

금호석유 (011780)

상상 그 이상의 저평가 매력을 즐기자 !!!



회학업계의 불독(Bull-Dog)!!
항주원입니다.

(02)3770-3564 / 1kyuwon1@myasset.com



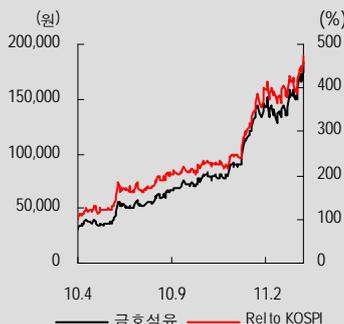
투자 의견: BUY (Maintain)
목표주가: 280,000원 (Up)

화학

주가	183,000원
자본금	1,422억원
시가총액	46,527억원
주당순자산	31,427원
부채비율	290.30%
총발행주식수	28,447,933주
60일 평균 거래대금	461억원
60일 평균 거래량	318,011주
52주 고	183,000원
52주 저	32,950원
외인지분율	8.50%
주요주주	박철완외 9인 42.1%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	26.2	57.8	482.8
상대	16.2	55.3	372.4
절대(달러환산)	30.9	61.8	497.0



Why This Report

2011년 4월 12일, 검찰에서 금호석유주에 대한 압수수색이 진행되었습니다. 비자금 조성에 대한 혐의로 알려지고 있습니다. 금호석유주의 투자매력이 없어지는 걸까요?

그렇지 않습니다. 검찰 수사결과는 지켜봐야 하겠지만, 국제 합성고무 가격 강세에 아무런 영향을 미치지 못합니다. 2011년 연간 1.3조원에 연결 영업이익을 창출하는 체력을 확보하고 있습니다. 기대 그 이상의 체질 강화를 수치로 확인해 보세요.

Investment Point

2011년 1분기 잠정실적 : 연결 영업이익 2,885억원, 사상최대치

▶ 2011년 4월 14일, 금호석유(011780)은 국제회계기준을 적용한 실적을 발표함. 잠정 매출액 1조 6,002억원, 연결 영업이익 2,885억원, 지배주주 세후이익 1,856억원을 기록함. 연결 영업이익 전분기 1,649억원 대비 75%로 급증함. 2011년 1분기 합성고무 Spread는 톤당 1,649\$, 전분기 931\$ 대비 77% 개선되었기 때문. 2월부터 시작된 합성고무(BR) 12만톤 증설설비 가동도 실적 개선에 기여함

2011년 2분기 예상 특징 : 연결 영업이익 3,248억원, 최고치 경신 가능

▶ 2분기 예상 매출액 1.8억원, 영업이익 3,248억원, 세후이익 2,363억원 수준임. 1분기 영업이익 대비 13% 성장이 기대됨. 2011년 4월 태국 홍수가 동사 실적을 견인할 전망. '세계 최대 천연고무 생산국인 태국의 홍수 → 천연고무 가격 최고치 경신 → (2개월 시차) → 합성고무 가격 상승'으로 이어지기 때문

2011년 목표주가 상향 : 기존 22만원 → 신규 28만원

▶ 2가지 위험 감소를 반영해, 2011년 목표주가를 기존 22만원에서 28만원으로 상향 함. 태국 홍수로, 2 ~ 3분기 합성고무 가격 하락 우려감이 낮아졌을 뿐만 아니라, 금호아시아나그룹에서 계열분리를 추진함에 따라 그룹자금 지원 부담감이 현저히 완화될 전망. 2 ~ 3분기는 PER 5.2배 수준에서 재평가받는 시기

Forecasts and valuations (2011년부터 연결기준 실적 적용)

결산(12월)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	28,017	38,863	72,167	77,852	76,373
매출액증가율	-12.0	38.7	85.7	7.9	-1.9
조정영업이익	1,162	3,596	12,698	12,915	12,999
지배주주귀속순이익	-6,148	4,714	8,966	9,103	9,407
지배주주 귀속 EPS	-24,183	18,542	35,265	35,803	37,000
증가율	2,674.0	-176.7	90.2	1.5	3.3
PER	-1.1	2.7	5.2	5.1	5.0
PBR	1.4	1.6	2.3	1.5	1.1
EV/EBITDA	12.3	9.2	4.2	3.8	3.1
ROA	-19.2	13.7	22.1	19.5	17.4
ROE	-114.9	53.6	52.4	34.7	26.4

자료: 동양종합금융증권

I. 2011년 1분기 잠정실적 점검

2011년 1분기, 연결 영업이익
2,885억원으로,
전분기 1,649억원 대비
75% 급증

2011년 1월 14일, 금호석유(주)는 2011년 1분기 잠정실적을 발표했다. 금번 분기부터 국제회계기준이 적용된다. 그동안 지분법이익으로 인식했던 금호 P&P(주)의 매출액 및 영업실적을 동사 실적에 연결 합산해 발표한다. 이를 적용한 결과, 1분기 잠정 매출액 1조 6,002억원, 영업이익 2,885억원, 지배주주 세후이익 1,856억원을 기록했다. 사상최대의 분기 영업 실적을 달성했다. 연결 영업이익은 전분기 1,649억원 및 전년동기 1,251억원 대비 각각 75%와 131% 증가했다. 2분기 분사 영업이익은 2,230억원으로, 전분기 1,053억원 대비 112% 급증했다.[표1]

사상최대 분기실적 달성 배경을 3가지에서 찾을 수 있다.

1분기 합성고무 마진 1,649\$로,
전분기 대비 77% 개선

첫째, 합성고무 마진강세가 두드러졌다. 동사의 합성고무 가운데 주력제품인 BR(Butadiene Rubber)와 SBR(Styrene Butadiene Rubber)의 연간 생산능력은 각각 34.2만톤과 48.1만톤이다. BR 1톤을 생산하기 위해서는 주 원료인 Butadiene 1.1톤 정도가 사용되며, SBR 1톤을 생산하기 위해서는 Butadiene 0.71톤과 SM(Styrene Monomer) 0.23톤이 필요하다.

이를 바탕으로, 합성고무 1톤당 Cash 마진(= 제품1톤당 매출총이익)을 계산할 수 있다. [그림1]에서 잘 나타나듯이, 2011년 1분기 평균 BR의 Cash 마진(= BR 가격 - Butadiene 가격)은 1,649\$로, 2010년 1분기 542\$과 4분기 931\$ 대비 각각 204%와 77% 개선되었다. 전방산업인 타이어업체에서 천연고무 대신 합성고무에 대한 수요를 확대했기 때문이다.

표 1. 금호석유(주) 실적 : 2011년 1분기 연결 영업이익 2,885억원(본사이익 2,230억원), 전분기 대비 75%(본사 이익 기준 112%) 증가

[변경전 (2011.03.02일)]

구분	2010년				2011년				연간실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	09년	10년(e)	11년(e)	12년(e)
매출액(억원)	8,826	9,740	10,072	10,222	13,965	15,292	15,847	15,538	28,017	38,862	60,639	61,584
영업이익(억원)	649	981	908	1,053	1,906	2,131	2,016	1,908	1,162	3,596	7,961	7,042
지분법이익	134	259	500	558	707	830	708	649	-7,335	1,450	2,993	2,724
세후이익(억원)	841	554	956	2,363	1,965	2,217	1,960	1,866	-6,148	4,714	8,058	7,312

[변경후 (2011.04.15일) - 2011년부터 한국형 국제회계기준 적용]

구분	2010년				2011년				연간실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	09년	10년	11년(e)	12년(e)
매출액(억원)	8,826	9,740	10,072	10,222	16,002	18,070	19,041	19,053	28,017	38,862	72,167	75,430
합성고무	4,977	5,609	5,842	5,910	7,877	10,117	10,698	11,033	14,783	22,340	39,725	46,593
합성수지	2,885	3,052	3,107	3,161	3,462	3,312	3,521	3,253	10,104	12,203	13,548	12,067
고무특수제품/발전소	964	1,079	1,222	1,151	1,181	1,210	1,364	1,460	3,130	4,319	5,216	5,824
금호P&B					3,482	3,431	3,458	3,308			13,678	13,369
영업이익(억원)	649	981	908	1,053	2,885	3,248	3,358	3,207	1,162	3,596	12,698	12,915
합성고무	372	617	467	657	1,679	2,082	2,110	2,093	559	2,113	7,964	8,525
합성수지	73	185	224	251	312	278	218	178	395	733	986	522
고무특수제품/발전소	204	179	217	145	244	224	331	366	208	750	1,165	1,464
금호P&B					650	664	699	571			2,583	2,403
지분법이익	134	259	500	558	149	187	190	188	-7,335	1,450	714	766
세후이익(억원)	841	554	956	2,363	1,866	2,363	2,382	2,365	-6,148	4,714	8,966	9,103
발행주식수(주)									25,424,447	25,424,447	28,447,933	28,447,933
주당 세후이익(원/주)									-24,183	18,542	35,265	35,803
	▶대우건설, 아시아나항공 지분을 매도가능 유가증권으로 재분류	▶재건단과 자율협약 체결 ▶전환사채2,000억원 발행	▶6~8월, 중국 타이어업체의 재고조정으로 수출 약화	▶울산공장 설비 보수 (10월) ▶전연고무 사상최대치 경신	▶BR 신규증설 12만톤 본격 각동	▶5월3일 전환사채(2,000억원)의 주식전환 가능 ▶대우건설주 지분3.5% 매각	▶대림산업에 스팀주 판매 시작	▶차입금5,000억원 상환 및 채권단 자율관리 탈출				▶금호P&B주 BPA 15만톤 증설

자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

뿐만 아니라, [그림2]를 살펴보면, SBR의 Cash 마진(= SBR - 0.71 x Butadiene - 0.23 x SM)은 1,193\$로, 전년동기 431\$과 전분기 653\$ 대비 각각 83%와 177% 개선되었다. 전방산업인 타이어업체의 사용비중확대 뿐만 아니라, 장갑 등 일반 산업용 구매수요 증가세 덕택이다.

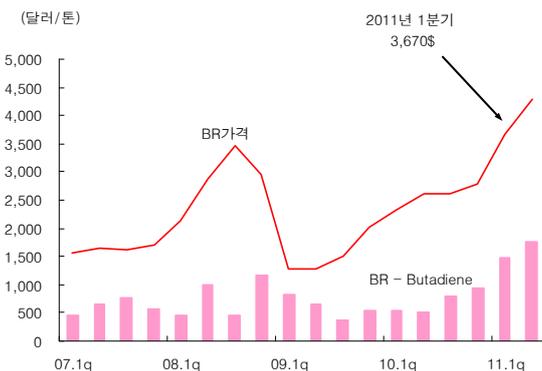
2월부터 BR 12만톤 신규설비 가동효과 발생

둘째, 시기적절한 합성고무 증설효과를 얻었다. 2011년 2월, BR 12만톤 신규설비가 완공되었다. 동사의 BR 생산능력은 기존 22.2만톤에서 신규 34.2만톤으로 54% 확대되었다. 타이트한 수급상황으로 인해, 2월 말에 신규설비가 Full 가동되기 시작했다. 2011년 3월 BR 가격은 톤당 4,000\$을 기록하고 있다는 점을 고려하면, 연간 5,300억원의 추가매출이 발생할 수 있다. 1분기에는 약 1.5개월 동안 정상가동 되었지만, 2분기에는 분기 전체에 매출액 기여효과가 발생할 것이다.

2011년 1분기부터 연결표시되는 금호P&B(주) 실적 호조세

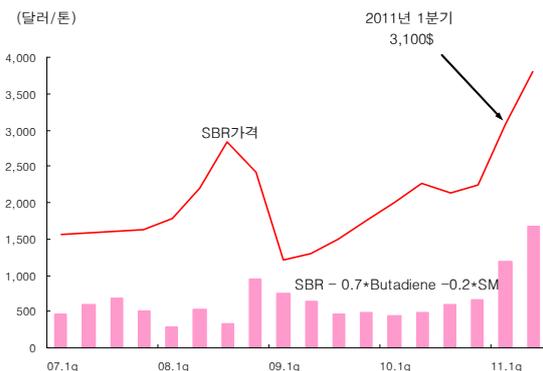
셋째, 금호 P&B(보유지분율 78.2%) 호조세가 이어지고 있다. 금호 P&B(주)는 BPA(Bis-Phenol A) 31만톤과 Epoxy 6.2만톤 생산능력을 확보하고 있다. Epoxy는 IT 용 내장재 및 도료(Paint)에 사용되며, BPA는 차세대 IT 외장재인 PC(Poly-Carbonate)의 핵심소재이다. 2010년 중반부터 IT 용 BPA 및 풍력용 Epoxy 수요가 강하게 일어나고 있다. 이로 인해, 2010년 금호P&B(주)의 매출액, 영업이익, 세후이익은 각각 1조 992억원과 1,921억원과 1,427억원을 기록했다. 2010년 영업이익은 2009년 252억원 대비 668% 개선되었다. 개선추세는 2011년 1분기에 더욱 강화되었다. 1분기 영업이익 규모는 650억원 수준으로, 2010년 영업이익의 34%를 달성했다.

그림 1. BR(Butadiene Rubber) 가격 추이 : 2011년 1분기 강세



자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

그림 2. SBR(Styrene Butadiene Rubber) 가격 추이 : 2011년 2분기 강세



자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

표 2. 세계 합성고무 생산능력 변화 : 세계 1위 고수

세계 순위	업체명	SBR	BR	합산(SBR+BR)
1	금호석유	48.1	22.2 (+12만톤, '11.2월)	80.3 (증설후 82.3만톤)
2	Lanxess	29.6	40.6	70.2
3	Sinopec	33.0	36.4	69.4
4	Petrochina	29.5	31.2	60.7
5	Goodyear	30.0	26.0	56.0
6	Sibur	23.6	14.0	37.6
7	Polimeri	19.5	16.0	35.5
8	LG화학	13.5	10.0 (+8만톤, '11.6월)	23.5 (증설후 31.5만톤)
9	ISP	24.0		24.0
10	JSR	15.0	7.2	22.2

자료 : 석유화학공업협회

그림 3. 금호P&B(페놀,BPA 생산) 영업이익 추이 : 2011년 2,580억원 예상



자료 : 감사보고서, 동양종합금융증권 리서치센터

금호 P&B(주) 실적은 2011년 1분기부터 금호석유(주)의 매출액 및 영업이익으로 합산연결 처리된다. 실적 중요성이 부각됨을 고려해, 좀 더 살펴보기로 한다.

금호P&B(주)의 상호에서 ‘P’ 는 Phenol 을 뜻하고, ‘B’ 는 Bis Phenol A 의 약어이다. 소유구조는 “금호석유화학(주) 78.2%, 신일본제철화학(주) 21.8%” 로 이루어져 있다. 생산공정은 여수지역의 여천 NCC(주)로부터 Propylene 과 GS칼텍스(주)로부터 벤젠을 공급받는다. 프로필렌과 벤젠을 중합해, Cumene → 페놀/아세톤 중간제품을 생산한다. 최종제품으로 BPA 31만톤 생산해 70% 정도를 수출하고 있다. BPA 제품은 Epoxy(도료) 및 PC(폴리카보네이트)에 사용된다.

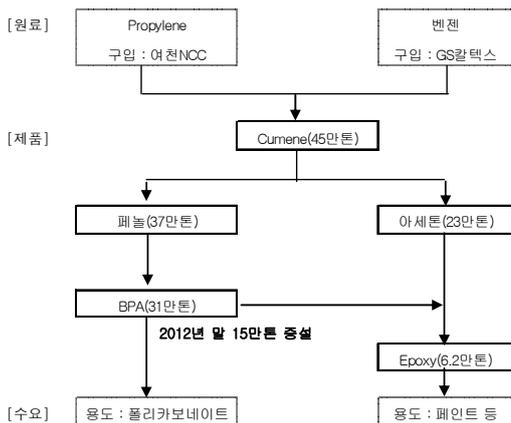
IT 외장재가 폴리카보네이트로 대체되면서, 2011년 금호 P&B(주) 주력제품인 BPA 공급이 타이트 한 상황

[그림5]에 나타나듯이, **2011년 1분기 BPA 국제가격(한국 수입기준)은 톤당 2,240\$로, 역사적 고점을 기록하고 있다.** 전방산업인 IT 제품의 외장재 고급화로 인해, BPA 공급이 타이트한 상황이 이어지고 있기 때문이다. 구체적으로, TV, Handset 등 IT 기기의 외장재 소재는 2000년 전까지 PS(폴리스틸렌)가 주종을 이루었다. 단단하지만 투박한 소재였다. 2000년대 접어들면서 PS 는 광택성과 충격흡수력이 향상된 ABS 로 대체된다. 2010년 중반부터는 Smart phone 등 새로운 신종 IT 제품이 출시되면서, 강도, 광택성, 전기절연성 등이 개선된 PC(폴리카보네이트)로 대체되고 있다. 2011년 1분기 각 소재별 가격을 비교해보면, ‘PS 1,450\$ < ABS 2,300\$ < PC 3,200\$’ 등이다. ABS 와 PC 가격이 더 좁혀질수록, PC 로의 대체속도가 빨라질 것이다.

2011년 금호 P&B(주)의 BPA 스프레드는 역사적인 고점수준 강세 지속. 2012년 말에는 BPA 12만톤 증설

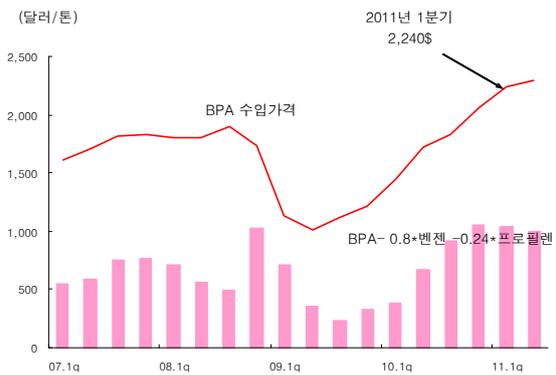
BPA 가격과 함께 Spread 도 개선되고 있다. BPA 1톤을 생산하기 위해서는 벤젠 0.8톤과 프로필렌 0.24톤이 필요하다. 2011년 1분기 BPA 1톤당 마진(=BPA - 0.8 x 벤젠 - 0.24 x 프로필렌)은 1,038\$ 수준으로, 2010년 평균 754\$과 최근 10년간 평균 575\$ 대비 각각 74%와 81% 정도 높다. 고마진 추세를 반영해, 금호 P&B(주)는 BPA 설비규모를 2010년 말 31만톤에서 2012년 말 43만톤으로 39% 확대할 계획이다. 2014년 예상 매출액은 1.5조원으로 2010년 1.1조원 대비 34% 확대될 전망이다.

그림 4. 금호P&B(주) 생산공정



자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

그림 5. BPA(Bis Phenol A) 가격 추이 : IT 용 소재 대체로 BPA 공급 타이트



자료 : 무역협회, 동양종합금융증권 리서치센터

II. 2011년 2분기 예상 특징 : 사상최대 실적 + 그룹리스크 둔화

2011년 2분기 영업이익 예상치 3,248억원(연결기준) 수준으로, 전분기 2,885억원 대비 13% 성장

우려와 달리, 천연고무 가격 강세를 배경으로 2011년 2분기 실적은 1분기 대비 추가적으로 개선될 전망이다. 예상 매출액, 영업이익, 세후이익은 각각 1.8조원과 3,137억원과 2,363억원이다. 전분기 사상최대 영업실적에 이어, 2분기에도 최대치를 경신하는 수치이다. 뿐만 아니라, 금호그룹에서 분할하기 위한 계획이 현실화되고 있다. 금호그룹에 대한 자금지원 부담으로부터 벗어나는 계기가 될 수 있다.

1) 태국 홍수로 합성고무 강세 예상

2011년 4월 태국 홍수로 인해, 2분기 합성고무는 4,800\$ 수준으로 초강세 기대

때아닌 태국 홍수로 인해, 천연고무 및 합성고무 가격은 2분기에 강세흐름을 이어갈 전망이다. 천연고무 가격은 2011년 3월 말 4,400\$ 수준에서, 2분기 중으로 사상 최고치인 5,800\$을 돌파할 것으로 예상된다. 연쇄적으로, 합성고무(BR) 가격은 3월 평균 4,000\$에서 2분기에 4,600 ~ 4,800\$로 상승할 것으로 예상된다.

태국 홍수와 합성고무 가격 관계를 좀 더 살펴보자.

태국의 천연고무 연간 생산능력은 325만톤으로, 전세계 물량의 30% 차지

태국의 천연고무 연간 생산규모는 325만톤(2010년 기준)이다. 세계 총 생산량의 30%에 해당한다. 공교롭게도, 3월 말 ~ 4월 초는 건기(Wintering Season)임에도 불구하고, 2011년 태국 남부 지역에 대규모 홍수가 발생한다. 태국 천연고무 생산의 80%가 남부지역에 집중되어 있다. **이번 홍수로 인해, 천연고무 경작지 가운데 19,641헥타르(19,000만㎡)가 유실된 것으로 알려지고 있다.**

2011년 4월 태국 홍수로 연산 12만톤 고무나무 유실

태국 천연고무 경작지는 1헥타르 당 약 6.1톤을 생산한다. 이를 적용할 경우, 금번 홍수로 인해 연간 12만톤의 천연고무 생산 차질이 예상된다. 태국 생산량의 4%, 세계 생산량의 1%에 해당된다. 생산물량 차질은 5 ~ 6월 천연고무 국제가격 상승으로 나타날 전망이다.

천연고무가격 강세는 2개월 후에 합성고무 가격 상승으로 이어질

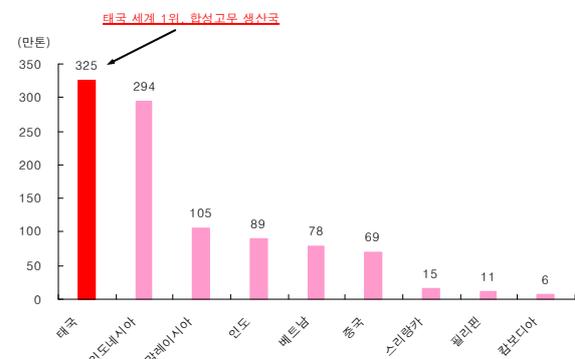
과거 사례를 살펴보면, 천연고무가격 강세는 약 2개월의 시차를 두고 합성고무 가격 상승으로 이어진다. 주 수요처인 타이어업체가 천연고무 사용량을 축소하는 대신, 합성고무 사용비율을 높이기 때문이다. [그림9]에서 나타나듯이, 승용차용 타이어 1본(unit)을 생산하기 위해서는 천연고무 14%, 합성고무 27%, 카본블랙 28%, Steel 14%, 직물타이어코드 17% 등이 필요하다. 타이어 생산업체의 기술력에 따라서, 천연고무 배합비율을 10% 초반까지 줄일 수 있다. 결국, 2011년 4월 홍수에 따른 합성고무 가격강세는 3분기까지 지속될 수 있다는 뜻이다.

그림 6. 2011년 4월 5일, 태국의 홍수 장면



자료 : The IRRAWADDY

그림 7. 천연고무 생산능력 : 태국 연산 325 만톤으로 세계 1위



자료 : ANRPC

사례 : 2010년 10월 태국
대홍수로, 2011년 1~2월
합성고무 가격 48% 상승

부연하면, 태국 홍수에 따른 국제 천연고무가격 강제 사례는 2010년 10월 ~ 2011년 1월에서 찾아볼 수 있다. 2010년 10월 태국 남부지역에 50년래 최악 규모의 홍수가 발생되었다. 천연고무 경작지는 33,600헥타르(= 홍수에 의한 손실 18,000헥타르 + 강풍에 의한 손실 15,600헥타르) 정도가 영향을 받았다. 2011년 4월 홍수로 인한 천연고무 경작지 유실규모 1.9만헥타르 대비 1.7 배에 해당한다. 2010년 10월 홍수의 3.4만헥타르 대비 59% 수준이다. 4분기 태국의 천연고무 생산량은 64.7만톤 수준으로, 2010년 3분기 92.1만톤 및 2009년 4분기 97.1만톤 대비 각각 29%와 33% 감소했다. 천재지변이 만들어낸 결과이다.

이로 인해, 2011년 1분기 글로벌 천연고무 공급차질이 발생되었다. [그림8]에서 나타나듯이, 천연고무 국제가격은 홍수 발생전인 2010년 9월 톤당 3,460\$에서 2011년 2월 5,850\$로, 5개월 사이에 약 70% 급등했다. 약 2개월의 시차를 두고, 합성고무 가격에 영향을 미쳤다. 합성고무 가격(BR)은 2010년 11월 2,700\$에서 2011년 3월 4,000\$로, 약 48% 상승하는 모습을 보였다. 2개월의 시차가 발생하는 것은 타이어산업체가 원료를 천연고무에서 합성고무로 대체하기 위한 시간으로 해석된다.

천연고무가격은 합성고무 대비 500\$ 정도 높게 형성되는 것이 바람직. 천연고무 특유의 충격 흡수력 때문

천연고무와 합성고무 가격관계에서 주목해야 할 점은 “톤당 500\$의 가격차이” 이다. 최근 10년간 천연고무가격은 합성고무 대비 500\$ 정도 높게 나타났다. 특유의 물성 때문이다. 천연고무는 “우유빛 Latex 에 황으로 탈수시켜 덩어리 형태” 로 만든 것이다. 충격흡수력이 탁월하다. 반면, Butadiene 을 합성해서 생산하는 BR 및 SBR 은 내충격성이 천연고무에 비해 떨어지는 대신 마모가 잘되지 않는 장점을 가지고 있다. 천연고무 가격 500\$은 특유의 내충격성에 대한 대가로 이해된다. 이를 적용하면, 천연고무가격이 6,000\$에 도달할 경우, 합성고무(BR)은 5,500\$까지 상승할 수 있다는 뜻이다.

그림 8. 천연고무와 합성고무 가격 : 홍수발생후 가격 급등



자료 : datastream, Chemlocus

그림 9. 타이어 생산구성



승용차용 타이어 구성 : 천연고무 14%, 합성고무 27%, 카본블랙 28%, Steel 14%, 직물코드 17%

자료 : 타이어공업협회, 석유화학공업협회

2) 원료인 Butadiene 가격 상승

2분기 부타디엔 가격 상승으로, 합성고무 수익악화로 진행될 우려 낮음

합성고무 핵심 원료인 부타디엔(Butadiene) 가격은 2011년 1분기 톤당 2,390\$를 기록했다. 3월 중순부터 강하게 반등을 시작해, 2분기에는 3,000\$에 도달할 것으로 예상된다. **원료가격 인상으로 동사 수익 악화에 대한 우려감이 제기되고 있다. 2가지 이유에서 지나친 우려로 이해된다.**

부타디엔 가격 상승분을 합성고무 판매가격에 충분히 전가

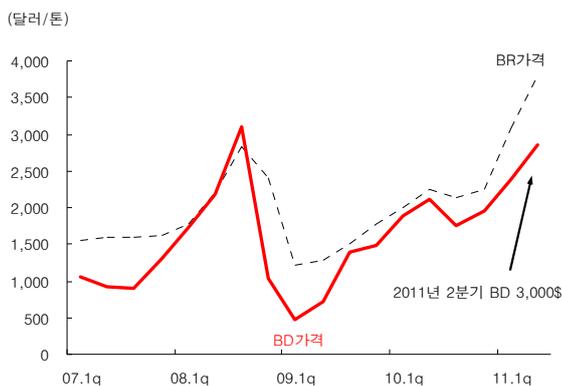
첫째, 부타디엔 가격인상은 합성고무 분기 공급계약 인상에 반영된다. 동사의 고무 판매물량 가운데 미국/유럽으로 수출되는 제품은 분기가격으로 체결되고 있다. 다음 분기 납품가격은 전분기 마지막 월의 부타디엔 가격인상분을 반영하는 형태이다. 구체적으로, 2분기 고무 수출가격은 ‘1분기 평균 가격인 3,670\$ + 3월 부타디엔 가격인상분 600\$’ 이 적용되어 4,300\$ 정도로 결정된다. 타이어판매 물량이 줄어드는 상황이 아니라면, 원료가격 상승으로 인한 수익 훼손을 우려할 필요 없다.

2분기 아시아 정기보수 및 일본 지진영향으로 부타디엔 공급 타이트. 6월부터 다시 공급증가로 안정 예상

둘째, 2분기에 일시적인 부타디엔 공급차질이 발생된다. [그림 11]에서 나타나듯이, 2011년 3월 중순 ~ 5월 중순 동안, 아시아지역 NCC(Naphtha Cracking Center) 정기보수가 집중되어 있다. ‘NCC 정기보수 → C4생산 감소 → 부타디엔 생산 감소’ 로 이어진다. 이것이 선반영되면서 3월부터 부타디엔 가격이 강세를 보이고 있다. 바꾸어 말하면, 6월부터는 정기보수를 끝낸 NCC 설비가동이 정상화되면, 자연스럽게 부타디엔 공급량도 증가한다. 2분기 말 ~ 3분기에 부타디엔 가격은 다시 하향 안정화될 것으로 예상된다.

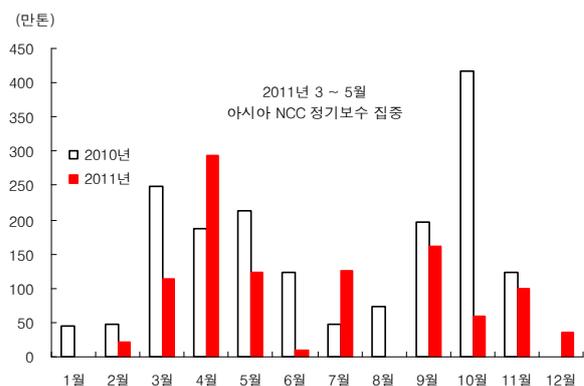
뿐만 아니라, 3월 11일 일본 대지진 영향으로, 일본 부타디엔 설비 34만톤 설비가 중단되었다. JSR(주) 12만톤, Chiba Butadiene(주) 17.7만톤, JX Nippon(주) 7만톤 등이다. 아시아 전체 생산능력의 6.5%에 해당하는 물량이다. 3 ~ 4월 아시아지역 부타디엔 가격 강세에 영향을 미쳤다. 4 ~ 5월 차질설비가 점차 재가동 된다. 일본 지진 發 공급부담도 3분기에는 완화된다는 뜻이다.

그림 10. Butadiene 가격 : 원료인 BD 가격 상승분을 합성고무(BR)에 전가



자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

그림 11. 아시아 NCC 정기보수 일정 : 3 ~ 5월 정기보수로 Butadiene 공급



자료 : 석유화학공업협회

3) 금호석유(주)의 그룹 리스크 둔화

2010년 ~ 2011년 1분기 동안, 동사의 가장 큰 투자 위험은 1) 금호그룹 추가자금 지원 개연성(蓋然性)과 2) 대량물량 출회 우려감(Over-hang) 등이다. 이는 2011년 2 ~ 3분기에 점차 완화될 것으로 기대된다. 2가지 우려감에 대해 살펴보자.

2011년 3월 18일, 금호아시아나그룹으로부터 계열분리 신청. 분리에 성공할 경우, 금호그룹에 대한 자금지원 부담 해소

첫째 우려감은 금호그룹 부실 발생시 동사가 추가적인 자금지원 우려감이 제기되고 있었다. 기우(杞憂)에 지나지 않는다. 금호그룹으로부터 자유로워지기 위한 포석이 진행되고 있다. 2011년 3월 18일, 동사는 금호아시아나그룹에서 법적인 계열분리를 위해, 공정거래위원회에 친족분리를 신청했다. 늦어도 6월 중순까지는 결정이 이루어질 것이다. 친족분리가 성사되면, 2가지 변화가 예상된다. 우선, 동사는 금호그룹과 별도의 개별회사로 경영된다. 혹시, 발생될 수 있는 금호그룹에 대한 추가자금지원 부담으로부터 자유로워진다. 다음으로, 박삼구(박찬구 現 금호석유(주) 회장의 친형) 및 박세창(박삼구 회장의 子)은 일반주주로 전환하게 된다. 경영참여가 힘들어지게 된다.

박삼구 회장(자 박세창) 지분 243만주는 잠재적인 물량압박 요인. 그러나, 일거래량 20 ~ 30만주를 고려할때, 충분히 소화가능한 수준

두번째 우려감은 주식 유통시장에 대규모 물량이 출회될 가능성이 있다. 일시적인 현상에 지나지 않는다. 구체적으로, 2011년 5월 3일부터 전환사채(CB) 2000억원을 보통주식으로 전환 가능하다. 주식전환가격 39,657원을 고려하면, 전환주식수는 5,043,246주 수준이다. 전환사채를 보유하고 있는 주체는 “한국산업은행(주) 1,698억원, 국민은행(주) 185억원, 농협중앙회(주) 117억원” 등이다. 2011년 5월 3일부터 주식으로 전환이 가능하지만, 2013년 5월 3일까지 처분은 제한되어 있다. 처분하더라도, 현재 경영자인 박찬구, 박준경, 박철완 등에게 우선매수권이 부여되어 있다. 유통시장으로 출회될 가능성은 극히 낮은 것으로 판단된다.

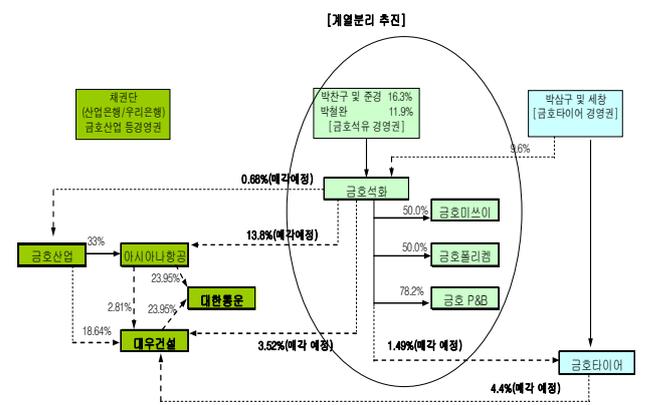
다만, 잠재적 매물압박 대상(Over-hang)은 박삼구(박찬구 現 금호석유(주) 회장의 친형) 및 박세창(박삼구 회장의 子)이 보유한 주식 243만주 이다. 박삼구 회장은 금호타이어(주)에 대한 경영권이 주어져 있다. 기존에 지분이 전혀 없었기 때문에, 금호타이어(주) 지분확보 가능성이 점쳐지고 있다. 금호타이어(주) 지분 취득을 위해, 금호석유(주) 보유지분을 매각할 수 있다. 동 물량이 출회될 경우, 일시적으로 주가 압박요인으로 작용할 수 있다. 그러나, 거래소시장에서 동사의 일평균 거래량이 20 ~ 30만주에 달하기 때문에, 10 ~ 20일이면 충분히 소화가 가능하다.

표 3. 금호석유(주) 소유구조

특수관계인	관계	보통주 주식수(주)		비 고
		2011년 4월 7일	지분율	
박찬구	父	1,952,813	7.68%	2010년 3월부터 경영권 행사
박준경	子	2,183,120	8.59%	2010년 3월부터 경영권 행사
소 계		4,135,933	16.27%	
박삼구	父	1,346,512	5.3%	2011년 금호석유(주) 친족분리시, 일반주주로 전환
박세창	子	1,082,798	4.26%	
소 계		2,429,310	9.56%	
박철완		3,040,882	11.96%	2010년 3월부터 경영권 행사
박재영		0	0%	2011년 10 ~ 11월 지분매각
금호아시아나 문화재단		485,060	1.91%	
지사주		5,592,528	19.66%	

자료 : 금융감독원 공시

그림 12. 금호그룹과 금호석유(주) 계열분리



자료 : 각사 사업보고서

III. 결론 : 목표가격 기존 22만원 → 28만원으로 추가 상향

기대 이상의 영업실적 개선을 반영해, 목표주가를 기존 22만원에서 28만원으로 상향

2011년 목표주가를 3월 제시했던 22만원에서 28만원으로, 27% 추가 상향조정 한다. 실적강세와 투자위험 감소를 동시에 고려한 결과이다. 2011년 세후이익 규모는 8,966억원으로, 전년 4,714억원 대비 90% 성장이 기대된다. 2011년 3월 추정치 8,058억원 대비 11% 개선되는 수치이다. 2011년 4월 천연고무 최대 생산국인 태국의 홍수로 인해, 2 ~ 3분기에 천연고무 및 합성고무 가격 강세가 심화될 것으로 예상되기 때문이다.

뿐만 아니라, 2010년 ~ 2011년 1분기 주가 압박요인이었던 잠재매물 출회 우려감(Over-Hang)은 희석화될 수 있다. 박삼구 회장 지분 240만주가 출회되더라도 유통시장에 충분히 소화될 수 있기 때문이다. 오히려, 물량 출회 이후 저평가 국면 해소에 주목해야 한다. 할인요소의 해소로 이해해야 할 것이다.

사업부문별 주당가치
합성고무/수지 19만원,
열병합발전/특수고무 6만원,
금호P&B(78.2%) 3만원

[표4]에서 나타나듯이, 국제회계기준 적용을 계기로 적정주가를 재산정했다. 2011년 1분기 본사 실적조호와 금호P&B(주)를 영업가치로 분류/적용 했다. **주당 적정가치 28만원(7.0조원)** 구성식은 “합성고무/수지 사업가치 21만원 + 열병합/특수고무 사업가치 7만원 + 금호P&B(78.2%) 사업가치 5만원 + 금호미쓰이(주)/금호폴리켐(주) 등 계열사 가치 1.6만원 - 순차입금(=총차입금 - 대우건설(주)/아시아나항공(주) 등 매각가능 자산) 6.3만원” 등이다. 상대지표를 살펴보면, 2011년 실적 기준 PER 5.2배(=2011년 4월 14일 주가 183,000원/ 주당순이익 39,282원)는 화학업종 평균 10배 대비 너무 낮다.

표 4. 금호석유(주) 적정주가 변경 내역 : 실적 개선을 반영해, 목표가격을 기존 22만원에서 28만원으로 상향

구분	변경전 (2011년 3월 2일)	변경후 (2011년 4월 15일)	주요 내역								
			부문별 사업가치	영업이익 (억원)	강가상각비 (억원)	EBITDA (억원)	적정배율 (배)	총사업가치 (억원)	지분율	지분반영 사업가치 (억원)	
(+) 영업자산가치	5조 8,730억원	8조 1,516억원	▶ 합성고무/수지	7,446	846	8,292	6.3x	5조 2,239	100%	5조 2,239	
			▶ 열병합발전/특수고무	2,262	270	2,553	7.2x	1조 8,236	100%	1조 8,236	
			▶ 금호P&B	2,140	427	2,567	5.5x	1조 4,120	78.2%	1조 1,041	
			합 계	1조 1,849	1,543	1조 3,192	6.18x	8조 4,594		8조 1,516	
(+) 투자자산가치	8,159억원	4,076억원	투자자산 구성	지분율	장부가액	PBR	적정가치	비 고			
			금호폴리켐	50%	693	2.5X	1,509	EPDM(특수고무) 생산			
			금호미쓰이	50%	715	1.0X	697	MDI(우레탄원료) 생산			
			[기타 처분대상자산]								
			KDB생명(舊금호생명)	5%	51	1.0X	51	상장후 처분 계획			
			KDB-컨서스 출자금		221	1.0X	221	상장후 처분 계획			
			기타		1,136	1.0X	1,136				
합 계		5,552	1.5X	8,159							
(-) 순차입금	1조 2,159억원	1조 5,550억원	구분	지분율	장부가액 (2010.12월)	PBR	공정가치	비 고			
			총차입금								
			우선주								
			현금성자산								
			2011년 상환가능자금								
보통주 주주가치(A)	5조 4,730억원	7조 42억원	총발행주식수 25,424,477주 - 자사주5,592,558 + CB전환 5,043,246주								
발행주식수(B)	2,487.5만주	2,487.5만주	* CB전환가능 물량(전환가능시기 2011년5월3일부터) = 2,000억원 / 주당전환가 39,657원								
주당 주주가치(A/B)	220,000원	280,000원	* Buy & Hold 의견 유지								

자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

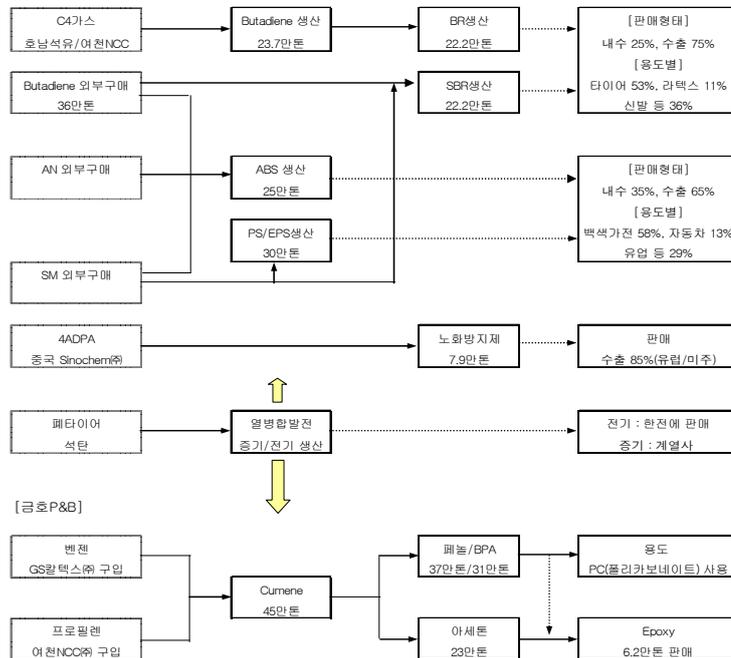
금호석유 (011780) 추정재무제표

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
비유동자산	24,464	25,479	24,818	25,578	26,105
관계기업투자등	8,659	4,710	6,097	6,863	7,446
장기금융자산	269	5,097	676	676	676
유형자산	13,567	14,232	16,372	16,351	16,332
무형자산	356	264	217	183	159
기타	1,612	1,176	1,457	1,504	1,492
유동자산	7,535	8,879	17,664	23,123	30,270
현금 및 현금성자산	772	1,068	3,236	7,565	15,007
단기금융자산	349	89	89	89	89
매출채권 및 기타채권	3,109	3,984	7,398	7,981	7,829
재고자산	3,213	3,706	6,881	7,423	7,282
기타	91	32	59	64	63
자산총계	31,999	34,358	42,481	48,700	56,375
비유동부채	6,060	8,605	8,777	6,524	3,997
장기금융부채	5,851	8,512	8,618	6,299	3,705
확정급여부채	201	19	19	19	19
충당성부채	0	0	0	0	0
유동부채	20,588	16,949	15,114	13,514	13,327
매입채무 및 기타채무	3,903	4,135	7,678	8,282	8,125
단기금융부채	16,471	12,035	5,989	3,670	3,670
기타유동부채	214	780	1,448	1,562	1,532
부채합계	26,648	25,554	23,891	20,038	17,323
지배주주지분(연결)	5,351	8,803	17,097	26,200	35,606
자본금	1,422	1,422	1,422	1,422	1,422
자본잉여금	3,035	900	900	900	900
주식발행초과금	1,389	768	0	0	0
이익잉여금	-2,267	4,714	13,680	22,783	32,190
비지배주주지분(연결)	0	0	1,087	1,472	1,869
자본	5,351	8,803	18,184	27,671	37,476
부채 및 자본합계	31,999	34,358	42,075	47,709	54,799
현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
당기순이익(손실)	-6,148	4,714	9,381	9,487	9,805
조정	10,655	5,257	8,299	6,265	6,258
감가상각비 및 상각비	1,018	1,087	1,622	786	775
법인세비용	0	0	3,103	3,138	3,243
이자비용	21	121	1,310	731	511
외화관련손익					
이자수익	0	0	-115	-260	-561
영업활동으로 인한 자산 및 부채의 변동	-1,110	-105	-2,687	-459	119
매출채권 및 기타채권의 (증가)감소	404	-892	-3,414	-583	152
재고자산의(증가)감소	480	-493	-3,176	-542	141
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	816	228	3,543	605	-157
기타 자산및 부채의변동	-2,811	1,052	359	62	-16
영업활동으로 인한 현금흐름	2,360	2,313	8,530	10,104	10,650
법인세납부	0	0	-3,103	-3,138	-3,243
투자활동 현금흐름	-4,227	-309	822	-472	-171
Capex	-2,637	-1,749	-3,683	-700	-700
무형자산의 증가	-46	-32	-32	-32	-32
단기금융자산의 (증가)감소	-279	28	0	0	0
장기금융자산의 (증가)감소	-14	-616	4,421	0	0
이자수취	164	62	115	260	561
재무활동으로 인한 현금흐름	2,518	-1,708	-7,183	-5,303	-3,038
장단기 금융부채의 증가(감소)	2,690	-1,708	-5,940	-4,639	-2,594
자본의 증가(감소)					
배당금지급	-173	0	0	0	0
이자지급	0	0	-1,310	-731	-511
연결실체의 변동으로 인한 현금의 증가(감소)					
현금 및 현금성자산의 순증가	652	296	2,168	4,329	7,441
(기초 현금 및 현금성 자산)	121	772	1,068	3,236	7,565
기말 현금 및 현금성자산	772	1,068	3,236	7,565	15,007

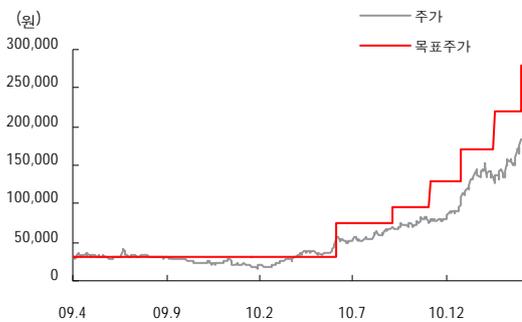
포괄손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	28,017	38,863	72,167	77,852	76,373
매출원가	24,875	33,059	53,917	58,903	57,480
매출총이익	3,141	5,804	18,249	18,949	18,893
판매및관리비	1,980	2,208	5,551	6,034	5,894
기타수익과 비용	0	0	0	0	0
순외환손익	0	0	0	0	0
순자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타손익	0	0	0	0	0
발표영업이익	1,162	3,596	12,698	12,915	12,999
조정영업이익	1,162	3,596	12,698	12,915	12,999
(발표-조정) 차이	0	0	0	0	0
비영업순손익	-9,581	2,355	-215	-289	48
이자수익	44	51	115	260	561
이자비용	1,100	1,220	1,310	731	511
외환손익	269	39	179	0	0
세전계속사업이익	-8,419	5,951	12,483	12,625	13,047
법인세	2,270	-1,237	-3,103	-3,138	-3,243
계속사업이익	-6,148	4,714	9,381	9,487	9,805
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-6,148	4,714	9,381	9,487	9,805
순이익률 (%)	-22.0	12.1	13.0	12.2	12.8
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총 포괄이익	-6,148	4,714	9,381	9,487	9,805
포괄이익률 (%)	-22.0	12.1	11.5	11.7	12.3
당기순이익의 귀속(연결)	-6,148	4,714	9,381	9,487	9,805
지배주주(연결)	-6,148	4,714	8,966	9,103	9,407
비지배주주(연결)	0	0	415	385	398
포괄이익의 귀속(연결)	-6,148	4,714	9,381	9,487	9,805
지배주주(연결)	-6,148	4,714	8,294	9,103	9,407
비지배주주(연결)	0	0	1,087	385	398
주요투자지표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
성장성 (%)					
매출액증가율	-12.0	38.7	85.7	7.9	-1.9
영업이익증가율	-58.7	209.5	253.1	1.7	0.7
EBITDA 증가율	-38.3	114.9	205.8	-4.3	0.5
당기순이익 증가율	3,013.8	-176.7	99.0	1.1	3.3
EPS 증가율	2,674.0	-176.7	90.2	1.5	3.3
영업투자자본증가율	1.4	6.6	27.1	1.8	-0.7
수익성 (%)					
매출원가율	88.8	85.1	74.7	75.7	75.3
판매비용	7.1	5.7	7.7	7.8	7.7
EBITDA 마진	7.8	12.1	19.8	17.6	18.0
ROIC(평균)	7.0	16.2	42.6	42.5	43.1
ROE(평균)	-114.9	53.6	52.4	34.7	26.4
ROA(평균)	-19.2	13.7	22.1	19.5	17.4
안정성 (%)					
EBIT/이자비용 (배)	1.1	2.9	9.7	17.7	25.4
차입금비율	417.2	233.4	80.3	36.0	19.7
회전율					
매출채권회전율	8.8	11.7	13.7	11.0	10.5
재고자산회전율	8.1	11.2	13.6	10.9	10.4
운전자본회전기간	55.5	38.5	33.4	41.9	43.9
투자지표					
EPS	-24,183	18,542	35,265	35,803	37,000
BPS	18,810	30,945	60,099	92,096	125,164
CFPS	-18,035	20,393	37,217	34,759	35,790
EBITDAPS	7,662	16,462	50,336	48,159	48,417
PER	-1.1	2.7	5.2	5.1	5.0
PBR	1.4	1.6	2.3	1.5	1.1
EV/EBITDA	12.3	9.2	4.2	3.8	3.1

[별첨] 금호석유(주) 생산 계통도

[금호석유 본사]



금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2010/06/17	BUY	75,000원
2010/07/01	BUY	75,000원
2010/09/17	BUY	95,000원
2010/10/01	BUY	95,000원
2010/11/17	BUY	130,000원
2011/01/06	BUY	170,000원
2011/03/02	BUY	220,000원
2011/04/15	BUY	280,000원

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.
 - 자료공표일 현재 당사는 금호석유주식을 기초자산으로 하는 주가연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급(LP)업무를 수행하고 있습니다.
 - 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상기업의 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: -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 기준 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 신뢰할만하다고 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.