

# 금호석유 (011780)

BR에 이어 SBR 가격 강세, 목표가격 22만원으로 상향 !!!



화학업계의 불독(Bull-Dog)!!  
항주원입니다.

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



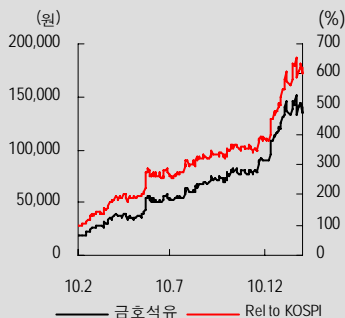
**투자의견: BUY (Maintain)**  
**목표주가: 220,000원 (Up)**

## 화학

|             |               |
|-------------|---------------|
| 주가          | 140,000원      |
| 자본금         | 1,422억원       |
| 시가총액        | 35,594억원      |
| 주당순자산       | 31,427원       |
| 부채비율        | 290.30%       |
| 총발행주식수      | 28,447,933주   |
| 60일 평균 거래대금 | 275억원         |
| 60일 평균 거래량  | 235,293주      |
| 52주 고       | 151,500원      |
| 52주 저       | 17,900원       |
| 외인지분율       | 9.90%         |
| 주요주주        | 박철완외 9인 42.1% |

### 주가수익률 (%)

|          | 1개월  | 3개월  | 12개월  |
|----------|------|------|-------|
| 절대       | 6.5  | 78.8 | 669.2 |
| 상대       | 13.1 | 75.5 | 522.0 |
| 절대(달러환산) | 5.6  | 80.4 | 692.4 |



### Why This Report

최근 3개월간 금호석유화학(주) 주가는 70% 이상 상승한 후, 2011년 2월 말 조정을 받고 있습니다. 이제 주가 상승세는 끝난 것일까요? 아닙니다. 오히려, 추가적으로 매수할 수 있는 기회입니다.

천연고무 가격이 5,700\$에서 5,400\$로 조정 받았지만, 여전히 공급부족 상황에 시달리고 있습니다. 2011년 2분기 BR, SBR 합성고무가격은 오히려 인상 가능성이 높습니다. 지금 점검해 보시기 바랍니다.

### Investment Point

#### 2011년 투자 모멘텀 부각 지속 : BR 에 이어, SBR 가격 상승 시작

- ▶ 2011년 1분기, 동사 실적 및 주가 상승 모멘텀으로 BR(Butadiene Rubber) 가격 강세가 작용했음. BR 수출 가격은 2010년 9월 2,604\$에서 2011년 3월 4,000\$로 급등함. 트럭용 타이어 등 수요산업 성장세가 이어지는 가운데, 대체제품인 천연고무 공급이 부족하기 때문임.
- ▶ 2011년 2분기에는 SBR(Styrene Butadiene Rubber) 가격 강세가 본격화될 전망이다. 승용차 및 저가용 교체 타이어 생산업체가 천연고무에서 SBR 로 원료를 대체하기 시작했기 때문. SBR 가격은 2011년 1월 2,600\$에서 3월 일부 시장에서 4,000\$까지 호가되고 있음.

#### 2011년 실적 추정치 상향 : 연간 8,000억원 수준의 영업이익 달성 가능

- ▶ 기대 이상의 천연고무 가격 및 지속성을 반영해, 2011년 동사의 분사 영업이익 예상치를 7,961억원으로 제시함. 직전 추정치 5,833억원과 전년 확정실적 3,596억원 대비 각각 36%와 114% 높은 수치임.
- ▶ 2011년 1분기 분사 영업이익 예상치는 1,906억원으로, 전분기 1,053억원 대비 81% 급증할 전망. BR 가격 초강세와 신규증설 설비(2월, BR 12만톤 가동시작) 가동 때문임. 2분기에는 SBR 강세 및 신규설비 100% 가동으로, 영업이익 규모는 2,100억원 수준으로 사상 최대치를 또다시 경신할 전망

#### 2011년 목표주가 상향 : 기존 17만원 → 신규 22만원

- ▶ 합성고무 실적 초강세를 반영해, 적정주가를 22만원으로 상향조정함. 주가 급상승에도 불구하고, PER 5.0배(2011년 실적 및 CB 전환 반영) 수준으로, 저평가 매력은 여전히 풍부함.

### Forecasts and valuations

(단위: 억원, 원, %, 배)

| 결산(12월)   | 2009    | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 28,017  | 38,863 | 60,639 | 61,584 | 62,580 |
| 매출증가율     | -12.0   | 38.7   | 56.0   | 1.6    | 1.6    |
| 영업이익      | 1,162   | 3,596  | 7,961  | 7,042  | 7,190  |
| 순이익       | -6,148  | 4,714  | 8,058  | 7,312  | 7,376  |
| EPS       | -24,183 | 18,542 | 27,885 | 23,894 | 24,105 |
| 증가율       | 적지      | 흑전     | 50.4   | -14.3  | 0.9    |
| PER       | -1.1    | 2.7    | 5.0    | 5.9    | 5.8    |
| PBR       | 1.4     | 1.6    | 2.5    | 1.8    | 1.4    |
| EV/EBITDA | 12.4    | 6.8    | 5.7    | 5.8    | 5.2    |
| ROE       | -72.4   | 66.6   | 58.7   | 33.0   | 25.3   |
| 배당수익률     | -       | 1.1    | 0.7    | 0.7    | 0.7    |

자료: 동양종합금융증권

### I. 투자 모멘텀 : BR 에 이어 SBR 가격 강세

2011년 1분기, 금호석유(주) 실적 강세를 이끈 것은 BR(Butadiene Rubber) 가격 강세.

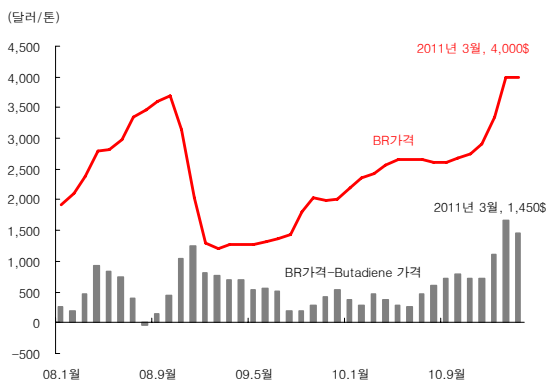
2010년 말 ~ 2011년 1분기, 동사 주가 강세를 이끈 배경은 “천연고무 가격 강세에 따른 BR(Butadiene Rubber) 가격 급등” 이었다. 구체적으로, BR(Butadiene Rubber) 가격은 2010년 9월 말 2,604\$에서 2011년 3월 4,000\$로, 약 54% 상승했다. 연간 6% 수준의 트럭용 타이어 수요 성장(BR 주요 사용처)이 이어지고 있는 가운데, 2010년 4분기 세계 천연고무 생산량이 9% 정도 줄었기 때문이다. 천연고무 가격(말레이시아 거래소 기준)은 “2010년 9월 3,405\$에서 2011년 2월 5,554\$” 로 상승했다. 특히, 2010년 10월 태국에서 50년래 최대규모의 홍수 발생 영향이 컸다. 2010년 4분기 태국 생산량은 64.7만톤 규모로, 전년도 4분기 97만톤 대비 34% 정도 감소했다.[그림1/4]

2011년 2분기, 금호석유(주) 실적 강세를 이끈 제품은 SBR(Styrene Butadiene Rubber) 가격 강세

2011년 1분기 부터는 SBR(Styrene Butadiene Rubber) 가격 강세 효과가 기대된다. 2010년 4분기 2,200\$ 수준에 머물러 있던 SBR 가격은 2011년 3월 인도시장을 중심으로 4,000\$까지 급등하는 모습을 보이고 있다. 천연고무 가격 강세 영향으로, 승용차용 타이어 및 저가용 교체 타이어(SBR 사용)에 대한 대체가 본격화되고 있기 때문이다. SBR 공급부족현상은 2분기에 더욱 가속화될 전망이다.[그림2]

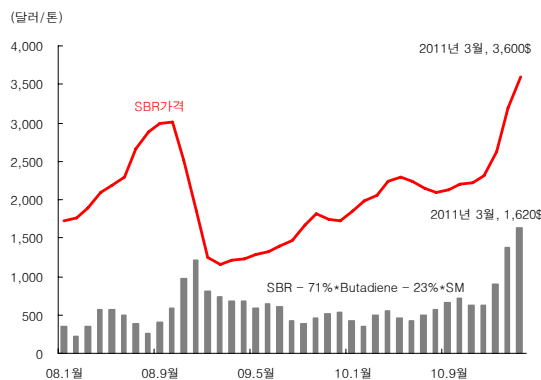
부연하면, 2011년 1분기 기준, 동사 합성고무 생산능력은 “BR 34.2만톤(2011년 2월, 12만톤 증설 포함), SBR 48.1만톤” 등이다.

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



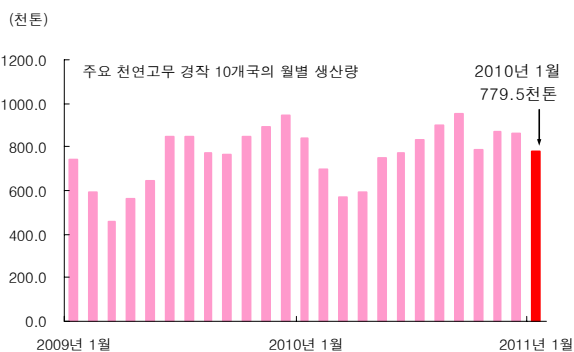
자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

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



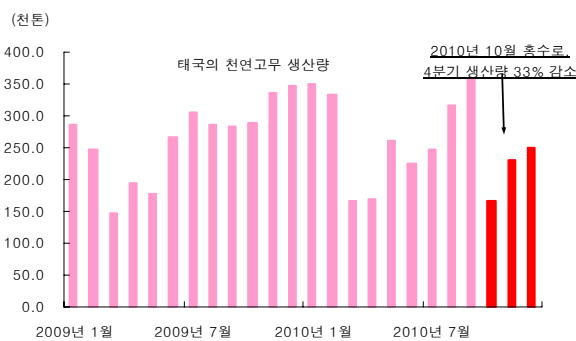
자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

그림 3. 주요 10개국 천연고무 생산량 추이



자료 : ANRPC

그림 4. 태국의 천연고무 생산량 추이 : 2010년 10월 홍수로 천연고무 생산 급감



자료 : ANRPC

## II. 실적 추정치 상향 : 2011년 1분기 영업이익 1,906억원 예상

2011년 본사 영업이익 예상치 8,000억원 수준으로 전년 3,596억원 대비 114% 성장

2011년 1분기 본사 영업이익 예상치 1,906억원으로 전분기 대비 81% 성장 예상

2011년 2분기 예상 영업이익 2,131억원으로 1분기 대비 추가 상승 기대

2011년 영업이익 추정치를 7,961억원으로, 약 36.4% 높인다. 기대이상의 천연고무 및 합성고무 가격 강세를 반영한 결과이다. 2011년 1월 6일 보고서에서 2011년 영업이익의 예상치로, 5,833억원을 제시했었다. 2011년 BR 가격 예상치를 3,200\$과 SBR 2,600\$로 계산한 결과였다. 2011년 3월에는 합성고무 가격 예상가격을 BR 3,800\$과 SBR 3,400\$로 각각 높였다.[표1]

특히, 2011년 1분기 영업이익 예상치는 1,906억원이다. 전분기 영업이익 1,053억원과 전년동기 649억원 대비 각각 81%와 194% 급증하는 수치이다. 2010년 12월부터 시작된 BR 가격 급등과 2월분부터 본격화된 SBR 강세 덕분이다. 특히, 2011년 2월에는 BR 신규공장 12만톤이 여수에 완공되었다. BR 설비규모는 기존 연산 22.2만톤에서 34.2만톤으로 증가했다.

우려와 달리, 2011년 2분기 영업이익 예상치는 2,131억원으로, 증가세가 이어질 전망이다. 합성고무의 추가 가격 인상이 예상되기 때문이다. 주요 합성고무 생산업체는 4 ~ 6월 주 원료인 Butadiene 가격 상승분을 제품가격 인상으로 반영시킬 계획이다. 3월 말 ~ 6월 동안, 아시아 주요 NCC 업체의 정기보수가 집중되어 있다. 이로 인해, C4가스 및 Butadiene 공급이 일시적으로 감소하면서, 2분기 Butadiene 가격은 2,600 ~ 2,800\$(1분기 2,300\$) 까지 상승할 것으로 예상된다. 뿐만 아니라, 2월 가동된 BR 증설설비 가동효과가 분기전체로 반영될 수 있다. BR 신규설비 가동률은 2월 말 80%에서 3 ~ 4월에 충분히 100%에 도달할 것으로 예상된다.

표 1. 금호석유주 실적 추정치 변경 : 기대이상의 고무가격 강세를 반영해, 2011년 본사 영업이익 예상치 7,961억원으로 상향(기존 5,833억원)

### [변경전 (2011.01.06일)]

| 구분       | 2010년 |       |        |        | 2011년  |        |        |        | 연간실적   |        |        |        |
|----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|          | 1분기   | 2분기   | 3분기    | 4분기(e) | 1분기(e) | 2분기(e) | 3분기(e) | 4분기(e) | 09년    | 10년(e) | 11년(e) | 12년(e) |
| 매출액(억원)  | 8,826 | 9,740 | 10,072 | 10,354 | 12,833 | 12,722 | 13,416 | 13,023 | 28,017 | 38,994 | 51,594 | 48,111 |
| 영업이익(억원) | 649   | 981   | 908    | 1,129  | 1,456  | 1,372  | 1,541  | 1,464  | 1,162  | 3,672  | 5,833  | 4,968  |
| - 자분이익   | 134   | 259   | 500    | 515    | 527    | 492    | 521    | 474    | -7,335 | 1,407  | 2,915  | 1,751  |
| 세후이익(억원) | 841   | 554   | 956    | 1,097  | 1,457  | 1,312  | 1,410  | 1,369  | -6,148 | 3,448  | 5,548  | 4,713  |

### [변경후 (2011.03.02일)]

| 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       | 13,965       | 15,292    | 15,847       | 15,533      | 28,017     | 38,862     | 60,639     | 61,584     |
| - 합성고무       | 4,977        | 5,609      | 5,842      | 5,910        | 9,082        | 10,562    | 10,809       | 10,527      | 14,783     | 22,340     | 40,980     | 41,703     |
| - 합성수지       | 2,885        | 3,052      | 3,107      | 3,161        | 3,273        | 3,066     | 3,348        | 3,182       | 10,104     | 12,203     | 12,869     | 12,688     |
| - 고무특수제품/발전소 | 964          | 1,079      | 1,222      | 1,151        | 1,610        | 1,664     | 1,690        | 1,825       | 3,130      | 4,319      | 6,790      | 6,415      |
| 영업이익(억원)     | 649          | 981        | 908        | 1,053        | 1,906        | 2,131     | 2,016        | 1,908       | 1,162      | 3,596      | 7,961      | 7,042      |
| - 합성고무       | 372          | 617        | 467        | 657          | 1,445        | 1,695     | 1,446        | 1,325       | 559        | 2,113      | 5,911      | 4,758      |
| - 합성수지       | 73           | 185        | 224        | 251          | 186          | 141       | 148          | 117         | 395        | 733        | 592        | 586        |
| - 고무특수제품/발전소 | 204          | 179        | 217        | 145          | 275          | 296       | 422          | 466         | 208        | 750        | 1,458      | 1,698      |
| - 자분이익       | 134          | 259        | 500        | 558          | 707          | 830       | 708          | 649         | -7,335     | 1,450      | 2,893      | 2,724      |
| 세후이익(억원)     | 841          | 554        | 956        | 2,363        | 1,985        | 2,217     | 1,960        | 1,896       | -6,148     | 4,714      | 8,058      | 7,312      |
| 발행주식수(주)     |              |            |            |              |              |           |              |             | 25,424,447 | 25,424,447 | 30,467,693 | 30,467,693 |
| 주당 세후이익(원/주) |              |            |            |              |              |           |              |             | -24.183    | 18.542     | 27.885     | 23.894     |
| - 대우건설       | - 채권단과       | - 6~8월, 중국 | - 울산공장 설비  | - BR 신규증설    | - 5월3일       | - 대림산업에   | - 차입금        |             |            |            |            |            |
| - 아시아나항공     | - 자물련약 체결    | - 타이어업체의   | - 보수 (10월) | - 12만톤 본격 각동 | - 전환사채(2,000 | - 스타벅스 판매 | - 5,000억원 상환 |             |            |            |            |            |
| - 지분 매도가능    | - ▶전환사채      | - 재고조정으로   | - ▶천연고무    | - ▶정연고무      | - (2,000     | - 시작      | - 및 채권단      |             |            |            |            |            |
| - 유가증권으로     | - 2,000억원 발행 | - 수출 악화    | - 사상최대치 경신 | - ▶대우건설주     | - 원)의        | - ▶대우건설주  | - 자물련리 탈출    |             |            |            |            |            |
| - 재분류        |              |            |            |              |              |           |              |             | ▶금호P&B주    |            |            |            |
|              |              |            |            |              |              |           |              | BPA 15만톤 증설 |            |            |            |            |

자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

### III. 목표가격 조정 : 기존 17만원에서 22만원으로 상향

기대 이상의 영업실적 개선을 반영해, 목표주가를 기존 17만원에서 22만원으로 상향

2011년 목표주가를 기존 17만원에서 22만원으로, 30% 상향조정 한다. 2011년 영업이익의 예상치 상향(기존 5,833억원 → 신규 7,961억원)을 반영한 결과이다. 2011년 주당순이익 27,885원을 기준으로 PER(주가/순이익)은 5.0배 수준으로, 2011년 화학업종 평균인 9.0배에 크게 미달하고 있다. '추가적인 주가 상승여력은 충분하다' 는 뜻이다.

차입금 5,000억원 상환시, 2011년 말 순차입금은 1.2 ~ 1.3조원으로 축소 가능

[표2]에서 나타나듯이, **적정주가(22만원, 적정주주가치 5.5조원)**는 “**사업부문별 공정가치 합산방식(Sum-of-Part)**” 통해 도출했다. 합성고무/수지/열병합발전 등 본사 영업활동에 의한 주당가치 240,000원 + 금호피엔비(주)/금호미쓰이(주)/금호폴리켄(주) 등 계열사 가치 30,000원 - 순차입금(= 총차입금 - 대우건설(주)/아시아나항공(주) 등 매각가능 자산) 50,000원” 등이다.

적정주가 산정과 관련해, 4가지에 주의할 필요가 있다.

1) 전환사채 2,000억원은 2011년 5월 3일부터 보통주로 전환 가능

첫째, 2011년 5월 3일부터 전환사채의 주식전환이 가능해진다. 2010년 5월 합성금 투자자금 조달을 목적으로, 2,000억원 규모의 전환사채 발행했다. 인수기관은 한국산업은행 1,698억원, 국민은행 185억원, 농협중앙회 117억원 등이다. 2011년 5월 3일부터 주당 39,657원으로 보통주로 전환할 수 권리를 가지고 있다. 주식전환시 총발행주식은 기존 2,5424,447주에서 30,467,693주로, 5,043,246주가 증가하게 된다. 다만, 2013년 5월 3일까지 채권단 전체의 동의 없이는 전환된 주식을 시장에 매각할 수 없다. 주식전환에 따른 발행주식수 증가를 실적추정 및 적정주가 산정에 이미 반영했다.

표 2. 금호석유(주) 적정주가 변경 내역 : 실적 개선을 반영해, 목표가격을 기존 17만원에서 22만원으로 상향

| 구분                  | 기준일<br>(2011.01.06일) | 변경일<br>(2011.03.02일) | 주요 내역   |          |                |            |         |                            |     |
|---------------------|----------------------|----------------------|---|----------|----------------|------------|---------|----------------------------|-----|
|                     |                      |                      | 부문별 사업가치  | 영업이익(억원) | 감가상각비(억원)      | EBITDA(억원) | 적정배율(배) | 적정사업가치(억원)                 |     |
| (+) 영업자산가치          | 4조 6,844억원           | 5조 8,730억원           | 합성고무/수지   | 6,503    | 846            | 7,349      | 6.3     | 46,297<br>12,288<br>58,730 |     |
|                     |                      |                      | 열병합발전/특수고무  | 1,437    | 270            | 1,707      | 7.2     |                            |     |
|                     |                      |                      | 합 계   | 7,939    | 1,116          | 9,055      | 6.5     |                            |     |
|                     |                      |                      | 투자자산 구성   | 지분율      | 장부가액(2010.12월) | PBR        | 적정가치    |                            | 비 고 |
| (+) 투자자산가치          | 8,621억원              | 8,159억원              | 금호폴리켄   | 50%      | 693            | 2.5X       | 1,509   | EPDM(특수고무) 생산              |     |
|                     |                      |                      | 금호미쓰이   | 50%      | 715            | 1.0X       | 697     | MDI(우레탄원료) 생산              |     |
|                     |                      |                      | 금호P&B   | 78%      | 2,418          | 1.9X       | 4,545   | BPA(강화유리) 생산               |     |
|                     |                      |                      | [기타 처분대상자산]   |          |                |            |         |                            |     |
|                     |                      |                      | KDB생명(舊금호생명)  | 5%       | 51             | 1.0X       | 51      | 상장후 처분 계획                  |     |
|                     |                      |                      | KDB-칸서스 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 3,184억원           | 1조 2,159억원           | 구분  | 지분율      | 장부가액(2010.12월) | PBR        | 공정가치    | 비 고                        |     |
|                     |                      |                      | 아시아나항공  | 14%      | 2,375          | 1.1X       | 2,959   | 29,593,400주 × 10,000원      |     |
| 총차입금                | 1조 9,099억원           | 1조 8,652억원           | 대우건설  | 4.49%    | 1,878          | 0.8X       | 1,462   | 14,621,622주 × 10,000원      |     |
|                     |                      |                      | 영업활동 현금창출   |          |                |            | 1,379   |                            |     |
| 합 계                 |                      |                      |   |          |                | 5,801      |         |                            |     |
| 보통주 주당가치(A)         | 4조 2,885억원           | 5조 4,730억원           | 총발행주식수 25,424,477주 - 자사주 5,592,558 + CB전환 5,043,246주        |          |                |            |         |                            |     |
| 발행주식수(B)            | 24,875만주             | 24,875만주             | * CB전환가능 물량(전환가능시기 2011년 5월 3일부터) = 2,000억원 / 주당전환가 39,657원 |          |                |            |         |                            |     |
| <b>주당 주당가치(A/B)</b> | <b>170,000원</b>      | <b>220,000원</b>      | * Buy & Hold 의견 유지  |          |                |            |         |                            |     |

자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

2) 2011년 2분기부터 대우건설(주), 아시아나항공(주) 등 보유 유가증권 매각 가시화

둘째, 2011년 2분기부터 매각가능 유가증권의 처분이 본격화될 것이다. 매각 대상 유가증권은 기존 금호그룹 계열사 주식으로, 아시아나항공(주) 24,953,400주, 대우건설(주) 14,621,622주, 금호산업(주) 735,671주, 금호타이어(주) 1,388,794주 등이다. 이중 대우건설(주) 유가증권을 가장 빠르게 매각할 수 있을 것이다.

3) 2011년 말 채권단 차입금 5,000억원 상환으로 순차입금규모 축소 가시화

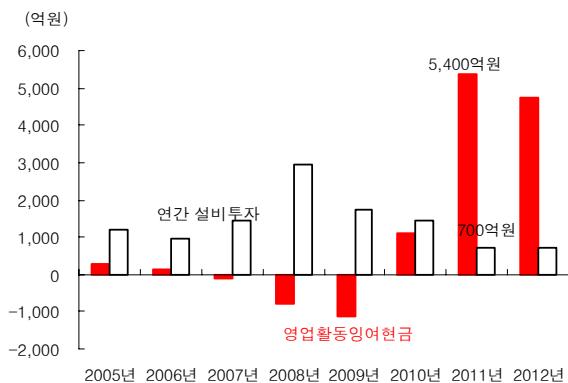
셋째, 2011년 말 순차입금 규모는 1.2 ~ 1.3조원 수준으로 축소가능할 전망이다. 채권단 자율협약을 벗어나기 위해서, 동사는 2011년 말까지 총차입금 5,000억원(2011년 3월 말, 1.9조원)을 상환해야 한다. 앞서 언급한 유가증권 매각 및 영업현금흐름으로 충분히 조달 가능하다. 특히, 2011년 초 대규모 설비 투자가 마무리됨에 따라 2011년 연간 설비투자 규모는 700억원 수준으로, 전년의 절반으로 줄어든다. 영업호조를 배경으로, 순수하게 영업활동에서 창출할 수 있는 현금 규모(=EBITDA - 법인세 - 이자비용 - 설비투자)는 5,400억원에 달한다.[그림5]

4) 박삼구/박세창父子의 보유지분 매각은 Over-Hang. 그러나, 매수의 기회로 활용 필요

넷째, 2011년 주식 Risk 는 박삼구/박세창 부자(父子)의 지분매각에 따른 잠재매물 압박(Over-Hang) 우려감이다. 2011년 2월 23일 현재, 박삼구/박세창 부자는 금호석유(주) 주식을 9.11%(2,429,310주)를 보유하고 있지만, 경영권을 행사하고 있지 못하다. 2010년 초 채권단협약에 의해, 금호석유(주)의 경영권은 박찬구/박준경 부자(父子)와 박철완에게 귀속되었기 때문이다.[표3]

박삼구/박세창 지분이 주식시장으로 출회될 경우, 주가 정체요인으로 작용할 수 있다. 2010년 10 ~ 11월 박재영氏が 보유하고 있던 113만주 주식이 유통시장에 출회되는 동안, 주가는 7 ~ 8만원에 머물러 있었기 때문이다. 대신, 물량 출회후 주가는 급상승하는 모습을 보였다. 마찬가지로, 박삼구/박세창 지분이 본격적으로 출회될 경우, 저가매수의 기회로 활용해야 할 것이다.

그림 5. 금호석유(주)의 연간 창출할 수 있는 현금 규모 : 5,000억원 상회



자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

표 3. 금호석유(주) 대주주 소유지분 구성 : 박삼구/박세창 부자 지분 출회 가능성

| 특수관계인          | 관계       | 보유주식수(주)         |               |                  |               | 증 감             |
|----------------|----------|------------------|---------------|------------------|---------------|-----------------|
|                |          | 2009년 12월 31일    |               | 2011년 2월 23일     |               |                 |
|                |          | 지분율              | 지분율           | 지분율              | 지분율           |                 |
| 박찬구            | 父        | 2,399,292        | 9.44%         | 1,934,972        | 7.61%         | △464,320        |
| 박준경            | 子        | 2,294,860        | 9.03%         | 2,183,120        | 7.67%         | △111,740        |
| <b>소 계</b>     | <b>계</b> | <b>4,694,152</b> | <b>18.47%</b> | <b>4,118,092</b> | <b>15.28%</b> | <b>△576,060</b> |
| 박삼구            | 父        | 1,346,512        | 5.3%          | 1,346,512        | 5.3%          | 0               |
| 박세창            | 子        | 1,694,370        | 5.96%         | 1,082,796        | 3.81%         | △611,572        |
| <b>소 계</b>     | <b>계</b> | <b>3,040,882</b> | <b>11.26%</b> | <b>2,429,310</b> | <b>9.11%</b>  | <b>△611,572</b> |
| 박철완            |          | 3,040,882        | 11.96%        | 3,040,882        | 11.96%        | 0               |
| 박재영            |          | 1,132,210        | 4.45%         | 0                | 0%            | △1,132,210      |
| 금호아시아나<br>문화재단 |          | 485,060          | 1.7%          | 485,060          | 1.7%          | 0               |
| 자사주            |          | 5,592,528        | 19.66%        | 5,592,528        | 19.66%        | 0               |

잠재매물

자료 : 공시자료

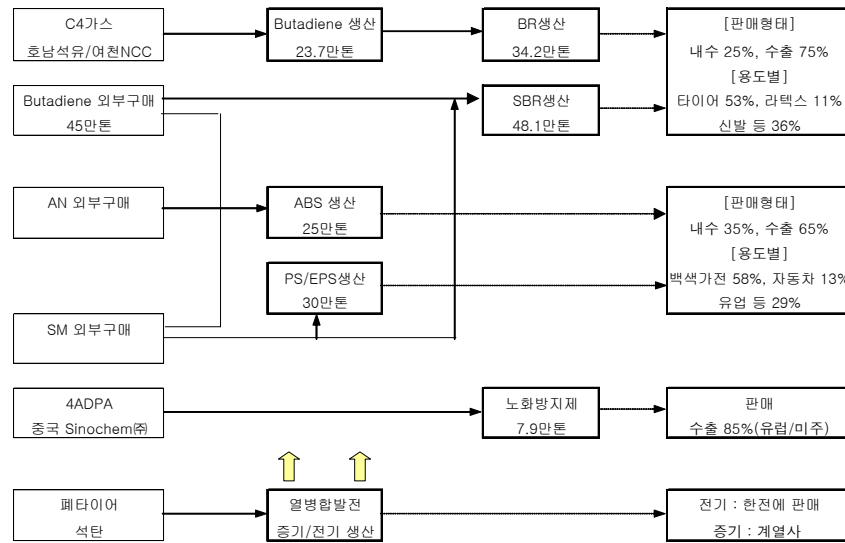
금호석유 (011780) 추정재무제표

| 대차대조표 (단위: 억원)        |               |               |                |               |               |
|-----------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| 결산(12월)               | 2009          | 2010          | 2011E          | 2012E         | 2013E         |
| <b>유동자산</b>           | <b>7,758</b>  | <b>8,905</b>  | <b>4,451</b>   | <b>14,492</b> | <b>17,248</b> |
| 현금 및 현금성자산            | 772           | 1,068         | -8,272         | 1,436         | 4,049         |
| 단기예금, 단기매매증권          | 26            | 0             | 0              | 0             | 0             |
| 매출채권                  | 2,989         | 3,683         | 5,889          | 6,043         | 6,109         |
| 재고자산                  | 3,213         | 3,706         | 5,925          | 6,080         | 6,147         |
| 기타유동자산                | 603           | 412           | 659            | 677           | 684           |
| <b>비유동자산</b>          | <b>24,241</b> | <b>25,452</b> | <b>28,768</b>  | <b>31,306</b> | <b>33,849</b> |
| 투자자산                  | 8,897         | 9,807         | 12,701         | 15,425        | 18,162        |
| 유형자산                  | 13,567        | 14,232        | 14,068         | 13,907        | 13,749        |
| 무형자산                  | 356           | 264           | 162            | 88            | 30            |
| 기타비유동자산               | 1,421         | 1,149         | 1,838          | 1,886         | 1,907         |
| <b>자산총계</b>           | <b>31,999</b> | <b>34,358</b> | <b>33,219</b>  | <b>45,798</b> | <b>51,097</b> |
| <b>유동부채</b>           | <b>20,588</b> | <b>16,949</b> | <b>19,347</b>  | <b>24,832</b> | <b>20,283</b> |
| 매입채무                  | 2,625         | 2,764         | 4,419          | 4,534         | 4,584         |
| 단기차입금                 | 6,301         | 3,593         | 4,863          | 5,270         | 6,093         |
| 유동성장기부채               | 8,750         | 7,810         | 5,619          | 10,465        | 4,993         |
| 기타유동부채                | 2,912         | 2,782         | 4,446          | 4,563         | 4,613         |
| <b>비유동부채</b>          | <b>6,060</b>  | <b>8,605</b>  | <b>-4,759</b>  | <b>-4,697</b> | <b>-1,944</b> |
| 사채                    | 1,098         | 4,223         | 3,495          | -26           | 1,563         |
| 장기차입금                 | 4,753         | 4,289         | -8,403         | -4,823        | -3,661        |
| 기타비유동부채               | 209           | 93            | 149            | 153           | 155           |
| <b>부채총계</b>           | <b>26,648</b> | <b>25,554</b> | <b>14,588</b>  | <b>20,135</b> | <b>18,339</b> |
| 자본금                   | 1,422         | 1,422         | 1,675          | 1,675         | 1,675         |
| 자본잉여금                 | 3,034         | 900           | 2,647          | 2,647         | 2,647         |
| 자본조정                  | -491          | -515          | -515           | -515          | -515          |
| 기타포괄손익누계액             | 3,652         | 2,283         | 2,283          | 2,283         | 2,283         |
| 이익잉여금                 | -2,267        | 4,714         | 12,542         | 19,573        | 26,669        |
| <b>자본총계</b>           | <b>5,351</b>  | <b>8,803</b>  | <b>18,631</b>  | <b>25,662</b> | <b>32,758</b> |
| 총차입금                  | 20,902        | 19,916        | 5,574          | 10,885        | 8,988         |
| 순차입금                  | 20,103        | 18,847        | 13,846         | 9,449         | 4,938         |
| <b>현금흐름표 (단위: 억원)</b> |               |               |                |               |               |
| 결산(12월)               | 2009          | 2010          | 2011E          | 2012E         | 2013E         |
| <b>영업활동 현금흐름</b>      | <b>2,817</b>  | <b>2,532</b>  | <b>4,728</b>   | <b>5,300</b>  | <b>5,471</b>  |
| 당기순이익(손실)             | -6,148        | 4,714         | 8,058          | 7,312         | 7,376         |
| <b>비현금수익비용가감</b>      | <b>9,619</b>  | <b>-2,296</b> | <b>-1,977</b>  | <b>-1,916</b> | <b>-1,864</b> |
| 유형자산감가상각비             | 887           | 982           | 864            | 861           | 858           |
| 무형자산상각                | 131           | 105           | 64             | 34            | 15            |
| 기타비현금수익비용             | 8,601         | -3,383        | -2,904         | -2,810        | -2,736        |
| <b>영업활동관련자산,부채변동</b>  | <b>-653</b>   | <b>114</b>    | <b>-1,353</b>  | <b>-96</b>    | <b>-42</b>    |
| 매출채권감소(증가)            | 353           | -705          | -2,206         | -155          | -67           |
| 재고자산감소(증가)            | 480           | -493          | -2,219         | -155          | -67           |
| 매입채무증가(감소)            | 495           | 10            | 1,655          | 116           | 50            |
| 기타자산,부채변동             | -1,981        | 1,301         | 1,418          | 99            | 43            |
| <b>투자활동 현금흐름</b>      | <b>-4,684</b> | <b>-528</b>   | <b>-1,552</b>  | <b>-627</b>   | <b>-681</b>   |
| 유형자산감소(증가)            | -2,637        | -1,749        | -700           | -700          | -700          |
| 무형자산감소(증가)            | -45           | -32           | 38             | 40            | 43            |
| 투자자산감소(증가)            | -1,690        | 1,234         | -0             | -0            | -0            |
| 기타투자활동                | -311          | 18            | -890           | 32            | -23           |
| <b>재무활동 현금흐름</b>      | <b>2,518</b>  | <b>-1,708</b> | <b>-12,516</b> | <b>5,035</b>  | <b>-2,176</b> |
| 사채및차입금의증가(감소)         | 2,690         | -1,708        | -12,341        | 5,311         | -1,898        |
| 자본의증가(감소)             | -173          | 0             | -230           | -280          | -280          |
| 배당금의 지급               | -173          | 0             | -230           | -280          | -280          |
| 기타재무활동                | 1             | -0            | 56             | 4             | 2             |
| <b>현금의 증가</b>         | <b>651</b>    | <b>296</b>    | <b>-9,340</b>  | <b>9,708</b>  | <b>2,613</b>  |
| 기초현금                  | 121           | 772           | 1,068          | -8,272        | 1,436         |
| 기말현금                  | 772           | 1,068         | -8,272         | 1,436         | 4,049         |

| 손익계산서 (단위: 억원)    |               |               |               |               |               |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 결산(12월)           | 2009          | 2010          | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
| <b>매출액</b>        | <b>28,017</b> | <b>38,863</b> | <b>60,639</b> | <b>61,584</b> | <b>62,580</b> |
| 매출원가              | 24,875        | 33,059        | 48,053        | 49,917        | 50,766        |
| 매출총이익             | 3,141         | 5,804         | 12,586        | 11,667        | 11,814        |
| 판매비외관리비           | 1,980         | 2,208         | 4,625         | 4,625         | 4,625         |
| <b>영업이익</b>       | <b>1,162</b>  | <b>3,596</b>  | <b>7,961</b>  | <b>7,042</b>  | <b>7,190</b>  |
| <b>영업외수익</b>      | <b>1,427</b>  | <b>4,600</b>  | <b>3,302</b>  | <b>3,224</b>  | <b>3,165</b>  |
| 금융수익              | 44            | 51            | 51            | 51            | 51            |
| 외환관련이익            | 929           | 746           | 12            | 87            | 0             |
| 지분법이익             | 383           | 1,452         | 2,893         | 2,724         | 2,737         |
| 기타수익              | 71            | 2,350         | 345           | 361           | 376           |
| <b>영업외비용</b>      | <b>11,007</b> | <b>2,245</b>  | <b>1,389</b>  | <b>1,325</b>  | <b>1,330</b>  |
| 금융비용              | 1,100         | 1,220         | 1,069         | 1,000         | 1,000         |
| 외환관련손실            | 661           | 706           | 0             | 0             | 0             |
| 지분법손실             | 7,718         | 3             | 0             | 0             | 0             |
| 기타비용              | 1,528         | 316           | 320           | 325           | 330           |
| <b>*경상이익</b>      | <b>-8,419</b> | <b>5,951</b>  | <b>9,874</b>  | <b>8,941</b>  | <b>9,025</b>  |
| <b>*특별손익</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| 세전계속사업이익          | -8,419        | 5,951         | 9,874         | 8,941         | 9,025         |
| 계속사업이익법인세비용       | -2,270        | 1,237         | 1,816         | 1,630         | 1,649         |
| 계속사업이익            | -6,148        | 4,714         | 8,058         | 7,312         | 7,376         |
| 중단사업이익            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 법인세효과             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>당기순이익</b>      | <b>-6,148</b> | <b>4,714</b>  | <b>8,058</b>  | <b>7,312</b>  | <b>7,376</b>  |
| 매출총이익률 (%)        | 11.2          | 14.9          | 20.8          | 18.9          | 18.9          |
| EBITDA Margin (%) | 7.8           | 12.1          | 14.7          | 12.9          | 12.9          |
| 영업이익률 (%)         | 4.1           | 9.3           | 13.1          | 11.4          | 11.5          |
| *경상이익률 (%)        | -30.0         | 15.3          | 16.3          | 14.5          | 14.4          |
| 세전계속사업이익률 (%)     | -30.0         | 15.3          | 16.3          | 14.5          | 14.4          |
| 순이익률 (%)          | -21.9         | 12.1          | 13.3          | 11.9          | 11.8          |
| 수정순이익률 (%)        | -21.0         | 7.7           | 13.3          | 11.9          | 11.8          |

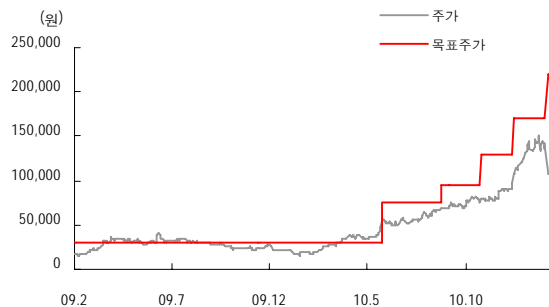
| Key Financial Data (단위: 억원) |         |         |         |         |         |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산(12월)                     | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
| FCF                         | -58     | 1,562   | 4,564   | 5,848   | 6,029   |
| EBIT                        | 1,162   | 3,596   | 7,961   | 7,042   | 7,190   |
| EBITDA                      | 2,180   | 4,683   | 8,889   | 7,937   | 8,062   |
| SPS (원)                     | 98,484  | 136,612 | 190,654 | 183,880 | 186,856 |
| EPS (원)                     | -24,183 | 18,542  | 27,885  | 23,894  | 24,105  |
| DPS (원)                     | 0       | 1,000   | 1,000   | 1,000   | 1,000   |
| BPS (원)                     | 18,966  | 31,427  | 56,343  | 77,558  | 98,916  |
| EBITDAPS (원)                | 7,662   | 16,462  | 27,948  | 23,698  | 24,072  |
| 매출증가율                       | -12.0   | 38.7    | 56.0    | 1.6     | 1.6     |
| 영업이익증가율                     | -58.7   | 209.5   | 121.4   | -11.5   | 2.1     |
| EPS 증가율                     | 적지      | 흑전      | 50.4    | -14.3   | 0.9     |
| EBITDA 증가율                  | -38.3   | 114.8   | 89.8    | -10.7   | 1.6     |
| ROA                         | -17.8   | 14.2    | 23.8    | 18.5    | 15.2    |
| ROE                         | -72.4   | 66.6    | 58.7    | 33.0    | 25.3    |
| ROIC                        | 5.3     | 16.6    | 34.5    | 29.2    | 30.0    |
| 배당수익률                       | -       | 1.1     | 0.7     | 0.7     | 0.7     |
| PSR (배)                     | 0.3     | 0.4     | 0.7     | 0.8     | 0.7     |
| PER (배)                     | -1.1    | 2.7     | 5.0     | 5.9     | 5.8     |
| PBR (배)                     | 1.4     | 1.6     | 2.5     | 1.8     | 1.4     |
| EV/EBITDA (배)               | 12.4    | 6.8     | 5.7     | 5.8     | 5.2     |
| 부채비율                        | 498.0   | 290.3   | 78.3    | 78.5    | 56.0    |
| 차입금/자기자본                    | 390.6   | 226.2   | 29.9    | 42.4    | 27.4    |
| 순금융비용/매출액                   | 29.7    | -6.3    | -3.2    | -3.0    | -3.0    |
| 영업이익/금융비용 (배)               | 1.1     | 2.9     | 7.4     | 7.0     | 7.2     |

[별첨] 금호석유(주) 생산 계통도



자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

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 |

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 주기연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Ovenweight, 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 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.