

BUY (Maintain)

주가(10/13) 203,000원
목표주가 310,000원

키움증권 

Company Brief 2011. 10. 14

금호석유 [011780]

3분기 연속 컨센서스 상회, 4분기 이어갈 듯

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

- 3분기 영업이익 2,191억원(YoY +54.1%, QoQ -20.6%)로 3분기 연속 컨센서스 상회
- 3/4를 상회하는 고무 수출에 미친 환약세 영향 및 예상대비 낮은 BD투입가가 주요인
- 주요 원재료인 BD 가격 하락대비 미미한 합성고무 가격 인하로 마진은 벌어지는 추세, 4분기 주요 화학사 중 전기비 이익개선이 기대되는 업체
- 목표주가 310,000원, 'Buy(매수)', Top Pick 의견 유지함

3분기 연속 컨센서스 상회

당사 추정치 및 최근 시장 컨센서스를 각각 24.2%, 16.8% 상회하는 3분기 영업이익 2,191억원(YoY +54.1%, QoQ -20.6%) 발표. 매출액은 16,603억원(YoY +30.1%, QoQ -2.8%)로 조기 정기보수로 인한 판매량 약 10% 감소 및 중국 긴축 정책 지속에 따른 합성수지 약보합에 따른 가동률 조정 등으로 전기비 소폭 하락.

영업이익은 주요 원재료인 BD가격 급등 및 일부 정기보수에도 불구하고 기대치를 상회하는 호실적 발표. 주된 이유는 1) 약 75%를 수출하는 합성고무부분에서 원화 약세에 따른 영업이익 증가효과가 약 250억 추가 발생하였고, 2) BD Spot 가격 급등에도 불구하고, 일부 저가 물량 Mix 및 자체 BD 생산에 따른 투입단가가 예상을 하회하는 3,700USD/MT대에 유지될 수 있었기 때문(당초 4,000USD/MT 예상). 이로써 동사는 1분기 이후 시장컨센서스를 3분기 연속 상회하는 호실적 기조를 이어감. 법인세차감전 이익은 영업외에서 원화약세에 따른 환산손 약 650억 발생에 따라 전기비 48.6% 감소한 1,406억원 발표. 당사에서는 원화 가치 개선을 예상하므로, 이는 일회성 요인으로 판단함. 합성고무 Capa(82.3만톤)의 58.4%를 차지하는 SBR 마진이 지속 개선되고 있다는 점도 주목할 필요 있음.

전통적인 화학 비수기인 4분기 동사 영업이익은 오히려 전기비 14.8% 개선될 것으로 예상함. 주된 이유는 원재료 비중에서 가장 높은 BD가격이 6월말 최고치 대비 Spot 기준 45.5%나 하락하였음에도 불구하고, 합성고무 가격은 12.1%만 하락한 상황임. 즉 Cost 하락에도 불구하고, 타이트한 합성고무 업황에 따라 가격은 덜 빠지면서 마진은 개선되는 추세로 이는 당사 기존 가정과 동일한 추세임. 화학에서는 Cost-push/pull이 중요할 뿐 아니라, 자체 업황이 결국 마진을 결정하는 구조로 판단하기 때문.

Still Hungry

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 목표주가 310,000원(시장평균 Forward 기준 PER 10배), 투자의견 'Buy(매수)', Top Pick 의견 유지함.

- 당사는 10월 13일 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 (10/13)	1,823.10pt	
시가총액	52,857억원	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고최저가 대비	253,000원	69,500원
등락률	-19.8%	192.1%
수익률	절대	상대
1M	16.0%	15.4%
6M	16.0%	35.0%
1Y	185.5%	193.8%
발행주식수	28,448천주	
일평균 거래량(3M)	314천주	
외국인 지분율	9.0%	
배당수익률(11E)	0.5%	
BPS(11E)	49,581원	
주요 주주	박철완	12.0%
	박준경	8.6%

투자지표	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액(억원)	28,017	38,863	65,177	75,189	89,358
증감율(%YoY)	-12.0	38.7	67.7	15.4	18.8
영업이익(억원)	1,162	3,596	10,289	13,881	15,998
증감율(%YoY)	-58.7	209.5	186.1	34.9	15.3
EBITDA(억원)	2,180	4,683	11,445	15,078	17,032
세전이익(억원)	-8,419	5,951	9,162	13,800	16,349
순이익(억원)	-6,148	4,714	6,871	10,460	12,393
EPS(원)	-21,613	16,571	24,154	36,770	43,562
증감율(%YoY)	적지	흑전	45.8	52.2	18.5
PER(배)	-1.3	3.0	8.4	5.5	4.7
PBR(배)	1.4	1.6	4.1	2.4	1.6
EV/EBITDA(배)	13.1	7.0	6.1	3.9	3.1
영업이익률(%)	4.1	9.3	15.8	18.5	17.9
ROE(%)	-52.9	88.1	78.1	74.3	51.0
순부채비율(%)	399.0	220.7	120.8	26.4	-0.3

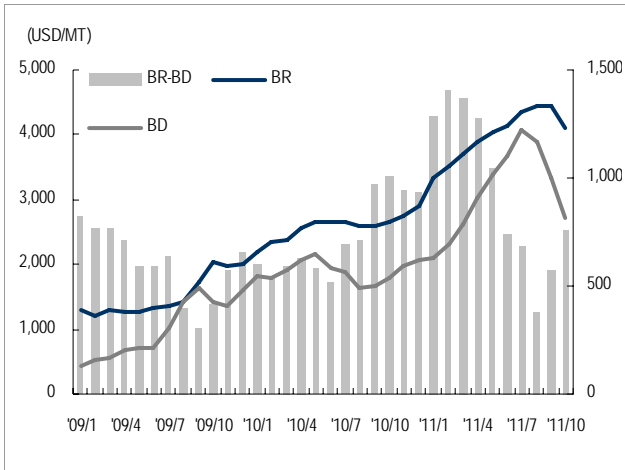
수익추정 Brief

Earnings Forecast											(억원, %)
	매출액	영업이익	EBITDA	세전이익	순이익	EPS (원)	BPS (원)	CFPS (원)	PER (X)	PBR (X)	ROIC (%)
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	65,177	10,289	11,445	9,162	6,871	24,154	49,514	30,623	8.4	4.1	44.4
2012E	75,189	13,881	15,078	13,800	10,460	36,770	85,475	37,810	5.5	2.4	48.0
2013E	89,358	15,998	17,032	16,349	12,393	43,562	127,425	43,935	4.7	1.6	64.1

Interim Earnings											(억원, %)
	1Q11	2Q11E	3Q11E	4Q11E	1Q12E	2Q12E	3Q12E	4Q12E	2011E	2012E	
매출액	16,002	17,074	16,603	15,498	16,932	18,182	19,093	20,982	65,177	75,189	
영업이익 (YoY %)	2,864	2,755	2,191	2,479	2,517	3,291	3,701	4,372	10,289	13,881	
세전이익	340.9	179.6	141.3	135.4	-12.1	19.4	68.9	76.4	186.1	34.9	
순이익	2,778	2,350	1,406	2,629	2,492	3,076	3,577	4,654	9,162	13,800	
EBITDA	2,073	1,781	1,025	1,993	1,889	2,332	2,711	3,528	6,871	10,460	
EBITDA	3,250	3,044	2,480	2,671	2,816	3,590	4,000	4,671	11,445	15,078	
Margin (%)											
영업이익률	17.9	16.1	13.2	16.0	14.9	18.1	19.4	20.8	15.8	18.5	
세전이익률	17.4	13.8	8.5	17.0	14.7	16.9	18.7	22.2	14.1	18.4	
순이익률	13.0	10.4	6.2	12.9	11.2	12.8	14.2	16.8	10.5	13.9	
EBITDA margin	20.3	17.8	14.9	17.2	16.6	19.7	21.0	22.3	17.6	20.1	

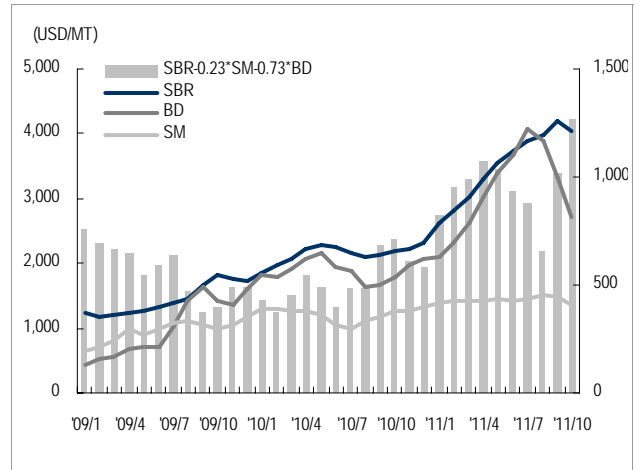
자료: 금호석유, 키움증권(2010년까지 K-GAPP 개별, 2011년 이후 K-IFRS 연결 기준)

BR 가격 및 마진(사차 감안)



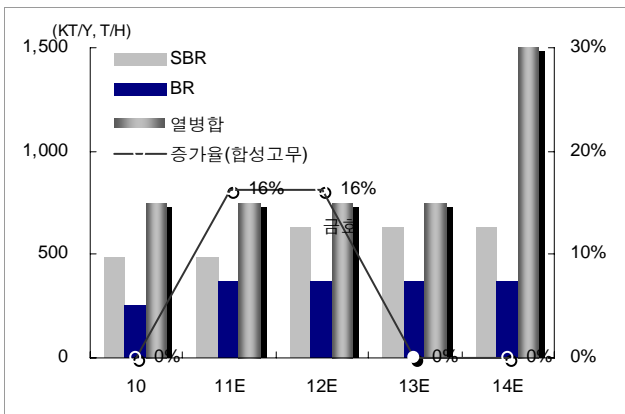
자료: Cischem, KITA, 키움증권
 주: BR은 한국 수출가격 기준, BD는 CFR SEA 기준

SBR 가격 및 마진(사차 감안)



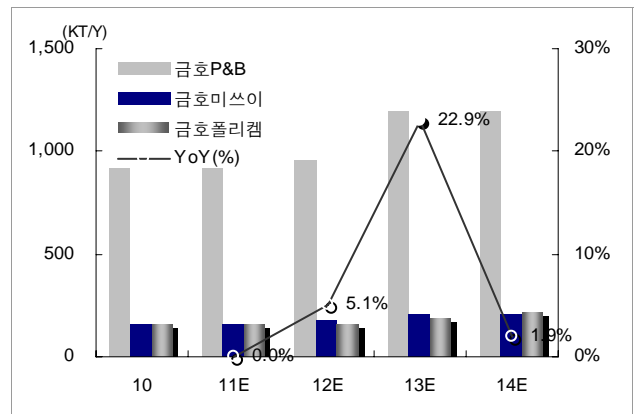
자료: Cischem, KITA, 키움증권
 주: SBR은 한국 수출가격 기준, BD, SM은 CFR SEA 기준

금호석유 Capa 추이 및 성장률



자료: 금호석유, 키움증권
 주: 열병합발전은 스팀생산량 기준

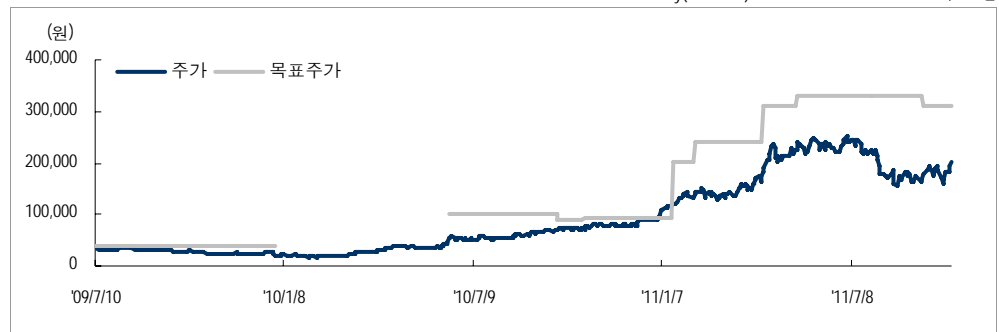
자회사 3사 Capa 추이 및 연간 성장률



자료: 금호석유, 키움증권
 주: 금호P&B Capa(페놀, 아세톤, BPA 합산), 금호미쓰이(MDI, Aniline 합산), 금호폴리캠(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	
2011/10/14	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