

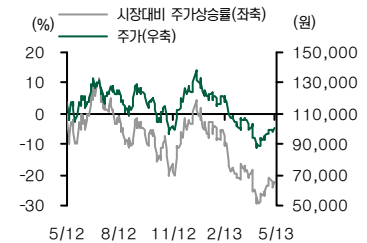
금호석유화학 (011780)

BUY (유지)

주가(5/16)	97,600원	유동주식비율	22.8%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	13.6%
적정주가	135,000원	60일 평균 거래량	208,201주	52주 최고/최저가 (보통주)	138,000원
산업내 투자선호도	★★★☆☆	60일 평균 거래대금	195억원		87,400원
시가총액	3.1조원	외국인보유비중	10.4%	베타 (12M, 일간수익률)	0.5
발행주식수 (보통주)	30,467,691주	수정EPS 성장률(13~15 CAGR)	64.8%	주요주주	박찬구 등 24.2%
결산기말	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	6,457.4	5,883.7	6,266.7	7,031.4	7,453.3
영업이익 (십억원)	842.2	223.8	424.0	565.7	776.4
순이익 (십억원)	543.8	126.1	305.1	424.5	597.5
지배기업순이익 (십억원)	505.6	129.6	296.0	411.7	579.6
EPS (원)	22,813	4,738	10,824	15,057	21,197
수정EPS (원)	22,813	4,738	10,824	15,057	21,197
PER* (배)	11.3 - 3.9	39.1 - 20.2	9.0	6.5	4.6
PBR (배)	3.2	2.4	1.6	1.4	1.1
EV/EBITDA (배)	7.1	15.6	8.2	6.5	4.8
배당수익률 (%)	1.2	1.5	2.0	3.1	3.1
ROE (%)	34.9	8.7	18.3	22.6	26.7
ROIC (%)	27.0	7.4	10.1	16.2	21.6

적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-P = 개별재무제표
자료: 금호석유화학, 현대증권

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	7.4%	-19.3%	0.0%
상대	3.9%	-19.6%	-6.3%



시간이 지날수록 기업가치가 증가하는 기업

2분기 영업이익은 직전분기대비 증가 예상

2분기 매출액과 영업이익은 1분기대비 각각 3.5%, 8.3% 증가할 전망이다. 2분기 합성고무 가격은 1분기대비 하락하지는 않을 것으로 판단되고 투입 BD가격은 1분기보다 약간 낮아질 것으로 판단된다. 2분기 합성고무 영업이익은 370억원으로 전분기대비 소폭 증가할 전망이다. 페놀유도체도 원재료 가격하락으로 전분기대비 이익증가가 예상된다.

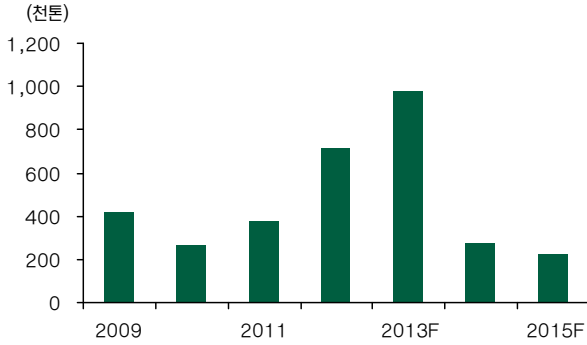
기업가치 증가 배경 : 1) 합성고무 가격의 상대적 강점, 2) 선행적인 투자, 3) 고수익 사업확대

동사는 시간이 흐를수록 기업가치가 증가하는 기업이다. 기업가치 증가를 위한 많은 성장동력을 보유하고 있기 때문이다. 주요 성장동력은 1) 미국 가스크래커와 중국 석탄화학 확대로 합성고무 체인의 구조적인 가격상승, 2) 증설을 통한 시장지배력 확대, 3) 열병합발전 확대를 통한 고수익 사업증대 등이다. 세계 에너지 안보이슈로 미국과 중국의 비전통적 화학제품 생산증가가 예상된다. 장기적으로 PE/PP/MEG/PVC 등 범용화학제품의 가격은 하락하지만 합성고무 체인(BR/BR/SBR)은 구조적인 가격강세가 예상된다. 또한 2012~13년 보유 생산품목의 생산능력을 전부 확대함으로써 시장지배력을 선제적으로 강화하였다는 점에서 긍정적이다.

투자의견 Buy, 적정주가 135,000원 유지

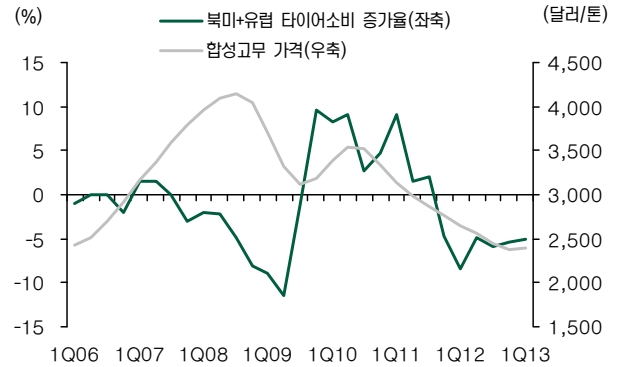
금호석유에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 135,000원을 유지한다. 업종내 Top picks로 제시하는 이유는 1) 금년 3분기를 정점으로 2014~15년까지 세계 합성고무 증설은 수요 대비 크게 축소될 전망이며, 2) 2014년 세계 타이어소비는 금년보다 개선될 가능성이 크고, 3) BPA 및 SSBR 증설효과도 하반기부터 점진적으로 반영될 전망이다기 때문이다. 실적개선을 통해 금년 FCF(잉여현금흐름)도 (+)로 돌아설 것으로 판단되어 긍정적이다.

그림 65> 2014~15년 합성고무 증설 수요보다 작을 전망



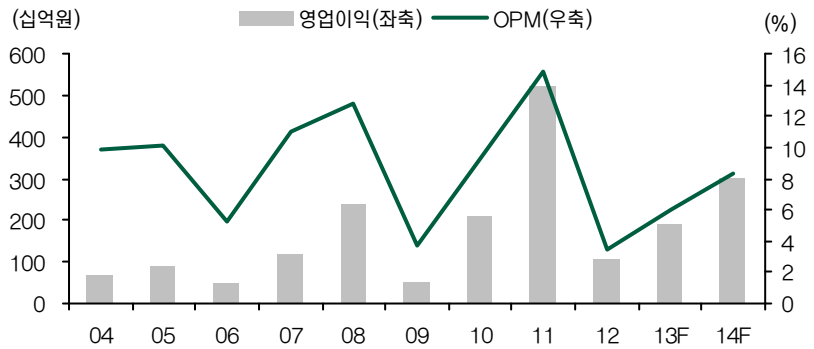
주 : 합성고무 증설에는 BR, SBR, SSBR을 모두 포함
자료: 업계자료, 현대증권

그림 66> 타이어소비 증가율 저점 통과 중



자료: 마세린타이어, 현대증권

그림 67> 금호석유 합성고무사업 영업이익/OPM 추이 : 2012년 수익성은 역사적 저점



자료: 금호석유, 현대증권

그림 68> 분기 및 연간실적 전망

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13P	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액	1,622.6	1,584.0	1,431.7	1,245.4	1,414.9	1,464.8	1,651.5	1,735.5	5,883.7	6,266.7	7,031.4
합성고무	870.8	856.7	692.8	617.4	684.0	701.2	854.7	924.6	3,037.7	3,164.5	3,630.9
합성수지	342.0	322.7	337.1	287.1	330.4	336.9	338.9	336.2	1,288.9	1,342.3	1,350.7
기 타	409.8	404.6	401.8	340.9	400.5	426.7	458.0	474.7	1,557.1	1,759.9	2,049.8
영업이익	129.3	28.8	35.1	30.6	78.3	84.8	114.3	146.6	223.8	424.0	565.7
합성고무	75.1	2.2	13.6	14.0	33.5	37.0	50.6	71.0	104.9	192.1	301.4
합성수지	8.4	0.1	13.8	7.2	9.0	11.5	11.7	11.8	29.5	44.0	46.7
기 타	45.8	26.5	7.7	9.4	35.8	36.3	52.0	63.8	89.4	187.9	217.6
영업이익률 (%)	8.0	1.8	2.5	2.5	5.5	5.8	6.9	8.4	3.8	6.8	8.0
합성고무	8.6	0.3	2.0	2.3	4.9	5.3	5.9	7.7	3.5	6.1	8.3
합성수지	2.5	0.0	4.1	2.5	2.7	3.4	3.5	3.5	2.3	3.3	3.5
기 타	11.2	6.5	1.9	2.8	8.9	8.5	11.3	13.4	5.7	10.7	10.6
세전이익	132.3	9.7	44.3	(52.6)	48.6	76.6	106.1	160.0	133.7	391.2	544.2
당기 순이익	103.2	10.3	40.0	(27.3)	32.6	59.7	82.7	124.8	126.1	299.8	424.5
지배주주순이익	101.6	8.9	40.6	(21.5)	33.1	57.9	80.2	121.1	129.6	292.3	411.7

자료: 금호석유, 현대증권

포괄손익계산서 (십억원)	12/11A (IFRS-C)	12/12A (IFRS-C)	12/13F (IFRS-C)	12/14F (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)
매출액	6,457.4	5,883.7	6,266.7	7,031.4	7,453.3
매출원가	5,410.3	5,480.6	5,653.6	6,268.1	6,470.4
매출총이익	1,047.0	403.1	613.1	763.3	982.9
판매비와관리비	208.0	179.3	189.1	197.6	206.5
기타영업손익	3.1	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	842.2	223.8	424.0	565.7	776.4
EBITDA	993.6	383.7	600.0	735.7	931.4
영업외손익	(83.8)	(90.1)	(32.8)	(21.5)	(10.4)
금융손익	(156.6)	(64.6)	(117.8)	(112.0)	(15.9)
지분법손익	72.8	67.0	84.0	90.0	0.0
기타영업외손익	0.0	(92.5)	0.9	0.5	5.5
세전이익	758.4	133.7	391.2	544.2	766.0
법인세비용	214.6	7.6	86.1	119.7	168.5
당기순이익	543.8	126.1	305.1	424.5	597.5
지배기업순이익	505.6	129.6	296.0	411.7	579.6
총포괄이익	470.5	157.2	164.6	154.7	597.5
지배기업총포괄이익	433.9	155.9	155.5	141.9	579.6
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	505.6	129.6	296.0	411.7	579.6

연금흐름표 (십억원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
당기순이익	543.8	126.1	305.1	424.5	597.5
유형자산상각비	154.5	159.9	176.0	170.0	155.0
무형자산상각비	359.0	119.9	19.3	47.9	168.5
기타비연금손익 조정	(196.0)	(64.3)	(47.9)	64.8	(585.2)
기타영업연금흐름	(191.8)	(96.2)	(136.9)	(119.7)	(168.5)
영업활동 현금흐름	669.5	245.5	315.7	587.4	167.3
설비투자	(290.8)	(368.3)	(200.0)	(200.0)	(250.0)
무형자산투자	(4.0)	(2.8)	(2.4)	(2.4)	0.0
단기금융자산 증감	5.1	0.2	(1.5)	(1.5)	0.0
투자자산증감	44.8	(2.9)	(24.0)	(28.0)	0.0
기타투자연금흐름	(1.1)	0.0	13.3	(14.2)	0.0
투자활동 현금흐름	(246.0)	(373.8)	(214.6)	(246.1)	(250.0)
금융부채 증감	(51.3)	(75.9)	(75.0)	(70.0)	0.0
자본의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(23.0)	(55.9)	(55.9)	(55.9)	(83.8)
기타재무연금흐름	5.4	0.0	358.6	(157.7)	435.4
재무활동 현금흐름	(69.0)	(131.9)	227.6	(283.6)	351.5
기타연금흐름	(0.2)	1.3	0.0	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	354.3	(258.8)	328.7	57.7	268.8
기초 현금 및 현금성 자산	150.8	505.1	246.2	575.0	632.7
기말 현금 및 현금성 자산	505.1	246.2	575.0	632.7	901.5
총영업연금흐름	883.4	365.8	455.2	610.8	760.4
잉여연금흐름	414.6	(83.3)	285.9	377.1	340.4
순연금흐름	134.8	(61.9)	79.1	179.7	317.6
순연금 (순지급금)	(1,763.7)	(1,825.7)	(1,746.6)	(1,566.9)	(1,249.3)

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 성장률	NA	(8.9)	6.5	12.2	6.0
영업이익 성장률	NA	(73.4)	89.5	33.4	37.2
EBITDA 성장률	NA	(61.4)	56.4	22.6	26.6
지배기업순이익 성장률	7.3	(74.4)	128.4	39.1	40.8
수정순이익 성장률	7.3	(74.4)	128.4	39.1	40.8
영업이익률	13.0	3.8	6.8	8.0	10.4
EBITDA 이익률	15.4	6.5	9.6	10.5	12.5
당기순이익률	8.4	2.1	4.9	6.0	8.0
수정순이익률	7.8	2.2	4.7	5.9	7.8

참고: 수정EPS = (수정순이익 - 우선주귀속 순이익) ÷ (보통주 수정 평균의착주식수), 수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비경상손익)

순비경상손익: 새로 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중단사업손익 등을 포함)

적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표

자료: 글로벌금융위탁, 현대증권

재무상태표 (십억원)	12/11A (IFRS-C)	12/12A (IFRS-C)	12/13F (IFRS-C)	12/14F (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)
현금 및 현금성자산	505.1	246.2	575.0	632.7	901.5
단기금융자산	33.2	21.3	48.8	51.2	0.0
매출채권	887.1	585.7	636.1	936.1	1,257.6
채고자산	581.6	567.3	623.5	652.0	962.7
기타유동자산	51.2	69.5	64.8	64.8	68.1
유동자산	2,058.1	1,490.1	1,948.1	2,336.8	3,189.8
투자자산	683.5	721.1	893.6	938.3	928.0
유형자산	1,922.4	2,129.6	1,988.5	2,018.5	2,000.0
무형자산	35.2	28.4	49.1	51.6	0.0
이연법인세자산	0.0	10.3	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	15.0	31.3	18.0	32.2	32.2
비유동자산	2,656.1	2,920.6	2,949.1	3,040.4	2,960.2
자산총계	4,714.2	4,410.7	4,897.2	5,377.3	6,150.0

매입채무	428.1	287.3	325.7	619.1	650.0
단기금융부채	1,935.5	881.9	1,527.1	1,450.8	1,450.8
단기충당부채	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	349.5	269.1	284.8	384.8	404.0
유동부채	2,713.2	1,438.6	2,137.6	2,454.7	2,504.9
장기금융부채	366.5	1,211.3	843.2	800.0	700.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	26.4	27.3	26.9	26.5	0.0
이연법인세부채	39.4	61.1	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	11.6	14.2	81.9	0.0	415.3
비유동부채	444.0	1,313.9	952.0	826.5	1,115.3
부채총계	3,157.2	2,752.4	3,089.6	3,281.1	3,620.2

자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	265.3	265.3	265.3	265.3	265.3
기타자본양분	(40.2)	(40.2)	(40.2)	(40.2)	(40.2)
기타포괄손익누계액	8.3	41.9	(58.0)	(138.0)	(218.0)
이익잉여금	1,046.9	1,113.2	1,353.2	1,709.0	2,204.8
지배기업 자본총계	1,447.7	1,547.7	1,687.7	1,963.5	2,379.3

비지배지분	109.4	110.7	119.8	132.6	150.5
자본총계	1,557.1	1,658.4	1,807.6	2,096.1	2,529.8

부채와자본총계	4,714.2	4,410.7	4,897.2	5,377.3	6,150.0
---------	---------	---------	---------	---------	---------

주당지표 (원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
EPS	22,813	4,738	10,824	15,057	21,197
수정EPS	22,813	4,738	10,824	15,057	21,197
주당순자산 (BPS)	51,891	55,474	60,496	70,381	85,284
주당매출액 (SPS)	278,490	210,895	224,625	252,034	267,156
주당총영업연금흐름 (GCFPS)	38,099	13,112	16,317	21,892	27,254
주당배당금	2,000	2,000	2,000	3,000	3,000
수정EPS 성장률 (3년 CAGR, %)	(20.1)	(12.9)	64.8	NA	NA

주주가지 및 재무구조 (%)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
ROE	34.9	8.7	18.3	22.6	26.7
ROA	13.8	4.5	7.8	9.2	11.0
ROIC	27.0	7.4	10.1	16.2	21.6
WACC	10.5	9.4	7.5	7.1	7.6
ROIC/WACC (배)	2.6	0.8	1.4	2.3	2.8
경제적이익 (EP, 십억원)	543.9	(48.0)	66.8	249.1	396.1
부채비율	202.8	166.0	170.9	156.5	143.1
순금융부채비율	113.3	110.1	96.6	74.8	49.4
이자보상배율 (배)	7.1	3.8	7.6	11.2	19.7