

2010.10.19

기업분석팀

소재-중화학 파트

동양증권

# 호남석유 (011170)

**Hold(Down)**

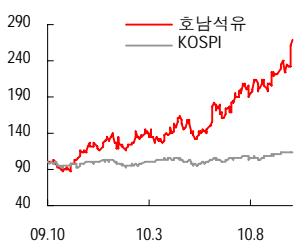
TP: 220,000원

**2010년 3분기 실적 코멘트 : 주가와 실적이 별개로 움직이다!**

**화학**

Analyst 황규원  
3770-3564  
1kyuwon1@myasset.com

주가	232,000원
자본금	1,593억원
시가총액	75,986억원
주당순자산	117,481원
부채비율	52.40%
총발행주식수	31,860,000주
60일 평균 거래대금	533억원
60일 평균 거래량	283,230주
52주 고	238,500원
52주 저	77,500원
주요주주	롯데물산(주)외 2인
	57.3%
외인지분율	26.10%



**2010년 3분기 잠정 실적 : 1분기 이후 영업실적 둔화(1분기 2,463억원→3분기 1,855억원)**

2010년 3분기 매출액, 영업이익, 세후이익 잠정치는 각각 1조 7,512억원, 1,855억원, 1,666억원 수준이다. 특히, 영업이익은 전분기 2,164억원 대비 14.3% 감소한 수치이다. 실적 둔화 배경으로, 주력제품의 Cash 마진 둔화를 지적할 수 있다. EG/PE/PP 등 주력제품 1톤당 평균 Cash 마진 흐름은 “2010년 1분기 553\$ → 2분기 458\$ → 3분기 436\$” 수준으로, 1분기를 고점으로 하향세를 시현하고 있다. 다만, 설비 가동률은 여전히 100%를 유지하고 있다. [2p, 표1]

**2010년 4분기 예상 특징 : 4분기 영업이익 1,749억원으로 추가 조정 예상**

2010년 4분기 예상 영업이익은 1,749억원으로, 전분기 1,855억원 대비 소폭 감소할 전망이다. 예상특징으로 3가지를 지적할 수 있다.

**첫째, 10 ~ 11월 초까지 실적회조세가 이어질 전망이다.** 대만 Nanya(주)가 9월 가동 중단에 따른 MEG 가격 상승 수혜 때문이다. Nanya(주)의 생산중단 원인은 Formosa(주) 1호기 화재로 인해 7월 말부터 10월 중순까지 Ethylene 을 공급받지 못하고 있기 때문이다. 동북아시아 MEG 톤당 가격은 “3분기 평균 764\$에서 10월 980\$” 로 강세를 보이고 있다. [2page, 그림1]

**둘째, 11 ~ 12월에는 원가압박이 심화될 전망이다.** 주 원료인 Naphtha 국제가격은 9월 670\$에서 10월 774\$로 100\$ 이상 상승했다. 고가로 구입된 Naphtha 는 11월 초부터 생산과정에 투입된다. 뿐만 아니라, 화재로 중단되었던 대만 Formosa(주) 1호기 생산이 10월 중하순부터 재개된다. EG/PE/PP 등 주요제품에 대한 공급상황이 개선될 전망이다. 동사 주력제품 수익의 압박요인으로 작용할 전망이다.

**셋째, 4분기 일시비용이 발생된다.** 매년 4분기에는 200~300억원 수준의 일시비용(성과급, 매출채권상각 등)이 추가로 발생할 수 있다.

**결론 : 주가 숨고르기 필요시점 도달(TP 22만원), Buy에서 Hold로 의견 하향**

2010년 1분기 고점 이후 약화되고 있는 본업실적 흐름을 고려해, 투자의견을 Buy에서 Hold로 낮춘다. PBR(=주가/순자산) 배율이 1.7배로, 과거 최고치 수준에 도달한 점도 Hold 의견 제시의 또다른 이유이다. 단기 급등에 따른 주가 숨고르기가 필요한 시점이다!!! [2page, 그림2]

**Earnings Estimate**

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	매출액	매출증가율	영업이익	순이익	EPS	증가율	PER	PBR	EV/EBITDA	ROA	ROE
2008	30,982	37.4	903	-453	-1,421	적전	-52.0	0.8	13.9	-1.3	-1.6
2009	59,698	92.7	7,176	7,967	25,006	흑전	3.1	0.7	2.3	17.3	24.4
2010E	71,587	19.9	8,232	7,583	23,801	-4.8	10.0	1.7	8.1	12.0	18.6
2011E	68,166	-4.8	8,592	8,431	26,463	11.2	9.0	1.4	7.5	11.9	17.4
2012E	70,064	2.8	8,501	8,391	26,338	-0.5	9.1	1.3	6.7	11.1	14.9

표 1. 호남석유(주) 분기실적 : 3 분기 예상 영업이익 1,855 억원(전분기 2,164 억원)

[변경전(2010.10.1일)]

구분	2009년				2010년				연간실적			
	1분기	2분기	3분기(e)	4분기	1분기	2분기	3분기(e)	4분기(e)	09년	10년(e)	11년(e)	12년(e)
매출액(억원)	12,336	14,563	16,503	16,295	18,034	18,415	17,320	16,927	59,697	70,696	68,166	70,064
영업이익(억원)	1,535	2,249	2,240	1,152	2,463	2,164	1,868	1,696	7,176	8,192	8,335	8,427
영업이익률	12.4%	15.4%	13.6%	7.1%	13.7%	11.8%	10.6%	10.0%	12.0%	11.6%	12.2%	12.0%
지분법이익(억원)	214	355	280	394	263	559	352	215	1,242	1,388	2,174	2,116
세전이익(억원)	1,912	2,573	2,505	1,542	2,872	2,808	2,293	1,958	8,533	9,930	10,078	10,135
순이익(억원)	2,183	2,368	2,155	1,270	2,203	2,163	1,782	1,511	7,967	7,658	7,892	8,129
주당 순이익(원/주)									25,006	24,036	24,770	25,515

[변경전(2010.10.1일)]

구분	2010년				2011년				연간실적			
	1분기	2분기	3분기(e)	4분기(e)	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	09년	10년(e)	11년(e)	12년(e)
매출액(억원)	18,034	18,415	17,512	17,626	17,612	15,833	17,748	16,974	59,697	71,587	68,166	70,064
영업이익(억원)	2,463	2,164	1,855	1,749	1,837	2,033	2,285	2,437	7,176	8,233	8,592	8,427
영업이익률	13.7%	11.8%	10.6%	9.9%	10.4%	12.8%	12.9%	14.4%	12.0%	11.5%	12.6%	12.0%
지분법이익(억원)	263	559	352	215	553	815	627	569	1,242	1,309	2,564	2,339
타이탄(주) 지분이익					278	276	298	292			1,146	947
세전이익(억원)	2,872	2,808	2,160	2,012	2,308	2,750	2,788	2,883	8,533	9,851	10,729	10,440
순이익(억원)	2,203	2,163	1,666	1,552	1,514	2,180	2,186	2,251	7,967	7,583	8,431	8,391
주당 순이익(원/주)									25,006	23,801	26,463	26,337

8월, 여수 EG  
12만톤 확대교체  
정기보수

① 10월 EOA  
5만톤 증설  
② 12월  
부타디엔  
13만톤 증설  
③ 말레이시아  
Titan(주) 지분인수

여수 Ethylene  
공장 정기보수  
(약 10일간)

롯데(대산유화학)  
흡수합병

신규NCC  
증설  
(PE 25만톤,  
PP 20만톤)

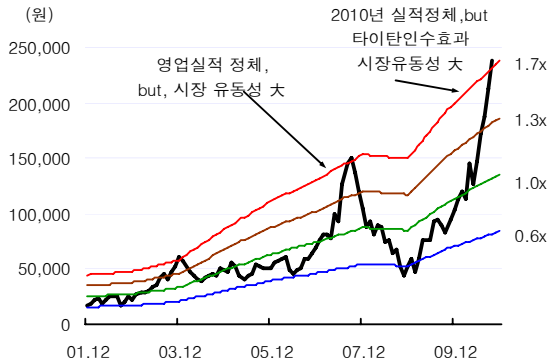
주 : 2010년 3분기 지분법이익은 동양증권리서치센터 추정치임  
자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

그림 1. 호남석유(주)의 Cash 마진 추이 : 2010년 1분기 고점 이후 약세등락



자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

그림 2. 호남석유(주)의 PBR 추이 : 역사적 고점 도달(PBR 1.7 배)



자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

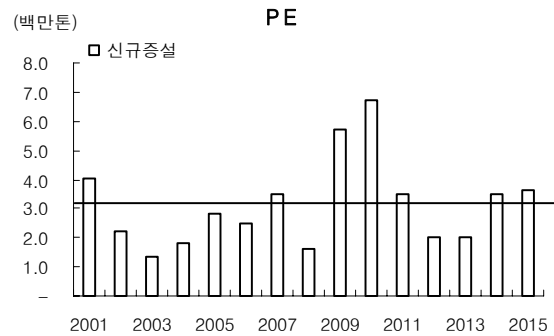
[호남석유(주) 연관 주요제품 수급특징] 2011년 PE/PP 공급부담 존재

표 2. 호남석유주주의 석유화학제품 생산능력

구분		호남석유 (A)	KP케미칼 (B)	말레이시아 타이탄 (C)	합계 (A+B+C)
기초유분 (만톤)	에틸렌	75	100	72	247
	프로필렌	87	50	48	135
	부타디엔	27		10	37
	BTX	125	10	20	155
중간제품 (만톤)	EG	106			106
	SM	47			47
	PX		64		64
	PTA		108		108
합성수지 (만톤)	HDPE	37		12	49
	LD/LLDPE	40		90	130
	PP	88		52	140
	PET	7	40		47
	MMA	14			14
	PC	7			7

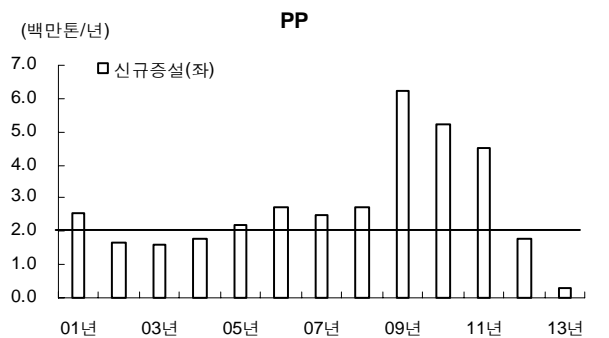
자료 : 석유화학공업협회, Chemlocus, 동양종합금융증권 리서치센터

그림 3. PE 세계 수급전망 : 2011 년에도 공급부담 존재



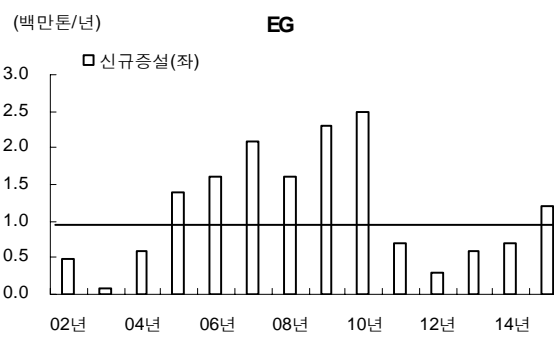
자료 : 석유화학공업협회, Chemlocus, 동양종합금융증권 리서치센터

그림 4. PP 세계 수급전망 : 2011 년에도 공급부담 존재



자료 : 석유화학공업협회, Chemlocus, 동양종합금융증권 리서치센터

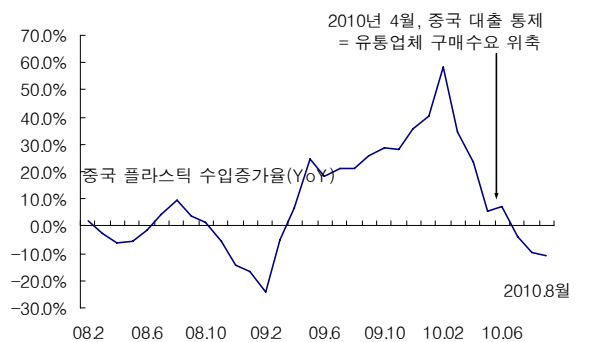
그림 5. EG 세계 수급전망 : 2011 년 공급부담 감소



자료 : 무역협회

**[호남석유주주 주요제품 수출환경] 2011년 중국의 화학제품 수입수요 둔화 가시화**

그림 6. 중국의 합성수지 수입량 증가율 추이 : 중국수입수요 약세 지속



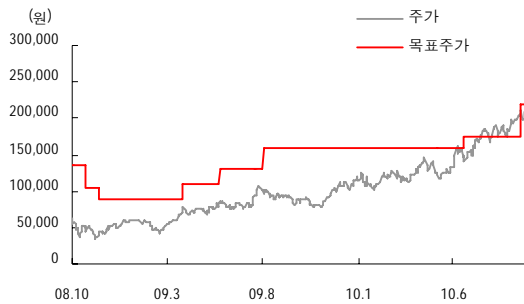
자료 : 무역협회

표 3. 호남석유주주의 적정주가 산정 내역 :

구분	기준일 (2010.10.19일)	주요 내역
(+)영업활동 기업가치	6조 8,139억원	▶호남석유 + Titan 합산 EBITDA 1조 3,840억원 × 적정 EV/EBITDA 4.9배 = 6조 8,139억원 * 호남석유 EBITDA 1조 863억원 = 영업이익 8,505억원 + 감가상각비 2,358억원 * 말레이시아 Titan(100% 자회사 예정) EBITDA 2,977억원 = 영업이익 2,025억원 + 감가상각비 952
(+)투자활동 기업가치	1조 5,124억원	▶롯데건설(31.2%) 적정가치 3,971억원 * [영업가치 1.8조원(=EBITDA 2,501억원 × 7.2배) + 투자자산 3,835억원 - 순차입금 1,4조원] × 31.19% ▶KP케미칼(51.9%) 적정가치 7,063억원 (변경전 4,122억원) * [영업가치 8,314억원(=EBITDA 1,923억원 × 4.3배) + 투자자산 3,077억원 + 순현금 2,337억원] × 51.86% ▶씨텍(50.0%) 적정가치 5,059억원 * [영업설비 공시가격 2,976억원 + 투자자산 10억원 + 순차입금 83억원] × 50.0% ▶말레이시아 Titan(100% 자회사 편입 예정)의 보유 유가증권 2,294억원
(-)순차입금 가치	1조 3,073억원	▶총차입금 1조 6,615억원 - 현금성 자산 3,542억원 * 총차입금 1조 6,615억원 = 호남석유 8,083억원 + Titan 인수를 위한 차입금 5,000억원 + Titan 자체 차입금 3,532억원 * 현금성자산 3,542억원 = 호남석유 1조 3,461억원 + Titan 자체현금 81억원 - Titan 인수를 위한 보유현금 사용 1조원
보통주주주가치(A) 발행주식수(B)	7조 190억원 3,186만주	▶총발행주식수 3,186만주
주당 주주가치(A/B)	220,000원	* 투자의견 Buy에서 Hold으로 하향 : ① 타이탄주 인수효과는 주가에 충분히 반영 ② PBR(=주가/순자산) 1.8배 수준으로, 역사적인 고점 수준 도달

자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

호남석유 (011170) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2008/11/05	Buy	105,000원
2008/11/26	Buy	90,000원
2009/04/09	Buy	110,000원
2009/06/08	Buy	130,000원
2009/08/17	Buy	160,000원
2010/04/20	Buy	160,000원
2010/07/01	Buy	175,000원
2010/10/01	Buy	220,000원
2010/10/19	Hold	220,000원

자료: 동양종합금융증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 황규원
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료공표일 현재 동주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Ovenweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기준 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.