

금호석유화학(011780)

2013. 7. 19

Buy

합성고무, 부진한 업황의 지속

Analyst 황유식(6309-4747)

목표주가(6개월) 110,000원
현재주가(7.18) : 85,000원
소속업종 화학
시가총액(7.18) : 25,898억원
평균거래대금(60일) 109.7억원
외국인지분율 10.55%

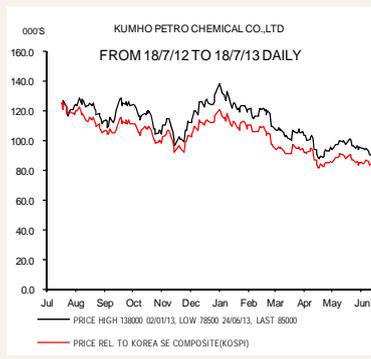
예상EPS(전년비)

FY13 6,796원 (67.8 %)
FY14 10,479원 (54.2 %)

예상PER(시장대비)

FY13 12.5배 (143.0%)
FY14 8.1배 (105.2%)

주가그래프



▶ **결론: 투자의견 Buy 유지, 목표주가 110,000원으로 하향**

- 부타디엔(BD) 가격의 급락과 하반기 낮은 가격대 전망으로 실적 회복속도 지연 예상. 목표주가를 기존 130,000원에서 110,000원으로 15% 하향 조정함
- 세계 최고의 합성고무 생산경쟁력으로 추가적인 실적 악화보다는 개선 가능성이 높은 것으로 판단하여 투자의견은 Buy를 유지함

▶ **2분기 영업이익 768억원(qoq-1%, yoy+194%)을 기록하여 시장 기대치에 부합**

- 합성고무의 주원료 BD 가격 하락과 BR, SBR 등 제품 가격의 동반 하락으로 매출액 감소. 그러나 주원료(BD)의 가격 하락폭이 더욱 컸고, 합성고무의 견조한 판매량 유지로 가격 스프레드는 소폭 개선되어 이익규모는 증가함
- 합성수지는 원재료 SM 가격의 역사상 최고치 경신으로 원가 부담 발생
- 페놀 유도체(BPA 등)는 국내 공급 과잉으로 수익성 악화
- 에너지부문은 정기보수로 매출액과 이익규모는 감소했으나 이익률은 높은 수준을 유지
- 영업외손익 항목에서는 대우건설 주가 하락으로 평가차손 약 300억원 발생

▶ **3분기 합성고무 업황은 지속적인 부진 전망**

- 3분기 매출액 1조 3,115억원(qoq-10%, yoy-8%), 영업이익 708억원(qoq-8%, yoy+57%)으로 여전히 낮은 수준을 전망함
- 부타디엔 가격은 6월 이후 급락하여 \$1,450/ton에서 \$800/ton 수준으로 하락
- 합성고무 수요가 부진한 가운데 부타디엔의 공급은 증가하여 원재료 가격 약세. 하반기 부타디엔은 약 50만톤의 공급이 추가로 증가하여 가격 약세가 지속될 것으로 보임
- BR과 SBR 등 합성고무 또한 타이어 수요 부진으로 스프레드 개선은 어려울 전망. 3분기 Negative Lagging 효과와 SM 가격의 상승으로 스프레드 축소 예상
- 합성수지는 ABS와 PS의 가격이 안정화되며, 스프레드는 개선 중. 출하 물량은 계절적 요인으로 증가하여 2분기대비 수익성 개선 가능할 전망
- 에너지부문은 정기보수 원료로 정상적인 매출액과 영업이익 규모로 회복

| | 매출액 (억원) | 영업이익 (억원) | 순이익(지배주주) (억원) | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|-------------|--------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2011 | 64,574 | 8,390 | 5,056 | 19,391 | -7.7 | 42,176 | 8.6 | 4.0 | 7.1 | 44.0 | 202.8 |
| 2012 | 58,837 | 2,238 | 1,296 | 4,049 | -79.1 | 45,364 | 32.2 | 2.9 | 15.6 | 8.7 | 166.0 |
| 2013E | 54,866 | 3,003 | 2,132 | 6,796 | 67.8 | 48,423 | 12.5 | 1.8 | 9.9 | 13.4 | 154.7 |
| 2014E | 58,379 | 4,328 | 3,255 | 10,479 | 54.2 | 56,394 | 8.1 | 1.5 | 7.7 | 18.3 | 141.8 |
| 2015E | 64,000 | 7,466 | 5,614 | 18,221 | 73.9 | 71,659 | 4.7 | 1.2 | 4.8 | 25.9 | 106.5 |

시장대비 상대강도 : 1개월(0.98), 3개월(0.99), 6개월(0.72)

[표 1] 금호석유화학 연결기준 3Q12 잠정실적

| (단위: 십억원) | 2Q13P | 당사추정 | %편차 | 1Q13 | %qoq | 2Q12 | %yoy |
|-----------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 매출액 | 1,453 | 1,320 | 10.0% | 1,417 | 2.5% | 1,584 | -8.3% |
| 영업이익 | 77 | 72 | 6.5% | 78 | -1.4% | 26 | 193.7% |
| %OP | 5.3% | 5.5% | | 5.5% | | 1.7% | |
| 세전이익 | 30 | 71 | -58.2% | 48 | -37.8% | 10 | 208.1% |
| 순이익 | 26 | 54 | -52.2% | 34 | -24.5% | 9 | 192.1% |
| %NP | 1.8% | 4.1% | | 2.4% | | 0.6% | |

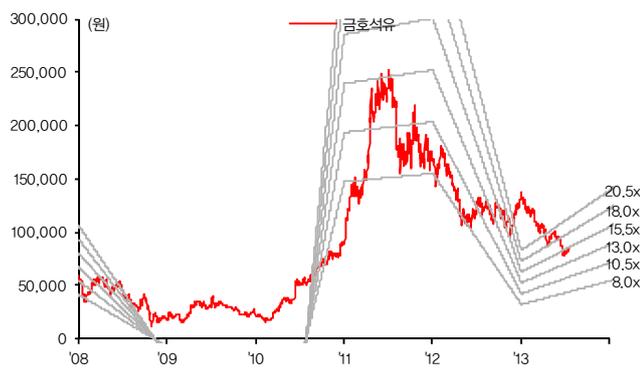
자료: 금호석유화학, 메리츠증권증권 추정

[표 2] 금호석유화학 분기실적 전망

| (단위: 십억원) | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | 1Q13 | 2Q13P | 3Q13E | 4Q13E | 2012 | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,623 | 1,584 | 1,432 | 1,245 | 1,417 | 1,453 | 1,312 | 1,305 | 5,884 | 5,487 | 5,838 |
| 영업이익 | 122 | 26 | 45 | 31 | 78 | 77 | 71 | 47 | 224 | 273 | 433 |
| %OP | 7.5% | 1.7% | 3.2% | 2.5% | 5.5% | 5.3% | 5.4% | 3.6% | 3.8% | 5.0% | 7.4% |
| 세전이익 | 132 | 10 | 44 | -53 | 48 | 30 | 70 | 46 | 134 | 194 | 443 |
| 지배기업 순이익 | 102 | 9 | 41 | -21 | 34 | 26 | 53 | 35 | 130 | 148 | 325 |
| YoY(%) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 1% | -7% | -14% | -16% | -13% | -8% | -8% | 5% | -9% | -7% | 6% |
| 영업이익 | -58% | -90% | -76% | -66% | -36% | 194% | 57% | 55% | -73% | 22% | 59% |
| 세전이익 | -52% | -96% | -69% | -180% | -64% | 208% | 57% | -188% | -82% | 45% | 129% |
| 지배기업 순이익 | -48% | -95% | -55% | -153% | -66% | 192% | 31% | -264% | -74% | 15% | 119% |
| QoQ(%) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 9% | -2% | -10% | -13% | 14% | 3% | -10% | 0% | | | |
| 영업이익 | 35% | -79% | 73% | -32% | 155% | -1% | -8% | -33% | | | |
| 세전이익 | 100% | -93% | 359% | -219% | -191% | -38% | 134% | -34% | | | |
| 지배기업 순이익 | 151% | -91% | 357% | -153% | -260% | -24% | 105% | -34% | | | |

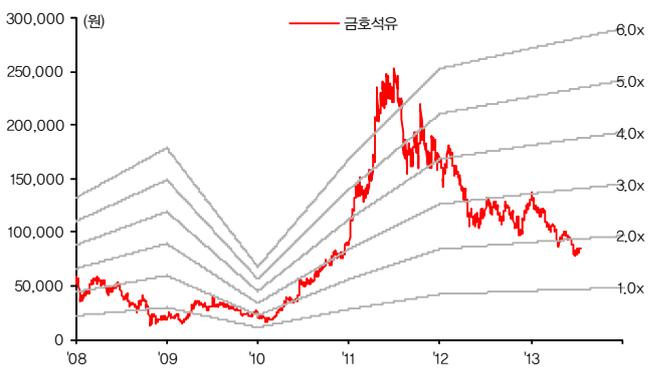
자료: 금호석유화학, 메리츠증권증권 추정

[그림 1] 금호석유화학 P/E Band Chart



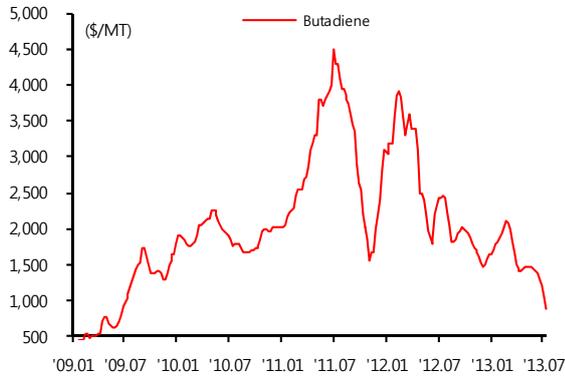
자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[그림 2] 금호석유화학 P/B Band Chart



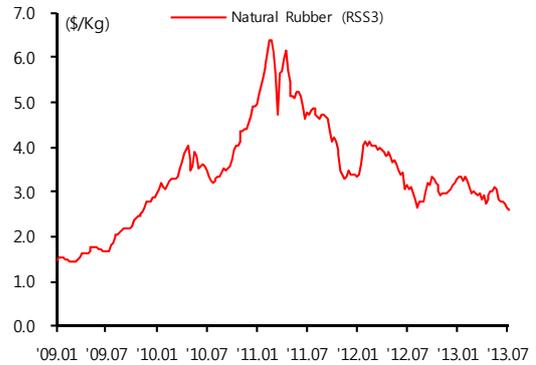
자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[그림 3] BD가격은 6월 이후 급락



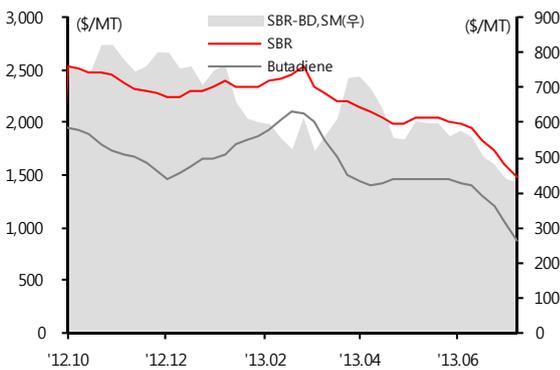
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 4] 천연고무가격 하락 추세 지속



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

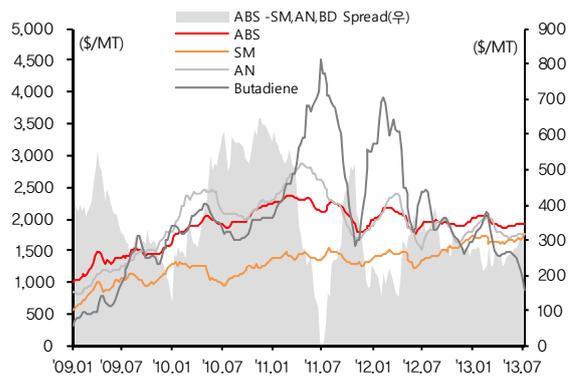
[그림 5] SBR 가격 및 스프레드 축소



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

*SBR가격은 '12년 10월 5일부터 집계

[그림 6] ABS는 원료 가격 하락으로 스프레드 소폭 상승



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 3] 금호석유화학 매도가능금융자산

(단위: 주, 백만원)

| 기업명 | 지분율(%) | 주식수 | 공정가액 |
|--------------------------|--------|----------------|----------------|
| 상장주식 | | | |
| 아시아나항공(주) | 12.6% | 24,593,400 | 115,835 |
| (주)대우건설 | 3.5% | 14,621,622 | 103,082 |
| (주)동양건설산업 | 0.1% | 5,095 | 23 |
| 비상장주식 | | | |
| 콜럼비아케미컬즈코리아 | 15.0% | 1,038,090 | 21,881 |
| KDB Consus Value PEF(*2) | 9.7% | 61,848,270,000 | 19,392 |
| KDB 생명보험(주, 금호생명(주)) | 0.9% | 1,156,858 | 5,160 |
| 캠크로스닷컴한국지점 | 5.0% | 850,000 | 958 |
| (주)한주 | 12.9% | 145,360 | 624 |
| 여수페트로(주) | 12.0% | 12,000 | 60 |
| (주)한국경제신문 | 0.0% | 3,896 | 44 |
| 합계 | | | 267,059 |

자료: 금호석유화학, 메리츠증권증권

*상장주식은 7월18일 종가 기준, 비상장주식은 1분기 말 기준 장부가액

[표 4] 추정 요약 재무제표와 투자지표

| Income Statement | | | | | Statement of Cash Flow | | | | |
|------------------|--------|--------|--------|--------|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| (억원) | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | (억원) | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 매출액 | 58,837 | 54,866 | 58,379 | 64,000 | 영업활동현금흐름 | 2,455 | 2,485 | 4,578 | 6,869 |
| 매출원가 | 54,806 | 50,195 | 52,269 | 54,584 | 당기순이익(손실) | 1,261 | 2,012 | 3,366 | 5,909 |
| 매출총이익 | 4,031 | 4,671 | 6,110 | 9,417 | 유형자산감가상각비 | 1,530 | 1,670 | 1,720 | 1,720 |
| 판매비와관리비 | 1,793 | 1,668 | 1,782 | 1,951 | 무형자산상각비 | 70 | 66 | 74 | 58 |
| 기타손익 | 10 | 309 | 551 | 733 | 운전자본의 증감 | -643 | -1,712 | -582 | -818 |
| 영업이익 | 2,238 | 3,003 | 4,328 | 7,466 | 투자활동 현금흐름 | -3,738 | -2,317 | -4,085 | -3,476 |
| 조정영업이익 | 2,238 | 3,003 | 4,328 | 7,466 | 유형자산의 증가(CAPEX) | -3,688 | -2,896 | -2,920 | -3,000 |
| 금융수익 | -646 | -646 | -440 | -391 | 투자자산의 감소(증가) | -482 | 628 | -1,038 | -464 |
| 종속/관계기업관련손익 | 670 | 411 | 540 | 700 | 재무활동 현금흐름 | -1,319 | -2,362 | -59 | -2,559 |
| 기타영업외손익 | -925 | -85 | 0 | 0 | 차입금증감 | -2,087 | -1,682 | 500 | -2,000 |
| 세전계속사업이익 | 1,337 | 2,683 | 4,428 | 7,775 | 자본의증가 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 법인세비용 | 76 | 671 | 1,063 | 1,866 | 현금의증가 | -2,588 | -2,191 | 434 | 834 |
| 당기순이익 | 1,261 | 2,012 | 3,366 | 5,909 | 기초현금 | 5,051 | 2,462 | 272 | 706 |
| 지배주주지분 순이익 | 1,296 | 2,132 | 3,255 | 5,614 | 기말현금 | 2,462 | 272 | 706 | 1,540 |

| Balance Sheet | | | | | Key Financial Data | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| (억원) | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 유동자산 | 14,901 | 14,840 | 17,111 | 19,324 | 주당데이터(원) | | | | |
| 현금및현금성자산 | 2,462 | 272 | 706 | 1,540 | SPS | 193,112 | 180,080 | 191,609 | 210,059 |
| 매출채권 | 5,857 | 7,868 | 8,652 | 9,179 | EPS(지배주주) | 4,049 | 6,796 | 10,479 | 18,221 |
| 재고자산 | 5,673 | 5,875 | 6,798 | 7,591 | CFPS | 13,325 | 16,991 | 22,525 | 33,294 |
| 비유동자산 | 29,206 | 29,664 | 31,928 | 33,614 | EBITDAPS | 12,595 | 15,554 | 20,096 | 30,340 |
| 유형자산 | 21,296 | 22,555 | 23,755 | 25,035 | BPS | 45,364 | 48,423 | 56,394 | 71,659 |
| 무형자산 | 284 | 245 | 271 | 213 | DPS | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| 투자자산 | 7,203 | 6,575 | 7,613 | 8,077 | 배당수익률(%) | 1.5 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| 자산총계 | 44,107 | 44,504 | 49,039 | 52,937 | Valuation(Multiple) | | | | |
| 유동부채 | 14,385 | 13,289 | 14,846 | 13,318 | PER | 32.2 | 12.5 | 8.1 | 4.7 |
| 매입채무 | 2,873 | 3,994 | 4,625 | 4,906 | PCR | 9.8 | 5.0 | 3.8 | 2.6 |
| 단기차입금 | 7,924 | 7,232 | 7,732 | 5,732 | PSR | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| 유동성장기부채 | 778 | -754 | -754 | -754 | PBR | 2.9 | 1.8 | 1.5 | 1.2 |
| 비유동부채 | 13,139 | 13,740 | 13,912 | 13,988 | EBITDA | 3,837.4 | 4,738.9 | 6,122.8 | 9,243.9 |
| 사채 | 5,580 | 5,582 | 5,582 | 5,582 | EV/EBITDA | 15.6 | 9.9 | 7.7 | 4.8 |
| 장기차입금 | 6,521 | 7,063 | 7,063 | 7,063 | Key Financial Ratio(%) | | | | |
| 부채총계 | 27,524 | 27,029 | 28,757 | 27,307 | 자기자본이익률(ROE) | 8.7 | 13.4 | 18.3 | 25.9 |
| 자본금 | 1,675 | 1,675 | 1,675 | 1,675 | EBITDA이익률 | 6.5 | 8.6 | 10.5 | 14.4 |
| 자본잉여금 | 2,653 | 2,653 | 2,653 | 2,653 | 부채비율 | 166.0 | 154.7 | 141.8 | 106.5 |
| 기타포괄이익누계액 | 419 | 400 | 400 | 400 | 금융비용부담률 | 1.7 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |
| 이익잉여금 | 11,132 | 12,138 | 14,833 | 19,887 | 이자보상배율(x) | 2.2 | 4.4 | 6.5 | 12.1 |
| 비지배주주지분 | 1,107 | 1,012 | 1,123 | 1,419 | 매출채권회전율(x) | 8.0 | 8.0 | 7.1 | 7.2 |
| 자본총계 | 16,584 | 17,475 | 20,281 | 25,631 | 재고자산회전율(x) | 10.2 | 9.5 | 9.2 | 8.9 |

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2013년 7월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2013년 7월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2013년 7월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 황유식)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자등급 관련사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 증가대비 4등급)

→아래 종목투자의견은 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Strong Buy : 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- Buy : 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- Hold : 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- Reduce : 추천기준일 증가대비 +5%미만.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)

→아래 산업투자의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.

- 비중확대(Overweight).
- 중립(Neutral).
- 비중축소(Underweight)

종목명(종목코드)의 투자등급변경 내용

| 추천확정일자 | 자료의 형식 | 투자의견 | 목표주가 | 담당자 | 주가 및 목표주가 변동추이 |
|------------|--------|------|---------|-----|----------------|
| 2011.08.17 | 기업분석 | Buy | 250,000 | 황유식 | |
| 2011.10.10 | 기업분석 | Buy | 250,000 | 황유식 | |
| 2012.01.19 | 기업분석 | Buy | 250,000 | 황유식 | |
| 2012.04.13 | 기업분석 | Buy | 190,000 | 황유식 | |
| 2012.06.08 | 기업브리프 | Buy | 190,000 | 황유식 | |
| 2012.07.19 | 기업브리프 | Buy | 190,000 | 황유식 | |
| 2012.10.02 | 기업브리프 | Buy | 190,000 | 황유식 | |
| 2012.10.22 | 기업브리프 | Buy | 190,000 | 황유식 | |
| 2012.11.14 | 산업분석 | Buy | 190,000 | 황유식 | |
| 2012.12.17 | 산업브리프 | Buy | 190,000 | 황유식 | |
| 2013.01.03 | 산업브리프 | Buy | 190,000 | 황유식 | |
| 2013.01.15 | 산업분석 | Buy | 150,000 | 황유식 | |
| 2013.04.08 | 산업분석 | Buy | 130,000 | 황유식 | |
| 2013.07.10 | 산업분석 | Buy | 130,000 | 황유식 | |
| 2013.07.19 | 기업브리프 | Buy | 110,000 | 황유식 | |