

Bookook Research Center

최상도 (02)368-9515

sdchoi@bookook.co.kr

Buy (유지)

목표주가 **150,000원**

현재가 (원)	121,500
액면가 (원)	5,000
자본금 (억원)	1,675
시가총액 (억원)	37,936
상장주식수 (만주)	3,349
외국인보유비중 (%)	11.5
60일 평균거래량 (주)	210,764
52주 최고/최저 (원)	220,000
주요주주	박철완 9.98 %

금호석유 (011780)

최악의 상황은 지났다

- 3분기 실적 예상보다 부진할 듯
- 내년부터 본격적인 실적개선 기대됨
- 성장성은 여전히 유효함

3분기 실적 개선되나, 예상보다는 부진할 듯

2분기에 이어 3분기 실적도 부진이 예상되나, 2분기보다는 개선될 전망. 합성고무의 수요가 여전히 부진한 가운데, 합성고무 가격이 약세를 보였고, 고가의 원재료가 7월에도 투입되었기 때문임. 다만, 8월부터 합성고무 스프레드가 개선되었고, 열병합발전도 정기보수 없이 정상가동함에 따라 수익성이 개선된 것으로 추정됨. 페놀유도체는 부진.

실적개선은 내년부터 본격화될 전망

4분기에 의미있는 실적개선은 어려울 전망이다. 최근 들어 중국산 타이어에 대한 미국의 세이프가드가 종료됨에 따라 합성고무 수요증가가 기대되고, 천연고무 생산국의 수출제한으로 천연고무 가격도 상승하고 있어 유리한 국면에 진입. 다만, 여전히 수요가 부진하고, 10월초 정기보수를 감안할 때 실적개선은 제한적일 전망이다. 증설효과가 기대되는 내년부터 실적개선 본격화 기대.

성장성은 유효

4분기에 SBR 11만톤, S-SBR 6만톤, BPA 15만톤의 증설이 완료될 예정임. 또한, 페놀 30만톤, 아세트 18.5만톤은 2013년말, 2014년과 2015년에는 스팀 각 400톤이 증설될 계획임. 잇단 증설로 2015년까지 매출성장 이어질 전망이다. 목표주가 150,000원, 투자 의견 Buy 제시.

Stock Performance



결산월	매출액	영업이익	세전이익	지배주주순이익	EPS	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
12 월	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)
2009	68,976	1,104	-12,291	-6,236	-21,920	NA	14.4	1.7	-80.1
2010	49,570	5,710	4,832	3,160	11,109	8.1	6.8	3.3	49.1
2011	64,574	8,422	7,584	5,056	15,097	11.1	7.2	4.0	44.5
2012E	63,099	3,024	2,884	2,251	6,722	18.1	13.3	2.2	14.7
2013E	74,064	5,462	5,418	4,183	12,490	9.7	8.4	1.7	23.2

합성고무 3분기 개선되었으나,

3분기 실적 Preview

2분기에 이어 3분기 실적도 부진할 전망이다. 최악의 실적을 기록했던 2분기대비로는 개선될 전망이다. 여전히 주력제품인 합성고무의 수요가 부진한 가운데, 합성고무 가격은 원재료인 부타디엔 및 대체재인 천연고무가격 하락 영향으로 약세를 보인 반면, 상반기 고가에 구입한 부타디엔이 7월에도 투입되는 등 스프레드가 악화되었고, 가동률도 2분기대비 상승하기는 했으나, 트럭, 버스 등 상용차용 타이어의 수요부진으로 BR가동률이 80%대에 머물렀기 때문이다(SBR은 7월부터 가동률 100%). 다만, 고가의 원재료 소진으로 8월부터 스프레드가 개선되면서 합성고무부문의 수익성은 개선된 것으로 추정된다.

합성수지, 에너지 개선
페놀유도체는 부진

이와 달리 합성수지부문은 7월의 상승세를 이어가지 못하고, 후반으로 갈수록 제품가격 약세로 수익성이 하락하였으나, 2분기대비 개선될 전망이며, 정밀화학 및 에너지부문도 정기보수가 없었던 데다, 중유 가격 상승영향으로 개선된 실적이 기대된다. 다만, 페놀유도체부문(금호피앤비화학)의 실적은 2분기보다 악화된 것으로 추정되는데, BPA가격은 수요부진으로 약세를 보였으나, 원료인 벤젠가격은 국제유가 상승 영향으로 강세를 보이면서 스프레드가 축소되었기 때문이다. 이에 따라, 3분기 매출액과 영업이익은 전분기대비 각각 9.8% 감소, 91.3% 증가한 14,976억원과 551억원을 시현할 것으로 예상된다.

4분기 실적 개선 기대

실적전망

10월초 합성고무, 합성수지, 열병합발전의 정기보수가 예정되어 있는데다, 수요회복 지연으로 4분기에도 의미있는 실적개선은 어려울 전망이다. 2분기를 저점으로 실적개선 추세는 이어질 것으로 예상되는데, 매출액과 영업이익은 3분기대비 각각 7.8%, 61.9% 증가한 16,058억원과 892억원을 기록할 것으로 추정된다.

합성고무 수요증가 및
스프레드 개선 기대

최근 들어 중국산 타이어에 대한 미국의 세이프가드가 종료됨에 따라(관세율 25%에서 4%) 중국산 타이어의 미국수출 증가로 합성고무의 수요회복이 예상되고, 천연고무의 주요 생산국인 태국, 말레이시아 등이 수출을 제한함에 따라 천연고무 가격이 상승하였으며, 국경절을 앞둔 재고 확충과 더불어 합성고무 가격도 강세가 예상된다. 또한, 4분기에는 중국 정부의 경기부양책이 실시될 가능성이 높으며, 정책실시시 수요증가로 합성고무부문의 수익성이 회복될 전망이다. 합성수지부문도 경기부양책 실시시 수요증가로 개선된 실적이 기대된다. 또한, BPA가격이 상승세를 보이고 있고, 벤젠가격은 가격저항으로 주춤하고 있어 스프레드 개선으로 페놀유도체부문의 실적도 증가할 전망이다. 다만, 정밀화학 및 에너지부문은 여수1공장의 정기보수가 예정되어 있어 실적감소가 불가피하다.

증설효과는 내년에 본격적으로 반영될
전망

최근 SBR 11만톤의 증설이 완료된 것으로 추정되며, 11월에는 S-SBR 6만톤, 연말에는 BPA 15만톤이 차례로 완공될 예정이다. 4분기 일부 증설효과가 기대되나, 본격적인 증설효과는 내년부터 반영될 것으로 예상된다. 특히, 금년 11월 유럽을 시작으로 타이어 라벨링 제도가 시행됨에 따라 S-SBR의 수요가 급증할 것으로 예상되며, 실적개선으로 연결될 전망이다.

[표1] 2012년 분기실적 전망

(단위 : 억원)

	1Q	2Q	3QE	4QE	2012E
매출액	16,226	15,840	14,976	16,058	63,099
합성고무	8,706	8,567	7,539	8,670	33,482
합성수지	3,421	3,229	3,293	3,359	13,302
에너지 등	1,365	1,420	1,425	1,260	5,470
페놀유도체 등	2,733	2,625	2,719	2,769	10,846
영업이익	1,293	288	551	892	3,024
합성고무, 수지 등	1,338	193	515	771	2,817
페놀유도체 등	-45	95	36	121	207
세전이익	1,323	97	576	888	2,884
지배주주순이익	1,016	89	456	690	2,251

자료 : 금호석유화학, 부국증권 추정

[그림 1] 부타디엔 및 천연고무 가격 동향

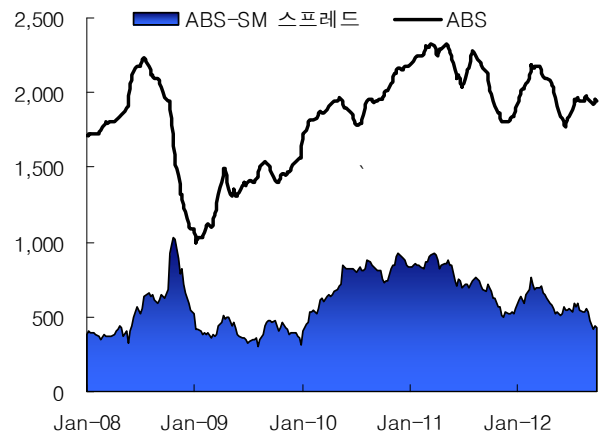
(단위 : USD/톤)



자료 : 씨스켄닷컴 수입업협회

[그림 2] ABS 스프레드 추이

(단위 : USD/톤)



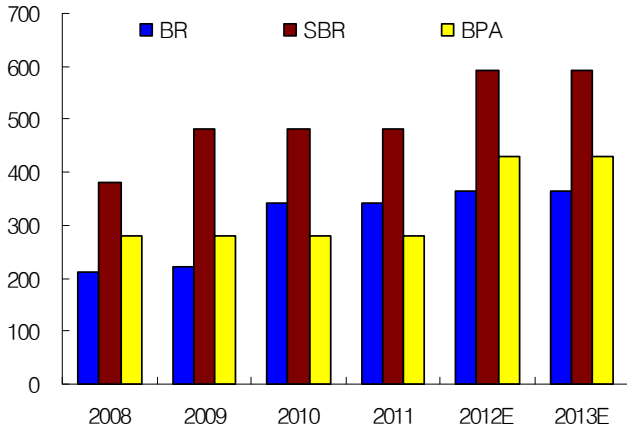
자료 : 씨스켄닷컴

증설로 성장성 확보

성장성은 여전히 유효

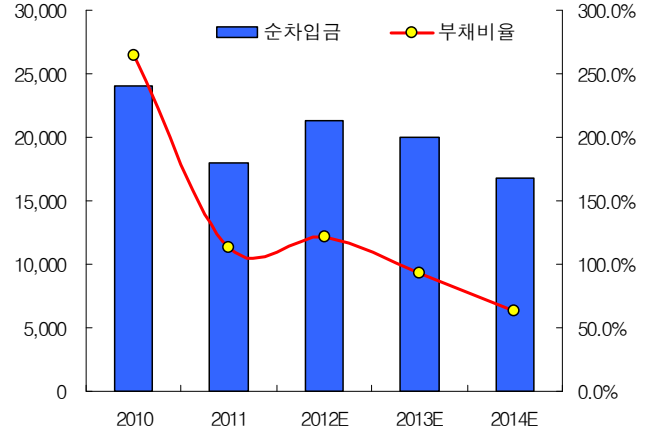
앞서 언급한 바와 같이 금년 4분기에 SBR 11만톤을 시작으로 S-SBR 6만톤, BPA 15만톤의 증설이 완료될 예정인데, SBR 생산능력은 59.1만톤으로 확대되어 세계1위의 합성고무(BR포함시 95.5만톤) 업체로서의 지위를 공고히 할 수 있게 되며, S-SBR 6만톤 생산(기존설비에서 S-SBR 2.5만톤 병행 생산가능)으로 타이어 라벨링 제도에 대비할 수 있게 된다. 증설분 가동시 연간 5,000억원의 매출증대효과가 기대된다. 또한, BPA 15만톤 증설과 연계해 내년말까지 페놀 30만톤, 아세톤 18.5만톤을 추가로 증설할 계획으로 연간 3,000억원 가량의 매출증대효과가 기대된다. 2014년과 2015년에는 여수2공장에 스티姆 각 400톤씩 총 800톤을 증설할 예정인데, 이렇게 되면 1,600억원 수준의 에너지부문의 매출액은 3,000억원대까지 증가할 전망이다. 특히, 에너지부문은 영업이익률이 40%를 상회해 수익성 개선에 기여할 것으로 보인다.

[그림 3] 주요 제품 생산능력 추이 (단위: 천톤)



자료: 금호석유화학, 금호피앤비화학

[그림 4] 재무구조 추이 및 전망 (단위: 억원)



자료: 금호석유화학, 부국증권 추정

재무구조 등

순차입금 감소할 전망

금년 중으로 채권단과 맺은 자율협약에서 벗어날 것으로 전망된다. 자율협약에서 벗어나게 되면 대우건설 등 매각이 제한된 투자자산의 매각이 풀리게 되며, 매각시 현금유입으로 순차입금이 감소하게 된다. 또한, 내년에도 투자가 이어질 전망이나, 금년을 기점으로 신규 투자금액은 감소할 것으로 추정되며, 실적개선에 따른 영업현금흐름 증가로 6월말 현재 약 2조원대인 순차입금은 투자자산매각이 병행된다면 1조원 초반대로 줄어든 것으로 기대된다.

자회사 가치에도 주목

금호폴리캠, 금호미쓰이화학 등 자회사의 가치에도 관심이 필요하다. 금호폴리캠은 합성고무의 일종인 EPDM(Ethylene Proplene Diene Monomer, 내후성과 내오존성이 우수하여 자동차부품, 전기/전선 절연 피복 소재, 타이어튜브 등에 사용됨) 10만톤 생산체제(SK종합화학 3.2만톤)를 갖추고 있는데, 내년 2분기에는 6만톤의 증설이 완료되며, 증설분 가동으로 실적개선이 가속화될 전망이다. 현재 금호폴리캠의 영업이익률은 30%를 상회할 정도로 수익성이 매우 좋다. 금호미쓰이화학의 실적도 개선될 전망이다. 3분기에 MDI 5만톤 증설을 완료함에 따라 생산능력은 기존 15만톤에서 20만톤으로 확대되었으며, 4분기부터 실적개선에 기여할 것으로 예상된다.

[표2] 자회사 현황(2012년 반기말 기준) (단위: 억원)

회사명	지분율	매출액	반기순이익	장부가치
금호폴리캠	50.0%	2,381	633	1,325
금호미쓰이화학	50.0%	2,289	8	697
상해금호일려소료	50.0%	702	46	149
합계		5,372	687	2,171

자료: 금호석유화학

목표주가 150,000원,
투자의견 Buy 제시

Valuation

실적부진을 감안하여 금호석유화학의 6개월 목표주가를 150,000원으로 하향하나, 투자의견은 Buy를 유지한다. 2분기 최악의 상황을 지나 3분기부터 점진적인 실적개선이 예상되는데, 증설효과 및 수요증가로 내년부터 본격적인 실적개선이 기대되며, 추가적인 증설로 성장성도 확보하고 있기 때문이다. 또한, 자회사 금호폴리켐, 금호미쓰이화학의 실적도 증설효과로 개선될 전망이며, 연내 자율협약 종료시 투자자산매각으로 순차입금 감소도 기대된다. 목표주가 150,000원은 2012년, 2013년 예상실적 기준 PER 각각 22.3배, 12.0배로 낮은 수준은 아니나, 실적개선이 기대되고, 성장성도 갖추고 있다는 점에서 충분히 도달 가능한 수치로 판단된다.

[표3] 목표주가 산출

(단위 : 억원, 원, 천주)

구 분	Value	비 고
영업가치(A)	54,061	2013년 2014년 평균 EBITDA 7배 적용
투자자산가치(B)	6,621	
금호폴리켐	2,650	2012년 2분기말 장부가치의 2배 적용
금호미쓰이화학	697	2012년 2분기말 장부가치
상해금호일려소러	149	2012년 2분기말 장부가치
아시아나항공	1,410	시가(10/05)의 20% 할인
대우건설	1,219	시가(10/05)의 20% 할인
기타	496	
순차입금(C)	21,299	2012년말 기준
기업가치(D)	39,384	A + B - C
우선주가치(E)	918	시가(10/05)
보통주가치(F)	38,466	D - E
보통주주식수(G)	24,875	2011년말 기준(자기주식 제외)
주당가치(H)	154,635	F / G

자료 : 부국증권 추정

Compliance Note

투자의견 구분

Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우
Buy (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 주가상승이 예상되는 경우
Hold (보유)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우
Reduce (비중축소)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우

기업분석

Overweight (비중확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때
Underweight (비중축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때

산업분석

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이

일 자	투자의견	목표가격
2010. 10. 27	Buy	100,000원
2010. 11. 26	Buy	100,000원
2011. 03. 25	Buy	200,000원
2011. 04. 29	Buy	280,000원
2011. 07. 29	Buy	300,000원
2011. 09. 30	Buy	260,000원
2011. 12. 29	Buy	240,000원
2012. 02. 20	Buy	240,000원
2012. 04. 13	Buy	200,000원
2012. 10. 05	Buy	150,000원



- ❖ 본 자료는 2012년 10월 05일 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료의 작성자 및 배우자는 작성일 현재 해당종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 해당사의 유가증권 발행에 지난 6개월간 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 최상도
- ❖ 본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적치와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

추정 재무제표

재무상태표

(단위: 억원)

	2010	2011	2012E	2013E
유동자산	14,031	20,581	19,812	23,279
현금 및 현금성자산	1,508	5,051	2,355	3,626
매출채권	7,027	8,871	9,442	10,739
재고자산	4,504	5,816	7,001	7,777
비유동자산	27,178	26,561	29,129	30,811
관계기업투자등	2,029	2,705	3,353	4,203
유형자산	17,744	19,224	20,947	21,734
무형자산	459	352	349	340
자산총계	41,209	47,142	48,940	54,090
유동부채	22,395	27,132	26,836	27,909
매입채무	3,567	4,281	3,854	4,444
단기금융부채	15,993	19,355	19,962	19,962
비유동부채	9,882	4,440	4,889	4,913
장기금융부채	9,546	3,665	3,691	3,691
기타비유동부채	160	577	721	746
부채총계	32,278	31,572	31,725	32,822
지배주주지분	8,255	14,477	16,070	19,972
자본금	1,422	1,675	1,675	1,675
자본잉여금	790	2,653	2,653	2,653
이익잉여금	5,725	10,469	12,071	15,973
비지배주주지분	676	1,094	1,146	1,296
자본총계	8,931	15,571	17,216	21,268

포괄손익계산서

(단위: 억원)

	2010	2011	2012E	2013E
매출액	49,570	64,574	63,099	74,064
매출원가	42,337	54,103	58,291	66,509
매출총이익	7,233	10,470	4,808	7,555
판매비와관리비	1,629	2,080	1,885	2,223
조정영업이익	5,603	8,390	2,924	5,332
기타수익	0	2,010	452	130
기타비용	0	-1,979	-352	0
영업이익	5,710	8,422	3,024	5,462
이자손익	-1,389	-1,313	-885	-813
외환손익	29	-261	-33	0
관계기업등 투자손익	845	728	778	850
세전계속사업이익	4,832	7,584	2,884	5,418
법인세비용	1,372	2,146	577	1,085
계속사업이익	3,460	5,438	2,306	4,333
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3,460	5,438	2,306	4,333
지배주주	3,160	5,056	2,251	4,183
EBITDA	7,097	9,936	4,542	7,113
FCF	5,043	2,865	-2,218	2,332
EBITDA 마진율(%)	14.3	15.4	7.2	9.6
영업이익률(%)	11.3	13.0	4.6	7.2
지배주주귀속 순이익률(%)	6.4	7.8	3.6	5.6

현금흐름표

(단위: 억원)

	2010	2011	2012E	2013E
영업활동으로 인한 현금흐름	5,622	7,663	961	4,875
당기순이익(손실)	3,460	5,438	2,306	4,333
비현금수익비용가감	3,744	5,135	2,320	2,780
유형자산감가상각비	1,384	1,460	1,548	1,713
무형자산상각비	110	85	70	69
영업활동으로 인한 자산 및 부채의 변동	-1,323	-1,960	-3,168	-1,153
매출채권 감소(증가)	-595	-1,103	-1,056	-1,386
재고자산의(증가)감소	-665	-1,303	-1,170	-775
매입채무 감소(증가)	-192	569	-935	905
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,002	-2,182	-3,039	-2,377
유형자산처분(취득)	-2,303	-2,908	-3,292	-2,500
무형자산감소(증가)	-15	-40	-57	-60
장단기금융자산의 감소(증가)	-646	569	5	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-4,176	-1,937	-617	-1,227
장단기금융부채의 감소(증가)	-2,858	-513	1,151	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금지급	0	-230	-559	-280
현금의 증가	447	3,543	-2,696	1,271
기초현금	1,061	1,508	5,051	2,355
기말현금	1,508	5,051	2,355	3,626

주요투자지표

(단위: 억원)

	2010	2011	2012E	2013E
P/E(x)	8.1	11.1	18.1	9.7
P/CF(x)	5.5	8.5	10.5	6.8
PBR(x)	3.3	4.0	2.2	1.7
EV/EBITDA(x)	6.8	7.2	13.3	8.4
EPS(원)	11,109	15,097	6,722	12,490
CFPS(원)	16,359	19,712	11,553	17,810
BPS(원)	27,415	42,185	56,362	70,383
DPS(원)	1,000	2,000	1,000	1,500
매출액증가율(%)	-28.1	30.3	-2.3	17.4
EBITDA 증가율(%)	45.1	40.0	-54.3	56.6
조정영업이익증가율(%)	407.7	49.7	-65.2	82.4
지배주주순이익증가율(%)	흑전	60.0	-55.5	85.8
EPS 증가율(%)	흑전	35.9	-55.5	85.8
매출채권회전율(회)	5.4	8.1	6.9	7.3
재고자산회전율(회)	6.9	12.5	9.8	10.0
ROA(%)	5.3	12.3	4.8	8.4
ROE(%)	49.1	44.5	14.7	23.2
부채비율(%)	361.4	202.8	184.3	154.3
순차입금/자기자본(%)	263.8	113.3	122.0	92.8
영업이익/이자비용(x)	3.9	6.0	2.9	5.6