

Earnings preview / Target price lowered

Korea / Refining & Petrochemical

12 July 2013

BUY

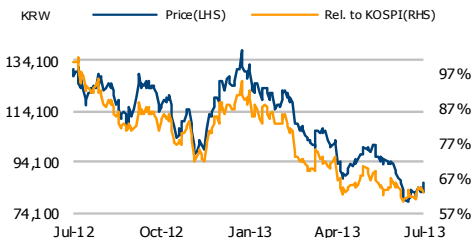
목표주가 **105,000 원**
현재주가(10 Jul 13) **82,000 원**

Upside/downside(%) 28.0
KOSPI 1824.16
시가총액 (십억원) 2,498
52 주 최저/최고 77,000 - 140,000
일평균거래대금 (십억원) 12.79
외국인 지분율 (%) 10.4

Forecast earning & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	6,457	5,884	5,135	5,520
영업이익 (십억원)	839.0	223.8	344.7	486.6
당기순이익 (십억원)	543.8	126.1	203.6	327.6
수정순이익 (십억원)	505.6	129.6	204.5	328.2
EPS (원)	18,124	4,644	7,328	11,764
EPS 성장률 (%)	(12.1)	(74.4)	57.8	60.5
P/E (x)	9.2	28.1	11.2	7.0
EV/EBITDA (x)	6.9	15.1	8.4	6.2
배당수익률 (%)	1.2	1.5	2.4	2.7
P/B (x)	3.2	2.4	1.4	1.2
ROE (%)	44.0	8.7	13.0	19.2
순차입금/자기자본 (%)	113.3	110.1	107.3	92.2

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(5.2)	(16.2)	(34.5)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(3.0)	(12.5)	(37.3)

권영배, CFA, Analyst

3774 6012 yb.kwon@miraesec.com

홍우태

3774 1478 wthong@miraesec.com

금호석유화학 (011780 KS)

늦어지는 회복

금호석유화학 2분기 영업이익은 전분기 대비 10% 하락한 703 억원으로 전망함. 2분기 합성 고무 가동률은 정상적인 수준을 유지하였으나, 1) 수요 부진으로 인해 합성고무 마진이 저조한 수준을 지속했고, 2) 합성수지 부문에서도 원재료 가격 부담으로 마진이 축소되었기 때문. 중국의 합성고무 제조업체들은 저조한 수요로 50~60% 정도의 낮은 가동률을 유지하고 있는 것으로 알려짐. 다만, 미국등 선진국의 경기 회복과 중국 및 아시아로의 합성고무 수출 추세를 감안하면 하반기 합성고무 시장은 점진적으로 회복될 것으로 판단함. 금호석유화학에 대해 매수 투자 의견 매수를 유지하나 목표주가는 105,000 원으로 낮춤.

2분기 저조한 합성고무 마진 지속

금호석유화학 2분기 합성고무(SBR/BR) 가동률은 90% 이상 수준을 유지하였으나 마진은 여전히 저조한 수준을 지속함. 이는 선진국 시장(유럽, 미국)을 중심으로 여전히 타이어 수요가 부진하기 때문. 아시아 SBR 가격의 경우 원재료(BD&SM) 대비 스프레드는 2 분기 평균 US\$585/톤으로 전분기 대비 3% 가량 하락. 원재료인 부타디엔 가격은 전분기 대비 큰 폭으로(-25% QoQ) 하락하였으나, SM(Styrene Monomer)가격이 상대적 강세를 유지했기 때문. 4~5 월 BR 수출가격 또한 전분기 대비 평균 5% 가량 하락함.

합성수지 및 페놀 부문 마진 축소

2분기 영업이익 감소의 또 다른 요인은 ABS 등 합성수지와 페놀 부문의 마진 축소임. 주요 원재료인 SM 과 벤젠 가격은 전분기 대비 각각 평균 2%, 7% 소폭 하락하였으나 여전히 전년 대비해 강세를 유지하고 있음 (각각 +20% YoY, +15% YoY). 반면, ABS 와 페놀 가격은 수요 부진으로 인해 전분기 대비 각각 6%, 8% 하락하였고 페놀-벤젠 스프레드는 2 분기 평균 US\$115/톤 수준으로 전분기 대비 17% 축소되었음.

하반기 합성고무 시장 점진적 회복 예상

우리는 하반기 합성고무 시장의 점진적 회복을 예상함. 중국의 GDP 성장을 전망치가 하향 조정 되는 등 중국 경기에 대한 우려가 존재하지만, 실제로 한국의 중국향 합성고무 수출량은 견조한 회복세를 보임. 이는 실 수요에 대한 우려가 지나침을 반증. 인도, 인도네시아 등 기타 아시아지역으로의 수출량은 강한 증가 추세. 미국 또한 하반기 경기 회복에 따라 아시아로부터의 합성고무 수입량이 늘어날 것으로 예상됨. 따라서 우리는 하반기 합성고무 수요 회복에 힘입어 점진적인 마진 개선을 기대함.

투자 의견 매수, 목표주가 105,000 원으로 하향

우리는 합성고무 업황의 회복이 예상보다 늦어지고 있음을 반영하여, 2013~14F 영업이익 추정치를 평균 19% 낮추었음. 그러나 하반기에는 미국을 중심의 선진국 경기 회복에 기반해 타이어 수요가 점진적으로 회복될 것으로 예상. 따라서 아시아와 미국향 합성고무 수출도 증가할 전망이며, 이는 금호석유화학의 점진적인 실적 개선을 이끌 것. 낮아진 이익 추정치를 반영하여 목표주가는 105,000 원으로 낮추나, 투자 의견은 매수를 유지함. 동사 주식은 현재 2013F P/B 1.4 배에 거래 중.

Figure 1 2Q13 실적 추정치

(KRW bn)	Mirae Asset	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)	QoQ (%)
Revenue	1,206	1,484	(18.8)	(23.9)	(14.9)
Operating profit	78	85	(8.5)	197.2	(0.2)
Net profit	48	51	(5.1)	441.5	40.0
OPM (%)	6.4	5.7	0.7ppt	4.8ppt	1ppt
NPM (%)	4.0	3.4	0.6ppt	3.4ppt	1.6ppt

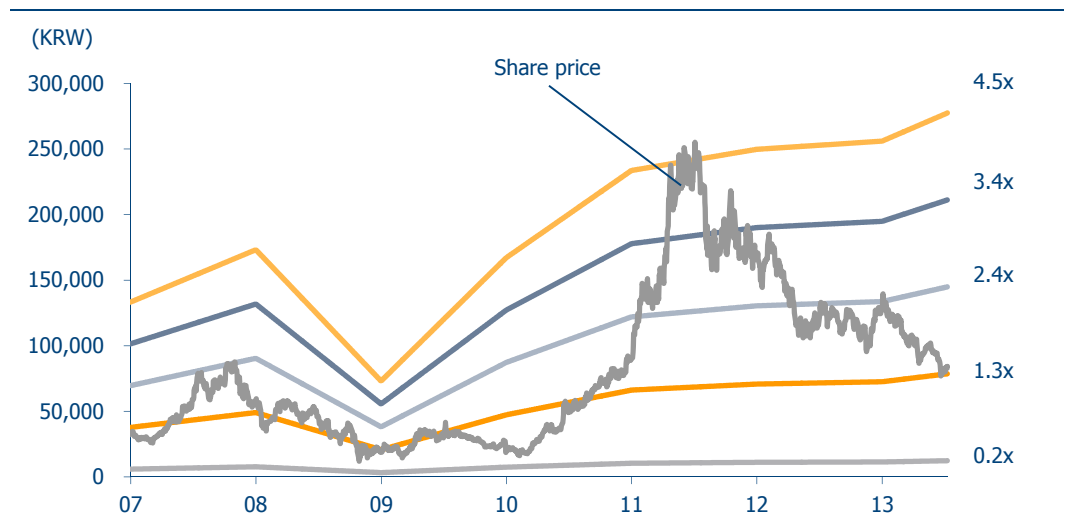
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 연간 실적 추정 변경 내역

(KRW bn)	2013F			2014F		
	New	Previous	%chg	New	Previous	%chg
Sales	5,135	5,841	(12.1)	5,520	6,735	(18.0)
Operating profit	345	407	(15.3)	487	632	(23.0)
Net profit	204.5	238	(14.2)	328.2	412	(20.3)
OPM (%)	6.7	7.0	(0.3ppt)	8.8	9.4	(0.6ppt)
NPM (%)	4.0	4.1	(0.1ppt)	5.9	6.1	(0.2ppt)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 12M fwd P/B 밴드 차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011E	2012E	2013E	2014E
매출액	6,457	5,884	5,135	5,520
매출원가	(5,410)	(5,481)	(4,620)	(4,860)
매출총이익	1,047	403	515	660
판매비와관리비	(208)	(179)	(171)	(174)
영업이익 (조정)	839	224	180	345
영업이익	839	224	345	487
순이자손익	(126)	(84)	(57)	(56)
지분법손익	73	67	40	40
기타	(27)	(73)	(61)	(48)
세전계속사업손익	758	134	267	423
법인세비용	(215)	(8)	(63)	(95)
당기순이익	544	126	204	328
당기순이익 (지배주주지분)	506	130	204	328
EPS (지배주주지분, 원)	18,124	4,644	7,328	11,764

증가율 & 마진 (%)	2011E	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	12.9	(8.9)	(12.7)	7.5
매출총이익 증가율	7.8	(61.5)	27.9	28.1
영업이익 증가율	28.3	(73.3)	54.0	41.1
당기순이익 증가율	7.3	(74.4)	57.8	60.5
EPS 증가율	(12.1)	(74.4)	57.8	60.5
매출총이익율	16.2	6.9	10.0	12.0
영업이익률	13.0	3.8	6.7	8.8
당기순이익률	7.8	2.2	4.0	5.9

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011E	2012E	2013E	2014E
영업현금	668	245	293	245
당기순이익	544	126	204	328
유무형자산상각비	155	160	171	203
기타	167	24	(73)	(198)
운전자본증감	(197)	(64)	(8)	(88)
투자현금	(245)	(374)	(266)	(210)
자본적지출	(291)	(368)	(255)	(199)
기타	46	(5)	(10)	(11)
재무현금	(69)	(132)	22	55
배당금	(23)	(56)	(134)	(74)
자본의증가 (감소)				
부채의증가 (감소)	(51)	(76)	153	129
기초현금	151	505	246	296
기말현금	505	246	296	386

자료: 금호석유화학, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011E	2012E	2013E	2014E
유동자산	2,058	1,490	1,597	1,810
현금및현금성자산	505	246	296	386
단기금융자산	33	21	21	22
매출채권	920	636	696	767
재고자산	582	567	564	615
기타유동자산	18	19	21	21
비유동자산	2,656	2,921	3,023	3,122
유형자산	1,922	2,130	2,224	2,227
투자자산	663	707	699	771
기타비유동자산	71	84	99	125
자산총계	4,714	4,411	4,621	4,933
유동부채	2,713	1,438	1,449	1,476
매입채무	661	469	534	591
단기금융부채	1,935	882	810	769
기타유동부채	116	87	106	116
비유동부채	444	1,314	1,473	1,504
장기금융부채	367	1,211	1,330	1,439
기타비유동부채	77	103	143	64
부채총계	3,157	2,752	2,922	2,980
지배주주지분	1,448	1,548	1,586	1,841
비지배주주지분	109	111	112	112
자본총계	1,557	1,658	1,698	1,953
BVPS (원)	51,891	55,474	56,863	65,986

주요투자지표

12 월 결산	2011E	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	44.0	8.7	13.0	19.2
총자산이익률 (%)	11.9	2.8	4.5	6.9
재고자산 보유기간 (일)	37.1	38.3	44.7	44.3
매출채권 회수기간 (일)	43.9	48.3	47.3	48.4
매입채무 결제기간 (일)	43.0	37.7	39.6	42.2
순차입금/자기자본 (%)	113	110	107	92.2
이자보상배율 (x)	6.7	2.7	6.1	8.6

자료: 금호석유화학, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 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 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 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 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.

작성 자 : 권영배, 홍우태

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가	취득일				

REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.

Target Price and Recommendation Chart

