

2013. 10. 21

Buy

Analyst 황유식(6309-4747)

목표주가(6개월) **140,000원**
현재주가(10.18) : **112,000원**
소속업종 **화학**
시가총액(10.18) : **34,124억원**
평균거래대금(60일) **227.3억원**
외국인지분율 **10.11%**

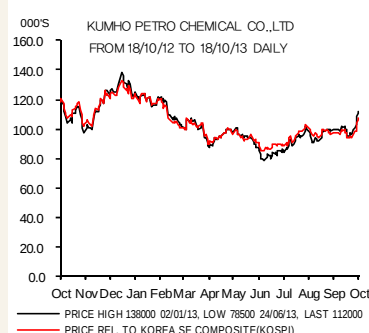
예상EPS(전년비)

FY13 3,366원 (-16.9 %)
FY14 10,531원 (212.9 %)

예상PER(시장대비)

FY13 33.3배 (352.8%)
FY14 10.6배 (127.6%)

주가그래프



금호석유화학(011780)

2010년과 유사한 2014년의 영업환경

▶ 결론: 투자의견 Buy, 목표주가 140,000원으로 상향

- '14년 영업환경은 '10년과 유사한 것으로 판단. '14년 추정 BPS에 '10년 PBR 2.5배를 적용하여 목표주가 140,000원을 제시, 기존 110,000원에서 27% 상향함. 이는 '14년 추정 EPS에 LG화학의 '14년 PER 12.3배를 적용한 것과 유사한 수준임
- 중국 합성고무 수요 확대와 탄력적인 가격 상승 + 발전사업으로 수익성 증가

▶ Investment Point

1. 2010년과 유사한 2014년의 사업 환경과 실적 동향 전망

- '09년 부타디엔 가격은 낮은 수준에서 출발, 하반기까지 꾸준히 상승하며 톤당가격 \$1500을 돌파함. '10년은 평균 가격 \$1910대의 강세를 유지하였고, 이에 따라
- 영업이익은 '09년 1,162억원(OPM 4.1%, K-GAAP 기준)에 불과했으나 '10년은 5,750(OPM 11.7%)으로 급격히 증가함. 이는 ①부타디엔 가격 상승과 합성고무 시황의 개선, ② 에너지부문의 안정적인 실적, ③ 금호P&B의 수익성 증가에 의한 것으로 판단함
- '13년은 7월 부타디엔 가격이 \$800으로 저점을 기록한 이후 \$1700까지 상승함. '14년 부타디엔 평균 가격은 BDH(Butene Dehydrogenation) 공정의 BEP 수준인 \$1900으로 전망하여 '10년과 유사한 원재료 가격 움직임이 예상됨
- 중국내 타이어와 합성고무 재고조정은 완료되어 재고량은 충분히 낮아진 것으로 보이고, 북미와 아시아 등지의 RE 타이어 수요는 증가세로 전환되어 '14년 합성고무의 시황은 개선될 것으로 판단됨
- 또한 '13년에는 벤젠과 SM 가격이 급등하여 원가 부담이 높았으나 '14년에는 벤젠 가격의 회복과 SM 가격의 하락으로 합성고무, 석유수지의 원가 부담이 감소할 전망
- 중장기적으로 제2에너지 투자로 이익규모 증가 전망. '14년 상반기 1차 완공, '15년 말에는 최종 완공 예정. '14년부터 단계적으로 실적 기여 예상되며, 최종 완공 후에는 현재의 약 3배 규모 에너지 설비가 가동되며, 연간 5천억원의 매출액 증가가 예상됨

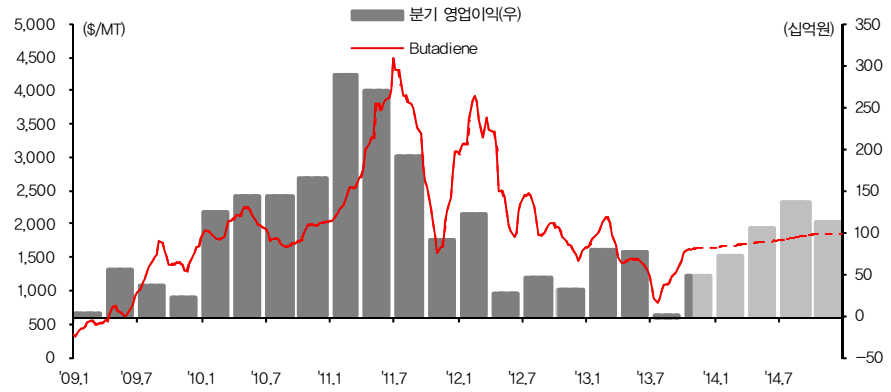
2. 3분기 영업이익 -15억원(OPM -0.1%)으로 부진했지만 바닥은 확인

- 분기 초 부타디엔 가격의 급락(월평균 가격 6월 \$1330, 7월 \$907)으로 합성고무 가격이 동반 하락하고 출하량 급감함. 또한, SM 가격은 꾸준히 상승하여 SBR 스프레드는 2분기 \$586에서 3분기 \$456으로 하락. BR과 SBR 등 합성고무는 BEP 수준을 기록
- 금호P&B는 6월 BPA 15만톤 증설을 완료했으나 수요둔화, 공급과잉으로 대규모 적자를 기록한 것으로 판단. 다만 BPA의 시장 가격은 7월을 저점으로 소폭 회복되었기 때문에 '14년 상반기까지 완전한 상황 회복을 예상
- 에너지부문은 스팀 판매비를 증가와 하절기 전기 판매 단가 상승으로 높은 수익성 지속

	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	53,550	1,885	1,087	3,366	-16.9	45,074	33.3	2.5	15.4	7.0	170.1
2014E	62,818	4,250	3,271	10,531	212.9	53,010	10.6	2.1	9.2	19.5	154.2
2015E	69,595	5,554	4,323	13,985	32.8	64,370	8.0	1.7	7.4	21.6	126.2

시장대비 상대강도 : 1개월(1.10), 3개월(1.20), 6개월(1.19)

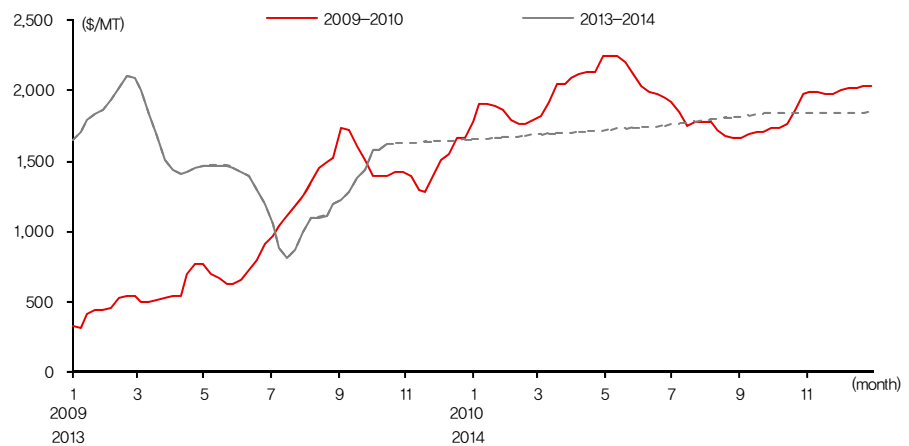
[그림 1] 2010년 부타디엔 가격 상승으로 영업이익 개선. 2014년 유사한 실적 재현



주: 2013년 4분기 이후 부분은 부타디엔 가격, 영업이익 추정치

자료: Platts, 금호석유화학, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[그림 2] 2009~2010년의 BD 가격 상승, 2013에서 2014년도 가격 상승도 유사할 전망



주: 2013년 이후 점선 부분은 부타디엔 가격 추정치

자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[표 1] 2009~2010년 실적과 2013~2014년 실적 추이 비교

(단위: 십억원)

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2009	2010
매출액	584	667	754	796	1,148	1,220	1,276	1,263	2,802	4,907
영업이익	2	55	37	22	125	143	142	165	116	575
%OP	0.3%	8.2%	4.9%	2.8%	10.9%	11.7%	11.1%	13.1%	4.1%	11.7%
순이익	-138	-13	-40	-424	6	58	100	15	-615	178
%NI	-23.6%	-1.9%	-5.3%	-53.3%	0.5%	4.8%	7.8%	1.2%	-21.9%	3.6%
	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013E	2014E
매출액	1,417	1,383	1,192	1,362	1,454	1,529	1,642	1,657	5,355	6,282
영업이익	78	76	-2	47	71	105	136	113	199	425
%OP	5.5%	5.5%	-0.2%	3.5%	4.9%	6.9%	8.3%	6.8%	3.7%	6.8%
순이익	34	26	4	36	56	82	103	87	100	327
%NI	2.4%	1.9%	0.3%	2.6%	3.9%	5.4%	6.3%	5.3%	1.9%	5.2%

주: 2009년 실적은 K-GAAP 별도기준

자료: 금호석유화학, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[표 2] 금호석유화학 연결기준 3Q13 잠정실적

(단위: 십억원)	3Q13P	당사추정	%편차	2Q13	%qqq	3Q12	%yoy
매출액	1,192	1,249	-4.6%	1,383	-13.8%	1,432	-16.7%
영업이익	-2	16	-109.3%	76	-102.0%	45	-103.3%
%OP	-0.1%	8.6%		5.5%		3.2%	
세전이익	-5	15	-132.5%	29	-116.5%	44	-110.8%
순이익	4	12	-67.0%	26	-85.5%	41	-90.6%
%NP	0.3%	6.4%		1.9%		2.8%	

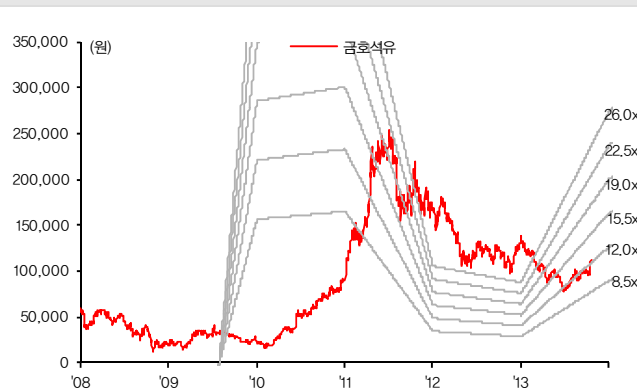
자료: 금호석유화학, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[표 3] 금호석유화학 분기실적 전망

(단위: 십억원)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013E	2014E
매출액	1,417	1,383	1,192	1,362	1,454	1,529	1,642	1,657	5,884	5,355	6,282
영업이익	78	76	-2	47	71	105	136	113	224	199	425
%OP	5.5%	5.5%	-0.1%	3.5%	4.9%	6.9%	8.3%	6.8%	3.8%	3.7%	6.8%
세전이익	48	29	-5	46	73	107	138	117	134	118	434
지배기업 순이익	34	26	4	36	56	82	103	87	130	100	327
YoY(%)											
매출액	-13%	-13%	-17%	9%	3%	10%	38%	22%	-9%	-9%	17%
영업이익	-36%	189%	-103%	54%	-9%	39%	-9168%	140%	-73%	-11%	113%
세전이익	-64%	201%	-111%	-187%	52%	267%	-2972%	155%	-82%	-12%	268%
지배기업 순이익	-66%	195%	-91%	-266%	62%	212%	2616%	142%	-74%	-23%	227%
QoQ(%)											
매출액	14%	-2%	-14%	14%	7%	5%	7%	1%			
영업이익	155%	-3%	-102%	-3244%	51%	48%	30%	-17%			
세전이익	-191%	-39%	-117%	-1054%	59%	46%	29%	-15%			
지배기업 순이익	-260%	-24%	-85%	840%	56%	46%	27%	-16%			

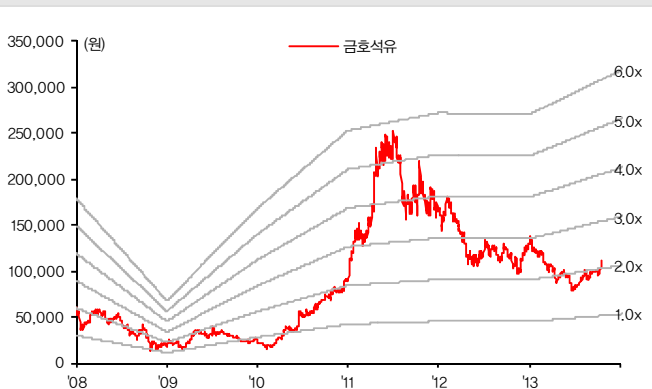
자료: 금호석유화학, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[그림 3] 금호석유화학 P/E Band Chart



자료: 금호석유화학, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[그림 4] 금호석유화학 P/B Band Chart



자료: 금호석유화학, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[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	53,550	62,818	69,595	영업활동현금흐름	2,455	3,007	5,112	5,635
매출원가	54,806	49,899	56,524	61,779	당기순이익(손실)	1,261	1,083	3,387	4,550
매출총이익	4,031	3,651	6,295	7,816	유형자산감가상각비	1,530	1,640	1,700	1,720
판매비와관리비	1,793	1,766	2,044	2,262	무형자산상각비	70	45	47	41
기타손익	10	268	866	1,087	운전자본의 증감	-643	-254	-22	-677
영업이익	2,238	1,885	4,250	5,554	투자활동 현금흐름	-3,738	-2,641	-4,518	-3,529
조정영업이익	2,238	1,885	4,250	5,554	유형자산의 증가(CAPEX)	-3,688	-2,825	-2,920	-3,000
금융수익	-646	-822	-448	-420	투자자산의 감소(증가)	-482	662	-1,460	-515
종속/관계기업관련손익	670	394	540	700	재무활동 현금흐름	-1,319	-1,557	-559	-1,559
기타영업외손익	-925	-386	0	0	차입금증감	-2,087	-873	0	-1,000
세전계속사업이익	1,337	1,071	4,342	5,834	자본의증가	0	0	0	0
법인세비용	76	-12	955	1,283	현금의증가	-2,588	-1,188	35	547
당기순이익	1,261	1,083	3,387	4,550	기초현금	5,051	2,462	1,274	1,309
지배주주지분 순이익	1,296	1,087	3,271	4,323	기말현금	2,462	1,274	1,309	1,856

Balance Sheet					Key Financial Data				
(억원)	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	14,901	14,720	16,552	18,402	주당데이터(원)				
현금및현금성자산	2,462	1,274	1,309	1,856	SPS	193,112	175,759	206,181	228,421
매출채권	5,857	7,104	8,093	8,601	EPS(지배주주)	4,049	3,366	10,531	13,985
재고자산	5,673	5,405	6,010	6,735	CFPS	13,325	12,478	22,113	26,963
비유동자산	29,206	29,899	32,632	34,386	EBITDAPS	12,595	11,719	19,684	24,009
유형자산	21,296	22,486	23,706	24,986	BPS	45,364	45,074	53,010	64,370
무형자산	284	286	339	298	DPS	2,000	2,000	2,000	2,000
투자자산	7,203	6,757	8,216	8,731	배당수익률(%)	1.5	1.8	1.8	1.8
자산총계	44,107	44,619	49,184	52,788	Valuation(Multiple)				
유동부채	14,385	13,787	15,280	14,806	PER	32.2	33.3	10.6	8.0
매입채무	2,873	4,430	5,387	5,724	PCR	9.8	9.0	5.1	4.2
단기차입금	7,924	6,170	6,170	5,170	PSR	0.7	0.6	0.5	0.5
유동성장기부채	778	589	589	589	PBR	2.9	2.5	2.1	1.7
비유동부채	13,139	14,313	14,557	14,643	EBITDA	3,837.4	3,570.5	5,997.2	7,314.9
사채	5,580	6,082	6,082	6,082	EV/EBITDA	15.6	15.4	9.2	7.4
장기차입금	6,521	7,092	7,092	7,092	Key Financial Ratio(%)				
부채총계	27,524	28,100	29,837	29,450	자기자본이익률(ROE)	8.7	7.0	19.5	21.6
자본금	1,675	1,675	1,675	1,675	EBITDA이익률	6.5	6.7	9.5	10.5
자본잉여금	2,653	2,653	2,653	2,653	부채비율	166.0	170.1	154.2	126.2
기타포괄이익누계액	419	342	342	342	금융비용부담률	1.7	1.3	1.1	0.9
이익잉여금	11,132	11,115	13,826	17,589	이자보상배율(x)	2.2	2.7	6.4	8.7
비지배주주지분	1,107	1,138	1,255	1,482	매출채권회전율(x)	8.0	8.3	8.3	8.3
자본총계	16,584	16,520	19,347	23,338	재고자산회전율(x)	10.2	9.7	11.0	10.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2013년 10월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2013년 10월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2013년 10월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 증가대비 4등급)

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

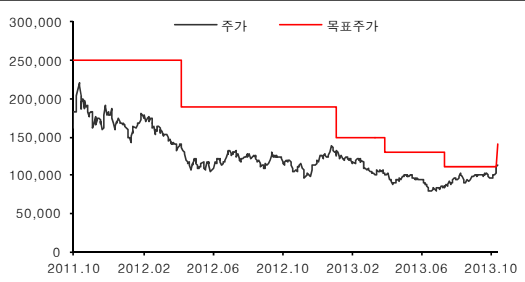
- Strong Buy : 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- Buy : 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- Hold : 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- Reduce : 추천기준일 증가대비 +5%미만.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)

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

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

금호석유화학(011780)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
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	
2013.10.10	산업분석	Buy	110,000	황유식	
2013.10.21	기업브리프	Buy	140,000	황유식	