

HI Research Center
Data, Model & Insight

석유화학/정유
이희철 (2122-9199)
chemlee@hi-ib.com

화학스몰캡
이명현 (2122-9206)
mr.lee@hi-ib.com

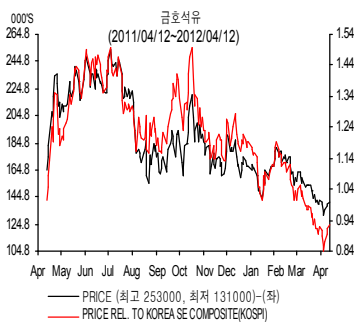
Buy (Maintain)

목표가(6M) 190,000원
증가(2012/04/12) 141,500원

Stock Indicator

자본금	1,422 억원
발행주식수	3,349만주
시가총액	44,156억원
외국인지분율	11.00%
배당금(2010)	1,000원
EPS(2011)	15,097 원
BPS(2011)	42,176 원
ROE(2011)	44.0 %
52주 주가	131,000~253,000원
60일평균거래량	234,760주
60일평균거래대금	372.7억원

Price Trend



금호석유(011780)

Start가 예상보다 괜찮다

■ 1Q12 Preview: 당초 우려보다는 양호한 1분기 실적

금년 1분기 매출액은 YoY 기준으로 +1.3% 소폭 증가했으나 영업이익은 -54.8%로 뚜렷한 둔화세를 나타냈다. 다만 QoQ 기준으로는 일회성비용(470억원) 소멸과 3월 합성고무 마진 반등 등으로 영업이익이 당초 예상치를 다소 상회하며 비교적 양호한 수준을 기록했다. 합성고무 영업이익률은 1분기에 평균 8.6% 내외를 기록한 것으로 추정되며, 특히 3월에는 회복세가 보다 가시화되면서 9%대 중반까지 개선된 것으로 나타났다. 합성수지 영업이익률은 2% 중반 내외로 전분기(BEP 수준) 보다는 다소 개선되었으나, 자회사인 금호P&B의 페놀유도체 부문은 낮은 마진이 금년 1분기에도 이어진 것으로 나타났다.

한편 금호폴리캠(EPDM), 금호미쓰이(MDI) 등 여타 계열사 실적이 호전되면서 지분법이익이 전분기대비 다소 개선된 215억원을 기록하였고, 본사부문 중심으로 실적이 반등하면서 지배주주 순이익이 보다 개선된 것으로 나타났다.

■ 합성고무 SBR/BR 글로벌 1위 생산업체. 2Q부터 회복 가시화 예상

동사는 합성고무 SBR/BR 기준 연산 84.5만톤 규모의 생산능력을 보유한 글로벌 1위 업체로서, 금년 1분기에 주력시장인 중국/인도 수요가 매우 부진하였음에도 불구하고 타사대비 비교적 견조한 실적을 기록한 것으로 보인다. 실제로 동사 전체 수출에서 중국/인도 비중이 작년 56%에서 금년 1Q에는 46%로 낮아진 반면, 수요가 양호한 동남아, 미국 등의 비중이 높아졌다. 수출선을 다변화 하면서 효율적으로 대응하고 있는 것으로 보인다.

주력부문인 합성고무 이익률이 2분기부터 10% 이상으로 회복될 것으로 예상되는 가운데, 동사 전체 영업이익률도 2Q 9.5% 내외, 3Q 11.5% 내외로 점차 호전될 전망이다. 신증설 효과와 판가 상승 등으로 외형규모가 커지면서 완만한 이익률 반등에도 불구하고 절대 영업이익은 보다 개선될 전망이다. 페놀유도체, 합성수지, 정밀화학 등 기타부문 실적도 점차 회복세를 보일 것으로 추정된다.

■ 작년 고점 이후 주가조정 지속. 하반기 업황회복 감안시 바닥권 판단

동사 영업실적은 작년 3분기 이후 뚜렷한 하락세를 나타내면서 주가도 동반 하락세가 심화되어 왔다. 하지만 작년 4Q 또는 금년 1Q를 저점으로 점차 업황이 턴어라운드 하고 있는 가운데 동사는 타사대비 견조한 영업마진을 기록하고 있는 것으로 보인다. 중국 경기사이클 회복 전망, SBR(9월) 및 S-SBR(11월) 등 신증설 효과 등을 감안하면 하반기로 갈수록 실적 모멘텀이 강화될 전망이어서, 현재 주가는 바닥권 수준으로 판단된다. 금년 추정기준으로 PER 8.8배 내외이나 하반기부터 회복세를 가정할 경우 내년기준 PER은 6.2배로 낮아질 전망이다.

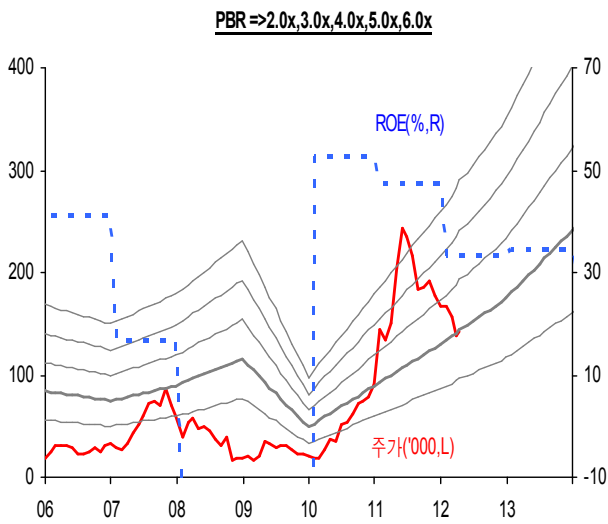
<표1> 금호석유(011780) 연간 및 분기 실적 추정

(단위:억원,%)

구분	2011년				2012년				FY10	FY11	FY12E	FY13E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE				
매출액	16,002	17,077	16,603	14,892	16,213	17,170	18,717	19,643	49,570	64,574	71,743	84,552
합성고무	7,876	9,818	9,456	9,033	8,709	9,404	10,695	11,433	22,340	35,359	40,241	46,138
합성수지	3,458	3,236	2,741	3,029	3,420	3,511	3,454	3,569	12,199	12,464	13,954	14,804
기타(에너지/정밀)	1,241	1,045	1,158	1,016	1,185	1,143	1,256	1,238	4,026	4,530	4,821	5,716
폐놀유도체	3,426	2,978	3,248	2,569	2,899	3,112	3,313	3,403	11,005	12,221	12,727	17,895
영업이익	2,864	2,761	2,192	605	1,294	1,633	2,155	2,315	5,710	8,422	7,397	9,943
영업이익률(%)	17.9	16.2	13.2	4.1	8.0	9.5	11.5	11.8	11.5	13.0	10.3	11.8
세전이익	2,778	2,737	1,409	660	1,318	1,682	2,231	2,341	5,951	7,584	7,583	10,646
지배주주 순이익	1,962	1,790	900	404	1,028	1,198	1,590	1,607	4,714	5,056	5,403	7,585
증감률(YoY,%)												
매출액	39.4	40.0	30.1	45.7	1.3	0.5	12.7	31.9		30.3	11.1	17.9
영업이익	129.0	93.1	54.1	-62.4	-54.8	-40.8	-1.7	282.7		47.5	-12.2	34.4
지배주주 순이익	138.9	182.7	-19.1	-31.9	-47.6	-33.1	76.6	297.6		6.9	40.4	13.6
증감률(QoQ,%)												
매출액	56.5	6.7	-2.8	-10.3	8.9	5.9	9.0	4.9				
영업이익	78.2	-3.6	-20.6	-72.4	113.9	26.2	31.9	7.4				

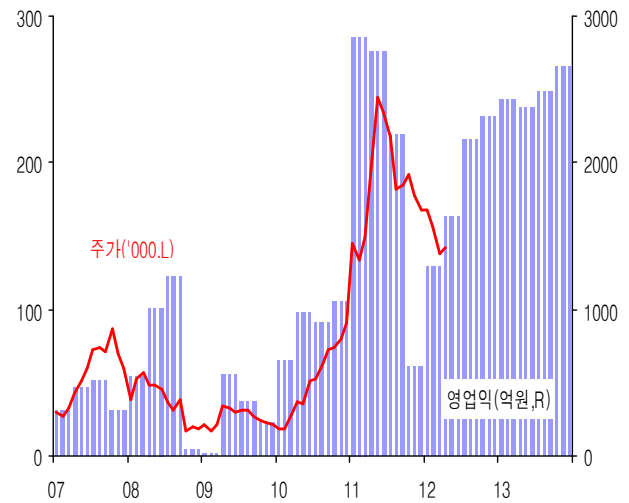
주: 계열사별 세부실적은 추정치임.

<그림 1> 금호석유 PBR 밴드와 주가 및 ROE

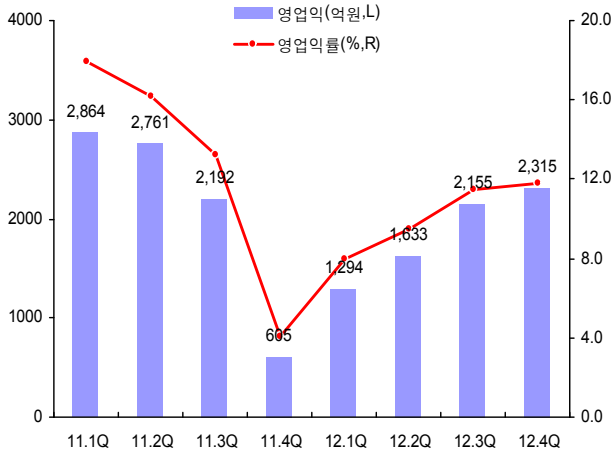


자료: Dataguide, 금호석유, 하이투자증권 리서치센터

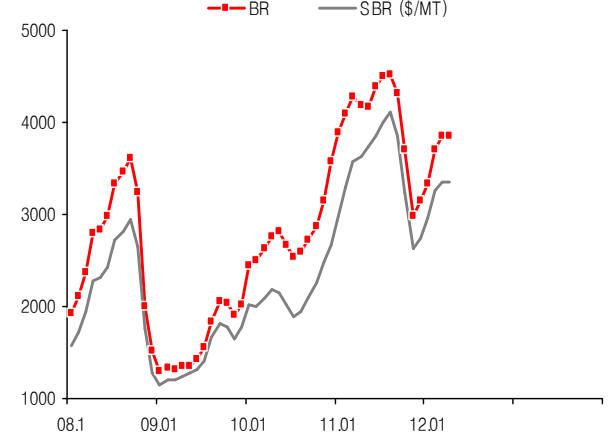
<그림 2> 금호석유 주가 및 분기 영업익 추이(전망)



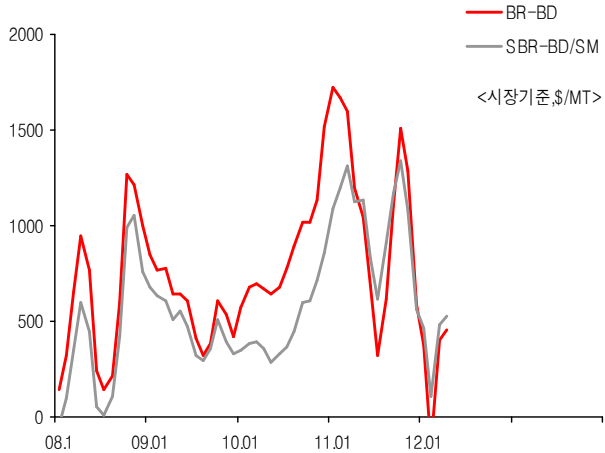
<그림 3> 금호석유 분기 영업익 및 영업익률 전망



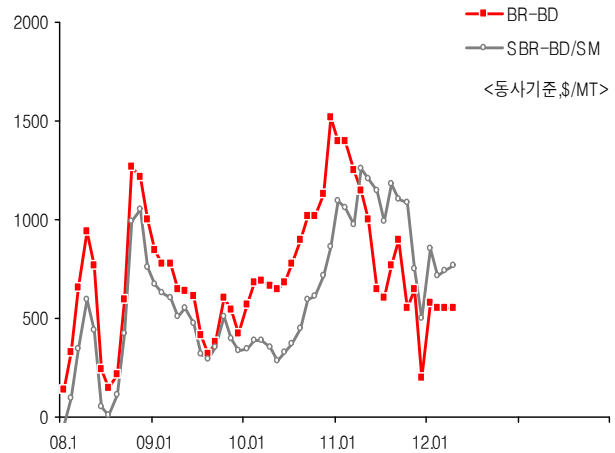
<그림 4> 합성고무 가격 추이



<그림 5> 합성고무 시장(Spot) 마진



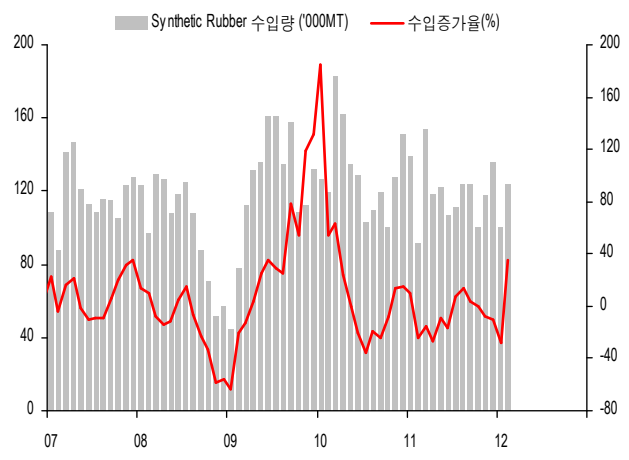
<그림 6> 금호석유 합성고무 추정마진 추이



<그림 7> 부타디엔 가격과 마진 추이

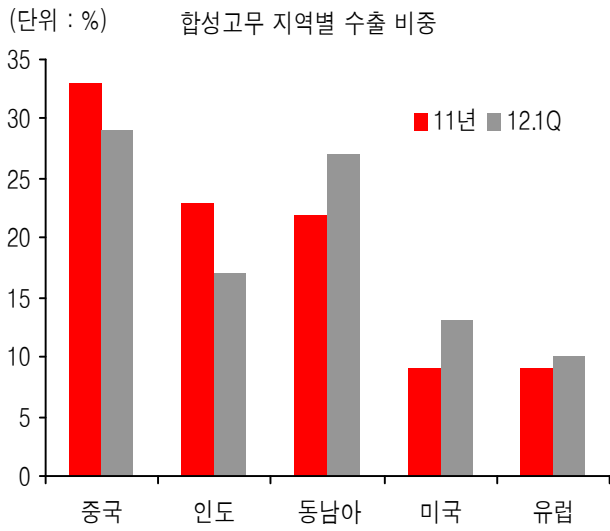


<그림 8> 중국 합성고무 수입량 및 수입증가율



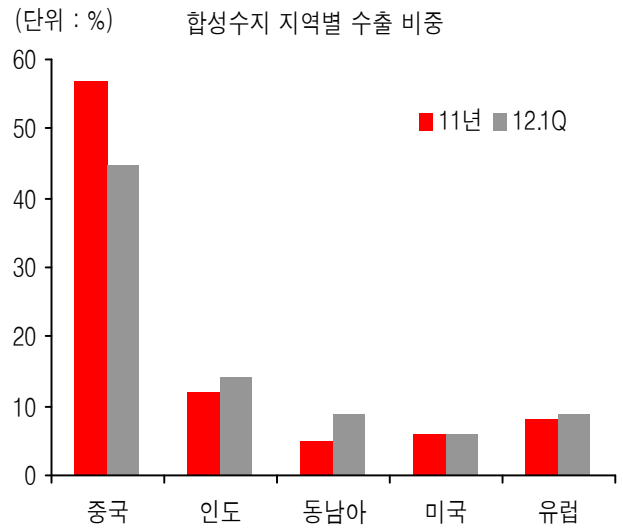
자료: Platts, 금호석유, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

<그림 9> 금호석유 합성고무 지역별 수출비중



자료: 금호석유, 하이투자증권 리서치센터

<그림 10> 금호석유 합성수지 지역별 수출비중



IFRS 연결 추정 재무제표

재무상태표

(단위:억원)

	2010	2011	2012E	2013E
유동자산	14,031	20,581	20,607	23,623
현금 및 현금성자산	2,082	5,051	4,312	4,418
단기금융자산	504	332	381	449
매출채권	6,352	9,205	9,255	10,907
재고자산	5,169	5,816	6,461	7,615
비유동자산	27,178	26,561	30,610	34,577
유형자산	21,425	19,224	21,185	23,081
무형자산	509	352	1,066	1,066
자산총계	41,209	47,142	51,217	58,200
유동부채	22,395	27,132	26,352	26,103
매입채무	6,482	7,210	8,010	9,440
단기차입금	19			
유동성장기부채	8,700	11,228	9,728	8,128
비유동부채	9,882	4,440	3,920	3,401
사채	4,523	996	496	496
장기차입금	5,713	2,652	2,652	2,152
부채총계	32,278	31,572	30,272	29,504
지배주주지분	8,484	14,477	19,567	26,918
자본금	1,422	1,675	1,675	1,675
자본잉여금	900	2,653	2,653	2,653
이익잉여금	4,466	10,469	15,559	22,910
기타자본항목	-615	-402	-402	-402
비지배주주지분	2,203	1,094	1,378	1,777
자본총계	10,687	15,571	20,946	28,695

현금흐름표

(단위:억원)

	2010	2011	2012E	2013E
영업활동 현금흐름	5,597	6,695	8,694	10,185
당기순이익	3,460	5,438	5,687	7,985
유형자산감가상각비	1,682	1,460	1,638	1,802
무형자산상각비	112	85	85	260
지분법관련손실(이익)	390	728	1,050	1,365
투자활동 현금흐름	-1,686	-2,460	-3,359	-3,242
유형자산의 처분(취득)	2	3	152	152
무형자산의 처분(취득)	795	72	-800	-260
금융상품의 증감	-799	2,797	-689	174
재무활동 현금흐름	-3,121	-690	-2,393	-2,414
단기금융부채의증감	-16	-19		
장기금융부채의증감	35	-609		
자본의증감				
배당금지급	-132	-230	-559	-597
현금및현금성자산의증감	-201	3,543	-739	106
기초현금및현금성자산	2,283	1,508	5,051	4,312
기말현금및현금성자산	2,082	5,051	4,312	4,418

자료 : 금융석유, 하이투자증권 리서치센터

주) 영업이익은 회사발표 기준, 주요투자지표는 지배주주귀속분 기준

포괄손익계산서

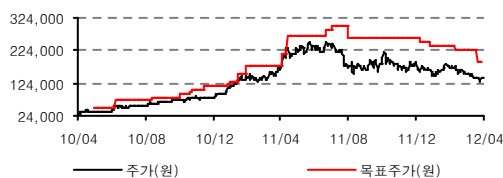
(단위:억원,%)

	2010	2011	2012E	2013E
매출액	49,570	64,574	71,743	84,552
증가율(%)	-28.1	30.3	11.1	17.9
매출원가	42,337	54,103	60,860	70,894
매출총이익	7,233	10,470	10,883	13,658
연구개발비	262	314	361	397
판매비와관리비	1,629	2,080	2,288	2,516
기타영업수익	1,292	2,010	3,023	3,023
기타영업비용	1,185	1,979	4,222	4,222
영업이익	5,710	8,422	7,397	9,943
증가율(%)	417.4	47.5	-12.2	34.4
영업이익률(%)	11.5	13.0	10.3	11.8
이자수익	76	89	126	120
이자비용	1,417	1,402	1,098	990
지분법이익(손실)	390	728	1,050	1,365
기타영업외수익				
세전계속사업이익	4,832	7,584	7,583	10,646
법인세비용	1,372	2,146	1,896	2,662
세전계속이익률(%)	9.7	11.7	10.6	12.6
당기순이익	3,460	5,438	5,687	7,985
순이익률(%)	7.0	8.4	7.9	9.4
지배주주귀속 순이익	3,160	5,056	5,403	7,585
기타포괄이익		-733	-650	100
총포괄이익	4,705	4,705	5,037	8,085
지배주주귀속총포괄이익	4,375	4,375	4,785	7,680

주요투자지표

	2010	2011	2012E	2013E
주당지표(원)				
EPS	11,109	15,097	16,132	22,649
BPS	28,034	42,176	55,242	77,190
CFPS	17,415	19,712	21,277	28,808
DPS	1,000	2,000	2,150	2,300
Valuation(배)				
PER	8.1	9.4	8.8	6.2
PBR	3.2	3.4	2.6	1.8
PCR	5.2	7.2	6.7	4.9
EV/EBITDA	5.4	5.4	5.1	3.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	48.2	44.0	31.7	32.6
EBITDA 이익률	14.9	15.4	14.4	15.6
부채비율	380.5	218.1	154.7	109.6
순부채비율	-198.9	-67.9	-43.8	-23.6
매출채권회전율(x)	5.4	8.3	7.8	8.4
재고자산회전율(x)	5.7	9.9	9.9	10.1

주가와 목표주가의 추이



투자등급 추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2012-04-13	Buy	190,000	2011-07-15	Buy	300,000	2011-01-06	Buy	120,000
2012-04-02	Buy	190,000	2011-07-04	Buy	285,000	2010-11-25	Buy	115,000
2012-02-21	Buy	225,000	2011-04-25	Buy	270,000	2010-11-03	Buy	103,000
2012-01-06	Buy	240,000	2011-04-15	Buy	215,000	2010-11-01	Buy	95,000
2011-12-20	Buy	250,000	2011-02-10	Buy	180,000	2010-10-12	Buy	90,000
2011-12-01	Buy	260,000	2011-01-26	Hold	150,000	2010-08-24	Buy	80,000
2011-08-12	Buy	265,000	2011-01-12	Hold	130,000	2010-06-18	Buy	73,000

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶회사는 해당 종목에 1%이상 보유하고 있지 않습니다. ▶금융투자분석사 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다. ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다. ▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이희철, 이명환)
본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자등급은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익율을 의미함.
-Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 종가대비 +15%미만, -15%미만 -Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시총비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight(비중축소)