

Bookook Research Center

최상도 (02)368-9515

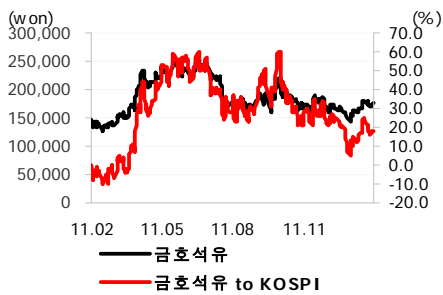
sdchoi@bookook.co.kr

Buy (유지)

목표주가 **240,000원**

현재가 (원)	170,500
액면가 (원)	5,000
자본금 (억원)	1,675
시가총액 (억원)	53,149
상장주식수 (만주)	3,349
외국인보유비중 (%)	10.2
60일 평균거래량 (주)	329,905
52주 최고/최저 (원)	253,000
주요주주	박철완 11.96 %

Stock Performance



금호석유 (011780)

바닥은 확인했다

- 4분기 실적은 일회성 비용 발생 등으로 부진
- 1분기부터 실적개선 기대
- 증설로 시장지배력 확대될 듯

4분기 실적은 예상치 하회

4분기 매출액과 영업이익은 전분기대비 각각 10.3%, 70.0% 감소하며, 당사 및 시장컨센서스를 하회하는 부진한 실적을 나타냄. 주요 원재료인 부타디엔 가격이 하락하였으나, 합성고무의 수요가 감소하면서 합성고무의 수익성이 하락하였고, 합성수지 및 페놀유도체의 실적도 수요둔화로 부진. 또한, 성과급, 러시아 유전 손상처리 등 일회성 비용 470억원이 반영된 것도 실적부진의 요인.

1분기부터 실적개선 기대

1분기에는 실적개선이 기대됨. 일회성 비용이 없어지는데다, 합성고무 수요회복이 더디나, 부타디엔 가격급등 및 천연고무 가격 강세로 합성고무 가격이 상승하고 있고, 합성수지 및 페놀유도체의 가격도 오르고 있기 때문임. 하반기로 갈수록 수요증가로 실적개선이 두드러질 전망.

성장성도 갖추고 있어

금년말 SBR 11만톤과 S-SBR 6만톤, BPA 15만톤의 증설이 완료될 것으로 예상되며, 내년에는 페놀 30만톤과 아세톤 18.5만톤도 증설예정임. 또한, 금호폴리켄, 금호미쓰이화학의 증설도 계획되어 있어 고수의 아이템인 열병합발전소의 증설도 기대됨. 금호석유화학의 6개월 목표주가 240,000원과 투자 의견 Buy 유지.

결산월	매출액	영업이익	세전이익	지배주주순이익	EPS	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
12 월	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)
2008	71,925	3,994	-1,049	-515	-1,810	NA	8.5	0.5	-5.3
2009	68,976	1,104	-12,291	-6,236	-21,920	NA	14.4	1.7	-80.1
2010	57,185	6,539	7,109	4,711	16,560	5.5	5.9	3.2	71.9
2011E	64,574	8,475	7,628	4,961	14,814	11.3	7.2	4.2	44.8
2012E	68,180	8,185	6,937	5,271	15,738	10.8	7.1	2.6	32.7

4분기 및 2011년 실적 Review

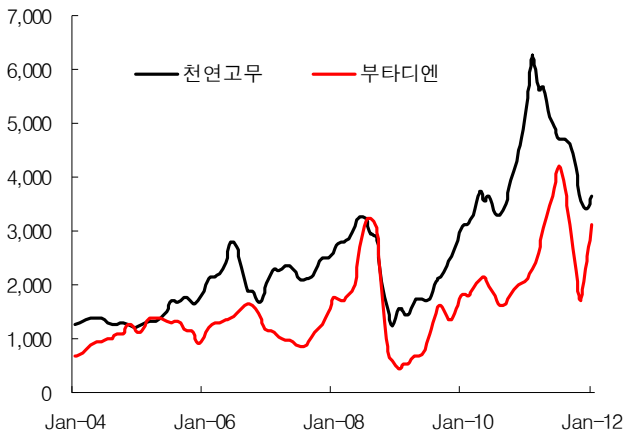
4분기 실적은 예상을 크게 하회

4분기 매출액과 영업이익은 전분기대비 각각 10.3%, 70.0% 감소한 14,893억원과 658억원에 그치는 등 당사 및 시장컨센서스를 하회하는 부진한 실적을 보였다. 열병합발전의 건조한 실적, 주요 원재료인 부타디엔 가격하락에도 불구하고 글로벌 경제위기로 주력제품인 합성고무의 수요가 감소하면서 합성고무의 수익성이 하락한데다, 합성수지 및 페놀유도체의 실적도 수요부진으로 급감하였기 때문이다. 또한, 실적개선에 따른 성과급 지급, 러시아 유전개발 관련 손상처리, 열병합발전소 유휴설비 스크랩 비용 등 일회성 비용 470억원도 반영된 결과였다. 4분기 실적부진에도 불구하고 2011년 매출액과 영업이익은 합성고무의 호황 등 상반기 실적호조 영향으로 전년대비 각각 30.3%, 39.1% 급증한 64,574억원과 8,475억원을 달성하며, 사상 최대실적을 시현하였다. 세전이익도 지분법 이익 증가 등으로 46.1% 증가한 7,268억원을 기록하였다.

순차입금 5,000억원 이상 감소

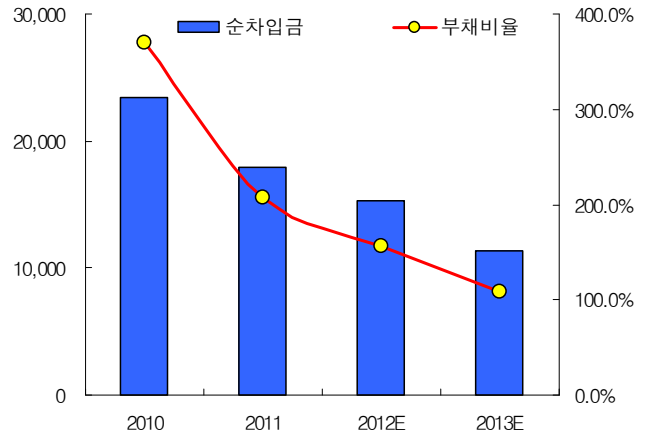
한편, 2.3조원을 상회했던 순차입금은 CB전환 2,000억원, 실적개선에 따른 영업현금흐름 증가, 금호산업 및 금호타이어 지분 매각 등으로 전년대비 5,000억원 이상 감소한 1.8조원 수준을 나타냈다. 다만, 채권단과 맺은 자율협약 졸업요건은 충족하였으나, 지속가능한 성장기반 마련을 위해 금년까지 유지하기로 하였다.

[그림 1] 천연고무 및 부타디엔 가격 추이 (단위: USD/톤)



자료: 수입업협회 씨스퀘닷컴

[그림 2] 재무구조 추이 및 전망 (단위: 억원)



자료: 금호석유화학 부국증권 추정

실적전망

합성고무 타이트한 수급으로
금년에도 실적호조세 이어질 전망

2012년 매출액은 전년대비 각각 5.6% 증가한 68,180억원이 예상되지만, 영업이익은 3.4% 감소한 8,185억원이 전망된다. 전년 상반기 실적이 매우 좋았던 점을 감안하면 나쁘지 않은 실적이다. 금년 중국, 인도를 중심으로 합성고무의 증설이 예정되어 있고, 글로벌 경제위기로 인한 수요둔화로 수급완화가 예상되지만, 핵심 원재료인 부타디엔의 증설도 많지 않아 실질적인 공급은 제한적일 것으로 추정되고, 중국의 자동차 생산증가에 따른 신차용 타이어 수요증가, 타이어 노후화에 따른 교체용 타이어 수요증가, 작황부진에 따른 천연고무 가격강세 등으로 합성고무의 호조세가 기대된다. 다만, 페놀유도체는 LG화학의 증설 영향으로 실적감소가 예상된다.

상저하고의 실적 기대

분기별로는 전년과 달리 후반으로 갈수록 실적개선이 두드러질 전망이다. 글로벌 경제위기로 전년 4분기 톤당 3,000달러 초반까지 하락했던 BR가격은 금년 들어 부타디엔의 가격상승과 더불어 톤당 3,500달러선에 근접하고 있으며, LG화학, 대만의 TSRC-UBE 및 중국업체들이 원재료가격 급등영향으로 최근 가동률을 축소하거나 가동을 멈추고 있어 추가적인 상승이 예상된다. 특히, 하반기로 갈수록 유럽발 경제위기가 진정되면서 수요증가로 합성고무 가격상승이 전망되고, 4분기에는 합성고무 증설분 가동 영향도 기대된다.

[표1] 분기실적 추이 및 전망

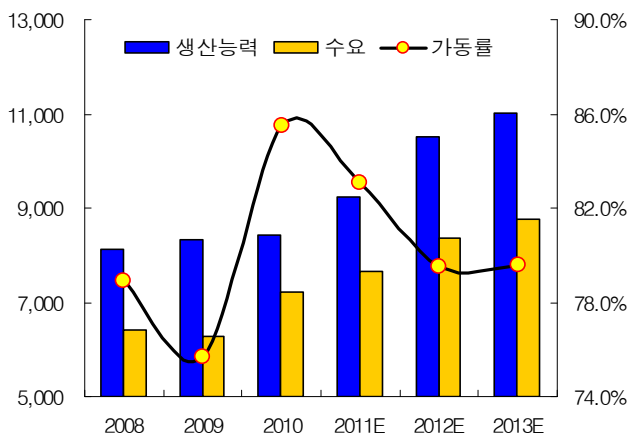
(단위 : 억원)

구 분	1Q	2Q	3Q	4QP	2011P	1QE	2QE	3QE	4QE	2012E
매출액	16,002	17,077	16,603	14,893	64,574	15,995	16,706	17,964	17,515	68,180
합성고무	7,876	9,818	9,456	8,209	35,359	8,825	9,686	10,064	10,107	38,682
합성수지	3,458	3,236	2,741	3,029	12,464	3,241	3,338	3,438	3,095	13,112
페놀유도체	3,426	2,978	3,248	2,569	12,221	2,723	2,592	3,190	3,126	11,632
열병합 등	1,242	1,045	1,158	1,086	4,531	1,206	1,089	1,272	1,187	4,755
영업이익	2,864	2,761	2,192	658	8,475	1,605	2,056	2,336	2,187	8,185
합성고무	1,679	1,700	1,134	738	5,251	1,085	1,463	1,550	1,476	5,574
합성수지	312	149	55	1	517	97	137	151	124	509
페놀유도체	650	597	389	103	1,739	199	275	396	363	1,232
열병합 등	223	315	614	-184	968	223	182	239	225	869
세전이익	2,778	2,737	1,409	704	7,628	1,466	1,777	1,569	2,125	6,937
지배주주이익	1,962	1,790	900	309	4,961	1,128	1,351	1,174	1,617	5,271

자료 : 금호석유화학, 부국증권 추정

[그림 3] SBR/BR 수급 전망

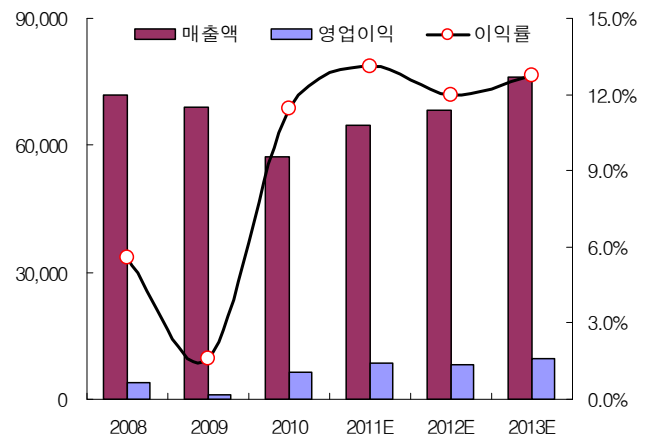
(단위 : 천톤)



자료 : 금호석유화학 산업자료

[그림 4] 연간실적 추이 및 전망

(단위 : 억원)



자료 : 금호석유화학 부국증권 추정

증설로 시장지배력 강화

성장성도 확보하고 있어

금년말을 목표로 SBR 11만톤과 S-SBR 6만톤의 증설이 진행 중이며, 금호피앤비화학도 BPA 15만톤을 완공할 예정이다. 합성고무 증설로 연간 5,000억원 이상, BPA 증설로 약 3,000억원의 매출증가가 예상된다. 특히, 타이어의 연비, 회전저항, 젖은 노면의 접지력과 소음, 마모도 등 타이어의 안정성과 친환경성에 대해 등급을 매기는 타이어 라벨링 제도가 2012년 11월부터 유럽에서 시행되고, 우리나라, 미국, 일본 등도 도입할 예정이어서 S-SBR의 수요가 급증할 전망이다. 이에 따른 수혜가 기대된다. 현재 S-SBR의 생산능력은 2만톤 수준(Nd-BR과 혼용생산, 전용시 4.5만톤 생산가능)으로 증설이 완료되면 8만톤으로 증가하게 된다. 또한, 2013년에는 페놀 30만톤과 아세톤 18.5만톤의 증설도 예정되어 있으며, 합성고무 및 페놀유도체 증설, 금호폴리캠, 금호미쓰이화학의 증설로 스팀과 전기가 추가로 필요하게 됨에 따라 고수익 품목인 제3열병합발전소의 건설도 예상된다.

목표주가 240,000원,
투자의견 Buy 유지

Valuation

금호석유화학의 6개월 목표주가를 240,000원과 투자의견은 Buy를 유지한다. 4분기를 바닥으로 1분기부터 실적개선이 기대되며, 전년과 달리 상저하고의 실적이 예상되는 등 후반으로 갈수록 실적모멘텀이 두드러질 전망이다. 또한, SBR 및 S-SBR, BPA 등의 증설로 성장성도 확보하고 있으며, 대우건설, 아시아나항공 등 매도가능증권의 매각시 추가적인 현금성 자산 유입으로 재무구조도 더욱 건실해질 전망이다. 목표주가 240,000원은 2012년, 2013년 예상실적 기준 PER 각각 15.2배, 12.3배 수준이다. 최근 주가는 4분기 실적부진 영향으로 KOSPI를 Underperform하고 있으나, 향후 실적개선폭이 크고, 성장성도 갖추고 있다는 점을 감안하면 상승가능성이 높은 것으로 판단된다.

[표2] 목표주가 산출

(단위 : 억원, 원, 천주)

구 분	Value	비 고
영업가치(A)	76,207	2012년 2013년 평균 EBITDA 7배 적용
투자자산가치(B)	4,600	
금호폴리캠	454	2011년 3분기말 장부가치
금호미쓰이화학	688	2011년 3분기말 장부가치
아시아나항공	1,633	시가(02/17)의 20% 할인
대우건설	1,353	시가(02/17)의 20% 할인
기타	472	2011년 3분기말 장부가치 20% 할인
순차입금(C)	17,944	2011년말 기준
기업가치(D)	62,863	A + B - C
우선주가치(E)	1,202	시가(02/17)
보통주가치(F)	61,661	D - E
보통주주식수(G)	24,875	2011년말 기준(자기주식 제외)
주당가치(H)	247,883	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

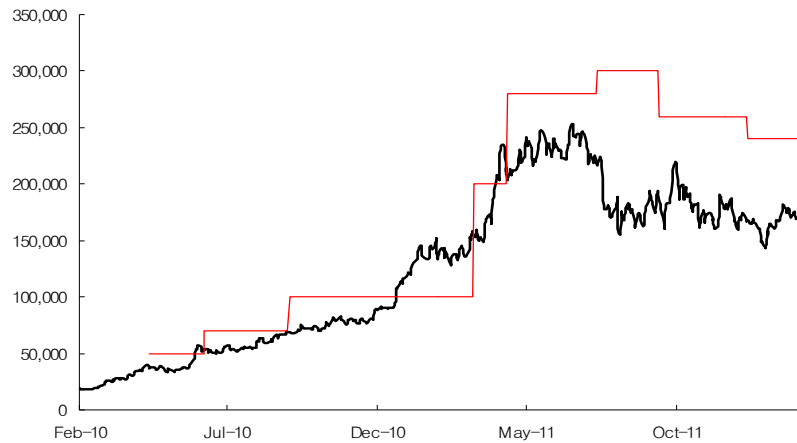
기업분석

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
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
2011. 12. 29	Buy	240,000원
2012. 02. 20	Buy	240,000원



- ❖ 본 자료는 2012년 02월 17일 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 중간사로 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

재무상태표

(단위: 억원)

	2009	2010	2011E	2012E
유동자산	26,150	14,234	19,804	22,095
현금 및 현금성자산	2,283	2,082	4,374	3,949
매출채권	11,239	5,937	8,340	10,159
재고자산	9,786	5,169	6,255	7,006
비유동자산	63,005	29,718	26,273	28,324
관계기업투자	9,705	574	2,720	3,455
유형자산	48,287	21,425	18,756	20,041
무형자산	1,416	509	354	324
자산총계	89,155	43,952	46,077	50,420
유동부채	65,558	22,056	26,794	25,324
매입채무	9,567	4,268	4,766	5,605
단기금융부채	50,293	14,594	19,347	16,847
비유동부채	16,846	11,209	4,648	5,395
장기금융부채	14,574	10,862	3,648	3,648
기타비유동부채	716	212	713	1,560
부채총계	82,403	33,265	31,442	30,719
지배주주지분	4,621	8,484	13,652	18,577
자본금	1,422	1,422	1,674	1,674
자본잉여금	3,034	900	2,538	2,538
이익잉여금	-2,838	4,466	10,646	15,572
비지배주주지분	2,130	2,203	983	1,123
자본총계	6,751	10,687	14,635	19,700

현금흐름표

(단위: 억원)

	2009	2010	2011E	2012E
영업활동으로 인한 현금흐름	7,341	5,343	7,603	6,628
당기순이익(손실)	-10,064	5,370	5,238	5,411
비현금수익비용가감	14,242	99	5,016	4,560
유형자산감가상각비	3,453	1,682	1,542	1,715
무형자산상각비	334	112	86	70
영업활동으로 인한 자산 및 부채의 변동	3,163	-126	-1,273	-1,817
매출채권 감소(증가)	2,102	-691	-691	-1,934
재고자산의(증가)감소	4,832	-765	-1,788	-751
매입채무 감소(증가)	724	81	1,264	873
투자활동으로 인한 현금흐름	-6,430	-1,432	-1,258	-3,031
유형자산처분(취득)	-5,746	-2,736	-2,366	-3,000
무형자산감소(증가)	-214	-47	-40	-40
장단기금융자산의 감소(증가)	-284	-662	949	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-205	-3,121	-3,537	-4,022
장단기금융부채의 감소(증가)	429	-2,989	-4,011	-2,500
자본의 증가(감소)	-344	0	2,000	0
배당금지급	-253	-132	-230	-345
현금의 증가	838	-201	2,292	-425
기초현금	1,445	2,283	2,082	4,374
기말현금	2,283	2,082	4,374	3,949

포괄손익계산서

(단위: 억원)

	2009	2010	2011E	2012E
매출액	68,976	57,185	64,574	68,180
매출원가	59,208	47,472	54,169	57,905
매출총이익	9,768	9,714	10,405	10,275
판매비와관리비	8,664	3,175	2,031	2,090
조정영업이익	1,104	6,539	8,375	8,185
기타수익	0	0	1,262	0
기타비용	0	0	-1,162	0
영업이익	1,104	6,539	8,475	8,185
이자손익	-3,700	-1,342	-1,329	-1,148
외환손익	299	14	70	0
관계기업등 투자손익	-6,900	1,409	716	735
세전계속사업이익	-12,291	7,109	7,628	6,937
법인세비용	-2,227	1,739	2,390	1,526
계속사업이익	-10,064	5,370	5,238	5,411
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-10,064	5,370	5,238	5,411
지배주주	-6,236	4,711	4,961	5,271
EBITDA	4,891	8,333	10,003	9,971
FCF	7,094	6,946	1,436	3,413
EBITDA 마진율(%)	7.1	14.6	15.5	14.6
영업이익률(%)	1.6	11.4	13.0	12.0
지배주주귀속 순이익률(%)	-9.0	8.2	7.7	7.7

주요투자지표

(단위: 억원)

	2009	2010	2011E	2012E
P/E(x)	NA	5.5	11.3	10.8
P/CF(x)	NA	4.0	8.5	8.0
PBR(x)	1.7	3.2	4.2	2.6
EV/EBITDA(x)	14.4	5.9	7.2	7.1
EPS(원)	-21,920	16,560	14,814	15,738
CFPS(원)	-8,608	22,866	19,674	21,068
BPS(원)	12,468	28,034	39,714	65,436
DPS(원)	0	1,000	1,200	1,200
매출액증가율(%)	-4.1	-17.1	12.9	5.6
EBITDA 증가율(%)	-45.2	70.4	20.0	-0.3
조정영업이익증가율(%)	-72.4	492.5	28.1	-2.3
지배주주순이익증가율(%)	적지	흑전	5.3	6.2
EPS 증가율(%)	적지	흑전	-10.5	6.2
매출채권회전율(회)	5.9	6.7	9.0	7.4
재고자산회전율(회)	5.6	7.6	11.3	10.3
ROA(%)	-10.5	8.1	11.6	11.2
ROE(%)	-80.1	71.9	44.8	32.7
부채비율(%)	1220.5	311.3	214.8	155.9
순차입금/자기자본(%)	910.6	214.0	127.2	84.0
영업이익/이자비용(x)	0.3	4.6	12.2	7.0