

금호석유화학(011780)

BUY

추가하락보다 상승 전환에 무게중심이 실리다!

김영진 이사/신주영 연구원

3777-8072/8096

yjkim/jyshin@kbsec.co.kr

■ 탐방취지: 1) 1Q09 실적 예상과 향후 전망, 2) 합성고무업황 점검, 3) 금호그룹 관련 리스크 점검

■ 1Q09 전망: 4Q08를 바닥으로 본격적인 실적 개선 전망

- 영업이익 당초 96억원 → 136억원(+213%QoQ, -74%YoY) 상향
 - ✓ 합성고무부문 제품가격 '08.12월 1,209\$/mt → '09.2월 현재 1,754\$/mt 반등
 - ✓ 반면, 원재료인 부타디엔은 '08.12월 645\$/mt → '09.2월 516\$/mt로 여전히 하락하고 있기에 마진 개선을 전망하고 있으며,
 - ✓ 고무약품 및 열병합발전소 등 기타부문도 안정적인 수익성 유지될 전망
- 2Q09 영업이익은 561억원(+310%QoQ, -45%YoY)으로 평년수준까지 회복
 - ✓ 이후 분기당 500~600억원대 영업이익은 충분히 달성 가능할 전망

■ 합성고무업황 회복을 논하기는 이르나 바닥은 분명 지난 듯

- '08년 11월 이후 합성고무(BR 기준)가동률 급락 후 최근 빠르게 상승 중
 - ✓ '08.12월 60% → '09.1월 75% → '09.2월 85% → '09.3월 현재 90%
 - ✓ 중국 등 기존 수요업체의 재고 소진에 따른 구매 증가
 - ✓ 수요업체인 Tire업체에서도 최근 가격에 대한 바닥 인식 확산
 - ✓ 규모 및 기술, 가격경쟁력 열위업체의 가동률 저하에 따른 상대적 수혜
- 동사 합성고무재고는 낮은 수준 기록(2주 내외), 더불어 2Q09 가격인상 계획
- 금호생명 유상증자 참여는 확정된 바 없으며, 매각은 진행 중('09.상반기)

■ 투자의견 BUY, 목표주가 26,300원 유지

- 대한통운 유상감자를 통한 자금유입으로 금호그룹 재무리스크 부담 크게 완화
- 향후 지분법적용투자회사의 Turn-around에 따른 자산가치 증대를 예상하기 때문

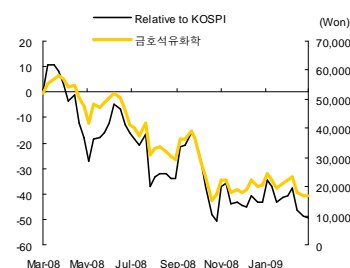
Valuation Summary

	2007	2008P	2009E	2010E	2011E
매출액(십억원)	2,125	3,182	2,408	2,402	2,499
영업이익(십억원)	161	282	179	221	241
EBITDA(십억원)	218	353	248	294	317
순이익(십억원)	134	-19	81	99	103
EPS(원)	4,717	-659	2,858	3,488	3,609
PER(X)	11.5	n/a	6.1	5.0	4.9
PBR(X)	1.7	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	15.7	-2.0	7.9	9.0	8.7
EV/EBITDA(X)	14.0	6.9	9.1	7.4	6.7

자료: 금호석유화학, KB투자증권

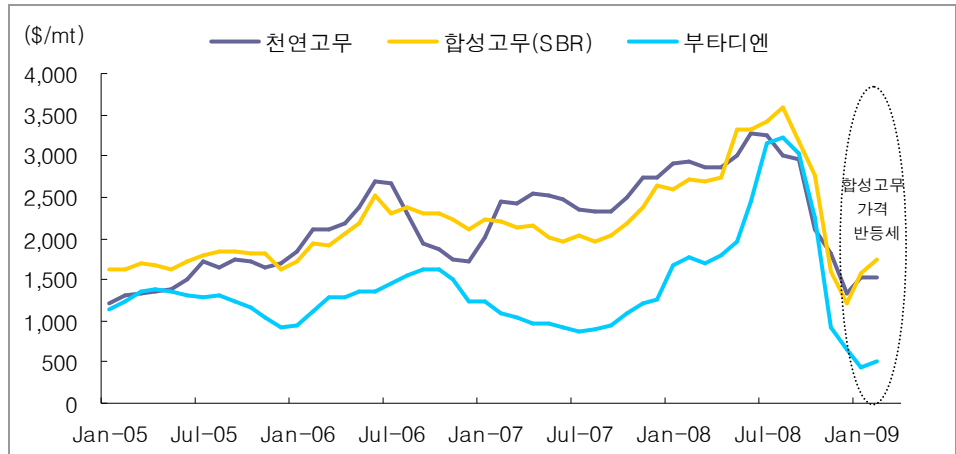
투자의견	BUY(유지)
목표주가	26,300원(유지)
주가	17,550(원)
시가총액	446(십억원)
거래량(60일 평균)	506(천주)
거래대금(60일 평균)	10,668(백만원)
수익률(%)	1M 3M 12M
절대주가	-21.7 -13.8 -66.4
상대주가	-12.1 -11.0 -47.8

주가 및 KOSPI 대비 수익률



중국 합성고무(SBR 1500 Grade)가격은 2008년 8월 톤당 3,582달러까지 상승한 후 같은 해 12월 1,209달러까지 하락(66.2%↓)하였다. 그러나 2009년 들어서면서 반등하기 시작하여 2달 연속 상승하여 현재('09.2월) 톤당 1,752달러에 거래되고 있어 동사 수익성에 긍정적으로 작용할 전망이다. 더불어 천연고무가격도 그 동안의 하락세를 멈추고 최근 반등세를 보이고 있다.

그림1. 원재료(부타디엔 가격에 비해 빠르게 반등세를 보이고 있는 합성고무 가격

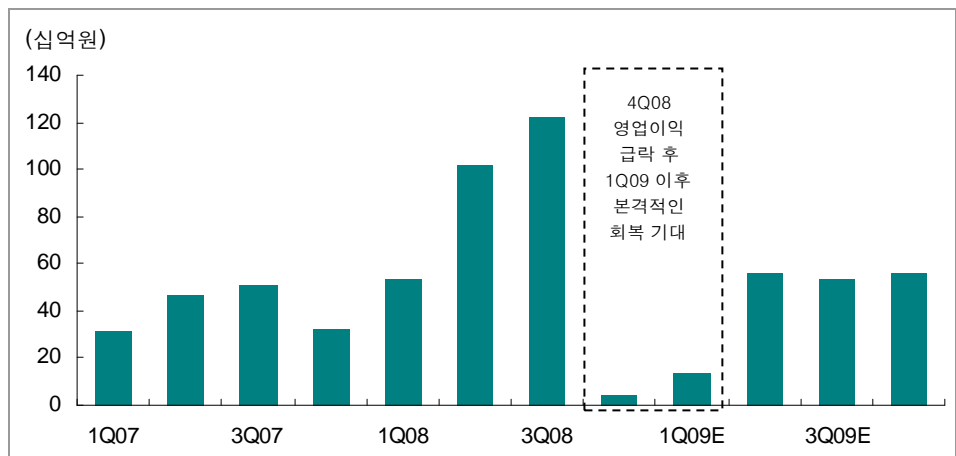


자료: CEIC, Datastream, KB투자증권

주: 합성고무(SBR 1500 Grade)는 중국가격, 천연고무(RSS1 Grade)는 태국가격, 부타디엔은 동남아(SEA) 거래가격 기준

금호석유화학의 영업이익은 '08년 3분기 분기사상 최대인 1,222억원을 기록하기도 하였지만, 미국 발 금융위기에 따른 경기침체 여파로 4Q08에는 44억원으로 급격히 감소하였다. 당사는 1Q09 영업이익을 당초 96억원에서 137억원으로 상향 조정한다. 이는 앞서 언급하였듯 빠른 제품가격(합성고무 등) 회복에 기인한다.

그림2. 영업이익은 4Q08 급락 후 1Q09부터 본격적인 회복을 예상



자료: 금호석유화학, KB투자증권

손익계산서

(십억원)

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
매출액	2,125	3,182	2,408	2,402	2,499
매출원가	1,812	2,712	2,068	2,016	2,086
매출총이익	312	470	340	387	413
판매 및 일반관리비	151	189	161	165	172
인건비	22	24	25	26	27
감가상각비	1	2	2	2	2
판매비	68	89	67	67	70
기타	60	74	67	70	72
영업이익	161	282	179	221	241
(% of sales)	7.6	8.8	7.4	9.2	9.7
영업외수익	156	269	203	102	104
이자수익	2	2	1	1	1
외환관련이익	13	83	120	11	2
지분법평가이익	107	64	43	46	50
기타	34	119	40	44	51
영업외비용	140	581	278	196	213
이자비용	77	89	65	77	93
외환관련손실	15	134	99	3	1
지분법평가손실	9	243	38	34	31
기타	39	115	76	82	89
영업외수지	16	-312	-75	-94	-110
세전계속사업이익	177	-31	104	127	132
(% of sales)	8.3	-1.0	4.3	5.3	5.3
법인세비용	43	-12	23	28	29
계속사업이익	134	-19	81	99	103
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	134	-19	81	99	103
(% of sales)	6.3	-0.6	3.4	4.1	4.1
EBITDA	218	353	248	294	317

대차대조표

(십억원)

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
자산총계	2,869	3,558	3,281	3,242	3,283
유동자산	489	924	665	647	664
현금 및 현금등가물	11	12	12	11	12
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	198	373	257	250	253
재고자산	257	446	334	320	326
기타	22	93	62	65	72
비유동자산	2,380	2,634	2,616	2,595	2,619
투자자산	1,578	1,479	1,482	1,490	1,502
유형자산	727	1,045	1,039	1,005	1,013
기타_무형,이연자산 등	75	110	95	100	104
부채총계	1,985	2,557	2,220	2,103	2,063
유동부채	713	926	843	768	714
매입채무	201	245	184	177	180
단기차입금	179	237	187	127	127
유동성장기부채	165	388	368	358	308
기타	168	55	104	105	98
비유동부채	1,272	1,631	1,377	1,336	1,349
사채	500	391	391	391	391
장기차입금	637	955	855	855	855
기타	135	285	131	90	103
자본총계	884	1,001	1,061	1,139	1,220
자본금	142	142	142	142	142
자본잉여금	303	292	292	292	292
이익잉여금	439	398	458	536	618
자본조정	-40	-40	-40	-40	-40
기타포괄손익누계액	40	208	208	208	208
순부채	1,471	1,959	1,790	1,720	1,669
이자지급성부채	1,481	1,971	1,801	1,731	1,681

현금흐름표

(십억원)

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
영업활동으로 인한 현금흐름	169	-149	243	142	179
순이익	134	-19	81	99	103
+ 비현금비용	105	417	84	89	93
유,무형,운휴자산 상각	57	72	69	73	76
퇴직급여	11	13	13	13	14
외화환산손실	3	69	0	0	0
기타	35	263	3	3	3
- 비현금수익	141	171	21	19	20
외화환산이익	2	20	16	7	1
지분법평가이익	107	52	5	12	19
기타	32	99	0	0	0
*Gross CashFlow	99	227	145	169	175
순운전자본감소(증가)	-21	-313	159	6	-14
기타	91	-63	-60	-33	17
투자활동으로 인한 현금흐름	-309	-284	-32	-31	-84
설비투자	-206	-372	-53	-51	-51
**Free CashFlow	-38	-521	190	91	127
투자자산감소(증가)	-64	100	-3	-8	-12
기타	-38	-12	24	28	-21
재무활동으로 인한 현금흐름	148	434	-211	-112	-94
차입금의 증가(감소)	165	451	-170	-70	-50
자본금 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-16	17	-17	-17	-17
기타	0	-35	-25	-25	-27
순현금흐름	8	1	0	0	1
기초현금	3	11	12	12	11
기말현금	11	12	12	11	12

재무비율 및 주당지표

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
성장성 (yoy, %)					
매출액	21.2	49.8	-24.3	-0.2	4.0
영업이익	84.9	75.2	-36.3	23.4	9.0
세전계속사업이익	58.3	-117.4	439.0	22.0	3.5
순이익	53.0	-114.0	533.4	22.0	3.5
EBITDA	37.1	62.0	-29.8	18.5	7.8
EPS	53.0	-114.0	533.4	22.0	3.5
총자산 증가율	9.7	24.0	-7.8	-1.2	1.3
수익성 (%)					
영업이익률	7.6	8.8	7.4	9.2	9.7
세전계속사업이익률	8.3	-1.0	4.3	5.3	5.3
순이익률	6.3	-0.6	3.4	4.1	4.1
EBITDA 마진율	10.3	11.1	10.3	12.2	12.7
ROE	15.7	-2.0	7.9	9.0	8.7
ROA	4.9	-0.6	2.4	3.0	3.1
주당지표(원)					
EPS	4,717	-659	2,858	3,488	3,609
BPS	31,074	35,188	37,296	40,034	42,893
CFPS	3,479	7,978	5,088	5,954	6,150
주당 EBITDA	7,665	12,420	8,715	10,326	11,132
DPS(보통주)	750	750	750	750	750
안정성					
차입금/자기자본(%)	167.5	196.9	169.8	152.0	137.8
순차입금/자기자본(%)	166.2	195.7	168.7	151.0	136.8
이자보상비율(배)	2.1	3.2	2.7	2.9	2.6
매출채권회전율(배)	11.2	11.1	7.6	9.5	9.9
유동비율	68.6	99.8	78.8	84.3	92.9

Compliance Notice

2009년 03월 10일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	금호석유화학 주가 및 KB투자증권 목표주가
금호석유화학	2008-4-15	BUY	75,800		
	2008-4-25	BUY	75,800		
	2008-5-23	BUY	75,800		
	2008-8-1	BUY	75,800		
	2008-9-23	BUY	75,800		
	2008-10-14	BUY	75,800		
	2008-12-3	BUY	24,200		
	2008-12-9	BUY	24,200		
	2008-12-24	BUY	24,200		
	2009-2-5	BUY	26,300		
	2009-2-13	BUY	26,300		
	2009-3-10	BUY	26,300		

투자등급 및 적용기준		
구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.