

# 금호석유 (011780)

## 장기 호황은 Discount 해소를 견인한다

1분기 영업이익은 2,027억원의 사상최대 실적 예상. 이는 합성고무 호황뿐 아니라 ABS/PS/EPS 강세에 따른 수지부문 호조, 제2열병합 발전 가동을 향상에 따른 전 부문 수익성 개선에 기인. 2월 BR 12만톤 증설 및 2분기 Offer가격 상승으로 2분기 분기 최대 실적을 다시 갱신할 것으로 예상. 2015년까지 장기 호황이 예상되는 합성고무의 Global No.1 업체로, 차입금 감소가 가세되는 현 상황은 Discount 해소가 시작될 시점. 목표주가 240,000원 투자 의견 'Buy(매수)', Top Pick 의견 유지함.

**BUY (Maintain)**

주가(4/4) 149,000원

목표주가 240,000원

### ■ 1분기 영업이익의 사상최대치 전망

합성고무뿐 아니라, ABS/PS/EPS를 포함한 합성수지 부문, 열병합발전 등 전 부문에서 수익성이 개선된 것으로 판단함. 이에 따라 매출액 12,790억원(YoY +44%, QoQ +25%), 영업이익 2,027억원(YoY +212%, QoQ +93%) 예상하며 이는 분기기준 사상최대 실적치. 2월부터 상업가동시작한 BR 12만톤/년 증가, 분기공급계약시 가격인상의 근거가 되는 Butadiene 강세, Spot가격 상승을 근거로 2분기 영업이익 또한 사상최대치를 다시 경신할 것으로 전망함. 2011년 연간 영업이익 성장률 151% 예상.

### ■ 장기 호황 및 글로벌 경쟁력이 핵심

2015년까지 타이어 수요 증가 및 잉여 Capa 감소로 합성고무 장기호황 진입기. 글로벌 No.1 업체로 이익 안정성이 부각되는 시점. 금호산업/타이어/대우건설/아시아나 항공 매각계획, 경영 정상화 계획 이행 약정(MOU) 이행으로 아킬레스건인 차입금 규모 감축 예상. 이는 기존 금호그룹 이슈 및 이익의 불안정성에 따라 적용되었던 Discount 해소 요인이 될 것으로 판단함.

### ■ Top-pick, 투자 의견 'Buy(매수)', 목표주가 240,000원 유지

Peer Group 2011년 PER는 11.2배 수준. 전년비 약 5,100억원의 순차입금 감소 예상, 업종대비 20% 할인한 PER 9.3배를 적용한 목표주가 240,000원 및 Buy(매수) 의견 유지. NCC업체를 포함한 순수화학사 중 Top Pick.

### Stock Data

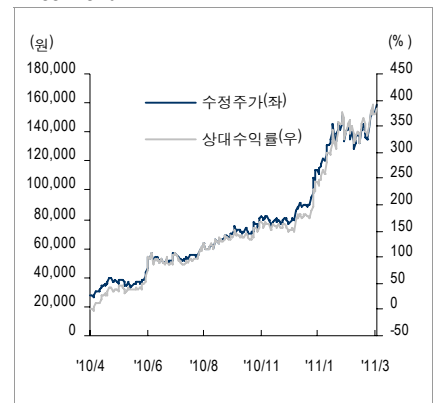
KOSPI (4/4)	2,115.87pt		
시가총액	39,001억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	159,000원	26,600원	
최고/최저가 대비 등락률	-6.3%	460.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	8.8%	3.0%
	6M	107.8%	84.6%
	1Y	434.1%	335.0%

### Company Data

발행주식수	28,448천주	
일평균 거래량(3M)	309천주	
외국인 지분율	8.5%	
배당수익률(11.E)	0.80%	
BPS(11.E)	63,449원	
주요 주주	박철완 외 8	39.7%
	김성일외 10	0.0%

투자지표	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액(억원)	28,017	38,863	54,356	61,891	58,075
증감율(%YoY)	-12.0	38.7	39.9	13.9	-6.2
영업이익(억원)	1,162	3,596	9,041	9,349	9,883
증감율(%YoY)	-58.7	209.5	151.4	3.4	5.7
EBITDA(억원)	2,180	4,683	10,196	10,605	11,122
경상이익(억원)	-8,419	5,951	10,196	11,416	12,462
순이익(억원)	-6,148	4,714	7,729	8,653	9,446
EPS(원)	-21,613	16,571	26,740	30,418	33,206
증감율(%YoY)	적자유지	흑전	61.4	13.8	9.2
PER(배)	-1.3	3.0	5.6	4.9	4.5
PBR(배)	1.4	1.6	2.3	1.6	1.2
EV/EBITDA(배)	13.1	7.0	5.2	4.4	3.2
영업이익률(%)	4.1	9.3	16.6	15.1	17.0
ROE(%)	-52.9	88.1	87.8	47.9	35.4
순부채비율(%)	399.0	220.7	75.2	27.2	-9.6

### Price Trend



**Brief Earnings Forecast** (단위: 억원,%)

Earnings Forecast	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	54,356	9,041	10,196	10,196	7,729	26,740	63,449	21,291	5.6	2.3	39.5
2012E	61,891	9,349	10,605	11,416	8,653	30,418	93,867	23,786	4.9	1.6	45.5
2013E	58,075	9,883	11,122	12,462	9,446	33,206	127,073	26,185	4.5	1.2	50.7

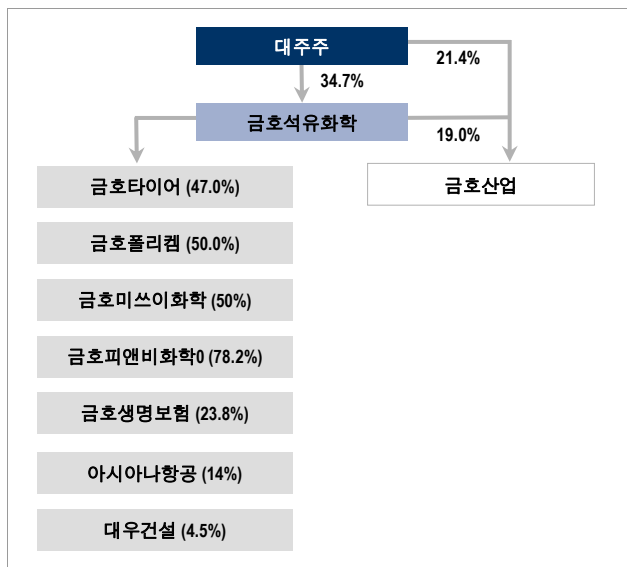
	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E	1Q12E	2Q12E	3Q12E	4Q12E	2011E	2012E
매출액	12,790	13,500	13,706	14,360	15,091	14,905	15,652	16,244	54,356	61,891
영업이익	2,027	2,317	2,530	2,168	2,097	2,318	2,527	2,407	9,041	9,349
(YoY %)	212.0	135.1	178.6	105.9	3.5	0.1	-0.1	11.0	151.4	3.4
세전이익	2,327	2,318	3,024	2,527	2,608	2,580	3,229	2,999	10,196	11,416
순이익	1,764	1,757	2,292	1,916	1,977	1,955	2,448	2,273	7,729	8,653
EBITDA	2,316	2,605	2,818	2,457	2,411	2,632	2,841	2,721	10,196	10,605

Margin (%)	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E	1Q12E	2Q12E	3Q12E	4Q12E	2011E	2012E
영업이익률	15.8	17.2	18.5	15.1	13.9	15.6	16.1	14.8	16.6	15.1
세전이익률	18.2	17.2	22.1	17.6	17.3	17.3	20.6	18.5	18.8	18.4
순이익률	13.8	13.0	16.7	13.3	13.1	13.1	15.6	14.0	14.2	14.0
EBITDA margin	18.1	19.3	20.6	17.1	16.0	17.7	18.1	16.8	18.8	17.1

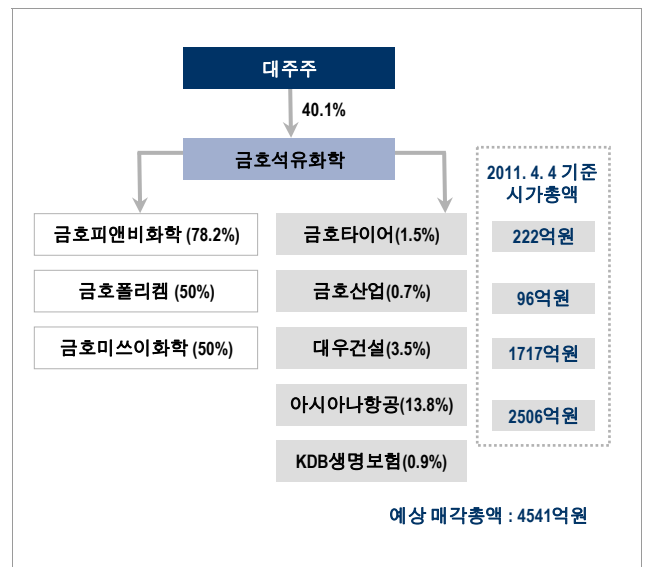
자료: 금호석유, 키움증권

**그룹 관계사 투자지분 현황 ('09.1분기말)**



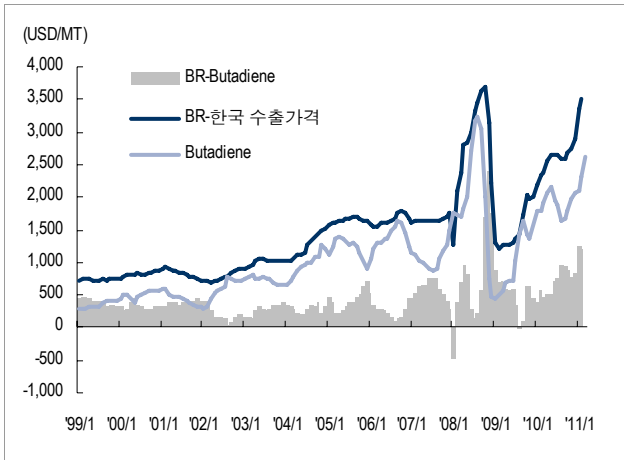
자료: 금호석유, 키움증권

**그룹 관계사 투자지분 현황 (현재)**



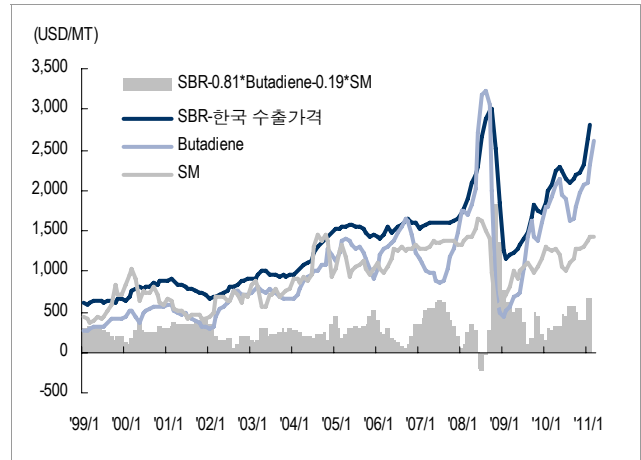
자료: 금호석유, 키움증권

BR가격 및 마진추이



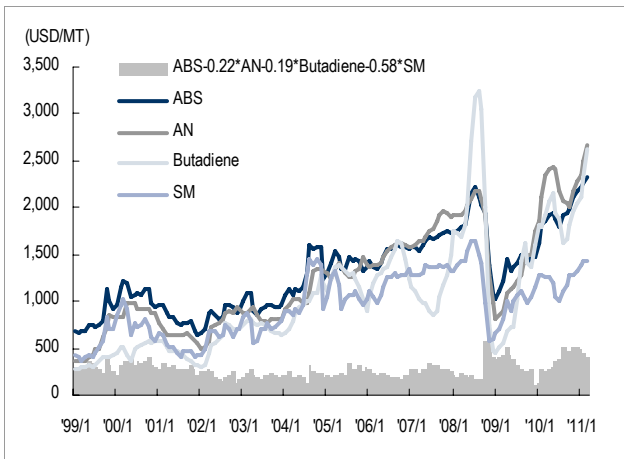
자료: KITA, Cischem, 키움증권

SBR가격 및 마진추이



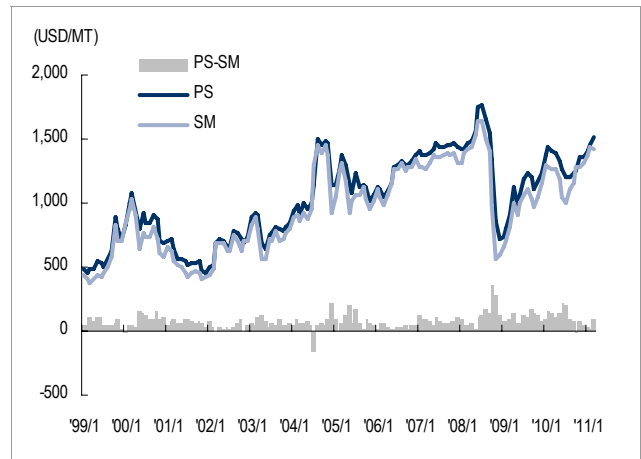
자료: KITA, Cischem, 키움증권

ABS가격 및 마진추이



자료: KITA, Cischem, 키움증권

PS가격 및 마진추이



자료: KITA, Cischem, 키움증권

합성고무 Global Peer Valuation (SBR 기준)

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(4/1)		15	55	1,620	754	37		152,500
Market Cap(Million USD)		3,715	6,475	4,915	2,164	16,121		3,554
Stock Performance	1M	11%	1%	-10%	-10%	13%		14%
	3M	28%	-6%	7%	11%	13%		69%
	6M	40%	32%	18%	6%	15%		103%
	1Y	18%	57%	-17%	37%	7%		459%
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
	10E	29.3	11.9	14.9	10.3	14.2	16.1	5.5
	11E	<b>26.6</b>	<b>10.4</b>	<b>13.3</b>	<b>9.3</b>	<b>13.9</b>	<b>14.7</b>	<b>6.9</b>
	12E	7.9	9.3	11.7	8.4	12.2	9.9	6.5
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
	10E	4.5	2.8	1.5	1.5	NA	2.6	2.9
	11E	<b>4.0</b>	<b>2.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>3.2</b>	<b>2.4</b>	<b>2.8</b>
	12E	2.7	1.8	1.3	1.1	2.8	1.9	2.0
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
	10E	18.1	23.9	10.4	15.7	NA	17.0	66.6
	11E	<b>13.7</b>	<b>22.2</b>	<b>11.0</b>	<b>15.3</b>	<b>20.2</b>	<b>16.5</b>	<b>51.9</b>
	12E	43.7	20.8	11.3	14.8	19.8	22.1	35.7
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
	10E	0.8	7.1	6.9	5.9	NA	5.2	14.2
	11E	<b>1.2</b>	<b>8.9</b>	<b>7.5</b>	<b>6.6</b>	<b>12.8</b>	<b>7.4</b>	<b>17.5</b>
	12E	3.8	9.4	7.9	7.1	12.9	8.2	16.2
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
	10E	4.2	6.4	5.5	4.5	NA	5.2	9.2
	11E	<b>5.6</b>	<b>6.4</b>	<b>4.8</b>	<b>4.2</b>	<b>7.7</b>	<b>5.7</b>	<b>6.6</b>
	12E	4.0	5.7	4.1	3.4	6.7	4.8	6.0

자료: Bloomberg, Datastream, 키움증권

**손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	28,017	38,863	54,356	61,891	58,075
매출원가	24,875	33,059	41,442	48,133	44,054
매출총이익	3,141	5,804	12,914	13,759	14,021
판매비 및 일반관리비	1,980	2,208	3,873	4,410	4,138
노무비	242	301	565	643	603
판매비	941	1,035	1,746	1,988	1,865
일반관리비	797	872	1,563	1,779	1,670
영업이익	1,162	3,596	9,041	9,349	9,883
영업외수익	1,427	4,600	3,235	3,886	4,049
이자수익	44	51	54	104	235
외환관련이익	929	746	671	604	543
지분이익	383	1,452	2,478	3,142	3,236
자산평가차분이익	1	2,122	0	0	0
기타	69	228	32	36	34
영업외비용	11,007	2,245	2,080	1,819	1,469
이자비용	1,100	1,220	1,042	790	525
외환관련비용	661	706	636	572	515
지분손실	7,718	3	0	0	0
자산평가차분손실	1,088	29	0	0	0
기타	441	287	401	457	429
세전계속사업이익	-8,419	5,951	10,196	11,416	12,462
법인세	-2,270	1,237	2,468	2,763	3,016
법인세율(%)	27.0%	20.8%	24.2%	24.2%	24.2%
계속사업이익	-6,148	4,714	7,729	8,653	9,446
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-6,148	4,714	7,729	8,653	9,446
수정순이익	-5,355	3,056	7,729	8,653	9,446
EBITDA	2,180	4,683	10,196	10,605	11,122
증감율(%YoY)					
매출액	-12.0	38.7	39.9	13.9	-6.2
영업이익	-58.7	209.5	151.4	3.4	5.7
EBITDA	-38.3	114.8	117.7	4.0	4.9
순이익	RR	RB	0.6	12.0	9.2
EPS	RR	RB	0.6	13.8	9.2

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
영업활동현금흐름	2,817	2,532	5,149	6,377	7,712
당기순이익	-6,148	4,714	7,729	8,653	9,446
감가상각비	887	982	1,077	1,214	1,222
무형자산상각비	131	105	78	41	17
외환환산손실(이익)	-93	-7	-7	-6	-5
지분법손실(이익)	7,335	-1,450	-2,478	-3,142	-3,236
순운전자본 감소	-653	114	-1,005	-390	263
기타	1,359	-1,926	-217	32	28
투자활동현금흐름	-4,684	-528	-1,122	-118	3,051
투자자산 순투자	-1,969	1,262	-2,226	300	4,309
유형자산 투자	-2,641	-1,749	-792	-1,728	-1,423
유형자산 처분	5	0	2,400	1,600	0
무형자산 순투자	-45	-32	46	41	40
기타	-32	-10	-549	-332	125
재무활동현금흐름	2,518	-1,708	-3,310	-3,541	-5,578
단기차입금 증가	6,021	-1,942	0	0	0
유동성장기차입금 상환	-4,995	-6,121	-3,125	-3,568	-5,568
사채 증가	500	4,356	0	0	0
장기차입금 증가	1,164	1,999	0	0	0
자본 증가	0	0	0	0	0
배당금 지급	-173	0	-230	0	0
기타	1	0	45	27	-10
순현금흐름	651	296	717	2,718	5,185
기초현금	121	772	1,068	1,785	4,503
기말현금	772	1,068	1,785	4,503	9,688
총현금흐름(Gross Cash Flow)	1,866	3,936	8,008	8,342	8,730
잉여현금흐름(Free Cash Flow)	-1,469	2,270	8,658	7,866	7,610

**대차대조표**

(단위: 억원)

12월 결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
유동자산	7,758	8,905	12,782	17,062	21,472
현금 및 현금등가물	772	1,068	1,785	4,503	9,688
단기투자자산	181	36	53	64	60
매출채권	2,989	3,683	5,152	5,866	5,504
재고자산	3,213	3,706	5,183	5,902	5,538
기타	603	412	609	728	684
비유동자산	24,241	25,452	27,880	29,874	28,825
투자자산	8,897	9,807	14,495	17,327	16,258
유형자산	13,567	14,232	11,547	10,460	10,661
무형자산	356	264	139	57	0
기타비유동자산	1,421	1,149	1,699	2,031	1,905
자산총계	31,999	34,358	40,662	46,936	50,297
유동부채	20,588	16,949	18,410	18,005	15,929
매입채무	2,625	2,764	3,865	4,401	4,130
단기차입금	7,699	4,205	4,205	4,205	4,205
유동성장기차입금	8,757	7,812	7,135	5,568	4,000
기타	1,506	2,168	3,204	3,830	3,594
비유동부채	6,060	8,605	4,202	2,229	-1,782
사채	1,098	4,223	2,223	2,223	2,223
장기차입금	4,753	4,289	1,841	-159	-4,159
기타	209	93	138	165	154
부채총계	26,648	25,554	22,612	20,233	14,148
자본금	1,422	1,422	1,422	1,422	1,422
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	12,213	20,866	30,313
자본총계	5,351	8,803	18,050	26,703	36,150
총차입금	22,307	20,529	15,405	11,837	6,269
현금성자산	954	1,104	1,838	4,566	9,747
순차입금	21,353	19,425	13,566	7,271	-3,478
운전자본	2,673	2,870	3,874	4,264	4,001
순영업비유동자산	13,923	14,495	11,686	10,517	10,661
영업활동투하자본(OplC)	16,595	17,365	15,560	14,781	14,662

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

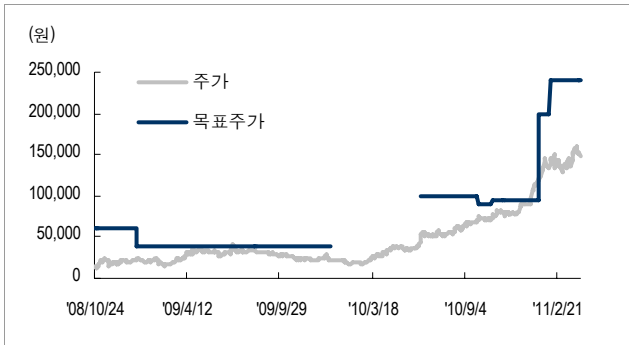
12월 결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
주당지표(원)					
EPS	-21,613	16,571	26,740	30,418	33,206
수정EPS	-18,823	10,742	26,740	30,418	33,206
BPS	18,810	30,945	63,449	93,867	127,073
EBITDAPS	7,662	16,462	35,276	37,277	39,095
DPS	0	1,000	0	0	0
Multiples(X)					
PER	-1.3	3.0	5.6	4.9	4.5
수정PER	-1.4	4.6	5.6	4.9	4.5
PBR	1.4	1.6	2.3	1.6	1.2
PCFR	2.2	5.9	7.0	6.3	5.7
EV/EBITDA	13.1	7.0	5.2	4.4	3.2
수익성(%)					
영업이익률	4.1	9.3	16.6	15.1	17.0
EBITDA margin	7.8	12.1	18.8	17.1	19.2
세전이익률	-30.0	15.3	18.8	18.4	21.5
순이익률	-21.9	12.1	14.2	14.0	16.3
ROE	-52.9	88.1	87.8	47.9	35.4
ROIC	5.2	17.2	39.5	45.5	50.7
안정성(%)					
부채비율	498.0	290.3	125.3	75.8	39.1
순차입금비율	399.0	220.7	75.2	27.2	-9.6
이자보상배율(배)	1.1	2.9	8.7	11.8	18.8
활동성(배)					
매출채권회전율	9.4	10.6	10.6	10.6	10.6
재고자산회전율	8.7	10.5	10.5	10.5	10.5
매입채무회전율	10.7	14.1	14.1	14.1	14.1

투자의견 변동내역(2개년) 및 목표주가 추이

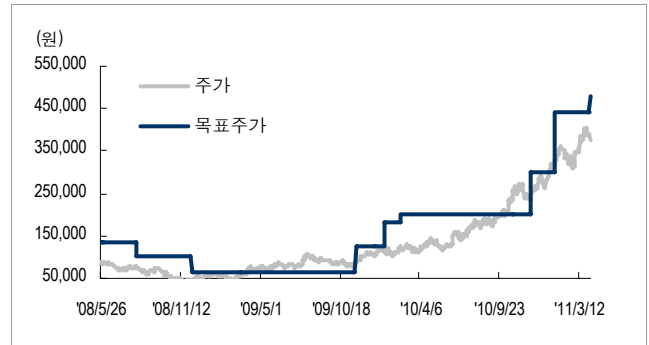
종목명	일자	투자의견	목표주가
금호석유(011780)	2009/02/05	BUY(Maintain)	40,000원
	2009/07/03	BUY(Maintain)	40,000원
	2009/12/30	Suspended	Suspended
	2010/06/16	BUY(Reinitiate)	100,000원
	2010/09/29	BUY(Maintain)	90,000원
	2010/10/25	BUY(Maintain)	95,000원
	2011/01/18	BUY(Maintain)	200,000원
	2011/01/19	BUY(Maintain)	200,000원
	2011/02/09	BUY(Maintain)	240,000원
	2011/03/10	BUY(Maintain)	240,000원
호남석유(011170)	2011/04/05	BUY(Maintain)	240,000원
	2009/02/12	Outperform(Downgrade)	63,000원
	2009/11/19	BUY(Upgrade)	125,000원
	2009/11/23	BUY(Maintain)	125,000원
	2010/01/22	BUY(Maintain)	180,000원
	2010/02/12	BUY(Maintain)	180,000원
	2010/02/24	BUY(Maintain)	200,000원
	2010/03/04	BUY(Maintain)	200,000원
	2010/05/26	BUY(Maintain)	200,000원
	2010/06/04	BUY(Maintain)	200,000원
	2010/06/16	BUY(Maintain)	200,000원
	2010/12/01	BUY(Maintain)	300,000원
	2011/01/05	BUY(Maintain)	300,000원
	2011/01/18	BUY(Maintain)	440,000원
	2011/01/19	BUY(Maintain)	440,000원
2011/04/05	BUY(Maintain)	480,000원	

종목명	일자	투자의견	목표주가
SKC(011790)	2010/03/17	Marketperform(Initiate)	18,000원
	2010/05/12	BUY(Upgrade)	30,000원
	2010/05/26	BUY(Maintain)	35,000원
	2010/06/03	BUY(Maintain)	35,000원
	2010/06/23	BUY(Maintain)	41,000원
	2010/07/30	BUY(Maintain)	43,000원
	2010/08/18	BUY(Maintain)	43,000원
	2010/11/23	BUY(Maintain)	58,000원
	2011/02/22	BUY(Maintain)	58,000원
	2011/04/05	BUY(Maintain)	60,000원
KPX화안케미칼(025850)	2009/01/08	BUY(Maintain)	51,000원
	2009/07/28	BUY(Maintain)	51,000원
	2009/12/08	BUY(Maintain)	70,000원
	2010/01/28	BUY(Maintain)	100,000원
	2010/04/29	BUY(Maintain)	100,000원
	2010/06/08	BUY(Maintain)	100,000원
대한유화(006650)	2010/10/05	BUY(Maintain)	100,000원
	2011/04/05	BUY(Maintain)	73,000원
	2008/10/24	Underperform(Downgrade)	15,000원
	2010/01/14	BUY(Reinitiate)	67,000원
	2010/11/02	BUY(Maintain)	140,000원
	2010/12/10	BUY(Maintain)	140,000원
	2011/01/18	BUY(Maintain)	148,000원
	2011/01/19	BUY(Maintain)	148,000원
2011/04/05	BUY(Maintain)	110,000원	

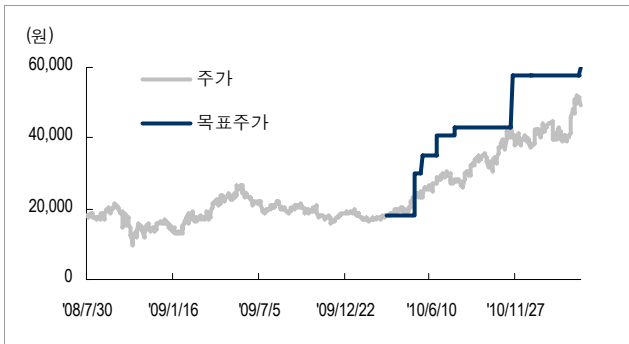
금호석유(011780)



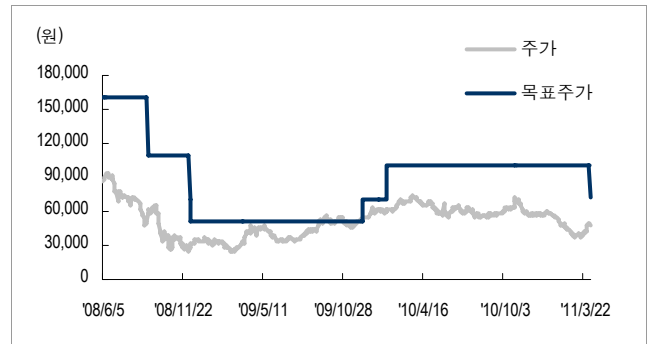
호남석유(011170)



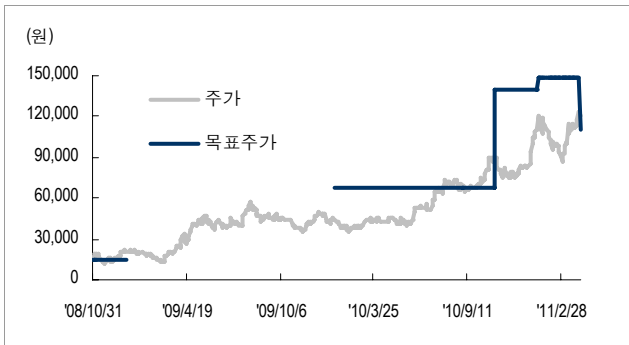
SKC(011790)



KPX화인케미칼(025850)



대한유화(006650)



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 (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상