대우증권 DAEWOO SECURITIES

금호석유 [011780/매수]

사상 최고의 실적이 계속된다!

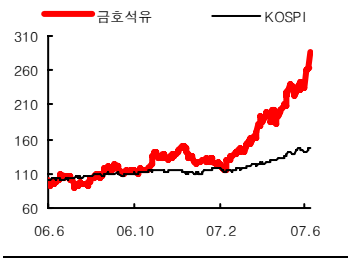
화학

이응주 (02-768-3857)
jey008@bestez.com

6개월 목표주가	**80,000원**
주가(2007.7.4)	65,000원
액면가	5,000원
52주 최저/최고가	20,050~65,000원
KOSPI	1,838.4p
시가총액	17,327억원
발행주식수	2,844.8만주
평균거래량(60일)	22.1만주
평균거래대금(60일)	99.8억원
외국인보유비중	16.4%
배당수익률	2.1%
주요주주	박철완(10.01%)
	박재영(10.01%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	23.8	92.3	199.2
상대주가	18.0	60.7	156.2

KOSPI 비교 차트



● 주력 제품인 합성고무 경쟁력 강화와 새로운 성장 모멘텀 중국

금호석유의 주력 제품인 합성고무의 글로벌 경쟁력 강화가 예상된다. 원료인 부타디엔 가격이 동아시아 지역의 공급과잉으로 인해 북미나 유럽지역보다 현저히 약세를 보이면서 동사의 원가 경쟁력이 상승하고 있다. 또한 생산능력 확대를 통해 세계 2위의 합성고무 메이커로 도약하게 되면서 시장지배력이 강화될 전망이다.

중국이 새로운 성장동력을 제공할 전망이다. 중국 자동차/타이어 시장의 고성장이 합성고무 시황 호조의 주요인이기도 하거니와 현지 생산 체제 구축, 중국 최대 가전업체인 하이얼과의 전략적 제휴 강화를 통해 새로운 기회를 확보하게 되었다.

● 금호렌트카, 금호생명 상장에 따른 자회사 자산가치 부각

금호렌터카(07년 하반기 상장 예정), 금호생명(08년 하반기 예상)의 상장에 따른 자산가치 부각이 기대된다. 대우건설, 아시아나항공 등의 지분매각, 화학 계열사들의 실적호전도 동사의 계열사 지분가치를 주목해야 하는 또 다른 요인이다.

● 투자의견 매수, 목표주가 80,000원으로 상향, 2분기 영업이익 사상 최대 예상

금호석유에 대한 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가를 80,000원으로 상향한다. 목표주가 상향은 1) 업황 호조에 따른 수익예상 상향, 2) 전반적인 시장 Valuation의 상승, 3) 구조적인 성장 스토리 확보에 따른 할인율 축소에 근거한다.

단기적인 급등에도 불구하고 동사의 주가는 상승여력이 충분하다고 판단된다. 2분기 영업이익이 사상 최대치인 418억원으로 예상되는데다 중장기적인 실적호조세가 이어질 것으로 기대되기 때문이다.

동사의 투자포인트는 다음과 같다. 1) 주력 제품 설비증설, 중국 진출에 따른 신성장 동력 확보 2) 대우건설, 하이얼에 대한 매출 확대로 합성수지 흑자전환 3) 주력인 합성고무 시황 호조에 따른 실적개선 4) 자산가치 부각 등이다.

금호석유의 수익예상과 투자지표

결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	영업이익률 (%)	순이익 (억원)	EPS (원)	증가율 (%)	FCF (억원)	ROE (%)	PER (x)	PBVR (x)	EV/EBITDA (x)
05.12	17,093	1,204	7.0	1,214	4,268	-4.0	154	15.6	4.6	0.7	6.3
06.12	17,530	869	5.0	877	3,083	-27.8	475	10.6	10.7	1.2	14.3
07.12F	**19,796**	**1,570**	**7.9**	**1,358**	**4,775**	**54.9**	**125**	**16.1**	**13.6**	**2.2**	**14.5**
08.12F	20,524	1,811	8.8	1,600	5,625	17.8	-302	17.0	11.6	1.9	12.5
09.12F	20,679	1,933	9.4	1,675	5,888	4.7	836	15.4	11.0	1.7	11.3

자료: 대우증권 리서치센터 예상

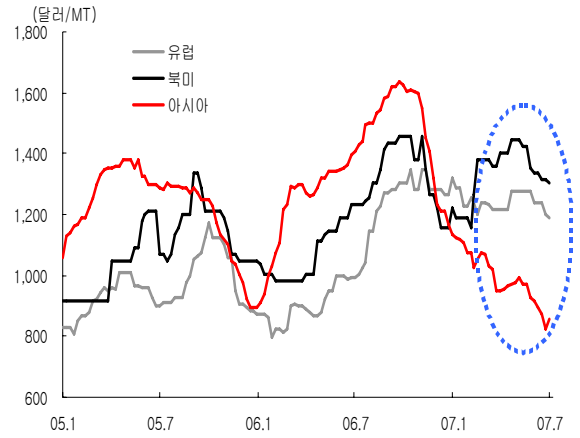
■ 원가, 설비 측면에서 더욱 강력해진 합성고무의 글로벌 경쟁력

금호석유는 주력 제품인 합성고무의 글로벌 경쟁력 강화를 바탕으로 지속적인 실적 개선을 시현할 전망이다. 합성고무의 글로벌 경쟁력이 강화되고 있는 이유는 다음과 같다.

첫째, 원가 측면에서 경쟁업체 대비 우위에 설 수 있다. 합성고무의 주요 원료인 부타디엔의 유럽이나 북미 지역 가격은 톤당 1,200~1,300달러나 되지만 한국의 경우 톤당 900달러 이하에서 거래되고 있다. 아시아 지역의 경우 대만 포모사, 한국 삼성토탈 등의 증설로 인해 부타디엔 시황이 공급과잉 상태에 접어 들었기 때문이다. 이에 따라 금호석유의 경우 유럽이나 북미시장에서 경쟁업체들에 비해 상당한 원가 경쟁력을 확보하게 되었다.

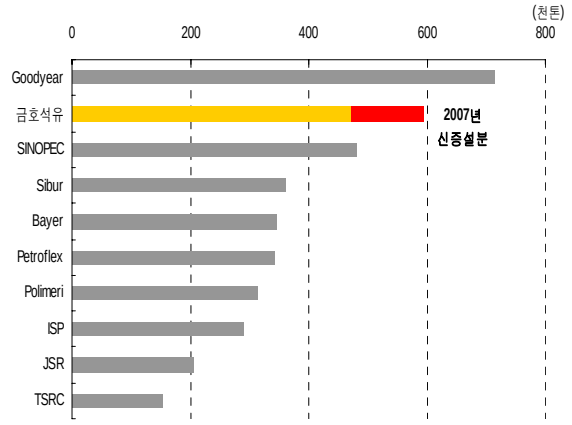
둘째, 생산능력 확대로 세계 시장에서 지배력이 강화되고 있다. 금호석유는 2007년말 12.1만톤의 증설을 통해 세계 2위의 합성고무 생산업체로 도약하게 된다.(BR, SBR 기준) 1위 업체인 Goodyear는 타이어 업체로서 합성고무의 대부분을 자가 소비하고 있어, 사실상 1위 업체가 되는 셈이다. 동사는 이렇게 높아진 시장 지위를 바탕으로 주요 고객사인 타이어 업체들과의 가격 협상 측면에서 주도권을 행사할 전망이다.

그림 1. 합성고무 원료인 부타디엔의 지역별 가격 추이



자료: Cischem, 대우증권 리서치센터

그림 2. 합성고무 생산업체 순위(BR/SBR 생산능력 기준)



자료: 금호석유, 대우증권 리서치센터

■ 기회의 땅, 중국: 1) SB라텍스, PO/PPG 생산법인 설립 2) 하이얼과의 전략적 제휴 강화

금호석유는 대표적인 중국 수혜주다. 주력 제품인 합성고무 시황이 호조를 보이는 가장 큰 이유가 중국 자동차/타이어 시장이 고속 성장하고 있기 때문이다. 그 외에도 동사는 현지 생산법인의 설립, 중국 가전 업체와의 전략적 제휴 강화를 통해서 중국 관련 사업을 확대하고 있는데, 새로운 성장 동력이 될 전망이다.

중국에서 현지 생산할 제품은 제지용 코팅 원료인 SB라텍스와 폴리우레탄의 원료인 PO/PPG인데 수요가 크게 증가하고 있어서 향후 높은 수익이 기대된다. 또한 중국 최대 가전업체인 하이얼과의 제휴를 통해 안정적인 매출처를 확보함으로써 수익성이 낮은 합성수지 부문의 실적개선이 예상된다.

표 1. 금호석유의 중국 관련 사업 계획

사업방식	세부항목	용도	출자금액	생산능력	가동시기	비고
합작투자	SB-Latex	제지용 코팅 원료	8백만달러	15만톤	2008년	중국 일조금마그룹과 5:5 합작 투자
	PO/PPG	폴리우레탄 원료	17.5백만달러	8만톤/5만톤	2008년초	중국 강소금포집단과 5:5 합작 투자
전략적 제휴	ABS	가전제품 외장재	중국 최대 가전업체(하이얼)와의 전략적 제휴를 통해 안정적인 매출처 확보			

자료: 금호석유, 대우증권 리서치센터

■ 자산가치 부각: 1) 금호렌터카, 금호생명 상장, 2) 계열사 지분 매각, 3) 화학 계열사 실적 호전

금호석유의 자산가치가 부각되고 있다. 다음과 같은 세가지 이유 때문이다.

첫째, 금호석유가 최대 주주인 금호렌터카와 금호생명의 상장이 예정되어 있기 때문이다. 금호렌터카는 2008년 하반기 상장이 예정되어 있으며, 금호생명은 2009년 하반기 상장될 것으로 예상된다. 최근 들어 금호생명의 장외 주가가 급등하고 있는데, 이를 시가총액으로 환산할 경우 1.9조원을 상회한다.

둘째, 금호산업, 대우건설, 아시아나항공 지분매각을 통해 1조원을 상회하는 현금 유입이 기대되기 때문이다. 금호석유가 가진 금호산업 지분은 점진적으로 대주주에게 매각될 예정이며, 대우건설이나 아시아나항공 등은 금호산업의 지주회사 전환으로 인해 금호산업이나 기타 외부 주주에 매각될 가능성이 크다. 이러한 계열사 지분 매각을 통해 과다한 차입금으로 인해 나빠진 재무구조가 개선될 전망이다.

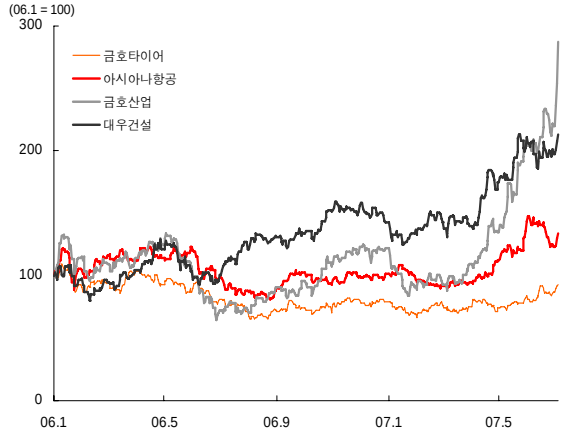
셋째, 화학 자회사들의 실적개선이 기대된다. 금호미쓰이 등 화학 계열 자회사들은 주력 제품의 시황 호조와 설비증설 등을 통해 기업 가치가 상승할 전망이다.

표 2. 금호석유의 계열사 지분 가치 (단위: %, 억원)

업체명	주력 제품	지분율	시가총액	금호석유화학의 계열사 지분 가치				비고
				장부가치	시가	순자산가치	적정가치	
금호타이어	타이어	36.4	10,255	2,347	3,735	2,989	**3,735**	점진적인 실적개선, 중국, 베트남 등 해외 생산 확대
금호피앤비	페놀, BPA	77.9		1,029		998	**1,300**	페놀, BPA 시황 호조, 08년까지 생산능력 76% 확대
금호미쓰이	MDI	50.0		537		540	**900**	MDI 시황 호조, 1H09까지 생산능력 2배로 확장
금호폴리켐	EPDM	50.0		297		329	**400**	자동차용 특수 고무(외부 소음 차단), 시황 호전
금호렌터카		76.8		705		709	**1,000**	2008년 하반기 상장 예정
금호생명		23.8	19,256	787	4,589	787	**2,294**	2009년 하반기 상장 예상
금호산업		21.2	23,886	3,555	5,066	3,580	**5,066**	매각 대상(대주주 및 교환사채)
대우건설		4.5	96,698	3,947	4,342	1,227	**4,342**	매각 대상
아시아나항공		14.6	15,888	1,520	2,321	1,484	**2,321**	매각 대상
기타 자회사				279		159	**279**	한국복합물류(매각대상) 등
자사주		22.0	16,526	401	3,634	1,706	**3,634**	잠재적인 매각대상
합계				15,405		14,507	**25,272**	

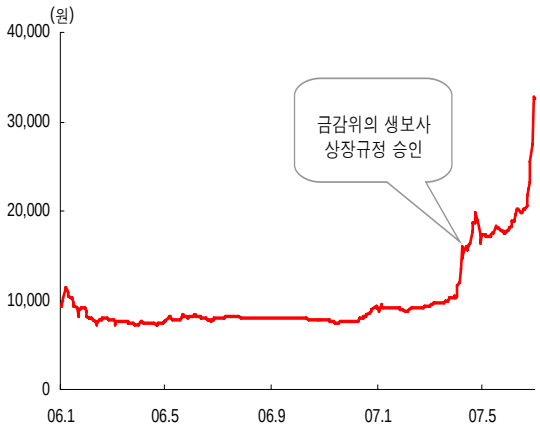
주: 시가총액은 2007년 7월 4일 종가 기준, 적정가치는 시장가격 반영하거나 대우증권 리서치센터에서 사업전망,수익성 감안하여 추정한 가치
자료: 금호석유, 대우증권 리서치센터

그림 3. 금호석유 상장 자회사들의 주가 추이



자료: 대우증권 리서치센터

그림 4. 장외 시장에서의 금호생명 주가 추이



자료: Pstock, 대우증권 리서치센터

■ 투자의견 매수, 목표주가 80,000원으로 상향, 2분기 영업이익 418억원으로 사상 최대 예상

금호석유에 대한 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가를 80,000원으로 상향한다. 목표주가는 SOP 방식에 의거 산출했고, EV/EBITDA 적용 Multiple은 시장 대비 10% 할인한 7.1배를 적용했으며, 동사의 계열사 지분가치는 적정 가격 대비 25% 할인했다. 목표주가 상향은 1) 수익예상 소폭 상향(2007년 예상 EBITDA 기준 3.5%), 2) 전반적인 시장 Valuation의 상승(2007년 예상 EV/EBITDA Multiple 7.1배→7.9배), 3) 구조적인 성장 스토리 확보에 따른 할인율 축소(15%→10%)에 근거한다.

동사의 투자포인트는 다음과 같다.

첫째, 성장동력을 확보하면서 석유화학이 갖는 시황 산업으로서의 한계를 벗어났다. 금호석유는 2가지 측면에서 성장동력을 찾았다. 그 중 하나는 기존 사업의 확장(합성고무, 고무약품, 유틸리티 설비 증설)이고 다른 하나는 중국 진출(현지 생산 체제 구축, 하이얼과의 전략적 제휴)이다. 이러한 신규 성장 동력의 확보로 향후 예상되는 유화경기 하강국면에서도 일반 석유화학 업체들과 차별화되는 성장세를 지속할 수 있게 되었다.

둘째, 합성수지 부문의 흑자전환이 예상된다. 그 동안 금호석유의 합성수지(PS, ABS) 사업부는 원료 가격 상승(SM)과 Captive User 부재에 따른 저가 판매로 인해 실적이 저조했다. 그러나 대우건설 인수로 건축용 단열재, ABS 창호재 등 건자재 시장에 진입하게 되었고, 중국 최대 가전업체인 하이얼과의 전략적 제휴를 통해 안정적인 매출처를 확보할 예정이다. 이에 따라 하반기부터는 합성수지의 흑자전환이 예상되고, 신규 추진 사업이 본격화되는 2008년부터는 이익 증가에 기여할 전망이다.

셋째, 실적개선이 지속될 전망이다. 단기적으로는 합성고무 시황 호조, 합성수지 흑자전환(혹은 적자폭 축소)으로 인해 영업이익이 개선될 전망이고, 중장기적으로는 합성수지를 제외한 전사업 부문의 설비 확대를 통한 매출 확대에 따라 이익의 증가가 기대된다. 이에 따라 금호석유의 2007년 2분기 영업이익이 418억원으로 분기 시적 기준으로 사상 최대치를 기록하는 등 실적호조가 지속될 전망이다.

넷째, 자산가치에 주목할 필요가 있다. 금호생명과 금호렌터카의 상장, 대우건설 등 일부 계열사의 지분 매각 등으로 인해 1조원을 상회하는 현금유입이 예상된다. 이에 따라 단기적으로 부담이 되고 있는 과도한 차입금 문제는 해소될 전망이다. 더구나 업황호조와 생산능력 확대 등으로 인해 금호피앤비 등 화학 계열사들의 실적이 호조를 보일 전망이어서 화학 계열사들의 자산가치도 재평가할 필요가 있다.

단기적인 급등에도 불구하고 금호석유의 주가 상승여력은 여전히 충분하다고 판단된다. 사상 최대치의 실적이 예고되고 있고, 중장기적인 성장 스토리를 갖추고 있기 때문이다.

표 3. 금호석유 목표주가 산출 (단위: 억원, 만주, 원)

	12M Forward	Multiple	Value	비고
EBITDA(A)	2,371	7.1	16,858	적용 배수는 대우증권 제조업 유니버스 대비 10% 할인
자산가치(B)			18,954	[표2]의 자회사 자산가치(적정가치)를 25% 할인
순차입금(C)			14,447	2007년 3월말 기준
우선주 시가총액(D)			801	2007년 7월 4일 종가 기준
기업가치(E=A+B-C-D)			20,563	
보통주 발행주식수(F)			2,542	
목표주가(G=E/F)			**80,000**	
현재주가(H)			65,000	2007년 7월 4일 종가 기준
상승여력			23.1%	

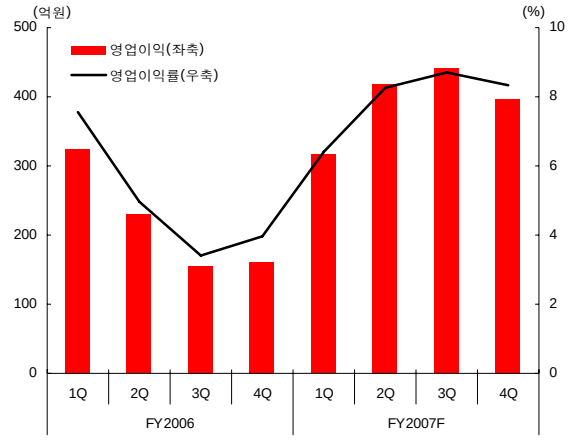
자료: 대우증권 리서치센터

표 4. 금호석유 수익예상 변경 (단위: 억원)

	2007F			2008F			2009F			전기비 증가율		
	변경전	변경후	변경률	변경전	변경후	변경률	변경전	변경후	변경률	2007F	2008F	2009F
매출액	19,625	19,796	0.9%	20,348	20,524	0.8%	20,497	20,679	0.9%	12.9%	3.7%	0.8%
영업이익	1,496	1,570	5.0%	1,691	1,811	7.1%	1,800	1,933	7.4%	80.6%	15.4%	6.7%
경상이익	1,725	1,784	3.4%	1,997	2,118	6.1%	2,064	2,237	8.4%	59.5%	18.7%	5.6%
순이익	1,299	1,358	4.6%	1,497	1,600	6.8%	1,548	1,675	8.2%	54.8%	17.8%	4.7%
EPS(원)	4,565	4,775	4.6%	5,264	5,625	6.9%	5,442	5,888	8.2%	54.9%	17.8%	4.7%
영업이익률	7.6%	7.9%	-	8.3%	8.8%	-	8.8%	9.4%	-	-	-	-
ROE	14.8%	16.1%		15.0%	17.0%		13.7%	15.4%	-	-	-	-

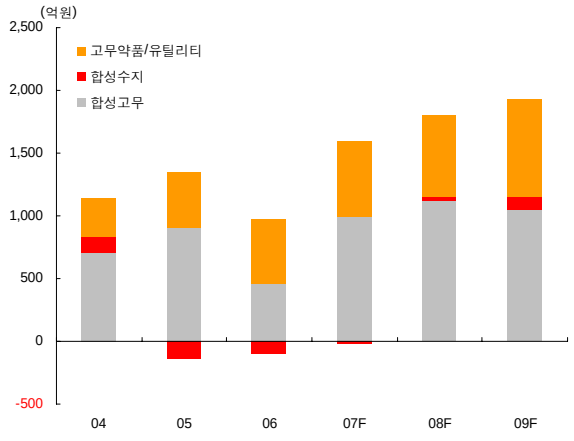
자료: 대우증권 리서치센터

그림 5. 금호석유의 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 대우증권 리서치센터

그림 6. 금호석유의 사업부문별 영업이익 추이와 전망



자료: 금호석유, 대우증권 리서치센터

그림 7. 금호석유 주가 차트(주봉)

자료: 대우증권 리서치센터

그림 8. 금호석유 상대 주가 차트

자료: 대우증권 리서치센터

금호석유 [011780]

예상 대차대조표(요약)

(단위: 억원)

	06.12	07.12F	08.12F	09.12F
유동자산	**4,632**	**5,650**	**5,462**	**5,550**
현금및현금등가물	31	734	506	537
단기금융상품,유가증권	14	20	20	20
매출채권	1,796	1,994	2,032	2,068
재고자산	2,430	2,279	2,258	2,275
기타유동자산	361	623	646	651
고정자산	21,514	23,130	23,870	24,383
투자자산	15,306	15,598	15,164	15,136
유형자산	5,761	7,054	8,198	8,714
무형자산	447	479	508	533
자산총계	**26,146**	**28,780**	**29,332**	**29,933**
유동부채	7,951	9,046	8,931	8,393
매입채무	1,832	2,032	2,052	2,068
단기차입금	2,821	2,624	2,601	2,341
유동성장기부채	2,102	3,155	3,046	2,743
기타유동부채	1,196	1,234	1,231	1,241
고정부채	9,987	11,033	10,284	9,944
사채	6,108	5,426	5,239	4,939
장기차입금	2,895	4,248	4,098	4,048
기타고정부채	984	1,359	948	958
부채총계	**17,938**	**20,079**	**19,215**	**18,337**
자본금	1,422	1,422	1,422	1,422
잉여금	6,278	7,278	8,694	10,173
자본조정	507	1	1	1
자본총계	**8,208**	**8,701**	**10,117**	**11,596**

예상 손익계산서(요약)

(단위: 억원)

	06.12	07.12F	08.12F	09.12F
매출액	**17,530**	**19,796**	**20,524**	**20,679**
매출원가	**15,417**	**16,880**	**17,293**	**17,300**
매출총이익	**2,113**	**2,916**	**3,231**	**3,379**
판매비와관리비	**1,244**	**1,346**	**1,420**	**1,446**
영업이익	**869**	**1,570**	**1,811**	**1,933**
영업외손익	**249**	**214**	**307**	**303**
금융손익	-532	-719	-797	-766
외환관련손익	42	4	15	10
지분법평가손익	996	1,139	1,279	1,200
자산처분손익	-11	1	0	0
기타영업외손익	-246	-212	-190	-140
경상이익	**1,118**	**1,784**	**2,118**	**2,237**
특별손익	**0**	**0**	**0**	**0**
법인세차감전순이익	1,118	1,784	2,118	2,237
법인세비용	241	426	517	562
당기순이익	**877**	**1,358**	**1,600**	**1,675**
Free Cash Flow	475	125	-302	836
RI	877	1,358	1,600	1,675
EBITDA	1,590	2,209	2,533	2,717
유형,무형자산상각비	721	639	722	784
매출총이익률(%)	12.1	14.7	15.7	16.3
EBITDA마진율(%)	9.1	11.2	12.3	13.1
영업이익률(%)	5.0	7.9	8.8	9.4
경상이익률(%)	6.4	9.0	10.3	10.8
순이익률(%)	5.0	6.9	7.8	8.1

예상 현금흐름표(요약)

(단위: 억원)

	06.12	07.12F	08.12F	09.12F
영업활동으로 인한 현금흐름	**680**	**950**	**1,007**	**1,216**
당기순이익	877	1,358	1,600	1,675
비현금수익비용가감	-59	-526	-560	-414
유형자산감가상각비	667	576	656	714
무형자산상각비	55	63	67	70
기타비현금수익비용	-780	-1,164	-1,282	-1,198
영업활동으로인한자산및부채의변동	**-139**	**117**	**-34**	**-45**
매출채권 감소(증가)	-18	-206	-50	-48
재고자산 감소(증가)	-365	147	21	-17
매입채무 증가(감소)	334	201	20	16
기타자산,부채변동	-89	-25	-26	4
투자활동으로 인한 현금흐름	**-8,534**	**-1,549**	**-173**	**-97**
유형자산처분(취득)	-971	-1,868	-1,800	-1,229
무형자산감소(증가)	-87	-94	-96	-96
투자자산 감소(증가)	-7,486	404	1,713	1,228
기타투자활동	10	10	10	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**6,165**	**1,302**	**-1,061**	**-1,089**
사채및차입금의 증가(감소)	6,315	1,495	-469	-913
자본의 증가(감소)	-150	-162	-184	-196
배당금의 지급	-150	-162	-184	-196
기타재무활동	0	-32	-407	20
현금의증가	**-1,689**	**703**	**-228**	**30**
기초현금	1,720	31	734	506
기말현금	31	734	506	537

예상 주당가치 및 valuation(요약)

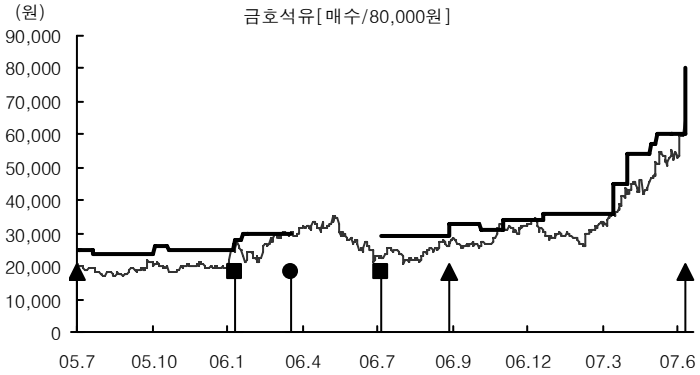
	06.12	07.12F	08.12F	09.12F
PER(x)	10.7	13.6	11.6	11.0
PCFR(x)	6.1	9.6	8.2	7.7
PSR(x)	0.5	0.9	0.9	0.9
PBVR(x)	1.2	2.2	1.9	1.7
P/EBITDAPS(x)	5.9	8.4	7.3	6.8
EV/EBITDA(x)	14.3	14.5	12.5	11.3
EPS(원)	3,083	4,775	5,625	5,888
CFPS(원)	5,427	6,800	7,930	8,397
SPS(원)	61,623	69,588	72,145	72,690
BVPS(원)	27,280	28,904	33,779	38,889
주당EBITDA(원)	5,591	7,766	8,905	9,552
배당성향(%)	18.4	13.6	12.2	11.7
현금배당률(%)	14.0	16.0	17.0	17.0
배당수익률(%)	2.1	1.2	1.3	1.3
부채비율(%)	218.6	230.8	189.9	158.1
유동비율(%)	58.3	62.5	61.2	66.1
차입금/자기자본(%)	169.7	177.6	148.1	121.3
순차입금/자기자본(%)	169.1	168.9	142.9	116.5
순차입금/매출액(%)	79.2	74.3	70.4	65.4
순금융비용/매출액(%)	3.0	3.6	3.9	3.7
영업이익/금융비용(x)	1.4	1.9	2.0	2.3
ROA(%)	3.8	5.0	5.5	5.7
ROE(%)	10.6	16.1	17.0	15.4
ROIC(%)	9.2	15.2	14.9	14.2

자료: 대우증권 리서치센터

■ Compliance Notice

- 당사는 2007년 7월 5일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계는 없습니다.
- 본 자료는 2007년 7월 5일 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이응주)는 2007년 7월 5일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 또한 동 자료를 작성함에 있어 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 투자의견 분류 및 적용기준(기간은 6개월 기준)
  매수(시장대비 15% 이상의 초과수익이 예상), Trading Buy(시장대비 10% 이상의 초과수익이 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), 중립(시장대비 -10~10% 이내의 등락이 예상), 비중축소(시장대비 10% 이상의 주가하락이 예상)
- 투자의견 및 목표가 등 추이(투자의견 제시일이 비영업일인 경우 익일 영업일로 표시함)

주가(—), 목표주가(- - -), Not covered(■), 매수(▲), Trading Buy (■), 중립(●), 비중축소(◆)



이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.