

Bookook Research Center

최상도 (02)368-9515

sdchoi@bookook.co.kr

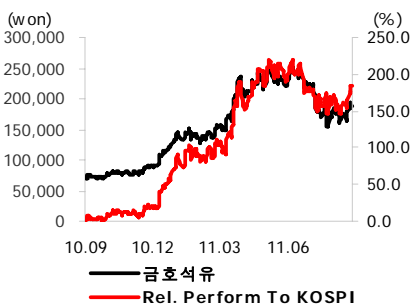
Buy (유지)

목표주가

260,000원

현재가 (원) (9/30)	185,500
액면가 (원)	5,000
자본금 (억원)	1,422
시가총액 (억원)	47,162
상장주식수 (만주)	2,845
외국인보유비중 (%)	8.38
60일 평균거래량 (주)	307,559
52주 최고/최저 (원)	253,000
주요주주	박철완(11.96)

Stock Performance



금호석유 (011780)

실적모멘텀이 회복되고 있다

- 3분기 실적 부진할 전망
- 4분기부터 실적개선 기대됨
- 성장성 감안시 장기적 관점 대응 유효

3분기 실적은 예상을 하회할 전망

3분기 실적은 당사의 예상을 하회할 전망이다. 주원재료인 부타디엔 가격이 톤당 4,500달러까지 급등하는 등 강세를 보인데다, 합성고무는 BR 12만톤 증설분에 대한 3주간의 정기보수가 있었고 합성수지도 수요부진으로 수익성이 악화된 것으로 추정됨. 또한, BPA 등 페놀유도체 가격도 수요 둔화로 하락하면서 실적이 감소한 것으로 예상됨.

4분기에는 실적개선 기대

4분기에는 실적개선이 기대됨. 최근 부타디엔 가격이 톤당 3,000달러를 하회하는 등 하향안정세를 보이고 있는데다, 천연고무 가격이 강세를 나타내고 있고, 전방산업의 수요도 견조함에 따라 합성고무의 수요증가가 기대되기 때문임. 또한, 3만톤의 BR증설분도 4분기에 가동될 예정임.

성장성도 확보하고 있어

내년 3분기말에는 S-SBR 6만톤과 SBR 8만톤이 완공될 예정이며, 연말에는 BPA 15만톤도 증설될 예정임. 또한, 2014년부터 페놀 30만톤, 아세톤 18.5만톤도 가동될 것으로 예상되고, 금호미쓰이화학, 금호폴리캠 증설에 따라 제3열병합발전소의 건설도 기대됨. 6개월 목표주가 260,000원과 투자 의견 Buy 제시.

결산월 (12월)	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전계속사업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2008	71,925	3,994	-1,049	-1,660	-1,810	-	8.5	0.5	-5.3
2009	68,976	1,104	-13,394	-10,064	-21,920	-	14.4	1.7	-80.1
2010	57,185	6,539	7,109	5,370	16,560	5.5	5.9	3.2	71.9
2011F	68,128	9,747	9,132	6,799	22,367	8.3	6.4	4.0	57.5
2012F	71,996	10,457	10,012	7,809	25,834	7.2	5.5	2.6	42.7

2010년 이전은 K-GAAP 연결기준 2011년부터 IFRS 연결기준임

3분기 실적 예상을 하회할 듯

3분기 실적 Preview

3분기 매출액과 영업이익은 전분기대비 각각 0.8%, 34.7% 감소한 16,932억원과 1,803억원이 예상되는 등 당사의 기대치를 하회할 전망이다. 주원재료인 부타디엔 가격이 싱가포르 Shell, 대만 Formosa 등의 설비트러블에 따른 공급감소, 미국향 수출로 인해 톤당 4,500달러선까지 급등하는 등 강세를 보이면서 원가부담으로 작용한 반면, 합성고무 가격은 건조한 수요에도 불구하고 천연고무가격 하락으로 상승폭이 크지 않았고, 신규설비에 대한 정기보수 등 가동률 축소가 있었기 때문이다. 또한, 합성수지도 IT경기 회복 지연으로 수요가 감소하면서 가동률이 큰 폭으로 감소했고, BPA 등 페놀유도체도 중국의 수요감소에 따른 제품가격 하락 등으로 수익성이 줄어든 것으로 추정된다. 다만, 열병합발전은 100% 가동에 힘입어 양호한 실적이 기대된다.

4분기에는 실적개선 기대

4분기 실적 전망

4분기 매출액과 영업이익은 3분기대비 각각 7.0%, 28.6% 증가한 18,118억원과 2,319억원이 예상되는 등 실적개선이 기대된다. 실적개선의 주요인은 부타디엔 가격하락에 따른 합성고무 스프레드 확대이다. 합성고무 및 합성수지 제조업체의 가동률 축소로 부타디엔의 수요가 감소하고 있는 반면, 공급은 설비트러블 해소로 정상화되면서 부타디엔 가격이 최근 톤당 3,000달러를 하회하고 있다. 또한, 천연고무가격도 작황부진으로 추가적인 하락은 제한적일 전망이어서 합성고무 수요증가로 이어질 전망이다. BR 3만톤 증설효과도 기대된다. 다만, 합성수지는 수요가 여전히 부진해 실적개선폭은 크지 않을 전망이다. 3분기 실적부진에도 불구하고 연간 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 19.1%, 49.1% 증가한 68,129억원과 9,747억원이 예상되는 등 사상 최대실적을 경신할 것으로 추정된다.

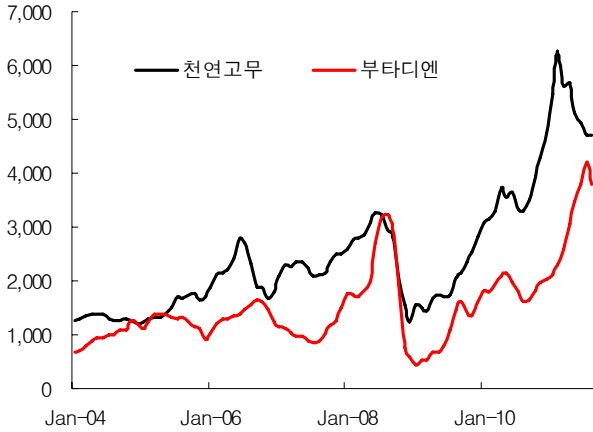
[표1] 2011년 분기실적 전망(IFRS 연결기준)

(단위 : 억원)

	1Q	2Q	3QE	4QE	2011E
매출액	16,002	17,077	16,932	18,118	68,129
합성고무	7,876	9,818	10,211	10,823	38,728
합성수지	3,458	3,236	2,589	2,977	12,260
페놀유도체	3,426	2,978	2,912	3,058	12,374
열병합발전	494	476	500	510	1,980
고무약품	419	337	430	450	1,636
기타	329	232	290	300	1,151
영업이익	2,864	2,761	1,803	2,319	9,747
합성고무	1,679	1,700	1,195	1,580	6,154
합성수지	312	149	52	89	602
페놀유도체	650	597	335	419	2,001
기타	223	315	222	231	991
세전이익	2,788	2,737	1,585	2,032	9,132
지배주주이익	1,962	1,790	1,136	1,475	6,363

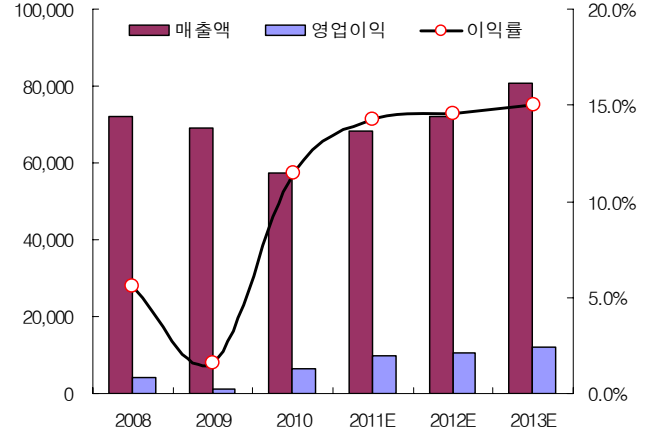
자료 : 금호석유화학, 부국증권 추정

[그림 1] 천연고무 및 부타디엔 가격 추이 (단위: USD/톤)



자료: 수입업협회 씨스퀘닷컴

[그림 2] 실적추이 및 전망 (단위: 억원)



자료: 금호석유화학 부국증권 추정

성장성도 확보하고 있어

타이트한 수급으로 합성고무 호조 지속

2012년 이후에도 합성고무의 호조는 지속될 전망이다. 구조적인 문제로 합성고무의 증설은 제한적인 반면, 중국 및 동남아시아를 중심으로 수요증가가 이어질 것으로 예상되기 때문이다. 합성고무의 주원료는 부타디엔인데, 부타디엔을 제조하기 위해서는 NCC의 부산물인 C4가 필요하나, C4의 생산은 제한적이다. 2013년까지 대규모 설비증설은 없는데다, 증설되는 설비의 대부분은 C4가 나오지 않는 에탄베이스이기 때문이다.

합성고무 증설로 시장지배력 강화

금년초 BR(Butadiene Rubber) 12만톤을 가동한 데 이어, 3분기에 3만톤을 추가로 증설하였고 약 1,200억원을 투자하여 내년 4분기 가동을 목표로 SBR(Styrene Butadiene Rubber) 8만톤과 SSBR(Solution-SBR) 6만톤을 증설할 예정이다. 증설이 완료되면 합성고무 생산능력은 SBR 56.1만톤, BR 37.2만톤, S-SBR 6만톤으로 확대되며, 세계1위 업체로서 시장지배력이 더욱 강화될 것으로 전망되며, 연간 5,000억원 이상의 매출증대효과가 기대된다.

페놀유도체도 증설

BPA 15만톤(투자금액 1,400억원, 2012년말 완공 목표)을 비롯하여 페놀 30만톤, 아세톤 18.5만톤 등 페놀유도체도 증설할 예정이다. 현재 BPA의 생산능력은 28만톤인데, 증설이 완료되면 43만톤으로 세계5위권의 생산능력을 보유하게 되어 경쟁력이 더욱 개선될 것으로 기대된다. 또한, BPA 원재료인 페놀과 아세톤도 2013년말까지 1,900억원을 투자하여 68만톤과 42.3만톤으로 확장할 계획이다. 페놀유도체 증설로 연간 3,000억원 이상의 매출증대효과가 기대된다.

고수익사업인 열병합발전소 증설도 기대됨

이밖에 관계회사인 금호미쓰이화학과 금호폴리켄도 각각 MDI 5만톤과 EPMD(Ethylene ropylene Diene Monomer, 합성고무의 일종) 6만톤을 증설할 계획이어서 추가적인 스팀과 전기가 필요하다. 이에 따라, 제3열병합발전소(700t/h 규모의 스팀과 145MWh 규모의 전기 생산)의 건설이 기대되며, 증설시 실적개선으로 이어질 전망이다. 특히, 열병합발전소는 영업이익률이 40%를 넘어서는 고수익 사업이어서 수익성 개선으로 연결된다.

[표2] 합성고무 및 페놀유도체 생산규모 추이

(단위 : 천톤)

제품명	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
BR	222	222	222	372	372	372
SBR	371	481	481	481	561	561
S-SBR					60	60
소계	593	703	703	853	993	993
BPA	280	280	280	280	430	430
페놀	380	380	380	380	380	680
아세톤	238	238	238	238	238	423
소계	898	898	898	898	1,048	1,533

자료 : 금호석유화학

Valuation

목표주가 260,000원 하향
투자의견 Buy 유지

예상보다 부진할 것으로 예상되는 3분기 실적을 감안하여 금호석유화학의 6개월 목표주가를 260,000원으로 상향하나, 투자의견 Buy를 유지한다. 3분기 실적이 부진할 전망이나, 원재료가격 하락으로 4분기에는 실적개선이 기대되고, 합성고무 및 페놀유도체 증설, 열병합발전소 추가 건립 등 성장성도 확보하고 있기 때문이다. 또한, 전년대비 증가하고 있는 영업현금흐름, 대우건설 등 투자자산매각 등에 힘입어 재무구조도 빠르게 개선될 것으로 기대된다. 최근의 주가하락으로 Valuation매력도가 높아진 점을 감안하면 상승가능성이 높은 것으로 판단된다. 금호석유화학의 현재주가는 2011년, 2012년 예상실적 기준 PER 각각 8.3배, 7.2배에 불과하다.

[표3] 목표주가 산출

(단위 : 억원, 원, 천주)

구 분	Value	비 고
영업가치(A)	82,318	2011년 2012년 평균 EBITDA 7배 적용
투자자산가치(B)	4,406	
금호플리켄	454	2011년 2분기말 장부가치
금호미쓰이화학	688	2011년 2분기말 장부가치
상해금호일려소려	75	2011년 2분기말 장부가치
아시아나항공	1,588	시가(09/30)의 20% 할인
대우건설	1,111	시가(09/30)의 20% 할인
기타	490	
순차입금(C)	20,754	2011년말 기준(CB전환 가정)
기업가치(D)	65,970	A + B - C
우선주가치(E)	1,179	시가(07/29)
보통주가치(F)	64,970	D - E
보통주주식수(G)	24,875	2011년말 기준(자기주식 제외 CB전환 가정)
주당가치(H)	260,466	F / G

자료 : 부국증권 추정

Compliance Note

투자의견 구분

Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우
Buy (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 주가상승이 예상되는 경우
Hold (보유)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우
Reduce (비중축소)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우

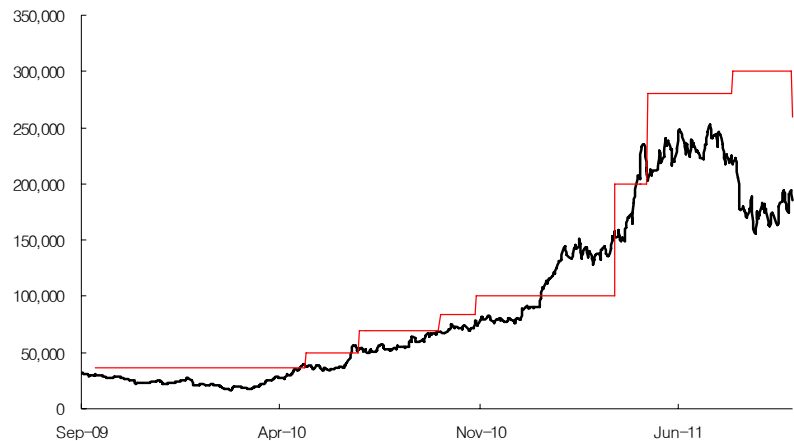
기업분석

Overweight (비중확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때
Underweight (비중축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때

산업분석

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이

일 자	투자의견	목표가격
2009. 10. 15	Buy	36,000원
2010. 04. 29	Buy	50,000원
2010. 06. 25	Buy	70,000원
2010. 09. 20	Buy	84,000원
2010. 10. 27	Buy	100,000원
2010. 11. 26	Buy	100,000원
2011. 03. 25	Buy	200,000원
2011. 04. 29	Buy	280,000원
2011. 07. 29	Buy	300,000원
2011. 09. 30	Buy	260,000원



- ❖ 본 자료는 2011년 09월 30일 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료의 작성자 및 배우자는 작성일 현재 해당종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 해당사의 유가증권 발행에 지난 6개월간 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 최상도
- ❖ 본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적치와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

추정 재무제표

예상재무상태표

(단위: 억원)

	200912	201012	201112F	201212F
유동자산	26,150	14,234	19,444	21,623
현금 및 현금성자산	2,283	2,082	1,533	2,716
매출채권 및 기타채권	12,062	6,341	10,871	11,488
재고자산	9,786	5,169	6,522	6,893
기타유동자산	917	139	145	153
비유동자산	63,005	29,718	27,258	29,174
관계기업투자등	9,705	574	2,601	3,251
유형자산	48,287	21,425	18,885	20,156
무형자산	1,416	509	310	268
자산총계	89,155	43,952	46,702	50,797
유동부채	65,558	22,056	24,295	20,665
매입채무 및 기타채무	13,640	6,125	5,798	6,127
단기금융부채	50,293	14,594	17,773	13,773
기타유동부채	1,625	1,337	725	766
비유동부채	16,846	11,209	7,602	7,748
장기금융부채	14,574	10,862	6,514	6,514
기타비유동부채	716	212	726	872
부채총계	82,403	33,265	31,897	28,413
지배주주지분	4,621	8,484	13,662	20,780
자본금	1,422	1,422	1,422	1,422
자본잉여금	3,034	900	900	900
이익잉여금	(2,838)	4,466	12,138	19,257
비지배주주지분(연결)	2,130	2,203	1,143	1,604
자본총계	6,751	10,687	14,805	22,384

예상현금흐름표

(단위: 억원)

	200912	201012	201112F	201212F
영업활동으로 인한 현금흐름	7,341	5,343	5,634	9,383
당기순이익(손실)	(10,064)	5,370	6,799	7,809
비현금수익비용가감	14,242	99	4,700	4,429
유형자산감가상각비	3,453	1,682	1,487	1,729
무형자산상각비	334	112	91	52
기타	(3,667)	426	(65)	(169)
영업활동 자산 및 부채의 변동	3,163	(126)	(4,491)	(652)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2,102	(691)	(2,832)	(617)
재고자산의 감소(증가)	4,832	(765)	(2,030)	(370)
매입채무및기타채무의 증가(감소)	724	81	564	329
법인세납부	0	0	(1,374)	(2,203)
투자활동으로 인한 현금흐름	(6,430)	(1,432)	(1,889)	(2,998)
유형자산처분(취득)	(5,746)	(2,736)	(2,554)	(3,000)
무형자산감소(증가)	(214)	(47)	(10)	(10)
장단기금융자산의 감소(증가)	(284)	(662)	502	0
기타투자활동	(186)	2,013	173	12
재무활동으로 인한 현금흐름	(205)	(3,121)	(3,745)	(5,202)
장단기금융부채의 감소(증가)	429	(2,989)	(1,991)	(4,000)
자본의 증가(감소)	(344)	0	0	0
배당금지급	(253)	(132)	(230)	(230)
기타재무활동	(38)	(0)	(1,524)	(971)
현금의 증가	838	(201)	(549)	1,184
기초현금	1,445	2,283	2,082	1,533
기말현금	2,283	2,082	1,533	2,716

예상손익계산서

(단위: 억원)

	200912	201012	201112F	201212F
매출액	68,976	57,185	68,128	71,996
매출원가	(59,208)	(47,472)	(56,418)	(59,397)
매출총이익	9,768	9,714	11,710	12,599
판매비와관리비	(8,664)	(3,175)	(2,006)	(2,142)
조정영업이익	1,104	6,539	9,704	10,457
발표영업이익	1,104	6,539	9,747	10,457
비영업손익	(13,394)	570	(573)	(446)
순금융손익	(3,700)	(1,342)	(1,121)	(959)
관계기업등 투자손익	(6,900)	1,409	678	650
세전계속사업이익	(12,291)	7,109	9,132	10,012
계속사업법인세비용	(2,227)	1,739	2,333	2,203
계속사업이익	(10,064)	5,370	6,799	7,809
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	(10,064)	5,370	6,799	7,809
지배주주	(6,236)	4,711	6,363	7,349
비지배주주	(3,828)	659	436	460
총포괄이익	(10,064)	5,370	6,453	7,809
지배주주	(6,236)	4,711	6,017	7,348
비지배주주	(3,828)	659	437	461
EBITDA	4,891	8,333	11,281	12,238
FCF	7,094	6,946	20	6,275
EBITDA 마진율 (%)	7.1%	14.6%	16.6%	17.0%
영업이익률 (%)	1.6%	11.4%	14.3%	14.5%
지배주주귀속 순이익률 (%)	-9.0%	8.2%	9.3%	10.2%

Valuation 관련지표

	200912	201012	201112F	201212F
P/E (x)	NA	5.5	8.3	7.2
P/CF (x)	NA	4.0	6.6	5.7
P/B (x)	1.7	3.2	4.0	2.6
EV/EBITDA (x)	14.4	5.9	6.4	5.5
EPS (원)	(21,920)	16,560	22,367	25,834
CFPS (원)	(8,608)	22,866	27,912	32,093
BPS (원)	12,468	28,034	46,948	72,114
DPS (원)	0	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	0.0%	4.9%	3.6%	3.1%
배당수익률 (%)	0.0%	1.1%	0.5%	0.5%
매출액증가율 (%)	-4.1%	-17.1%	19.1%	5.7%
EBITDA 증가율 (%)	-45.2%	70.4%	35.4%	8.5%
영업이익증가율 (%)	-72.4%	492.5%	49.1%	7.3%
EPS 증가율 (%)	적지	흑전	35.1%	15.5%
매출채권회전율 (회)	5.9	6.7	8.5	6.9
재고자산회전율 (회)	5.6	7.6	11.7	10.7
매입채무 회전율 (회)	8.7	8.3	15.8	16.1
ROA (%)	-10.5%	8.1%	15.0%	16.0%
ROE (%)	-80.1%	71.9%	57.5%	42.7%
ROIC (%)	1.8%	11.8%	26.5%	26.0%
부채비율 (%)	1220.5%	311.3%	215.5%	126.9%
유동비율 (%)	39.9%	64.5%	80.0%	104.6%
순차입금/자기자본 (%)	910.6%	214.0%	151.2%	76.8%
영업이익/금융비용 (x)	0.3	4.6	8.6	10.8