



석유화학/정유
이희철 (2122-9199)
chemlee@hi-ib.com

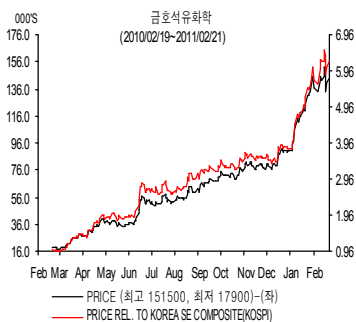
Buy (Maintain)

목표가(6M) **180,000원**
증가(2011/02/21) **143,500원**

Stock Indicator

자본금	1,422억원
발행주식수	2,845만주
시가총액	37,639억원
외국인지분율	9.90%
배당금(2010)	1,000원
EPS(2010)	16,571원
BPS(2010)	29,942원
ROE(2010)	66.6%
52주 주가	17,900~151,500원
60일평균거래량	228,171주
60일평균거래대금	261.1억원

Price Trend



금호석유화학(011780)

강한 합성고무 업황이 주가상승 지지할 전망

■ 천연고무 호조 속에 합성고무 강세 지속. 특히 BR 수급 타이트

천연고무 가격이 톤당 \$5,600을 넘어선 이후 상승세가 주춤해지는 양상을 보이고 있다. 하지만 중국, 인도 등을 중심으로 자동차 판매가 증가하면서 고무수요가 지속적으로 확대되고 있는 가운데, 태국, 말레이시아, 인도네시아 등 ANRPC(고무생산국협회, 9개국)의 '10년 생산량이 +5.7%에 증가에 그쳐 천연고무 수급은 여전히 타이트할 전망이다. 향후 2년간은 수요대비 공급이 부족한 상황이 이어질 전망이다. 특히 2~5월 사이에는 천연고무 생산량이 40~50% 줄어드는 비수확기 시즌이라는 점에서 당분간 높은 가격수준을 유지할 것으로 예상된다.

한편 '07년 이후 천연고무와 유사한 흐름을 나타내고 있는 합성고무 가격은 현재 BR 기준으로 톤당 \$4,000 내외를 기록하고 있다. 이는 지난 12월 대비 +35% 이상 상승한 가격이지만 여전히 천연고무 대비로는 낮은 가격수준이다. 특히 천연고무 급등으로 합성고무의 대체수요가 늘어나고 있다는 점에서 향후 합성고무 수급상황이 개선될 여지가 많은 것으로 판단된다. 통상 자동차용 타이어에는 25~30%의 천연고무가 사용되는데 타이어메이커의 기술수준에 따라 5~10% 수준에서 합성고무 투입비율을 높일 수 있다. 특히 교체용(RE) 타이어의 합성고무 투입비율이 높아지고 있는 상황이다. 또한 수요가 급증하고 있는 인도의 경우에는 과거 천연고무 투입비율이 절반을 훨씬 상회했다는 점에서 향후에는 지속적으로 교체수요가 발생할 것으로 추정된다.

■ 합성고무 신증설 효과 가세하며 영업실적 대폭 호전 전망

동사는 금년 1월말부터 BR 신증설 공장(+12만톤)을 상업가동 하고 있으며, 합성고무의 제품마진(스프레드) 급등과 함께 금년 1Q 전체 영업익은 전분기대비 2배 가까이 증가할 것으로 추정된다. 이러한 호황국면은 2Q에도 이어질 전망이다. 합성고무 외에 합성수지도 7~8% 내외의 이익률이 안정적으로 유지되고 있고 열병합발전 부문도 고유가 영향으로 뚜렷한 실적 개선세가 예상된다. 주원료인 부타디엔 가격이 최근 급등세를 보이고 있으나 BR 등 합성고무 업황도 타이트할 전망이어서 원가 상승분의 평가 반영에는 크게 무리가 없을 것으로 추정된다.

■ 높은 주가상승 불구 밸류에이션 메리트 아직 높아. 이익전망치 상향

합성고무의 높은 제품마진 등을 감안해 '11년 동사 영업이익 추정치를 기존대비 +6.2% 내외 상향 조정하는 바이다. 높은 주가 상승에도 불구하고 견조한 실적전망으로 금년 예상기준 PER은 6.7배 내외에 불과하다. 동사 목표주가(18만원)는 추정 EPS대비 8.5배 수준이다. 대우건설 등 보유 유가증권 매각 가능성, 금호 P&B 등 계열사 실적호전, 부타디엔 등 수직계열화 투자 가능성 등을 감안하면 아직 주가메리트가 양호한 것으로 판단된다.



동 자료는 '금융투자회사의 영업 및 업무의 관한 규정'에 관한 규정 중 제2장 조사 분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다.

<표1> 금호석유화학 연간(분기) 실적 전망

(단위: 억원,%)

구 분		2010 년				2011 년				FY09	FY10E	FY11E	FY12E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE				
합성고무	매출액	4,979	5,609	5,842	5,911	7,967	9,121	9,174	8,705	14,787	22,340	34,967	38,163
	영업이익	372	617	465	655	1,593	1,660	1,174	1,062	568	2,109	5,490	5,534
합성수지	매출액	2,884	3,052	3,107	3,161	3,086	3,418	3,449	3,497	10,102	12,204	13,450	14,123
	영업이익	73	185	222	258	216	239	217	242	395	738	915	1,031
기타	매출액	1,002	1,043	1,123	1,151	1,163	1,151	1,211	1,251	3,128	4,319	4,775	6,031
	영업이익	205	183	221	140	246	202	264	229	199	749	940	1,220
Total	매출액	8,865	9,704	10,072	10,222	12,216	13,690	13,833	13,453	28,017	38,863	53,192	58,316
	영업이익	650	985	908	1,053	2,055	2,101	1,655	1,533	1,162	3,596	7,344	7,785
	세전이익	1,042	739	1,247	2,923	2,259	2,315	1,877	1,702	-8,419	5,951	8,153	8,882
	증감률(YoY,%)												
	매출액	51.7	45.4	33.5	28.5	37.8	41.1	37.4	31.6	-12.0	38.7	36.9	9.6
	영업이익	3,174	79.1	145.8	373.9	216.4	113.2	82.3	45.6	-58.7	209.5	104.2	6.0
	세전이익	160.8	4,275	440.9	146.3	116.7	213.3	50.6	-41.8	적전	170.7	37.0	8.9
	증감률(QoQ,%)												
	매출액	11.4	9.5	3.8	1.5	19.5	12.1	1.0	-2.8				
	영업이익	192.3	51.7	-7.9	16.0	95.2	2.2	-21.2	-7.4				
	세전이익	흑전	-29.1	68.7	134.5	흑전	2.5	-18.9	-9.3				
	이익률(매출대비,%)												
	영업이익률	7.3	10.2	9.0	10.3	16.8	15.3	12.0	11.4	4.1	9.3	13.8	13.3
	세전이익률	11.8	7.6	12.4	28.6	18.5	16.9	13.6	12.7	-30.0	15.3	15.3	15.2

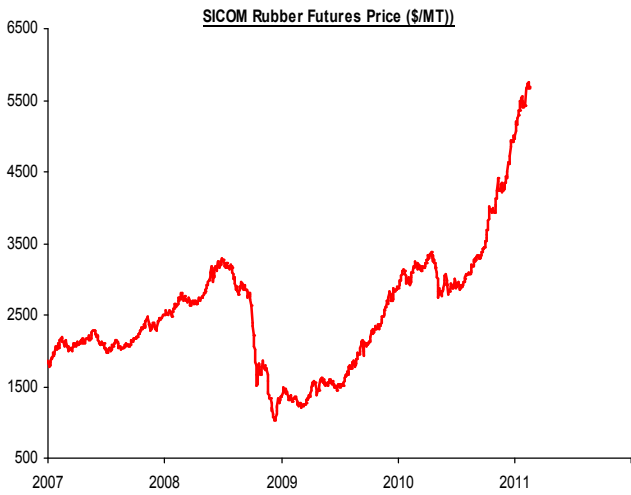
<표2> 금호석유화학 연결(IFRS) 기준 실적전망

(단위: 억원,%)

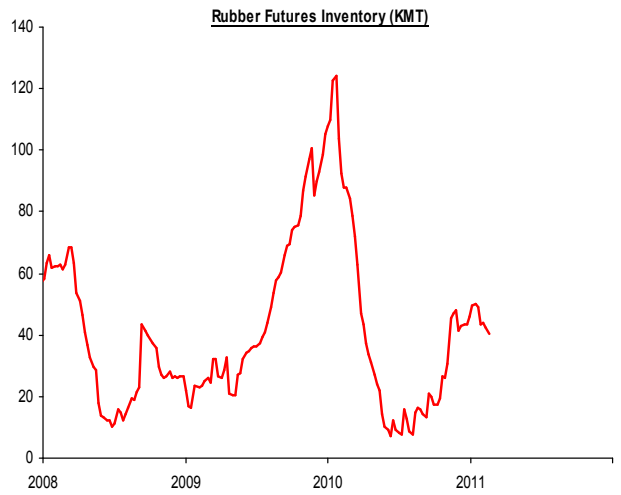
기업명	2010(E)			2011(E)			지분률(%)
	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	
금호석유화학	38,863	3,596	4,714	53,192	7,344	6,115	
금호피앤비화학	10,050	1,820	1,336	11,306	2,092	1,569	78.2
<단순합계 기준>	48,913	5,416	4,714	64,498	9,436	6,115	

주: 합산 순이익은 금호석유 기준

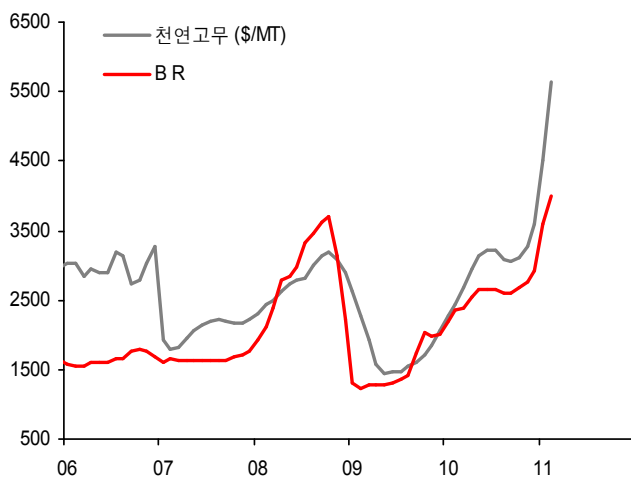
<그림 1> 천연고무(싱가폴) 가격 추이



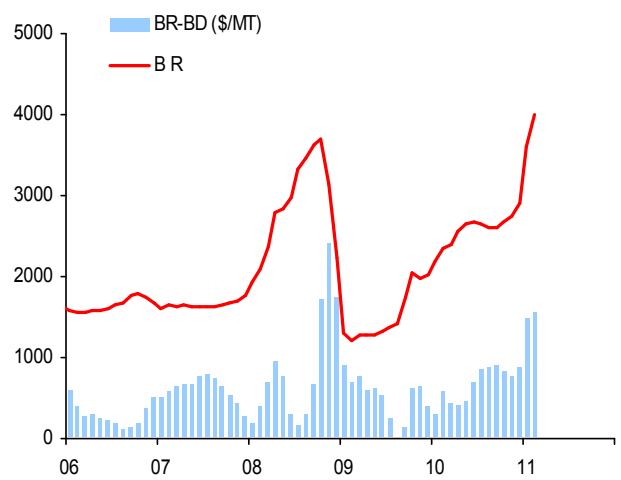
<그림 2> 중국 천연고무 재고 추이



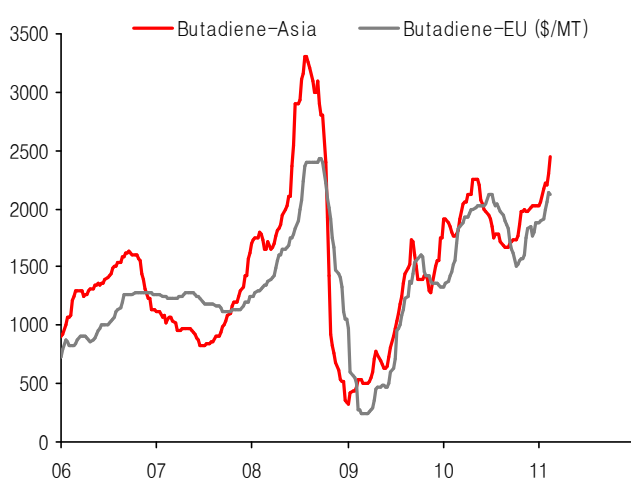
<그림 3> 천연고무와 합성고무(BR) 가격 추이



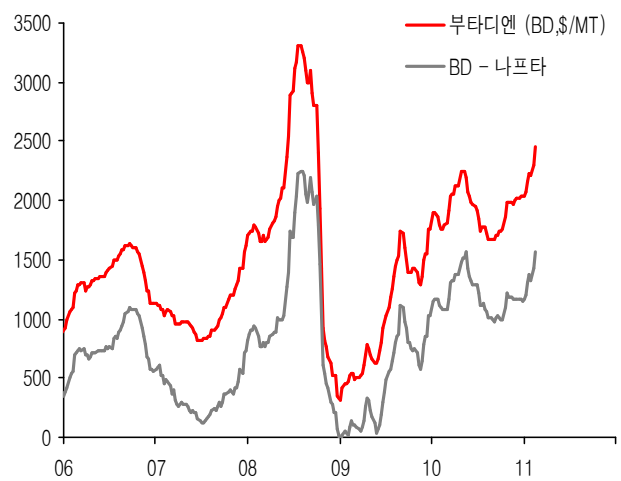
<그림 4> 합성고무 가격과 스프레드(부타디엔 대비) 추이



<그림 5> 부타디엔 지역별 가격 추이



<그림 6> 부타디엔 가격과 나프타대비 스프레드 추이



자료: Bloomberg, KITA, Platts, 하이투자증권 리서치센터

Income Statement

(억원)	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	28,017	38,863	53,192	58,316
매출원가	24,875	32,629	42,346	46,710
매출총이익	3,141	6,234	10,847	11,606
판매비와관리비	1,980	2,638	3,502	3,821
영업이익	1,162	3,596	7,344	7,785
영업외손익	-9,581	2,355	809	1,097
금융손익	-1,056	-1,190	-880	-669
외환관련손익	268	55	0	0
세전계속사업손익	-8,419	5,951	8,153	8,882
계속사업법인세비용	-2,270	1,237	2,038	2,221
계속사업이익	-6,148	4,714	6,115	6,662
중단사업이익	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	-6,148	4,714	6,115	6,662

Balance Sheet

(억원)	2009	2010E	2011E	2012E
유동자산	7,758	10,058	14,564	17,308
현금 및 현금성자산	777	466	1,170	2,624
매출채권	2,989	3,886	5,585	6,123
재고자산	3,213	4,275	5,851	6,415
비유동자산	24,241	24,300	23,604	26,124
투자자산	10,318	9,898	9,502	11,022
유형자산	13,567	14,117	13,817	14,817
무형자산	356	285	285	285
자산총계	31,999	34,358	38,168	43,432
유동부채	20,588	14,626	14,029	13,911
매입채무	2,625	3,642	4,985	5,465
단기차입금	6,301	5,860	4,922	4,774
유동성장기부채	10,164	2,500	1,500	1,000
비유동부채	6,060	10,928	9,431	8,432
사채	1,098	998	998	998
장기차입금	4,753	9,753	8,253	7,253
부채총계	26,648	25,554	23,460	22,344
자본금	1,422	1,422	1,422	1,422
자본잉여금	3,034	3,034	3,034	3,034
자본조정	3,161	1,899	1,899	1,899
기타포괄손익누계액	0	0	0	0
이익잉여금	-2,267	2,447	8,352	14,733
자본총계	5,351	8,803	14,708	21,089

Statement of Cash Flow

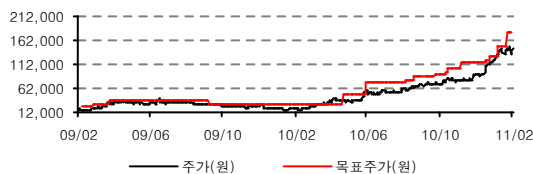
(억원)	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동현금흐름	2,817	2,762	3,195	5,314
당기순이익(손실)	-6,148	4,714	6,115	6,662
유형고정자산감가상각비	887	1,000	1,194	1,236
무형자산상각비	131	122	122	122
운전자본의 증감	1,354	-943	-1,932	-621
투자활동 현금흐름	-4,684	-81	1,239	-1,848
유형자산투자	-2,641	-1,550	-894	-2,236
투자유가증권투자(순)	1,657	-2,074	-2,775	-583
재무활동 현금흐름	2,518	-2,907	-3,645	-1,927
차입금증가	4,624	-3,110	-3,438	-1,648
자본의증가	0	0	0	0
현금의증가	651	-226	789	1,539
기초현금	121	777	466	1,170
기말현금	772	552	1,256	2,710

Key Financial Data

	2009	2010E	2011E	2012E
주당데이터(원)				
SPS	98,484	136,612	186,980	204,992
EPS	-21,613	16,571	21,496	23,417
CFPS	-18,035	20,515	26,119	28,188
EBITDA/S	7,662	16,584	30,440	32,136
BPS	17,557	29,942	50,697	73,127
DPS(원)	0	0	750	1,000
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.5	0.7
Valuation(Multiple)				
P/E		8.7	6.7	6.1
P/CF		7.0	5.5	5.1
P/S	0.4	0.1	1.0	0.7
P/BV	2.3	0.9	4.8	2.8
P/EBITDA	4.8	1.9	8.0	4.3
EV/EBITDA	14.7	11.8	11.9	6.0
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	-72.4	66.6	52.0	37.2
EBITDA이익률	7.8	12.1	16.3	15.7
부채비율	498.0	290.3	159.5	106.0
순금융비용부담률	3.8	3.1	1.7	1.1
이자보상배율(x)	1.1	2.8	7.7	9.5
매출채권회전율(x)	8.8	11.3	11.2	10.0
재고자산회전율(x)	7.2	8.7	8.4	7.6

자료 : 하이투자증권, 금호석유화학

주가와 목표주가의 추이



투자등급추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2011-02-22	Buy	180,000	2010-05-11	Buy	50,000
2011-02-10	Buy	180,000	2009-09-28	Hold	30,000
2010-01-12	Hold	130,000	2009-05-26	Hold	38,000
2011-01-06	Buy	120,000	2009-04-30	Buy	39,000
2010-11-25	Buy	115,000	2009-04-13	Buy	36,500
2010-10-12	Buy	90,000	2009-04-06	Buy	29,000
2010-08-24	Buy	80,000	2009-03-17	Buy	27,000

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶회사는 해당 종목에 1%이상 보유하고 있지 않습니다. ▶금융투자분석사와 그 배무자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다. ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유기증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다. ▶당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이희철)
본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 종가대비 3등급) 종목투자등급은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익율을 의미함.
-Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 종가대비 +15%미만, -15%미만 -Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
- 2.산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)