

Company update

Korea / Refining & Petrochemical

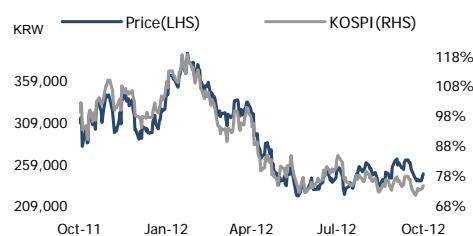
19 October 2012 BUY

목표주가	320,000 원
현재주가 (17 Oct 12)	249,000 원
Upside/downside (%)	28.5
KOSPI	1955.15
시가총액 (십억원)	7,933
52 주 최저/최고	218,000 - 398,000
일평균거래대금 (십억원)	60.2
외국인 지분율 (%)	23.8

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	15,700	15,887	17,570	19,099
영업이익 (십억원)	1,491.1	651.6	1,486.2	1,758.6
당기순이익 (십억원)	1,132.6	516.6	1,129.5	1,336.5
수정순이익 (십억원)	978.1	466.2	1,031.7	1,235.3
EPS (원)	30,701	14,634	32,384	38,773
EPS 성장률 (%)	24.5	(52.3)	121.3	19.7
P/E (x)	9.7	17.0	7.7	6.4
EV/EBITDA (x)	5.1	7.5	4.0	3.2
배당수익률 (%)	0.6	0.4	0.7	0.8
P/B (x)	1.5	1.2	1.1	0.9
ROE (%)	19.7	8.3	16.4	16.7
순차입금/자기자본 (%)	0.8	3.0	(0.6)	(6.7)

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(5.7)	(2.0)	(19.7)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(3.3)	(9.3)	(24.5)

권영배, CFA, Analyst

3774 6012 yb.kwon@miraeasset.com

홍우태

3774 1478 wthong@miraeasset.com

## 호남석유화학 (011170 KS)

### 유리한 재고사이클

PTA는 다른 석유화학 다운스트림제품(LLDPE, PVC 등)과는 달리 강한 백워데이션 상태를 지난 12개월간 유지하고 있음. 백워데이션은 강한 재고감소 유인임. PTA가 합성섬유의 원료임을 감안할 때, 이는 합성섬유의 재고사이클이 상대적으로 빠르다는 것을 의미. 중국의 재고순환 지표도 이를 지지함. 따라서 합성섬유의 원료가 되는 PTA의 수요가 다른 석유화학 제품 보다 빨리 개선될 수 있을 것. 호남석유화학은 합성섬유 체인의 익스포져가 가장 크기 때문에 (2011년 기준 총 매출액 대비 22%) 동사의 이익개선이 석유화학회사 중 가장 빠를 것으로 예상됨. 3분기 중 합성섬유체인의 PTA와 MEG 가격은 각각 17%, 31% 상승하여, 다른 석유화학 다운스트림제품 (PE, PVC, ABS 등)보다 가격 상승폭이 큼. 우리는 상대적으로 강한 이익 회복 모멘텀과 KP 케미칼과의 합병 후 BTX 계열 업스트림 진출 가능성을 감안하여, 호남석유화학을 석유화학 최선후주로 추천. 투자의견 매수와 목표주가 32만원을 유지.

### 유리한 재고 사이클 – PTA 백워데이션 12개월 이상 지속

합성섬유의 원료가 되는 PTA의 현선물 스프레드(M3-Spot)는 지난 12개월여 간 강한 백워데이션 상태를 유지하고 있음. 상품시장에서 백워데이션은 강한 재고감소 유인임. 가솔린과 디젤의 현선물 스프레드와 재고감소간 강한 상관관계가 증명했듯, 우리는 PTA의 재고감소가 충분히 진행되었을 것으로 판단함. 이는 특히 정상적인 컨팅고(선물 가격이 현재가격보다 높은 상태)를 유지하고 있는 PVC나 최근들어 백워데이션으로 전환되어 재고 감소의 유인이 나타나기 시작한 LLDPE 등과 비교됨.

### 중국의 재고순환 지표와 잠재적인 내수 부양책도 합성섬유체인에 긍정적

중국의 재고순환 지표도 석유부문이 다른 석유화학부문보다 앞서있음. 8월 중국의 석유제품 재고의 전년동기대비 증가율은 7%로 전월의 8%대비 1ppt 하락함. 이는 석유화학 전체 재고 증가율(13%)과 고무 및 플라스틱 재고 증가율(10%)보다 낮은 수준. 또한 우리는 중국의 잠재적인 경기부양책이 건설경기보다는 내수 소비재에 초점을 맞출 것으로 예상. 이는 아직 중국의 부동산 경기 과열에 대한 우려가 남아있기 때문. 따라서 낮은 재고수준과 잠재적인 중국의 내수 부양책을 고려했을 때, 합성섬유체인이 여러 석유화학체인 중에서 상대적으로 유리한 위치에 있다고 판단.

### 3Q12 연결영업이익 2,061 억원 예상, 컨센서스 부합

우리는 3분기 호남석유화학의 연결영업이익이 약 2,061 억원을 기록할 것으로 전망. 이는 컨센서스 대비 3% 높은 수준임. 4분기, 고가의 원자료(납사) 투입으로 마진 하락에 대한 우려가 있음. 하지만 1) 견고하게 유지되고 있는 MEG-납사 마진, 2) PE 부문의 점진적인 개선, 3) 합성섬유 부문의 텐어리운드 가능성을 고려하면 4분기 및 2013년 이익에 대한 우려는 완화될 수 있을 것. MEG-납사 마진은 3분기 평균 US\$80/톤으로 2분기 평균 US\$38/톤 대비 111% 상승 하였음.

### 투자의견 매수 유지, 석유화학업종 최선후주

호남석유화학에 대해 투자의견 매수와 목표주가 320,000 원을 유지함. 현 주가 대비 상승여력은 29%이며, 석유화학업종 최선후주임. 우리는 동사의 1) 상대적으로 높은 업스트림 익스포져와, 2) 빠른 재고사이클 개선이 이익 회복을 이끌 것으로 전망. 또한 2012년말 예정되어 있는 KP 케미칼과의 합병 후 BTX 계열 업스트림으로의 진출 가능성은 긍정적. 현재 동사의 밸류에이션 (12m Fwd P/B 기준) 할인폭 30%는 이익회복 모멘텀에 힘입어 감소할 것으로 예상.

Figure 1 이익 추정

(KRW bn)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	2011	2012F
Sales	3,940	3,950	4,088	3,723	3,850	3,949	3,966	4,122	15,700	15,887
COGS	3,280	3,479	3,580	3,468	3,543	3,886	3,654	3,691	13,807	14,773
Gross profit	660	471	508	254	308	63	312	432	1,893	1,114
GPM(%)	16.8	11.9	12.4	6.8	8.0	1.6	7.9	10.5	12.1	7.0
Operating profit	582	361	394	155	220	-28	206	254	1,491	652
OPM(%)	14.8	9.1	9.6	4.2	5.7	-0.7	5.2	6.2	9.5	4.1
Net profit	360	279	287	51	167	-13	142	169	978	466

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 PTA 현선물 스프레드 (M3-Active, 30 일 이동평균)



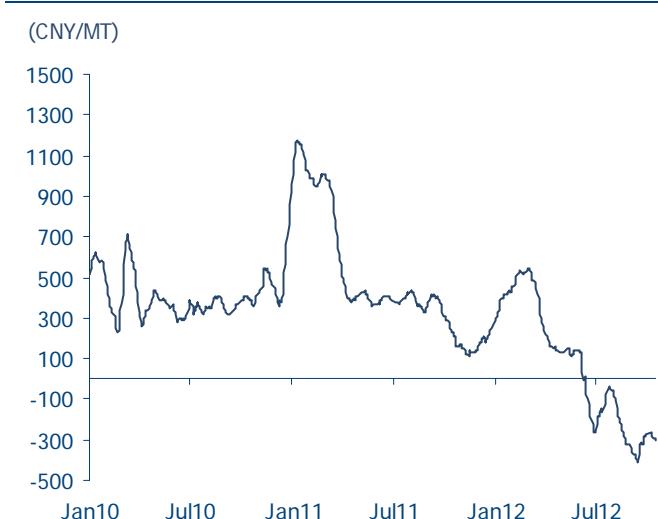
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 PVC 현선물 스프레드 (M3-Active, 30 일 이동평균)



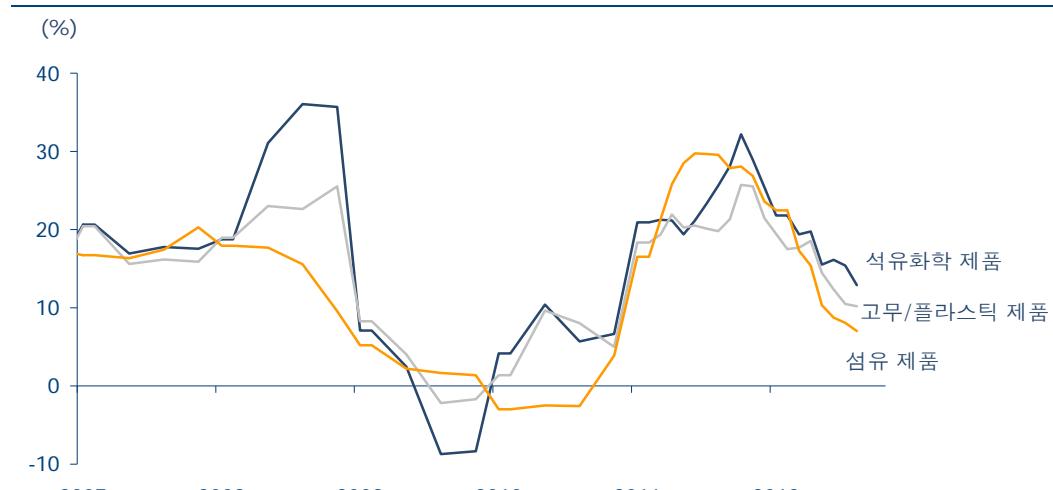
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 LLDPE 현선물 스프레드 (M3-Active, 30 일 이동평균)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 중국 제품별 재고 증가율 (YoY)



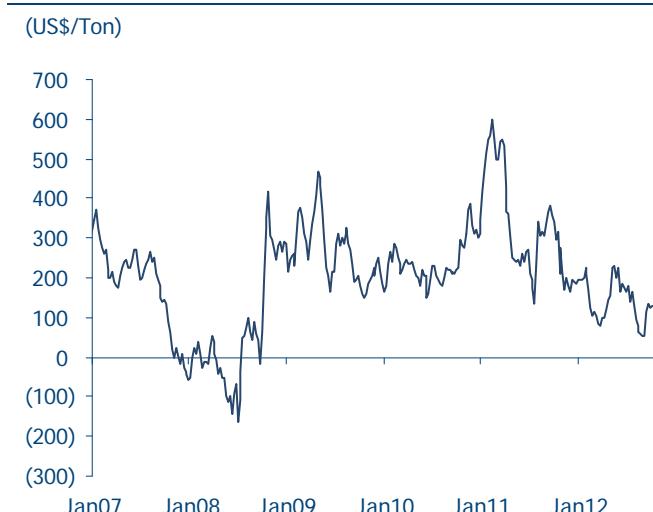
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 PTA 가격 추이



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 PTA-Naphtha 스프레드



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

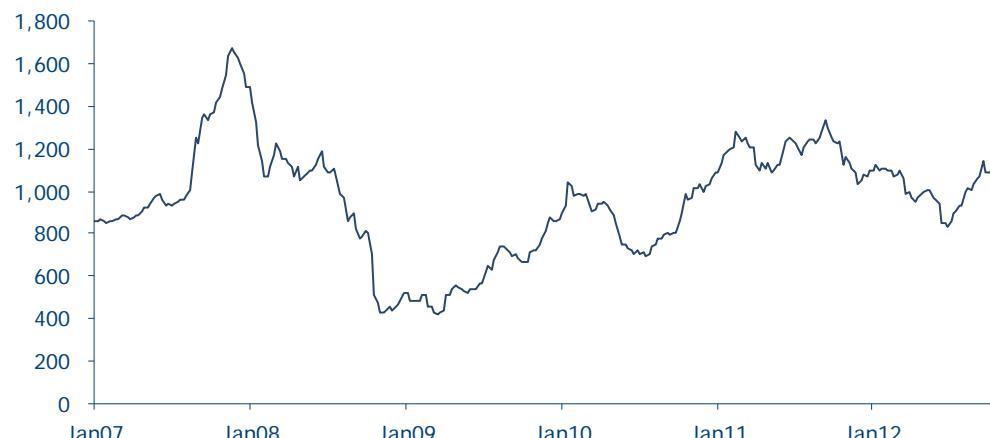
Figure 8 PTA-PX 스프레드



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 MEG 가격 추이

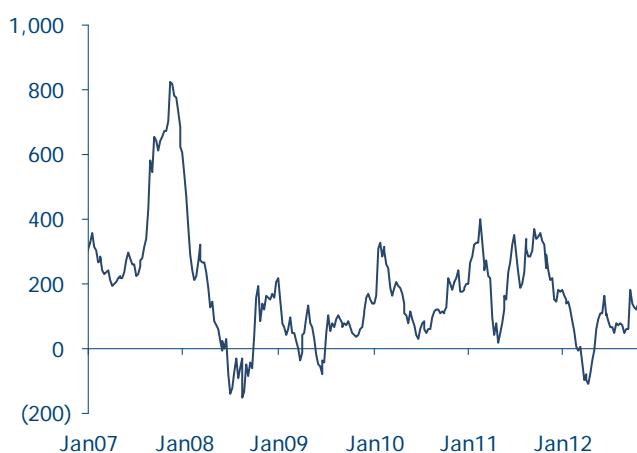
(US\$/Ton)



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 MEG-Naphtha 스프레드

(US\$/Ton)



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 MEG-Ethylene 스프레드

(US\$/Ton)



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 MEG 가격과 호남석유 주가

(US\$/Ton)

(KRW)



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 12 개월 Fwd P/B 밴드 차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 Comparison table

	SKI	SOIL	GSH	LGC	HPC	KKPC	HWC
Code	096770 KS	010950 KS	078930 KS	051910 KS	011170 KS	011780 KS	009830 KS
Rating	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	HOLD
<b>Target price (KRW)</b>	<b>220,000</b>	<b>150,000</b>	<b>80,000</b>	<b>335,000</b>	<b>320,000</b>	<b>145,000</b>	<b>21,000</b>
Current price (17 Oct, KRW)	159,000	100,500	67,100	324,000	249,000	119,500	19,050
Upside (%)	38.4	49.3	19.2	3.4	28.5	21.3	10.2
Target PB (x)	1.3	2.9	1.1	2.1	1.4	2.2	0.7
Long-term ROE (%)	13.7	23.0	14.5	16.9	15.3	24.3	8.5
Cost of equity (%)	11.5	10.0	13.5	9.5	11.5	12.5	11.0
Long-term growth (%)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Sales	2011	68,477	31,914	8,493	22,676	15,700	6,457
(KRW bn)	2012F	76,714	35,950	9,957	23,708	15,887	6,313
	2013F	81,562	38,165	12,160	25,655	17,570	7,073
	2014F	88,114	39,838	12,949	27,779	19,099	7,633
Operating profit	2011	2,842	1,634	930	2,835	1,491	842
(KRW bn)	2012F	2,392	1,167	850	2,114	652	365
	2013F	3,073	1,865	1,239	2,504	1,486	602
	2014F	3,402	2,102	1,406	3,006	1,759	759
Net income	2011	3,169	1,191	774	2,138	978	506
(KRW bn)	2012F	1,571	870	625	1,613	466	253
	2013F	2,271	1,424	997	1,889	1,032	433
	2014F	2,521	1,604	1,145	2,270	1,235	551
OPM (%)	2011	4.2	5.1	11.0	12.5	9.5	13.0
	2012F	3.1	3.2	8.5	8.9	4.1	5.8
	2013F	3.8	4.9	10.2	9.8	8.5	8.5
	2014F	3.9	5.3	10.9	10.8	9.2	9.9
ROA (%)	2011	9.8	10.3	7.9	15.3	11.7	11.4
	2012F	4.4	6.6	5.4	9.8	4.7	5.2
	2013F	6.1	10.5	7.4	10.3	9.5	8.1
	2014F	6.2	11.3	7.8	11.3	10.2	9.2
ROE (%)	2011	24.4	24.5	13.6	24.4	19.7	44.5
	2012F	10.4	16.0	10.0	15.8	8.3	16.5
	2013F	13.7	23.2	14.4	16.3	16.4	24.0
	2014F	13.5	22.7	14.5	16.9	16.7	24.6
Div yield (%)	2011	1.8	4.8	2.0	1.2	0.7	1.7
	2012F	1.8	3.4	2.0	1.0	0.4	0.8
	2013F	2.2	5.8	2.5	1.1	0.7	1.3
	2014F	2.5	6.5	3.0	1.2	0.8	1.5
EPS growth (%)	2011	178.2	67.6	-4.3	-0.9	24.5	-12.1
	2012F	-50.4	-27.0	-19.2	-24.5	-52.3	-50.0
	2013F	44.5	63.7	59.5	17.1	121.3	71.3
	2014F	11.0	12.6	14.9	20.2	19.7	27.3
P/E (x)	2011	4.7	10.2	8.2	11.1	9.7	6.6
	2012F	9.5	13.9	10.2	14.8	17.0	13.2
	2013F	6.6	8.5	6.4	12.6	7.7	7.7
	2014F	5.9	7.6	5.5	10.5	6.4	6.1
adj. P/B (x)	2011	1.0	2.3	1.1	2.5	1.5	2.3
	2012F	1.0	2.1	1.0	2.2	1.2	2.1
	2013F	0.8	1.8	0.9	1.9	1.1	1.7
	2014F	0.8	1.6	0.8	1.7	0.9	1.3
adj. BPS (KRW)	2011	155,551	44,812	63,540	129,918	193,276	51,891
	2012F	166,671	48,591	68,080	144,392	204,393	57,853
	2013F	187,401	56,552	77,872	166,671	235,023	71,569
	2014F	210,298	64,354	89,030	193,633	271,796	89,158
EPS (KRW)	2011	33,816	10,214	8,172	29,074	30,701	18,124
	2012F	16,768	7,460	6,603	21,940	14,634	9,059
	2013F	24,230	12,211	10,531	25,688	32,384	15,517
	2014F	26,898	13,753	12,097	30,872	38,773	19,750
DPS (KRW)	2011	2,800	4,800	1,350	4,000	1,750	2,000
	2012F	2,800	3,450	1,350	3,200	950	1,000
	2013F	3,500	5,800	1,700	3,500	1,750	1,500
	2014F	4,000	6,500	2,000	4,000	2,000	1,800

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## Summary financial statements

### 손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>매출액</b>	<b>15,700</b>	<b>15,887</b>	<b>17,570</b>	<b>19,099</b>
매출원가	(13,807)	(14,773)	(15,610)	(16,832)
<b>매출총이익</b>	<b>1,893</b>	<b>1,114</b>	<b>1,960</b>	<b>2,267</b>
판매비와관리비	(425)	(499)	(473)	(509)
<b>영업이익 (조정)</b>	<b>1,468</b>	<b>615</b>	<b>1,486</b>	<b>1,759</b>
<b>영업이익</b>	<b>1,491</b>	<b>652</b>	<b>1,486</b>	<b>1,759</b>
순이자손익	(31)	(1)	2	8
지분법손익	55	22	22	22
기타	11	(16)	(24)	(30)
<b>세전계속사업손익</b>	<b>1,526</b>	<b>657</b>	<b>1,486</b>	<b>1,759</b>
법인세비용	(394)	(141)	(357)	(422)
<b>당기순이익</b>	<b>1,133</b>	<b>517</b>	<b>1,130</b>	<b>1,337</b>
<b>당기순이익 (지배주주지분)</b>	<b>978</b>	<b>466</b>	<b>1,032</b>	<b>1,235</b>
EPS (지배주주지분, 원)	30,701	14,634	32,384	38,773

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	26.6	1.2	10.6	8.7
매출총이익 증가율	14.9	(41.2)	75.9	15.7
영업이익 증가율	18.0	(56.3)	128.1	18.3
당기순이익 증가율	24.5	(52.3)	121.3	19.7
EPS 증가율	24.5	(52.3)	121.3	19.7
매출총이익률	12.1	7.0	11.2	11.9
영업이익률	9.5	4.1	8.5	9.2
당기순이익률	6.2	2.9	5.9	6.5

자료: 호남석유화학, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>유동자산</b>	<b>4,889</b>	<b>5,120</b>	<b>5,822</b>	<b>6,746</b>
현금및현금성자산	1,251	1,174	1,570	2,216
단기금융자산	559	465	425	420
매출채권	1,676	1,857	2,041	2,197
재고자산	1,267	1,484	1,646	1,773
기타유동자산	136	139	139	139
<b>비유동자산</b>	<b>5,858</b>	<b>6,226</b>	<b>6,624</b>	<b>7,025</b>
유형자산	4,308	4,639	4,958	5,263
투자자산	1,188	1,180	1,180	1,180
기타비유동자산	362	408	486	582
<b>자산총계</b>	<b>10,747</b>	<b>11,346</b>	<b>12,445</b>	<b>13,771</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,728</b>	<b>2,788</b>	<b>2,962</b>	<b>3,147</b>
매입채무	2,032	2,221	2,433	2,617
단기금융부채	304	250	200	200
기타유동부채	393	317	329	330
<b>비유동부채</b>	<b>1,860</b>	<b>2,046</b>	<b>1,996</b>	<b>1,964</b>
장기금융부채	1,556	1,583	1,748	1,855
기타비유동부채	304	463	248	109
<b>부채총계</b>	<b>4,589</b>	<b>4,834</b>	<b>4,958</b>	<b>5,111</b>
지배주주지분	5,463	5,817	6,793	7,965
비지배주주지분	695	695	695	695
<b>자본총계</b>	<b>6,158</b>	<b>6,512</b>	<b>7,488</b>	<b>8,659</b>
BVPS (원)	193,276	204,393	235,023	271,796

자료: 호남석유화학, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>영업현금</b>	<b>1,613</b>	<b>265</b>	<b>1,099</b>	<b>1,357</b>
당기순이익	1,133	479	1,032	1,235
유무형자산상각비	379	439	494	514
기타	110	(264)	(216)	(216)
운전자본증감	(8)	(388)	(211)	(177)
<b>투자현금</b>	<b>(962)</b>	<b>(668)</b>	<b>(821)</b>	<b>(828)</b>
자본적지출	(913)	(814)	(809)	(815)
기타	(49)	146	(13)	(13)
<b>재무현금</b>	<b>56</b>	<b>33</b>	<b>119</b>	<b>117</b>
배당금	(65)	(100)	(56)	(64)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	198	157	174	181
기초현금	530	4,817	5,246	7,245
<b>기말현금</b>	<b>1,251</b>	<b>4,449</b>	<b>5,642</b>	<b>7,891</b>

자료: 호남석유화학, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	19.7	8.3	16.4	16.7
총자산이익률 (%)	11.7	4.7	9.5	10.2
재고자산 보유기간 (일)	30.8	34.0	36.6	37.1
매출채권 회수기간 (일)	33.3	40.6	40.5	40.5
매입채무 결제기간 (일)	44.4	52.5	54.4	54.8
순차입금/자기자본 (%)	0.8	3.0	(0.6)	(6.7)
이자보상배율 (x)	48.6	891	(854)	(228)

자료: 호남석유화학, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

## Recommendations

### 종목별 투자의견 (1개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과  
 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내  
 Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과  
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

### 업종별 투자의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과  
 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내  
 Underweight : 현 업종지수 대비 -10% 초과

## Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위하여 당사 고객에 헌하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.

작성자: 권영배, 홍우태

종목	담당자	종류	수량	취득가	취득일	1%이상 보유여부	유기증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
<b>REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.</b>									

## Target Price and Recommendation Chart

