

금호석유화학(011780.KS)

화학/에너지 담당 박진희

Tel. 368-6170/jhkwak@eugenefn.com

원료 가격 하락으로 이익 안정성 확대

■ 2Q13 Preview: 2분기 영업이익은 758억원으로 시장 예상치 부합 예상

- 2분기 매출액은 1조 4,226억원(-10.2% yoy, +0.4% qoq), 영업이익은 758억원(+163% yoy, -2.7% qoq)을 기록할 전망. 4월중 BR 14만톤 정기보수가 있었으나, BR-부타디엔 스프레드 개선에 따라 합성고무 영업이익률이 전분기대비 개선되고 있는 것으로 확인. 또한 2분기 중반부터 BR 가동률을 기존 80%에서 100%로 올려 고정비 부담 요인도 감소하고 있음

■ 투자 의견 BUY 유지, 장기적 관점 투자 매력 유효

- 원료인 부타디엔 가격 하락에 따라 동사 제품 가격도 약세 보이고 있어 3분기 빠른 실적 개선은 어려우나 현 수준의 이익을 바탕으로 점진적 개선 예상. 부타디엔 가격 하락에 따라 고무 스프레드 소폭 개선되고 있고, 3분기부터 합성고무 풀가동에 따른 효과 예상되기 때문
- 2013년 연간 EPS 반영에 따라 목표주가를 115,000원으로 하향 조정하나 현 주가에서 상승여력 높아 투자 의견 BUY 유지함. 중단기적으로는 원료인 부타디엔 가격 하락에 따라 스프레드 유지 예상되고, 장기적으로는 타이어 수요 성장에 따라 동사 이익 개선 레버리지 높은 것으로 판단함. 중국 매크로 부진에 따라 타이어 수요 증가 모멘텀은 긴 호흡으로 접근 필요하나 장기 투자 매력 높아 매수 추천함

시장 Consensus 대비

Above	
In-line	0
Below	

BUY (유지)

목표주가(12M, 하향)	115,000원
현재주가(6/24)	78,500원

Key Data (기준일: 2013. 6. 24)

KOSPI(pt)	1,799.0
KOSDAQ(pt)	508.7
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	2,391.7
52주 최고/최저(원)	140,000 / 77,000
52주 일간 Beta	1.48
발행주식수(천주)	30,468
평균거래량(3M, 천주)	160
평균거래대금(3M, 백만원)	15,190
배당수익률(13F, %)	2.5
외국인 소유지분율(%)	10.9
주요주주지분율(%)	
박철완외 5인	24.2
한국산업은행	14.1

Company Performance

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-18.7	-25.9	-36.9	-30.8
KOSPI대상상대수익률	-9.8	-18.3	-27.7	-28.2

Earnings Summary(IFRS 연결 기준)

결산기(12월) (단위: 십억원)	2Q13E			시장 전망치	3Q13E			2012	2013E			2014E	
	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)	예상치	yoy (%, %p)	
매출액	1,422.6	0.4	-10.2	1,459.9	1,514.9	6.5	5.8	5,883.7	5,911.5	0.5	6,922.5	17.1	
영업이익	75.8	-2.7	163.0	81.5	94.3	24.5	108.6	223.8	335.0	49.7	391.8	16.9	
세전이익	76.7	60.0	693.0	67.2	91.9	19.9	107.3	133.7	304.7	128.0	440.0	44.4	
순이익	59.8	76.5	480.8	52.2	71.7	19.9	79.3	126.1	234.2	85.7	343.2	46.5	
OP Margin	5.3	-0.2	3.5	5.6	6.2	0.9	3.1	3.8	5.7	1.9	5.7	0.0	
NP Margin	4.2	1.8	3.6	3.6	4.7	0.5	1.9	2.1	4.0	1.8	5.0	1.0	
EPS(원)	6,168	37.0	568.8	1,581	9,977	61.8	67.3	4,252	6,936	63.1	8,848	27.6	
BPS(원)	46,433	4.1	6.7	53,701	48,614	4.7	8.1	45,364	50,705	11.8	59,076	16.5	
ROE(%)	13.3	3.2	3.1	na	20.5	7.2	1.4	8.4	14.3	5.9	18.4	4.1	
PER(X)	12.7	-	-	na	7.9	-	-	30.7	11.3	-	8.9	-	
PBR(X)	1.7	-	-	1.5	1.6	-	-	2.9	1.5	-	1.3	-	

자료: 유진투자증권

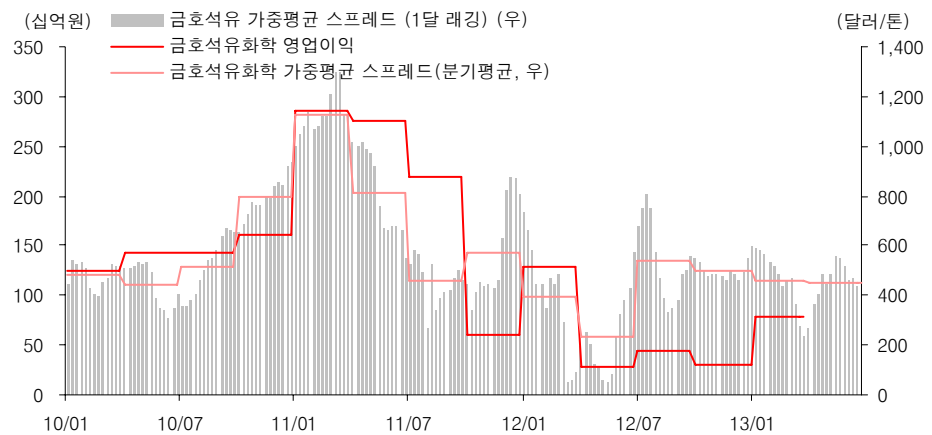
주: EPS, ROE는 annualized 기준

도표 58 금호석유화학 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F
매출액	1,622.6	1,584.0	1,431.5	1,245.4	1,417.0	1,422.6	1,514.9	1,557.0	5,883.5	5,911.5
합성고무	870.8	856.7	692.8	617.4	680.0	620.5	651.4	676.1	3,037.7	2,628.0
합성수지	342.0	322.7	337.1	287.1	330.0	351.2	360.2	360.2	1,288.9	1,401.6
에너지	42.8	45.1	37.2	41.9	43.0	46.4	42.1	41.9	167.0	173.4
페놀유도체	289.9	271.2	274.3	215.2	280.0	318.5	375.7	394.5	1,050.6	1,368.8
기타	77.1	88.3	90.1	83.8	84.0	86.0	85.5	84.3	339.3	339.8
영업이익	129.3	26.2	45.2	30.7	77.9	75.8	94.3	87.1	231.4	335.0
합성고무	74.9	0.0	13.9	12.3	30.6	40.5	52.2	42.3	101.1	165.7
합성수지	6.8	0.0	13.5	5.7	9.6	6.7	8.2	10.8	26.1	35.2
에너지	20.1	20.3	18.6	17.6	21.2	19.9	21.1	21.0	76.6	83.1
페놀유도체	18.0	8.1	-2.7	-3.2	8.4	3.2	7.5	7.9	20.1	27.0
기타	9.5	-2.2	2.0	-1.8	5.3	5.4	5.4	5.1	7.5	21.2
영업이익률	8.0	1.7	3.2	2.5	5.5	5.3	6.2	5.6	3.9	5.7
합성고무	8.6	0.0	2.0	2.0	4.5	6.5	8.0	6.3	3.3	6.3
합성수지	2.0	0.0	4.0	2.0	2.9	1.9	2.3	3.0	2.0	2.5
에너지	47.0	45.0	50.0	42.0	49.2	43.0	50.0	50.0	45.9	47.9
페놀유도체	6.2	3.0	(1.0)	(1.5)	3.0	1.0	2.0	2.0	1.9	2.0
기타	12.3	(2.5)	2.2	(2.1)	6.3	6.3	6.3	6.1	2.2	6.2

자료: 금호석유화학, 유진투자증권

도표 59 금호석유 가중평균 스프레드



자료: Dataguide, 유진투자증권

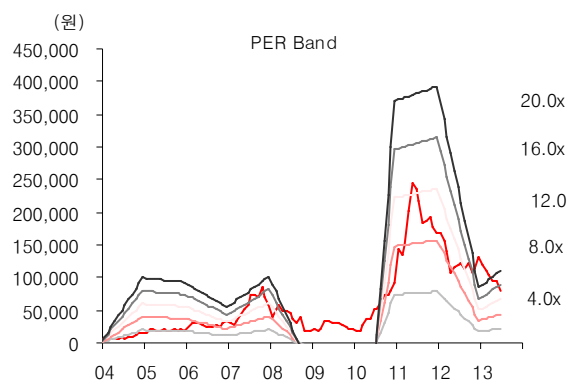
도표 60 금호석유화학 실적 변경 요약

(단위:십억원, %, %p)	변경 전		변경 후		차이	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	6,236.1	7,218.6	5,911.5	6,922.5	(5.2)	(4.1)
영업이익	372.8	416.7	335.0	391.8	(10.1)	(6.0)
영업이익률	6.0	5.8	5.7	5.7	(0.3)	(0.1)
EBITDA	552.3	611.2	513.5	585.5	(7.0)	(4.2)
EBITDA이익률	8.9	8.5	8.7	8.5	(0.2)	(0.0)
순이익	262.3	343.0	234.2	343.2	(10.7)	0.1

자료: 유진투자증권

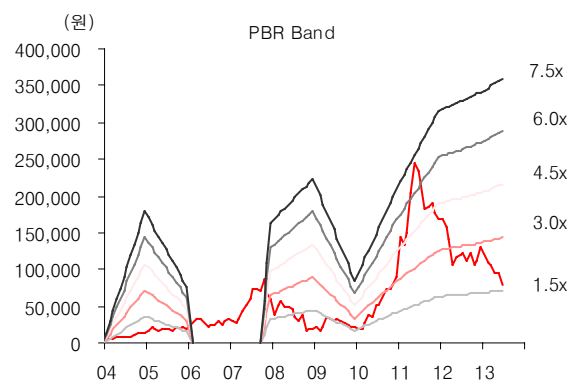


도표 61 금호석유 PER 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 62 금호석유 PBR 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권



금호석유(011780.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
자산총계	4,714.2	4,410.7	4,724.4	5,105.5	5,621.0
유동자산	2,058.1	1,490.1	1,623.3	1,835.5	2,219.6
현금성자산	538.2	267.6	193.4	173.1	485.0
매출채권	919.9	636.1	778.6	906.8	946.5
재고자산	581.6	567.3	632.0	736.1	768.3
비유동자산	2,656.1	2,920.6	3,101.1	3,270.0	3,401.4
투자자산	698.5	762.7	765.0	796.1	828.4
유형자산	1,922.4	2,129.6	2,310.6	2,452.9	2,555.2
기타	35.2	28.4	25.4	21.1	17.8
부채총계	3,157.2	2,752.4	2,888.0	2,993.0	3,029.7
유동부채	2,713.2	1,438.5	1,501.2	1,601.5	1,633.2
매입채무	661.3	469.5	603.7	703.1	733.9
유동성이자부채	1,935.5	881.9	809.5	809.5	809.5
기타	116.4	87.1	88.0	88.9	89.8
비유동부채	444.0	1,313.9	1,386.8	1,391.6	1,396.5
비유동이자부채	366.5	1,211.3	1,265.5	1,265.5	1,265.5
기타	77.4	102.6	121.2	126.0	131.0
자본총계	1,557.1	1,658.4	1,836.5	2,112.5	2,591.3
지배지분	1,447.7	1,547.7	1,723.6	1,999.6	2,478.4
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	265.3	265.3	265.3	265.3	265.3
이익잉여금	1,046.9	1,113.2	1,291.1	1,567.1	2,045.9
기타	(31.9)	1.7	(0.2)	(0.2)	(0.2)
비지배지분	109.4	110.7	112.9	112.9	112.9
지분총계	1,557.1	1,658.4	1,836.5	2,112.5	2,591.3
총차입금	2,302.0	2,093.2	2,075.1	2,075.1	2,075.1
순차입금	1,763.7	1,825.7	1,881.6	1,902.0	1,590.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업현금	668.4	245.5	339.6	327.3	623.9
당기순이익	543.8	126.1	234.2	343.2	545.9
자산상각비	154.5	159.9	178.5	193.7	202.3
기타비현금성손익	(53.0)	8.3	(2.8)	(77.4)	(83.8)
운전자본증감	(197.1)	(64.3)	(73.5)	(132.2)	(40.5)
매출채권감소(증가)	(110.3)	179.0	(124.9)	(128.2)	(39.7)
재고자산감소(증가)	(130.3)	12.5	(60.0)	(104.1)	(32.3)
매입채무증가(감소)	108.1	(212.8)	118.5	99.4	30.8
기타	(64.6)	(43.0)	(7.0)	0.7	0.7
투자현금	(244.9)	(373.8)	(325.2)	(281.2)	(245.6)
단기투자자산감소	5.1	0.2	2.5	(0.8)	(0.8)
장기투자증권감소	51.9	3.3	24.6	53.5	59.0
설비투자	(291.1)	(368.8)	(349.3)	(330.0)	(299.7)
유형자산처분	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(4.0)	(2.8)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
재무현금	(69.0)	(131.9)	(86.2)	(67.1)	(67.1)
차입금증가	(51.3)	(75.9)	(31.4)	0.0	0.0
자본증가	(23.0)	(55.9)	(55.9)	(67.1)	(67.1)
배당금지급	23.0	55.9	55.9	67.1	67.1
현금 증감	354.3	(258.8)	(71.5)	(21.1)	311.2
기초현금	150.8	505.1	246.2	174.7	153.6
기말현금	505.1	246.2	174.7	153.6	464.8
Gross Cash flow	1,057.3	406.0	409.9	459.5	664.4
Gross Investment	447.1	438.3	401.2	412.7	285.3
Free Cash Flow	610.2	(32.3)	8.7	46.8	379.1

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	6,457.4	5,883.7	5,911.5	6,922.5	7,492.1
증가율(%)	12.9	(8.9)	0.5	17.1	8.2
매출원가	5,410.3	5,480.6	5,377.7	6,299.5	6,595.4
매출총이익	1,047.0	403.1	533.8	623.0	896.7
판매 및 일반관리비	208.0	179.3	198.8	231.3	249.4
기타영업손익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
영업이익	839.0	223.8	335.0	391.8	647.3
증가율(%)	28.3	(73.3)	49.7	16.9	65.2
EBITDA	993.6	383.7	513.5	585.5	849.6
증가율(%)	19.2	(61.4)	33.8	14.0	45.1
영업외손익	(80.7)	(90.1)	(30.3)	48.2	52.6
이자수익	14.1	13.7	8.4	10.7	11.7
이자비용	140.2	101.5	69.3	66.4	66.4
지분법손익	72.8	67.0	58.1	82.2	88.8
기타영업외손익	(27.4)	(69.3)	(27.5)	21.7	18.4
세전순이익	758.4	133.7	304.7	440.0	699.9
증가율(%)	6.7	(82.4)	128.0	44.4	59.1
법인세비용	214.6	7.6	70.5	96.8	154.0
당기순이익	543.8	126.1	234.2	343.2	545.9
증가율(%)	1.3	(76.8)	85.7	46.5	59.1
지배주주지분	505.6	129.6	211.3	269.6	428.9
증가율(%)	7.3	(74.4)	63.1	27.6	59.1
비지배지분	38.1	(3.5)	22.9	73.6	117.1
EPS	19,631	4,252	6,936	8,848	14,076
증가율(%)	5.9	(78.3)	63.1	27.6	59.1
수정 EPS	19,631	4,252	6,733	8,645	13,872
증가율(%)	5.9	(78.3)	58.3	28.4	60.5

주요투자지표

(단위: 원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표					
EPS	19,631	4,252	6,733	8,645	13,872
BPS	42,176	45,364	50,705	59,076	73,472
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배, %)					
PER	8.5	30.7	11.3	8.9	5.6
PBR	4.0	2.9	1.5	1.3	1.1
EV/ EBITDA	7.1	15.6	8.7	7.7	4.9
배당수익률	1.2	1.5	2.5	2.5	2.5
PCR	4.6	10.8	6.4	5.7	4.0
수익성(%)					
영업이익률	13.0	3.8	5.7	5.7	8.6
EBITDA이익률	15.4	6.5	8.7	8.5	11.3
순이익률	8.4	2.1	4.0	5.0	7.3
ROE	47.4	8.4	14.3	18.4	24.4
ROIC	22.1	7.8	8.9	9.7	15.1
인정성 (%)					
순차입금/자기자본	113.3	110.1	102.5	90.0	61.4
유동비율	75.9	103.6	108.1	114.6	135.9
이자보상배율	6.7	2.5	5.5	7.0	11.8
활동성 (%)					
총자산회전율	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4
매출채권회전율	8.3	7.6	8.4	8.2	8.1
재고자산회전율	11.8	10.2	9.9	10.1	10.0
매입채무회전율	10.1	10.4	11.0	10.6	10.4