

오버행 이슈로 인한 추가 하락폭은 제한적. 사야 할 시기

실적은 2011.4Q가 바닥. CB 전환분 시장출회 감안해도 추가 하락폭은 제한적일 듯

BD 가격 전망치 하향으로 인한 2012/13F 영업이익 추정 하향(2012F 1조 452억원→9,504억원, 2013F 1조 1,544억원→1조 784억원)으로 12개월 목표가를 250천원(←변경前 310천원)으로 하향한다. 그러나 1) 합성고무 가격 하락의 빌미가 됐던 BD 가격 하락이 11월을 바닥으로 이미 상승추세로의 반전에 성공했으며, 2) 이로 인한 합성고무 가격 상승 및 출하량 확대 등으로 분기별 실적 역시 2011.4Q가 저점이 될 가능성이 높다는 점을 감안하면, 現주가 수준에서의 비중확대는 충분히 효과적일 것이라는 판단이다. 호남석유화학과 함께 화학업종內 Top Pick을 유지한다.

시장에서 회자되고 있는 CB 주식전환 물량(5,043천주)의 시장 출회 우려에 대한 판단은 유보한다. 그러나 2012F PER이 8.1배 수준으로 부담스럽지 않고, 상기 리스크를 先반영하여 2012년 이후 시장대비 주가가 9.0% 초과하락했을 뿐만 아니라 대주주의 우선매수권 행사 등을 前提하면, 시장 출회時에도 추가 하락폭은 상당히 제한적일 것이라는 판단이다.

2011.4Q 영업이익은 Q/Q 57.5% 줄어드나, 2012.1Q는 93.3% 증익될 전망

BD 가격 하락에 따른 합성고무 가격 하락 및 중국 타이어 업체들의 연말 재고 조정, 금호 P&B의 BPA/페놀 스프레드 하락 및 약 400억원 규모의 일회성 비용 반영 등으로 2011.4Q 영업이익은 Q/Q 57.5% 줄어든 932억원으로 추정된다.

그러나 11월 중순을 바닥으로 BD 가격이 상승세로의 반전에 이미 성공하여 합성고무 가격 역시 상승 가능할 것으로 예상될 뿐만 아니라, 계절적 성수기 진입에 따른 출하량 확대(2011.3QP 212천톤 4QP 202천톤 2012.1QF 235천톤) 등으로 2012.1Q 영업이익은 1,801억원으로 Q/Q 93.3% 증가할 것으로 보여 분기별 실적은 2011.4Q가 바닥이었을 것이라는 판단이다.

Financial Data (K-IFRS, 연결기준)

투자지표	단위	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	십억원	6,897.6	5,718.5	6,564.8	7,223.3	8,073.1
영업이익	십억원	110.4	653.9	874.9	950.4	1,078.4
세전이익	십억원	(1,229.1)	710.9	725.2	871.6	1,012.5
순이익	십억원	(623.6)	471.1	511.2	655.4	761.4
EPS	원	(21,920)	16,560	15,265	19,571	22,734
증감율	%	NA	NA	(7.8)	28.2	16.2
PER	배	NA	10.1	10.4	8.1	7.0
PBR	배	5.1	4.6	3.3	2.4	1.8
EV/EBITDA	배	NA	7.3	6.2	5.4	4.5
ROE	%	(76.2)	61.0	38.8	34.3	29.2
BPS	원	17,652	36,602	47,513	66,760	89,119
Net DER	%	902.3	166.6	81.7	45.5	21.5

자료: 하나대투증권

Earnings Preview

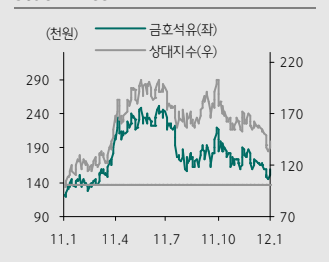
Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,892.39		
52주최고/최저(원)	253,000/120,000		
시가총액(십억원)	4,813.9		
시가총액비중(%)	0.45		
발행주식수(천주)	30,467.7		
60일 평균거래량(천주)	337.7		
60일 평균거래대금(십억원)	57.6		
10년 배당금(원)	1,000		
11년 배당금(예상.원)	1,526		
외국인 지분율(%)	9.75		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(6.2)	(32.9)	30.0
상대	(9.1)	(21.7)	39.8

Consensus Data

	2011	2012
매출액(십억원)	6,488.4	6,863.2
영업이익(십억원)	933.3	978.9
순이익(십억원)	576.0	668.7
EPS(원)	17,199	19,966
BPS(원)	45,232	69,734

Stock Price



Analyst 이정현

☎ 02-3771-7505

✉ chaoslee@hanaw.com

RA 이지연

☎ 02-3771-7518

✉ jylee@hanaw.com

표 1. 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, \$/톤)

구분	2011F	2012F	2013F	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F
매출액	6,565	7,223	8,073	1,600	1,708	1,660	1,597	1,732	1,801	1,789	1,901
합성고무	3,547	3,970	4,201	788	982	946	831	911	1,012	1,007	1,040
합성수지	1,219	1,276	1,367	346	324	274	275	340	342	344	249
기타	1,799	1,978	2,504	466	402	441	490	482	446	438	612
영업이익	875	950	1,078	286	276	219	93	180	241	236	294
합성고무	528	542	601	168	170	115	75	91	145	143	163
합성수지	48	37	55	31	12	6	0	9	10	10	8
기타	301	372	421	89	94	99	18	80	87	83	122
매출액 영업이익률	13.3	13.2	13.4	17.9	16.2	13.2	5.8	10.4	13.4	13.2	15.4
합성고무	14.9	13.6	14.3	21.3	17.3	12.1	9.1	10.0	14.3	14.2	15.7
합성수지	4.0	2.9	4.1	9.0	3.6	2.0	0.0	2.8	2.8	2.8	3.4
기타	16.7	18.8	16.8	19.2	23.5	22.5	3.7	16.6	19.4	19.0	20.0
순영업외비용	150	79	66	9	2	78	61	20	20	20	20
세전이익	725	872	1,012	278	274	141	33	160	221	216	274
순이익	544	697	810	207	190	95	51	128	177	173	219
지배주주순이익	511	655	761	196	179	90	46	115	158	155	228

자료: 하나대투증권

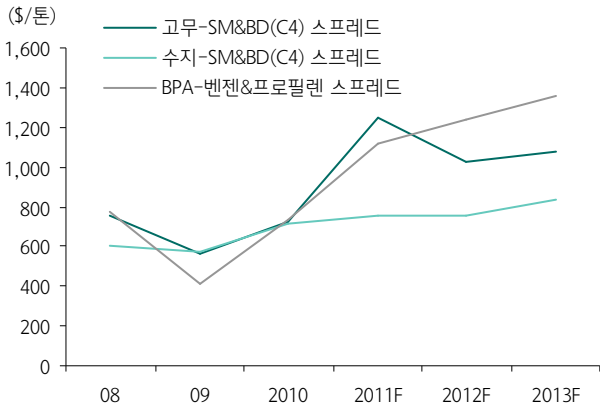
표 2. 목표가 산정 내역

(단위: 십억원, 천원, 배)

구분	2012F	2013F	비고
EBITDA	1,106	1,234	
→ 비지배주주 EBITDA	66	74	
지배주주 EBITDA	1,040	1,160	
적용 EV배수	7.0	7.0	호남석유 적용 EV배수 기준
지배주주 EV	7,239	8,076	*1.2배
1. 관계기업	254	254	
1) 금호폴리캠	95	95	
2) 금호미쓰이	72	72	2011.3Q 장부가
3) 기타 관계기업	87	87	"
2. 매도가능 금융자산	423	423	"
1) 비유동 매도가능 금융자산	405	405	
2) 유동 매도가능 금융자산	19	19	2011.3Q 장부가
투자자산 가치	678	678	"
-순차입금	1,556	1,128	
NAV	6,361	7,625	
발행주식수	27,899	27,899	자사주 제외 기준
주당 NAV	228	273	
2011~2013F 평균		251	
[연도별 주당 NAV 기준 투자지표]			
PER	11.7	12.0	
PCR	9.4	10.0	
PBR	3.1	2.8	
EV/EBITDA	8.6	8.6	

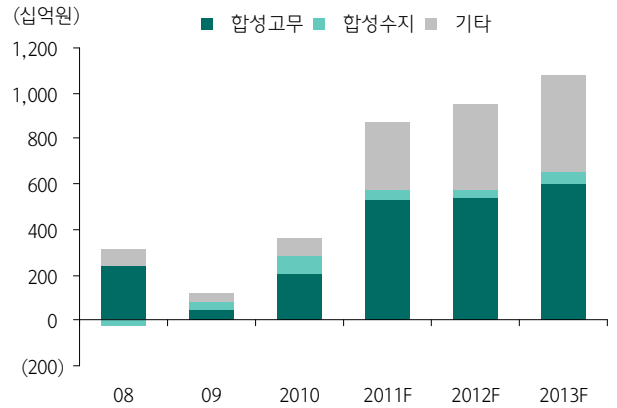
자료: 하나대투증권

그림 1. 주요 제품별 스프레드 추이 및 전망



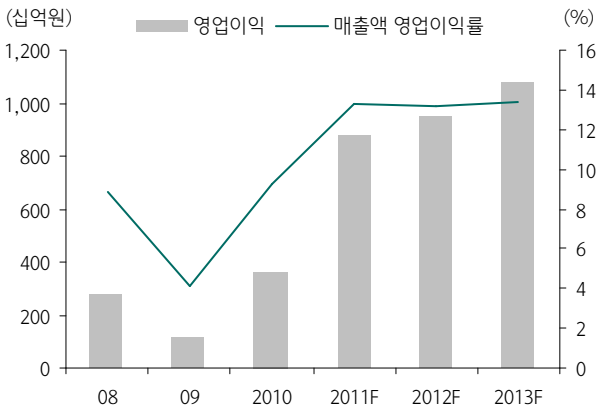
자료: 하나대투증권

그림 2. 부문별 영업이익 추이 및 전망



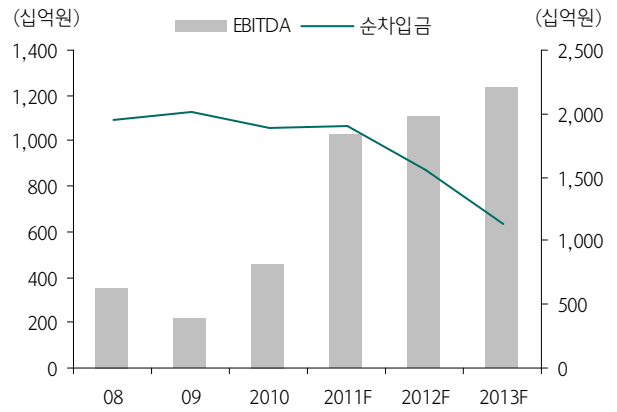
자료: 하나대투증권

그림 3. 연도별 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



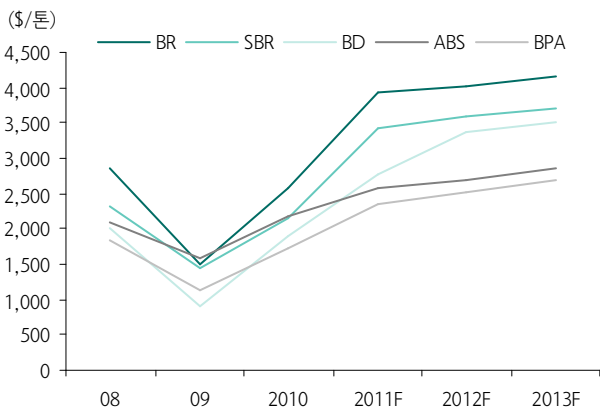
자료: 하나대투증권

그림 4. 연도별 EBITDA, 순차입금 추이 및 전망



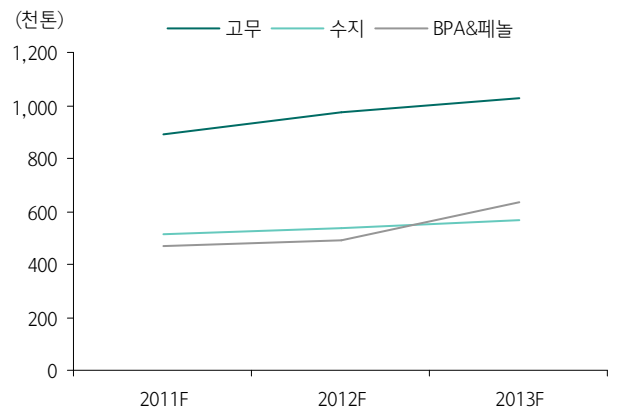
자료: 하나대투증권

그림 5. 주요 원재료, 제품가격 추이 및 전망



자료: 하나대투증권

그림 6. 주요 제품 판매량 추이 및 전망



자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	6,897.6	5,718.5	6,564.8	7,223.3	8,073.1
매출원가	5,920.8	4,747.2	5,510.2	5,926.5	6,604.0
매출총이익	976.8	971.4	1,054.6	1,296.8	1,469.2
판매비	866.4	317.5	183.9	346.4	390.8
조정영업이익	110.4	653.9	870.7	950.4	1,078.4
기타영업손익	0.0	0.0	4.2	0.0	0.0
영업이익	110.4	653.9	874.9	950.4	1,078.4
금융손익	(371.5)	(68.6)	(149.7)	(103.8)	(95.9)
중속/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	725.2	871.6	1,012.5
법인세	(222.7)	173.9	181.3	174.3	202.5
계속사업이익	(1,006.4)	537.0	543.9	697.3	810.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1,006.4)	537.0	543.9	697.3	810.0
비지배주주순이익	(382.8)	65.9	32.6	41.8	48.6
지배주주순이익	(623.6)	471.1	511.2	655.4	761.4
NOPAT	(631.4)	623.5	692.7	805.5	908.9
EBITDA	(478.9)	958.9	1,030.9	1,131.4	1,264.4
성장성(%)					
매출액증가율	(4.1)	(17.1)	14.8	10.0	11.8
EBITDA증가율	NA	NA	7.5	9.8	11.7
(조정)영업이익증가율	(72.4)	492.5	33.2	9.2	13.5
(지배주주)순이익증가율	NA	NA	8.5	28.2	16.2
EPS증가율	NA	NA	(7.8)	28.2	16.2
수익성(%)					
매출총이익률	14.2	17.0	16.1	18.0	18.2
EBITDA이익률	(6.9)	16.8	15.7	15.7	15.7
(조정)영업이익률	1.6	11.4	13.3	13.2	13.4
계속사업이익률	(14.6)	9.4	8.3	9.7	10.0

투자지표

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
주당지표(원)					
EPS	(21,920)	16,560	15,265	19,571	22,734
BPS	17,652	36,602	47,513	66,760	89,119
CFPS	16,147	16,636	10,555	9,553	16,684
EBITDAPS	(16,835)	33,706	30,781	33,783	37,752
SPS	242,465	201,018	196,016	215,678	241,053
DPS	0	1,000	1,526	1,957	2,273
주기지표(배)					
PER	NA	10.1	10.4	8.1	7.0
PBR	5.1	4.6	3.3	2.4	1.8
PCFR	5.6	10.1	15.0	16.5	9.5
EV/EBITDA	NA	7.3	6.2	5.4	4.5
PSR	0.4	0.8	0.8	0.7	0.7
재무비율(%)					
ROE	(76.2)	61.0	38.8	34.3	29.2
ROA	(10.5)	8.3	12.7	14.6	15.3
ROIC	(8.6)	13.3	23.4	23.3	23.9
부채비율	1,220.5	301.9	149.9	101.4	69.6
순부채비율	902.3	166.6	81.7	45.5	21.5
이자보상배율(배)	0.3	4.6	6.0	7.6	9.7

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	1,433.9	1,823.9	2,260.2
금융자산	338.5	198.2	109.0	247.9	429.9
현금성자산	228.3	150.8	58.6	197.5	379.5
매출채권	1,215.4	742.3	592.6	505.5	437.9
재고자산	978.6	450.4	516.0	454.2	406.1
기타유동자산	126.1	12.1	216.3	616.3	986.3
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	4,507.8	5,016.7	5,577.1
유동부채	6,555.8	2,239.5	1,879.1	1,691.8	1,576.6
금융부채	5,029.3	1,599.1	1,256.5	1,130.8	952.3
매입채무	1,497.5	560.5	490.0	539.1	602.5
기타유동부채	29.0	80.0	132.6	21.8	21.8
비유동부채	1,684.6	988.2	824.5	834.3	712.4
금융부채	1,457.4	954.6	747.7	672.9	605.7
기타비유동부채	227.1	33.6	76.8	161.3	106.7
부채총계	8,240.3	3,227.8	2,703.6	2,526.1	2,289.0
지배주주지분	462.1	1,001.2	1,551.2	2,195.8	2,944.6
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	949.4	1,594.0	2,342.8
비지배주주지분	213.0	68.0	253.0	294.8	343.4
자본총계	675.1	1,069.2	1,804.2	2,490.6	3,288.0
순금융부채	6,091.9	1,780.9	1,473.1	1,133.8	706.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
영업활동현금흐름	834.3	559.7	502.3	428.1	657.7
당기순이익	(623.6)	471.1	511.2	655.4	761.4
조정	1,424.2	9.9	441.6	381.3	391.6
감가상각비	378.7	179.4	156.0	156.0	156.0
외환거래손익	(21.1)	1.8	7.9	(17.8)	(7.4)
지분법손익	690.0	(140.9)	(20.0)	(25.0)	(30.0)
기타	376.6	(30.4)	297.7	268.1	273.0
자산/부채의 변동	416.6	12.8	(160.0)	(354.5)	(238.0)
투자활동현금흐름	(743.3)	(168.6)	(340.1)	(132.3)	(123.4)
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)	(641.9)	142.6	156.5
재무활동현금흐름	(20.5)	(312.1)	(311.7)	(157.0)	(352.3)
금융부채증가(감소)	(96.8)	(219.9)	(549.5)	(200.4)	(245.9)
자본증가(감소)	(34.4)	0.0	25.2	0.0	0.0
기타재무활동	136.0	(78.9)	235.5	84.6	(54.6)
배당지급	(25.3)	(13.2)	(23.0)	(41.1)	(51.9)
현금의 증감	83.8	(20.1)	(149.5)	138.9	182.0
Unlevered CFO	459.4	473.2	353.5	319.9	558.8
Free Cash Flow	564.8	4,754.0	52.0	458.3	539.3

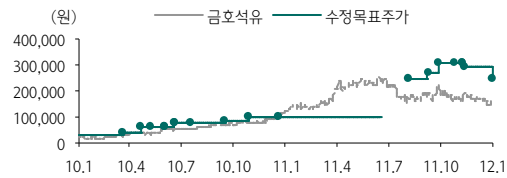
Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2011	2012	12M Fwd	2011	2012
Korea	8.7	7.6	7.6	27.6	13.5
Emerging Market	10.7	9.2	9.2	19.0	16.3
World	11.4	10.6	10.7	21.9	7.1

* MSCI Chemicals Industry

투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

▶ 금호석유		
날짜	투자이견	수정목표주가
12.1.20	BUY	250,000 원
11.12.2	BUY	290,000 원
11.11.28	BUY	310,000 원
11.11.27	BUY	310,000 원
11.11.15	BUY	310,000 원
11.10.17	BUY	310,000 원
11.9.28	BUY	270,000 원
11.8.24	BUY	246,000 원
11.1.6	BUY	103,000 원
10.11.15	BUY	103,000 원
10.10.6	BUY	88,000 원
10.8.4	BUY	74,000 원
10.7.8	BUY	74,000 원
10.7.7	BUY	74,000 원
10.6.22	BUY	60,000 원
10.6.21	BUY	60,000 원
10.5.26	BUY	60,000 원
10.5.10	BUY	60,000 원
10.4.8	BUY	40,000 원



투자이견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석	
분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업분석	
분류	적용기준
Overweight(비중확대)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 하락 가능

2. 투자이견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2012년 1월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정현)는 2012년 1월 20일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.