

금호석유화학 (011780)

BUY (유지)



석유화학, 경유 Analyst **백영찬**
02-2003-2968 yc.baek@hdsrc.com

RA **김동건**
02-2003-2907 dongkun.kim@hdsrc.com

예상보다 좋은 3분기, 기대되는 4분기

- 3분기 영업이익은 시장기대치를 7% 상회하였음. 환율상승 효과를 감안해도 9월 BD투입가격 하락으로 합성고무 실적이 예상보다 좋았기 때문임
- 4분기 실적 또한 3분기대비 15% 증가할 전망. BD가격하락으로 4분기 평균 합성고무 Spread는 3분기대비 톤당 \$300이상 상승한 \$1,100 예상됨

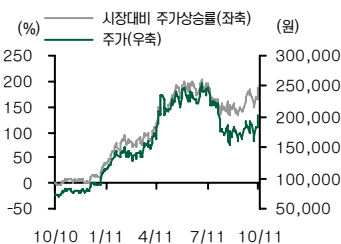
투자의견 Buy유지, 적정주가 265,000원으로 상향

금호석유에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 적정주가를 기존의 230,000원에서 265,000원으로 상향한다. 적정주가를 상향하는 이유는 1) 금년 4분기와 내년 1분기까지 BD 가격하락 효과를 통해 합성고무 영업이익은 기존 추정치를 상회하고, 2) 2012년에도 구조적인 BD 및 BR의 공급부족으로 고수익성은 지속되며, 3) SBR/SSBR 증설을 통한 외형성장이 내년도에 계속될 전망이다.

3분기 영업이익은 시장기대치를 상회

3분기 영업이익은 2,191억원으로 직전분기대비 21% 감소하였지만 전년동기와 비교하면 54% 증가하였다. 3분기 실적은 시장기대치를 상회한 것으로 판단된다. 순이익은 환관련손실로 인해 시장예상치보다 낮았지만 영업이익은 기대치를 7% 상회하였다. 3분기 합성고무 영업이익은 BD가격 급등으로 인해 2분기대비 32% 감소한 것으로 추정된다. 합성수지 및 폐놀유도체(금호피엔비) 실적 또한 ASP하락으로 전분기대비 축소된 것으로 보인다. 다만 열병합발전 영업이익은 2분기 정기보수가 종료되며 외형과 영업이익 모두 증가하였다.

주가(10/13)	203,000원
적정주가	265,000원 (종전 230,000원)
업종명/산업명	화학
업종 투자의견	Overweight
시가총액	5.3조원
발행주식수 (보통주)	25,424,447주
유동주식비율	33.4%
KOSPI 지수	1823.10
KOSDAQ 지수	473.56
60일 평균 거래량	0주
60일 평균 거래대금	587억원
외국인보유비중	8.5%
수정EPS 성장률(11~13 CAGR)	15.9%
시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	12.1%
52주 최고/최저가 (보통주)	257,500원
	68,200원
베타(12M, 일간수익률)	1.0
주요주주	박철완 등 40.7%
주가상승률	1개월 3개월 6개월
절대	16.0% -16.6% 16.0%
상대	15.4% -2.6% 35.0%



리서치센터 트위터 @QnA_Research

계산기말	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
(적용기준)	(GAAP-P)	(GAAP-P)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	2,801.7	3,886.3	6,675.1	6,819.7	7,907.0
영업이익 (십억원)	116.2	359.6	1,034.6	1,045.3	1,044.0
순이익 (십억원)	(614.8)	471.4	672.5	795.7	817.1
지배기업순이익 (십억원)	(614.8)	471.4	628.3	734.9	733.0
EPS (원)	(27,708)	21,244	28,315	33,116	33,034
수정EPS (원)	(27,708)	21,244	28,315	33,116	33,034
PER* (배)	NA	4.3 - 0.8	7.2	6.1	6.1
PBR (배)	0.9	2.3	3.4	2.3	1.8
EV/EBITDA (배)	12.3	9.2	5.9	5.2	4.6
배당수익률 (%)	NA	1.1	1.0	1.0	1.0
ROE (%)	(72.4)	66.6	45.7	43.8	32.5
ROIC (%)	(5.5)	18.4	36.7	36.3	39.3

자료: 금호석유화학, 현대증권

4분기 다시 증익모드 돌입

4분기 실적에 대한 기대감을 가져도 좋은 상황이다. 4분기 영업이익은 2,530억원으로 직전분기 대비 15% 증가할 전망이다. 실적개선을 예상하는 이유는 BD 가격하락에 따른 합성고무 Spread 상승 때문이다. 3분기 BD 평균 투입단가는 톤당 \$3,800내외로 판단되는데 10월 현재 BD 가격은 \$2,600을 기록하고 있다. 향후 BD 가격은 11월부터 소폭 상승할 것으로 판단되지만 과거 8월과 같은 비이성적인 상승은 당분간 어렵다는 판단이다. 지난 8월 대만 포모사 등의 예상밖 가동트러블로 인해 BD 가격이 폭등하였지만 4분기에 그런 상황이 재현될 확률은 낮다. 합성고무(BR, SBR) 가격도 BD 가격의 하향 안정화에 따라 소폭 하락할 것으로 보인다. 그러나 여전히 견조한 타이어가동률과 낮은 타이어재고수준을 감안하면 4분기 평균 합성고무 Spread는 \$1,100로 예상된다. 직전분기 평균 Spread \$800대비 \$300정도 상승할 전망이다.

그림 1> 분기 및 연간실적 전망

(단위:십억원)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11F	'10	11F	12F
매출액	1,147.9	1,219.5	1,276.0	1,263.1	1,600.2	1,707.7	1,660.3	1,706.9	4,906.5	6,675.1	6,819.7
합성고무	497.9	560.9	584.2	591.0	787.6	981.8	945.6	1,036.6	2,234.0	3,751.6	4,087.0
합성수지	288.3	305.0	310.6	316.0	345.8	323.6	274.1	274.3	1,219.9	1,217.8	1,177.2
기타	361.7	353.6	381.2	356.1	466.8	402.3	440.6	396.0	1,452.6	1,705.7	1,555.5
페놀유도체	282.9	247.9	275.3	294.4	342.6	297.8	324.8	290.0	1,100.5	1,255.2	1,110.0
정밀화학	32.5	39.9	41.2	27.5	49.4	47.6	47.0	44.0	141.1	188.0	183.5
열병합발전	37.6	32.8	35.3	25.2	41.9	33.7	37.7	42.0	130.9	155.3	162.0
기타	8.7	33.0	29.4	9.0	32.9	23.2	31.1	20.0	80.1	107.2	100.0
영업이익	125.1	143.0	142.2	164.9	286.4	276.1	219.1	253.0	575.2	1,034.6	1,045.3
합성고무	37.2	59.9	46.5	65.7	165.4	169.9	114.5	177.6	209.3	627.3	730.6
합성수지	7.3	18.3	22.2	25.1	31.1	14.9	5.3	7.4	72.9	58.7	53.5
기타	80.6	64.8	73.5	74.1	89.9	91.4	99.3	68.0	293.0	348.5	261.2
OPM	10.9%	11.7%	11.1%	13.1%	17.9%	16.2%	13.2%	14.8%	11.7%	15.5%	15.3%
합성고무	7.5%	10.7%	8.0%	11.1%	21.0%	17.3%	12.1%	17.1%	9.4%	16.7%	17.9%
합성수지	2.5%	6.0%	7.1%	7.9%	9.0%	4.6%	1.9%	2.7%	6.0%	4.8%	4.5%
기타	22.3%	18.3%	19.3%	20.8%	19.3%	22.7%	22.5%	17.2%	20.2%	20.4%	16.8%
세전이익	109.2	85.8	144.6	148.0	277.8	273.7	140.6	242.0	487.6	934.1	1,049.8
순이익	82.1	57.5	100.1	76.0	196.2	179.0	90.5	162.6	315.7	628.3	734.9

자료: 금호석유, 현대증권

그림 2> 수익추정 변경내역

(십억원)	매출액		영업이익		순이익		EPS(원)	
	2011F	2012F	2011F	2012F	2011F	2012F	2011F	2012F
기존 수익전망	6,541.3	6,819.7	922.0	923.2	610.4	646.6	27,508	29,139
신규전망	6,675.1	6,819.7	1,034.6	1,045.3	628.3	734.9	28,315	33,116
증감률	2.0%	0.0%	12.2%	13.2%	2.9%	13.7%	2.9%	13.6%

자료: 현대증권

그림 3> 금호석유 적정주가 265,000원으로 상향

(단위: 십억원)		EBITDA ('12년말)	Multiple	Fair Value	비고
[사업가치](A)	합성고무	830.9	6.5	5,400.9	Global 합성고무기업들 '11년 Target Multiple 적용
	합성수지 및 기타	105.8	5.0	529.0	호남석유 Target Multiple(7.0배) 30% 할인
	열병합발전	82.9	8.0	663.2	한국전력 '11년 Target EV/EBITDA 20% 할인
	금호피앤비화학	178.7	6.0	838.5	호남석유 Target Multiple(7.0배) 20% 할인
	소 계			7,431.5	
		Market Value	지분율	Fair Value	
[투자자산](B)	아시아나항공	1,392.1	13.7%	190.7	시가총액(10/13)기준
	대우건설	3,678.3	3.5%	128.7	상등
	금호타이어	1,009.1	0.1%	1.1	상등
	금호미쓰이 등			190.4	금호미쓰이, 폴리캠, KDB생명 등 장부가기준 30% 할인
	소 계			511.0	
합 계(A+B)				7,942	
-) 순차입금				852.1	'12년말 기준
적정 시가총액				6,968.6	우선주 시가총액(121.84십억원) 차감
자사수 매각시 현금유입				1,118.5	자사수 5,592천주 @ 주당 20만원
주식수(천주)				30,468	보통주 발행주식 + CB 예상전환물량(5,043천주) 포함
적정 주가(원)				265,432	

자료: 현대증권

- 당사는 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인 함.
- 투자 의견 분류: 산업: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 가점: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상)
등급: Strong BUY = 4, BUY = 3, Marketperform = 2, Underperform = 1, Blackout/Universe탈락 = 0 (주가 —, 적정주가 ▲, 등급 —)
- 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

