

화학

금호석유화학(011780.KS)

15 April 2011

2Q11 전망: 우호적 합성고무 시황 + 화학주 내 저평가 매력!

- 1Q11 review: 영업이익 qoq 112% 증가로 시장 예상치 큰 폭 상회**
 - 1분기 실적은 (IFRS기준 연결) 매출액 1조 6,002억원(+26.7%qoq, +39.4% yoy), 영업이익 2,885억원(+75.0%qoq, +130.6%yoy)의 호실적 기록. 연결 기준으로는 컨센서스가 없으나, 개별 기준으로 볼 때 당사와 시장 예상치를 각각 17% 상회하여 합성고무 호시황을 확인 (개별 기준 1Q11 매출액 1조 2,500억원(+22.3%qoq, +41.0%yoy), 영업이익 2,230억원 (+111.8%qoq, +243.3%yoy))
 - 호실적 이유는 합성고무 수요 증가로 BR(Butadiene rubber)가격이 톤당 전분기 \$3,215에서 \$4,034로 25% 상승했고, 스프레드는 36% 상승했기 때문. 또, 합성수지 부문도 비수기에도 불구하고 중국 수요 견조로 마진을 확대되었음 (영업이익률 4Q10 8% → 1Q11 9%)
- 2Q11 전망: 합성고무에 우호적 시황은 계속된다**
 - 2분기에도 합성고무 가격 상승으로 호실적 이어질 전망. 원료인 부타디엔 가격 강세에도 불구하고 1) 2분기까지 천연고무 재배량 감소 시기이기 때문에 천연고무가격 상승 전망이고, 2) 3/31일 자 태국 홍수로 천연고무 작황 저조해 천연고무 상승 예상되기 때문. 또한 동사가 증설한 BR 12만톤이 2분기부터 온분기 반영되고, 중국 등 타이어수요 증가로 합성고무 수급 긍정적 전망
 - 연결 기준으로 반영되는 금호피앤비화학은 2분기 정기보수로 실적이 소폭 감소할 전망이다, BPA/에폭시 가격 강세로 연간 높은 이익률 유지 전망 (1분기 영업이익률 19%)
- 목표주가 22만원으로 상향, 합성고무/BPA의 호시황에 저평가 매력 보유하여 매수 추천**
 - 제품가격 조정으로 영업이익 9% 상향하고, BPA 수급 타이트로 금호피앤비화학의 장기호시황 반영해 EV/EBITDA 기준 5배에서 6.2배 적용해 목표주가 22만원으로 21% 상향
 - 2011년 PER 기준 5.6배로 화학주 중 가장 저평가. 현 업황 감안시, 2004년 이후 평균 8.5배 적용 가능하여 상승여력은 충분한 것으로 판단, 매수 추천

시장 Consensus 대비

Above	0
In-line	
Below	

BUY(유지)

목표주가(12M, 상향) 220,000원
현재주가(4/14) 183,000원

Key Data

(기준일: 2011. 4. 14)

KOSPI(pt)	2,141.1
KOSDAQ(pt)	531.5
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	4,652.7
52주 최고/최저(원)	183,000 / 31,400
52주 일간 Beta	1.32
발행주식수(천주)	25,424
평균거래량(3M, 천주)	312
평균거래대금(3M, 백만원)	44,812
배당수익률(11F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	8.5
주요주주 지분율(%)	
박철완 외 9인	42.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	26.2	57.8	147.3	482.8
KOSPI대비상대수익률	17.6	56.2	134.6	459.4

Earnings Summary [개별 기준]

결산기(12월) (단위: 십억원)	1Q11P			2Q11F			2010	2011F		2012F	
	실적발표	당사예상치	차이 (%, %p)	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		실적발표	yoy (%, %p)	예상치	yoy (%, %p)
매출액	1,250.0	1,302.4	-4.0	1,429.3	14.3	47.3	3,886.3	5,487.6	41.2	5,480.7	-0.1
영업이익	223.0	190.7	16.9	245.6	9.7	149.3	359.6	941.0	161.7	1,046.3	11.2
세전이익	279.2	221.6	26.0	282.3	10.9	282.1	595.1	1,083.6	82.1	1,194.6	10.2
순이익	185.6	169.6	9.5	216.0	10.9	289.9	471.4	828.9	75.8	913.9	10.2
OP Margin	17.8	14.6	3.2	17.2	-0.7	7.0	9.3	17.1	7.9	19.1	1.9
NP Margin	14.8	13.0	1.8	15.1	-0.5	9.4	12.1	15.1	3.0	16.7	1.6
EPS(원)	26,676	26,676	0.0	33,981	10.9	289.9	18,542	32,604	75.8	35,945	10.2
BPS(원)	36,033	36,033	0.0	44,562	20.7	79.6	30,018	59,347	97.7	91,601	54.3
ROE(%)	74.0	74.0	0.0	76.3	-6.8	41.1	66.6	64.0	-2.6	42.2	-21.8
PER(X)	6.9	6.9	-	5.4	-	-	4.9	5.6	-	5.1	-
PBR(X)	5.1	5.1	-	4.1	-	-	3.0	3.1	-	2.0	-

자료: 유진투자증권

주: EPS, ROE는 annualized 기준, 연결기준 2010년 실적이 발표되지 않아, 단독기준으로 작성. 연결기준 분기 실적은 본문 내용에 있음

your best partner

유진투자증권



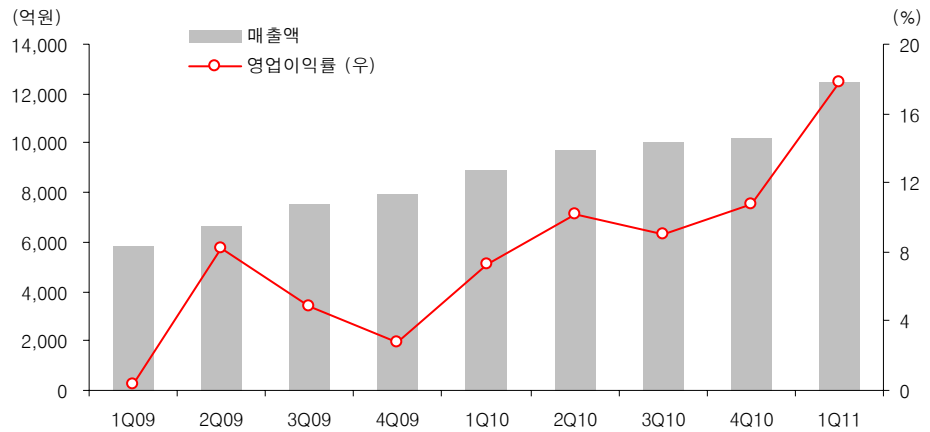


도표 1 금호석유화학 1분기 review: 당사와 시장 예상치 상회하는 호실적 기록

(십억원, %, %p)	1Q11P	당사예상치	차이	4Q10	1Q10	QoQ	YoY
단독기준							
매출액	1,250.0	1,302.4	(4.0)	1,022.2	886.5	22.3	41.0
영업이익	223.0	190.7	16.9	105.3	65.0	111.8	243.3
순이익	185.6	169.6	9.5	236.3	84.1	-21.5	120.6
영업이익률	17.8	14.6	3.2	10.3	7.3	7.5	10.5
순이익률	14.8	13.0	1.8	23.1	9.5	-8.3	5.4
연결기준							
매출액	1,600.2	-	-	1,263.1	1,147.9	26.7	39.4
영업이익	288.5	-	-	164.9	125.1	75.2	131.2
순이익	185.6	-	-	76.0	82.1	144.7	126.8
영업이익률	18.0	-	-	13.1	10.9	37.4	65.1
순이익률	11.6	-	-	6.0	7.1	93.3	63.4

자료: 금호석유화학, 유진투자증권

도표 2 합성고무 시황 호조로 1분기 영업이익 2,230억원, 영업이익률 17.8% 기록



자료: 유진투자증권



도표 3 EV/EBITDA 기준 목표주가 산정

EBITDA (억원)	10,597		2011년 기준
EV/EBITDA 배수	6.2		화학업체 평균
영업가치	65,704	(a)	
투자가치		(f) = (b)+(c)+(d)+(e)	
기타자산	6,316	(b)	화학관련자회사(미쓰이, 피앤비, 폴리켄) 제외한 자산가치 28% 할인
금호미쓰이	1,407	(c)	지분을 반영, EV/EBITDA 5배 적용
금호피앤비화학	14,315	(d)	지분을 반영, 장기업황과 이익률 감안 EV/EBITDA 6.2배 적용
금호폴리켄	2,487	(e)	지분을 반영, EV/EBITDA 5배 적용
Net debt	17,784	(g)	대우건설, 아시아나 항공 매각 가정하지 않음
기업가치	72,445	(a)+(f)-(g)	
주식수(천주)	33,491		CB 504만주 포함
주당가치 (원)	216,312		

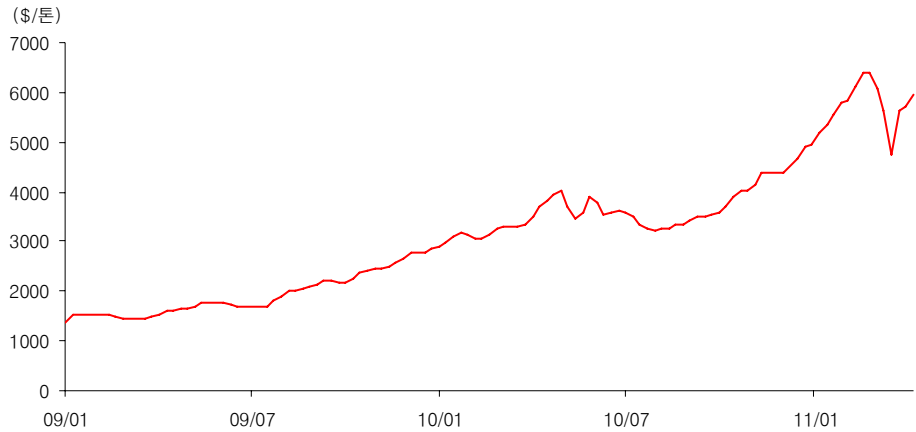
자료: 유진투자증권

도표 4 금호석유화학 목표주가 산정 (참고)

EPS (원)	32,604	2011년 기준
PER 배수	8.5	04년 이후 평균인 8.5배 적용 (참고로 화학업체 평균은 11.9배)
주당가치 (원)	277,136	

자료: 유진투자증권

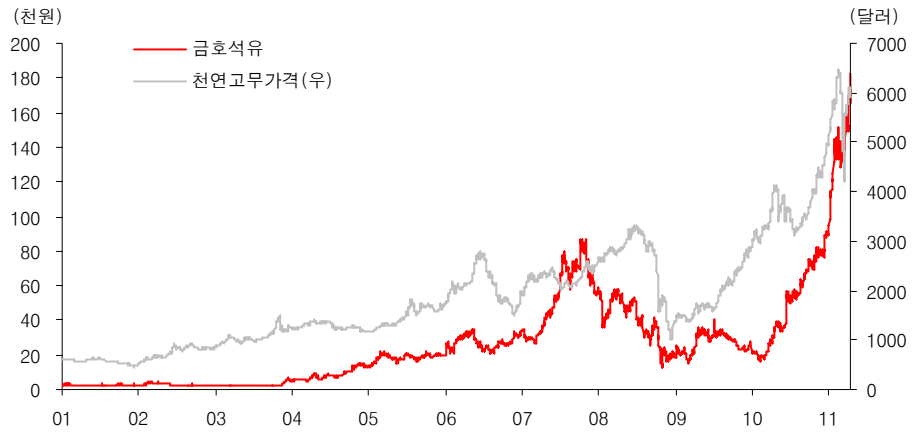
도표 5 천연고무가격은 3월 중순 가격 하락 이후 상승중, 현재 \$5,943



자료: ANPRC, 유진투자증권

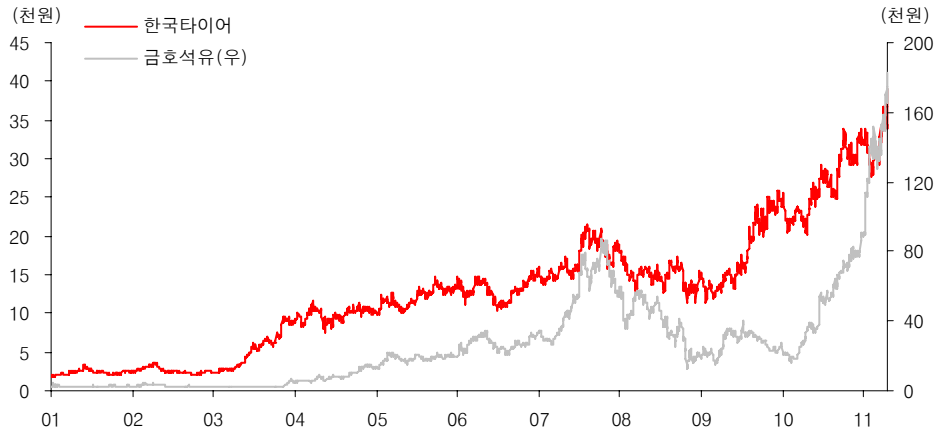


도표 6 금호석유화학 주가는 천연고무 가격과 상관관계 높음



자료: Bloomberg, 유진투자증권

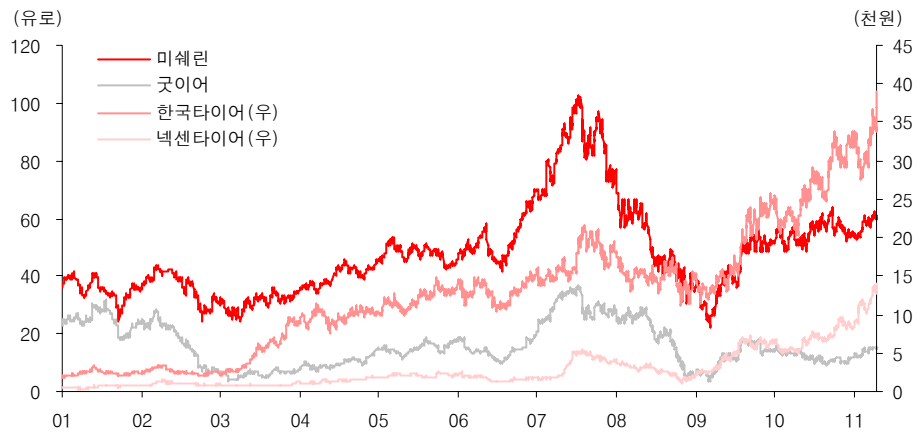
**도표 7 최근 금호석유 주가와 타이어업체 주가 모두 강세, 과거에도 고무가격 급등락 시기 제외하고 동행했음
→ 타이어 수요가 타이어 시장과 합성고무 가격 전가를 뒷받침하는 key이기 때문**



자료: Bloomberg, 유진투자증권

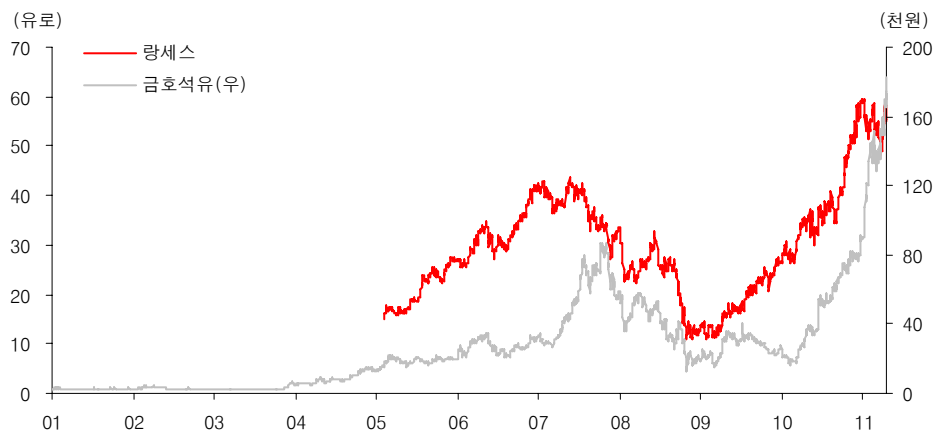


도표 8 타이어업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

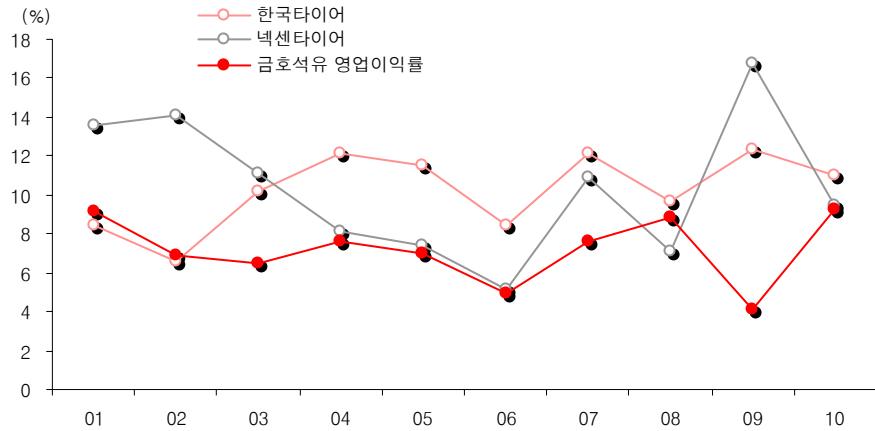
도표 9 합성고무업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

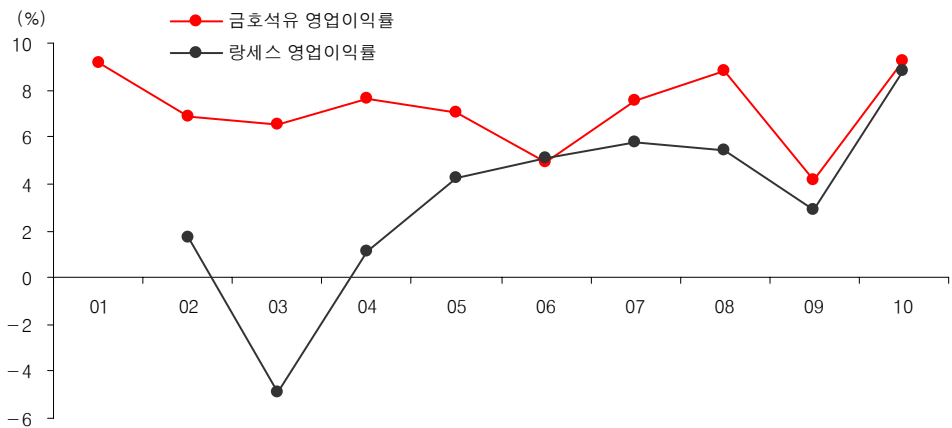


도표 10 천연고무가격의 급등락기간인 2008~2009년 고무업체와 타이어업체 실적차 컸음



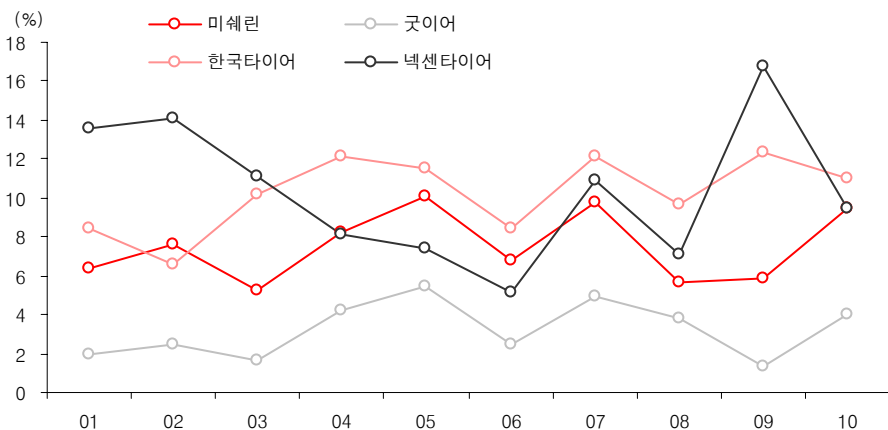
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 11 합성고무업체 영업이익률은 천연고무 가격 추이와 동행



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 12 타이어업체 영업이익률은 천연고무 가격과 역의 관계



자료: Bloomberg, 유진투자증권



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)
 상기 투자등급은 3월 3일부터 변경 적용함

변경후
• STRONG BUY : 추천기준일 종가대비 +50%이상
• BUY: 추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD: 추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE: 추천기준일 종가대비 0%미만



변경전
• STRONG BUY : 추천기준일 종가대비 +50%이상
• BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만
• HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만
• REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만

