

절대 저평가 매력에도 불구하고, 보수적 투자관점 필요한 시기

절대 저평가 매력에도 불구하고, 12개월 목표가격 40,000원으로 'Neutral' 의견 유지

2분기 어닝 서프라이즈 및 08F PER 4.4배, 09F 3.7배의 절대 저평가 매력에도 불구하고, 대우건설 풋백업선 행사 리스크를 반영, 보수적 관점에서 산정한 12개월 목표가격 40,000원(←변경前 60,000원)으로 'Neutral' 의견을 유지한다. 건설경기 불황 심화, 주식시장 침체 및 이로 인한 금호아시아나그룹의 자산 매각 계획 차질 우려 등에 따른 풋백업선 행사 관련 리스크 그리고 이와 연관된 투자자들로부터의 신뢰 회복이 반드시 前提되어야 할 것이라는 점을 감안하면, 목표가 대비 높은 상승여력에도 불구하고, 자산매각 계획의 구체적인 집행 또는 풋백업선 리스크가 희석되기 전까지 보수적 관점에서의 투자판단이 효과적일 것이라는 의견을 제시한다.

BR 계약가격 인상 등 감안시, 3분기 영업이익은 前분기 대비 소폭 증익 가능할 전망

천연고무 가격 급등 및 역내 타이트한 합성고무 수급으로 인한 합성고무 사업 증익(2Q 영업이익 806억원, 매출액 영업이익률 16.5%), 생산공정 합리화 및 고부가 제품 비중 확대 등을 통한 합성수지 사업 실적 개선(영업이익 2Q 55억원←1Q 5억원) 등으로 2분기 매출, 영업이익은 각각 8,259억원, 1,014억원으로 1분기에 이어 사상 최대 실적을 경신했다. 7월 이후 부타디엔 가격 급등에도 불구하고, BR 3분기 계약가격 역시 3,300\$/톤으로 2분기에 이어 450\$/톤 인상이 이미 확정됐고, 대우건설 등 그룹사로의 ABS 창호재 매출이 하반기부터 본격화될 것이라는 점 그리고 2분기 열병합발전소의 10일간 정기보수 등 기저효과 등을 감안하면, 3분기 추정 영업이익은 1,049억원으로 前분기 실적을 소폭 경신 가능할 것이라는 판단이다.

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	339
세전이익	십억원	160	112	177	266	321
순이익	십억원	121	88	134	200	241
EPS	원	4,268	3,083	4,717	7,025	8,467
증감율	%	(4.0)	(27.8)	53.0	48.9	20.5
PER	배	4.4	8.8	11.5	4.4	3.7
PBR	배	0.6	0.9	1.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	6.3	13.6	13.7	5.9	5.7
ROE	%	14.4	10.7	15.2	18.8	18.8
BPS	원	29,546	28,852	31,074	37,376	45,080
Net DER	%	72.1	169.3	164.8	155.1	124.4

자료: 하나대투증권

Issue Comment

Company Analysis

TP(12M): 40,000원 ↓

CP(8/1): 30,950원

August 4, 2008

Analyst 이정현

02-3771-7505

chaoslee@hanaw.com

Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,573.77
52주최고/최저(원)	87,000/30,950
시가총액(십억원)	786.9
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	25,424.4
60일 평균거래량(천주)	276.1
60일 평균거래대금(십억원)	11.7
07년 배당금(원)	750
08년 배당금(예상원)	900
외국인 지분율(%)	92.9
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(31.4) (23.6) (55.8)
상대	(25.8) (19.9) (40.6)

Consensus Data

	2008	2009
매출액(십억원)	2,988.7	3,202.0
영업이익(십억원)	274.5	299.0
순이익(십억원)	160.1	226.6
EPS(원)	6,321	8,376
BPS(원)	37,184	44,245

Stock Price

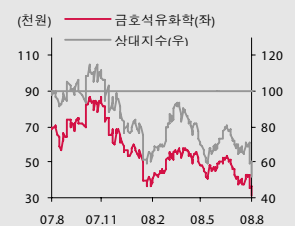


표 1. 08, 09F 예상 이익 기준, 보수적 관점에서 산정한 적정 주가는 40,000원

(단위: 십억원, 원, 배)

구분	가치		주당 가치		비고
	08F	09F	08F	09F	
영업자산	1,892.1	1,924.4	83,000	84,000	타이트한 합성고무 수급상황을 반영, 호남석유화학 주가 산정 적용 EV배수*1.1배 기준 상장사는 08.8.1일자 시장가 기준 비상장사는 08.3월말 장부가 기준 단, 조만간 상장 예상되는금호생명 08.3월말 순자산가*PBR 1.6배 기준
- EBITDA	430.0	437.4			
-적용배수	4.4	4.4			
+ 투자자산	1,254.2	1,254.2	55,000	55,000	
1) 금호산업	244.6	244.6			
2) 아시아나항공	116.9	116.9			
3) 금호폴리켄	28.7	28.7			
4) 금호미쓰이	58.6	58.6			
5) 금호피앤비	134.8	134.8			
6) 금호생명	148.9	148.9			
7) 금호렌터카	61.7	61.7			
8) 한국복합물류	11.1	11.1			
9) 금호타이어	232.7	232.7			
10) 상해금호일려	3.1	3.1			
11) 대우건설	179.1	179.1			
12) 금호페트로홀딩스	34.1	34.1			
계	3,146.3	3,178.6			
-순차입금	1,649.5	1,594.9	-72,000	-70,000	각 연도말 기준
-지급보증	52.1	52.1	-2,000	-2,000	07년말 기준
-대우건설 관련 우발채무	571.0	571.0	-25,000	-25,000	
NAV	873.7	960.6			
발행주식수	22,855	22,855			자사주 제외 기준
주당 NAV	38,000	42,000			
[주당 NAV 기준 투자지표]					
PER	5.4	5.0			
PCR	3.9	3.5			
PBR	1.0	0.9			
EV/EBITDA	6.3	6.4			
FV/EBITDA	2.9	3.0			

자료: 하나대투증권

표 2. 대우건설 풋백옵션 리스크 고려한 우발채무 부담액은 5,710억원 수준

(단위: 십억원, 주)

구분	금액	지분율	취득주수	우발채무			자회사 지분율 감안 동사 기준 우발채무 부담액
				그룹 계	대우건설 지분율 (그룹 100% 기준)	동사 지분율	
아시아나항공	25.0	2.8	9,519,286	356.9	8.6	14.6	52.1
금호타이어	50.0	5.6	19,038,572	713.7	17.2	45.9	327.6
금호석유화학	40.0	4.5	15,230,857	571.0	13.8	100.0	571.0
금호생명	10.0	1.1	3,807,714	142.7	3.4	23.8	34.0
금호산업	164.5	18.5	62,621,990	2,347.6	56.7	19.8	464.6
최대주주 및 특수관계인	5.3	0.1	202,200	7.6	0.2		
그룹 계	294.8	32.6	110,420,619	4,139.5	100.0		1,449.3

자료: 하나대투증권

표 3. 부문별 매출, 이익 및 전망

(단위: 십억원,%)

구분	07				08				07	08F	09F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF			
매출액	492.4	535.8	535.4	561.0	651.1	825.9	884.5	882.2	2,124.5	3,243.7	3,278.3
-합성고무	259.2	278.3	262.9	295.4	349.2	488.0	531.9	516.0	1,095.7	1,885.1	1,833.2
-합성수지	197.8	223.9	232.6	223.6	246.5	283.2	297.4	270.1	877.8	1,097.1	1,098.6
-기타	35.4	33.6	40.0	42.0	55.4	54.7	55.2	96.1	151.0	261.5	346.5
영업이익	31.6	46.6	50.6	32.0	53.4	101.4	104.9	91.9	160.8	351.6	339.0
(OP Margin)	6.4	8.7	9.5	5.7	8.2	12.3	11.9	10.4	7.6	10.8	10.3
-합성고무	22.3	36.0	39.1	22.6	35.2	80.6	80.9	69.9	120.0	266.6	221.7
(OP Margin)	8.6	12.9	14.9	7.6	10.1	16.5	15.2	13.5	10.9	14.1	12.1
-합성수지	-1.4	0.2	0.3	-4.2	0.5	5.5	6.3	5.7	-5.1	18.0	9.0
(OP Margin)	-0.7	0.1	0.1	-1.9	0.2	1.9	2.1	2.1	-0.6	1.6	0.8
-기타	10.7	10.4	11.2	13.6	17.7	15.3	17.7	16.4	45.9	67.0	108.3
법인세전순이익	31.7	51.9	59.2	34.4	10.2	97.3	86.0	73.0	177.0	266.4	321.2
(지분법평가익)	20.9	40.6	28.2	8.4	-20.4	9.8	21.2	19.4	106.7	30.0	70.0
순이익	25.5	37.9	40.8	30.1	7.5	73.9	64.0	54.4	134.2	199.8	240.9
순금융비용	19.4	18.7	17.6	18.8	21.2	21.3	20.1	20.3	74.5	82.8	84.1
(순금융비용부담률)	3.9	3.5	3.3	3.4	3.3	2.6	2.3	2.3	3.5	2.6	2.6

자료: 하나대투증권

표 4. 주요 제품, 원재료 가격 추이 및 전망

구분		94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08F	09F
제품가격	SBR \$/톤	792	1,246	1,023	798	646	626	798	803	771	951	1,217	1,520	1,524	1,590	1,956	1,897
	BR	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
	ABS	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
	PS	890	1,046	774	754	653	731	968	843	841	914	1,250	1,388	1,465	1,581	1,763	1,603
원료가격	SM \$/톤	681	921	498	480	376	472	723	461	566	659	1,014	1,031	1,125	1,289	1,388	1,262
	BD	322	414	360	392	263	266	444	397	510	679	891	1,201	1,280	993	1,724	1,595
	AN	630	1,333	783	784	526	446	855	662	700	791	1,009	1,249	1,386	1,683	2,087	1,930
스프레드	ABS \$/톤	600	568	708	562	547	522	520	478	362	358	372	414	429	497	509	450
	PS	209	125	277	274	278	259	245	382	275	254	236	357	340	292	375	341
	SBR	401	732	646	402	368	324	307	407	269	303	334	406	332	569	378	443
	BR	504	941	753	554	526	478	389	446	294	344	387	470	390	683	796	847
통합스프레드	\$/톤	452	836	699	477	447	400	348	427	300	313	329	409	373	500	507	509
	천원/톤	363	645	563	455	627	476	393	552	376	373	376	419	356	468	533	509
통합스프레드	\$ %	-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	1.5	0.4
증감률	천원	-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	13.8	-4.4
매출	억원	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
매출총이익		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	5,726
영업이익		378	623	640	472	791	222	15	900	732	782	1,146	1,204	869	1,608	3,516	3,390
EBITDA		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	4,374
매출총이익률	%	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	17.5
영업이익률		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	10.3
EBITDA마진율		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	13.3

주: 舊금호케미칼 흡수합병 전인 2000년까지 매출, 이익, 스프레드는 합성고무 부문만의 실적 기준으로 산출한 것임

자료: 하나대투증권

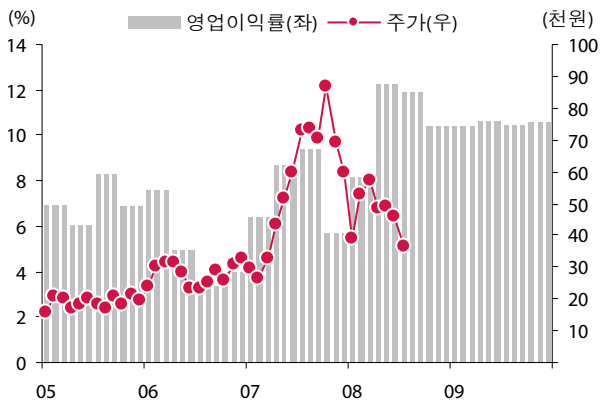
표 5. 금호그룹 3사 자금조달계획(案)

(단위: 십억원)

구분		유입 예상현금	비고
대우건설	투자유가증권	250.2	자회사 등 보유 유가증권 매각
	SOC 지분	310.2	서울 고속도로, 일산대교 등
	유형자산	500.0	부산 밀리오레 등 유형자산
	기타	952.0	파키스탄 미수금, 대한통운 유상감자 등
	소계	2,012.4	
금호산업	SOC 주식	154.0	일산대교 등
	계열사 지분	790.3	금호생명, 한국복합물류 등
	투자유가증권	102.2	한국CES, 대한송유관공사 등
	기타 유형자산	104.0	대불단지 등
소계	1,150.5		
아시아나항공	계열사 지분	508.0	금호생명, 아시아공항개발 등
	기타	903.1	대한통운 유상감자 등
	소계	1,411.1	
3사 계		4,574.0	

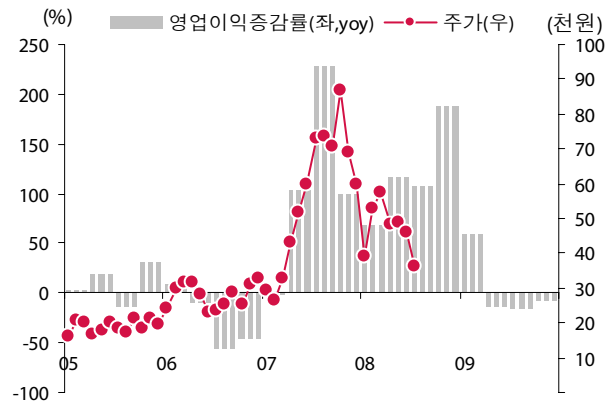
자료: 하나대투증권

그림 1. 분기별 매출액 영업이익률 및 주가 추이



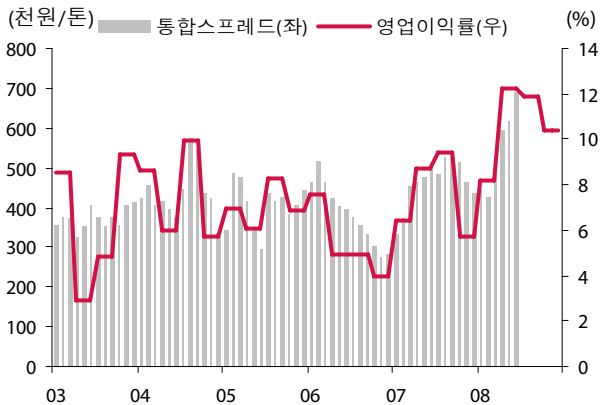
자료: 하나대투증권

그림 2. 분기별 영업이익 증감률 및 주가 추이



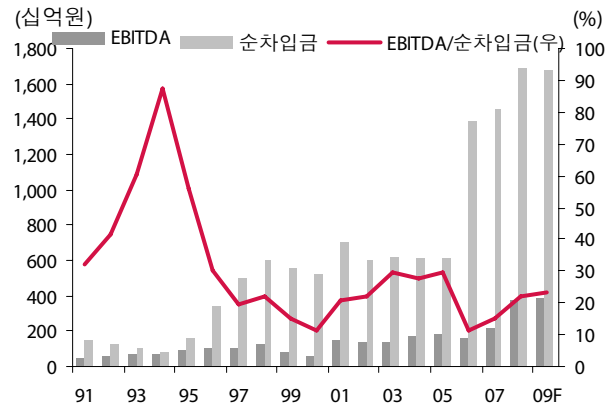
자료: 하나대투증권

그림 3. 통합스프레드 및 매출액 영업이익률 추이



자료: 하나대투증권

그림 4. 연도별 EBITDA, 순차입금 추이 및 전망



자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	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	2,706
매출총이익	246	211	312	583	573
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	339
영업외수익	110	131	156	-15	87
이자수익	2	8	2	2	11
외환관련이익	13	15	13	-32	21
지분법평가이익	90	103	107	30	70
자산평가차분이익	1	0	0	0	0
기타	3	5	34	-15	-15
영업외비용	70	106	140	70	105
이자비용	34	61	77	85	95
외환관련비용	13	11	15	-15	10
지분법평가손실	0	3	9	0	0
자산평가차분손실	5	2	0	0	0
기타	19	29	53	0	0
경상이익	160	112	177	266	321
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전순이익	160	112	177	266	321
법인세	38	24	43	67	80
법인세율(%)	24.1%	21.6%	24.2%	25.0%	25.0%
순이익	121	88	134	200	241
EBITDA	181	159	218	430	437
증감율(%YoY)					
매출액	13.4	2.6	21.2	52.7	1.1
영업이익	5.0	-27.8	84.9	118.7	-3.6
EBITDA	5.1	-11.9	37.1	97.2	1.7
경상이익	-2.9	-30.0	58.3	50.5	20.5
순이익	-9.7	-27.8	53.0	48.9	20.5
EPS	-4.0	-27.8	53.0	48.9	20.5

투자지표

	2005	2006	2007	2008F	2009F
주당지표(원)					
EPS	4,268	3,083	4,717	7,025	8,467
BPS	29,546	28,852	31,074	37,376	45,080
EBITDA per share	6,348	5,591	7,665	15,116	15,374
CFPS	6,384	5,619	6,731	9,780	11,925
DPS	650	700	700	750	900
Multiples(X)					
PER	4.4	8.8	11.5	4.4	3.7
PBR	0.6	0.9	1.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.3	13.6	13.7	6.8	6.6
PCFR	2.9	4.8	8.0	3.2	2.6
수익성(%)					
영업이익률	7.0	5.0	7.6	10.8	10.3
EBITDA margin	10.6	9.1	10.3	13.3	13.3
경상이익률	9.4	6.4	8.3	8.2	9.8
순이익률	7.1	5.0	6.3	6.2	7.3
ROE	14.4	10.7	15.2	15.5	16.8
ROA	6.2	3.4	4.7	4.7	5.4
안정성(%)					
부채비율	134.8	218.5	224.6	223.4	199.5
순차입금비율	71.8	169.1	164.8	154.9	124.1
이자보상배율(배)	3.6	1.4	2.1	4.1	3.6
활동성(배)					
매출채권회전율	11.2	9.8	11.2	13.0	10.8
재고자산회전율	7.1	6.9	7.2	8.2	6.8
매입채무회전율	9.4	9.2	9.4	10.5	8.8

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2005	2006	2007	2008F	2009F
유동자산	608	463	489	759	990
현금 및 현금등가물	172	3	11	39	263
단기금융상품	1	0	0	0	0
시장성유가증권	2	1	0	3	3
매출채권	178	180	198	303	306
재고자산	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	3,438	3,840
유동부채	540	795	713	897	970
매입채무	150	183	201	306	309
단기차입금	127	282	179	206	227
유동성장기차입금	122	210	165	190	209
기타	141	120	168	195	225
고정부채	593	999	1,272	1,477	1,588
사채	436	611	487	560	616
장기차입금	94	289	637	733	806
기타	63	98	148	185	166
부채총계	1,133	1,794	1,985	2,375	2,558
자본금	142	142	142	142	142
자본잉여금	303	303	303	303	303
이익잉여금	258	324	439	618	837
자본조정	137	51	-1	-1	-1
자본총계	841	821	884	1,063	1,282
총차입금	779	1,393	1,469	1,689	1,858
현금성자산	175	5	11	42	266
순차입금	604	1,388	1,457	1,646	1,592
유동자산/자산(%)	30.8%	17.7%	17.0%	22.1%	25.8%
투자자산/자산(%)	39.3%	58.5%	56.0%	49.0%	45.7%
투자유가증권/자산(%)	38.5%	57.8%	55.0%	48.2%	45.0%
유형자산/자산(%)	27.7%	22.0%	25.3%	27.6%	27.3%

현금흐름표

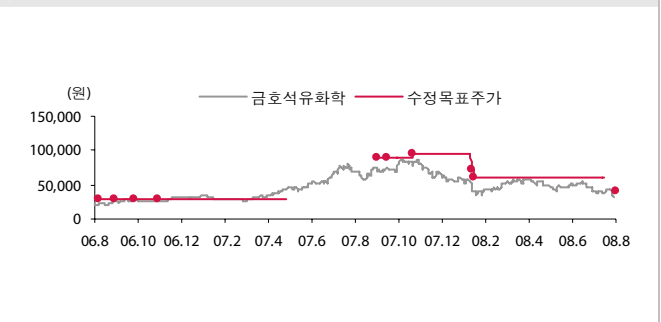
(단위: 십억원)

	2005	2006	2007	2008F	2009F
영업활동현금흐름	108	68	169	283	383
당기순이익	121	88	134	200	241
감가상각비	55	67	51	72	92
무형자산상각비	5	5	6	6	6
외환환손실(이익)	-1	-2	130	35	21
지분법평가손실(이익)	-90	-100	-98	-30	-70
기타	40	23	-124	49	11
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	98	43
단기차입금 증가	-18	155	-103	27	21
유동성장기차입금 상환	-155	-146	-50	-50	-50
사채 증가	300	409	127	97	74
장기차입금 증가	28	213	349	96	74
자본 증가	0	0	-16	0	0
배당금 지급	-12	-15	-16	-17	-21
기타	8	0	-142	-55	-55
순현금흐름	170	-169	8	28	223
기초현금	2	172	3	11	39
기말현금	172	3	11	39	263

투자의견 변동 내역

종목명	날짜	투자의견	목표주가
금호석유화학	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	
	07.8.9	업종 애널리스트 변경	
	06.11.1	BUY	29,000 원
	06.9.28	Neutral	29,000 원
	06.9.1	BUY	29,000 원
	06.8.10	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(이정현)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 8월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정현)는 2008년 8월 4일 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.