

BUY (Maintain)

주가(9/16) 179,500원
목표주가 310,000원

키움증권 

Company Brief 2011. 9. 19

금호석유 [011780]

3분기 실적 약세를 매수기회로 권고하는 이유

화학 Analyst 정경희 02) 3787-5150 khchung@kiwoom.com
RA 민경혁 02) 3787-5158 21keynes@kiwoom.com

- 3분기 영업이익 1,764억원(QoQ -36.0%)로 전기비 실적 둔화 예상
- 원재료인 BD 급등 및 주요 제품 가동률 하락, 정기보수 등에 따른 이익감소
- BD 가격 하향 및 정기보수 완료로 4분기 이후 실적 개선 예상, 중장기 업황호황 및 4년에 걸친 증설로 중장기 이익성장 지속 전망
- 목표주가 310,000원으로 소폭 하향하나 'Buy(매수)', Top Pick의견 유지함

3분기 영업이익 전기비 감소 요인

3분기 실적 전망으로 매출액 18,418억원(YoY, +82.9%, QoQ +7.9%), 영업이익 1,764억원(YoY +94.3%, QoQ -36.0%)을 제시함. 약 3주간에 걸친 합성고무 BR 12만톤 정기보수 및 마진 약세에 따른 합성수지 가동률 하락(ABS 60%, PS/EPS 80%)에도 불구하고 합성고무 가격 상승 및 2분기 정기보수 이후 풀가동중인 폐놀부문 매출액 증가로 전기비 약 7.9% 매출액이 증가할 것으로 예상함. 반면, 영업이익은 당사 추정기준 매출원가의 80%를 차지하는 원재료비중 중 39%를 차지하는 BD 단기 급등 및 정기보수에 따른 판매량 감소, 수선비 증가로 전기비 약 36.0% 감소한 1,764억원을 기록할 전망.

BD 급등요인은 하절기 NCC에서 Naphtha를 LPG로 대체함에 따라 BD 생산량이 감소하는 요인과, 최대 NCC인 포모사의 Trouble 발생 등 단기적인 수급요인이 컸던 것으로 판단함. 6월말 4,800USD/MT까지 치솟았던 BD 가격은 현재 3,400USD/MT에 거래되는 상황. BD투입가격이 1개월 래깅되므로, 3분기는 연중 최고 BD가격이 인식되고, 4분기는 약 30% 이상 하향된 가격이 투입될 가능성이 높아지고 있음.

4분기 이후 실적개선, 중장기적

BD 가격은 3,000~3,500USD/MT 수준의 강세를 지속할 것으로 예상하나, 3분기를 전후했던 4,500USD/MT이상의 초강세에 다시 진입할 가능성은 낮다고 예상함. 이유는 BD의 양대 수요처인 합성고무와 ABS중 ABS 수요약세에 따른 가동률 둔화가 당분간 지속될 것으로 판단하기 때문.

중장기 호황 전망을 유지하는데, 이유는 '11년부터 '15년까지 타이어증설에 대비하여 원료인 합성고무 신증설은 급감하는 것으로 나타나기 때문. 또한 '11년 BR 12만톤 증설을 필두로, '12년 SBR(+14만톤)/BPA(+15만톤)/MDI(+5만톤), '13년 Phenol(+30만톤)/Acetone(+18.5만톤)/EPDM(+6만톤) 증설, '14년 제3 열병합발전 건설이 순차적으로 진행될 예정. 이는 업황개선과 더불어 지속적인 이익성장을 전망하게 하는 주된 근거. 추정치 변경에 따라 시장평균 Forward 기준 PER 10배를 적용, 목표주가 310,000원, 으로 소폭 하향하나 투자의견 'Buy(매수)', Top Pick 의견 유지함. 단기 마진 약세는 장기 성장성을 매수할 기회 부여하는 기회로 판단함.

- 당사는 9월 16일 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.

Company Data		
KOSPI (9/16)	1,840.10pt	
시가총액	46,796억원	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고최저가 대비	253,000원	67,900원
등락률	-29.1%	164.4%
수익률	절대	상대
1M	1.1%	3.3%
6M	32.0%	40.4%
1Y	160.1%	156.2%
발행주식수	28,448천주	
일평균 거래량(3M)	301천주	
외국인 지분율	8.1%	
배당수익률(11E)	0.6%	
BPS(11E)	59,213원	
주요 주주	박철완	12.0%
	박준경	8.6%

투자지표	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액(억원)	28,017	38,863	70,021	75,675	85,163
증감율(%YoY)	-12.0	38.7	80.2	8.1	12.5
영업이익(억원)	1,162	3,596	9,739	12,072	13,239
증감율(%YoY)	-58.7	209.5	170.8	24.0	9.7
EBITDA(억원)	2,180	4,683	10,894	13,269	14,273
세전이익(억원)	-8,419	5,951	10,443	12,237	13,832
순이익(억원)	-6,148	4,714	7,883	9,276	10,485
EPS(원)	-21,613	16,571	27,697	32,606	36,856
증감율(%YoY)	적지	흑전	67.1	17.7	13.0
PER(배)	-1.3	3.0	6.5	5.5	4.9
PBR(배)	1.4	1.6	3.0	2.0	1.4
EV/EBITDA(배)	13.1	7.0	5.8	3.9	3.3
영업이익률(%)	4.1	9.3	13.9	16.0	15.5
ROE(%)	-52.9	88.1	89.5	55.1	40.5
순부채비율(%)	399.0	220.7	95.0	21.0	-0.9

수익추정 Brief

Earnings Forecast											(억원, %)
	매출액	영업이익	EBITDA	세전이익	순이익	EPS	BPS	CFPS	PER	PBR	ROIC
						(원)	(원)	(원)	(X)	(X)	(%)
2009	28,017	1,162	2,180	-8,419	-6,148	-21,613	18,810	12,198	-1.3	1.4	5.2
2010	38,863	3,596	4,683	5,951	4,714	16,571	30,945	8,499	3.0	1.6	17.2
2011E	70,021	9,739	10,894	10,443	7,883	27,697	59,213	28,349	6.5	3.0	42.3
2012E	75,675	12,072	13,269	12,237	9,276	32,606	91,011	32,804	5.5	2.0	41.9
2013E	85,163	13,239	14,273	13,832	10,485	36,856	126,255	36,361	4.9	1.4	53.6

Interim Earnings											(억원, %)
	1Q11	2Q11E	3Q11E	4Q11E	1Q12E	2Q12E	3Q12E	4Q12E	2011E	2012E	
매출액	16,002	17,074	18,418	18,528	18,982	18,412	18,224	20,057	70,021	75,675	
영업이익	2,864	2,755	1,764	2,355	2,778	3,147	3,159	2,988	9,739	12,072	
(YoY %)	340.9	179.6	94.3	123.7	-3.0	14.2	79.1	26.9	170.8	24.0	
세전이익	2,778	2,788	2,188	2,689	2,816	3,002	3,355	3,064	10,443	12,237	
순이익	2,073	2,113	1,658	2,038	2,134	2,275	2,543	2,323	7,883	9,276	
EBITDA	3,250	3,044	2,053	2,547	3,077	3,447	3,458	3,287	10,894	13,269	
Margin (%)											
영업이익률	17.9	16.1	9.6	12.7	14.6	17.1	17.3	14.9	13.9	16.0	
세전이익률	17.4	16.3	11.9	14.5	14.8	16.3	18.4	15.3	14.9	16.2	
순이익률	13.0	12.4	9.0	11.0	11.2	12.4	14.0	11.6	11.3	12.3	
EBITDA margin	20.3	17.8	11.1	13.7	16.2	18.7	19.0	16.4	15.6	17.5	

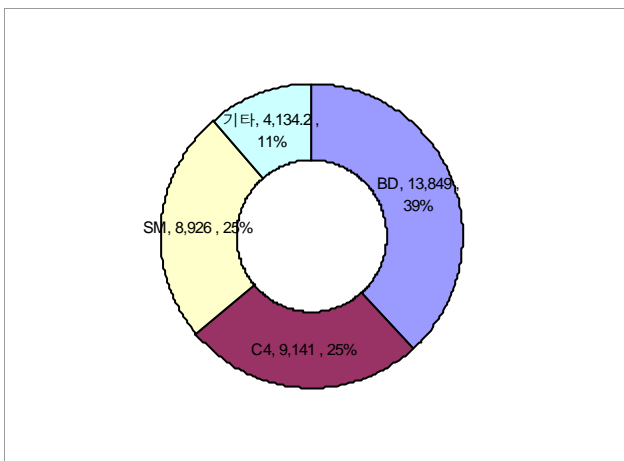
자료: 금호석유, 키움증권(2010년까지 K-GAPP 개별, 2011년 이후 K-IFRS 연결 기준)

**BD 강세 전망하나,
초강세 가능성 낮아**

BD가격은 동사 수익에서 중요한 변수. 매출원가의 80%를 차지하는 원재료비중의 39%로 단일품목중 가장 높은 비용요소이기 때문. BD가격은 과거 10년 월평균 가격 기준, '09년 1월 443.8USD/MT 기록, 2년 반 만인 6월말 최고점인 4,800USD/MT(Offer 가격 기준, 체결가 기준은 4,500USD/MT)를 기록, 가장 드라마틱한 가격 변동폭을 시현하였음. 이러한 가격 급변의 이유는 BD가 NCC에서 소량 생산되는 니치 제품인데다, 수요처가 크게 합성고무 및 ABS로 한정되어 있어 이들 제품군의 업황에 좌우되기 때문. '11년 BD가격은 1분기 2,346USD/MT(SEA C&F Spot 기준), 2분기 3,356.8USD/MT, 3분기 3,906.8USD/MT로 지속 상승하였음. 특히, 3분기를 전후한 6월부터 8월까지 급등한 주된 이유는 주된 생산처인 NCC중 최대 규모인 포모사의 Trouble에 따른 생산량 감소 및 공급불안, NCC의 하절기 LPG 부분 사용에 따른 공급량 감소 발생 주요.

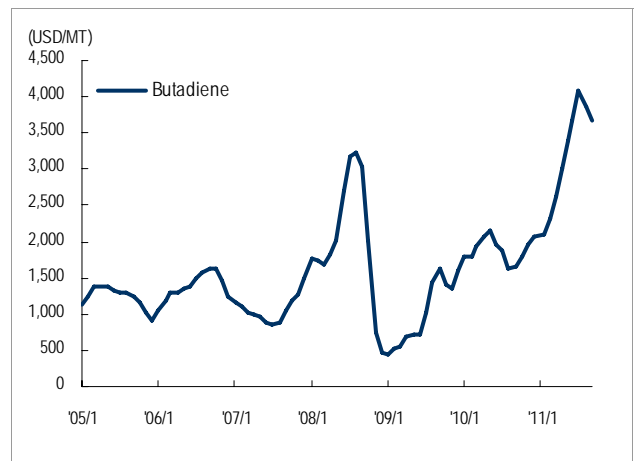
우리는 단기 BD 가격은 3,000~3,500USD/MT 수준의 강세를 지속할 것으로 예상하나, 4,500USD/MT을 상회하는 초강세는 당분간 나타날 가능성이 낮은 것으로 판단함. 이유는 2대 수요처인 ABS의 마진약세에 따라 주요 ABS 생산회사가 가동률을 조정하고 있고, 동절기 진입에 따른 LPG 사용량 감소, Formosa 사태 또한 해결국면으로 진입하고 있기 때문. 이에 따라 4분기에는 현재의 하향된 BD가 투입되므로, 원재료 부담은 감소하고, 타이어 수요의 낮은 합성고무 재고 비중에 따라 마진은 3분기대비 확대될 것으로 판단함. 현재의 실적 약화는 4분기 이후 이익성장을 저가에 매수할 수 있는 기회 부여.

원재료 비중 추이(추정치 기준)



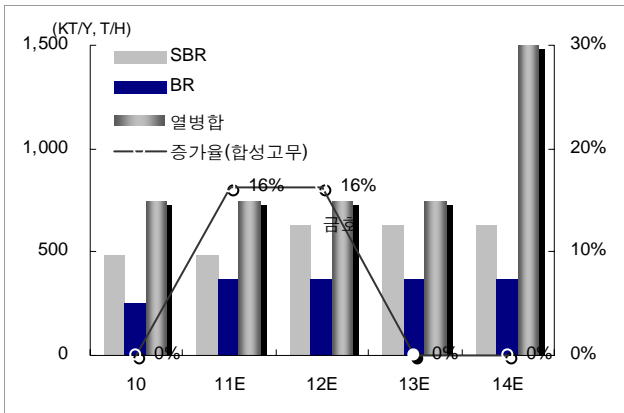
자료: 키움증권

Butadiene 월별 가격 추이



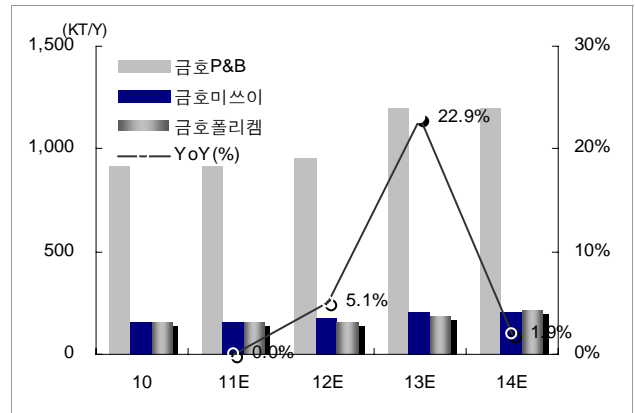
자료: Ciscem, 키움증권
주: SEA C&F Spot 가격 기준

금호석유 Capa 추이 및 성장률



자료: 금호석유, 키움증권
 주: 열병합발전은 스팀생산량 기준

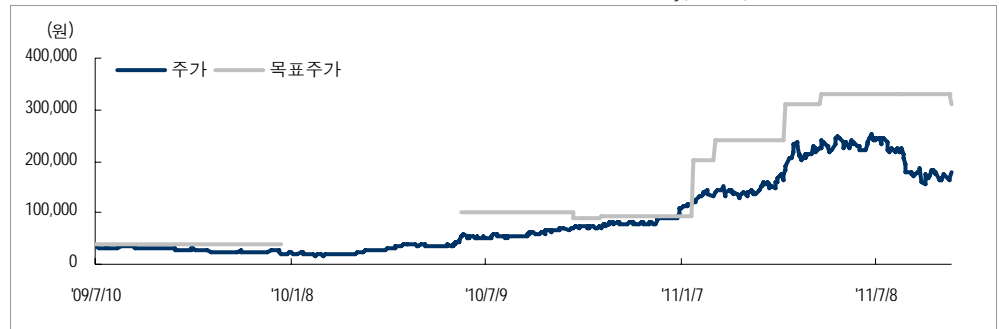
자회사 3사 Capa 추이 및 연간 성장률



자료: 금호석유, 키움증권
 주: 금호P&B Capa(페놀, 아세톤, BPA 합산), 금호미쓰이(MDI, Aniline 합산), 금호폴리켄(EPDM, TPV 합산)

투자의견 변동내역 (2개년) 및 목표주가 추이

종목명	일자	투자의견	목표주가
금호석유 (011780)	2008/09/24	Buy(Maintain)	60,000원
	2008/10/14	Buy(Maintain)	60,000원
	2008/11/19	Buy(Maintain)	60,000원
	2009/01/09	Buy(Maintain)	40,000원
	2009/02/05	Buy(Maintain)	40,000원
	2009/07/03	Buy(Maintain)	40,000원
	2009/12/30	Suspended	Suspended
	2010/06/16	Buy(Reinitiate)	100,000원
	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
	2011/04/15	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
	2011/07/21	Buy(Maintain)	330,000원
2011/09/19	Buy(Maintain)	310,000원	



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