

금호석유 (011780/매수)

강해지는 4분기 실적 모멘텀

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	290,000
현재주가(11/10/11, 원)	183,500
상승여력	58.0
EPS 성장률(11F,%)	49.8
MKT EPS 성장률(11F,%)	5.6
P/E(11F,x)	7.4
MKT P/E(11F,x)	9.5
KOSPI	1,795.02
시가총액(십억원)	4,665
발행주식수(백만주)	28
60D 일평균 거래량(천주)	311
60D 일평균	58
배당수익률(11F,%)	0.5
유동주식비율(%)	37.4
52주 최저가(원)	68,200
52주 최고가(원)	257,500
베타(12M, 일간수익률)	1.4
주기변동성(12M)	3.8
외국인 보유비중(%)	7.8
주요주주	
박철완 외 8인(40.65)	
금호석유 자사주(22)	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.9	6.1	155.2
상대주가	5.9	21.5	160.2

- 투자의견 매수, 목표주가 290,000원(2012년 PER 10배)으로 업종 내 Top Pick 유지
- 3Q Preview: 원재료 가격 급등으로 영업이익 1832억원 예상(전분기대비 32% 감소)
- 부타디엔 가격 빠르게 하락하고 있으나 합성고무 가격 하락 제한적, 4분기 실적 모멘텀 확대

세계 1위의 합성고무 업체인 금호석유에 대해 목표주가 290,000원(2012년 PER 10배), 업종 내 Top Pick으로 유지한다. 목표주가는 동종 업체 ROE-PBR 비교를 통해 도출하였다. PER 10배를 적용한 이유는, 1) 합성고무의 장기 호황으로 향후 3년간 실적 추정의 가시성이 높고 2) 그룹 리스크가 해소되고 있으며 3) 중장기적으로 천연가스 기반 업체 대비 경쟁력이 높다는 점을 감안하였다.

금호석유의 3분기 영업이익은 전분기대비 32% 감소한 1,832억원으로 예상되나 4분기에는 36% 개선된 2,499억원으로 추정된다. 원재료인 부타디엔 가격이 생산 차질, 미국 수출 증가 등으로 급등했으나, 9월 들어 생산 정상화, ABS 수요 둔화로 빠르게 안정화되고 있다. 합성고무 가격은 견조한 타이어 수요와 타이트한 수급으로 가격이 크게 하락하지 않아 4분기 스프레드 개선이 기대된다.

10월 둘째 주 부타디엔 가격은 2500달러까지 하락했는데, 합성고무 가격은 3800~4200달러 대에서 협이가 이루어지고 있어 현재 합성고무 스프레드는 1500달러 수준까지 벌어졌다. 합성고무 가격에 대해서도 하락 압력이 있을 수 있으나 현재 타이어 업체의 가동률이 높고 합성고무 수급이 타이트해 하락폭이 크지 않을 것으로 전망된다. 4분기 실적 개선의 폭이 예상보다 커질 수 있다.

선진국 경기 침체의 가능성이 높아지는 가운데 합성고무는 업종 내 가장 견조한 업황을 시현할 전망이다. 우선 공급 측면에서 원재료인 부타디엔의 공급 증가가 둔화되면서 합성고무 설비 증가율이 11년부터 13년까지 빠르게 하락할 전망이다. 부타디엔의 구조적인 공급 부족으로 합성고무 시장은 선발 업체의 과점적 지배력이 높아지고 있고, 중장기적으로도 천연가스 기반 설비 증설에 따른 공급 과잉 우려로부터 상대적으로 자유롭다.

수요 측면에서도 타이어 수요의 70%를 차지하는 교체 수요가 미국, 유럽을 중심으로 회복되고 있고 이머징 국가에서는 신차용과 교체용 수요가 함께 증가하고 있어 경기 둔화에 따른 수요 위축이 제한적이다. 선진국 경기 둔화에도 불구하고 2011년 8월 누적 기준으로 유럽 교체수요는 전년비 9% 성장하고 있고 미국은 전년과 유사한 수준을 보이고 있는데 08~09년 급감했던 교체 수요가 재개되기 때문으로 추정된다. 중국은 09~10년 자동차 판매가 급증해 향후 교체 수요가 본격화될 것으로 예상된다.



▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/09	6,898	110	1.6	-624	-21,920	489	683	-80.1	-0.9	1.7	14.4
12/10	5,719	654	11.4	471	16,560	833	711	71.9	5.5	3.2	5.9
12/11F	6,832	996	14.6	706	24,801	1,153	530	57.3	7.4	3.3	5.7
12/12F	7,356	1,127	15.3	845	29,695	1,344	849	42.4	6.2	2.2	4.4
12/13F	8,585	1,323	15.4	1,014	35,628	1,539	942	36.0	5.2	1.6	3.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
 자료: 금호석유, 대우증권 리서치센터

표 2. 금호석유 분기별 실적

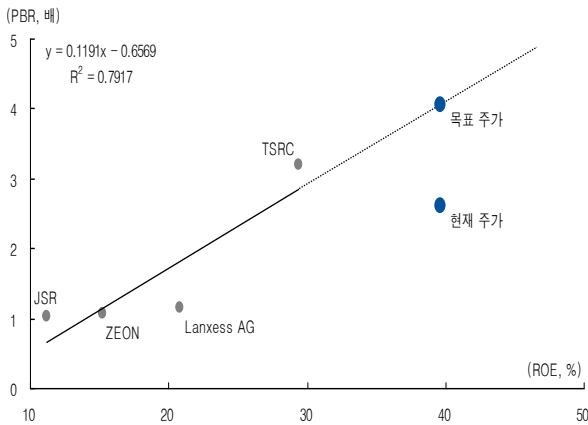
(십억원, 원/달러, US\$, %)

	1Q11	2Q11	3Q11F	4Q11F	2011F	2012F	2013F	2014F	
매출액	합계	1,600.2	1,707.7	1,702.5	1,821.6	6,831.9	7,355.9	8,584.6	8,298.7
	합성고무	787.6	981.8	1,091.8	1,129.4	3,990.5	4,484.1	4,872.8	4,507.3
	합성수지	345.8	323.6	194.5	233.8	1,097.7	1,019.3	1,222.0	1,216.1
	고무약품/열병합발전	118.1	107.4	110.0	110.0	445.5	440.0	440.0	440.0
	페놀 유도체	342.6	297.8	306.2	348.4	1,295.0	1,412.6	2,049.9	2,135.2
영업이익	합계	289.8	268.5	183.2	249.9	993.2	1,127.2	1,323.2	1,199.6
	합성고무	167.9	170.0	116.4	168.9	623.3	773.6	784.2	591.6
	합성수지	31.2	14.9	1.0	4.3	51.4	47.6	70.2	67.7
	고무약품/열병합발전	22.3	34.7	36.3	36.3	129.6	132.0	132.0	132.0
	페놀 유도체	65.0	59.7	29.6	40.3	194.6	174.0	336.8	408.2
주요 가격	원/달러 환율(원)	1,120.2	1,083.9	1,072.0	1,110.0	1,096.5	1,107.5	1,100.0	1,100.0
	두바이 유가(달러/배럴)	100.8	110.5	107.6	105.0	106.0	105.0	105.0	107.0
	납사(달러/톤)	919.9	991.6	961.4	945.0	954.5	945.0	945.0	963.0
	합성고무(달러/톤)	3,700.0	4,100.0	4,500.0	4,300.0	4,150.0	4,100.0	4,000.0	3,700.0
	부타디엔(달러/톤)	2,335.0	3,412.7	3,846.3	2,945.0	3,134.7	2,945.0	2,945.0	2,963.0
	ABS(달러/톤)	2,267.7	2,232.7	2,177.1	2,175.0	2,213.1	2,220.0	2,245.0	2,238.0

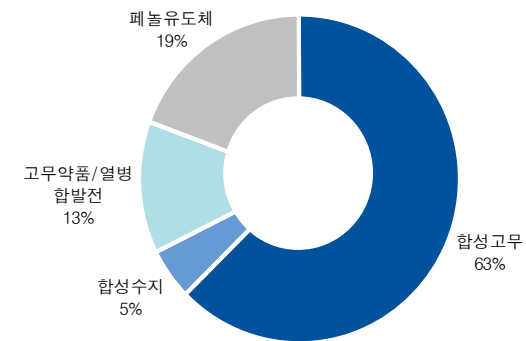
자료: KDB 대우증권 리서치센터

그림 37. 동종 업체 ROE-PBR 차트(2012F)

그림 38. 부문별 영업이익 비중(2011F)



자료: 블룸버그



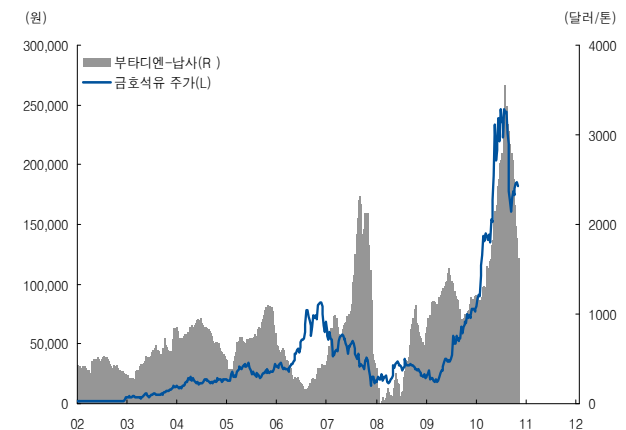
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 39. 부타디엔 가격과 금호석유 주가

그림 40. 부타디엔 스프레드와 금호석유 주가



자료: KDB 대우증권 리서치센터



자료: KDB 대우증권 리서치센터

금호석유 (011780)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
매출액	5,719	6,832	7,356	8,585
매출원가	4,747	5,649	6,037	7,070
매출총이익	971	1,183	1,319	1,515
판매비와관리비	318	192	192	192
조정영업이익	654	991	1,127	1,323
영업이익	654	996	1,127	1,323
비영업손익	57	12	13	33
순금융비용	134	73	56	36
관계기업등 투자손익	141	16	0	0
세전계속사업손익	711	1,003	1,140	1,357
계속사업법인세비용	174	253	251	298
계속사업이익	537	750	889	1,058
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	537	750	889	1,058
지배주주	471	706	845	1,014
비지배주주	66	45	45	45
총포괄이익	537	716	855	1,024
지배주주	471	671	810	979
비지배주주	66	45	45	45
EBITDA	833	1,153	1,344	1,539
FCF	711	530	849	942
EBITDA마진율 (%)	14.6	16.9	18.3	17.9
영업이익률 (%)	11.4	14.6	15.3	15.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.2	10.3	11.5	11.8

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
유동자산	1,423	1,882	2,419	3,189
현금 및 현금성자산	208	453	883	1,403
매출채권 및 기타채권	634	758	816	952
재고자산	517	618	665	776
기타유동자산	14	17	18	21
비유동자산	2,972	2,955	2,983	3,018
관계기업투자등	57	227	227	227
유형자산	2,143	1,932	1,919	1,907
무형자산	51	37	38	38
자산총계	4,395	4,837	5,401	6,207
유동부채	2,206	2,419	2,187	2,047
매입채무 및 기타채무	613	732	788	919
단기금융부채	1,459	1,527	1,227	927
기타유동부채	134	160	172	201
비유동부채	1,121	688	688	689
장기금융부채	1,086	651	651	651
기타비유동부채	21	23	23	24
부채총계	3,327	3,106	2,875	2,737
지배주주지분	848	1,616	2,366	3,266
자본금	142	342	342	342
자본잉여금	90	90	90	90
이익잉여금	447	1,263	2,049	2,983
비지배주주지분	220	115	160	205
자본총계	1,069	1,731	2,526	3,470

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
영업활동으로 인한 현금흐름	534	960	1,050	1,140
당기순이익	537	750	889	1,058
비현금수익비용가감	10	425	455	481
유형자산감가상각비	168	155	213	212
무형자산상각비	11	7	4	4
기타	43	76	66	66
영업활동으로인한자산및부채의변동	-13	90	-43	-101
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-69	46	-58	-136
재고자산 감소(증가)	-77	-168	-47	-111
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	8	208	56	132
법인세납부	0	-305	-251	-298
투자활동으로 인한 현금흐름	-143	-254	-192	-181
유형자산처분(취득)	-274	-305	-200	-200
무형자산감소(증가)	-5	-5	-5	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	-66	50	0	0
기타투자활동	201	6	12	23
재무활동으로 인한 현금흐름	-312	-383	-428	-438
장단기금융부채의 감소(증가)	-299	-449	-300	-300
자본의 증가(감소)	0	200	0	0
배당금의 지급	-13	-43	-60	-79
기타재무활동		-114	-68	-59
현금의증가	-20	245	430	520
기초현금	228	208	453	883
기말현금	208	453	883	1,403

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
P/E (x)	5.5	7.4	6.2	5.2
P/CF (x)	4.0	6.0	4.9	4.3
P/B (x)	3.2	3.3	2.2	1.6
EV/EBITDA (x)	5.9	5.7	4.4	3.4
EPS (원)	16,560	24,801	29,695	35,628
CFPS (원)	22,866	30,486	37,326	43,215
BPS (원)	28,034	55,508	81,864	113,459
DPS (원)	1,000	1,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	4.9	2.8	4.7	3.9
배당수익률 (%)	1.1	0.5	1.1	1.1
매출액증가율 (%)	-17.1	19.5	7.7	16.7
EBITDA증가율 (%)	70.4	38.4	16.6	14.5
영업이익증가율 (%)	492.5	52.3	13.2	17.4
EPS증가율 (%)	-175.6	49.8	19.7	20.0
매출채권 회전을 (회)	6.7	10.5	10.0	10.4
재고자산 회전을 (회)	7.7	12.1	11.5	11.9
매입채무 회전을 (회)	8.3	14.6	13.9	14.4
ROA (%)	8.1	16.3	17.4	18.2
ROE (%)	71.9	57.3	42.4	36.0
ROIC (%)	12.1	29.8	34.5	39.6
부채비율 (%)	311.3	179.5	113.8	78.9
유동비율 (%)	64.5	77.8	110.6	155.8
순차입금/자기자본 (%)	214.0	97.6	37.9	4.0
영업이익/금융비용 (x)	4.6	12.5	16.5	22.4

자료: 금호석유, 대우증권 리서치센터 예상