

금호석유화학 (011780)

BUY

중장기적 BD 및 합성고무 가격 강세. 사는 게 정답이다

목표주가(12M): 310,000원
현재주가(11월10일): 162,000원

12개월 목표가 310천원으로 호남석유화학과 함께 순수유화업종內 Top Pick 유지

12개월 목표가 310천원으로 호남석유화학과 함께 순수유화업종內 Top Pick으로 유지한다. 투자 포인트는 세 가지다.

투자 포인트 세 가지

먼저, BD 가격 급등과 고무설비 정기보수로 인한 3Q 감익(영업이익: 3Q 2,191억원←2Q 2,761억원)에도 불구하고, BD 가격 하락과 3Q 고무설비 정기보수로 인한 판매량 증가 등 기저효과로 4Q 증익(영업이익: 2,636억원) 가능성이 높다는 점이다. 다음으로, 중장기적 BD 가격과 합성고무 가격의 구조적 강세 유지로 세계 고무 생산능력 1위인 동사의 가격 협상력까지 아울러 감안하면, 적어도 2015년까지 합성고무 사업에서의 매출액 영업이익률 15% 이상의 안정적 수익성 유지가 가능할 것이라는 점이다. 마지막으로, 합성고무 생산능력 확대(2011P +90천톤→2012F +70천톤→2013F +70천톤)로 인한 안정적 증익 및 대우건설/아시아나항공 등 자산 매각 등으로 순차적인 재무구조 개선 및 금호아시아나 그룹으로부터의 법적인 분리가 가능할 것이라는 점이다.

4Q 추정 영업이익은 Q/Q 20.3% 증가한 2,636억원

3Q 영업이익은 Q/Q 20.7% 감소한 2,191억원에 그쳤음에도 불구하고, 시장 컨센서스(2,500~2,600억원)를 상회했다는 점을 감안하면, 상당히 선전했다는 판단이다. BD 가격 급등에도 불구하고 3Q 선전은 세계 1위 업체로의 높은 경쟁력 및 환율효과, 유틸리티 및 정밀화학 사업에서의 비교적 높은 수익성이 뒷받침됐던 것으로 보는 것이 맞을 것 같다. 4Q 영업이익은 BD 가격 하락과 3Q 고무설비 정기보수로 인한 판매량 증가 등 기저효과로 Q/Q 20.3% 늘어난 2,636억원으로 추정된다.

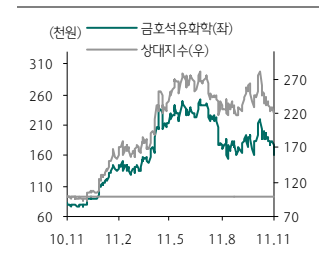
Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,813.25	
52주최고/최저(원)	253,000/75,800	
시가총액(십억원)	4,118.7	
시가총액비중(%)	0.40	
발행주식수(천주)	25,424.4	
60일 평균거래량(천주)	295.8	
60일 평균거래대금(십억원)	54.1	
10년 배당금(원)	1,000	
11년 배당금(예상,원)	1,924	
외국인 지분율(%)	9.18	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	(11.7)	(29.6) 103.5
상대	(12.7)	(13.3) 108.8

Consensus Data

	2011	2012
매출액(십억원)	5,291.4	5,586.2
영업이익(십억원)	674.0	754.0
순이익(십억원)	654.9	735.1
EPS(원)	24,214	26,537
BPS(원)	56,107	78,412

Stock Price



Financial Data (K-IFRS, 연결기준)

투자지표	단위	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	십억원	6,897.6	5,718.5	6,763.2	7,608.0	8,460.1
영업이익	십억원	110.4	653.9	1,045.2	1,154.4	1,337.7
세전이익	십억원	(1,229.1)	710.9	913.9	1,076.6	1,283.6
순이익	십억원	(623.6)	471.1	644.3	809.6	965.3
EPS	원	(21,920)	16,560	19,237	24,173	28,822
증감율	%	NA	NA	16.2	25.7	19.2
PER	배	NA	5.5	8.4	6.7	5.6
PBR	배	1.2	2.5	3.2	2.2	1.6
EV/EBITDA	배	NA	4.3	4.5	3.7	2.8
ROE	%	(76.2)	61.0	46.6	38.2	32.3
BPS	원	17,652	36,602	51,419	75,193	103,539
Net DER	%	902.3	166.6	60.4	23.5	(0.1)

자료: 하나대투증권



Analyst 이정연
☎ 02-3771-7505
✉ chaoslee@hanaw.com

RA 이지연
☎ 02-3771-7518
✉ jylee@hanaw.com

표 1. 목표가 산정 내역

(단위: 십억원, 천원, 배)

구분	2012F	2013F	비고
EBITDA	1,310	1,494	
-) 비지배주주 EBITDA	79	90	
지배주주 EBITDA	1,232	1,404	
적용 EV배수	7.1	7.1	호남석유 적용 EV배수 기준
지배주주 EV	8,745	9,968	*1.2배
1. 관계기업	209	209	
1) 금호폴리캠	67	67	
2) 금호미쓰이	71	71	2011.1Q 장부가
3) 기타 관계기업	70	70	"
2. 매도가능 금융자산	568	568	"
1) 비유동 매도가능 금융자산	546	546	
2) 유동 매도가능 금융자산	22	22	2011.1Q 장부가
투자자산 가치	776	776	"
-순차입금	1,078	417	
NAV	8,443	10,327	
발행주식수	27,899	27,899	자사주 제외 기준
주당 NAV	303	370	
2011~2013F 평균		310	
[연도별 주당 NAV 기준 투자지표]			
PER	12.5	12.8	
PCR	10.5	11.1	
PBR	3.6	3.3	
EV/EBITDA	8.8	8.8	

자료: 하나대투증권

표 2. 연도/부문별 매출액/영업이익 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, \$/톤)

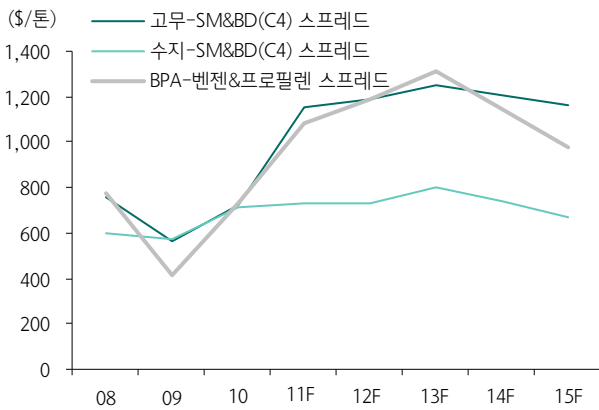
구분	08	09	10	11F	12F	13F	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
매출액	3,182	2,802	3,886	6,763	7,608	8,460	1,600	1,708	1,660	1,795	1,798	1,843	1,835	2,132
합성고무	1,886	1,479	2,234	3,751	4,432	4,687	788	982	946	1,036	1,035	1,065	1,052	1,280
합성수지	1,028	1,010	1,220	1,242	1,320	1,414	346	324	274	298	322	324	325	349
기타	269	313	432	1,769	1,856	2,360	466	402	441	461	441	454	458	503
영업이익	281	116	360	1,045	1,154	1,338	286	276	219	264	270	291	285	308
합성고무	241	43	209	619	694	787	168	170	115	167	161	174	171	188
합성수지	-28	37	74	58	43	72	31	12	6	10	11	11	11	10
기타	68	36	77	370	418	479	89	94	99	87	98	107	103	109
매출액 영업이익률	8.8	4.1	9.3	15.5	15.2	15.8	17.9	16.2	13.2	14.7	15.0	15.8	15.5	14.4
합성고무	12.8	2.9	9.4	16.5	15.7	16.8	21.3	17.3	12.1	16.1	15.6	16.3	16.2	14.7
합성수지	-2.7	3.7	6.0	4.7	3.2	5.1	9.0	3.6	2.0	3.2	3.3	3.4	3.4	2.9
기타	25.3	11.5	17.8	20.9	22.5	20.3	19.2	23.5	22.5	18.9	22.2	23.6	22.6	21.7
순영업외비용	308	958	-235	131	78	54	9	2	78	42	19	19	19	19
세전이익	-27	-842	595	914	1,077	1,284	278	274	141	222	251	272	266	288
순이익	-20	-615	471	685	861	1,027	207	190	95	193	200	218	213	231
지배주주순이익				644	810	965	196	179	89	180	187	203	198	221

[제품&원재료, 스프레드 전제]

BR	2,847	1,501	2,583	4,022	4,446	4,609	3,517	4,029	4,217	4,327	4,556	4,571	4,403	4,252
SBR	2,314	1,442	2,143	3,472	3,838	3,979	2,819	3,538	3,800	3,732	3,842	3,817	3,855	3,838
BPA	1,830	1,125	1,729	2,338	2,506	2,682	2,223	2,435	2,363	2,351	2,383	2,510	2,533	2,620
BD	2,020	907	1,900	3,037	3,681	3,816	2,069	2,836	3,700	2,742	3,636	3,686	3,736	3,667
SM	1,287	910	1,188	1,367	1,360	1,390	1,310	1,390	1,400	1,380	1,353	1,382	1,368	1,348
고무-SM&BD(C4) 스프레드	759	564	725	1,152	1,190	1,248	2,184	2,605	2,715	3,226	2,882	3,008	2,958	2,932
수지-SM&BD(C4) 스프레드	601	574	716	733	731	804	828	797	724	690	716	759	774	706
BPA-벤젠&프로필렌 스프레드	775	411	734	1,082	1,193	1,312	1,045	1,148	1,051	1,104	1,108	1,255	1,170	1,261

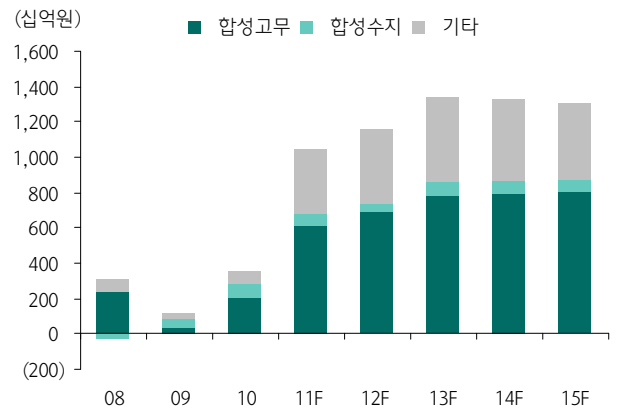
자료: 하나대투증권

그림 1. 연도별 주요 제품 스프레드 추이 및 전망



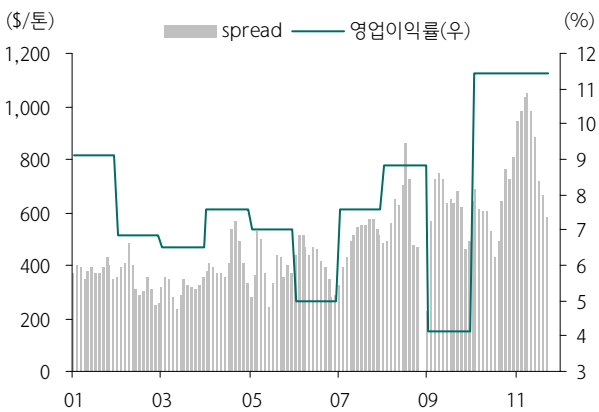
자료: 하나대투증권

그림 2. 부문별 영업이익 추이 및 전망



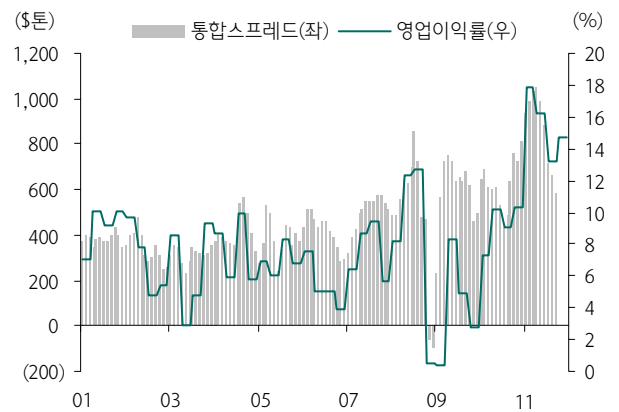
자료: 하나대투증권

그림 3. 연도별 통합 스프레드와 영업이익률 추이



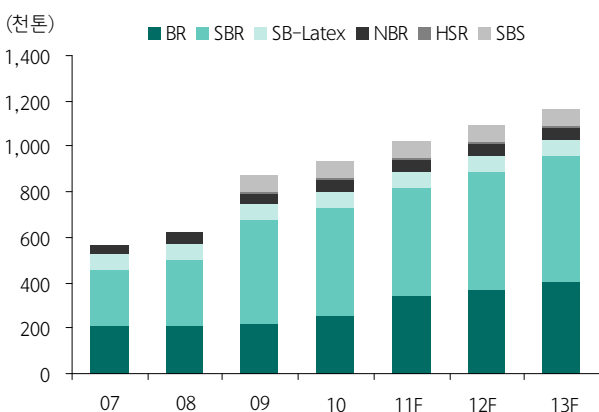
자료: 하나대투증권

그림 4. 분기별 통합 스프레드와 영업이익률 추이



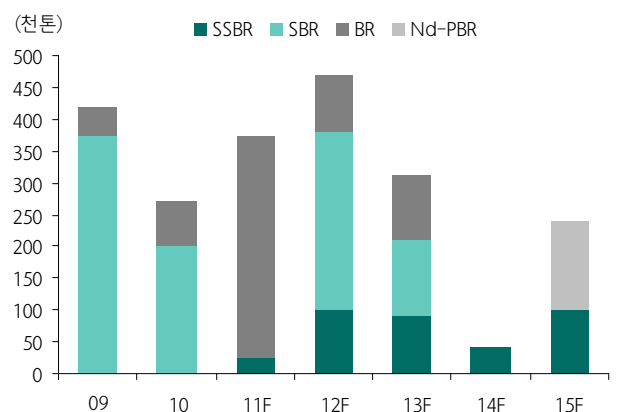
자료: 하나대투증권

그림 5. 합성고무 생산능력 추이 및 전망



자료: 하나대투증권

그림 6. 세계 합성고무 생산능력 신증설 추이 및 전망



자료: 하나대투증권

추정 재무제표 (K-IFRS, 연결기준)

손익계산서

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	6,897.6	5,718.5	6,763.2	7,608.0	8,460.1
매출원가	5,920.8	4,747.2	5,538.4	6,107.3	6,731.7
매출총이익	976.8	971.4	1,224.9	1,500.8	1,728.5
판매비	866.4	317.5	183.9	346.4	390.8
조정영업이익	110.4	653.9	1,040.9	1,154.4	1,337.7
기타영업손익	0.0	0.0	4.2	0.0	0.0
영업이익	110.4	653.9	1,045.2	1,154.4	1,337.7
금융손익	(371.5)	(68.6)	(131.3)	(102.8)	(84.1)
종속/관계기업손익	(690.0)	140.9	20.0	25.0	30.0
기타영업외손익	(278.0)	(15.3)	(20.0)	0.0	0.0
세전이익	(1,229.1)	710.9	913.9	1,076.6	1,283.6
법인세	(222.7)	173.9	228.5	215.3	256.7
계속사업이익	(1,006.4)	537.0	685.4	861.3	1,026.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1,006.4)	537.0	685.4	861.3	1,026.9
비지배주주순이익	(382.8)	65.9	41.1	51.7	61.6
지배주주순이익	(623.6)	471.1	644.3	809.6	965.3
NOPAT	(631.4)	623.5	820.4	968.6	1,116.7
EBITDA	(478.9)	958.9	1,201.2	1,335.4	1,523.7
성장성(%)					
매출액증가율	(4.1)	(17.1)	18.3	12.5	11.2
EBITDA증가율	NA	NA	25.3	11.2	14.1
(조정)영업이익증가율	(72.4)	492.5	59.2	10.9	15.9
(지배주주)순이익증가율	NA	NA	36.8	25.7	19.2
EPS증가율	NA	NA	16.2	25.7	19.2
수익성(%)					
매출총이익률	14.2	17.0	18.1	19.7	20.4
EBITDA이익률	(6.9)	16.8	17.8	17.6	18.0
(조정)영업이익률	1.6	11.4	15.4	15.2	15.8
계속사업이익률	(14.6)	9.4	10.1	11.3	12.1

투자지표

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
주당지표(원)					
EPS	(21,920)	16,560	19,237	24,173	28,822
BPS	17,652	36,602	51,419	75,193	103,539
CFPS	16,147	16,636	16,789	13,853	21,222
EBITDAPS	(16,835)	33,706	35,865	39,873	45,495
SPS	242,465	201,018	201,941	227,165	252,608
DPS	0	1,000	1,924	2,417	2,882
주기지표(배)					
PER	NA	5.5	8.4	6.7	5.6
PBR	1.2	2.5	3.2	2.2	1.6
PCFR	1.3	5.4	9.6	11.7	7.6
EV/EBITDA	NA	4.3	4.5	3.7	2.8
PSR	0.1	0.4	0.8	0.7	0.6
재무비율(%)					
ROE	(76.2)	61.0	46.6	38.2	32.3
ROA	(10.5)	8.3	15.3	16.7	17.3
ROIC	(8.6)	13.3	28.5	29.5	30.8
부채비율	1,220.5	301.9	150.2	95.7	67.8
순부채비율	902.3	166.6	60.4	23.5	(0.1)
이자보상배율(배)	0.3	4.6	7.2	9.2	11.8

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2011	2012	12M Fwd	2011	2012
Korea	9.5	8.4	8.6	14.8	12.6
Emerging Market	10.0	8.9	9.0	10.4	12.6
World	11.5	10.3	10.5	11.7	11.9

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

재무상태표

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
유동자산	2,658.5	1,403.1	1,788.2	2,269.9	3,065.4
금융자산	338.5	198.2	408.5	726.2	1,206.1
현금성자산	228.3	150.8	358.1	675.8	1,155.8
매출채권	1,215.4	742.3	702.1	789.8	878.3
재고자산	978.6	450.4	611.3	687.6	764.7
기타유동자산	126.1	12.1	66.3	66.3	216.3
비유동자산	6,257.0	2,680.4	3,073.8	3,192.8	3,316.8
투자자산	1,026.8	777.7	645.2	670.2	700.2
금융자산	56.3	574.5	422.1	422.1	422.1
유형자산	4,828.7	1,774.4	2,236.5	2,330.5	2,424.5
무형자산	141.6	45.9	50.9	50.9	50.9
기타비유동자산	259.9	82.3	141.3	141.3	141.3
자산총계	8,915.5	4,083.4	4,862.0	5,462.8	6,382.2
유동부채	6,555.8	2,239.5	2,010.9	1,718.0	1,668.5
금융부채	5,029.3	1,599.1	1,256.5	1,130.8	1,017.8
매입채무	1,497.5	560.5	504.8	567.8	631.4
기타유동부채	29.0	80.0	249.6	19.3	19.3
비유동부채	1,684.6	988.2	907.6	953.3	911.3
금융부채	1,457.4	954.6	747.7	672.9	605.7
기타비유동부채	227.1	33.6	159.9	280.4	305.7
부채총계	8,240.3	3,227.8	2,918.6	2,671.4	2,579.9
지배주주지분	462.1	1,001.2	1,682.0	2,478.2	3,427.6
자본금	142.2	142.2	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	303.4	90.0	264.7	264.7	264.7
자본조정	(61.3)	(61.5)	(61.5)	(61.5)	(61.5)
기타포괄이익누계	361.5	231.2	231.2	231.2	231.2
이익잉여금	(283.8)	599.4	1,080.2	1,876.4	2,825.7
비지배주주지분	213.0	68.0	261.5	313.1	374.8
자본총계	675.1	1,069.2	1,943.5	2,791.4	3,802.3
순금융부채	6,091.9	1,780.9	1,173.6	655.5	(4.8)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
영업활동현금흐름	834.3	559.7	697.2	571.3	800.6
당기순이익	(623.6)	471.1	644.3	809.6	965.3
조정	1,424.2	9.9	461.8	411.4	420.9
감가상각비	378.7	179.4	156.0	156.0	156.0
외환거래손익	(21.1)	1.8	(7.2)	(10.2)	(7.4)
지분법손익	690.0	(140.9)	(20.0)	(25.0)	(30.0)
기타	376.6	(30.4)	333.0	290.5	302.3
자산/부채의 변동	416.6	12.8	(83.0)	(373.0)	(299.0)
투자활동현금흐름	(743.3)	(168.6)	(318.7)	(132.4)	(114.4)
투자자산감소(증가)	(151.4)	110.1	551.6	(25.0)	(30.0)
유형자산감소(증가)	(574.6)	(273.6)	(249.8)	(249.8)	(249.8)
기타투자활동	(17.3)	(5.1)	(620.5)	142.4	165.4
재무활동현금흐름	(20.5)	(312.1)	(228.6)	(121.3)	(206.2)
금융부채증가(감소)	(96.8)	(219.9)	(549.5)	(200.4)	(180.4)
자본증가(감소)	(34.4)	0.0	25.2	0.0	0.0
기타재무활동	136.0	(78.9)	318.7	120.5	25.3
배당지급	(25.3)	(13.2)	(23.0)	(41.3)	(51.1)
현금의 증감	83.8	(20.1)	149.9	317.7	480.0
Unlevered CFO	459.4	473.2	562.3	464.0	710.7
Free Cash Flow	564.8	4,754.0	339.8	638.8	766.2

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2011	2012	12M Fwd	2011	2012
Korea	8.2	7.2	7.4	39.1	14.0
Emerging Market	11.0	9.4	9.6	27.4	17.5
World	11.6	10.7	10.9	24.7	8.7

* MSCI Chemicals Industry