www.imeritz.com

금호석유화학 (011780)

BUY(initiate)

- 영업기반 개선 및 투자자산가치 상승 감안시 아직 저평가

합성고무, 특히 유틸리티 부문의 원료교체로 1분기 양호한 실적 기록

동사는 합성고무(SBR,BR), 합성수지(ABS,PS), 유틸리티(열병합발전소) 및 정밀화학(고무약품,전자재료) 사업을 영위하고 있다. 한편 매출액대비 영업이익률이 '03년 6.5%에서 '04년 1분기에는 8.5%로 개선되었는데, 이는 주제품인 합성고무의 이익률이 원료가 상승에도 불구하고 제품가 인상으로 1.6%p 호전되었고 특히 발전소의 원료교체(벙커C유에서 석탄으로) 투자 효과가 '03년 4분기부터 본격화되면서 유틸리티 등 기타부문의 이익률이 전년동기비 11.5%p 증가하였기 때문이다. 석탄은 인도네시아(삼천리)에서 장기공급계약(5년 고정가격)에 도입하고 있다. 1분기에는 판매단가 상승과 함께 전체 매출액이 전년동기대비 14.0% 증가하며 영업이익도 15.6% 증가하였다.

부타디엔, SM 등 원료가강세 부담이나 영업기반 개선으로 수익호전 전망

금년 1분기 기준으로 부문별 매출비중은 합성고무와 합성수지가 각각 46%, 기타 8%로 구성되어 있으나, 영업이익은 합성고무 57%, 기타(유틸리티) 31%, 합성수지 12% 등으로 구성되어 있다. 기타부문의 이익률은 유틸리티의 양호한 수익성이 유지될 전망이고, 합성고무도 금호타이어 등 전방산업 수요호전 및 원료가 상승분 판가이전 등으로 '04년에 10% 내외의 영업이익률 달성이 가능할 전망이다. 부타디엔(BD)의 급등세는 부담이나 동사는 BD 연간 수요량의 약 57.3%를 자체 조달하고 있다.

Earnings' Forecast (단위: 억원,원,배,%)

	2003	2004E	2005E	2006E
매출액	11,989	12,913	13,761	13,726
증감(%)	12.3	7.7	6.6	-0.3
영업이익	782	1,067	1,247	1,246
순이익	210	507	629	613
증감(%)	91.4	141.3	24.1	-2.5
EPS	667	1,953	2,427	2,359
증감(%)	82.3	192.9	24.3	-2.8
BPS	14,852	19,056	20,921	22,672
P/E	10.3	3.1	3.9	3.2	3.3
P/CF	2.6	0.8	1.7	1.5	1.4
P/BV	0.5	0.1	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	5.7	4.5	3.8	3.7	3.6
자기자본이익률	4.2	8.9	10.3	9.3
부채비율	157.0	140.3	138.7	129.5
순금융비용부담률	3.9	3.4	3.1	3.3
이자보상배율	1.7	2.4	2.9	2.7

시장대비 상대강도 : 1개월(1.35), 3개월(1.74), 6개월(1.32)

At a Glance

목표주가(6개월) :
12,000원

현재주가(6.11) :
7,700원

시가총액(6.11) :
2,071억원

평균거래대금(60일) :
67.6억원

외국인지분율 :
8.77%

예상EPS(전년비) :
FY04 1,953원 (192.9%)
FY05 2,427원 (24.3%)

예상PE(시장대비)
FY04 3.9배 (67.2%)
FY05 3.2배 (62.4%)

이희철 (3779-4747) Chemical Sector (화학, 정유) *hclee@imeritz.com*

KOREA

국내외 수요부진, SM, AN 등 원재료의 전량 외부조달구조 등으로 '03년에 1% 수준까지 떨어졌던 합성수지 영업이익률은, 금년에도 벤젠 및 SM 가격강세로 전년대비 소폭 개선되는 수준에 머물 전망이나 당초 이익기여도가 크지 않다는 점에서 큰 부담은 아닐 것으로 추정된다. 따라서 동사의 '04년 영업이익은 전년대비 36.5% 증가한 1,067억원으로 호전될 전망이다.

구조조정 효과가 나타나며 투자자산 가치 및 지분법평가익 증가 전망

금년 1분기 중 동사의 지분법평가익은 268억원을 기록하였다. 이를 세부적으로 살펴보면, 금호산업(지분률 45.3%, 지분법이익 135억원)과 아시아나항공(15.5%, 126억원) 등 양사가 주로 기여한 것으로 나타났다. 아시아나항공은 아시아나공항서비스 양도차익 400억원 등으로 1분기에 780억원의 순이익을 기록하였으며, 금호산업은 아시아나항공(219억원), 금호타이어(95억원) 등으로부터의 지분법평가익이 312억원 계상되며 355억원의 분기순이익을 기록했다. 물론 2분기부터는 금호석유화학의 지분법평가익이 계열사의 양도차익 감소 등으로 다소 줄어들 전망이나, 금호산업, 아시아나항공 등 주력계열사의 재무구조 및 실적개선으로 향후 일정수준 이상의 지분법이익 기여('04년 450억원 추정)는 지속될 전망이다. 금호타이어 매각(70%) 등 계열사 구조조정으로 금호산업, 아시아나항공 등의 재무구조는 과거대비 뚜렷한 호전세를 보이고 있다.

소규모 증설투자 지속. 장기적으로 MMA, BD, 폐타이어발전소 투자 계획

'03년 'Coal Boiler' 대체에 이어 금년에도 부타디엔(+1.3만톤, 04.5월 23.8만톤), SBR(+1.05만톤, 04.8월 19.5만톤), HBR(+3.8만톤, 04.10월 13.3만톤) 등 소규모 증설이 지속될 예정이다. 특히 내년에는 MMA 및 부타디엔(해외) 신증설 투자 등이 본격화 되면서 전체 설비투자액이 1,500억원 수준으로 확대될 예정이며, '08년 완공을 목표로 폐타이어를 활용한 발전소 건립에 순차적으로 약 1,000억원을 투입할 계획이다. '03년말 부채비율이 157%로 아주 우량한 편은 아니나 과거대비 상당폭 호전되었고 외형 및 수익확대 추세를 감안할 경우 재무리스크는 더욱 낮아질 전망이다.

일부 계열사 부담 있으나 실적개선, 자산가치 상승 등 감안시 매수 유망

현재 동사주가는 '04년 예상실적대비 PER 3.9배, PBR 0.4배, EV/EBITDA 4.4배(투자자산가치 불포함) 등의 수준에서 거래되고 있다. 하지만 금호산업 및 아시아나항공에 대한 투자지분의 시가평가액이 약 2,030억원에 달하고 있어 이를 포함한 투자자산평가액 가치의 50%와, 시장평균 EV/EBITDA 배수를 적용하여 구한 영업가치를 합산하여 구한 동사 적정주가는 12,000원 정도로 추정된다. 물론 최근 금호피엔비화학(지분률 15.4%), 금호개발(50%) 등에 대한 소규모 증자참여 등에서도 알 수 있듯이 아직 계열사 부담이 존재하고 있으나, 금호산업 및 아시아나항공 등 주력 계열사의 실적호전에 따른 가치상승 가능성이 더욱 높은 것으로 판단된다. 따라서 6개월 목표주가 12,000원(현주가대비 상승여력 55%)에 '매수' 의견을 제시한다.