

12개월 목표가 66,000원으로 투자의견 'BUY'로 상향

대우건설 관련 풋백옵션 리스크 감안하더라도 긍정적 관점에서의 접근 유효할 듯

12개월 목표주가 66,000원(←변경前 40,000원)으로 투자의견을 'BUY'로 상향한다. 이유는 두 가지다.

먼저, 대우건설 관련 풋백옵션 리스크를 반영한 09~2010F 예상 이익 기준 주당 NAV가 66,000원으로 현 주가 대비 상승여력이 71.9%로 높기 때문이다. 다음으로, 대우건설 관련 풋백옵션 리스크의 현실화 우려가 시간이 지날수록 낮아질 것이라는 점이다. 이는 대우건설 배당 확대 및 자사주 매입 등을 통한 주가 부양 노력, 금호생명 등 자산 매각 등을 통한 유동성 확보, 그리고 F.I. 보유 지분의 옵션 만기 연장 및 再유동화 등 장기시적인 노력이 진행되고 있기 때문이다.

결론적으로 8월 중순 이후 단기 급등과 이로 인한 차익매물 출회 우려 및 대우건설 관련 풋백옵션 리스크 등을 반영하더라도 주당 NAV와 현주가와 높은 겹 수준, 08년말부터 심화될 것으로 예상되는 유화경기 하강국면에서 주력제품인 합성고무의 타이트한 수급 및 생산능력 등에 기인한 견조한 향후 실적 전망 등을 감안하면, 추가 상승 가능성은 여전히 높을 것으로 보여 지금부터라도 긍정적 관점에서의 접근이 유효하다는 판단이다.

합성고무 증설 및 제2 발전소 가동 등으로 09년 이후에도 견조한 이익 추세 유지 가능할 듯

08년 이후 주원료인 BD 가격 폭등에도 불구하고, 합성고무 생산능력 확대, 천연고무 가격 상승에 따른 합성고무 가격 상승(SBR 생산능력 가중평균 기준 +48.0%: 08.8월 누계 2,387\$←07 평균 1,613\$) 등에 힘입어 08년 매출 및 영업이익은 전년대비 각각 52.7%, 118.7% 급증한 3조 2,437억원, 3,516억원 달성이 무난할 전망이다.

현재 추진 중인 합성고무 및 고무노화방지제 생산능력 확대, 제2 열병합 발전소 가동 등 계획을 감안하면, 현재 타이트한 합성고무 상황이 09년 이후 역대 신증설로 소폭 악화될 것이라는 점을 감안하더라도 09, 2010년 매출 및 영업이익은 他유화업체 대비 견조하게 유지될 전망이다(09F 매출 3조 2,783억원(+1.1%), 영업이익 3,790억원(+7.8%), 2010F 매출 3조 3,943억원(+3.5%), 영업이익 3,590억원(-5.3%)이다.

Financial Data

투자지표	단위	2005	2006	2007	2008F	2009F
매출액	십억원	1,709	1,753	2,125	3,244	3,278
영업이익	십억원	120	87	161	352	379
세전이익	십억원	160	112	177	266	359
순이익	십억원	121	88	134	199	269
EPS	원	4,268	3,083	4,717	7,010	9,473
증감율	%	(4.0)	(27.8)	53.0	48.6	35.1
PER	배	4.4	8.8	11.5	5.6	4.1
PBR	배	0.6	0.9	1.7	1.0	0.8
EV/EBITDA	배	6.3	13.6	13.7	6.5	5.8
ROE	%	14.4	10.7	15.2	18.8	20.6
BPS	원	29,546	28,852	31,074	37,361	46,071
Net DER	%	72.1	169.3	164.8	160.2	127.6

자료: 하나대투증권

Upgrade Rating

Company Analysis

TP(12M): 66,000원↑

CP(9/29): 38,400원

September 30, 2008

Analyst 이정현

02-3771-7505

chaoslee@hanaw.com

Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,456.36		
52주최고/최저(원)	87,000/25,650		
시가총액(십억원)	9762		
시가총액비중(%)	0.13		
발행주식수(주)	25,424.4		
60일 평균거래량(주)	382.5		
60일 평균거래대금(십억원)	13.1		
07년 배당금(원)	750		
08년 배당금(예상원)	900		
외국인 지분율(%)	11.16		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	25.3	(33.7)	(45.5)
상대	26.5	(19.3)	(20.4)

Consensus Data

	2008	2009
매출액(십억원)	3,167.6	3,406.6
영업이익(십억원)	317.2	326.2
순이익(십억원)	191.8	246.4
EPS(원)	7,477	8,977
BPS(원)	37,213	44,443

Stock Price



Summary

**12개월 목표가 66,000원으로
투자 의견 'BUY' 로 상향**

12개월 목표주가 66,000원(←변경前 40,000원)으로 투자 의견을 'BUY'로 상향한다. 동사 주가는 08년 이후 주가 급락을 견인했던 가장 큰 이유인 대우건설 풋백옵션 관련 리스크 감소에 대한 기대감으로 08.9.2 저점 이후 49.7%나 이미 급등했다. 그러나, 그간 주가 급등에도 불구하고 추가 상승 가능성이 여전히 높다는 것이 당사의 판단인데, 이는 아래 두 가지 이유에 근거한다.

**이유 두 가지
먼저, 대우건설 풋백옵션 리스크
반영한 주당 NAV 66천원 수준**

먼저, 대우건설 관련 풋백옵션 리스크를 반영한 09~2010F 예상 이익 기준 주당 NAV가 66,000원으로 현재 주가 대비 상승여력이 71.9%로 높기 때문이다. 이는 합성고무(+230천톤) 및 정밀화학(+26천톤) 생산능력 확대, 제2열병합 발전소 가동(09.4월, 생산능력: 발전 119.1MW, 스팀 500톤/시간) 그리고 여전히 타이트한 합성고무 수급 등으로 09, 2010F 영업이익이 각각 3,790억원, 3,590억원 등 견조세를 유지할 수 있을 것이라는 前提에 기반하고 있다.

**다음으로, 풋백옵션 리스크의
현실화 우려는 낮아질 것**

다음으로, 대우건설 관련 풋백옵션 리스크의 현실화 우려가 시간이 지날수록 낮아질 것이라는 점이다. 이는 대우건설 배당 확대 및 자사주 매입 등을 통한 주가 부양 노력 그리고 금호생명 등 자산 매각 등을 통한 유동성 확보, F.I. 보유 지분의 옵션 만기 연장 및 再유동화 등 諸가시적인 노력이 진행되고 있기 때문이다.

**지금부터라도
긍정적 관점에서의 접근
유효할 전망**

결론적으로 8월 중순 이후 단기 급등과 이로 인한 차익매물 출회 우려, 대우건설 관련 풋백옵션 리스크 등을 반영하더라도 주당 NAV와 현재 주가와의 높은 갭 수준, 08년말부터 심화될 것으로 예상되는 유화경기 하강국면에서 주력제품인 합성고무의 타이트한 수급 및 생산능력 등에 기인한 견조한 향후 실적 전망 등을 감안하면 추가 상승 가능성은 여전히 높을 것으로 보여 지금부터라도 긍정적 관점에서의 접근이 유효하다는 판단이다.

밸류에이션

**금호생명 지분가치는
한화 적정주가 산출에 적용한
대한생명 PBR 1.6배 준용,
주당 NAV 기준
09/2010F PER은
각각 6.5배, 7.3배 수준**

09~2010F 예상 이익 기준으로 산출한 12개월 목표주가 66,000원은 1) 주력제품인 합성고무 시황이 올레핀 계열 보다 상대적으로 타이트할 것이라는 점을 고려, 호남석유화학 적정주가 산출에 적용한 EV배수 4.0배를 10% 할증한 4.4배를 적용하여 영업자산가치를 구하고, 2) 상장사는 시가, 비상장사는 08.6월말 기준으로 투자자산 가치를 산출(단, 조만간 매각 또는 상장 중 최종 처리방향이 결정될 것으로 보이는 금호생명(지분율 23.83%, 금호그룹 지분계 69.84%)은 보수적 기준으로 한화 적정주가 산출시 적용한 대한생명 PBR 1.6배를 준용하여 1,359억원으로 산출(=주당 9,600원. 08.6월말 장부가 및 순자산가는 6,000원)한 후, 3) 각 연도별 예상 순차입금 및 지급보증, 그리고 대우건설 관련 예상 우발채무액(2,979억원)을 차감한 데다, 4) 발행주식수(자사주 559천주 제외 기준 22,855천주)로 나누어 구한 09F/10F 주당 NAV 62천원, 70천원의 단순평균값이다. 연도별 주당 NAV 기준 PER, PCR, PBR, EV/EBITDA는 각각 6.5배, 4.8배, 1.3배, 7.2배(09F), 7.3배, 5.1배, 1.3배, 7.1배(10F) 수준이다.

**금호생명 처리방향은
매각 또는 상장 등
조만간 구체화될 전망.
경영권 프리미엄 감안할 경우,
그룹 지분가치는
1조원 상회할 전망**

참고로 그룹 차원에서 매각 또는 상장 중 최종 처리방향을 고심 중인 것으로 알려져 있는 금호생명은 메트라이프, 에르고(Ergo), 약사(AXA) 등 외국계를 포함하여 국민, 하나금융지주 등 총 18개사가 지분 인수전에 뛰어든 것으로 알려지고 있다. 전술한 바와 같이 주당 NAV 산출에는 금호생명 지분가치를 한화 적정주가 산출시 적용한 대한생명 PBR 1.6배를 준용하여 산정했으나, 장외시장 거래가격(www.presdaq.co.kr)이 주당 18,650원으로 PBR 3배를 상회하고 있고, 지분 매각방식이 50.1% 이상의 경영권 포함 방식으로 이루어져 경영권 프리미엄이 추가될 가능성이 높다는 점을 감안하면, 실제 매각가격은 1조원 이상을 상회할 수도 있을 전망(그룹 지분율 69.84% 기준)이다.

**대우건설 예상 우발채무액은
2,979억원 산정 기준**

참고로 대우건설 관련 예상 우발채무액 2,979억원은 배당금 및 유상감자 등 회수분 차감 기준 F.I.에 대한 보장주가인 30,265원에 F.I. 보유 주식수 134,447천주를 곱하여 산출한 총우발채무 4조 691억원에다 대우건설 추가 지분 인수가치인 1조 9,092억원(주당 14,200원 기준)을 차감하여 구한 2조 1,599억원의 純우발채무액에 금호아시아나 그룹 보유 대우건설 지분 100% 기준의 동사 지분비율 13.8%를 곱하여 얻은 금액(((30,265원*134,447천주)-(13,600원*134,447천주))*13.8%)이다. 대우건설 관련 우발채무가 현실화될 경우 이를 변제해야 할 당사자는 동사 및 계열사들이 아닌 금호산업이나, 2조원 이상의 현금을 금호산업 단독으로 동원할 자금여력이 높지 않다는 점 그리고 동사가 실질적인 지주회사라는 점을 감안하여 위와 같은 방식으로 우발채무액을 산정했음을 밝혀둔다.

표 1. 09~2010F 주당 NAV는 66천원 수준

(단위: 십억원, 천원, 배)

구분	가치			주당 가치			비고
	08F	09F	10F	07F	09F	10F	
영업자산	1,892.1	2,100.4	2,210.7	83	92	97	타이트한 합성고무 수급상황을 반영, 호남석유화학 주가 산정 적용 EV배수*1.1배 기준 상장사는 08.9.26일자 시장가 기준 비상장사는 08.6월말 장부가 기준 단, 금호생명은 08.6월말 순자산가*PBR 1.6배 기준
-EBITDA	430.0	477.4	502.4				
-적용배수	4.4	4.4	4.4				
+ 투자자산	1,338.3	1,338.3	1,338.3	59	59	59	
1) 금호산업	283.0	283.0	283.0				
2) 아시아나항공	113.5	113.5	113.5				
3) 금호폴리켄	31.4	31.4	31.4				
4) 금호미쓰이	60.0	60.0	60.0				
5) 금호피앤비	138.1	138.1	138.1				
7) 금호생명	135.9	135.9	135.9				
8) 금호렌터카	56.5	56.5	56.5				
9) 한국복합물류	11.3	11.3	11.3				
10) 금호타이어	262.9	262.9	262.9				
11) 상해금호일려	3.6	3.6	3.6				
12) 대우건설	207.6	207.6	207.6				
13) 금호페트로홀딩스	34.4	34.4	34.4				
계	3,230.4	3,438.7	3,549.0				
-순차입금	1,702.5	1,671.9	1,596.1	-74	-73	-70	각 연도말 기준
-지급보증	52.1	52.1	52.1	-2	-2	-2	07년말 기준
-대우건설 관련 우발채무	297.9	297.9	297.9	13	13	13	
NAV	1,177.9	1,416.7	1,602.9				
발행주식수	22,855	22,855	22,855				자사주 제외 기준
주당 NAV	52,000	62,000	70,000				
[주당 NAV 기준 투자지표]							
PER	7.4	6.5	7.3				
PCR	5.3	4.8	5.1				
PBR	1.4	1.3	1.3				
EV/EBITDA	7.4	7.2	7.1				
FV/EBITDA	4.3	4.4	4.5				

자료: 하나대투증권

표 2. 6월말 기준 지분법대상 자회사 현황

(단위: 십억원, %, 천주, 천원)

구분	지분율	주식수	취득가	장부가	순자산가	주당				시가	비고
						취득가	장부가	순자산가	시가		
금호산업	19.03	13,224	89.9	265.6	266.8	6.8	20.1	20.2	21.4	283.0	1. 상장사 시가는 08.9.26일자 종가 기준 2. 비상장사 시가는 08.6월말 장부가 기준 3. 지분율, 주식수, 장부가, 순자산가 등은 08.6월말 기준임 4. 금호생명 시가는 순자산가*PBR1.6배 적용 가격임
아시아나항공	14.61	25,590	119.4	157.8	154.3	4.7	6.2	6.0	4.4	113.5	
금호폴리켐	50.00	2,150	5.4	31.4	33.9	2.5	14.6	15.8		31.4	
금호미쓰이화학	50.00	1,750	17.5	60.0	60.4	10.0	34.3	34.5		60.0	
금호피앤비화학	78.20	22,476	97.6	138.1	138.5	4.3	6.1	6.2		138.1	
금호렌터카	76.76	9,952	69.4	56.5	56.5	7.0	5.7	5.7		56.5	
금호생명보험	23.83	14,119	66.8	85.0	85.0	4.7	6.0	6.0	9.6	135.9	
한국복합물류	15.55	1,539	7.7	11.3	15.5	5.0	7.3	10.1		11.3	
상해금호일려소료	50.00	0	1.0	3.6	3.6	0.0	0.0	0.0		3.6	
금호타이어	46.95	32,865	489.9	338.2	409.6	14.9	10.3	12.5	8.0	262.9	
대우건설	4.49	14,622	378.1	369.4	134.2	25.9	25.3	9.2	14.2	207.6	
금호페트로홀딩스	100.00	0	33.4	34.4	0.0					34.4	
계			1,375.9	1,551.4	1,358.3					1,338.3	

자료: 하나대투증권

표 3. 대우건설 관련 우발채무 추정 내역

(단위: 십억원, 주)

구분	지분율	주수	純우발채무(총우발채무-추가 지분 인수가치)			
			그룹 계	대우건설 지분율 (그룹 100% 기준)	동사 지분율	자회사 지분율 감안 동사 기준 우발채무 부담액
아시아나항공	2.8	9,519,286	186	8.6	14.6	27
금호타이어	5.6	19,038,572	372	17.2	47.0	175
금호석유화학	4.5	15,230,857	298	13.8	100.0	298
금호생명	1.1	3,807,714	74	3.4	23.8	18
금호산업	18.5	62,621,990	1,225	56.7	19.0	233
최대주주 및 특수관계인	0.1	202,200	4	0.2		
그룹 계	32.6	110,420,619	2,160	100.0		751

(단위: 원, 주)

구분	금액
대우건설 인수가	26,262
FI 보장수익률	9%
수익보장주가	34,010
회수분 차감 계	3,745
-06 결산 배당	629
-유상감자 4%	1,616
-07 결산배당	500
-08 결산배당	1,000
배당/감자 후 보장주가	30,265
대우건설 주가(08.9.26)	14,200
差	16,065
FI 주식수	134,447,192
총우발채무(십억원)	4,069.1
대우건설 추가지분 인수가치(십억원)	1,909
純우발채무(십억원)	2,160

자료: 하나대투증권

표 4. 6월말 기준 금호아시아나 그룹 보유 금호생명 지분 현황

(단위: %, 천주, 십억원)

구분	지분율	주식수	장부가	장외가 시가	시가-장부가	경영권 포함時평가액
금호석유화학	23.83	14,119	70.6	263.3	192.7	342.3
아시아나항공	23.14	13,708	68.5	255.6	187.1	332.3
금호산업	16.16	9,573	47.9	178.5	130.6	232.1
금호문화재단	1.85	1,095	5.5	20.4	14.9	26.6
금호렌터카	0.61	363	1.8	6.8	5.0	8.8
아시아나레저	0.00			0.0	0.0	0.0
금호리조트	0.35	206	1.0	3.8	2.8	5.0
박재영	0.01	5	0.0	0.1	0.1	0.1
박철완	1.30	770	3.8	14.4	10.6	18.7
박삼구	0.00	3	0.0	0.0	0.0	0.1
박찬구	0.00	3	0.0	0.0	0.0	0.1
박세창	1.30	767	3.8	14.3	10.5	18.6
박준경	1.30	767	3.8	14.3	10.5	18.6
계	69.84	41,380	206.7	771.7	565.0	1,003.2

주: 장외가 시가는 18,650원 기준(www.presdaq.co.kr)

자료: 하나대투증권

수익 전망

**08년 매출 및 영업이익은
전년대비
각각 +52.7%, 118.7%
급증할 전망**

08년 이후 주원료인 BD 가격 폭등(+99.2%: 08.8월 누계 2,002\$←07 평균 1,005\$, kita-net 기준)에도 불구하고, 1) 합성고무 생산능력 확대(07.11 SBR +110천톤으로 07년말 SBR+BR 기준 593천톤), 2) 천연고무 가격 상승(+28.0%: 08.8월 누계 2,650\$←07 평균 2,069\$)에 따른 합성고무 가격 상승(SBR +37.5%: 08.8월 누계 2,186\$←07 평균 1,589\$, BR +64.8%: 08.8월 누계 2,724\$←07 평균 1,653\$, SBR+BR 생산능력 가중평균 기준 +48.0%: 08.8월 누계 2,387\$←07 평균 1,613\$) 등에 힘입어 08년 매출 및 영업이익은 전년대비 각각 52.7%, 118.7% 급증한 3조 2,437억원, 3,516억원 달성이 무난할 전망이다.

**합성수지 사업,
高부가 제품 비중 강화 등으로
08년 이후 영업흑자 유지
무리없을 전망**

물론, 여기에는 07년 51억원 적자를 면치 못했던 합성수지 사업이 高부가 제품 비중 강화, 생산설비 레이아웃(lay-out) 변경을 통한 제조원가 절감, 그레이드(grade) 통폐합 등으로 08년 180억원의 흑자로 반전될 것이라는 예상이 포함되어 있다. 08년말부터 본격화될 전망이다 유화경기 하강 및 IT 제품의 경량화 경향 등으로 ABS, PS 등 합성수지 사업의 추가 증익에는 한계가 있긴 하나, 금호산업 및 대우건설 등 계열사에 대한 ABS 창호재 판매 등이 09년부터 본격화될 것으로 보여 매출액 영업이익률 1~2% 수준의 영업흑자 유지에는 무리가 없을 전망이다.

**중장기적 관점에서의
BD 생산능력 확대를 위한
설비/지분 투자는
반드시 필요할 듯**

여기서 첨언할 사항은 SBR+BR+NBR, ABS 등 주요 제품 생산에 필요한 BD 소요량이 연간 628천톤으로 추정되나, BD 생산능력은 264천톤에 불과, BD 자급률이 42% 수준에 머물고 있다는 점이다. 중동 등지의 신증설 설비 물량 출회로 인한 유화경기 하강 전망에도 불구하고, 이들이 대부분 에탄 등 가스 크래커들로 나프타 크래커 대비 BD 산출비율이 미미하다는 점, 그리고 대부분 중국을 비롯한 아시아 지역에 집중되어 있는 부탄 신증설 설비들의 대부분이 합성고무 생산능력 확대와 직간접적으로 연계되어 있어 국제유가 하락 또는 유화경기 하강에도 불구하고 BD 가격이 상대적인 견조세를 유지할 가능성이 높다는 점을 감안하면, 중장기적 관점에서 BD 생산능력 확대를 위한 설비 또는 지분 투자에 대한 필요성은 추가적인 증익 및 안정적인 수익구조 확보를 위해서도 반드시 필요하다는 판단이다.

**합성고무/정밀화학 설비 증설,
제2 발전소 가동 등으로
09년 이후에도 견조한 영업이익
유지 가능할 전망**

현재 추진 중인 1) 합성고무 추가 증설(09.4 SBR 481천톤, BR 222천톤으로 07년말 대비 +110천톤, 09.9 BR 342천톤으로 09.4 대비 +120천톤), 2) 정밀화학 사업의 고무노화방지제(6PPD) 생산능력 확대(+26천톤: 08.9 70천톤←08.3 44천톤), 3) 제2 열병합 발전소 준공(용량: 발전 119.1 MW←제1발전소 36.0MW, 스팀 500톤/시간←630톤/시간) 등 계획을 감안하면, 현재 타이트한 합성고무 시황이 09년 이후 역대 신증설로 소폭 악화될 것이라는 점을 감안하더라도 09, 2010년 매출 및 영업이익은 他유화업체 대비 견조하게 유지될 전망이다(09F 매출 3조 2,783억원(+1.1%), 영업이익 3,790억원(+7.8%), 2010F 매출 3조 3,943억원(+3.5%), 영업이익 3,590억원(-5.3%))이다.

**제2 발전소, 페타이어 사용으로
제1발전소 대비 +10% 수준의
영업이익률 개선 가능할 전망**

특히 09.2분기부터 본격 가동 예정인 제2열병합 발전소는 B-C유 및 유연탄을 연료로 쓰는 제1 발전소 대비 70%는 유연탄, 30%는 페타이어를 사용할 계획으로 되어 있는 바, 매출액 영업이익률 35%대선으로 추정되고 있는 제1 발전소 대비 +10% 수준의 영업이익률 개선이 가능할 것으로 예상되고 있다.

**3분기 영업이익,
1,100억원대 달성 무난할 듯**

7월 이후 BD 가격 급등(8월 3,083\$←7월 2,612\$←6월 1,962\$)에도 불구하고, 합성고무 가격 역시 2분기대비 +22.6% 상승(7~8월 누계 3,001\$←2분기 2,448\$)했고, 2분기 여전공단 주요 화학업체 정기보수에 따른 부진했던 제1 발전소 가동률이 7월 이후 정상화됐다는 점 등을 감안하면, 3분기 영업이익은 당사 추정치 1,049억원 대비 소폭 높은 1,100억원 초반대 달성이 무난할 것으로 예상된다. 참고로 동사에 따르면 7.8월 영업이익은 각각 400억원대를 초과한 것으로, 9월은 BD 가격 급등분의 원가 반영으로 전월 대비 소폭 감익한 것으로 추정되고 있다.

표 5. 부문별 매출/이익 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분		06	07	08F	09F	10F
매출	합성고무	892.1	1,095.7	1,885.1	1,833.2	1,834.7
	합성수지	720.5	877.8	1,097.1	1,098.6	1,167.8
	기타	140.4	150.0	261.5	346.5	391.8
	계	1,753.0	2,123.6	3,243.7	3,278.3	3,394.3
영업 이익	합성고무	46.4	120.0	266.6	261.7	223.6
	합성수지	-8.6	-5.1	18.0	9.0	14.4
	기타	49.1	45.9	67.0	108.3	121.0
	계	86.9	160.8	351.6	379.0	384.1
매출액 영업 이익률	합성고무	5.2	10.9	14.1	14.3	12.2
	합성수지	-1.2	-0.6	1.6	0.8	1.2
	기타	35.0	30.6	25.6	31.3	30.9
	계	5.0	7.6	10.8	11.6	11.3
지급이자	-	5.8	4.0	3.0	2.8	
(금융비용부담률)	6.9	0.4	0.3	0.1	0.1	
법인세전순이익	111.8	177.0	265.9	359.3	363.3	
(매출액대비)	6.4	8.3	8.2	11.0	10.7	
순차입금	1,389.5	1,457.1	1,702.5	1,671.9	1,596.1	
(순차입금/매출액비율)	79.3	68.6	52.5	51.0	47.0	

자료: 하나대투증권

표 6. 주요 제품/원재료 가격 추이 및 전망

구분		93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08F	09F	10F
제품 가격	SBR \$/톤	720	792	1,246	1,023	798	646	626	798	803	771	951	1,217	1,520	1,524	1,590	1,956	1,897	1,840
	BR	820	817	1,344	1,103	936	783	737	822	833	791	1,006	1,256	1,641	1,638	1,651	2,477	2,403	2,330
	ABS	1,081	1,184	1,464	1,234	1,085	927	937	1,203	963	936	1,038	1,339	1,508	1,623	1,792	2,098	1,907	1,792
	PS	684	890	1,046	774	754	653	731	968	843	841	914	1,250	1,388	1,465	1,581	1,763	1,603	1,507
원료 가격	SM \$/톤	465	681	921	498	480	376	472	723	461	566	659	1,014	1,031	1,125	1,289	1,437	1,307	1,228
	BD	276	322	414	360	392	263	266	444	397	510	679	891	1,201	1,280	993	1,724	1,595	1,496
	AN	662	630	1,333	783	784	526	446	855	662	700	791	1,009	1,249	1,386	1,683	2,087	1,930	1,810
스프레드	ABS \$/톤	618	600	568	708	562	547	522	520	478	362	358	372	414	429	497	482	425	401
	PS	219	209	125	277	274	278	259	245	382	275	254	236	357	340	292	326	296	278
	SBR	411	401	732	646	402	368	324	307	407	269	303	334	406	332	569	366	432	466
	BR	551	504	941	753	554	526	478	389	446	294	344	387	470	390	683	796	847	872
통합스프레드	\$/톤	481	452	836	699	477	447	400	348	427	300	313	329	409	373	500	484	488	491
	천원/톤	386	363	645	563	455	627	476	393	552	376	373	376	419	356	468	508	488	481
통합스프레드	\$ %	9.5	-6.0	85.0	-16.3	-31.8	-6.4	-10.4	-13.0	22.7	-29.7	4.3	5.0	24.5	-8.9	34.1	-3.2	0.9	0.5
증감률	천원	12.5	-5.9	77.6	-12.8	-19.1	37.7	-24.0	-17.4	40.2	-31.9	-0.6	0.8	11.4	-15.1	31.6	8.5	-3.9	-1.5
매출	억원	2,107	2,431	3,170	3,613	4,148	5,104	4,161	4,523	9,859	10,678	11,989	15,077	17,093	17,530	21,245	32,437	32,783	33,943
매출총이익		577	630	993	1,112	1,059	1,553	959	570	1,988	1,835	1,946	2,396	2,461	2,113	3,121	5,828	6,126	6,259
영업이익		375	378	623	640	472	791	222	15	900	732	782	1,146	1,204	869	1,608	3,516	3,790	3,841
EBITDA		939	1,025	1,184	1,345	1,265	1,874	1,504	924	1,473	1,316	1,361	1,718	1,806	1,590	2,181	4,300	4,774	5,024
매출총이익률	%	27.4	25.9	31.3	30.8	25.5	30.4	23.1	12.6	20.2	17.2	16.2	15.9	14.4	12.1	14.7	18.0	18.7	18.4
영업이익률		17.8	15.6	19.7	17.7	11.4	15.5	5.3	0.3	9.1	6.9	6.5	7.6	7.0	5.0	7.6	10.8	11.6	11.3
EBITDA마진율		44.6	42.2	37.4	37.2	30.5	36.7	36.1	20.4	14.9	12.3	11.4	11.4	10.6	9.1	10.3	13.3	14.6	14.8

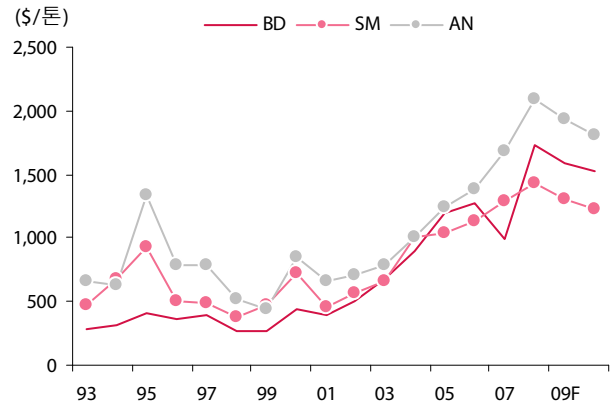
주: 2000년까지는 舊금호케미칼 합병前인 舊금호석유화학 기준 수치임(통합 스프레드 및 매출, 이익 등)
 자료: 하나대투증권

그림 1. 주요 제품 가격 추이 및 전망



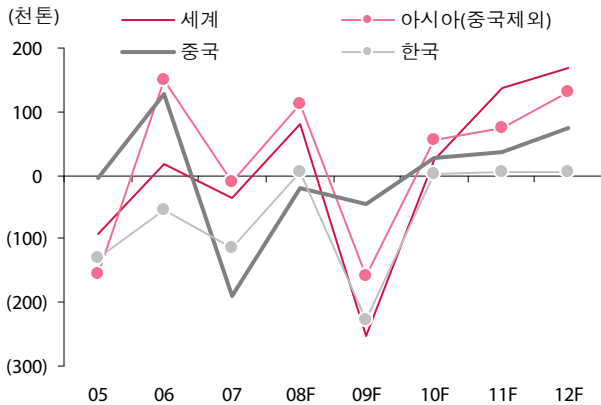
자료: 하나대투증권

그림 2. 주요 원재료 가격 추이 및 전망



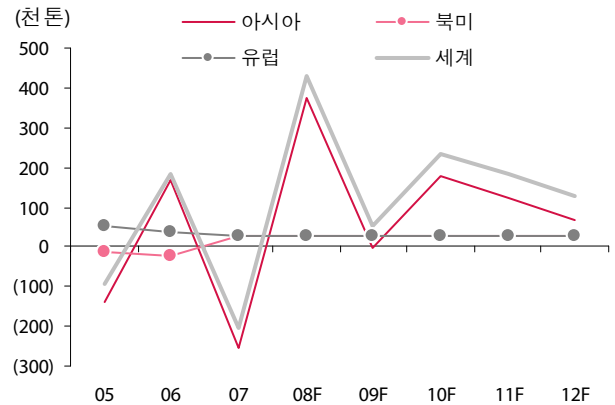
자료: 하나대투증권

그림 3. SBR/BR, 연도별 순수요 추이 및 전망



자료: 하나대투증권

그림 4. BD, 연도별 순수요 추이 및 전망



자료: 하나대투증권

표 7. 원재료 소요량 추정 내역

(단위: 천톤)

구분	제품	소요량	비고
SM	SBR	104	(SBR+SB-Latex)*0.23
	ABS	121	ABS*0.55
	PS	301	PS+EPS
	계	526	전량 외부조달
AN	ABS	51	ABS*0.23, 전량 외부조달
BD	SBR	329	(SBR+SB-Latex)*0.73
	ABS	44	ABS*0.2
	BR	254	(BR+NBR)*0.975
	계	628	
	자체능력	264	
	외부공급	364	
	필요 C4	910	필요 BD/0.4

자료: 하나대투증권

표 8. 합성고무/BD 주요 신증설 내역

(단위: 천톤)

제품	지역	업체명	07	08F	09F	10F	연도	지역	업체명	Capa.	시기
SBR	중국	Bridgestone		50			2008	말레이시아	Titan	100	08.Q1
		CNPC	115	100		한국		롯데대산유화	50	08.Q2	
		SINOPEC	100			인도		Haldia	10	08.Q3	
	합계	325	190	110	소계			160			
	러시아	Sibur		40		2009	중국	Fujian/Sinopec	120	09.Q2	
	한국	KKPC	110	110	Dushanzi PC			180	09.Q2		
합계	325	190	110	Tianjin PC	166			09.Q4			
BR	중국	SINOPEC	58		20			60	Fushun PC	120	09.Q4
		CNPC	12		100	ZRCC		150	09.Q4		
		TSRC-UBE			50	Yanzi BASF	120	09.Q4			
	타이	Thai Synthetic				15	소계	856			
러시아	Dwory			40		2010	싱가폴	Shell	155	2010	
한국	KKPC	11		120	중국		Chengdu PC	150	2010		
합계	81		330	75	소계		305				

주: IISRP, CMAI, Chemlocus
 자료: 하나대투증권

표 9. 분기별 매출/이익 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	2007				2008F				2009F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
매출액	492.4	535.9	535.4	560.9	651.1	825.9	884.5	882.2	810.5	817.2	846.4	804.1
매출총이익	65.2	84.7	88.2	74.0	95.9	148.1	162.4	176.3	149.9	144.7	156.0	161.9
영업이익	31.6	46.6	50.6	32.0	53.4	101.3	104.9	92.1	91.5	86.3	97.6	103.5
법인세전이익	31.7	51.8	59.2	34.4	10.2	98.1	85.2	72.4	86.6	81.4	92.7	98.6
순이익	25.5	37.9	40.8	30.1	7.5	74.8	63.0	54.1	64.9	61.0	69.6	74.0
이익률(%)												
매출총이익	13.2	15.8	16.5	13.2	14.7	17.9	18.4	20.0	18.5	17.7	18.4	20.1
영업이익	6.4	8.7	9.5	5.7	8.2	12.3	11.9	10.4	11.3	10.6	11.5	12.9
법인세전이익	6.4	9.7	11.1	6.1	1.6	11.9	9.6	8.2	10.7	10.0	11.0	12.3
순이익	5.2	7.1	7.6	5.4	1.2	9.1	7.1	6.1	8.0	7.5	8.2	9.2
증감률(전년동기대비, %)												
매출액	15.0	15.8	17.3	38.2	32.2	54.1	65.2	57.3	24.5	-1.1	-4.3	-8.9
매출총이익	1.2	57.7	82.9	64.5	47.2	74.8	84.1	138.2	56.2	-2.3	-3.9	-8.1
영업이익	-2.3	102.7	227.1	98.6	68.9	117.4	107.3	187.8	71.4	-14.8	-6.9	12.5
법인세전이익	-36.4	22.0	272.2	850.0	-68.0	89.5	43.9	110.5	752.1	-17.0	8.8	36.1
순이익	-31.0	21.8	184.9	457.8	-70.6	97.6	54.5	79.8	765.9	-18.4	10.3	36.8
증감률(전분기대비, %)												
매출액	21.3	8.8	-0.1	4.8	16.1	26.8	7.1	-0.3	-8.1	0.8	3.6	-5.0
매출총이익	44.8	30.0	4.1	-16.1	29.6	54.4	9.7	8.5	-15.0	-3.5	7.8	3.8
영업이익	96.2	47.5	8.6	-36.8	66.9	89.8	3.5	-12.2	-0.6	-5.7	13.1	6.0
법인세전이익	776.0	63.1	14.4	-41.9	-70.5	865.3	-13.1	-15.0	19.5	-6.0	13.9	6.3
순이익	372.6	48.6	7.8	-26.3	-75.1	897.7	-15.7	-14.2	20.1	-6.0	13.9	6.3

자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2005	2006	2007	2008F	2009F
매출액	1,709	1,753	2,125	3,244	3,278
매출원가	1,463	1,542	1,812	2,661	2,666
매출총이익	246	211	312	583	613
판매비 및 일반관리비	126	124	151	231	234
노무비	14	15	18	28	28
감가상각비	2	2	2	3	3
판매비	60	56	68	104	105
기타	51	52	63	97	98
영업이익	120	87	161	352	379
영업외수익	110	131	156	-12	94
이자수익	2	8	2	5	18
외환관련이익	13	15	13	-32	21
지분법평가이익	90	103	107	30	70
자산평가처분이익	1	0	0	0	0
기타	3	5	34	-15	-15
영업외비용	70	106	140	74	113
이자비용	34	61	77	89	103
외환관련비용	13	11	15	-15	10
지분법평가손실	0	3	9	0	0
자산평가처분손실	5	2	0	0	0
기타	19	29	53	0	0
경상이익	160	112	177	266	359
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전순이익	160	112	177	266	359
법인세	38	24	43	66	90
법인세율(%)	24.1%	21.6%	24.2%	25.0%	25.0%
순이익	121	88	134	199	269
EBITDA	181	159	218	430	477
증감율(%YoY)					
매출액	13.4	2.6	21.2	52.7	1.1
영업이익	5.0	-27.8	84.9	118.7	7.8
EBITDA	5.1	-11.9	37.1	97.2	11.0
경상이익	-2.9	-30.0	58.3	50.2	35.1
순이익	-9.7	-27.8	53.0	48.6	35.1
EPS	-4.0	-27.8	53.0	48.6	35.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산	2005	2006	2007	2008F	2009F
영업활동현금흐름	108	68	169	283	411
당기순이익	121	88	134	199	269
감가상각비	55	67	51	72	92
무형자산상각비	5	5	6	6	6
외환환산손실(이익)	-1	-2	1	21	-14
지분법평가손실(이익)	-90	-100	-98	-30	-70
기타	40	23	4	62	46
순운전자본 감소	-23	-14	70	-49	81
투자활동현금흐름	-90	-853	-309	-353	-202
투자유가증권 순감소	39	-748	-97	-52	0
유형자산 투자	-119	-97	-208	-296	-197
유형자산 감소	0	0	1	0	0
무형자산 증가	-9	-9	-5	-5	-5
무형자산 감소	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	151	616	148	192	5
단기차입금 증가	-18	155	-103	45	22
유동성장기차입금 상환	-155	-146	-50	-50	-50
사채 증가	300	409	127	162	81
장기차입금 증가	28	213	349	161	80
자본 증가	0	0	-16	0	0
배당금 지급	-12	-15	-16	-17	-21
기타	8	0	-142	-108	-108
순현금흐름	170	-169	8	122	214
기초현금	2	172	3	11	133
기말현금	172	3	11	133	347

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

12월 결산	2005	2006	2007	2008F	2009F
유동자산	608	463	489	853	1,074
현금 및 현금등가물	172	3	11	133	347
단기금융상품	1	0	0	0	0
시장성유가증권	2	1	0	3	3
매출채권	178	180	198	303	306
채고자산	207	243	257	393	397
기타	48	36	22	21	21
고정자산	1,365	2,151	2,380	2,679	2,851
투자자산	776	1,531	1,606	1,685	1,755
투자유가증권	760	1,510	1,578	1,657	1,727
기타	17	21	28	28	28
유형자산	547	576	727	947	1,049
무형자산	42	45	47	47	47
자산총계	1,974	2,615	2,869	3,532	3,925
유동부채	540	795	713	882	903
매입채무	150	183	201	306	309
단기차입금	127	282	179	224	247
유동성장기차입금	122	210	165	206	227
기타	141	120	168	145	120
고정부채	593	999	1,272	1,587	1,711
사채	436	611	487	609	670
장기차입금	94	289	637	797	876
기타	63	98	148	182	166
부채총계	1,133	1,794	1,985	2,469	2,614
자본금	142	142	142	142	142
자본잉여금	303	303	303	303	303
이익잉여금	258	324	439	618	865
자본조정	137	51	-1	-1	-1
자본총계	841	821	884	1,063	1,311
총차입금	779	1,393	1,469	1,836	2,019
현금성자산	175	5	11	136	350
순차입금	604	1,388	1,457	1,700	1,669
유동자산/자산(%)	30.8%	17.7%	17.0%	24.1%	27.4%
투자자산/자산(%)	39.3%	58.5%	56.0%	47.7%	44.7%
투자유가증권/자산(%)	38.5%	57.8%	55.0%	46.9%	44.0%
유형자산/자산(%)	27.7%	22.0%	25.3%	26.8%	26.7%

투자지표

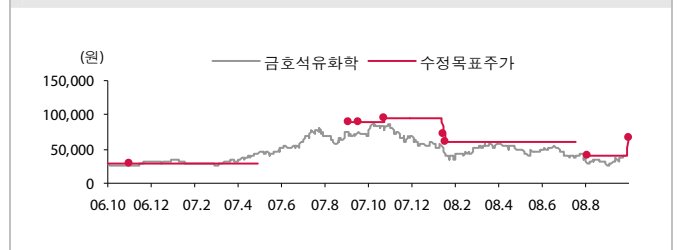
(단위: 원배,%)

12월 결산	2005	2006	2007	2008F	2009F
주당지표(원)					
EPS	4,268	3,083	4,717	7,010	9,473
BPS	29,546	28,852	31,074	37,361	46,071
EBITDA per share	6,348	5,591	7,665	15,116	16,780
CFPS	6,384	5,619	6,731	9,765	12,931
DPS	650	700	750	900	950
Multiples(X)					
PER	4.4	8.8	11.5	5.6	4.1
PBR	0.6	0.9	1.7	1.0	0.8
EV/EBITDA	6.3	13.6	13.7	6.5	5.8
PCFR	2.9	4.8	8.0	4.0	3.0
수익성(%)					
영업이익률	7.0	5.0	7.6	10.8	11.6
EBITDA margin	10.6	9.1	10.3	13.3	14.6
경상이익률	9.4	6.4	8.3	8.2	11.0
순이익률	7.1	5.0	6.3	6.1	8.2
ROE	14.4	10.7	15.2	18.8	20.6
ROA	6.2	3.4	4.7	5.6	6.9
안정성(%)					
부채비율	134.8	218.5	224.6	232.3	199.5
순차입금비율	71.8	169.1	164.8	159.9	127.3
이자보상배율(배)	3.6	1.4	2.1	4.0	3.7
활동성(배)					
매출채권회전율	11.2	9.8	11.2	13.0	10.8
채고자산회전율	7.1	6.9	7.2	8.2	6.7
매입채무회전율	9.4	9.2	9.4	10.5	8.7

투자의견 변동 내역

종목명	날짜	투자의견	목표주가
금호석유화학	08.9.30	BUY	66,000 원
	08.8.4	Neutral	40,000 원
	08.1.18	Neutral	60,000 원
	08.1.14	Neutral	73,000 원
	07.10.25	Neutral	96,000 원
	07.9.19	BUY	89,000 원
	07.9.3	BUY	89,000 원
	07.9.1	투자의견 기준 변경	
	06.11.1	BUY	29,000 원

목표주가 추이



투자의견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 현주가 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. 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정환)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2008년 9월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정환)는 2008년 9월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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.