

금호석유 (011780)

믿기 어려운 실적으로 2011년 시작

1분기 영업이익 2,043억원(QoQ +85.4%, YoY +126.9%)의 사상최대 실적 예상
타이트한 고무시황(천연고무 및 합성고무) 및 Capa 확대로 전년비 약 150% 이익성장
Top Pick의견 및 'Buy(매수)' 유지하며 목표주가 240,000원으로 상향

BUY (Maintain)
주가(2/8) 138,500원
목표주가 240,000원

■ 1분기 2000억원을 상회하는 Big Earning Surprise 예상

1분기 실적 추정을 매출액 12,790억원, 영업이익 2,043억원으로 상향, 분기기준 사상 최대 실적치를 67.2%, Consensus를 56.8% 상회하는 놀라운 실적이 예상됨. 주요 제품인 합성고무 장기 공급단가는 전기말 확정된 공급계약으로 대부분 거래되지만, Spot으로 거래되는 약 30% 판매량 가격이 전기비 BR 33.4%, SBR 42.6%나 상승했기 때문. 또한 BR 12만톤 증설을 완료, 2월부터 16.3%의 합성고무 생산량 증가 효과 예상. 이에 따라 영업이익률은 전년 평균치인 9.4%를 상회하는 약 16.0% 예상됨. 현재 합성고무 Spot가격이 지속 상승하고 있어, 공급단가 상승 및 신규 BR 12만톤 가동으로 2분기 실적은 1분기를 갱신하는 2,501억원 수준을 추정함.

■ 업황 외 실적개선의 세가지 이유

대체제인 천연고무 시장은 수확감소기 진입으로 상반기 가격 급락 가능성이 낮고, 연간 60%를 상회하는 중국발 천연고무 소비 증가에 따라 중장기로 타이트한 시황을 지속될 것으로 판단. 합성고무 증설 역시 2014년까지 급감할 것으로 전망, 타이트한 업황은 장기화될 수 있음. 이 외에도 1)2월부터 풀가동 예상되는 BR 12만톤에 따른 Q(생산량) 증가를 비롯, 2)제 2 열병합 발전소 판매처 증가(대림산업 포함)에 따른 기타부문 이익 증가 및 3) Utility 비용 감소로 올해 전년비 149.3% 성장하는 9,085억원 추정. 전일 발표된 대우건설 매각 진행도 긍정적. 동사에 대한 Top Pick 의견, 'Buy(매수)' 유지하며 목표주가를 200,000원에서 240,000원으로 상향함

투자지표	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액(억원)	31,825	28,017	38,863	54,223	60,659
증감율(%YoY)	49.8	-12.0	38.7	39.5	11.9
영업이익(억원)	2,813	1,162	3,645	9,085	11,003
증감율(%YoY)	75.0	-58.7	213.7	149.3	21.1
EBITDA(억원)	3,535	2,180	4,728	10,471	12,256
경상이익(억원)	-267	-8,419	6,085	10,525	13,411
순이익(억원)	-197	-6,148	4,668	7,978	10,166
EPS(원)	-694	-21,613	16,410	25,371	30,353
증감율(%YoY)	적전	적자유지	흑전	54.6	19.6
PER(배)	-56.0	-1.3	5.5	5.5	4.6
PBR(배)	1.0	1.4	2.4	2.3	1.5
EV/EBITDA(배)	8.5	13.1	8.7	4.5	3.2
영업이익률(%)	8.8	4.1	9.4	16.8	18.1
ROE(%)	-2.2	-52.9	87.2	75.7	50.0
순부채비율(%)	168.3	399.0	166.9	55.3	9.9

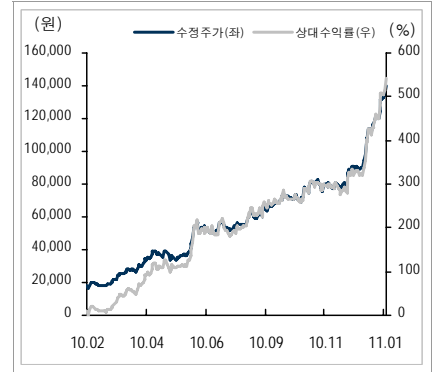
Stock Data

KOSPI (2/8)	2,069.70pt		
시가총액	36,335억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	145,000원	17,900원	
최고/최저가 대비 등락율	-4.5%	673.7%	
수익률	절대	상대	
	1M	28.8%	29.9%
	6M	151.8%	117.0%
	1Y	760.2%	545.4%

Company Data

발행주식수	28,448천주
일평균 거래량(3M)	202천주
외국인 지분율	10.3%
배당수익률(O8E)	0.8%
BPS(O8E)	37,046원
주요 주주	박철완 외 41.1%

Price Trend

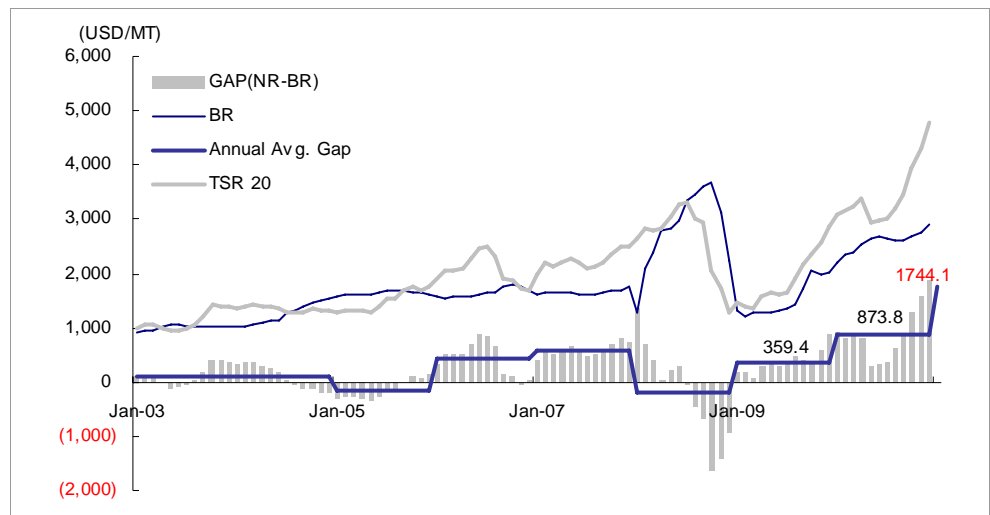


- 당사는 2월 8일 현재 '금호석유' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

천연고무 4,500불 수준으로 급락 가능성도 수익성 위축 가능성 낮아

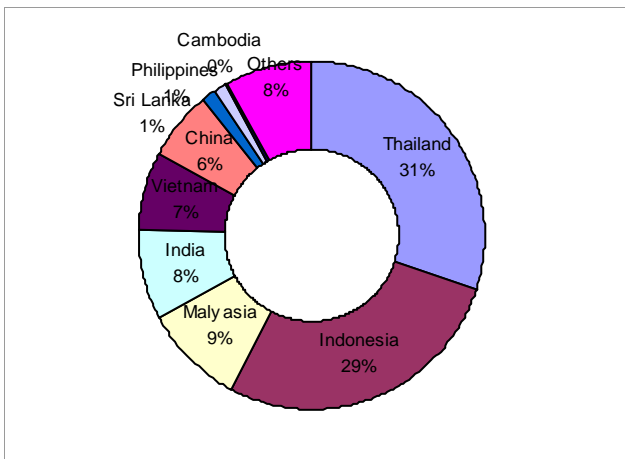
동사 실적을 얘기할 때 주요 Indicator로 천연고무 가격을 비교함. 현재 천연고무 가격은 톤당 약 5,700USD/MT로, 1월 기준 전년 3,067USD/MT대비 82.0% 급등한 수준. 이로 단기 급등에 따른 가격 하락, 및 동행하는 합성고무 가격 하락 우려제기됨. 그러나 과거 천연고무 가격과 BR가격 격차가 7년 평균 178.7USD/MT 내로 움직였다는 점을 감안하면, 1월 기준 천연고무 가격과의 차 1,744USD/MT는 비정상적인 수준. 따라서 천연고무 가격이 하락한다 하여도, 당분간 BR 상승 압력이 더 강한 것으로 판단. 참고로 천연고무는 태국, 인도네시아, 말레이시아 3개 국가가 주 경작지로 전세계 생산량의 약 67.3%를 공급(2010년 추정 생산량 기준, ANRPC). 단기적으로는 2월 말부터 5월까지 태국과 말레이시아의 고무나무 낙엽기(Leaf-shedding)로 수확이 감소하므로 천연고무 급락 가능성은 높지 않음. 중장기적으로도 현재 천연고무 가격 급등은 중국 중심의 60%를 상회하는 천연고무 수입증가와 연동되므로, 2011년 공급증가율이 5.3%에 달하는 양호한 수준으로 예상됨에도 불구하고 타이트한 수급상황은 당분간 지속될 것으로 예상함.

천연고무 VS 합성고무 가격추이 및 Gap



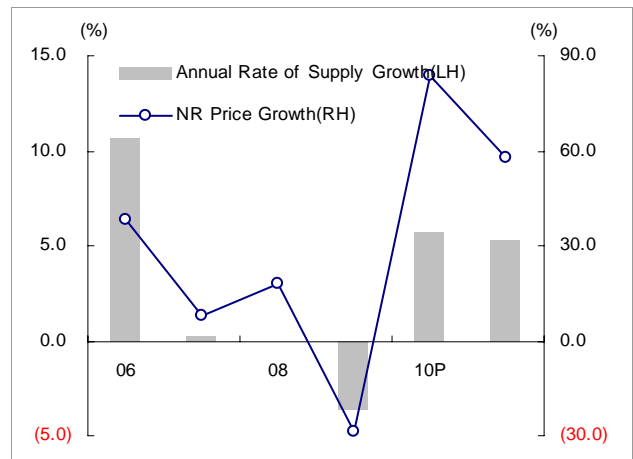
자료: 키움증권 리서치 추정

국별 천연고무 생산량 분포(2010년 추정치 기준)



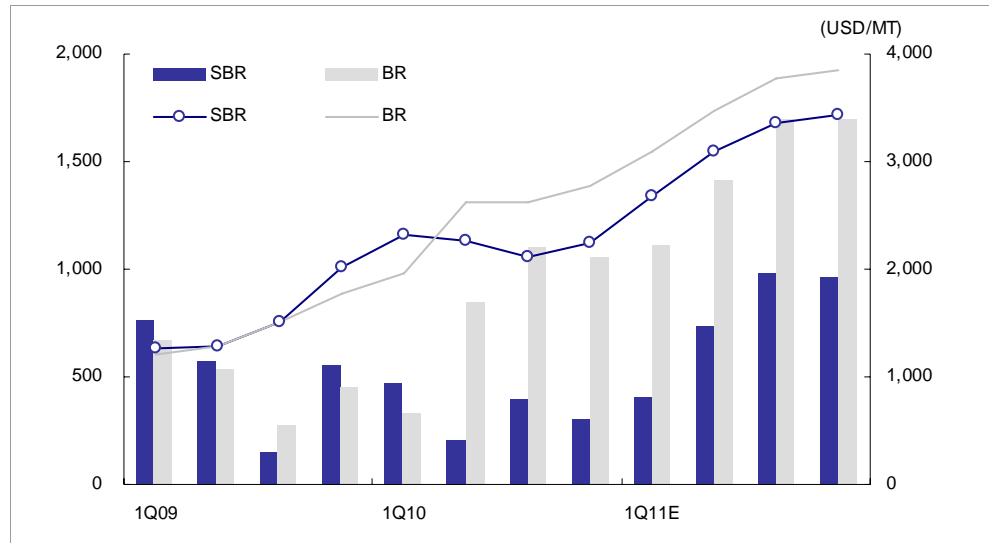
자료: Natural Rubber Trends & Statistics, 키움증권 리서치

천연고무 공급 성장률 vs 가격 증가율



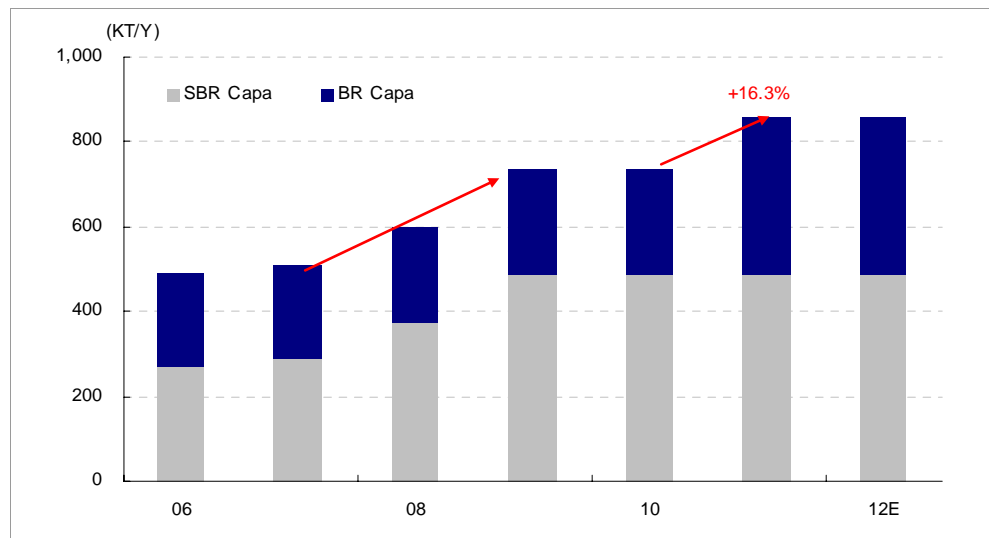
자료: ANRPC, 키움증권 리서치
주: 2011년 NR 가격은 1월 가격을 연 가격으로 환산한 수치

마진의 변화(분기별 합성고무 판매가격 및 마진 추정)



자료: Ciscem, KITA, 키움증권 리서치 추정
 주 : 막대 그래프는 제품 단위당 Spread, 선은 제품 가격을 나타냄

Q(Capa) 변화



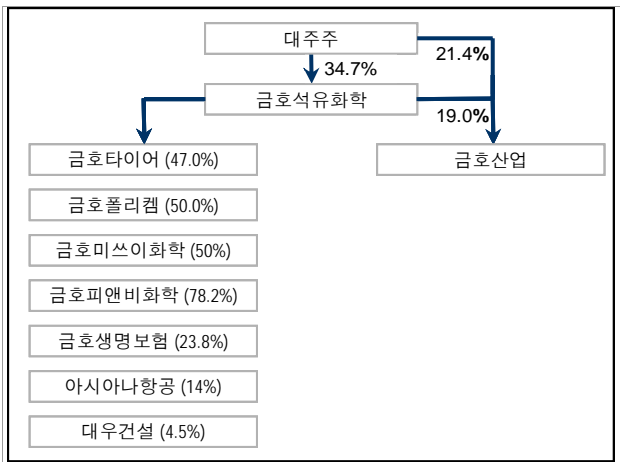
자료: 금호석유, 키움증권 리서치 추정
 주 : 회사 IR자료와 소폭 상이할 수 있음(Revamping 등에 의한 실질 생산능력 감안한 수치)

**대우건설 매각 가치화에 따른
두가지 긍정적 영향**

전일 장마감후 언론보도를 통해 동사가 보유하고 있는 지분을 포함, 금호그룹이 보유한 대우건설 지분 24.7%에 대한 금호그룹 채권단의 매각 진행이 발표됨. 이를 요약하면 금호그룹 주 채권은행인 산업은행에서 블록세일을 포함해 다양한 대안을 검토하고 있으며, 확정된 방안이 있는 것은 아니나, 1) 지분전체를 인수후보군에 매각하거나, 2) 지분의 대부분을 후보군에 넘기는 안을 검토중인 것으로 알려짐. 대우건설은 현재 이를 위해 상반기중 해외투자자를 위한 IR을 추진중인 것으로 밝힘. 동사는 대우건설 지분 3.8%를 보유하고 있으며, 전일 종가기준 2,318억원에 해당하는 규모. 보유자산 매각에 따른 현금은 산업은행에서 밝힌 바와 같이 영업자금 및 차입금 상황에 우선적으로 사용될 것으로 예상됨. 현재 매각자산으로 분류되는 상장사 지분의 총 가치는 약 5,458.6억원 수준(전일 종가 기준)

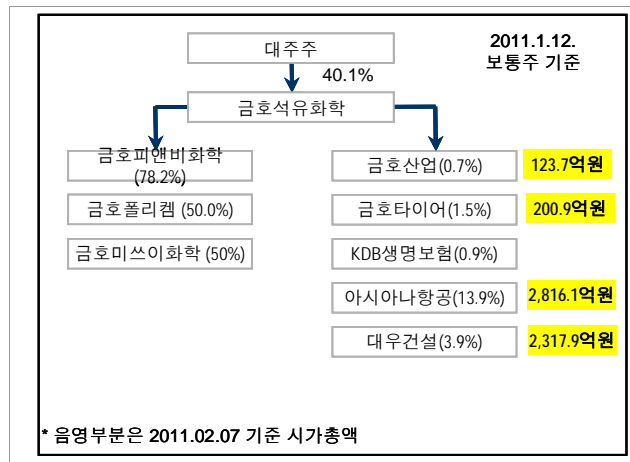
대우건설 매각이 예상보다 빨리 가치화되고 있으며, 이는 투자자 입장에서 두가지 긍정적인 영향을 가져올 것으로 판단함. 1) 현금유입 및 이를 아킬레스건으로 지적되는 순차입금 감소에 사용할 때 영업외 손익 개선 효과 및 Valuation Discount를 벗어날 수 있고 2) 기존 금호그룹과의 연결고리가 재정리됨으로써 여전히 남아 있는 우발부채에 대한 우려에서 벗어나 합성고무업체로의 재평가가 이에 해당.

주요 지분 현황('09년 1분기말 기준)



자료: 금호석유, 키움증권 리서치

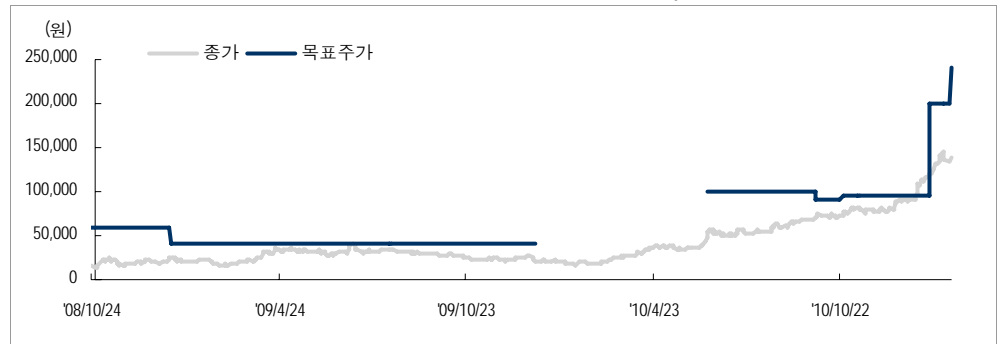
주요 지분 현황(11년 1월 12일 기준)



자료 :금호석유, 키움증권 리서치

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



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