

Target price lowered

Korea / Refining & Petrochemical

12 April 2013

BUY

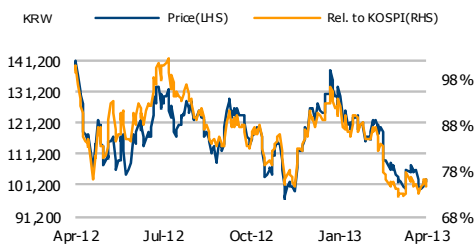
목표주가 **125,000 원**
현재주가 (11 Apr 13) **102,000 원**

Upside/downside(%) 12.0
KOSPI 1949.8
시가총액 (십억원) 3,108
52 주 최저/최고 95,600 - 143,500
일평균거래대금 (십억원) 17.68
외국인 지분율 (%) 11.0

Forecast earning & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	6,457	5,884	5,841	6,735
영업이익 (십억원)	839.0	223.8	407.0	632.1
당기순이익 (십억원)	543.8	126.1	247.8	437.1
수정순이익 (십억원)	505.6	129.6	238.4	411.9
EPS (원)	18,124	4,644	8,544	14,763
EPS 성장률 (%)	(12.1)	(74.4)	84.0	72.8
P/E (x)	9.2	28.1	11.9	6.9
EV/EBITDA (x)	6.9	15.1	8.2	5.3
배당수익률 (%)	1.2	1.5	2.0	2.2
P/B (x)	3.2	2.4	1.7	1.4
ROE (%)	44.0	8.7	14.8	22.3
순차입금/자기자본 (%)	113.3	110.1	100.1	70.6

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(2.9)	(21.5)	(27.1)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(0.2)	(19.2)	(24.9)

권영배, CFA, Analyst

3774 6012 yb.kwon@miraeasset.com

홍우태

3774 1478 wthong@miraeasset.com

금호석유화학 (011780 KS)

점진적인 회복 전망

우리는 금호석유화학의 목표주가를 140,000 원에서 125,000 원으로 낮춤. 예상보다 늦은 합성 고무 수요 회복으로 인해 2013~14 영업이익 추정치를 각각 27%, 12% 낮추었기 때문. 투자 의견은 매수를 유지함. 왜냐하면, 1) 1분기에 이어 2분기에도 투입 원재료 (부타디엔) 가격 하락과, 신규설비 증설효과 강화로 영업이익이 14% (QoQ) 증가할 것으로 예상되고, 2) 하반기 이후 미국, 유럽 및 중국에서의 타이어 교체 수요가 회복될 것으로 기대되며, 3) 밸류에이션(2013F P/B 1.7 배)도 매력적이기 때문.

1Q13 Review: 영업이익 782억원 (+156% QoQ), 당기순이익 331억원

금호석유화학은 1Q13 영업이익 782억원을 당기순이익 331억원을 기록하였음. 영업이익은 우리의 기존추정치(761억원)보다 3% 높고 컨센서스(Bloomberg 기준) 대비 23% 높으나, 당기순이익 추정치는 우리 추정치와 컨센서스를 각각 37%, 22% 하회함. 주요 원재료인 부타디엔의 평균 투입가격이 US\$1,800/톤 수준으로 전분기(US\$1,920/톤)대비 6% 하락한 것이 영업이익 증가의 주 원인임. 부타디엔 가격 US\$100/톤 하락 시 금호석유화학의 분기 영업이익 약 270억원 증가하는 것으로 분석됨. 일회성 손실은 보유유가증권(대우건설 등)의 손상차손(약 180억원)을 포함.

원재료가격 하락과 SBR 가동률 상승으로 2분기 실적 개선 전망

현재(2013년 4월 8일 기준) 아시아지역의 부타디엔 가격은 US\$1,400/톤으로 1분기 평균대비 25% 낮음. 원재료 가격 하락이 반영되면서 합성고무 가격도 하락 중이나, 스프레드는 개선됨. SBR 가격도 US\$3,100~3,200/톤 수준에서 안정적으로 유지 중인 것으로 알려졌으며, 가동률도 점진적으로 상승할 것으로 기대. 이로 인해 2Q13 영업이익은 1Q13 대비 14% 증가한 890억원을 기록할 것으로 전망함.

최종 수요는 예상보다 부진, 부타디엔 가격 상승 가능성 높음

하지만, 최근 아시아 주요국가의 자동차 판매 모멘텀 둔화로 (인도 3월 판매량 -23% YoY, 중국 2월 판매량 -14% YoY 등) 타이어 수요가 예상보다 부진하며, 경기 불확실성 증가로 교체용 타이어 수요도 예상보다 저조한 것으로 파악됨. 또한, 일부 합성고무 업체의 재가동으로 인해 합성고무 가격의 강한 반등을 기대하기는 어려움. 그리고 아시아지역 주요 NCC의 가동률 조정과 미국-아시아간 가격차 확대로 아시아 부타디엔 가격은 반등 가능성 높음. 이를 반영하여 우리는 2013년 평균 SBR과 BR 스프레드 전망을 각각 US\$730/톤과 US\$515/톤으로 하향하고, 2013~14년 영업이익 추정치를 각각 27%, 12% 낮춤.

투자 의견 매수 유지, 목표주가 125,000원 (하향)

우리는 이익 추정치 하향조정을 반영하여 동사의 목표주가를 125,000 원(기존 목표주가 140,000 원)으로 낮춤 (지속가능 ROE 22.5%, 자기자본비용 12.5%, 장기성장률 3.0% 가정). 그러나 1) 2H13부터 기대되는 잠재적인 타이어 수요 회복과, 2) 신규설비 증설 효과 강화, 3) 매력적인 밸류에이션을 감안하여 투자 의견은 매수를 유지함. 동사 주식은 현재 2013F BPS 기준 1.7 배에 거래 중임.

Figure 1 1Q13 실적추정치

(KRW bn)	Actual	Consensus	Diff. (%)	Mirae Asset	Diff. (%)	YoY (%)	QoQ (%)
Revenue	1,415	1,404	0.8	1,490	(5.0)	(12.8)	13.6
Operating profit	78	64	23.2	76	2.9	(35.8)	155.9
Net profit	33	42	(21.6)	52	(36.6)	(67.5)	(253.8)
OPM(%)	5.5	4.5	1ppt	5.1	0.4ppt	(2ppt)	3.1ppt
NPM(%)	2.3	3.0	(0.7ppt)	3.5	(1.2ppt)	(3.9ppt)	4.1ppt

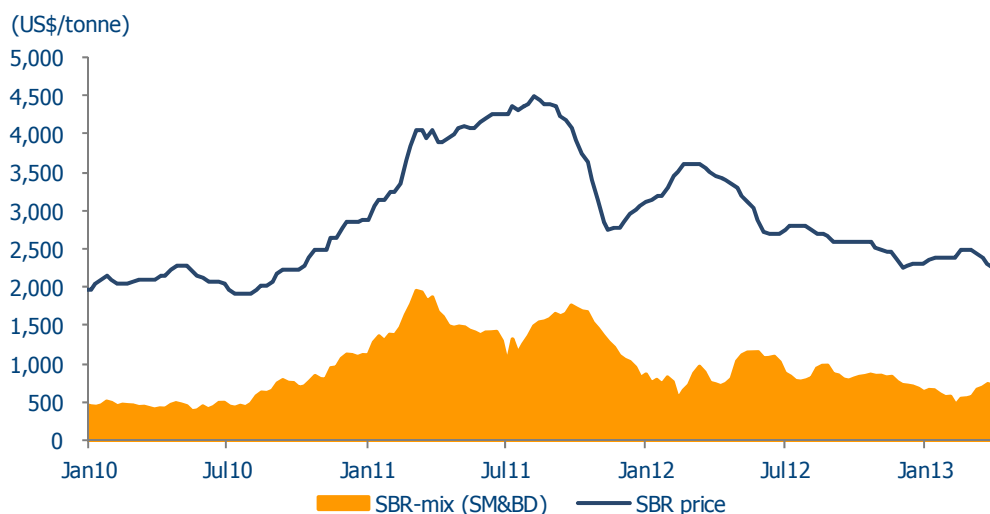
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 실적 추정치 변경 내역

(KRW bn)	2013F			2014F		
	New	Previous	%chg	New	Previous	%chg
Sales	5,841	6,334	(7.8)	6,735	7,006	(3.9)
Operating profit	407	554	(26.5)	632	721	(12.3)
Net profit	238	401	(40.6)	412	517	(20.3)
OPM (%)	7.0	8.7	-1.0ppt	9.4	10.3	-0.9ppt
NPM (%)	4.1	6.3	-2.2ppt	6.1	7.4	-1.3ppt

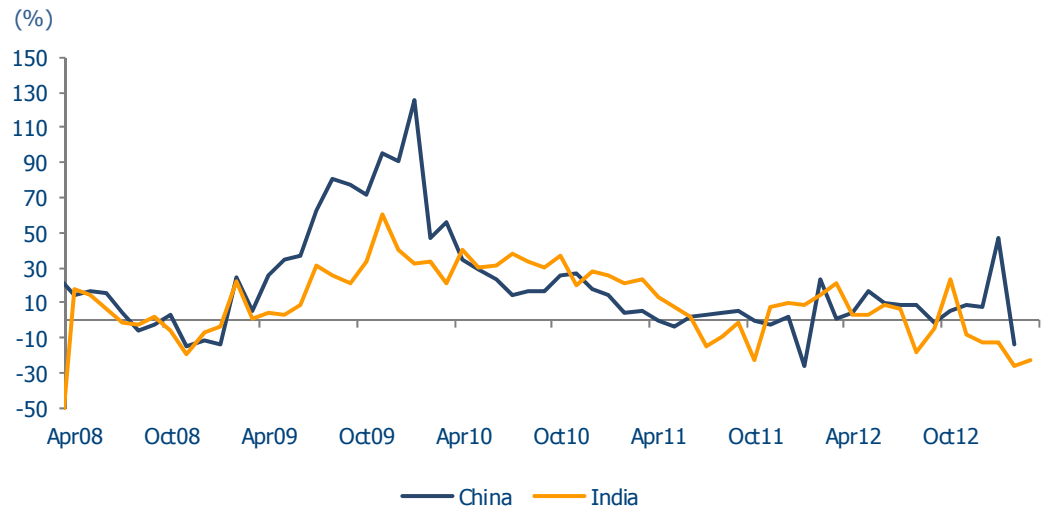
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 SBR 가격과 스프레드 추이



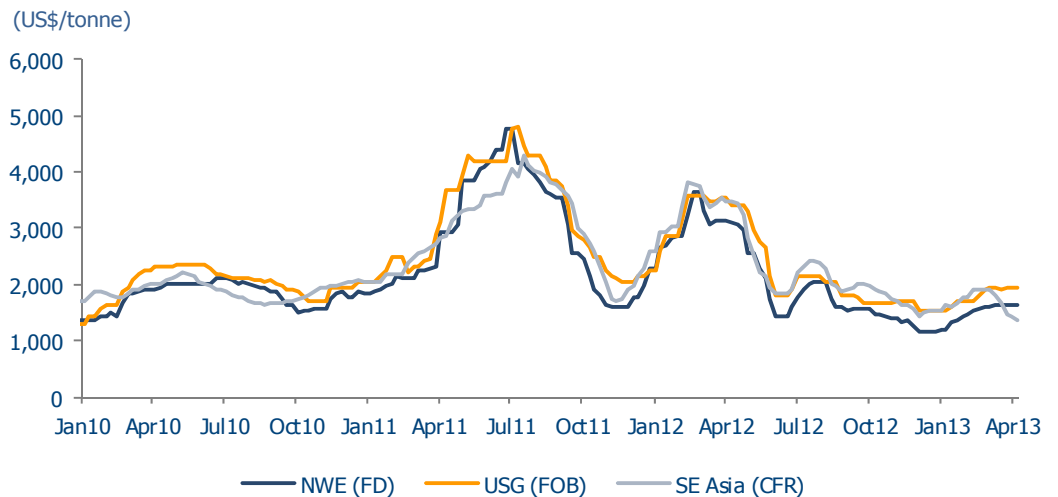
자료: Datastream, ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 중국과 인도의 자동차 판매량 증가율 (YoY)



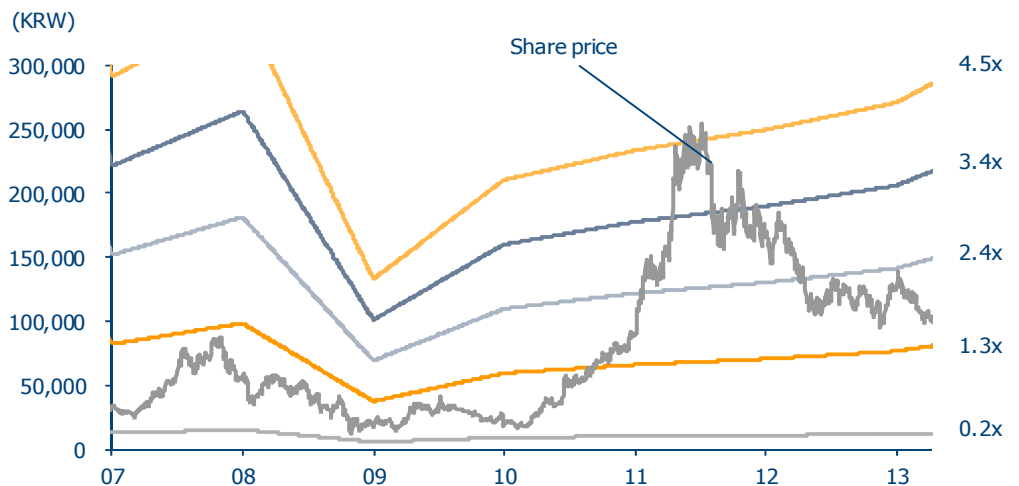
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 부타디엔 가격 추이 - Asia, US, Europe



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 12M Fwd P/B band chart



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013E	2014E
매출액	6,457	5,884	5,841	6,735
매출원가	(5,410)	(5,481)	(5,250)	(5,912)
매출총이익	1,047	403	590	823
판매비와관리비	(208)	(179)	(183)	(191)
영업이익 (조정)	839	224	307	407
영업이익	839	224	407	632
순이자손익	(126)	(88)	(71)	(71)
지분법손익	73	67	51	51
기타	(27)	(69)	(61)	(48)
세전계속사업손익	758	134	326	564
법인세비용	(215)	(8)	(78)	(127)
당기순이익	544	126	248	437
당기순이익 (지배주주지분)	506	130	238	412
EPS (지배주주지분, 원)	18,124	4,644	8,544	14,763

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012A	2013E	2014E
매출액 증가율	12.9	(8.9)	(0.7)	15.3
매출총이익 증가율	7.8	(61.5)	46.4	39.4
영업이익 증가율	28.3	(73.3)	81.8	55.3
당기순이익 증가율	7.3	(74.4)	84.0	72.8
EPS 증가율	(12.1)	(74.4)	84.0	72.8
매출총이익율	16.2	6.9	10.1	12.2
영업이익률	13.0	3.8	7.0	9.4
당기순이익률	7.8	2.2	4.1	6.1

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013E	2014E
영업현금	668	245	250	512
당기순이익	544	126	248	437
유무형자산상각비	155	160	193	230
기타	167	24	(89)	(76)
운전자본증감	(197)	(64)	(101)	(78)
투자현금	(245)	(374)	(281)	(211)
자본적지출	(291)	(368)	(271)	(200)
기타	46	(5)	(10)	(11)
재무현금	(69)	(132)	127	92
배당금	(23)	(56)	(67)	(74)
자본의증가 (감소)				
부채의증가 (감소)	(51)	(76)	194	166
기초현금	151	505	246	342
기말현금	505	246	342	736

자료: 금호석유화학, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013E	2014E
유동자산	2,058	1,490	1,908	2,544
현금및현금성자산	505	246	342	736
단기금융자산	33	21	33	34
매출채권	920	636	823	958
재고자산	582	567	689	796
기타유동자산	18	19	20	20
비유동자산	2,656	2,921	3,023	3,026
유형자산	1,922	2,130	2,215	2,192
투자자산	663	707	707	707
기타비유동자산	71	84	101	127
자산총계	4,714	4,411	4,931	5,571
유동부채	2,713	1,438	1,601	1,713
매입채무	661	469	618	721
단기금융부채	1,935	882	882	882
기타유동부채	116	87	101	110
비유동부채	444	1,314	1,540	1,728
장기금융부채	367	1,211	1,286	1,392
기타비유동부채	77	103	255	337
부채총계	3,157	2,752	3,141	3,442
지배주주지분	1,448	1,548	1,679	2,017
비지배주주지분	109	111	111	111
자본총계	1,557	1,658	1,790	2,129
BVPS (원)	51,891	55,474	60,182	72,304

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012A	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	44.0	8.7	14.8	22.3
총자산이익률 (%)	11.9	2.8	5.3	8.3
재고자산 보유기간 (일)	37.1	38.3	43.7	45.8
매출채권 회수기간 (일)	43.9	48.3	45.6	48.3
매입채무 결제기간 (일)	43.0	37.7	37.8	41.3
순차입금/자기자본 (%)	113	110	100	70.6
이자보상배율 (x)	6.7	2.5	5.7	8.8

자료: 금호석유화학, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

