

금호석유 (011780)



[2011년 3분기 실적 코멘트]

4분기 실적 회복 화학업체이다!!!



화학업계의 불독(Bull-Dog) **황지원**입니다.
 ☎ (02)3770-3564 / ✉ 1kyuwon1@myasset.com

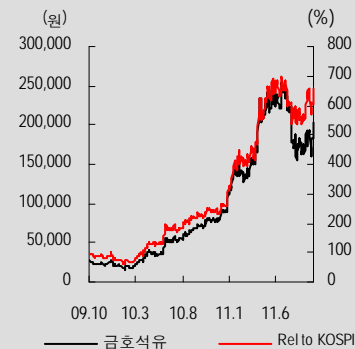
투자의견: BUY (Maintain)
목표주가: 300,000원

화학

| | |
|-------------|---------------|
| 주가 | 203,000원 |
| 자본금 | 1,422억원 |
| 시가총액 | 51,612억원 |
| 주당순자산 | 31,427원 |
| 부채비율 | 290.30% |
| 총발행주식수 | 28,447,933주 |
| 60일 평균 거래대금 | 584억원 |
| 60일 평균 거래량 | 314,156주 |
| 52주 고 | 253,000원 |
| 52주 저 | 69,500원 |
| 외인지분율 | 8.70% |
| 주요주주 | 박철완외 8인 40.6% |

주가수익률 (%)

| | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
|----------|------|--------|-------|
| 절대 | 16.0 | (16.6) | 185.5 |
| 상대 | 15.4 | (2.6) | 193.8 |
| 절대(달러환산) | 7.3 | (27.2) | 180.9 |



자료: Datastream



Why This Report

금호석유주 주가가 20만원 이상에서 안착할지 여부에 대해 논란이 많습니다. 부정적인 시각에는 '원료인 Butadiene 가격이 상승하는 가운데, 합성고무 가격은 하락할 수 있다'는 점이 자리잡고 있습니다. 여러분은 어떻게 생각하세요? 저는 동의하지 않습니다. 너무나 보고 숲이 커져가는 것을 간과한 결과입니다. 우울한 대외여건 속에서 4분기에 강한 실적을 달성한다면, 괄목(刮目)하는 계기가 될 것입니다.

Investment Point

2011년 3분기 잠정실적 : 연결 영업이익 2,191억원으로 감익

- ▶ 2011년 3분기 잠정 매출액 1조 6,603억원, 연결 영업이익 2,191억원, 지배주주 순이익 905억원을 기록함. 연결 영업이익은 전분기 2,761억원 대비 20% 감소함. 3분기 핵심원료인 Butadiene 가격 급등세가 악영향을 미쳤기 때문
- ▶ 사업부문별 영업이익 : 합성고무 1,134억원(전분기 1,700억원), 합성수지 55억원(전분기 149억원)
 열병합 및 정밀화학 363억원(전분기 347억원), 금호 P&B(주) 389억원(전분기 597억원)

2011년 4분기 예상 특징 : 실적 모멘텀 재부각

- ▶ 4분기 매출액 1.8조원, 영업이익 2,570억원, 지배주주 순이익 1,844억원 등으로 예상. 연결 영업이익은 3분기 2,191억원 대비 17% 증가할 것으로 판단
- ▶ 핵심 원료인 Butadiene 가격 진정으로 인해, 4분기 합성고무 Spread(BR-Butadiene)는 1,100\$로 3분기 433\$ 대비 큰 폭의 개선 기대. 특히, 50년래 최악의 태국 홍수로 인해, 천연고무 가격은 4,000\$ 후반 수준의 강세가 예상됨. 대체재인 합성고무 가격도 4,200 ~ 4,500\$ 수준의 견조한 강세가 이어질 전망

투자의견 BUY, 목표주가 300,000원 유지

- 원료가격 안정 및 태국 홍수 영향으로, 2011년 4분기 실적 및 주가회복 동시 진행 기대
- 2012년 증설효과를 고려할 경우, PER(전환사채 주식 전환 반영) 7.1배 수준으로 부담 無

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(단위: 억원, 원, %, 배)

| 결산(12월) | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 68,976 | 57,185 | 67,545 | 69,995 | 72,970 |
| 매출액증가율 | -4.1 | -17.1 | 18.1 | 3.6 | 4.3 |
| 발표영업이익 | 1,104 | 6,539 | 10,385 | 12,118 | 12,460 |
| 조정영업이익 | 1,104 | 6,539 | 10,342 | 12,118 | 12,460 |
| 지배주주귀속순이익 | -6,236 | 4,711 | 6,114 | 8,735 | 8,760 |
| 지배주주 귀속 EPS | -24,526.3 | 18,404.3 | 22,909.6 | 28,669.6 | 28,750.7 |
| 증가율 | 1,056.5 | -175.0 | 24.5 | 25.1 | 0.3 |
| PER | -1.1 | 2.7 | 8.9 | 7.1 | 7.1 |
| PBR | 1.5 | 1.6 | 4.1 | 2.6 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 14.4 | 5.9 | 6.3 | 5.1 | 4.5 |
| ROA | -10.5 | 8.1 | 14.4 | 18.3 | 15.9 |
| ROE | -80.1 | 71.9 | 55.4 | 49.5 | 34 |

자료: 동양종합금융증권

I. 2011년 3분기 잠정실적 특징 : Butadiene 강세로 감익

2011년 3분기 원료가격 상승 부담으로 감익

지배주주 연결 영업이익 2,191억원으로 전분기 2,761억원 대비 20% 감소

2011년 3분기 잠정실적 특징을 “시장우려 보다 양호한 실적 시험”으로 요약할 수 있다. 3분기 연결 매출액 1조 6,603억원, 영업이익 2,191억원, 지배주주 세후이익 905억원 등이었다. 3분기 연결 영업이익은 전분기 2,761억원 대비 20% 감소했다. 부문별 영업이익 추산치를 살펴보면, 합성고무 1,134억원(전분기 1,700억원), 합성수지 55억원(전분기 149억원), 금호 P&B(주) 389억원(전분기 597억원), 기타 특수고무 및 열병합발전 363억원(전분기 347억원) 등이다.

[표1]에서 구체적인 실적을 확인할 수 있다. 3분기 실적 특징을 6가지로 요약할 수 있다.

1) 합성고무 영업이익 2분기 1,700억원 → 3분기 1,134억원

첫째, 합성고무(Butadiene Rubber, Styrene Butadiene Rubber) 부문 영업이익은 2분기 1,700억원에서 3분기 1,134억원으로 크게 감소했다. 원료가격 급등과 정기보수에 따른 생산 차질 때문이었다. 우선, 3분기 BR 및 SBR 평균 판매가격은 각각 4,433\$과 3,948\$ 수준으로, 2분기 4,037\$ 및 3,538\$ 대비 약 400\$ 정도 개선되었다. 그러나, 3분기 핵심 원료인 Butadiene Spot 가격은 4,000\$로 2분기 3,100\$ 대비 약 900\$ 정도 급등했다. 이로 인해, BR Spread(=BR 가격 - Butadiene)는 2분기 890\$에서 3분기 433\$로 약 51% 하락했다.[그림1, 4p] 뿐만 아니라, 2011년 초에 완공된 12만톤 BR 설비도 8월 중순부터 약 20일간 정기보수를 진행했다. 신설비 도입후 중간점검 차원에서 진행되었다. 이로 인해, 3분기 합성고무 판매물량은 전분기 대비 10% 정도 감소되었다. 9월 말부터 생산량은 다시 정상 수준으로 회복했다.

표 1. 금호석유(주) 실적 변화 : 2011년 3분기 잠정 영업이익 2,191억원(2분기 2,761억원, 직전 추정치 2,028억원)

[변경전 (2011.10.10일) - 2011년부터 한국형 국제회계기준 적용]

| 구분 | 2010년(개별재무제표 기준) | | | | 2011년(K-IFRS 연결 기준) | | | | 연간실적 | | | |
|-------------|------------------|-------|--------|--------|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 1분기 | 2분기 | 3분기 | 4분기 | 1분기 | 2분기 | 3분기(e) | 4분기(e) | 10년 | 11년(e) | 12년(e) | 13년(e) |
| 매출액(억원) | 8,826 | 9,740 | 10,072 | 10,222 | 16,002 | 17,076 | 17,552 | 17,833 | 38,862 | 68,463 | 73,675 | 76,703 |
| 영업이익(억원) | 649 | 981 | 908 | 1,053 | 2,864 | 2,761 | 2,028 | 2,573 | 3,596 | 10,226 | 12,909 | 13,223 |
| 지분법이익 | 134 | 259 | 500 | 558 | 155 | 193 | 137 | 183 | 1,450 | 668 | 941 | 931 |
| 지배주주순이익(억원) | 841 | 554 | 956 | 2,363 | 1,962 | 1,790 | 934 | 1,847 | 4,714 | 6,147 | 9,718 | 9,719 |

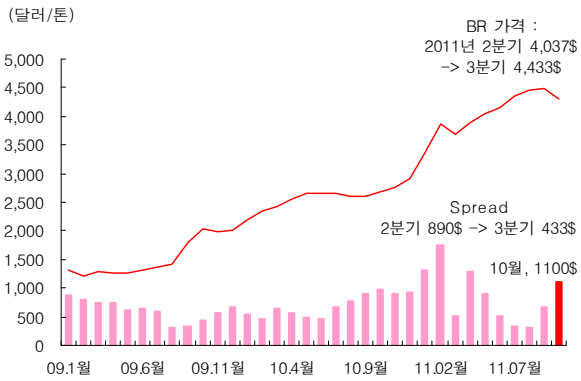
[변경후 (2011.10.14일) - 2011년부터 한국형 국제회계기준 적용]

| 구분 | 2010년(개별재무제표 기준) | | | | 2011년(K-IFRS 연결 기준) | | | | 연간실적 | | | |
|--------------|------------------|-------|--------|--------|---------------------|--------|--------|--------|------------|------------|------------|------------|
| | 1분기 | 2분기 | 3분기 | 4분기 | 1분기 | 2분기 | 3분기(e) | 4분기(e) | 10년 | 11년(e) | 12년(e) | 13년(e) |
| 매출액(억원) | 8,826 | 9,740 | 10,072 | 10,222 | 16,002 | 17,076 | 16,603 | 17,864 | 38,862 | 67,545 | 69,995 | 72,970 |
| 합성고무 | 4,977 | 5,609 | 5,842 | 5,910 | 7,877 | 9,818 | 9,456 | 10,823 | 22,340 | 37,974 | 43,096 | 43,536 |
| 합성수지 | 2,885 | 3,052 | 3,107 | 3,161 | 3,462 | 3,206 | 2,741 | 2,593 | 12,203 | 12,002 | 9,678 | 9,911 |
| 고무특수제품/발전소 | 964 | 1,079 | 1,222 | 1,151 | 1,181 | 1,074 | 1,158 | 1,188 | 4,319 | 4,601 | 4,807 | 6,729 |
| 금호P&B | | | | | 3,482 | 2,978 | 3,248 | 3,261 | | 12,969 | 12,414 | 12,794 |
| 영업이익(억원) | 649 | 981 | 908 | 1,053 | 2,864 | 2,761 | 2,191 | 2,570 | 3,596 | 10,385 | 12,118 | 12,460 |
| 합성고무 | 372 | 617 | 467 | 657 | 1,679 | 1,700 | 1,134 | 1,584 | 2,113 | 6,006 | 7,539 | 7,382 |
| 합성수지 | 73 | 185 | 224 | 251 | 312 | 149 | 55 | 112 | 733 | 627 | 476 | 424 |
| 고무특수제품/발전소 | 204 | 179 | 217 | 145 | 223 | 347 | 363 | 325 | 750 | 1,257 | 1,313 | 1,886 |
| 금호P&B | | | | | 650 | 597 | 389 | 549 | | 2,185 | 2,790 | 2,769 |
| 지분법이익 | 134 | 259 | 500 | 558 | 155 | 193 | 190 | 187 | 1,450 | 720 | 865 | 859 |
| 외환손익 | 107 | -270 | 204 | -2 | 70 | -157 | -650 | 120 | 39 | -617 | 365 | 0 |
| 지배주주순이익(억원) | 841 | 554 | 956 | 2,363 | 1,962 | 1,790 | 905 | 1,844 | 4,714 | 6,114 | 8,735 | 8,760 |
| 발행주식수(주) | | | | | | | | | 25,424,447 | 26,685,259 | 30,467,693 | 30,467,693 |
| 주당 세후이익(원/주) | | | | | | | | | 18,542 | 22,910 | 28,670 | 28,751 |

자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

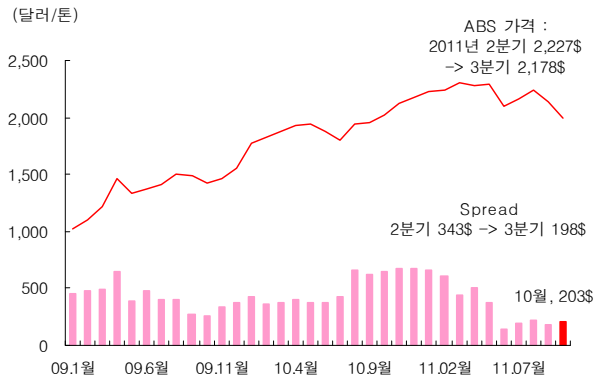
- 2) 합성수지 영업이익 2분기 149억원 → 3분기 55억원
- 둘째, 합성수지 부문 영업이익은 2분기 149억원에서 3분기 55억원으로 추가로 감소했다.** ABS 설비 가동률이 2분기 80%에서 3분기 70% 수준으로 다시 낮아졌다. IT 제품용 ABS 수요가 위축되는 반면, 핵심원료의 가격 강세가 두드러졌기 때문이다. 구체적으로, ABS 제품가격은 2분기 2,227\$에서 3분기 2,178\$로 소폭 하락한 반면, 핵심원료인 SM 가격은 1,410\$에서 1,460\$로 상승했다. 그 결과 ABS 1톤당 Spread 는 2분기 343\$에서 2분기 198\$로 급락했다.[그림2, 4p] 반면, 현대 EP(주) 화재로 인해, 동사의 PS 는 상대적인 수혜를 입었다. 현대 EP(주)로부터 구매하던 기업이 동사로 주문이 몰렸기 때문이다. ABS 적자에도 불구하고, 합성수지 사업부문 영업이익률이 2%를 기록한 배경이다.
- 3) 열병합 및 정밀화학 영업이익 2분기 347억원 → 3분기 363억원
- 셋째, 정밀화학 및 열병합발전 부문 영업이익은 2분기 347억원에서 3분기 363억원으로 호조세를 이어갔다.** 5월 중순 ~ 6월 초까지 여수 열병합발전소 1호기와 2호기가 연이어 정기보수를 진행했다. 3분기에는 기저효과가 발생되었다. 열병합발전소 부문 영업이익률은 45%(170억원 수준)를 기록했다. 다만, 타이어 노화방지제 및 가황촉진제 등 특수 정밀화학제품 설비 가동률은 여전히 60% 수준에 머물렀으며, 영업이익률도 6%(30억원)에 그쳤다.
- 4) 금호P&B(78% 자회사) 영업이익 2분기 597억원 → 3분기 389억원
- 넷째, 금호P&B(78% 자회사, 연결 대상) 영업이익은 2분기 597억원에서 3분기 389억원으로 추가로 하락했다.** 전방산업인 IT 소비 부진 영향으로, 주력제품인 BPA(Bis-Phenol A, IT 고급 외장재인 폴리카보네이트에 사용) 가격이 상대적으로 약세를 보였기 때문이다. BPA 가격은 2분기 2,448\$에서 3분기 2,043\$로 17% 정도 하락했다. BPA 1톤당 Spread(=BPA - 0.8*벤젠 - 0.24*프로필렌)도 2분기 1,134\$에서 3분기 805\$로, 29% 하락했다.[그림3, 4p]
- 5) 지분법이익 2분기 193억원 → 3분기 190억원
- 다섯째, 계열사 수익 약화로 지분법이익도 2분기 193억원에서 3분기 190억원으로 감소했다.** 50% 자회사인 금호폴리캠(EPDM 생산, 용도 : 자동차 특수 밸브)은 추가적인 호조세를 이어갔다. 핵심제품인 EPDM 가격은 2분기 4,058\$에서 3분기 4,327\$로 상승했으며, EPDM 1톤당 Spread(=EPDM - 0.65*Ethylene-0.35*프로필렌)도 2분기 2,668\$에서 3분기 3,112\$로 17% 정도 개선되었다.[그림4, 4p]
- 한편, 금호미쓰이(MDI 생산, 용도 : 경성폴리우레탄)는 3분기 정체되는 모습을 보였다. 핵심제품인 MDI 가격은 2분기 2,138\$에서 3분기 2,098\$로 소폭 하락했다. MDI 1톤당 Spread(=MDI - 0.5*질산 - 0.6*벤젠)도 2분기 1,240\$에서 3분기 1,235\$ 수준을 기록했다.[그림5, 4p]
- 6) 외환손익 3분기 650억원 적자
- 여섯째, 외환손익 규모가 2분기 157억원 적자에서 3분기에 (-)650억원으로 적자폭이 확대되었다.** 연결기준 동사의 순외화부채 규모는 5.2억달러 수준이다. 원/달러 환율 급등(2분기 1,077원 → 3분기말 1,173원)으로 인해 평가손실이 발생되었다. 반면, 3분기 영업이익에 포함된 외환이익 규모는 250억원 수준인 것으로 알려지고 있다.

그림 1. 금호석유주의 합성고무 제품가격(BR)



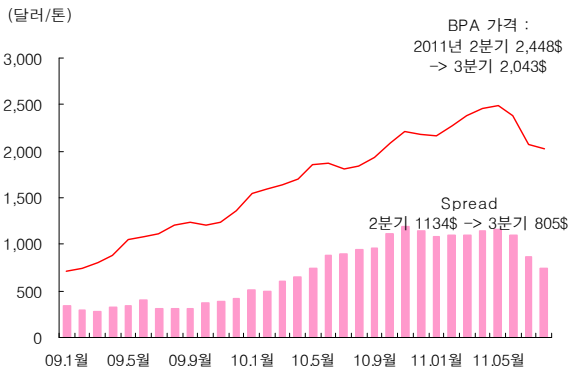
자료 : 무역협회, 동양종합금융증권 리서치센터

그림 2. 금호석유주 합성수지 부문 제품가격(ABS)



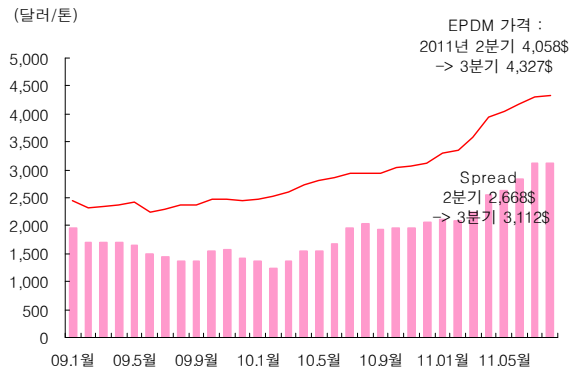
자료 : 씨스캠닷컴, 동양종합금융증권 리서치센터

그림 3. 금호 P&B주의 핵심제품 가격(BPA)



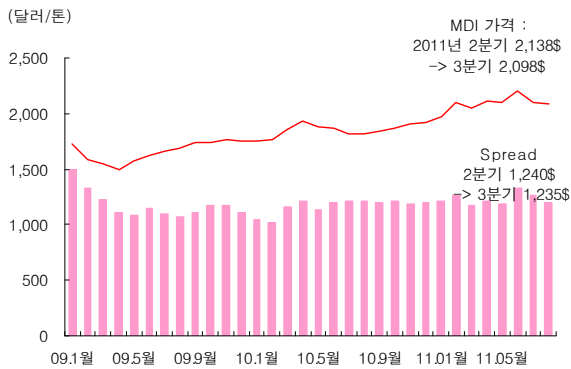
자료 : 무역협회, 동양종합금융증권 리서치센터

그림 4. 금호폴리켄주의 핵심 제품가격(EPDM)



자료 : 무역협회, 동양종합금융증권 리서치센터

그림 5. 금호미쓰이주의 핵심제품 가격(MDI)



자료 : 무역협회, 동양종합금융증권 리서치센터

II. 2011년 4분기 예상 특징 : 실적 모멘텀 재부각

2011년 4분기, 영업이익 추정치는 2,570억원으로, 2분기 수준에 도전 예상

2011년 4분기 예상 특징을 'Butadiene 가격 하락과 태국 홍수 수해의 2가지 모멘텀 동시 부각' 으로 요약할 수 있다. 4분기 예상실적은 연결 매출액 1조 7,864억원, 영업이익 2,570억원, 지배주주 세후이익 1,884억원 등이다. 2분기 수준의 영업실적에 도전할 것이다.

원료인 Butadiene 가격 약세로, 4분기 합성고무 Spread는 초호황기였던 1분기 수준에 육박

첫째, 합성고무 Spread 개선에 주목해야 한다. 2011년 4분기 BR Spread는 1,100\$ 수준의 강세가 예상된다. 2011년 분기별 Spread는 1분기 1,195\$, 2분기 890\$, 3분기 433\$ 등을 기록했다. 사상최고치를 기록했던 1분기 수준에 도전할 수 있다는 의미이다.

Spread 개선 배경을 원료인 Butadiene 가격에서 찾을 수 있다.[그림6] 2011년 7월 4,500\$까지 급등했던 Butadiene 가격은 10월 말 ~ 11월 초에 일시적으로 2,000\$을 하회할 것으로 예상된다(4분기 평균가격 2,500\$ 예상). 유럽 및 미국의 잉여물량이 아시아로 유입되고 있기 때문이다.

Butadiene 가격의 단기 급등 가능성도 낮아 보인다. 세계 Butadiene 소비량은 510만톤 수준인데, 80%는 합성고무 생산에 사용되며, 나머지 20%는 ABS(IT 외장재)에 사용된다. 그런데, IT 제품 소비위축으로 인해, 2011년 2분기 이후 세계 ABS 설비 가동률은 60 ~ 70%에 머물러 있다. Butadiene 잉여 물량이 발생하는 배경이다.

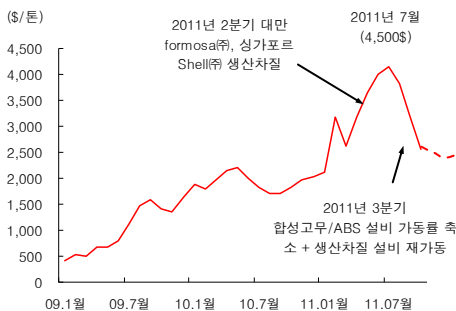
2011년 10월, 천연고무 최대생산국인 태국에서 50년래 최악홍수 발생. 천연고무 및 합성고무 가격 강세 예상

둘째, 태국의 대규모 홍수는 합성고무 가격에 유리하게 작용할 전망이다. 2011년 7 ~ 10월에 지속된 우기로 인해, 50년만에 최악의 홍수가 발생되었다. 남부의 푸켓을 제외한 30개 지역에서 홍수로 경작지 유실, 도로 침수 등이 발생되었다. 2010년 10월 대홍수보다 심각한 상황이다.

2010년 홍수 발생 후, 2010년 11 ~ 2011년 2월 태국의 천연고무 생산량이 타격을 받았다. 이로 인해, 국제 천연고무 가격은 1톤당 3,400\$에서 2월 5,700\$까지 급등했던 경험이 있다.[그림7] 태국의 연간 천연고무 생산규모는 335만톤 수준으로, 세계 총 생산량 1,078만톤에서 약 31%를 차지하고 있다. 태국의 생산차질은 시차를 두고, 국제 천연고무 가격에 직접적인 영향을 미친다.

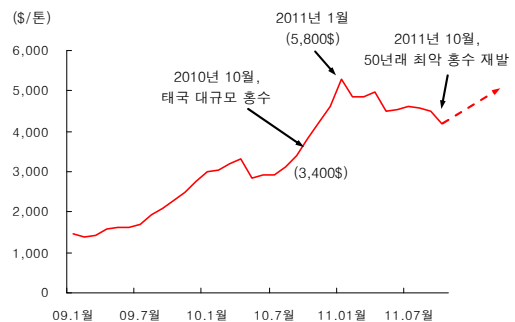
2011년 4분기 ~ 2012년 1분기에도 홍수 영향으로 비슷한 가격 환경이 조성될 전망이다. 다만, 2011년 중국의 자동차 판매 둔화(2010년 판매증가율 30% → 2011년 3.3%) 및 글로벌 유동성 긴축 상황을 고려할 때, 2010년 말과 같이 투기적인 자금유입으로 천연고무 가격이 폭등하는 현상을 기대하기는 어렵다. 다만, 천연고무 공급 차질로 인해, 국제 천연고무 가격은 2011년 10월 초 4,000\$에서 상승한 4,000\$ 후반 수준의 강세를 기록할 수 있다. 이럴 경우, 대체재인 합성고무 가격(10월 4,200\$)도 강세를 기록할 수 있다.

그림 6. 원료인 Butadiene 가격 약세 흐름 지속 예상



자료 : 무역협회

그림 7. 태국 홍수로, 천연고무 및 합성고무 가격 강세 기대



자료 : 무역협회, 동양종합금융증권 리서치센터

III. 결론 : Buy, 목표가격 30만원 유지

2011년 3분기 주가는 15 ~ 18만원 사이에서 약세 시현. 원료가격 부담과 제품가격 하락 개연성(蓋然性) 때문

2011년 3분기 주가는 '7월 20만원 초반 강세 → 8월 15만원 급락 → 9월 15 ~ 18만원 박스권' 흐름을 보였다. 8월 주가 하락 배경의 원인은 단 한가지였다. 합성고무 핵심원료인 Butadiene 이상급등(4월 3,000\$ → 7월 말 4,500\$)으로, 합성고무 수익악화 우려가 현실화되었기 때문이다. 9월 접어들면서 원료인 Butadiene 가격 부담은 없어졌지만, 주력제품인 합성고무 가격이 급락할 수 있다는 우려감이 대두되었다. 2 ~ 3개월 마다 가격을 조정하는 합성고무 장기공급 계약가격이 Butadiene 변동에 연동되기 때문이다.

2011년 4분기 주가는 20만원 중반으로 회복 예상. 3분기 우려감 해소 가시화 때문

2011년 4분기 예상 주가는 3분기 약세를 마무리 짓고, 20만원 중반을 회복하는 강세가 기대된다. 3분기에 작용했던 주가 약세 원인이 해소되기 때문이다. **Butadiene 가격 급락으로 실적 회복** 가능성이 매우 높아졌다. 더구나, 태국의 홍수 여파로 인해, 합성고무 가격 급락 우려감도 낮아질 것이다. 태국 홍수로 인해 천연고무 가격이 상승하면, 타이어 생산업체에서 합성고무에 대한 수요가 강화될 수 있기 때문이다.

중기적인 Buy & Hold 권고. 고무시장의 구조적인 성장세와 2012년 증설 기대감 여전히 존재

적정주가는 여전히 30만원과 Buy & Hold 의견을 유지한다. 2010년 하반기부터 시작된 합성고무의 구조적인 성장세가 2012년에도 이어질 것으로 예상되기 때문이다. 특히, 중국의 합성고무 소비(227만톤/년)는 2011년 ~ 2013년 동안 연평균 10% 이상 꾸준히 성장할 것으로 전망되고 있다. 교체용 타이어 수요 때문이다. 중국의 자동차 판매량은 2008년 674만대에서 2009년 1,031만대, 2010년 1,375만대, 2011년 1,457만대(e)로 증가했다. 타이어 교체주기 3 ~ 5년을 고려하면, 2012년 ~ 2015년 중국의 교체용 타이어 수요가 꾸준히 이어지는 것은 필연이다.

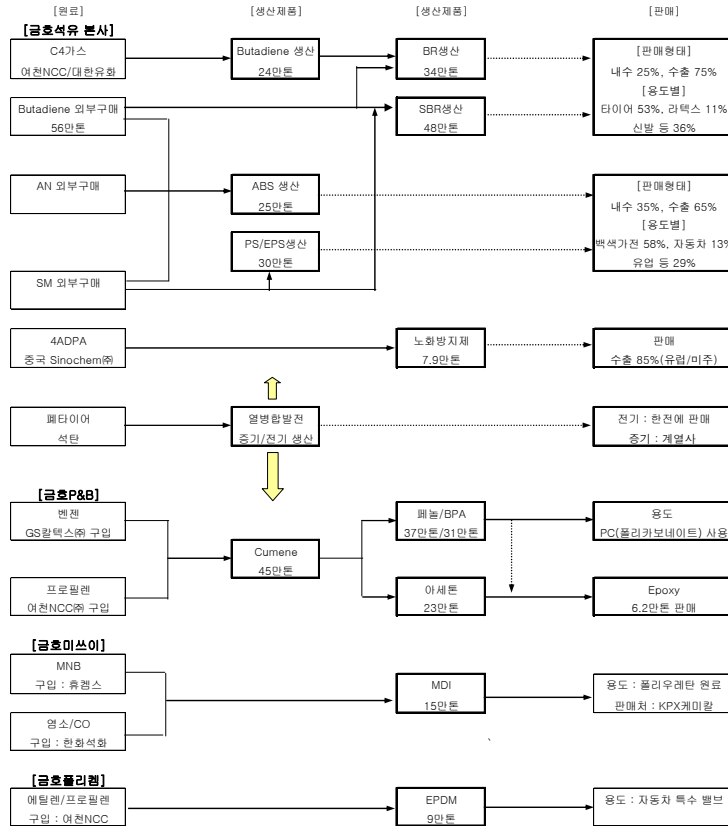
뿐만 아니라, 2012년 증설을 통한 기업가치 상승 기대감도 충분히 남아있다. 2011년 3월 BR 12만톤 증설에 이어, 2012년 3분기에는 SBR 14만톤이 증설된다. 2012년 말에는 금호피앤비(주) BPA 15만톤(기존 30만톤 → 증설후 45만톤), 금호폴리켄(주) EPDM 6만톤(기존 9만톤 → 증설후 15만톤), 금호미쓰이(주) MDI 5만톤(기존 15만톤 → 증설후 20만톤) 등의 신규설비가 가동된다.

표 2. 금호석유(주) 적정주가 산출 : 30만원

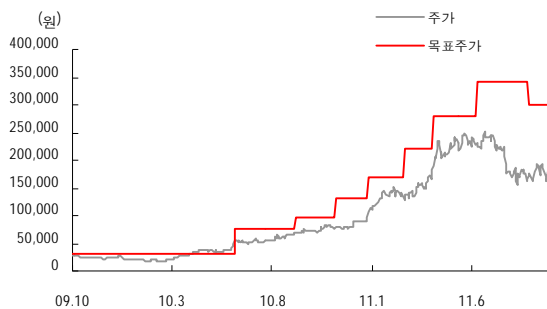
| 구분 | 기준일 (2011.10.14일) | 주요 내역 | | | | | | | | |
|---------------------|----------------------|--|--------------|---------------|----------------------|-------------|----------------------|-------|-------------------|--|
| (+) 영업자산가치 | 8조 8,671억원 | 부문별 사업가치 | 영업이익 (억원) | 평가상각비 (억원) | EBITDA (억원) | 적정배율 (배) | 총사업가치 (억원) | 지분율 | 지분반영 사업가치 (억원) | |
| | | ▶ 합성고무/수지 | 7,602 | 846 | 8,448 | 7.0x | 5조 9,135 | 100% | 5조 9,135 | |
| | | ▶ 열병합발전/특수고무 | 1,634 | 270 | 1,904 | 7.2x | 1조 3,706 | 100% | 1조 3,706 | |
| | | ▶ 금호P&B | 2,465 | 427 | 2,892 | 7.0x | 2조 243 | 78.2% | 1조 5,890 | |
| | | 합 계 | 1조 1,700 | 1,543 | 1조 3,243 | 6.7x | 9조 3,084 | | 8조 8,671 | |
| (+) 투자자산가치 | 8,274억원 | 투자자산 구성 | 지분율 | 장부가액 | PBR | 적정가치 | 비 고 | | | |
| | | 금호폴리켄 | 50% | 801 | 1.9x | 1,509 | EPDM(특수고무) 생산 | | | |
| | | 금호미쓰이 | 50% | 721 | 1.0x | 697 | MDI(우레탄원료) 생산 | | | |
| | | [기타 처분대상자산] | | | | | | | | |
| | | KDB생명(壽險로생명) | 5% | 56 | 1.0x | 56 | 상장후 처분 계획 | | | |
| | | KDB-관서스 출자금 | | 221 | 1.0x | 221 | 상장후 처분 계획 | | | |
| | | 아시아나항공 | 14% | 2,427 | 1.2x | 2,832 | 29,593,400주 × 9,570원 | | | |
| 대우건설 | 4.49% | 1,564 | 0.9x | 1,398 | 14,621,622주 × 9,560원 | | | | | |
| 기타 보유유가증권 | | 978 | 1.0x | 978 | 대한통운(주) 33.2만주 포함 | | | | | |
| 합 계 | | | 7,126 | 1.2x | 8,274 | | | | | |
| (-) 순차입금 | 2조 2,595억원 | | | | | | | | | |
| 총차입금 | 2조 4,330억원 | | | | | | | | | |
| 현금성자산 | 1,737억원 | | | | | | | | | |
| 보통주 주주가지(A) | 7조 4,352억원 | | | | | | | | | |
| 발행주식수(B) | 2,487.5만주 | 총발행주식수 25,424,477주 - 자사주 5,992,558주 + CB전환 5,043,246주 * CB전환가능 물량(전환가능시기 2011년5월9일부터) = 2,000억원 / 주당전환가 39,657원 | | | | | | | | |
| 주당 주주가지(A/B) | 300,000원 | * Buy 의견 유지 : 전방 수요(타이어) 호조 속에 합성고무 공급이 타이탄환 구조 지속 | | | | | | | | |

자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

[별첨] 금호석유화학주 생산 프로세스



금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



| 날짜 | 투자조건 | 목표주가 |
|------------|------|----------|
| 2011/10/14 | BUY | 300,000원 |
| 2011/10/10 | BUY | 300,000원 |
| 2011/09/08 | BUY | 300,000원 |
| 2011/06/21 | BUY | 340,000원 |
| 2011/04/15 | BUY | 280,000원 |
| 2011/03/02 | BUY | 220,000원 |
| 2011/01/06 | BUY | 170,000원 |
| 2010/11/17 | BUY | 130,000원 |
| 2010/10/01 | BUY | 95,000원 |
| 2010/09/17 | BUY | 95,000원 |

자료: 동양종합금융증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성사: 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 금호석유증권을 기초자산으로 하는 주기연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 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: -10%이상(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 투자사결정은 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.

금호석유 (011780) 추정재무제표 (K-IFRS)

| 재무상태표 | | (단위: 억원) | | | | |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 결산(12월) | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | |
| 비유동자산 | 63,005 | 29,718 | 26,439 | 27,952 | 29,478 | |
| 관계기업투자등 | 9,705 | 574 | 2,643 | 3,508 | 4,367 | |
| 장기금융자산 | 563 | 5,678 | 5,145 | 5,145 | 5,145 | |
| 유형자산 | 48,287 | 21,425 | 18,044 | 18,739 | 19,435 | |
| 무형자산 | 1,416 | 509 | 314 | 262 | 220 | |
| 기타 | 3,035 | 1,533 | 265 | 271 | 284 | |
| 유동자산 | 26,150 | 14,234 | 19,407 | 26,692 | 31,749 | |
| 현금 및 현금성자산 | 2,283 | 2,082 | 1,495 | 7,389 | 10,663 | |
| 단기금융자산 | 1,102 | 504 | 373 | 373 | 373 | |
| 매출채권 및 기타채권 | 12,062 | 6,341 | 10,836 | 11,696 | 12,798 | |
| 재고자산 | 9,786 | 5,169 | 6,536 | 7,055 | 7,719 | |
| 기타 | 917 | 139 | 166 | 180 | 196 | |
| 자산총계 | 89,155 | 43,953 | 45,845 | 54,645 | 61,227 | |
| 비유동부채 | 16,846 | 11,209 | 8,066 | 8,234 | 8,121 | |
| 장기금융부채 | 14,574 | 10,862 | 6,514 | 6,514 | 5,865 | |
| 확정급여부채 | 1,555 | 136 | 362 | 589 | 815 | |
| 충당성부채 | 265 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 유동부채 | 65,558 | 22,056 | 23,134 | 23,187 | 21,309 | |
| 매입채무 및 기타채무 | 13,640 | 6,125 | 5,822 | 6,284 | 6,876 | |
| 단기금융부채 | 50,293 | 14,594 | 16,367 | 15,882 | 13,316 | |
| 기타유동부채 | 1,625 | 1,337 | 946 | 1,021 | 1,117 | |
| 부채합계 | 82,403 | 33,265 | 31,201 | 31,421 | 29,430 | |
| 지배주주지분(연결) | 4,621 | 8,484 | 13,571 | 21,709 | 29,839 | |
| 자본금 | 1,422 | 1,422 | 1,422 | 1,422 | 1,422 | |
| 자본잉여금 | 3,035 | 900 | 900 | 900 | 900 | |
| 주식발행초과금 | 3,615 | 2,312 | 2,312 | 2,312 | 2,312 | |
| 이익잉여금 | -2,838 | 4,466 | 12,047 | 20,531 | 29,008 | |
| 비지배주주지분(연결) | 2,130 | 2,204 | 1,074 | 1,515 | 1,958 | |
| 자본 | 6,752 | 10,687 | 14,645 | 23,223 | 31,797 | |
| 부채 및 자본합계 | 89,155 | 43,953 | 45,845 | 54,645 | 61,227 | |
| 현금흐름표 | | (단위: 억원) | | | | |
| 결산(12월) | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | |
| 당기순이익(손실) | -10,064 | 5,370 | 6,868 | 9,175 | 9,202 | |
| 조정 | 14,242 | 99 | 5,278 | 4,549 | 4,853 | |
| 감가상각비 및 상각비 | 3,787 | 1,794 | 1,586 | 1,605 | 1,595 | |
| 법인세비용 | 0 | 0 | 2,577 | 2,764 | 2,778 | |
| 이자비용 | 99 | 122 | 1,406 | 1,413 | 1,353 | |
| 외화관련손익 | | | | | | |
| 이자수익 | 0 | 0 | -28 | -3 | -14 | |
| 영업활동으로 인한 자산 및 부채의 변동 | 3,163 | -126 | -4,201 | -632 | -878 | |
| 매출채권 및 기타채권의 (증가)감소 | 2,102 | -691 | -2,797 | -860 | -1,102 | |
| 재고자산의 (증가)감소 | 4,832 | -765 | -2,044 | -519 | -665 | |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 724 | 81 | 588 | 462 | 592 | |
| 기타 자산 및 부채의 변동 | -4,494 | 1,248 | 52 | 285 | 297 | |
| 법인세납부 | 0 | 0 | -1,618 | -2,764 | -2,778 | |
| 영업활동으로 인한 현금흐름 | 7,341 | 5,343 | 6,326 | 10,328 | 10,400 | |
| 투자활동 현금흐름 | -6,430 | -1,432 | -1,074 | -2,245 | -2,235 | |
| Capex | -5,746 | -2,736 | -1,726 | -2,238 | -2,238 | |
| 무형자산의 증가 | -214 | -47 | -10 | -10 | -10 | |
| 단기금융자산의 (증가)감소 | -251 | -14 | 55 | 0 | 0 | |
| 장기금융자산의 (증가)감소 | -34 | -648 | 447 | 0 | 0 | |
| 이자수취 | 131 | 65 | 210 | 3 | 14 | |
| 재무활동으로 인한 현금흐름 | -205 | -3,121 | -5,290 | -2,189 | -4,892 | |
| 장단기 금융부채의 증가(감소) | 429 | -2,989 | -3,397 | -484 | -3,215 | |
| 자본의 증가(감소) | -344 | | | | | |
| 배당금지급 | -253 | -132 | -459 | -250 | -283 | |
| 이자지급 | 0 | 0 | -1,434 | -1,413 | -1,353 | |
| 연결실체의 변동으로 인한 현금의 증가(감소) | | | | | | |
| 현금 및 현금성자산의 순증가 | 838 | -201 | -587 | 5,894 | 3,273 | |
| (기초 현금 및 현금성 자산) | 1,445 | 2,283 | 2,082 | 1,495 | 7,389 | |
| 기말 현금 및 현금성자산 | 2,283 | 2,082 | 1,495 | 7,389 | 10,663 | |

| 포괄손익계산서 | | (단위: 억원) | | | | |
|---------------|---------|----------|--------|--------|---------|--|
| 결산(12월) | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | |
| 매출액 | 68,976 | 57,185 | 67,545 | 69,995 | 72,970 | |
| 매출원가 | 59,208 | 47,472 | 53,597 | 52,451 | 55,084 | |
| 매출총이익 | 9,768 | 9,714 | 13,948 | 17,544 | 17,886 | |
| 판매및관리비 | 8,664 | 3,175 | 3,606 | 5,426 | 5,426 | |
| 기타수익과 비용 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 순외환손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 순지분법평가손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 기타손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 발표영업이익 | 1,104 | 6,539 | 10,385 | 12,118 | 12,460 | |
| 조정영업이익 | 1,104 | 6,539 | 10,342 | 12,118 | 12,460 | |
| (발표-조정) 차이 | 0 | 0 | 42 | 0 | 0 | |
| 비영업순손익 | -13,394 | 570 | -1,285 | -180 | -481 | |
| 이자수익 | 210 | 76 | 4 | 3 | 14 | |
| 이자비용 | 3,909 | 1,417 | 1,407 | 1,413 | 1,353 | |
| 외환손익 | 299 | 14 | -677 | 365 | 0 | |
| 세계계속사업이익 | -12,291 | 7,109 | 9,058 | 11,938 | 11,979 | |
| 법인세 | -2,227 | 1,739 | 2,577 | 2,764 | 2,778 | |
| 계속사업이익 | -10,064 | 5,370 | 6,481 | 9,175 | 9,202 | |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 당기순이익 | -10,064 | 5,370 | 6,481 | 9,175 | 9,202 | |
| 순이익률 (%) | -14.6 | 9.4 | 9.6 | 13.1 | 12.6 | |
| 기타포괄이익 | 0 | 0 | -345 | -345 | -345 | |
| 총 포괄이익 | -10,064 | 5,370 | 6,135 | 8,829 | 8,856 | |
| 포괄이익률 (%) | -9.0 | 8.2 | 8.5 | 12.0 | 11.5 | |
| 당기순이익의 귀속(연결) | -10,064 | 5,370 | 6,481 | 9,175 | 9,202 | |
| 지배주주(연결) | -6,236 | 4,711 | 6,114 | 8,735 | 8,760 | |
| 비지배주주(연결) | -3,828 | 659 | 367 | 440 | 442 | |
| 포괄이익의 귀속(연결) | -10,064 | 5,370 | 6,135 | 8,829 | 8,856 | |
| 지배주주(연결) | -6,236 | 4,711 | 5,767 | 8,388 | 8,413 | |
| 비지배주주(연결) | -3,828 | 659 | 368 | 441 | 443 | |
| 주요투자지표 | | (단위: 억원) | | | | |
| 결산(12월) | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | |
| 성장성 (%) | | | | | | |
| 매출액증가율 | -4.1 | -17.1 | 18.1 | 3.6 | 4.3 | |
| 영업이익증가율 | -72.4 | 492.5 | 58.2 | 17.2 | 2.8 | |
| EBITDA 증가율 | -45.2 | 70.4 | 43.2 | 15.1 | 2.4 | |
| 당기순이익 증가율 | 506.1 | -153.4 | 20.7 | 41.6 | 0.3 | |
| EPS 증가율 | 1,056.5 | -175.0 | 24.5 | 25.1 | 0.3 | |
| 영업투자자본증가율 | -13.9 | -53.6 | 10.1 | 5.1 | 5.7 | |
| 수익성 (%) | | | | | | |
| 매출원가율 | 85.8 | 83.0 | 79.4 | 74.9 | 75.5 | |
| 판매비율 | 12.6 | 5.6 | 5.3 | 7.8 | 7.4 | |
| EBITDA 마진 | 7.1 | 14.6 | 17.7 | 19.6 | 19.3 | |
| ROIC(평균) | 1.8 | 11.8 | 26.3 | 31.0 | 30.2 | |
| ROE(평균) | -80.1 | 71.9 | 55.4 | 49.5 | 34.0 | |
| ROA(평균) | -10.5 | 8.1 | 14.4 | 18.3 | 15.9 | |
| 안정성 (%) | | | | | | |
| EBIT/이자비용(배) | 0.3 | 4.6 | 7.4 | 8.6 | 9.2 | |
| 차입금비율 | 960.8 | 238.2 | 156.2 | 96.4 | 60.3 | |
| 회전율 | | | | | | |
| 매출채권회전율 | 5.9 | 6.7 | 8.5 | 6.7 | 6.4 | |
| 재고자산회전율 | 5.6 | 7.7 | 11.5 | 10.3 | 9.9 | |
| 운전자본회전기간 | 85.4 | 58.4 | 51.5 | 66.2 | 69.0 | |
| 투자지표 | | | | | | |
| EPS | -24,526 | 18,404 | 22,910 | 28,670 | 28,751 | |
| BPS | 17,652 | 31,231 | 49,103 | 77,718 | 106,298 | |
| CFPS | -9,632 | 25,336 | 28,854 | 33,939 | 33,986 | |
| EBITDAPS | 17,191 | 29,291 | 40,151 | 40,976 | 41,967 | |
| PER | -1.1 | 2.7 | 8.9 | 7.1 | 7.1 | |
| PBR | 1.5 | 1.6 | 4.1 | 2.6 | 1.9 | |
| EV/EBITDA | 14.4 | 5.9 | 6.3 | 5.1 | 4.5 | |