

Buy (유지)

현재가(12/3): 18,300원  
 목표주가: 25,900원

금호석유화학 (011780)

정유/화학 Analyst 소용환 3787-2183  
 최기명 3787-2215

합성고무도 피해가기 힘든 경기침체, 이익전망과 목표가격 하향조정

자본금: 142십억원(@5,000원)  
 시가총액: 486십억원  
 52주 최고/최저:  
 69,800원/11,650원  
 평균거래대금(60일): 135억원  
 주요주주: 박철완 등 34.9%  
 외국인지분: 11.4%

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2006	1,753	87	112	88	159	3,083	-27.8	10.8/6.0	0.9	14.3	10.6
2007	2,125	161	177	134	218	4,717	53.0	17.3/5.2	1.6	14.0	15.7
2008F	3,306	359	279	216	430	7,582	60.7	2.3	0.4	5.2	21.9
2009F	3,329	330	250	195	436	6,858	-9.6	2.5	0.4	4.9	16.6
2010F	2,942	297	252	197	420	6,923	1.0	2.5	0.3	4.0	14.5

6개월 목표주가를 25,900원  
 으로 하향조정하나 Buy  
 투자조건 유지

이익전망의 하향조정과 수요산업의 경기침체를 반영하여 동사의 6개월 목표주가를 25,900원으로 하향 조정하나 현 주가대비 상승여력이 충분하여 동사에 대한 매수(Buy) 투자 의견을 유지한다. 목표주가 25,900원은 사업부문별 가치합산분석을 통해 산출된 것으로 영업가치와 자회사 지분가치를 합산하여 산출했다. 주식시장의 하락을 반영하여 사업가치산정에 적용한 EBITDA 배수를 기존 4.7배에서 3.5배로 하향조정하여 적용한 수치로 당사의 목표주가는 2009년 및 2010년 PER가 각각 3.2배, 4.9배에 불과해 상당히 보수적인 수준으로 판단된다. 이는 동사의 그룹리스크를 감안한 것인데, 동사에 대한 그룹관련 위험이 완전히 제거될 경우 동사에 대한 목표주가를 상향조정이 가능한 것으로 판단하고 있다.

(십억원)	2008F	2009F	2010F	비고
사업가치	1,255	1,156	1,039	
EBITDA	359	330	297	
적정 EV/EBITDA (배)	3.5	3.5	3.5	동종타사대비 30% 할인
투자자산 가치	1,109	1,109	1,109	장부가대비 30% 할인
기업가치	2,364	2,265	2,148	
순차입금	1,752	1,631	1,180	
지분가치	611	634	968	
주식수 (만주)	2,845	2,845	2,845	우선주 포함
적정주가 (원)	21,495	22,271	34,023	25,900 (3년 평균)
현재가(12/3) (원)	18,300	18,300	18,300	18,300
상승여력 (%)	17.5	21.7	85.9	41.5

※ 자료: HMC투자증권

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. <작성자: 소용환, 최기명>

이 조사항목은 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자시 투자자 자신의 판단과 책임 하에 중목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. / 추천종목은 당사와 계열회사의 관계가 없습니다. / 추천종목은 전일 기준 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등)발행과 관련하여 지난 6개월간

당사가 주간사로 참여하지 않았습니다. 추천종목은 전일 기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. / 추천종목은 전일 기준 조사분석 담당자가 보유하고 있지 않습니다. / 6개월 이내에 당해 기업에 대한 후속 조사분석자료가 공표되지 않을 수 있습니다.

▶ 투자기간 및 투자조건

HMC투자증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월, 투자조건은 4단계로 구분함.

· 강력매수(Strong Buy): 해당 종목의 초과수익률 50% 이상

· 매수(Buy): 해당 종목의 초과수익률 15~50% 이내

· 보유(Hold): 해당 종목의 초과수익률 -15~15% 이내

· 매도(Sell): 해당 종목의 초과수익률 -15% 이하

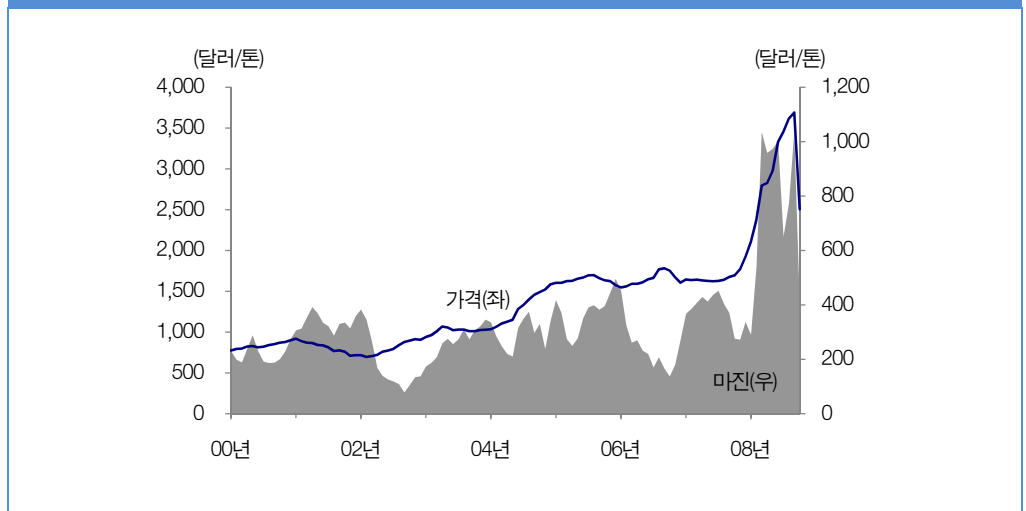
합성고무도 피해갈 수 없는  
수요 감소

합성고무 부문의 3분기 매출액은 5,971억원(127% YoY, 22% QoQ)을 기록하여, 양호한 수익성을 보였다. 그러나, 합성수지 부문은 매출액 2,786억원(20% YoY, -1.6% QoQ)을 기록하며, 전분기대비 매출이 감소했는데 국내외의 수요 감소가 주원인으로 판단된다. 수요 감소와 함께 3분기 중 ABS, PS의 단가 하락도 이어져 수익성이 하락했다. 4분기에는 합성고무 시장에서 중국을 중심으로 한 수요 회복이 지연되고 있고 판가도 하락하고 있어 이익감소가 불가피할 전망이다. 전반적인 세계 경기침체로 인해 ABS, PS 등 합성수지 제품의 수익성 부진이 심화되고 있어 4분기 감익이 불가피한 상황이다.

정밀화학과 열병합발전:  
안정적인 이익창출 분야

정밀화학과 열병합발전의 기타부문은 3분기 매출액 818억원(105% YoY, 50% QoQ)을 기록하여, 사업 부문 중 전분기대비 가장 큰 매출 증가를 시현했다. 정밀화학 부문은 고무노화방지제(6PPD)의 3차 증설 완료(2008년 9월)로 세계 1위의 생산능력을 확보함과 동시에 주원료인 4-ADPA의 공급 개선으로 판매량이 증가하였고, 중국 6PPD 업체의 화재까지 겹치며 판매가격이 인상되는 등 긍정적인 영업상황이 지속되었다. 열병합발전도 수익성이 높은 스팀의 꾸준한 판매 증가로 매출 및 이익 상승에 기여했다.

그림39 | BR 가격 및 마진 추이



※ 자료: KITA, HMC투자증권

2009년 및 2010년 EPS를  
각각 32%, 42% 하향조정

당사에서는 유화경기의 급락과 이에 따른 가동률 하향조정 등의 영향을 감안하여 2009년 및 2010년 EPS를 6,858원과 6,923원으로 각각 32%, 42% 하향조정한다. 합성고무의 영업이익률은 2008년 3분기를 피크로 하락할 것으로 전망되나 타 유화제품대비 양호한 수준을 유지하고 2009년 4월 SBR 11만톤과 9월 BR 12만톤의 증설로 양호한 이익기조를 유지할 것으로 전망된다. 또한, 수익성이 높은 제2열병합 발전소의 가동개시(2009년 4월)로 안정적인 이익창출이 가능한 것으로 판단된다.

표20 | 금호석유화학 실적 전망 수정

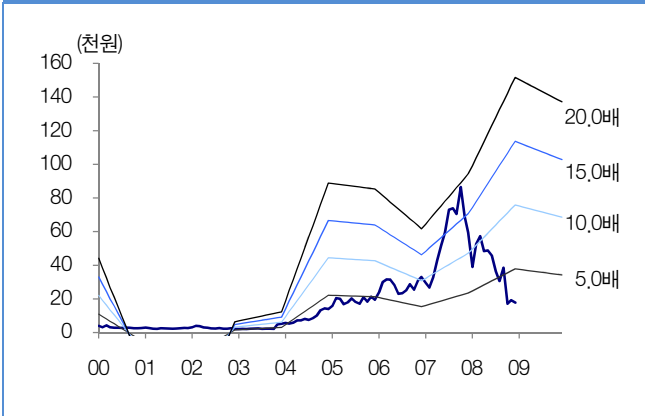
(십억원, 원, %)	변경후			변경전			변동률		
	2008F	2009F	2010F	2008F	2009F	2010F	2008F	2009F	2010F
매출액	3,306	3,329	2,942	3,360	4,559	4,716	-1.6	-27.0	-37.6
영업이익	359	330	297	382	465	453	-6.1	-29.0	-34.4
세전이익	279	250	252	256	380	450	9.0	-34.2	-43.9
순이익	216	195	197	193	285	338	11.8	-31.5	-41.7
EPS	7,582	6,858	6,923	6,794	10,018	11,869	11.6	-31.5	-41.7

※ 자료: HMC투자증권

(십억원,%)	07/3Q	07/4Q	08/1Q	08/2Q	08/3QP	08/4QF	2008F	2009F	2010F
<b>합성고무</b>									
영업이익	39.1	22.6	35.3	80.5	99.3	67.2	282.2	238.6	202.6
영업이익률	14.9	7.7	10.1	16.5	16.6	13.0	14.5	11.9	11.5
<b>합성수지</b>									
영업이익	0.3	-4.2	0.5	5.5	0.4	-10.3	-3.9	-22.0	-19.4
영업이익률	0.1	-1.9	0.2	1.9	0.1	-4.0	-0.4	-2.6	-2.7
<b>정밀화학및발전</b>									
영업이익	11.2	13.6	17.9	15.3	22.5	24.6	80.3	113.8	113.8
영업이익률	28.1	32.4	32.3	28.0	27.5	25.0	27.7	23.9	24.5

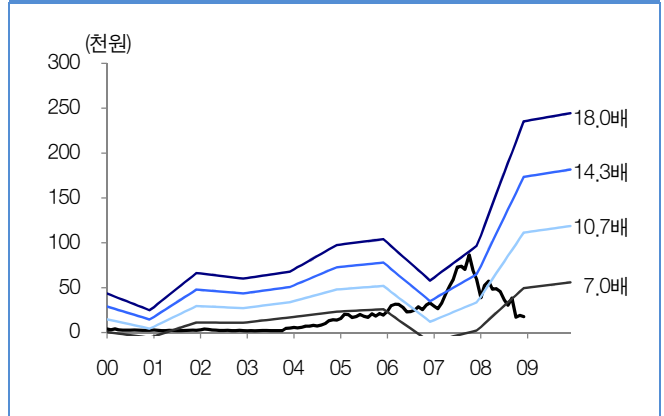
※ 자료: HMC투자증권

그림40 | 금호석유화학 주가와 PER 밴드 추이



※ 자료: HMC투자증권

그림41 | 금호석유화학 주가와 EV/EBITDA 밴드 추이

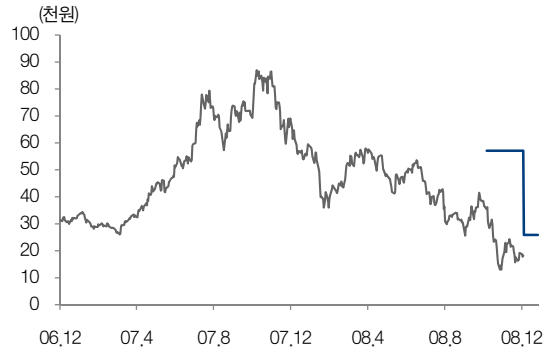


※ 자료: HMC투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
08/10/06	매수	57,100원			
08/10/13	매수	57,100원			
08/12/04	매수	25,900원			

최근 2년간 금호석유화학 주가 및 목표주가



(단위:십억원)

손익계산서	2006	2007	2008F	2009F	2010F
매출액	1,753	2,125	3,306	3,329	2,942
매출원가	1,542	1,812	2,750	2,776	2,449
매출총이익	211	312	556	553	494
판매관리비	124	151	198	223	197
인건비	15	17	22	23	20
일반관리비	49	62	85	86	76
판매비	56	68	94	95	84
영업이익	87	161	359	330	297
(영업이익률)	5.0	7.6	10.8	9.9	10.1
영업외수익	131	156	224	51	71
이자수익	8	2	4	19	47
외환이익	15	13	63	0	0
지분법이익	103	107	57	32	24
영업외비용	106	140	303	132	116
이자비용	61	77	86	87	87
외환손실	11	15	104	0	0
지분법손실	3	9	69	45	29
(영업외수지)	25	16	-80	-81	-45
세전사업이익	112	177	279	250	252
법인세비용	24	43	63	55	55
계속사업이익	88	134	216	195	197
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	88	134	216	195	197
EBITDA	159	218	430	436	420

(단위:십억원)

현금흐름표	2006	2007	2008F	2009F	2010F
영업활동현금흐름	68	169	196	330	431
당기순이익	88	134	216	195	197
유형자산감가상각비	67	51	61	96	115
무형자산상각비	5	6	10	10	8
외화환산손실(이익)	-2	1	39	0	0
지분법손실(이익)	-100	-98	13	13	5
운전자본감소(증가)	-14	70	-83	16	106
기타	23	4	-60	0	0
투자활동현금흐름	-853	-309	-423	-197	23
설비투자	-97	-206	-388	-200	0
투자자산감소(증가)	-744	-88	-33	0	0
유형자산처분	0	1	0	0	0
기타	-12	-15	-2	3	23
재무활동현금흐름	616	148	328	-17	-17
단기차입증가(감소)	155	-103	-50	0	0
장기차입증가(감소)	213	349	370	0	0
사채증가(감소)	409	127	25	0	0
배당금	-15	-16	-17	-17	-17
자본금증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	-146	-208	-1	0	0
현금증가(감소)	-169	8	101	115	436
기초현금	172	3	11	112	228
기말현금	3	11	112	228	664

(단위:십억원)

대차대조표	2006	2007	2008F	2009F	2010F
유동자산	463	489	1,018	1,102	1,328
현금성자산	3	11	112	228	664
단기투자자산	1	0	0	0	0
매출채권	180	198	368	355	270
재고자산	243	257	438	423	321
비유동자산	2,151	2,380	2,724	2,805	2,678
투자자산	1,514	1,578	1,579	1,566	1,561
유형자산	576	727	1,039	1,143	1,028
무형자산	45	47	54	44	36
자산총계	2,615	2,869	3,742	3,907	4,005
유동부채	795	713	1,198	1,186	1,104
매입채무	183	201	351	339	257
단기차입금	282	179	131	131	131
유동성장기부채	210	165	388	388	388
비유동부채	999	1,272	1,458	1,458	1,458
사채	611	500	391	391	391
장기차입금	289	637	954	949	934
부채총계	1,794	1,985	2,655	2,643	2,562
자본금	142	142	142	142	142
자본잉여금	303	303	292	292	292
자본조정 등	51	-1	19	19	19
이익잉여금	324	439	633	811	990
자본총계	821	884	1,086	1,264	1,444
부채와자본총계	2,615	2,869	3,742	3,907	4,005

(단위:원배,%)

투자지표	2006	2007	2008F	2009F	2010F
EPS	3,083	4,717	7,582	6,858	6,923
수정EPS	3,114	3,999	5,821	5,354	5,405
BPS	28,852	31,074	38,188	44,438	50,753
DPS	700	750	750	750	750
CFPS	5,619	6,731	10,088	10,573	11,236
EBITDAPS	5,591	7,665	15,113	15,328	14,751
PER	8.4	10.8	2.3	2.5	2.5
수정PER	8.3	12.7	2.9	3.2	3.2
PBR	0.9	1.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	14.3	14.0	5.2	4.9	4.0
배당수익률	2.6	1.4	4.1	4.1	4.1
매출총이익률	12.1	14.7	16.8	16.6	16.8
영업이익률	5.0	7.6	10.8	9.9	10.1
순이익률	5.0	6.3	6.5	5.9	6.7
EBITDA Margin	9.1	10.3	13.0	13.1	14.3
ROE	10.6	15.7	21.9	16.6	14.5
ROA	3.8	4.9	6.5	5.1	5.0
매출액증가율	2.6	21.2	55.6	0.7	-11.6
영업이익증가율	-27.8	84.9	123.1	-7.9	-10.1
순이익증가율	-27.8	53.0	60.7	-9.6	1.0
부채비율	218.5	224.6	244.4	209.1	177.4
순차입금비율	169.1	166.3	161.3	129.1	81.7
이자보상배율	1.4	2.1	4.2	3.8	3.4