기에는 조선용(특히, 컨테이너 선박 및 컨테이너 박스용) 에폭시 수지 특수이 예상된다. 에폭시 수지는 주로 건축 또는 조선용 방수도료에 사용된다. [그림9]에 나타나듯이, 2013년 글로벌 컨테이너 선박 신규발주 규모는 223척으로, 전년 75척에 대비 197% 증가했다. 적재용량으로 계산해 보면, 2012년 505.1만 DWT에서 2013년 2,067.8만 DWT로 약 300% 증가했다. 일반적인 컨테이너 선박 건조기간 2 ~ 2.5년을 고려하면, 2014년 하반기 ~ 2015년에는 글로벌 방수용 도료에 특수이 발생될 전망이다.

2) 특수기에 맞춰 금호P&B(주) 에폭시 생산능력 9만톤에서 13.5만톤으로 확대

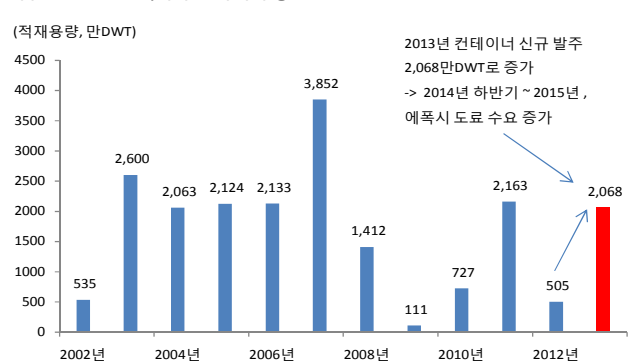
둘째, 2014년에는 금호P&B(주)의 시의적절한 에폭시 증설이 대기하고 있다. 2013년 6월 BPA(에폭시의 원료) 15만톤 증설에 이어, 2014년 2분기에는 에폭시 수지 4.5만톤 증설이 완료된다. 에폭시 수지 총생산능력은 기존 9만톤에서 13.5만톤으로 확대되는 것이다. 컨테이너 선박용 에폭시 특수기 효과를 충분히 얻을 수 있을 것이다. 뿐만 아니라, 2013년 하반기 판매경쟁이 심화되었던 BPA 외부 판매량이 줄어들면서, 금호P&B(주) 실적 개선에 도움이 될 수 있다.

그림 8. 금호P&B(주)의 생산 프로세스



자료: 동양증권 리서치센터

그림 9. 글로벌 컨테이너 선박 수주량



자료: Clarksons

(4) 2015년, 열병합발전소 증설로 사업포트폴리오 다각화

2015년 열병합발전소 증설 완료
= 실적 안정성 강화 =
주력사업부문 투자재원 활용 가능

발전소 증설후 연간 매출액
4,200억원, 영업이익 2,500억원
창출 가능

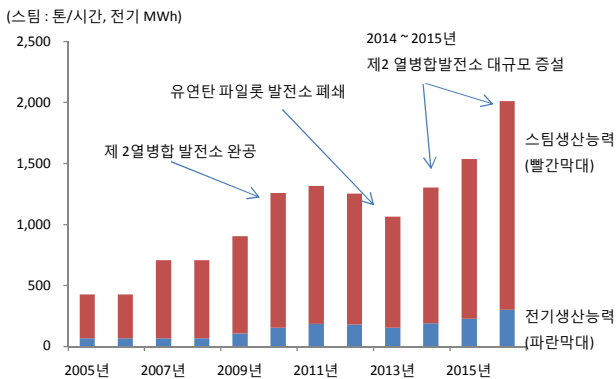
2015년에는 금호석유주의 사업 포트폴리오 변화에 주목해야 한다. 2014년 3분기에서 2015년 상반기로 늦춰진 열병합발전소 증설이 대기하고 있기 때문이다. 그동안, 동사 실적이 합성고무의 등락에 크게 좌우되면서, 대표적인 Cyclical 종목으로 간주되었다. 2015년 부터는 합성고무 최악의 경우에도 연간 2,500억원 규모의 영업실적을 달성할 수 실적 안정성이 한층 더 강화된다.

석탄화력 발전소 2개를 보유하고 있다. 여수공장, 인근 자회사 공장 등에 필요한 스팀과 전력을 생산해서 외부로 판매하고 있다. 2015년 증설 설비가 완전 가동되면, 열병합발전소 전체에서 창출할 수 있는 실적은 매출액 4,200억원과 영업이익 2,500억원' 등이다.

첫째, 2001년과 2009년에 완공된 기존 발전설비에서는 매년 1,700억원과 영업이익 800억원 정도의 안정적인 실적을 만들고 내고 있다. 2001년에 완공된 열병합 1발전소(유연탄 발전소)의 생산 능력은 전기 생산용량은 36MWh, 시간당 증기 생산능력 410톤 등이다. 2009년에는 전기 119MWh 와 증기 생산능력 500톤을 가진 제 2 열병합발전소(유연탄과 페타이를 원료를 혼합해 사용하는 혼소발전소)를 완공했다.

둘째, 2015년에는 증설되는 발전설비에서 연간 매출액 2,500억원과 영업이익 1,600억원이 추가로 발생된다. 증설 규모는 증기 800톤/시간과 전기 145MWh 이다. 2015년 2분기에는 시간당 증기 400톤을 생산하는 스팀기를 먼저 가동한다. 연말에는 증기 400톤/시간과 전기 145MWh 설비가 구축된다.

그림 10. 금호석유주의 열병합발전소 전기 및 스팀 생산능력 변화



자료: 금호석유

표 4. 금호석유주 열병합발전소에서 창출가능한 실적 추정치

구 분	제1 열병합발전소 (2001년 가동)	제2 열병합 발전소 (2009년 가동)	2015년 증설
추정매출액(A=B+C)	739억원	1,201억원	2,515억원
전기판매액(B)	144억원	475억원	579억원
발전용량(a)	36MW	119.1MWh	145MWh
석탄발전 전기가격(b)	67원/kwh	67원/kwh	67원/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)	524억원	629억원	918억원
감가상각비(h=k/l)	137억원	120억원	284억원
총투자비(k)	1,797억원	1,797억원	4,258억원
재료비(m=n)	321억원	332억원	405억원
이역청탄 구입가격(n)	85\$/MT	85\$/톤	85\$/MT
페타이어 구입가격		원료 15% 무상구입	원료 15% 무상구입
기타판매비(j =매출액×9%)	67억원	164억원	213억원
추정영업이익	215억원	586억원	1,613억원
추정영업이익률	29%	49%	64%
[Valuation]			
EBITDA	352억원	705억원	1,897억원
목표 EV/EBITDA	7.0배	7.0배	7.0배
순이익가치 증가분	2,462억원	4,602억원	9,020억원
발행주식수	24,875,163	24,875,163	24,875,163
주당가치 상승분	9,897원/주	12,608원/주	36,260원/주

자료: 동양증권 리서치센터

금호석유 (011780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	64,574	58,837	51,287	60,240	71,335
매출원가	54,103	54,806	48,119	54,883	64,922
매출총이익	10,470	4,031	3,169	5,358	6,413
판매비	2,080	1,793	1,743	1,938	1,938
조정영업이익	8,390	2,238	1,426	3,420	4,475
기타영업손익	0	0	0	0	0
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
영업이익	8,390	2,238	1,426	3,420	4,475
EBITDA	9,936	3,837	3,174	5,238	6,270
영업외손익	-807	-901	-862	-237	-77
외환관련손익	-187	57	0	-24	2
이자손익	-1,313	-878	-671	-691	-642
관계기업관련손익	728	670	410	478	563
기타	-35	-750	-600	0	0
법인세비용차감전순이익	7,584	1,337	564	3,182	4,398
법인세비용	2,146	76	140	726	1,005
계속사업순이익	5,438	1,261	424	2,457	3,393

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	13,129	17,936	19,121
현금및현금성자산	5,051	2,462	1,098	1,110	973
매출채권 및 기타채권	9,205	6,379	6,316	8,780	9,459
재고자산	5,816	5,673	5,314	7,647	8,290
비유동자산	26,561	29,206	31,146	31,524	32,712
유형자산	19,224	21,296	23,262	24,499	25,156
관계기업등 지분관련자산	2,705	3,181	3,457	3,935	4,498
기타투자자산	4,016	4,022	3,736	2,436	2,436
자산총계	47,142	44,107	44,274	49,460	51,833
유동부채	27,132	14,385	13,439	16,592	16,011
매입채무 및 기타채무	7,210	5,115	5,707	7,220	7,637
단기차입금	7,875	7,924	6,572	8,233	7,234
유동성장기부채	11,228	778	609	589	589
비유동부채	4,440	13,139	14,672	14,672	14,672
장기차입금	2,652	6,521	7,486	7,486	7,486
사채	996	5,580	6,083	6,083	6,083
부채총계	31,572	27,524	28,111	31,264	30,683
지배지분	14,477	15,477	15,072	16,968	19,723
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	11,147	13,043	15,799
비지배지분	1,094	1,107	1,092	1,228	1,427
자본총계	15,571	16,584	16,164	18,196	21,150
순차입금	17,637	18,257	19,602	21,231	20,369
총차입금	23,020	20,932	20,881	22,522	21,523

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	6,684	2,455	3,448	1,216	4,406
당기순이익	5,438	1,261	424	2,457	3,393
감가상각비	1,460	1,530	1,702	1,782	1,763
외환손익	38	-19	-91	24	-2
충족, 관계기업관련손익	0	0	-110	-478	-563
자산부채의 증감	-1,971	-643	945	-3,159	-778
기타현금흐름	1,720	326	579	590	593
투자활동 현금흐름	-2,449	-3,738	-3,620	-1,612	-2,311
투자자산	449	-38	-32	1,300	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,911	-3,688	-3,734	-3,019	-2,419
유형자산 감소	3	4	43	0	0
기타현금흐름	10	-16	103	108	109
재무활동 현금흐름	-690	-1,319	-507	1,089	-1,550
단기차입금	1,021	-5,159	-1,236	1,661	-998
사채 및 장기차입금	-1,534	4,399	1,275	-20	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-230	-559	-559	-559	-559
기타현금흐름	54	0	14	8	8
연결범위변동 등 기타	-2	13	-686	-682	-682
현금의 증감	3,543	-2,588	-1,364	11	-137
기초 현금	1,508	5,051	2,462	1,098	1,110
기말 현금	5,051	2,462	1,098	1,110	973
NOPLAT	8,390	2,238	1,426	3,420	4,475
FCF	2,680	-619	31	-1,720	2,050

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

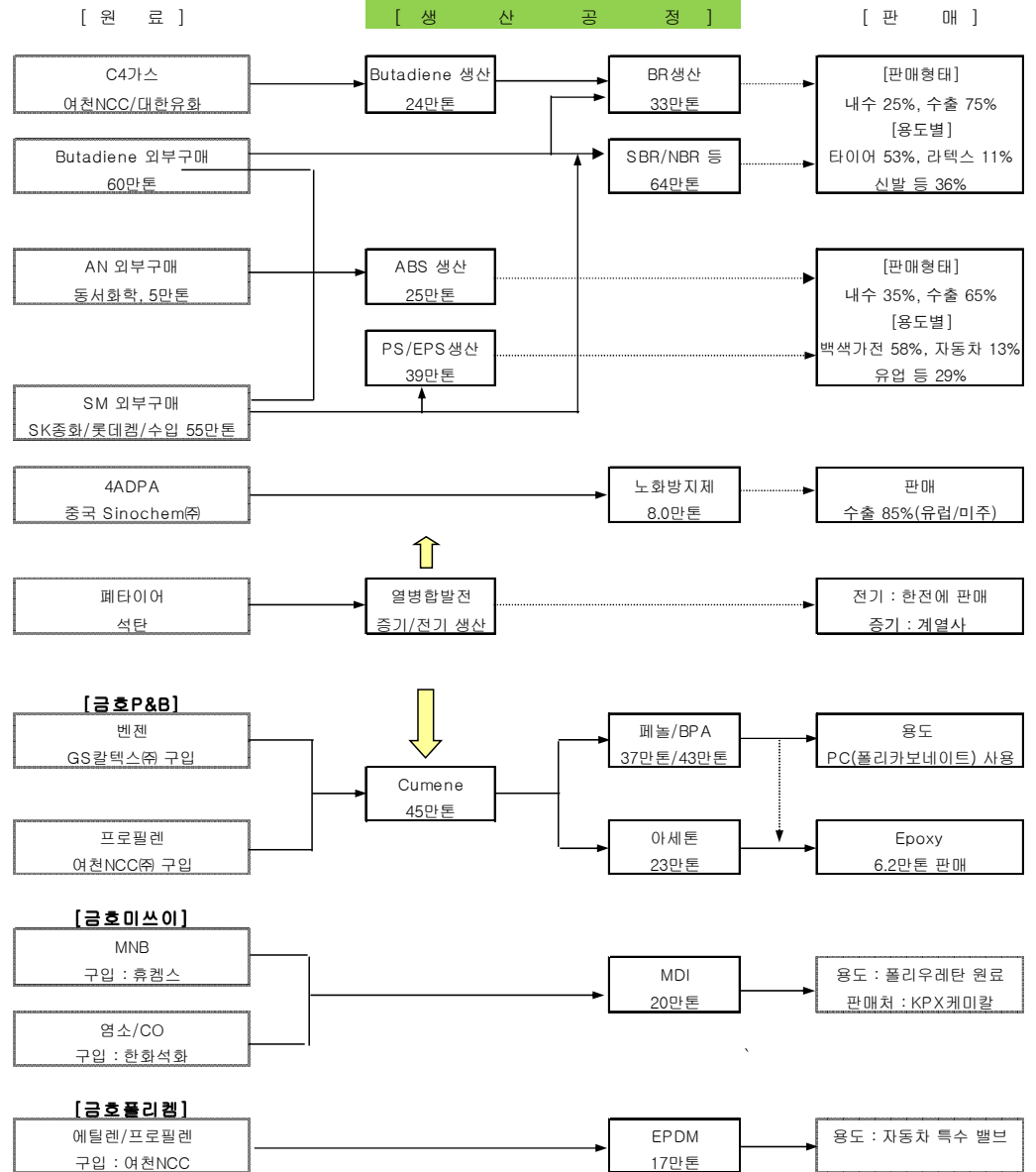
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

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	1,530	7,856	10,677
BPS	44,423	47,407	45,002	50,663	58,891
EBITDAPS	34,524	11,458	9,478	15,641	18,722
SPS	224,373	175,679	153,137	179,869	212,996
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,846
PER	9.4	31.9	57.5	11.2	8.2
PBR	4.1	2.7	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	6.7	15.5	15.3	9.6	7.9
PSR	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4

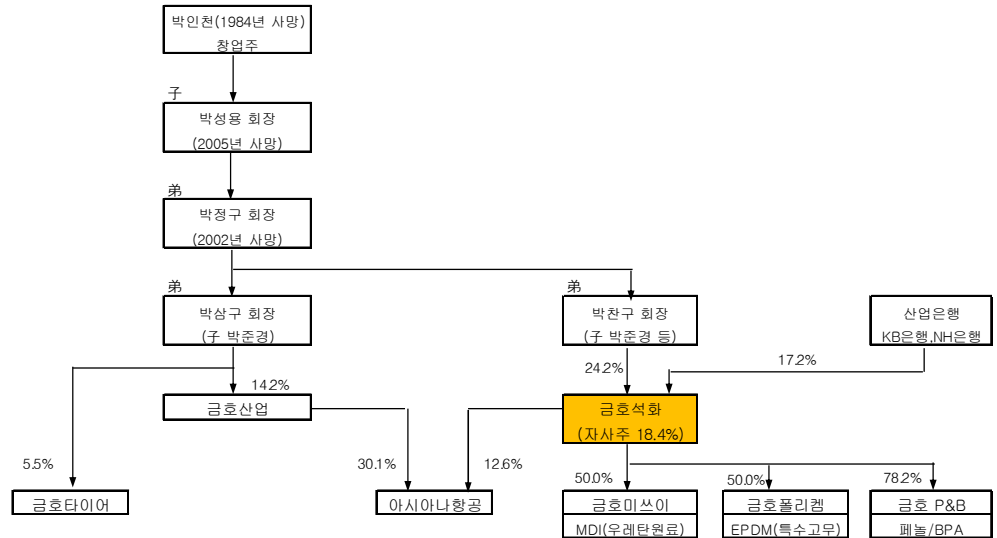
재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	12.9	-8.9	-12.8	17.5	18.4
영업이익 증가율 (%)	28.3	-73.3	-36.3	139.8	30.9
조정영업이익 증가율 (%)	28.3	-73.3	-36.3	139.8	30.9
지배순이익 증가율 (%)	7.3	-74.4	-59.2	365.1	35.0
매출총이익률 (%)	16.2	6.9	6.2	8.9	9.0
영업이익률 (%)	13.0	3.8	2.8	5.7	6.3
조정영업이익률 (%)	13.0	3.8	2.8	5.7	6.3
지배순이익률 (%)	7.8	2.2	1.0	4.1	4.6
EBITDA 마진 (%)	15.4	6.5	6.2	8.7	8.8
ROIC	22.6	7.6	3.7	8.4	10.0
ROA	11.1	2.8	1.2	5.2	6.5
ROE	44.0	8.7	3.5	15.3	18.1
부채비율 (%)	202.8	166.0	173.9	171.8	145.1

[별첨 1] 금호석유(주) 및 주요 계열사 생산 프로세스



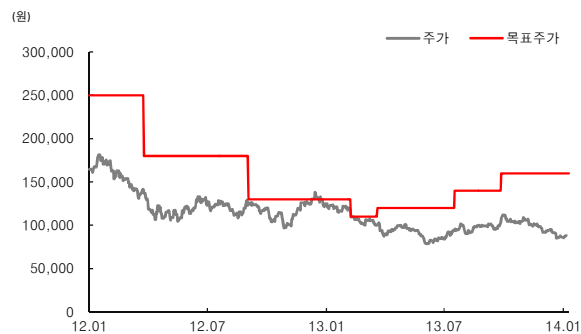
자료: 동양증권 리서치센터

[별첨 2] 舊 금호그룹 지배구조



자료: 동양증권 리서치센터

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2014-02-04	BUY	160,000
2014-01-07	BUY	160,000
2013-11-25	BUY	160,000
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

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 배무자는 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: -100%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.