

금호석유화학 (011780)

BUY (reinstate)



석유화학, 정유 Analyst 백영찬
02-2003-2968 yc.baek@hdsr.com
RA 김동건
02-2003-2907 dongkun.kim@hdsr.com

성장의 쌍두마차 : 신증설과 BD가격강세

투자 의견 BUY, 적정주가 23만원으로 커버리지 개시

- Buy
- 1) BR가
- 2) 2010~13
- 3) 2012 SBR/SSBR

BD 및 BR가격의 구조적인 강세 지속

BD 가 가 (BD) 가
BR 가 2012~13 가

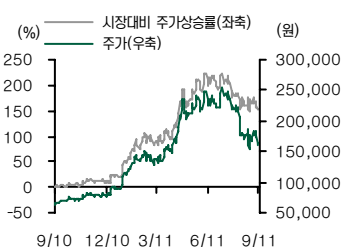
합성고무의 타이트한 수급은 계속될 전망

2013 2011~13
115 가 150

하반기 실적전망 : 3Q 감소, 4Q 다시 증가

3 7.4%, 38.9% 3 BD 가
ABS BPA가 4
1,913 3 13.7% 가 BD가 8
가 , Formosa #1 NCC 가
BD가

가(9/6)	162,000
가	230,000
/	Overweight
가	4.3
()	25,424,447
	33.4%
KOSPI	1766.71
KOSDAQ	465.35
60	302,684
60	606
	8.2%
EPS (11~13 CAGR)	15.9%
EPS (3yr CAGR)	NA
52 / 가 ()	257,500
	62,500
(12M,)	0.9
	40.7%
가	1 3 6
	-7.9% -33.7% 19.3%
	0.3% -21.5% 34.0%



	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
()	(GAAP - P)	(GAAP - P)	(IFRS - C)	(IFRS - C)	(IFRS - C)
()	2,801.7	3,886.3	6,541.3	6,819.7	7,907.0
()	116.2	359.6	922.0	923.2	1,044.1
()	(614.8)	471.4	648.8	700.2	817.1
()	(614.8)	471.4	610.4	646.6	733.0
EPS ()	(27,708)	21,244	27,508	29,139	33,034
EPS ()	(27,708)	21,244	27,508	29,139	33,034
PER* ()	NA	4.3 - 0.8	5.9	5.6	4.9
PBR ()	0.9	2.3	2.7	2.0	1.5
EV/EBITDA ()	12.3	9.2	5.6	5.1	3.9
ROE (%)	(72.4)	66.6	44.8	39.8	33.9

I. Valuation

투자의견 Buy,
적정주가 23만원 제시

Buy, 가 23
1) BR가
, 2) 2010~13
, 3) 2012 SBR/SSBR
가 23 S.O.P 2012 PER 8.0

그림 1> 금호석유 적정주가 23만원 제시

(:)		EBITDA ('12)	Multiple	Fair Value	
[가](A)		717.3	6.5	4,662.1	Global '11 Target Multiple
		94.6	5.0	472.8	Target Multiple(7.0) 30%
		82.7	8.0	661.6	'11 Target EV/EBITDA 20%
		178.7	6.0	838.5	Target Multiple(7.0) 20%
				6,634.9	
		Market Value		Fair Value	
[](B)		1,802.2	13.7%	222.2	가 (9/2) 10%
		4,353.4	3.5%	137.1	
		1,267.3	0.1%	1.3	
				190.4	, , KDB 가 30%
				551.0	
(A+B)				7,186	
-)				1,094.4	'12
가				5,978.1	가 (113.4)
				1,118.5	5,592 @ 20
()				30,468	+ CB (5,043)
가()				232,924	

그림 2> Global Peer Valuation 비교

(: USD)	FY	Sales	OP	NI	EPS(\$)	PER	BPS(\$)	PBR	EV/EBITDA	EBITDA	ROE(%)	Net Debt	CAPEX
JSR	2009A	3,345	218	147	0.6	35.0	11.0	1.9	9.9	459	5.5	-588	-205
	2010A	3,986	457	323	1.3	14.8	13.2	1.5	5.5	683	10.7	-1,021	-156
	2011E	4,760	532	367	1.5	11.5	15.0	1.1	4.4	787	10.5	-1,205	-274
ZEON	2009A	2,436	100	54	0.2	25.7	4.8	1.2	7.0	340	5.0	947	-129
	2010A	3,164	413	214	0.9	9.7	6.0	1.5	4.2	660	16.6	676	-101
	2011E	3,684	494	279	1.2	7.9	7.5	1.3	4.1	768	16.8	618	-289
GOODYEAR	2009A	16,301	221	-375	-1.6	N/A	3.0	4.6	8.0	857	-42.7	2,598	-746
	2010A	18,832	750	-216	-0.9	N/A	2.7	4.5	4.6	1,402	-31.3	2,740	-944
	2011E	23,577	1,069	400	1.6	7.2	5.5	2.1	4.3	1,799	35.9	2,949	-1,132
LANXESS	2009A	7,052	201	56	0.7	54.9	24.7	1.5	7.0	581	2.9	996	-383
	2010A	9,445	832	503	6.0	13.0	28.0	2.8	6.4	1,207	23.9	1,198	-665
	2011E	12,064	1,233	734	8.9	5.8	37.2	1.4	4.0	1,580	25.6	2,081	-861
	2009A	2,195	91	-482	-21.7	N/A	18.3	0.9	12.3	171	-72.4	1,673	-207
	2010A	3,361	311	408	18.4	4.3 - 0.8	33.3	2.3	9.2	405	66.6	1,680	-151
	2011E	6,135	865	572	25.8	5.9	55.8	2.7	5.6	1,005	44.8	1,638	-141

: Bloomberg

BD가격의 구조적인 강세
: 수익성은 둔화되지만
절대이익규모는 증가할 전망

BD 가
BD가
BR()가
가
가 가

가
가 가
가
가

BD가
BD
BD
BD

BD와 합성고무 모두 당분간
신규증설은 매우 제한적

BD
Cracker
Ethane
2008~11

가
가
가
Ethane Cracker

2008~11
1,530

BD
가

NCC
NCC
400

Ethane
Naphtha
Capa

그림 6> Global BD 신증설 추이 및 전망

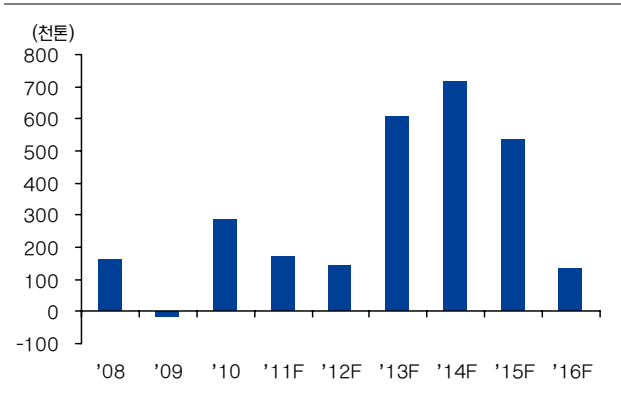


그림 7> Global 합성고무(BR/SBR 등) 신증설 추이 및 전망

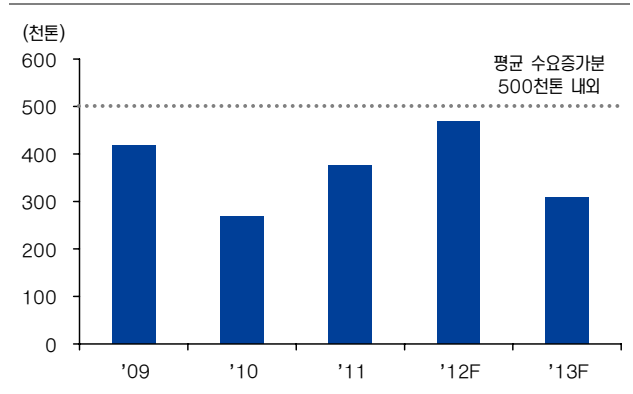


그림 8> 세계 Ethylene 신규증설 전망

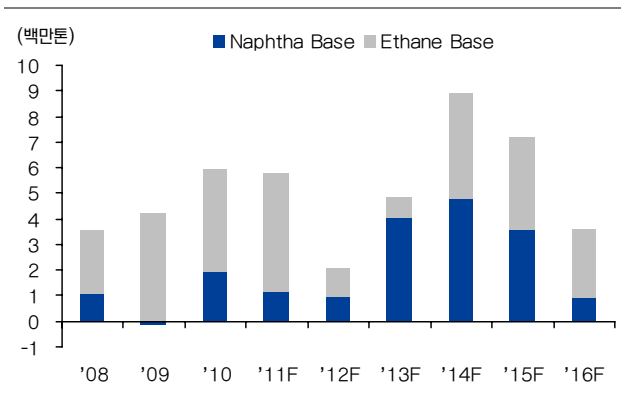
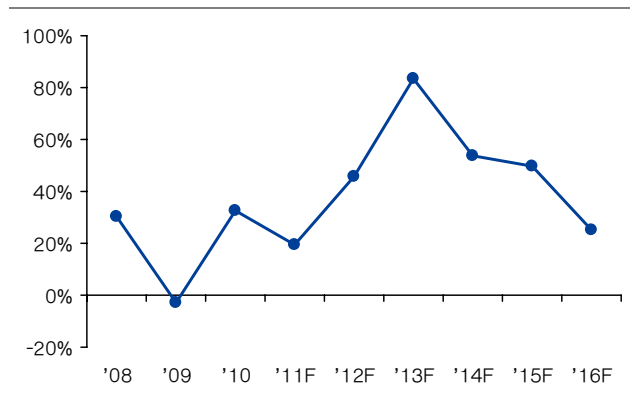


그림 9> 세계 Ethylene 신규증설에서 NCC 비중



: KPIA

: KPIA

III. 합성고무 수급 : 타이트한 상황 계속될 전망

중국의 타이어수요 확대를
통해 세계 합성고무
소비증가 지속될 전망

2011 ~ 12

2012 267

708 , 750

가 가

2005 103

16%

6.4%, 6.0%

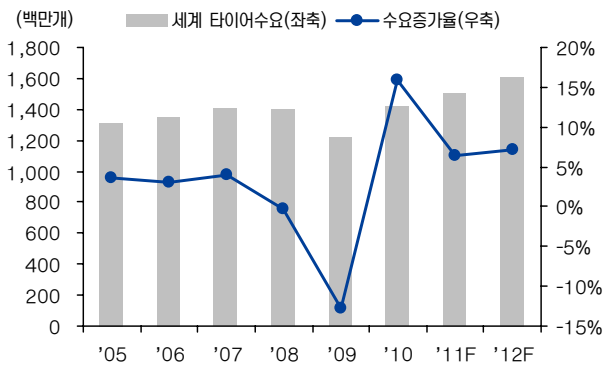
가

2010 219

가

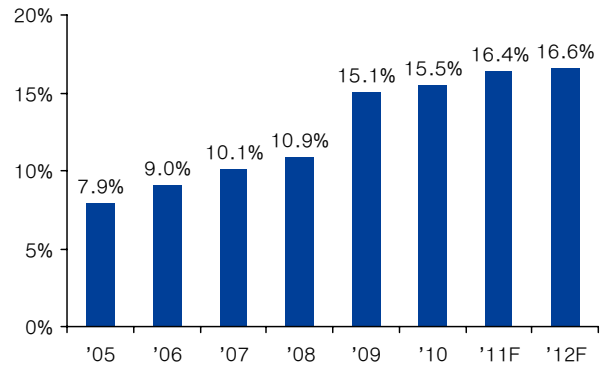
가

그림 10> 세계 타이어수요 전망



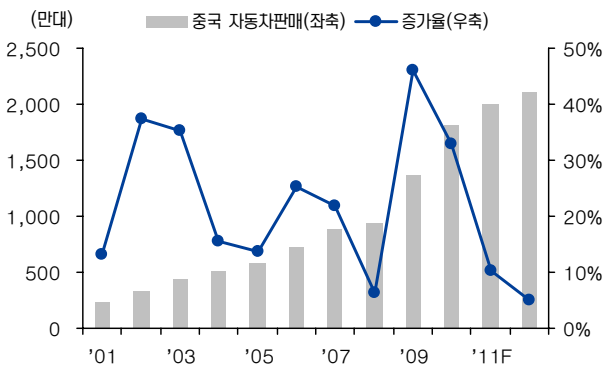
: LMC,

그림 11> 세계 소비기준 중국 타이어시장 비중 추이



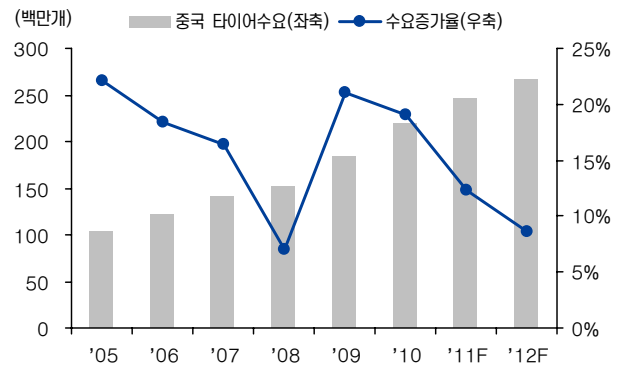
: LMC,

그림 12> 중국의 자동차 판매량 추이



: LMC,

그림 13> 중국의 타이어수요 전망



: LMC,

합성고무의 타이트한 수급은
당분간 지속될 전망

2013
가 50
13
BD
가 115
가 150
Naphtha
2011 ~

그림 14> 세계 합성고무 공급능력과 수요 전망

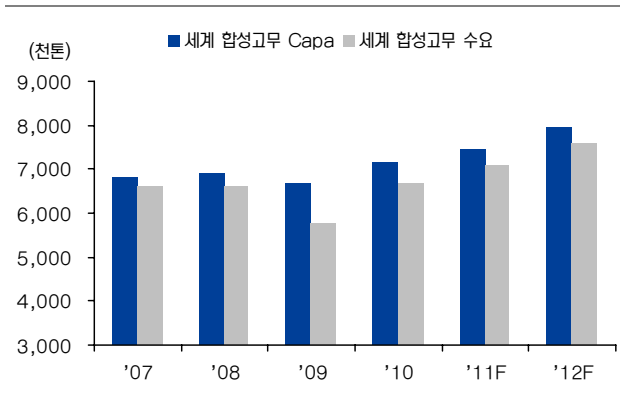


그림 15> 세계 합성고무 수급 밸런스

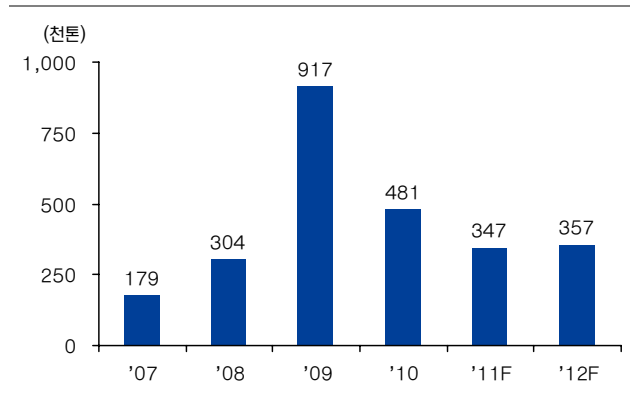


그림 16> 세계 합성고무 증설계획

()	가	'09	'10	'11	'12F	'13F	'14F	'15F	
SSBR	Asahi Kasei Chemicals	가				50		50	
	JSR	Yokkaichi			25				
	Zeon	가				40	40		
	KKPC					60			
SBR	Lukoil	가	-80						
	SynthezKauchuk		138						
	ISRL	Panipat					120		
	KKPC		110			80			
	LG Chem		10						
	PetroChina		45	100		200			
	Sinopec		90	50					
	TSRC			50					
	Bridgestone		50						
	Shen Hua Chemical		10						
BR	LANXESS	가					100		
	Dwory					80			
	Dow		-45						
	Asahi Kasei Chemicals	Oita				10			
	LG Chem		25		80				
	KKPC			20	100				
	PetroChina				150				
	Sinopec		16		20				
	Yuhuang			50					
TSRC-UBE		50							
Nd-PBR	LANXESS	가						140	
			419	270	375	470	310	40	240

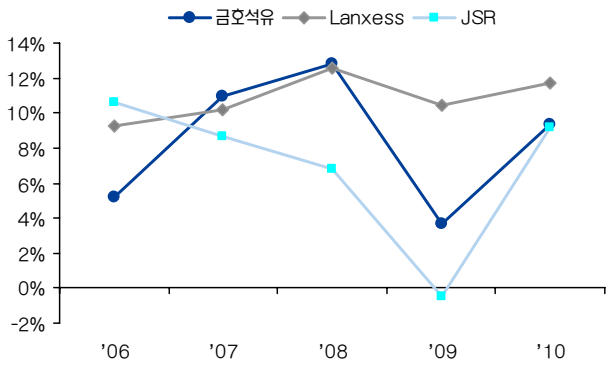
: Chemlocus,

IV. 증설의 힘 : 판매물량 증가를 통한 성장동력

지속적인 증설을 통한
고성장 전망

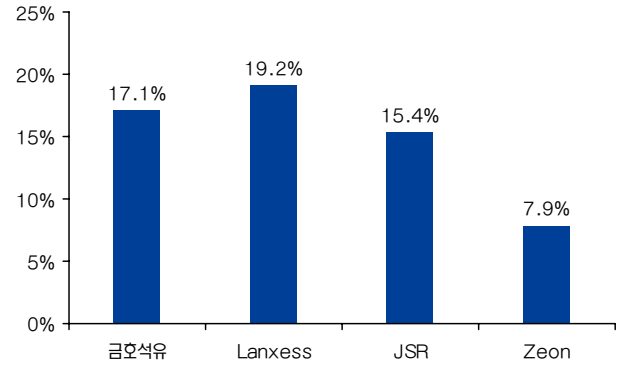
BR 12	2012	SBR 8	/SSBR 6	2009	SBR 11	, 2010
2011~12	Global	3.7	30%	가	가	가
2011	2009~10	가	65%	가	SBR/SSBR	가
가	15%	가	가	가	가	가
1						

그림 17> 합성고무 기업별 OPM 추이



: Bloomberg

그림 18> 합성고무 기업별 매출액 증가율 비교



: Bloomberg

: 2005 - 10

CAGR

그림 19> 기업별 합성고무 생산능력 비교(2010년말 기준)

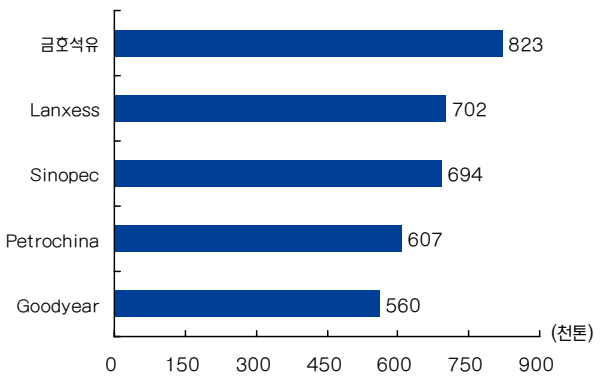
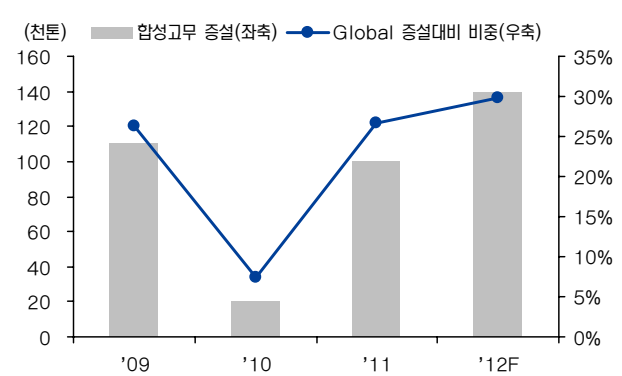


그림 20> 금호석유의 합성고무 증설물량 추이



V. 하반기 이익전망 : 3Q 둔화, 4Q 다시 증가

3Q 이익감소 배경 : 3 1 5,810 , 1,682 7.4%, 38.9%
 BD가격급등에 따른 가동률 1) 3 BD 가 ABS
 조절 영향 , 2) BPA 가
 BR Spread , BD 가 가
 7.5%, 37.7% BD 가 ABS 가
 3 BPA 가 2 20% 가

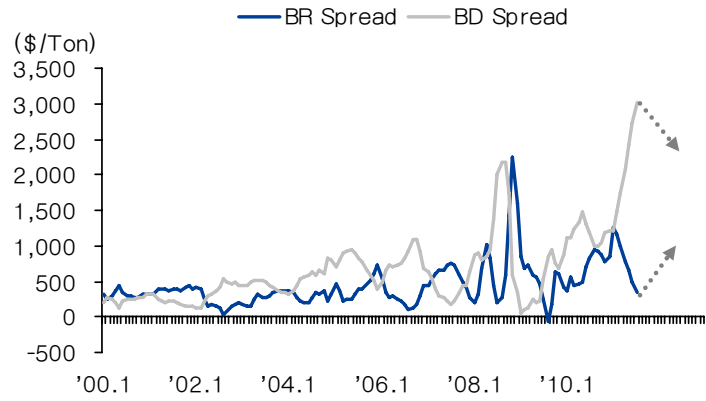
4Q 증익 가능 : 4 가 . 4 1,913 3 13.7%
 BD가격의 하락에 따른 . BD 가 8 4 Spread
 Spread 확대 . BD 가 1) 가
 BD 가 , 2) 가 Formosa #1 NCC(70)
 가 9~10 가 10 가 BD 가 , 3) BD가
 8 BD가
 BD 가 .

그림 21> 분기별 실적추이 및 전망

()	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11F	4Q11F	'10	11F	12F
	1,147.9	1,219.5	1,267.2	1,263.1	1,600.2	1,707.7	1,581.0	1,652.7	4,897.7	6,541.6	6,819.7
	497.9	560.9	584.2	591.0	787.6	981.8	908.3	1,006.4	2,234.0	3,684.1	4,087.0
	288.3	305.0	310.7	316.0	345.8	323.6	285.7	274.3	1,220.0	1,229.4	1,177.2
	361.7	353.6	372.3	356.1	466.8	402.3	387.0	372.0	1,443.7	1,628.1	1,555.5
	282.9	247.9	282.1	294.4	342.6	297.8	280.0	265.0	1,107.3	1,185.4	1,110.0
	32.5	39.9	41.2	27.5	49.4	47.6	45.0	44.0	141.1	186.0	183.5
	37.6	32.8	24.0	25.2	41.9	33.7	42.0	43.0	119.6	160.6	162.0
	8.7	33.0	25.0	9.0	32.9	23.2	20.0	20.0	75.7	96.1	100.0
	125.1	143.0	150.0	164.9	286.4	276.1	168.2	191.3	583.0	922.0	923.2
	37.2	59.9	46.5	65.7	165.4	169.9	105.8	128.7	209.3	569.7	619.5
	7.3	18.3	22.2	25.1	31.1	14.9	3.5	3.8	72.9	53.3	42.5
	80.6	64.8	81.3	74.1	89.9	91.4	58.9	58.8	300.8	298.9	261.2
OPM	10.9%	11.7%	11.8%	13.1%	17.9%	16.2%	10.6%	11.6%	11.9%	14.1%	13.5%
	7.5%	10.7%	8.0%	11.1%	21.0%	17.3%	11.6%	12.8%	9.4%	15.5%	15.2%
	2.5%	6.0%	7.1%	7.9%	9.0%	4.6%	1.2%	1.4%	6.0%	4.3%	3.6%
	22.3%	18.3%	21.8%	20.8%	19.3%	22.7%	15.2%	15.8%	20.8%	18.4%	16.8%
	109.2	85.8	187.7	148.0	277.8	273.7	163.2	187.3	530.7	902.0	923.7
	82.1	57.5	125.5	76.0	196.2	179.0	109.3	125.9	341.1	610.4	646.6

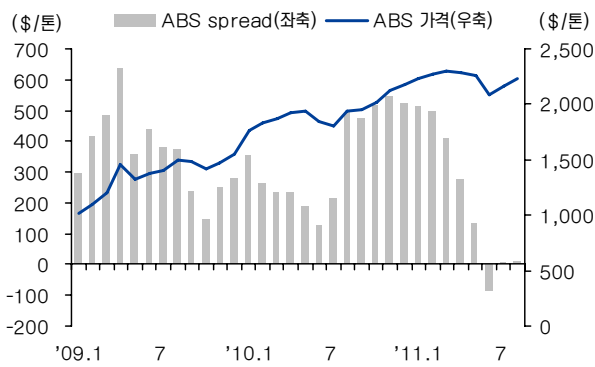
2010 3 IFRS

그림 22> BR 및 BD Spread 추이



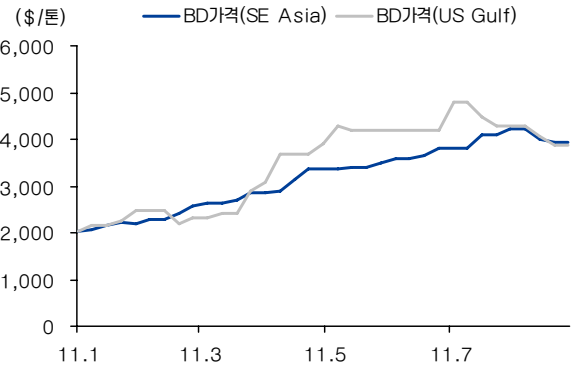
: KITA,

그림 23> ABS 가격 및 Spread 추이



: KITA,

그림 24> 지역별 BD 수입가격 추이



: Bloomberg,

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/09A (GAAP-P)	12/10A (GAAP-P)	12/11F (IFRS-C)	12/12F (IFRS-C)	12/13F (IFRS-C)
매출액	2,801.7	3,886.3	6,541.3	6,819.7	7,907.0
매출원가	2,487.5	3,305.9	5,399.3	5,664.7	6,619.6
매출총이익	314.1	580.4	1,142.0	1,155.0	1,287.4
판매비와관리비	198.0	220.8	220.7	231.8	243.4
기타영업손익	0.0	0.0	0.7	0.0	0.0
영업이익	116.2	359.6	922.0	923.2	1,044.1
EBITDA	218.0	468.3	1,071.3	1,073.2	1,214.1
영업외손익	(958.1)	235.5	(20.1)	0.6	33.9
금융손익	(105.6)	(116.8)	(84.0)	(75.3)	(50.5)
지분손익	(733.5)	145.0	63.9	75.5	84.0
기타영업외손익	(118.9)	207.3	0.0	0.4	0.5
세전이익	(841.9)	595.1	901.9	923.8	1,078.0
법인세비용	(227.0)	123.7	253.1	223.5	260.9
당기순이익	(614.8)	471.4	648.8	700.2	817.1
지배기업순이익	(614.8)	471.4	610.4	646.6	733.0
총포괄이익	(610.0)	334.5	542.1	626.4	682.9
지배기업총포괄이익	(610.0)	334.5	503.7	572.8	598.8
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	(614.8)	471.4	610.4	646.6	733.0

연금흐름표 (십억원)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
당기순이익	(614.8)	471.4	648.8	700.2	817.1
유무형자산상각비	101.8	108.7	150.0	150.0	170.0
기타비연금손익 조정	860.1	(338.3)	199.2	158.5	187.9
운전자본투자	(65.3)	11.4	(208.3)	(50.0)	(80.0)
기타영업연금흐름	0.0	0.0	(170.9)	(223.5)	(260.9)
영업활동 현금흐름	281.7	253.2	618.8	735.2	834.1
설비투자	(263.7)	(174.9)	(150.0)	(250.0)	(250.0)
무형자산투자	(4.5)	(3.2)	(2.5)	(2.5)	(2.4)
단기금융자산 증감	(27.8)	2.8	(20.0)	(1.5)	(1.5)
투자자산증감	(169.0)	123.4	30.0	(20.0)	(24.0)
기타투자연금흐름	(3.2)	(1.0)	14.8	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	(468.4)	(52.8)	(127.7)	(274.0)	(277.9)
금융부채 증감	269.0	(170.8)	(500.0)	(78.0)	(75.0)
자본의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(17.3)	0.0	(23.0)	(45.9)	(45.9)
기타재무연금흐름	0.1	0.0	162.8	209.1	251.8
재무활동 현금흐름	251.8	(170.8)	(360.3)	85.2	131.0
기타연금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	65.1	29.6	130.8	546.4	687.2
기초 현금 및 현금성자산	12.1	77.2	150.8	281.5	828.0
기말 현금 및 현금성자산	77.2	106.8	281.5	828.0	1,515.2
총영업연금흐름	8.9	426.2	896.3	849.8	961.4
영여연금흐름	(304.5)	268.8	558.6	812.1	985.1
순연금흐름	(178.0)	192.8	151.9	652.3	788.0
순연금 (순자금)	(2,135.3)	(1,942.5)	(1,746.6)	(1,094.4)	(306.4)

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
매출액 성장률	(12.0)	38.7	NA	4.3	15.9
영업이익 성장률	(58.7)	209.5	NA	0.1	13.1
EBITDA 성장률	(38.3)	114.8	NA	0.2	13.1
지배기업순이익 성장률	NA	NA	29.5	5.9	13.4
수정순이익 성장률	NA	NA	29.5	5.9	13.4
영업이익률	4.1	9.3	14.1	13.5	13.2
EBITDA 이익률	7.8	12.1	16.4	15.7	15.4
당기순이익률	(21.9)	12.1	9.9	10.3	10.3
수정순이익률	(21.9)	12.1	9.3	9.5	9.3

참고: 수정EPS = ((수정순이익 - 우선주귀속 손익) + (세무 회계관련 손익조정분)) / (보통주 수정 평균회석유화학주)

수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비경상손익)

순비경상손익: 재무 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 밀외성손익, 중대사업손익 등을 포함)

자료: 금호석유화학, 현대증권

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/09A (GAAP-P)	12/10A (GAAP-P)	12/11F (IFRS-C)	12/12F (IFRS-C)	12/13F (IFRS-C)
현금 및 현금성자산	77.2	106.8	281.5	828.0	1,515.2
단기금융자산	18.1	3.6	44.3	46.5	48.8
매출채권	298.9	368.3	636.1	636.1	636.1
재고자산	321.3	370.6	572.5	622.5	702.5
기타유동자산	60.3	41.2	64.8	64.8	64.8
유동자산	775.8	890.5	1,599.2	2,197.9	2,967.4
투자자산	889.7	980.7	810.5	851.0	893.6
유형자산	1,356.7	1,423.2	1,814.4	1,914.4	1,994.4
무형자산	35.6	26.4	44.5	46.8	49.1
이연법인세자산	106.7	82.2	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	35.4	32.7	18.0	18.0	18.0
비유동자산	2,424.1	2,545.2	2,687.4	2,830.1	2,955.0
자산총계	3,199.9	3,435.8	4,286.6	5,028.0	5,922.4

매입채무	262.5	276.4	393.3	393.3	393.3
단기금융부채	1,645.6	1,201.7	1,692.1	1,607.5	1,527.1
단기총량부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	150.6	216.8	384.8	384.8	384.8
유동부채	2,058.8	1,694.9	2,470.2	2,385.6	2,305.2
장기금융부채	585.1	851.2	380.3	361.3	343.2
장기총량부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴적금여부채	20.1	1.9	20.8	20.4	20.1
이연법인세부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.8	7.4	15.9	280.7	636.8
비유동부채	606.0	860.5	416.9	662.4	1,000.1
부채총계	2,664.8	2,555.4	2,887.2	3,048.0	3,305.4

자본금	142.2	142.2	142.2	142.2	142.2
자본잉여금	303.4	90.0	90.0	90.0	90.0
기타자본항목	(49.1)	(51.5)	(51.5)	(51.5)	(51.5)
기타포괄손익누계액	365.2	228.3	121.6	47.8	(86.4)
이익잉여금	(226.7)	471.4	1,058.8	1,659.6	2,346.7
지배기업 자본총계	535.1	880.3	1,361.0	1,888.0	2,440.9
비지배지분	0.0	0.0	38.4	92.0	176.1
자본총계	535.1	880.3	1,399.4	1,980.0	2,617.0
부채와자본총계	3,199.9	3,435.8	4,286.6	5,028.0	5,922.4

주당지표 (원)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
EPS	(27,708)	21,244	27,508	29,139	33,034
수정EPS	(27,708)	21,244	27,508	29,139	33,034
주당순자산(BPS)	23,413	38,517	59,550	82,605	106,799
주당매출액(SPS)	122,582	170,040	286,204	298,385	345,958
주당총영업현금흐름(GCFPS)	388	18,646	39,214	37,179	42,065
주당배당금	0	1,000	2,000	2,000	2,000
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	NA	NA	15.9	10.3	31.2

주주가지 및 재무구조 (%)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
ROE	(72.4)	66.6	44.8	39.8	33.9
ROA	(15.4)	17.0	17.6	17.2	16.4
ROIC	(5.5)	18.4	31.7	30.4	36.9
WACC	6.2	11.2	9.5	8.9	8.5
ROIC/WACC (배)	(0.9)	1.6	3.3	3.4	4.3
경제적이익 (EP, 십억원)	(198.0)	127.3	578.9	489.9	600.9
부채비율	498.0	290.3	206.3	153.9	126.3
순금융부채비율	399.0	220.7	124.8	55.3	11.7
이자보상배율 (배)	2.0	3.8	7.8	8.3	11.6

가 3

: Overweight(10%), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%)
 : Strong BUY(30%), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%)
 : Strong BUY = 4, BUY = 3, Marketperform = 2, Underperform = 1, Blackout/Universe = 0 (가 -, 가 ▲, -)

가