

BUY (Maintain)

주가(4/14) 183,000원

목표주가 310,000원

키움증권

Company Brief 2011. 4. 15

금호석유 [011780]

말 그대로 어닝 서프라이즈

화학 Analyst 정경희 02) 3787-5150 khchung@kiwoom.com

RA 민경혁 02) 3787-5158 21keynes@kiwoom.com

- 1분기 영업이익의 2,885억원(연결) 발표, 사상최대 실적을 경신한 Earning Surprise
- 합성고무 호황 진입, 차입금 감소, CAPA 확장 주목
- Top Pick의견 지속, 목표주가 310,000원으로 상향, Buy(매수) 유지

전방위 호조로 어닝서프라이즈 기록

동사는 1분기 IFRS 기준 매출액 16,002억원, 영업이익 2,885억원(YoY +131%, QoQ +75%), 금호석유 단독 기준 매출액 12,575억원, 영업이익 2,229억원의 놀라운 실적 발표. 이는 분기기준 사상최대 실적으로 당사 추정치 및 Consensus를 각각 10%, 16% 상회하는 수준.

1분기 어닝 서프라이즈는 전 부문의 업황 호조에 기인. 합성고무(단독기준 매출비중 62%)는 원재료인 Butadiene이 일부 NCC 업체 Trouble 및 정기보수로 가격이 급등하였음에도 불구하고, 타이트한 수급에 따라 주력품인 SBR, BR 가격이 각각 전기비 34%, 19% 상승하며 오히려 Spread가 확대되었음. 합성수지(28%) 역시 전방산업인 자동차 및 가전의 가동률 상승 및 원재료 약보합으로 영업이익률 9%의 최고 이익률을 기록함. 기타(10%)부문에서 열병합발전은 판매가가 연동되는 B-C가격 상승으로 영업이익률 47%를 기록했고 기존 금호 P&B부문 실적이 반영된 페놀유도체 역시 전방산업(PC/Epoxy 수지) 수요 증가와 타이트한 BPA 업황으로 650억원의 사상최대실적 기록. 아킬레스건으로 지적되던 1.9조원에 달하는 순차입금은 MOU 졸업 및 CB전환(5/9, 2,000억)으로 연말기준 1.35조까지 하락할 것으로 예상함. 또한 EBITDA 기준 1.05조의 현금유입에 따라 SSBR, ESBR, Latex 등 고부가가치 제품군 CAPA 확보에 대한 성장사업에 대한 검토 진행중. 합성고무 장기 호황전망 하에 글로벌 No.1인 동사에 Peer 평균 11.3배 PER를 적용, 목표주가 310,000원으로 상향, Top Pick 의견 유지함.

주목하는 세 가지 이유

Company Data		
KOSPI (4/14)	2,141.06pt	
시가총액	47,887억원	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	183,000원	32,950원
등락률	0.0%	455.4%
수익률	절대	상대
1M	26.2%	16.2%
6M	147.3%	119.4%
1Y	482.8%	372.4%
발행주식수	28,448천주	
일평균 거래량(3M)	318천주	
외국인 지분율	8.4%	
배당수익률(11E)	0.5%	
BPS(11E)	64,575원	
주요 주주	박철완 외	39.7%

투자지표	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액(억원)	28,017	38,863	56,164	59,635	61,408
증감율(%YoY)	-12.0	38.7	44.5	6.2	3.0
영업이익(억원)	1,162	3,596	9,389	10,937	11,500
증감율(%YoY)	-58.7	209.5	161.1	16.5	5.1
EBITDA(억원)	2,180	4,683	10,545	12,193	12,739
세전이익(억원)	-8,419	5,951	10,619	13,238	14,372
순이익(억원)	-6,148	4,714	8,049	10,034	10,894
EPS(원)	-21,613	16,571	27,849	35,272	38,295
증감율(%YoY)	적전	흑전	68.1	26.7	8.6
PER(배)	-1.3	3.0	6.6	5.2	4.8
PBR(배)	1.4	1.6	2.8	1.8	1.3
EV/EBITDA(배)	13.1	7.0	5.8	4.3	3.4
영업이익률(%)	4.1	9.3	16.7	18.3	18.7
ROE(%)	-52.9	88.1	91.4	54.6	38.7
순부채비율(%)	399.0	220.7	73.6	17.6	-12.1

- 당사는 4월 14일 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.

Earnings 요약

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	56,164	9,389	10,545	10,619	8,049	27,849	64,575	22,027	6.6	2.8	41.0
2012E	59,635	10,937	12,193	13,238	10,034	35,272	99,039	28,160	5.2	1.8	52.6
2013E	61,408	11,500	12,739	14,372	10,894	38,295	135,722	30,779	4.8	1.3	59.6

Interim Earnings										(억원, %)	
	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E	1Q12E	2Q12E	3Q12E	4Q12E	2011E	2012E	
매출액	12,575	14,398	14,768	14,422	14,626	14,387	14,510	16,112	56,164	59,635	
영업이익	2,225	2,374	2,593	2,197	2,547	2,718	2,384	3,290	9,389	10,937	
(YoY %)	242.6	140.9	185.6	108.7	14.4	14.5	-8.1	49.7	161.1	16.5	
세전이익	2,551	2,393	3,096	2,579	3,096	3,034	3,156	3,952	10,619	13,238	
순이익	1,933	1,814	2,347	1,955	2,347	2,300	2,393	2,995	8,049	10,034	
EBITDA	2,514	2,663	2,882	2,486	2,861	3,032	2,697	3,604	10,545	12,193	
Margin (%)											
영업이익률	17.7	16.5	17.6	15.2	17.4	18.9	16.4	20.4	16.7	18.3	
세전이익률	20.3	16.6	21.0	17.9	21.2	21.1	21.8	24.5	18.9	22.2	
순이익률	15.4	12.6	15.9	13.6	16.0	16.0	16.5	18.6	14.3	16.8	
EBITDA margin	20.0	18.5	19.5	17.2	19.6	21.1	18.6	22.4	18.8	20.4	

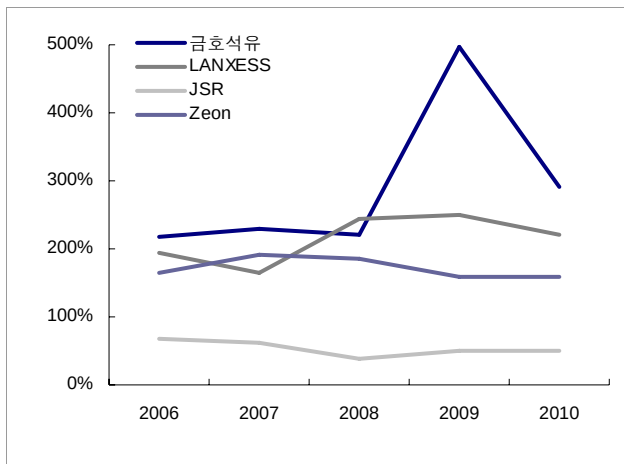
자료: 금호석유, 키움증권

주 : 금호석유 단독기준

장기 호황과 재무구조 개선으로 Discount 해소 전망

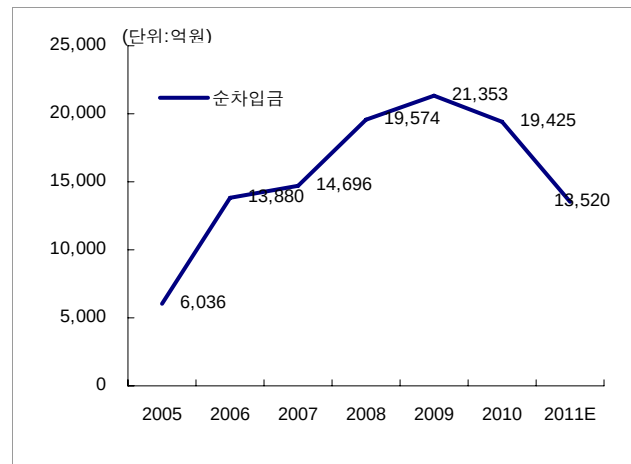
우리는 현재 합성고무 업황을 장기 호황의 진입기로 판단함. 이는 현재 차입금 감소와 더불어 동시에 적용되는 Valuation Discount 해소의 주된 요인으로 판단. 동사는 2011년 연말까지 채권단과 맺은 경영정상화 계획을 졸업하기 위하여 순차입금 감축을 주된 재무목표로 추진중. 작년 연말기준 1.9조에 달하던 순차입금은 5월말 전환되는 CB 2,000억, 1조 이상의 EBITDA 창출로 2011년 연말기준 순차입금 1.35조로 재무구조 대폭 개선 전망. 3/18일자 공정위에 제출한 계열분리를 진행하기 위하여 금호산업(보유지분 0.7%), 금호타이어(1.5%) 매각이 우선 진행될 것으로 예상하며, 이에 따른 현금유입은 306억원(4월 14일 종가기준)으로 규모가 큰 것은 아니지만, 구 금호그룹과의 결별이라는 상징적인 의미를 부여할 것으로 판단함.

글로벌 Peer 대비 부채비율 추이: Gap 축소



자료: 각사, 키움증권

금호석유 순차입금 추이



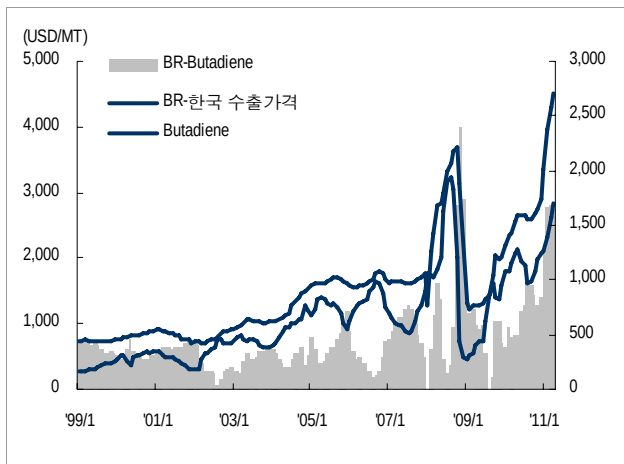
자료: 금호석유, 키움증권

SBR Global Peer group

Company	GOODYEAR TIRE & RUB.	LANXESS	J S R	ZEON	CHINA SHENHUA EN.CO.'H'	Peer Average	KUMHO PETROCHEM.
Country	USA	Germany	Japan	Japan	China		Korea
Currency	USD	Euro	Yen	Yen	HKD		KRW
Stock Price(4/13)	15	56	1,480	708	37		175,000
Market Cap(Million USD)	3,664	6,711	4,514	2,043	16,282		4,090
Stock Performance							
1M	0%	7%	-13%	-9%	11%		24%
3M	20%	0%	-14%	-5%	8%		52%
6M	26%	16%	9%	0%	5%		146%
1Y	8%	65%	-24%	36%	4%		476%
PE(배)							
08	NA	4.7	15.6	45.3	9.2	18.7	N/A
09	43.7	15.5	40.4	40.7	14.8	31.0	N/A
10	29.3	11.9	13.7	9.5	14.2	15.7	5.5
11E	26.7	10.4	12.3	8.7	13.9	14.4	7.2
12E	7.9	9.3	10.9	7.8	12.2	9.6	7.2
PB(배)							
08	1.4	0.8	1.2	0.7	NA	0.9	0.5
09	4.7	1.5	1.9	1.2	4.4	2.8	1.1
10	4.5	2.8	1.4	1.4	3.7	2.8	2.9
11E	4.0	2.2	1.3	1.2	3.3	2.4	3.1
12E	2.7	1.8	1.2	1.1	2.8	1.9	2.2
ROE(%)							
08	7.5	11.7	5.7	2.4	NA	6.6	-2.0
09	-14.8	2.8	5.6	5.0	19.9	3.7	-72.4
10	18.1	23.9	10.3	15.7	20.7	17.7	66.6
11E	13.7	22.6	11.0	15.3	20.4	16.6	53.8
12E	43.7	21.1	11.1	14.8	20.2	22.2	35.1
ROA(%)							
08	0.9	3.9	NA	NA	NA	2.4	-0.6
09	-1.6	0.8	3.8	1.8	10.8	3.1	-17.8
10	0.8	7.1	6.8	5.9	11.7	6.4	14.2
11E	1.2	8.9	7.5	6.6	13.0	7.4	18.2
12E	3.8	9.4	7.5	7.1	13.2	8.2	15.9
EV/EBITDA							
08	NA	3.3	NA	NA	NA	3.3	6.9
09	NA	7.1	NA	NA	13.4	10.3	12.4
10	4.2	6.4	5.2	4.5	9.7	6.0	9.2
11E	5.6	6.4	4.4	4.1	7.7	5.6	6.8
12E	4.0	5.6	3.7	3.3	6.7	4.7	6.4

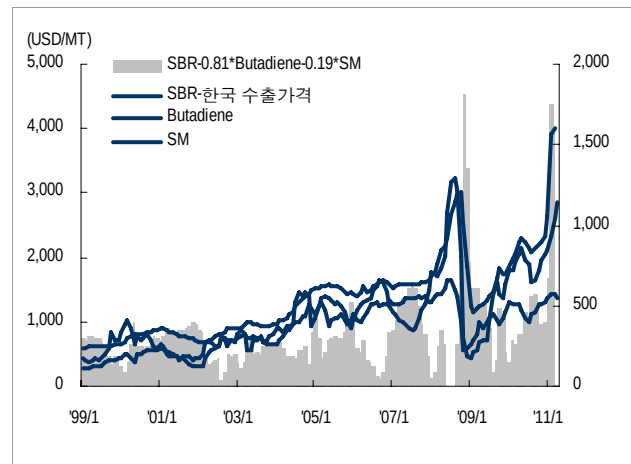
자료: Datastream, 키움증권

BR가격 및 마진추이



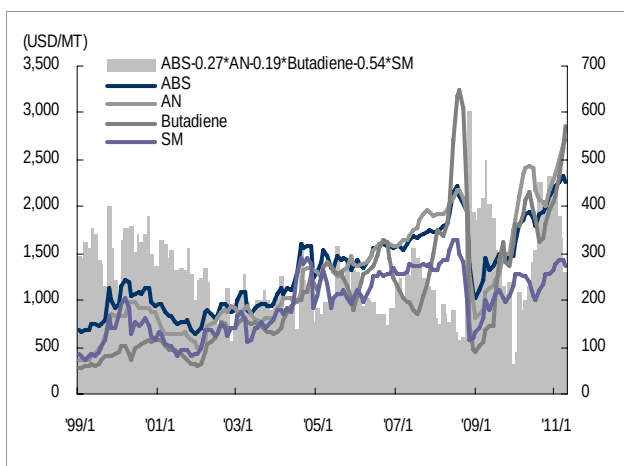
자료: Ciscem, KITA, 키움증권

SBR가격 및 마진추이



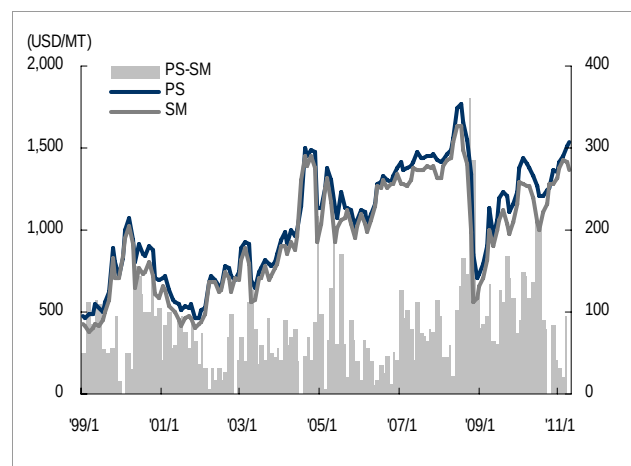
자료: Ciscem, KITA, 키움증권

ABS가격 및 마진추이



자료: Ciscem, KITA, 키움증권

PS가격 및 마진추이

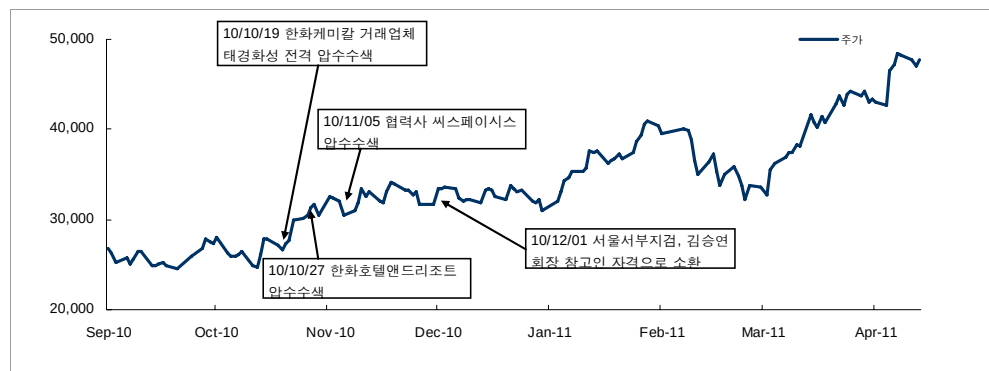


자료: Ciscem, KITA, 키움증권

편더멘탈과 무관한 이슈는 주가에 큰 영향없어

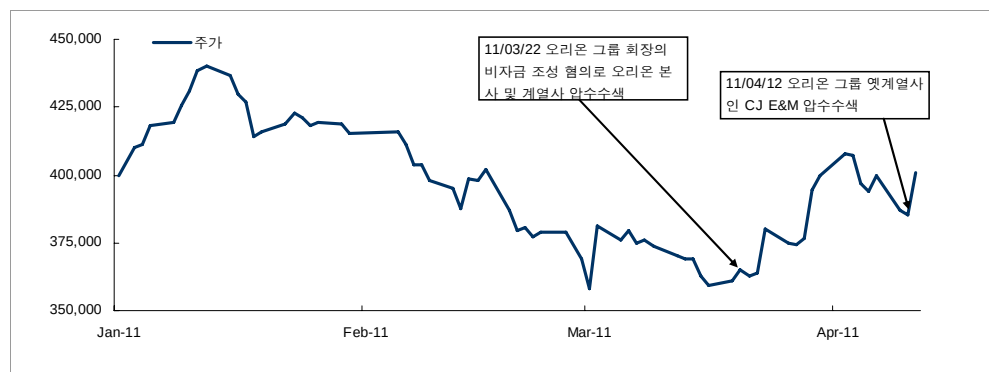
최근 검찰수사가 시작된 이슈는 사업 편더멘탈과 무관한 사항으로 아직 확인된 내용은 없음. 단, 최근 한화그룹 및 오리온그룹의 검찰수사에서 나타나듯이 사업 자체와 무관한 이슈는 주가에 장기적인 영향을 미친다고 보기 어려움. 따라서 향후 수사결과 추이를 확인할 필요는 있으나, 현 시점은 기업가치와 편더멘탈의 괴리에 따른 저평가에 주목할 시점으로 판단함. .

한화그룹 검찰수사 기간 중 한화케미칼 주가추이



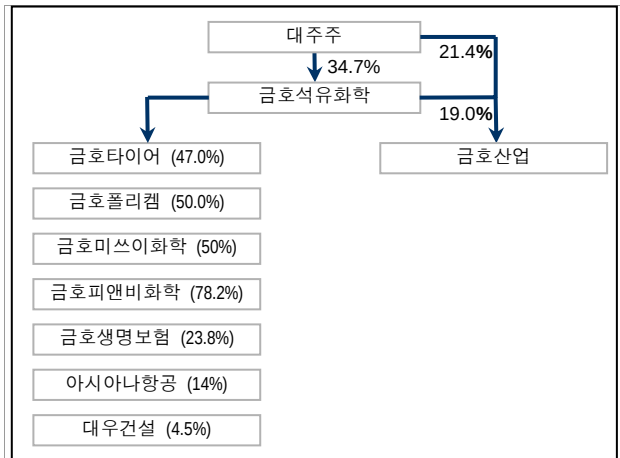
자료: Fnguide, 뉴스취합, 키움증권

오리온그룹 검찰수사 기간 중 오리온 주가추이



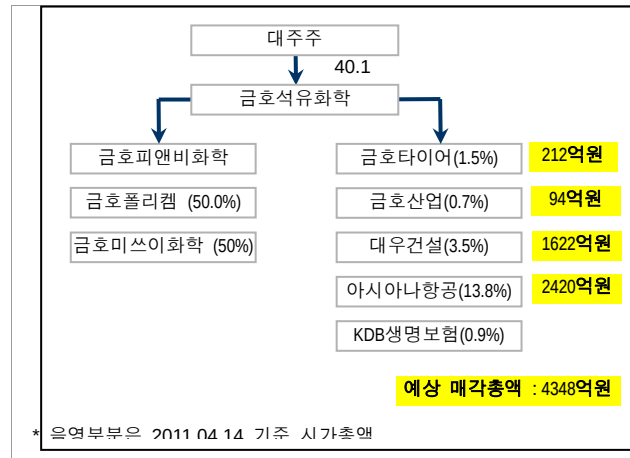
자료: Fnguide, 뉴스취합, 키움증권

주요 지분 현황('09년 1분기말 기준)



자료: 금호석유, 키움증권

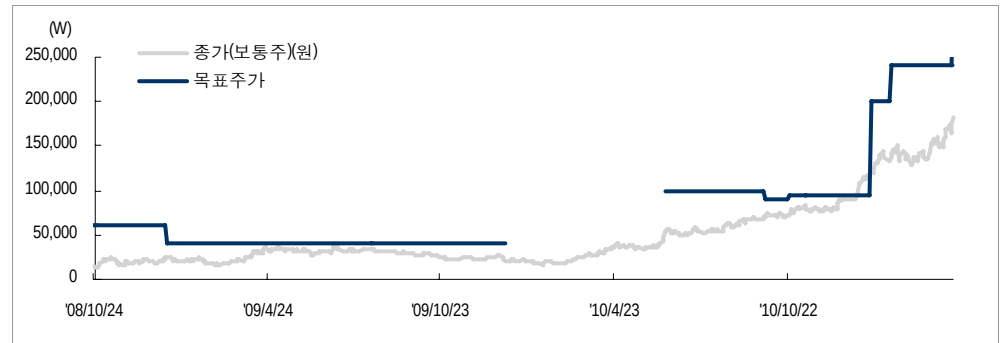
주요 지분 현황(현재)



자료:금호석유, 키움증권

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



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