

2007.06.25

BUY(Maintain)

TP: 90,000원 (Up)

금호석유 [011780]

2007년 하반기, 주가 한단계 더 Jump Up 한다!!!

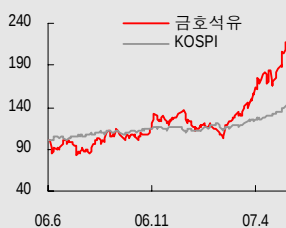
화학

Analyst 황규원

02-3770-3564

1kyuwon1@myasset.com

주가	52,400 원
자본금	1,422 억원
시가총액	13,322 억원
주당순자산	28,688 원
부채비율	218.60%
총발행주식수	28,447,933 주
60일 평균 거래대금	91 억원
60일 평균 거래량	210,086 주
52주 고	55,100 원
52주 저	20,500 원
주요주주	박철원의 6인 40.3%
외인지분율	15.90%



■ Valuation 및 투자이전 : 목표가격 90,000원으로 추가 상향

금호석유(011780)에 대해서는 목표가격을 60,000원에서 90,000원으로 추가 상향조정 한다. 기대이상의 호황국면에 진입한 합성고무 부문, 중국 Haier(주)과의 전략적 제휴를 통한 합성수지 사업 흑자전환, 계열사 가치(대우건설(주) 인수효과, 비상장사 상장추진 등) 상승 등을 반영했다. 이미, 기업가치 Jump-Up 을 확인 하는 단계에 진입한 것으로 판단된다. 2007년 2분기 사상최고의 영업이익(453 억원 추정, 전분기 317억원)이 증명할 것이다. Steady Buy 가 바람직하다.

■ 신규개시 목표가격 90,000원 구성 :

상향조정된 목표가격(90,000원, 순기업가치 1.7조원)은 Sum of Part 방식으로 계산했다. 계산식은 “합성고무/합성수지/유틸리티 영업활동에 의한 주당 기업가치 78,000원 + 투자활동(금호산업(주), 아시아나(주), 금호타이어(주), 대우건설(주), 금호 P&B(주), 금호생명(주), 금호렌터카(주) 등 지분가치)에 의한 주당 기업가치 88,000원 - 주당 순차입금(우선주 포함) 가액 76,000원” 등이다.[2p, 표2]

■ 2007년 ~ 2009년 기업가치 Jump- Up 단계 진입 :

(1) 기대이상의 호황이 진행되고 있는 합성고무 부문은 기업가치 60,000원을 유지하는 안정판이다. 2007년 ~ 2009년 합성고무 영업이익 914억원은 2006년 대비 97% 대폭 증가할 전망이다.

(2) 주가를 90,000원으로 높이는 동력은 합성수지의 흑자전환 가능성이다. 2007년 하반기 ABS 창호 출시, 중국 Haier(주)과의 전략적 제휴 등이 계기이다.

(3) 계열사 가치 상승(대우건설(주) 인수효과 및 금호렌터카(주)/금호생명(주) 상장추진)은 또다른 기업가치 동력이다. 2007년 ~ 2009년 평균 지분법이익은 1,536 억원으로, 2006년 대비 54% 성장이 기대된다.

Earnings Estimate

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	매출액	매출증가율	영업이익	순이익	EPS	증가율	PER	PBR	EV/EBITDA	ROA	ROE
2005	17,093	13.4	1,204	1,214	4,692	-5.8	4.2	0.7	6.2	6.7	15.6
2006	17,530	2.6	869	877	3,361	-28.4	9.8	1.2	14.2	3.8	10.6
2007E	20,181	15.1	1,537	1,480	5,732	70.5	9.1	1.7	13.8	5.5	17.4
2008E	22,838	13.2	1,875	2,070	8,051	40.5	6.5	1.4	12.2	7.0	21.2
2009E	21,903	-4.1	2,165	2,499	9,742	21.0	5.4	1.1	10.2	7.9	21.0

I. 결 론 : 목표가격 90,000원으로 상향, 끈질긴 Buy & Hold 전략 권고

금호석유(011780)은 07년 하반기 화학/에너지 업종 Top Picks 중의 하나

07년 ~09년 영업가치 및 투자자산 가치 동시 성장 진입

07년 2분기 영업이익 450억원 수준으로 사상최고치 갱신 = 기업 Turning Around 확인 계기

금호석유(011780)의 목표가격을 60,000원에서 90,000원으로 높이면서, 꾸준한 매수(Steady Buy) 전략을 권고한다. 당사는 LG 화학(목표가격 90,000원, 화학 및 산업재 Turning Around), LG 상사(목표가격 42,000원, 07년 하반기 카자흐스탄 자원개발 성과)와 더불어, 2007년 하반기 반드시 보유해야 할 화학/에너지 3인방 중의 하나이다. 적극적인 구조조정을 통해, 기업가치 상승국면에 진입했기 때문이다.

동사 기업특징은 “2007년 상반기 합성고무 실적 상승추세 회귀 → 2007년 하반기 합성수지 흑자전환 → 2008년 금호그룹 지배회사로서의 역량강화” 등으로, 기업가치 상승이 지속될 것이다. 단순히, “금호그룹의 법적 지주회사에서 탈락된다”는 이유로 투자대상에서 제외시키는 우(愚)를 범하지 말아야 한다. 법적 지주회사(금호산업주)에 대한 지배회사이다.[표1]

특히, 2007년 2분기 실적은 기업가치 상승 기대감을 1차로 확인하는 계기일 것이다. 예상 매출액 5,496억원(전분기 4,924억원), 영업이익 453억원(전분기 317억원), 순이익 420억원(255억원) 수준이다. 분기사상 최고치의 영업이익이 될 것이다. 합성고무 초호황 결과이다.

표 1 : 금호석유의 기간별 기업가치 변화

구 분	06년 Buy 제시	07년 4월 목표가격 상향	07년 6월 목표가격 추가 상향
목표가격	40,000 ~ 45,000원	45,000원 → 60,000원	60,000원 → 90,000원
투자포인트	▶06년 하반기 일시적인 기업가치 약세 국면 진행 ① 06년 하반기 Butadiene 가격 폭등으로, 합성고무 수익성 급격히 하락 ② 합성수지(ABS/PS) 적자지속 ③ 대우건설주 인수로 인한 자금부담 우려 확산	▶07년부터 선순환 구조 재 진입 (합성고무 이익 증가 → 합성수지 흑자) ① 원료가격 안정화로, 합성고무 이익성장 본격화 ② 07년 하반기 합성수지 흑자전환 기대 (ABS 창호 출시 기대감) ③ 제2열병합 발전소 착공으로, 성장동력 확보	▶ 탄탄한 실적 Turning Around를 바탕으로, 지주회사의 지배회사 가치 부각 ① 원료가격 장기 안정국면 진입 및 신규증설로, 안정적인 이익성장 지속 ② 중국 Haier(주)과의 전략적 제휴효과 기대 (난연 및 내열성 PS 및 ABS 납품 증가) ③ 계열사 가치 상승 및 차입금부담 감소 (금호렌터카주, 금호P&B주, 금호생명주) 상장 추진, 대우건설주, 아시아나항공주 지분매각 가능성)

표 2 : 금호석유(주)의 Valuation 변경 내역

구 분	변경전 (07.04.25)	변경후 (07.06.25)	주요 내역
(+)영업활동 기업가치	11,075억원	15,303억원	▶합성고무/합성수지 07 ~ 09년 평균 EBITDA 1,251억원 × 적정 EV/EBITDA 6.3배 ▶유틸리티/고무약품 07 ~ 09년 평균 EBITDA 1,123억원 × 적정 EV/EBITDA 6.5배
(+)투자활동 기업가치	14,988억원	17,296억원	▶ 상장기업 가치 : 금호산업주 순자산 3,758억원 × PBR 0.85배, 아시아나주 1,632억원×1.1배 금호타이어주 3,131억원×1.0배, 대우건설주 4,000억원(4.49% 인수가격 반영) ※ 상장기업 적정 PBR = 05년 ~ 07년 평균치 ▶ 비상장기업 가치 : 금호생명주 741억원×2.0배, 금호P&B주 716억원×1.6배 금호미쓰이주 559억원×1.0배, 금호폴리켐주 272억원×1.0배, 금호렌터카주 691억원×2.1배 ※ 비상장기업 적정 PBR = 05년 ~ 07년 업종 평균 PER × 06년 당해기업 ROE × 적용율 ▶ 잠재자산 가치 : 러시아 서캅카스 유전 2,172억원(가능 매장량 100억bbls 중 10% 실현 가정)
(-)순차입금 가치	14,063억원	14,299억원	▶총차입금 14,318억원 - 현금성자산 19억원
(-)우선주 가치	484억원	605억원	▶우선주 302만주 × @ 20,000원
보통주주주가치(A)	11,740억원	17,695억원	
발행주식수(B)	1,983만주	1,983만주	▶총발행주식수 2,542만주 - 자사주 559만주
주당 주주가치(A/B)	60,000원	90,000원	▶ 목표가격 상향 이유 : 기대이상의 합성고무 호조, 중국 Haier(주)과의 제휴 효과, 계열사 가치 상승

Source : 동양증권증권 리서치센터

II. 목표가격을 또다시 높이는 이유 : 금호그룹 지배회사로서의 역량강화

목표가격 60,000원에서
90,000원으로 상향

07 ~ 09년 영업이익
1,859억원으로 06년 대비
130% 이상 급증

2007년 6월 말 목표가격을 기존 60,000원에서 90,000원으로 상향조정한다. 기대이상의 합성 고무 수익개선, 2007년 하반기 합성수지 흑자전환 기대감, 투자유가증권 가치 상승 등을 반영한 결과이다. 특히, 금호그룹 지주회사(금호산업주)에 대한 지배회사로서의 가치 상승을 주목해야 할 것이다.

2007년 ~ 2009년 평균 영업이익 추정치를 기존 1,689억원에서 신규 1,859억원으로 높였다. 2006년 대비 130% 이상 급증한다. 구체적인 연간 영업이익 흐름을 살펴보면, “2004년 1,146억원 → 2005년 1,204억원 → 2006년 869억원 → 2007년 1,537억원(E) → 2008년 1,875억원(E) → 2009년 2,165억원(E)” 등이다.[표3]

(1) 기대이상의 합성고무 수익 개선

적정주가를 90,000원으로
높은 기초 토대 :
합성고무 07년 ~ 09년
영업이익 급성장세

2007년 1분기부터 시작된 합성고무 부문은 안정성장 국면에 진입한 것으로 판단된다. 핵심 원료인 Butadiene 가격 안정세, 수요처를 확보한 신규증설 효과 등이 기대이상이다. 구체적으로, 2007년 ~ 2009년 합성고무 영업이익 추정치를 기존 682억원에서 신규 914억원으로 높였다. 동 금액은 2006년 대비 97% 높아지는 수준이다. 2004년 1,146억원 → 2005년 1,204억원 → 2006년 869억원 → 2007년 1,537억원(E) → 2008년 1,875억원(E) → 2009년 2,165억원(E)” 등이다. [표4]

1) Butadiene(주원료) 가격
장기안정국면 진입

첫째, 2007년 초를 기점으로 Butadiene(합성고무 원료) 가격은 하향 안정국면에 진입했다. Butadiene 가격(Asia Spot)은 2006년 9월 1,640\$/MT 고점을 기록한 이후, 2007년 6월 말 880\$/MT 까지 급락세를 시현했다. 2007년 하반기 Butadiene 가격은 800\$/MT 붕괴가 예상되고 있다. 신규 증설로 인해, 아시아 시장에서의 공급압박이 가중되고 있기 때문이다. 2007년 상반기 대만 Formosa(주) 18만톤/년에 이어, 하반기에는 중국 Maoming 석화(주)와 말레이시아 Titan(주) 10만톤 증설이 예정되어 있다. [그림2/3]

표 3 : 금호석유(주) 사업부문별 실적추정 변경내역

구 분	2006	변경전(07.04.16)			변경후(07.06.25)		
		2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E
매출액(억원)	17,530	20,522	20,330	21,588	20,181	22,838	21,903
합성고무	8921	10,178	10,893	11,117	9,649	11,754	11,053
합성수지	7,205	8,259	6,765	7,467	8,652	8,457	7,403
고무약품/유틸리티	1,404	2,084	2,671	3,004	1,880	2,627	3,447
영업이익(억원)	869	1,475	1,733	1,860	1,537	1,875	2,165
합성고무	464	711	658	678	917	966	860
합성수지	△86	△21	65	60	14	110	153
고무약품/유틸리티	491	786	1,010	1,121	606	799	1,152
순이익(억원)	923	1,520	1,915	2,207	1,480	2,070	2,499

주: 07년 실적 개선 요인 - 합성고무 호황, 08년 실적개선 요인 - 합성고무 고무약품 증설 및 합성수지 흑자전환, 09년 실적개선 요인 - 제2 열병합발전소 가동
Source: 동양종합금융증권 리서치센터

Butadiene 가격 안정세는 2010년까지 지속될 전망이다. 구체적으로, 신규공급설비 계획을 고려할 때, “2007년 급락 → 2008년 안정세 → 2009년 ~ 2010년 추가 하락”으로 진행될 것이다. 세계 증설 계획을 살펴보면, “2007년 45만톤/년 → 2008년 30만톤/년 → 2009년 35만톤/년 → 2010년 70만톤 → 2011년 15만톤” 수준이다. 연간 세계 수요는 30 ~ 35만톤/년 정도 증가하게 된다. “Butadiene 공급물량 압박증가 = 가격 안정화”로 이어질 것이다.

2) 07.12월 합성고무
생산능력 26% 증가 및
판매처 확보

둘째, 2008년 신규증설에 따른 규모의 경제를 기대할 수 있다. 2006년 말 ~ 2008년 동안, 동사의 합성고무 생산능력이 26%(06년 말 BR/SBR 생산능력 47.2만톤 → 07년 12월 59.3만톤) 증가하게 된다. 중국의 자동차시장 성장세(06 ~ 10년 연평균 12%)를 고려할 때, 신규증설 물량은 중국 수출을 통해 소화 가능하다. 중국의 연간 타이어 수요는 2004년 2.0억본 → 2008년 3.0억본으로 증가할 전망이다. 신규증설로, 합성고무 세계 2위업체로 등극하게 된다. Goodyear(주) 71.4만톤, 금호석유(주) 59.3만톤(증설후), Sinopec(주) 48.0만톤 순이다. [그림1]

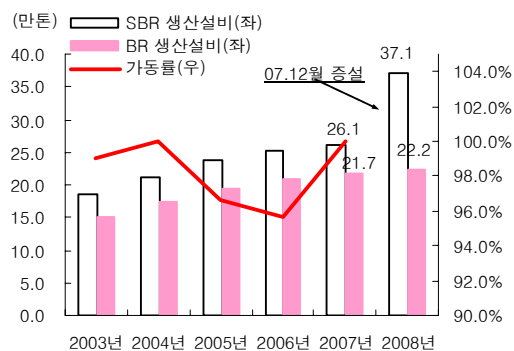
SBR(Syrene Butadiene Rubber, 타이어원료) 증설계획을 살펴보면, “2006년 말 26.1만톤/년 → 2007.12월 37.1만톤/년(울산공장 신규증설 11만톤/년)” 등이다. BR(Butadiene Rubber)는 2006년 말 21.1만톤/년 규모에서 2007년 말 22.2만톤(여수공장 1.1만톤/년)

표 4 : 금호석유(주) 합성고무 전망

구 분	2007년 ~ 2009년 예상 특징
고무사업 (매출액 50%)	▶ 06년 일시적 이익 약세 이후, 지속적 상승국면 진입 ▶ 07년 ~ 09년 영업이익 914 억원은 06년 대비 97% 증가 ▶ 07년 상반기 적정 기업가치를 40,000 원 → 60,000 원으로 높인 토대 ▶ 07년 ~ 09년 실적 강세 배경 : ① 주원료(Butadiene) 가격 안정화 ② 07년 12월 신규 증설 효과 SBR 26.1 만톤/년 → 37.1 만톤/년 BR 21.1 만톤/년 → 22.2 만톤/년 ③ 합성고무 세계 시장지위 상승(06년 3위 → 07년 말 2위) 따른 판매가격 협상력 상승

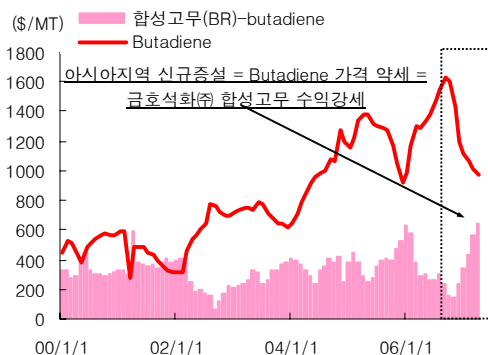
Source: 금호석유, 동양증권증권 리서치센터

그림 1 : 금호석유(주) 합성고무 생산능력 추이



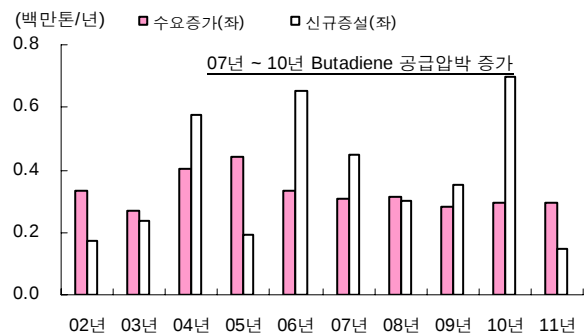
Source: 금호석유, 동양증권증권 리서치센터

그림 2 : Butadiene 가격 및 합성고무 수익지표 추이



Source: 무역협회, 석유화학공업협회, 동양증권증권 리서치센터

그림 3 : Butadiene 세계 수급전망



Source : 석유화학공업협회, 동양증권증권 리서치센터

(2) 2007년 하반기 합성수지 흑자 전환 기대

목표가격 90,000원으로
자신있게 높일 수 있는
추가 동력 :
합성수지 07년 하반기
흑자 전환

1) ABS 창호제품 출시로, 연간 100억원 수준의 영업이익 개선 기대

2007년 하반기 주목해야 할 변화는 합성수지(ABS/PS)의 흑자 전환 가능성이다. 2007년 하반기 기업가치를 60,000원에서 90,000원으로 높이는 동인이 될 것이다. ABS 창호 출시 및 중국 Haier(주)과의 전략적 제휴 추진 등을 고려할 때, 충분히 실현 가능하다.[표5]

2008년 ~ 2009년 합성수지 영업이익의 추정치는 92억원 수준으로, 2005년 ~ 2006년 평균 114억원 적자 상황을 고려할 때, Turning Around 로 표현할 수 있을 것이다. 연간 영업이익 전망치를 살펴보면, "2005년 △142억원 → 2006년 △86억원 → 2007년 14억원(E) → 2008년 110억원(E) → 2009년 153억원(E)" 등이다. [그림4]

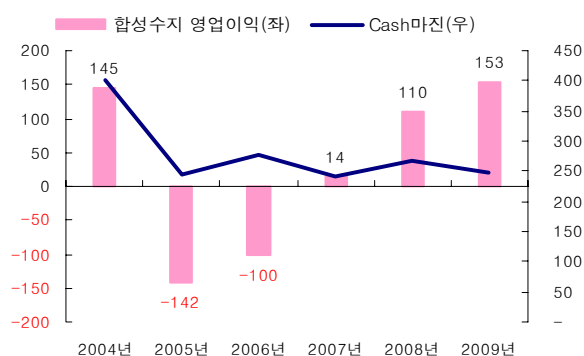
첫째, ABS 창호 출시는 합성수지 수익 환경 개선의 첫단추이다. 2007년 7월부터 ABS 창호(기존 PVC 창호 대체)를 계열사인 금호산업(주) 및 대우건설(주)에 납품할 계획을 가지고 있다. 국내 PVC 창호시장 7,000억원 중 8%(대우건설(주) 및 금호산업(주)의 건축부문 국내시장 점유율)를 대체할 경우, 연간 600억원 매출액과 90 ~ 120억원 수준의 영업이익 개선(영업이익률 15% 이상)을 기대할 수 있다. ABS 제품의 우수한 물성(촉감 및 색감) 및 주택고급화 경향을 고려할 때, 성공 가능성이 충분하다.[표6]

표 5 : 금호석유(주) 합성수지 가치 재조명

구 분	2007년 ~ 2009년 예상 특징
합성수지 부문 (매출비중 40%)	▶ 07년 하반기를 기점으로, 흑자전환 예상 07년 ~ 09년 영업이익 92 억원은 06년 대비 흑자전환 ▶ 07년 하반기 동사 적정가격을 60,000 원에서 90,000 원으로 높일수 있는 동력 ▶ 07년 하반기 합성수지 흑자전환 예상 근거 : ① ABS 창호 및 고급 EPS 건축소재를 대우건설(주) 및 금호산업(주)에 납품 ③ 중국 Haier(주)과의 전략적 제휴를 통해, 내열 및 난연성 합성수지(ABS/PS) 매출 확대

Source: 금호석유, 동양증권증권 리서치센터

그림 4 : 금호석유(주)의 합성수지 매출 및 영업이익 전망



Source: 동양증권증권 리서치센터

표 6 : ABS 창호시장 진출 효과

구 분	금 액	비 고
매출액 (A = a×b×c)	620 억원	
PVC 시장 (a)	22 만톤/년	▶국내시장 규모 7,000 억원
시장대체율 (b)	8.8%	▶금호산업(주) 및 대우건설(주) 국내 건축시장 점유율
ABS 창호가격 (c)	320 만원/MT	▶PVC 평균 창호가격
영업이익 (B = A×d)	90~120 억원	▶ABS 창호출시 기대 수익
예상영업이익률(d)	15 ~ 20%	▶LG 화학(주)의 ABS Door 이익률은 25%를 상회.
		▶OEM 생산업체인 현우공업 (주) 수취 이익률 5%

주: 생산방식은 "금호석유(주) 고급형ABS 레진 생산 → (공급) → 현우공업(주) ABS 창호 제작 → (납품) → 금호석유(주) → 대우건설(주) / 금호산업(주)에 판매"

Source: 금호석유, 동양증권증권 리서치센터

표 7 : 중국 Haier(주)의 전략적 제휴시 1 차 효과(PS 납품효과)

구 분	금 액	비 고
매출액 (A = c×d)	1,088 억원	
금호석화 PS Capa (a)	17.7 만톤/년	▶기준설비 가동률 50% 정체
추가가동률 (b)	50%	▶Haier 납품으로 추가가동 예상
연간판매량 (c=a×b)	8.9 만톤/년	
PS 판매가격 (d)	123 만원/톤	▶톤당 가격 1,300\$/MT 가정
[별칭] PS 추가판매 가능성		
LG 전자(주) 플라스틱 구입량	9.2 만톤/년	
Haier(주) 냉장고 Capa 비율	3.6	▶Haier 700 만대 / LG 197 만대
Haier(주) 플라스틱 구입량	33 만톤/년	
영업이익 (B = A×e)	54 억원	▶Haier(주) 제휴로 통해 얻는 수익
예상영업이익률 (e)	5%	▶제일모직(주)의 Captive 시장 납품이익률 적용

Source: Haier, 금호석유, 제일모직, 동양증권증권 리서치센터

생산 프로세스는 “금호석유(주) 건축용 ABS Resin(쌀알 모양의 ABS 플라스틱 알갱이) 생산 → (공급) → 현우공업(주)에서 사출 성형 → (납품) → 금호석유(주) → (납품) → 대우건설(주) / 금호건설(주)” 등이다. 영업이익률 15% 정도를 목표로 사업이 진행되고 있다. ABS 창호와 유사한 ABS Door 의 이익률(20 ~ 30%)을 참고하고 있다. “현우공업(주)에 대해 약 5% 수준의 가공 수수료를 지불한다” 고 가정할 때, 동사는 15%의 영업이익률을 확보할 수 있다.

2) 중국 Haier 과의 전략적 제휴를 통해, 연간 50억원 이상의 추가 영업이익 기대

둘째, 중국 Haier(세계 2위 백색가전 업체)과의 전략적 제휴는 합성수지 Turning Around 의 또 다른 동력이다. 예상대로 2007년 하반기에 전략적 제휴가 성립하게 되면, 2가지 효과를 기대할 수 있다. 1차 효과는 미가동 PS(Poly Styrene, 백색가전 내외장재 소재) 설비 재가동에 따른 효과 이다. 연간 50억원 수준의 영업이익의 증가를 기대할 수 있다. 계산식은 “금호석유(주) PS 생산 Capa 17.7만톤/년 × 그동안 가동되지 못했던 설비 가동 50% × 판매가격 1,300\$/MT × 적정 이익률 5%” 등이다. 냉장고 또는 세탁기용 PS Resin 을 1차적으로 납품 가능하며, 이익률은 제일모직(주) 및 LG 화학(주)의 Captive Market 납품 이익률을 적용했다. 2차 효과는 고급화 IT 소재 매출 증가를 기대할 수 있다. Haier(주)의 고급화 가전제품(TV 등) 출시에 맞추어, 고부가가치 ABS/PS 등을 공동개발 납품할 수 있다.[표7]

(3) 투자자산 가치 상승세 지속 : 법적 지주회사에 대한 지배회사

목표가격 90,000원을 제시할 수 있는 또다른 가치 : 금호산업(주)에 대한 지배회사 효과

2007년 하반기 ~ 2008년 투자자산 가치 추가상승이 기대된다. 2007년 하반기 기업가치를 60,000원에서 90,000원으로 높이는 또다른 요인이다. 대우건설(주) 인수에 따른 지분법이익 증가 및 자산 상장/매각 가치 상승에 주목해야 한다. 투자유가증권 가치를 기존 1.5조원에서 1.7조원으로 높였다.[표8/9]

1) 계열사인 대우건설(주) 이익증가 효과 가시화

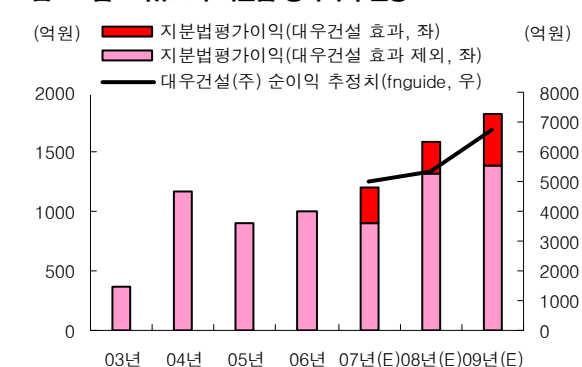
첫째, 대우건설(주) 인수효과가 투자자산 이익(지분법이익)으로 나타날 것이다. 2007년 ~ 2009년 평균 지분법이익은 1,536억원으로 2006년(996억원) 대비 54% 성장이 기대된다. 2006년 주가 압박요인으로 작용했던 대우건설(주) 인수가 기업가치 상승요인으로 바뀌고 있다. 대우건설(주) 순이익(07년 ~ 09년 평균 5,680억원, Fnguide 추정치 인용)으로부터 발생하는 직/간접적인 동사의 지분법이익 증가규모는 연간 320억원 수준이다.[그림5]

표 8 : 금호석유(주) 투자자산 가치 상승

구 분	2007년 ~ 2009년 예상 특징
투자자산 가치 상승	▶ 금호그룹 지주회사(금호산업(주))의 지배회사로서의 가치 지속적 상승 전망 07년 ~ 09년 지분법이익 1,536 억원은 06년 대비 54% 증가 기대 ▶ 07년 하반기 동사 적정주가를 60,000 원에서 90,000 원으로 높이는 추가 동력 ▶ 동사 투자자산 가치 증가 배경 : ① 대우건설(주) 인수 효과 확대 ② 지주회사로서 금호산업(주) 기업가치 지속적 상승 ③ 적자사업이었던 금호 P&B(생산 : 페놀 및 BPA)의 흑자전환 ④ 비상장 계열사 중 08년 상장 추진 기대감 (금호엔터카(주), 금호생명(주), 금호 P&B(주) 등)

Source: 동양증권증권 리서치센터

그림 5 : 금호석유(주)의 지분법 평가이익 전망



Source: Fnguide, 동양증권증권 리서치센터

2) 금호렌터카(주),
금호생명(주) 상장 추진

둘째, 2008년 상반기에 비상장 투자기업의 상장이 구체화될 것이다. 금호렌터카(자동차 렌탈 서비스), 금호생명(생명보험), 금호 P&B(고급 IT 소재 원료인 BPA 생산) 등이 대상이 될 수 있다. 투자지분을 고려한 상장가치(유상증자를 미고려)를 살펴보면, 금호렌터카(지분을 77.8%) 1,489억원, 금호생명(23.8%) 1,519억원, 금호 P&B(77.8%) 1,800억원 수준이다.

3) 금호산업(주)이 단독
법적지주회사로 선정됨에
따라, 금호그룹 금융계열사
지분 인수효과 기대

셋째, 지주회사에 대한 지배회사로서의 가치상승을 기대할 수 있다. 금호산업(주)의 지주회사 조건 충족과정에서 동사가 보유한 금호산업(주), 대우건설(주), 금호아시아나(주) 등의 지분매각이 진행될 가능성이 높기 때문이다. 우선, 금호산업(07.05.10일 기준, 지분율 26.34%)는 대주주에게 지속적으로 이전될 것이다. 대주주 일가(박삼구/박찬구/박재영/박철완/박세창/박준경)가 보유한 금호산업(법적 지주회사) 지분이 너무 낮기 때문이다(07.05월 22.1%). 뿐만 아니라, 동사 보유 대우건설 지분(지분율 4.5%)도 금호산업(주)으로 매각될 것이다. 법적 지주회사인 금호산업(주)이 대우건설 지분을 18% 정도 밖에 보유하고 있지 않기 때문이다(금호산업(주)는 상장 자회사 지분 20%와 비상장 자회사 지분 40% 이상을 보유해야 함). 아시아나항공(주)은 그룹외로 매각될 가능성이 높다. 금호산업(주)은 31% 수준의 경영권 방어에 충분한 지분을 보유하고 있기 때문에, 동사가 아시아나(주) 지분 14.6%를 보유할 특별한 이유가 없다.

반면, 금호생명(주)에 대해서는 금호산업(주)으로부터 지분 20.38%를 양수 받을 가능성이 높다. 사업 지주회사(금호산업(주))는 금융계열사를 보유할 수 없기 때문이다. 금호산업(주) 보유분 금호생명(주) 지분을 인수받을 경우, 총 지분율은 44.6%로 높아진다. 안정적인 경영권을 확보할 수 있는 수준이다. 금호생명(주) 상장가치(6,382억원, 주당 10,800원)를 고려할 때, 동사의 자산가치는 2,850억원에 이를 수 있다.[8p, 그림6]

표 9 : 금호석화 투자자산의 공정가치 분석

구 분	주요사업	지분율 (a)	재무자료(06 년기준)			적정PBR				적정가치 (억원, d×g)
			매출액 (억원)	순이익 (억원, b)	ROE (억원, c)	순자산 (d)	적정 PER (배, e)	적용률 (%.f)	적정PBR(배, g=c×e×f)	
[상장계열사]										
금호산업	건설(10위)	32.6%	16,286	1,943	17%	3,580	최근 3년간 PBR 적용 취득원가 적용		0.85	3,043
금호타이어	타이어 생산	34.2%	18,196	11	0.1%	2,989			1.0	2,989
아시아나항공	항공운송	14.6%	34,515	1,306	13%	1,484			1.1	1,632
대우건설	건설	4.5%	57,291	4,383	16%	1,226				4,000
[비상장계열사]										
금호P&B	BPA생산	77.8%	7,064*	320*	25%*	997	8.0	80.0	1.6	1,595
금호폴리켄	EPDM(고무)	50.0%	1,432	104	16%	329	8.0	80.0	1.0	329
금호미쓰이	MDI생산	50.0%	1,819	175	16%	539	8.0	80.0	1.0	539
금호렌터카	렌탈서비스	76.8%	2,428	125	14%	708	15.0	100.0	2.1	1,489
한국복합물류	화물터미널	16.0%	2,197	93	11%	137	6.7	80.0	0.6	82
금호생명	생명보험	23.8%	12,480	539	17%	786	개별가치 분석		2.0	1,519
기타						158			0.5	79
합 계	(잠재자산가치 미포함시)									17,296

주 : 1. 투자자산 적정가치 = 대상기업 순자산 × 지분율 × 적정 PBR (단, 순자산가치는 07.3월 기준)

2. 상장법인의 적정 PBR은 최근 3년간 평균치를 적용함. 대우건설(06.11월 4.5% 인수)에 대해서는 인수금액 4,000억원을 적정가치로 산정함(이유 : 향후, 금호산업(주)으로 지분매각이 진행되기 때문)

3. 각사 재무비율은 06년 연간 자료임. 단, 금호파넬(패널 및 BPA 생산)은 07년을 기점으로 급격한 실적회복 고려해, 07년 1분기 실적 × 4배로 연간치를 산정함

4. 비상장법인의 적정 PBR = 과거 3년간 업종(또는 유사기업) PBR 평균치 × ROE × 적용률. (단, ROE는 05년 기준).

1) 금호파넬(주), 금호미쓰이(주), 금호폴리켄(주) 적정 PBR 8.0배는 석유화학업종 최근 3년간 평균치임.

금호렌터카(주) 적정 PBR 15.0배는 소비재업종 3년 평균치임. 한국복합물류(주) 적정 PBR 6.7배는 유상운송 3년 평균치임. 금호생명(주) 적정가치는 상장프리미엄을 고려해, 공정가치를 별도로 계상함

2) 비상장법인 PBR 적용률은 80.0%를 고려함. 단, 상장을 검토하고 있는 금호렌터카(주)에 대해서는 적용률 100%를 반영함.

Source : 금호석유, 동양증권증권 리서치센터

(4) 러시아 서캄차카 유전 개발 가치 부상

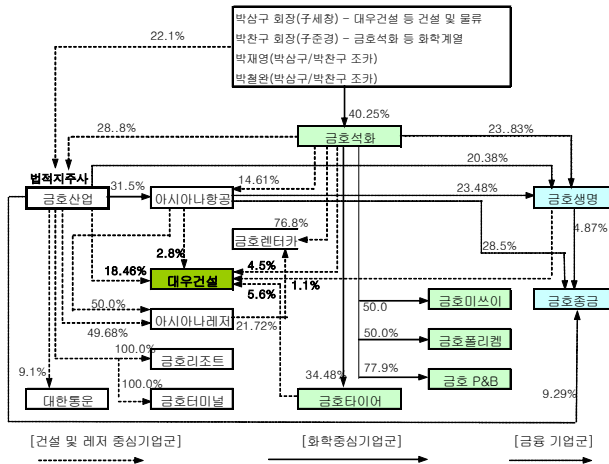
러시아 서캄차카 유전개발은
잠재적 자산(08년 중반
가시화 예상, 추정가치
2,000억원)

러시아 서캄차카 유전은 2008년에 주목해야 할 잠재자산이다. 2007년 5월 30일 서캄차카 유전 에 대한 잠재매장량 발표를 계기로, 유전가치에 대한 관심이 높아지고 있다. 2007년 2차 원 물리탐사를 통해, 서캄차카 유전 잠재매장량이 100억 bbls 로 추정되었다.

서캄차카 유전개발 Time Schedule 을 고려할 때, 유전가치를 반영할 수 있는 시점은 2008년 중반이 될 것이다. 2008년 4 ~ 9월 중에 1차 시추(Drilling) 결과가 구체화되기 때문이다. Time Schedule 을 살펴보면, “2005년 러시아와 채무계약 체결 → 2006년 2차원 물리탐사 → 2007년 3차원 물리탐사 → 2008년 ~ 2009년 매장량 확인 → 2014년 양산” 등이다.

개발에 성공할 경우, 서캄차카 유전으로부터 기대할 수 있는 자산가치는 2,000억원 이상이다. 잠재매장량 100억 bbls(한국 연간 소비규모 8억 bbls)의 실현확률을 각각 10%, 50%, 80%를 가정했을 때, 동사가 수취할 수 있는 연간 배당금(총 Project 의 2% 보유)은 각각 186억원(광구가치 2,172억원), 962억원(1.1조원), 1,557억원(1.8조원) 등이다.[표10]

그림 6 : 금호그룹의 지배구조



Source: 금호그룹 각사 공시자료

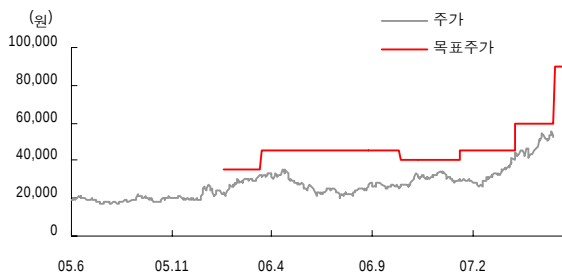
표 10 : 금호석유주의 러시아 서캄차카 유전 가치

구 분	가정 I	가정 II	가정 III
매장량(=a×b)	10 억 bbls	50 억 bbls	80 억 bbls
가능매장량(a)	100 억 bbls	100 억 bbls	100 억 bbls
가정확률(b)	10%	50%	80%
매출액(=c×d×185 일,억원)	22,500	112,500	180,000
일생산량(c)	27 만 b/d	135 만 b/d	216 만 b/d
판매단가(d)	45\$	45\$	45\$
세전이익(억원)	18,998	98,140	158,924
Tax & Royalty	51%	51%	51%
순이익(e, 억원)	9,308	48,089	77,873
지분율(f)	2%	2%	2%
수입배당금(= e×f)	186	962	1,557
(할인율)	6.1%	6.1%	6.1%
광구가치(g)	2,172	11,220	18,168

주: 1. 개발계획은 '08 년 시추 2 곳 → '09 년 시추 1 곳 → (매장량 평가) → 14 년 양산
2. 지분구성: 러시아 Rosneft(주) 60.0%(주 운영권자), 한국석유공사 20%, 한국가스공사(주)/대우인터내셔널(주)/SK(주)/GS 칼텍스(주) 각 4%,

Source: 동양증권증권 리서치센터

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2006/02/07	BUY	35,000 원
2006/04/04	BUY	45,000 원
2006/11/01	BUY	40,000 원
2006/12/29	BUY	45,000 원
2007/04/24	BUY	60,000 원
2007/06/25	BUY	90,000 원

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 황규민

- 당사는 자료발간일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료발간일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자는 자료발간일 현재 동주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 투자등급 Guide Line (투자등급 : 예상수익률) Strong Buy : 50% 이상, BUY : 10 ~ 50%, Market Perform : -10 ~ 10% 이내, Underperform : -10 ~ -30%, SELL : -30% 이하

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 고객의 투자사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 고객에 게만 제공되는 자료로 당사의 동의없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.