

금호석유 (011780/매수)

나날이 좋아지는 회사

목표주가 290,000원으로 업종 내 Top Pick 유지

금호석유에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 290,000원을 유지하고 업종 내 Top Pick으로 유지한다. 목표주가는 동종 업체간 ROE-PBR 비교를 통해 도출하였고 2012년 PER 10배 수준이다. 경기 불확실성이 높은 현 시점에서 화학 업체에 PER 10배를 적용한 이유는 합성고무 산업이 1) 구조적으로 증설이 제한적이기 때문에 향후 2~3년간 실적 가시성이 높고 2) 경기가 둔화되는 속에서도 타이어 수요는 견조할 것으로 예상되며 3) 시장의 과점도가 높아 안정적인 실적이 시현 가능하기 때문이다.

3Q review: 합성고무 스프레드 확대에 예상치 소폭 상회, 4분기 본격 개선 예상

3분기 영업이익은 2191억원으로 환율 관련 평가이익(250억)을 제외하더라도 예상치를 소폭 상회하였다. 9월 합성고무 판가가 견조해 스프레드가 예상보다 확대되었던 것으로 파악된다. 합성수지, 페놀 유도체는 전방인 IT 수요 부진으로 전분기대비 감소하였다.

4분기 영업이익은 합성고무 스프레드 확대에 전분기대비 10% 증가한 2407억원으로 추정된다. 9월 중순부터 부타디엔 가격이 크게 하락했으나 9~10월 합성고무 가격은 높은 수준에서 협상되고 있다. 이는 타이어 업체들의 가동률이 높고 재고 수준이 낮아 가격 인하보다 안정적인 합성고무 조달이 우선시 되고 있기 때문으로 추정된다.

부타디엔 가격은 단기적으로 2000달러 수준까지 하락한 후 10월 말~11월초에 반등할 것으로 예상되나, 2~3분기 수준으로 급등할 가능성은 낮아 보인다. 부타디엔 수요의 13%를 차지하는 ABS 수요가 IT 수요 둔화로 부진하고 생산 수율도 4분기에 개선되기 때문이다.

장기 호황의 초입 국면, 높은 현금 창출력을 바탕으로 기업 가치 레벨 업 지속 전망

합성고무 업황은 제한적 증설로 향후 2~3년간 호황을 누릴 것으로 예상된다. 원재료 조달의 어려움은 시장의 과점화로 이어져 부타디엔-합성고무-타이어 체인에서 합성고무 업체들의 협상력이 높아지고 있다. 이는 안정적인 마진을 누릴 수 있는 기반이 되고 있다.

영업활동에서 창출되는 현금 흐름은 차입금 상환, 고부가 신규 사업 투자(열병합 발전소 증설, SSBR 증설 등)에 사용되며 장기적인 기업 가치 레벨 업이 기대된다.

박연주

02-768-3061

yeonju.park@dwsec.com

Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	290,000
현재주가(11/10/13, 원)	203,000
상승여력	42.9
EPS 성장률(11F, %)	29.9
MKT EPS 성장률(11F, %)	4.7
P/E(11F, x)	9.4
MKT P/E(11F, x)	9.7
KOSPI	1,823.10
시가총액(십억원)	5,161
발행주식수(백만주)	28
60D 일평균 거래량(천주)	314
60D 일평균 거래대금(십억원)	58
배당수익률(11F, %)	0.5
유동주식비율(%)	37.4
52주 최저가(원)	68,200
52주 최고가(원)	257,500
베타(12M, 일간수익률)	1.4
주가변동성(12M daily, %, SD)	3.8
외국인 보유비중(%)	7.9

주요주주

박철만 외 8인(40.65)

금호석유 자사주(22)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.0	16.0	185.5
상대주가	15.4	30.1	188.3



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	6,690	1,022	15.3	612	21,504	1,180	565	51.6	9.4	3.9	6.0
12/12F	6,866	1,118	16.3	772	27,138	1,335	870	41.5	7.5	2.7	4.7
12/13F	8,035	1,362	17.0	979	34,404	1,578	978	37.2	5.9	1.9	3.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 금호석유, KDB대우증권 리서치센터

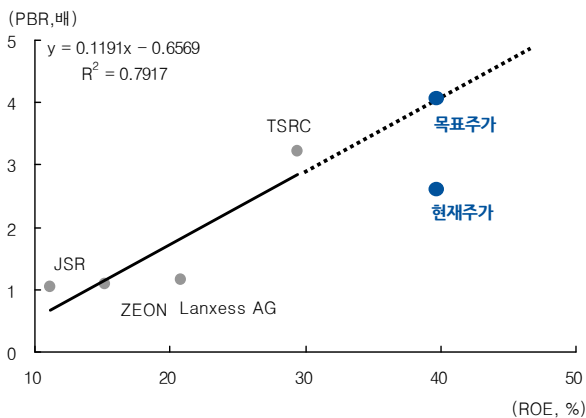
표 1. 금호석유 분기별 실적

(십억원)

		1Q11	2Q11	3Q11F	4Q11F	2011F	2012F	2013F
매출액	합계	1,600.2	1,707.7	1,660.3	1,722.3	6,690.5	6,866.3	8,034.7
	합성고무	787.6	981.8	945.6	998.0	3,713.0	3,827.9	4,263.7
	합성수지	345.8	323.6	274.1	271.8	1,215.3	1,145.2	1,215.9
	고무약품/열병합발전	118.1	107.4	115.8	110.0	451.3	440.0	440.0
	페놀 유도체	342.6	297.8	324.8	342.4	1,307.6	1,453.2	2,115.1
영업이익	합계	289.8	268.5	219.1	240.7	1,019.9	1,118.0	1,361.7
	합성고무	167.9	170.0	117.3	158.0	613.2	732.6	798.9
	합성수지	31.2	14.9	4.2	7.7	58.1	72.3	80.7
	고무약품/열병합발전	22.3	34.7	34.7	33.0	124.7	132.0	132.0
	페놀 유도체	65.0	59.7	37.3	42.0	204.0	181.2	350.1
주요 가정	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
	두바이 유가(달러/배럴)	100.8	110.5	106.9	98.0	104.1	104.5	105.0
	납사(달러/톤)	919.9	991.6	955.6	882.0	937.3	940.5	945.0
	합성고무(달러/톤)	3,700.0	4,100.0	4,213.0	3,600.0	3,903.3	3,500.0	3,500.0
	부타디엔(달러/톤)	2,335.0	3,412.7	3,700.4	2,382.0	2,957.5	2,440.5	2,445.0
	ABS(달러/톤)	2,267.7	2,232.7	2,163.6	2,092.0	2,189.0	2,205.5	2,235.0

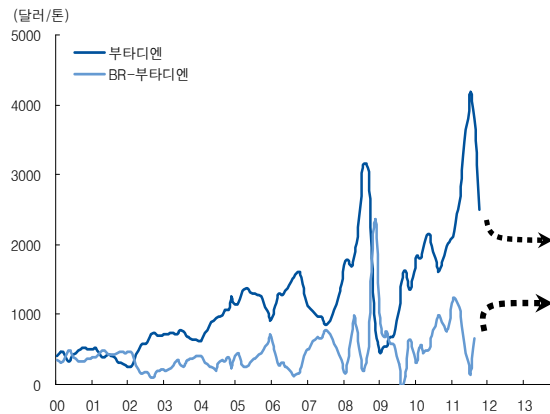
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 동종 업체 ROE-PBR 차트(2012F)



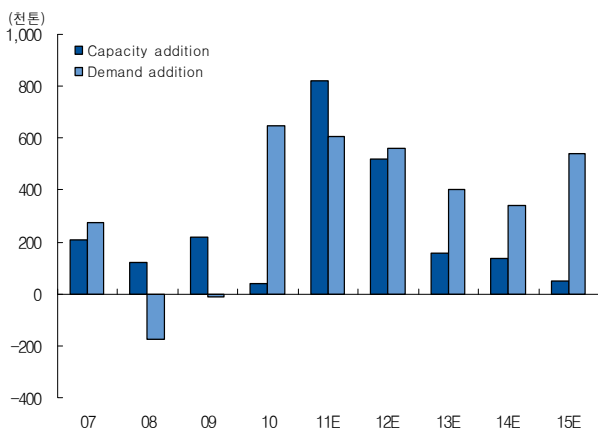
자료: Bloomberg

그림 2. 부타디엔과 합성고무 가격 추이와 전망



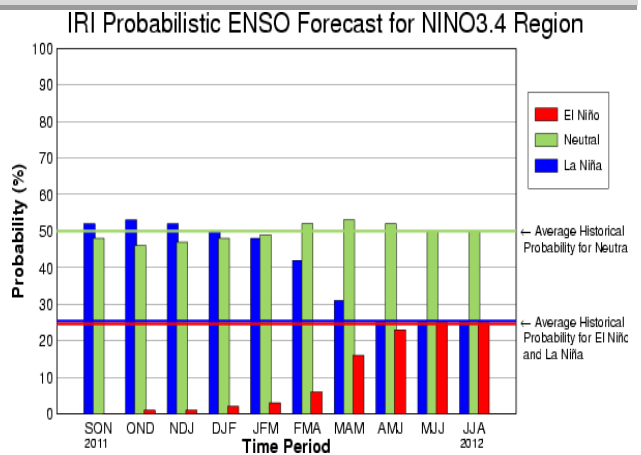
자료: 씨스켐, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 합성고무 수요 증가분과 공급 증가분 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 엘니뇨/라니냐 가능성(2011. 9)



자료: The International Research Institute for Climate and Society, 2011년 9월

10월 스프레드 및 판매량 개선 추세

■ 컨퍼런스 질의 응답 정리

질문: 3분기 부타디엔 투입가가 평균 3700달러라고 했는데 4분기 평균이 2500달러라면 스프레드가 크게 개선되는 것인가?

답변: 4분기 부타디엔 가격은 보수적으로 2500달러 수준으로 보는데 더 하락할 가능성도 있음, 스프레드는 개선되고 있음. 합성고무 가격은 부타디엔 가격 하락에 따라 다소 떨어질 걸로 보지만 부타디엔 가격 떨어진 것에 비해서는 견조할 것으로 예상함. 타이어 업체 가동률이 높고 수급이 타이트함.

질문: 고무 판매량은?

답변: 2분기 고무 판매량은 전분기대비 10% 감소, 정기보수 영향과 함께 유럽 재정 위기 부각으로 업체들이 재고를 많이 가져가지 않으려는 경향. 8~9월 판매량은 비슷했고 10월엔 개선되는 분위기.

질문: 태국 홍수로 천연고무 가격이 급등할 것으로 보는지?

답변: 추이를 지켜봐야겠지만 천연고무 경장지가 주로 남부에 있어 홍수 영향이 남부까지 떨어지지 않으면 영향이 크지 않을 수 있음. 현재까지 태국 홍수 영향은 별로 없다고 보고 있음.

질문: 합성수지 가동률은? 추가 조정 가능성은?

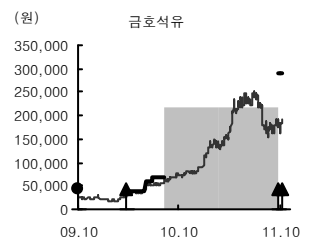
답변: PS가 80%, ABS가 70% 수준임. 이미 가동률이 낮아 추가적인 조정 가능성은 낮음.

질문: MOU 졸업이 연기될 수 있는지?

답변: 내부적으로 논의 중으로 아직 결정되지 않았음.

▶ Compliance Notice

- 금호석유: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. 금호석유: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☐))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.



금호석유 (011780)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
매출액	5,719	6,690	6,866	8,035
매출원가	4,747	5,481	5,557	6,481
매출총이익	971	1,210	1,310	1,553
판매비와관리비	318	192	192	192
조정영업이익	654	1,018	1,118	1,362
영업이익	654	1,022	1,118	1,362
비영업손익	57	-135	-71	-50
순금융비용	134	73	54	33
관계기업등 투자손익	141	16	0	0
세전계속사업손익	711	883	1,047	1,312
계속사업법인세비용	174	227	230	289
계속사업이익	537	656	817	1,023
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	537	656	817	1,023
지배주주	471	612	772	979
비지배주주	66	45	45	45
총포괄이익	537	622	782	989
지배주주	471	577	737	944
비지배주주	66	45	45	45
EBITDA	833	1,180	1,335	1,578
FCF	711	565	870	978
EBITDA마진율 (%)	14.6	17.6	19.4	19.6
영업이익률 (%)	11.4	15.3	16.3	17.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.2	9.1	11.2	12.2

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
유동자산	1,423	1,920	2,428	3,242
현금 및 현금성자산	208	520	992	1,568
매출채권 및 기타채권	634	742	761	891
재고자산	517	605	621	726
기타유동자산	14	16	17	20
비유동자산	2,972	2,875	2,864	2,864
관계기업투자등	57	227	227	227
유형자산	2,143	1,932	1,919	1,907
무형자산	51	37	38	38
자산총계	4,395	4,795	5,292	6,106
유동부채	2,206	2,400	2,123	1,976
매입채무 및 기타채무	613	717	735	861
단기금융부채	1,459	1,527	1,227	927
기타유동부채	134	156	161	188
비유동부채	1,121	757	809	862
장기금융부채	1,086	651	651	651
기타비유동부채	21	93	144	197
부채총계	3,327	3,158	2,932	2,837
지배주주지분	848	1,522	2,200	3,064
자본금	142	342	342	342
자본잉여금	90	90	90	90
이익잉여금	447	1,169	1,882	2,781
비지배주주지분	220	115	160	205
자본총계	1,069	1,637	2,360	3,269

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
영업활동으로 인한 현금흐름	534	1,027	1,090	1,193
당기순이익	537	656	817	1,023
비현금수익비용가감	10	545	519	554
유형자산감가상각비	168	155	213	212
무형자산상각비	11	7	4	4
기타	43	-6	-17	-17
영업활동으로인한자산및부채의변동	-13	104	-14	-96
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-69	62	-20	-130
재고자산 감소(증가)	-77	-156	-16	-106
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	8	193	19	125
법인세납부	0	-278	-230	-289
투자활동으로 인한 현금흐름	-143	-254	-191	-179
유형자산처분(취득)	-274	-305	-200	-200
무형자산감소(증가)	-5	-5	-5	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	-66	50	0	0
기타투자활동	201	6	14	26
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	312	472	576
기초현금	228	208	520	992
기말현금	208	520	992	1,568

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
P/E (x)	5.5	9.4	7.5	5.9
P/CF (x)	4.0	7.5	5.8	4.8
P/B (x)	3.2	3.9	2.7	1.9
EV/EBITDA (x)	5.9	6.0	4.7	3.5
EPS (원)	16,560	21,504	27,138	34,404
CFPS (원)	22,866	27,190	34,768	41,991
BPS (원)	28,034	52,211	76,010	106,381
DPS (원)	1,000	1,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	4.9	3.2	5.1	4.1
배당수익률 (%)	1.1	0.5	1.1	1.1
매출액증가율 (%)	-17.1	17.0	2.6	17.0
EBITDA증가율 (%)	70.4	41.6	13.2	18.2
영업이익증가율 (%)	492.5	56.4	9.4	21.8
EPS증가율 (%)	-175.6	29.9	26.2	26.8
매출채권 회전을 (회)	6.7	10.4	9.8	10.4
재고자산 회전을 (회)	7.7	11.9	11.2	11.9
매입채무 회전을 (회)	8.3	14.5	13.6	14.5
ROA (%)	8.1	14.3	16.2	18.0
ROE (%)	71.9	51.6	41.5	37.2
ROIC (%)	12.1	30.7	34.6	41.5
부채비율 (%)	311.3	192.9	124.3	86.8
유동비율 (%)	64.5	80.0	114.3	164.1
순차입금/자기자본 (%)	214.0	99.1	36.0	-0.8
영업이익/금융비용 (x)	4.6	12.8	16.4	23.1

자료: 금호석유, KDB대우증권 리서치센터