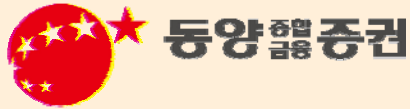


2010.10.08

기업분석팀

소재-중화학 파트



# 금호석유 (011780)

Buy(Maintain)

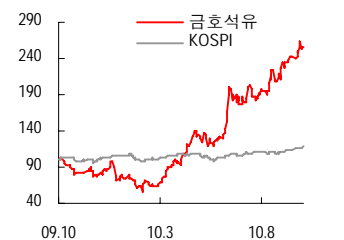
TP: 95,000원

2010년 3분기 실적 코멘트 : 합성고무 가격 상승 + 화학 계열사 실적 개선 = 9.5만원 도전 !!!

## 화학

Analyst 황규원  
3770-3564  
1kyuwon1@myasset.com

주가	72,400원
자본금	1,422억원
시가총액	18,407억원
주당순자산	18,966원
부채비율	498.00%
총발행주식수	28,447,933주
60일 평균 거래대금	143억원
60일 평균 거래량	237,178주
52주 고	75,000원
52주 저	16,100원
주요주주	박철완외 9인 46.5%
외인지분율	7.30%



### 2010년 3분기 잠정 실적 : 계열사 이익 호조로, 세후이익 871억원(전분기 554억원) 강세

2010년 3분기 실적 특징을 “영업실적 일시적 약화, but, 세후이익 증가” 로 표현할 수 있다. 3분기 매출액, 영업이익, 세후이익은 각각 1조 71억원(전분기 9,740억원), 908억원(981억원), 871억원(554억원) 등이다. 3분기 영업이익은 2분기 대비 7.4% 감소했다. 6월 중순 ~ 8월 중순 동안 중국 타이어 업체의 가동을 하락으로 인해, 합성고무 수출이 약화되었기 때문이다. 반면, 세후이익은 전분기 대비 57% 개선되었다. 화학 계열사 지분법이익 증가(2분기 285억원 → 3분기 500억원) 때문이다. 구체적으로, 3분기 계열사 이익 규모는 “금호피앤비(78%, BPA 및 페놀생산) 382억원, 금호폴리캠(50%, 특수고무 생산) 85억원, 금호미쓰이(50%, MDI 생산) 32억원” 등이다. [2p, 표1/모멘텀2]

### 2010년 4분기 예상 특징 : 영업이익 1,048억원으로, 전분기 대비 15% 개선

2010년 4분기 영업이익 예상치는 1,048억원으로, 3분기 대비 15% 이상 증가할 전망이다.

**첫째, 합성고무 가격 강세 효과가 기대된다.** 2010년 10월 천연고무 가격은 톤당 3,600\$로, 사상최대치를 경신하고 있다. 천연고무에 물성(내충격성)이 유사한 Butadiene Rubber(합성고무)의 수요가 증가하며, 가격 강세로 이어지고 있다. Butadiene Rubber 국제가격은 2010년 3분기 2,650\$에서 4분기 초 2,800\$로 상승하고 있다. 천연고무의 구조적인 문제(경작지 정체 및 기후변화에 따른 생산량 둔화)를 고려할 때, 합성고무 강세현상은 쉽게 바뀌지 않을 것이다. [2p, 모멘텀1]

**둘째, Butadiene Rubber(합성고무) 신규설비 가동효과를 기대할 수 있다.** 생산능력은 12만톤/년 수준으로, BR 가격 2,500\$ 및 영업이익률 10%를 고려할 때 추가되는 연간 매출액 및 영업이익은 3,450억원과 340억원으로 추정된다. 12월 본격적인 상업생산이 예정되어 있다. Butadiene Rubber 수요강세를 고려할 때, 설비 가동률은 2~3개월 내에 100% 가동이 가능할 전망이다. 타이밍이 절묘하다.

### 결론 : 합성고무 수요 호조 + 화학계열사 실적 호조, 목표가격 95,000원 유지

2010년 동사 주가는 15,000원에서 7만원 초반까지 급상승세를 시현했다. “그립리스크 완화 배경속에 2분기부터 합성고무 실적 회복이 시작되었기 때문이었다. 2010년 4분기 ~ 2011년 중반 동안, 2차 주가 랠리를 기대할 수 있다. 합성고무가격이 역사적 최고치(2008년 3,600\$)에 도전할 정도로, 대외여건(타이어수요 + 천연고무 공급부족)이 좋기 때문이다. 목표가격 9.5만원 도전이 기대된다. [표2]

### Earnings Estimate (2011년 5월 전환사채 주식전환을 가정함)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	매출액	매출증가율	영업이익	순이익	EPS	증가율	PER	PBR	EV/EBITDA	ROA	ROE
2008	31,825	49.8	2,813	-197	-872	적전	-44.6	1.0	8.4	-0.6	-1.9
2009	28,017	-12.0	1,162	-6,148	-24,183	적지	-1.1	1.4	12.4	-17.8	-72.4
2010E	39,321	40.3	3,591	3,295	12,959	흑전	5.6	2.2	7.9	9.7	45.0
2011E	47,813	21.6	3,915	3,263	10,710	-17.4	6.8	1.6	6.7	8.6	27.4
2012E	44,294	-7.4	3,326	3,022	9,919	-7.4	7.3	1.4	7.1	7.5	18.8

표 1. 금호석유(주) 분기실적 : 3분기 잠정 영업이익 908 억원(전분기 981 억원)

구분	2009년				2010년				연간실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기(e)	4분기(e)	09년	10년(e)	11년(e)	12년(e)
<b>매출액(억원)</b>	<b>5,844</b>	<b>6,673</b>	<b>7,542</b>	<b>7,959</b>	<b>8,826</b>	<b>9,740</b>	<b>10,071</b>	<b>10,680</b>	<b>28,017</b>	<b>39,321</b>	<b>47,813</b>	<b>44,294</b>
합성고무	3,042	3,452	3,919	4,370	4,977	5,609	5,842	6,572	14,783	23,002	29,262	27,566
합성수지	2,174	2,567	2,773	2,590	2,885	3,052	3,107	2,741	10,104	11,783	12,446	10,475
고무특수제품/발전소	628	654	850	999	964	1,079	1,222	1,368	3,130	4,536	6,105	6,253
<b>영업이익(억원)</b>	<b>20</b>	<b>550</b>	<b>369</b>	<b>222</b>	<b>649</b>	<b>981</b>	<b>908</b>	<b>1,048</b>	<b>1,162</b>	<b>3,591</b>	<b>3,915</b>	<b>3,326</b>
합성고무	-151	412	220	88	372	617	467	710	559	2,167	2,361	1,677
합성수지	134	115	121	27	73	185	224	94	395	576	458	138
고무특수제품/발전소	37	23	28	107	204	179	217	243	208	848	1,096	1,511
<b>세후이익(억원)</b>	<b>-1,418</b>	<b>-276</b>	<b>-490</b>	<b>-5,151</b>	<b>134</b>	<b>285</b>	<b>500</b>	<b>401</b>	<b>-7,335</b>	<b>1,293</b>	<b>1,258</b>	<b>1,305</b>
발행주식(주)							<b>871</b>	<b>1,028</b>				
주당 세후이익(원)									25,424,447	25,424,447	30,467,693	30,467,693
									-24,183	12,959	10,701	9,919

▶금호산업, 금호타이어 장부기액 "0"로 처리

▶대우건설, 아시아나항공 자분을 매도가능유가증권으로 재분류

▶채권단과 자출할약 체결  
▶전환사채 2,000억원 발행

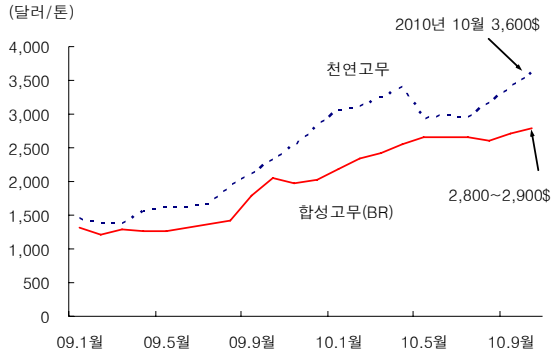
▶6~8월, 중국 타이어업체의 재고조정으로 수출 약화

▶BR신증설 (12만톤)  
▶천연고무 사상최대치경 신으로, BR 대체수요 증가

▶2011년 5월 부턴 전환사채 주식전환 가능  
▶제2월병합발 전소 증기판매 (대림산업주 판매)

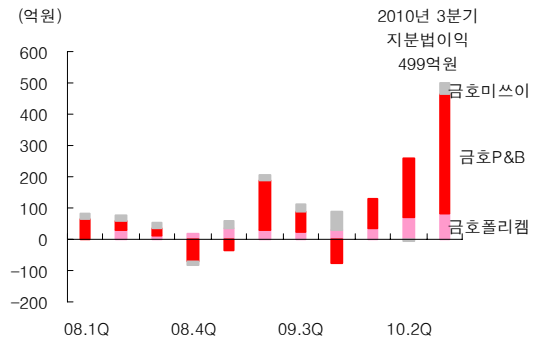
자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

투자모멘텀 1 : 2010년 4분기 합성고무 가격 강세



자료 : datastream, 무역협회

투자모멘텀 2 : 화학 계열사 이익 개선 기대이상



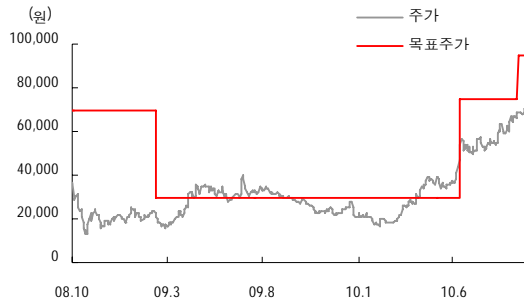
자료 : 금호석유, 동양종합금융증권 리서치센터

표 2. 금호석유(주) 적정주가 산정 내역

구분	변경전 (2010.10.01일)	변경후 (2010.10.08일)	주요 내역						
			부문별 사업가치	증설반영 최고 영업이익(억원)	증설반영 최고 감가상각비(억원)	증설반영 최고 EBITDA(억원)	적정배율(배)	적정사업가치(억원)	
(+ 영업자산가치)	3조 2,971억원	3조 2,971억원	▶ 합성고무/수지	2,679	827	3,506	6.0	21,037	
			▶ 열병합발전/특수고무	1,511	270	1,781	6.7	11,935	
			합 계	4,190	1,097	5,287	6.2	32,971	
(+ 투자자산가치)	4,869억원	4,964억원	투자자산 구성	지분율	장부가액(2010.6월)	PBR	적정가치	비 고	
			금호플라켄	50%	433	2.8X	1,232	EPDM(특수고무) 생산	
			금호미쓰이	50%	634	1.0X	973	MDI(우레탄원료) 생산	
			금호P&B	78%	1,529	1.2X	1,845	BPA(강화유리) 생산	
			[기타 처분대상자산]						
			금호산업	0.02%			5	2차 감지후 158,141주	
			금호다이아	0.1%	12	1.0X	17	감지후 331,194주	
			KDB생명(舊금호생명)	5%	183	1.0X	183	상장후 처분 계획	
			KDB-칸서스 출자금		618	1.0X	618	상장후 처분 계획	
			기타		91	1.0X	91		
합 계		3,665	1.3X	4,964					
(-) 순차입금	1조 4,339억원	1조 4,339억원	구분	지분율	장부가액(2010.6월)	PBR	공정가치	비 고	
			아시아나항공	14%	2,388	1.0X	2,367	29,593,400주 × 8,000원	
			대우건설	4.49%	1,513	1.0X	1,462	14,621,622주 × 10,000원	
			영업활동 현금창출				1,462		
			합 계				5,008		
			보통주 주주가치(A) 발행주식수(B)	2조 3,501억원 24,875만주	2조 3,596억원 24,875만주	총발행주식수 25,424,477주 - 자사주 5592558 + CB전환 5,043,246주 ※ CB전환가능 물량(전환가능시기 2011년 5월 3일부터) = 2,000억원 / 주당전환가 39,657원			
<b>주당 주주가치(A/B)</b>	<b>96,000원</b>	<b>96,000원</b>	※ Buy의견 유지						

자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2009/02/17	Hold	30,000원
2010/06/17	Buy	75,000원
2010/07/01	Buy	75,000원
2010/09/17	Buy	95,000원
2010/10/01	Buy	95,000원

자료: 동양종합금융증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 황규원
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료공표일 현재 동주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.