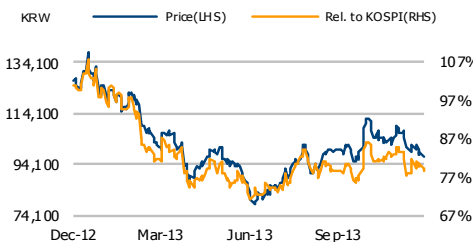


Target price lowered / Company update

Korea / Refining & Petrochemical				
19 December 2013				HOLD
목표주가	100,000 원			
현재주가 (18 Dec 13)	94,200 원			
Upside/downside (%)	6.2			
KOSPI	1,974.63			
시가총액 (십억원)	2,870			
52 주 최저/최고	77,000 - 140,000			
일평균거래대금 (십억원)	31.78			
외국인 지분율 (%)	9.01			
Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15
매출액 (십억원)	5,884	5,422	6,191	6,956
영업이익 (십억원)	223.8	162.1	269.4	464.9
당기순이익 (십억원)	126.1	55.3	180.1	333.3
수정순이익 (십억원)	129.6	66.8	175.1	322.3
EPS (원)	4,644	2,393	6,278	11,553
EPS 성장률 (%)	(74.4)	(48.5)	162.3	84.0
P/E (x)	28.1	40.4	15.4	8.4
EV/EBITDA (x)	15.1	14.8	10.6	7.4
배당수익률 (%)	1.5	2.1	2.1	2.6
P/B (x)	2.4	1.9	1.7	1.5
ROE (%)	8.7	4.5	11.7	19.3
순차입금/자기자본 (%)	110.1	127.3	123.5	106.3
Performance				



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(7.5)	(2.8)	(21.1)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(5.5)	(0.8)	(20.2)

권영배, CFA, Analyst
3774 6012 yb.kwon@miraasset.com

심은솔
3774 3824 esshim@miraasset.com

금호석유화학 (011780 KS)

Tough time

Event

2013~14F 영업이익 전망치 각각 24%, 22% 하향

우리는 최근 기업방문을 통해 4분기 영업현황 등을 점검함. 이를 바탕으로 우리의 2013~14F 영업이익 전망치를 각각 24%, 22% 낮춤.

Figure 1 Key earnings revision

(KRW bn)	2013F			2014F		
	New	Previous	%chg	New	Previous	%chg
Sales	5,422	5,422	0.0	6,191	6,191	(0.0)
Operating profit	162	213	(23.9)	269	345	(21.9)
Net profit	67	106	(37.0)	175	233	(24.8)
Operating margin (%)	3.0	3.9	-1.0ppt	4.4	5.6	-1.2ppt
Net margin (%)	1.2	2.0	-0.7ppt	2.8	3.8	-0.9ppt

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Impact

합성고무, 페놀/BPA 시황 약세 지속

아시아 합성고무(SBR) 가격은 US\$2,000/톤으로 지난 3분기 말 대비 US\$50/톤 상승함. 그러나, 이는 원재료인 부타디엔 가격 상승분을 전가하는데 그침. SBR의 원재료 대비 스프레드는 US\$455/톤으로 지난 3분기 평균대비 7% 낮음. 한편, 페놀과 BPA 가격은 3분기 말 대비 각각 US\$5/톤, US\$53/톤 하락함. 같은 기간 원재료인 벤젠이 US\$20/톤 상승한 것을 감안하면, 페놀과 BPA 시황은 여전히 부진함.

늦어지는 회복

우리는 합성고무 생산설비가 여전히 과잉 상태라고 판단함. 2012년 이후 약 16%의 설비 증설이 있던 것으로 추정되는데, 이로 인해 2014년에는 과거와(2010~2011년) 같은 합성고무 마진 상승을 기대하기는 어려움. 2013년 (1월~10월) 한국의 합성고무 수출량은 전년동기 대비 7% 감소. 특히 한국의 합성고무 수출량이 증가한 인도는 최근 대규모(12만톤/년) 합성고무 생산설비를 완공했음. 따라서 앞으로 인도향 수출도 감소할 위험이 있음. 한편, 중국의 공격적인 페놀/BPA 증설 증가와 벤젠(페놀 등의 원재료) 가격 상승으로 금호석유화학의 페놀 및 유도체 부문의 수익성은 당분간 낮게 유지될 전망.

4Q13 영업이익 101억원 전망

우리는 금호석유화학의 4Q13 영업이익을 101억원으로 추정함. 이는 컨센서스 영업이익 추정치 (Bloomberg 기준)보다 75% 낮은 수준. 합성고무 스프레드(원재료 대비)가 낮게 유지되고 있으며, BR 등의 가동률이 아직 낮은(70~80%) 수준에 그치고 있는 것으로 알려짐. 연결대상 자회사인 금호 PNB의 페놀 및 BPA 등도 의미 있는 시황 회복을 보이지 못하고 있으며, 4분기에도 3분기 수준(-160억원)의 영업 손실이 예상됨.

Action and recommendation

목표주가 10만원으로 하향, 투자 의견 중립 유지

금호석유화학의 목표주가를 10만원(지속가능 ROE 17.5%, 자기자본비용 11.0%, 영구성장률 3.0% 가정)으로 낮추고 투자 의견 중립을 유지함. 우리는 합성고무 업황 회복이 예상보다 느림을 반영하여 2013~14F 영업이익 추정치를 각각 24%, 22% 하향 조정함. 금호석유화학 주식은 현재 2014F P/B 1.7배, 2014F P/E 15.4배에 거래되어, 합성고무 업황 회복에 대한 기대를 충분히 반영하고 있다고 판단함.

Figure 2 Target price calculation

Target price calculation	
Long-term ROE (%)	17.5
Cost of equity (%)	11.0
Terminal growth (%)	3.0
Target P/B (x)	1.8
2014F BPS (KRW)	55,674
Target price (KRW)	100,000

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 P/B band chart



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 SBR-BD/SM spread



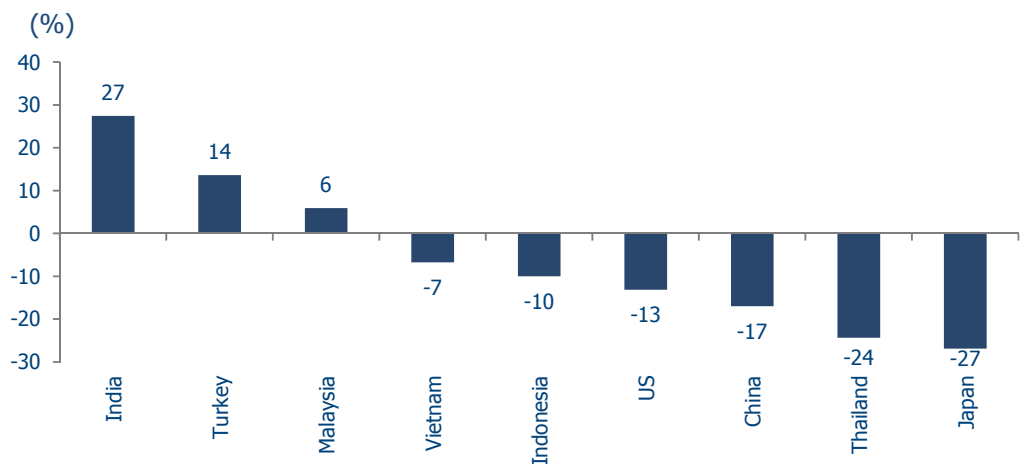
자료: Datastream, Ciscem, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 SBR price



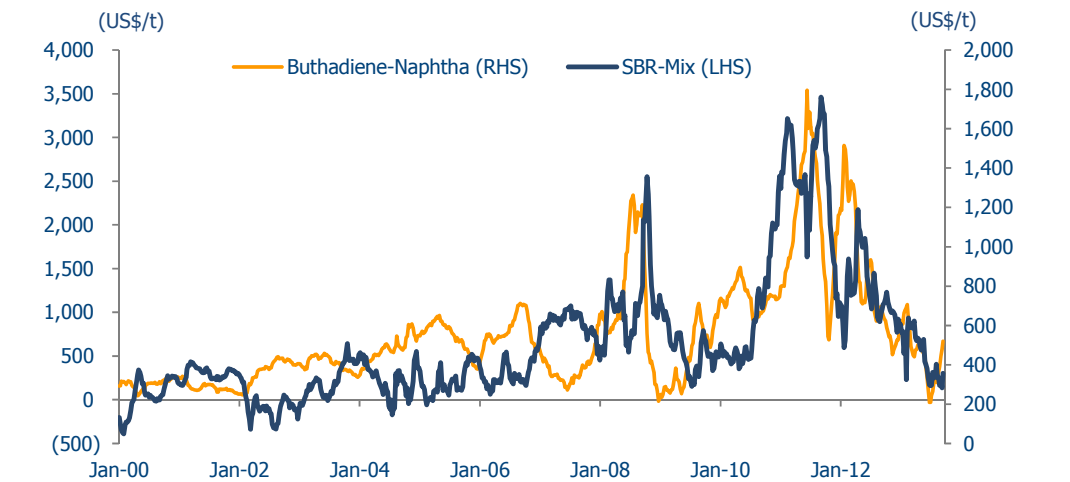
자료: Datastream, Cischem, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 Synthetic rubber exports of Korea (Jan-Oct, by destinations)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 Butadiene-Naphtha spread, SBR-Mix spread



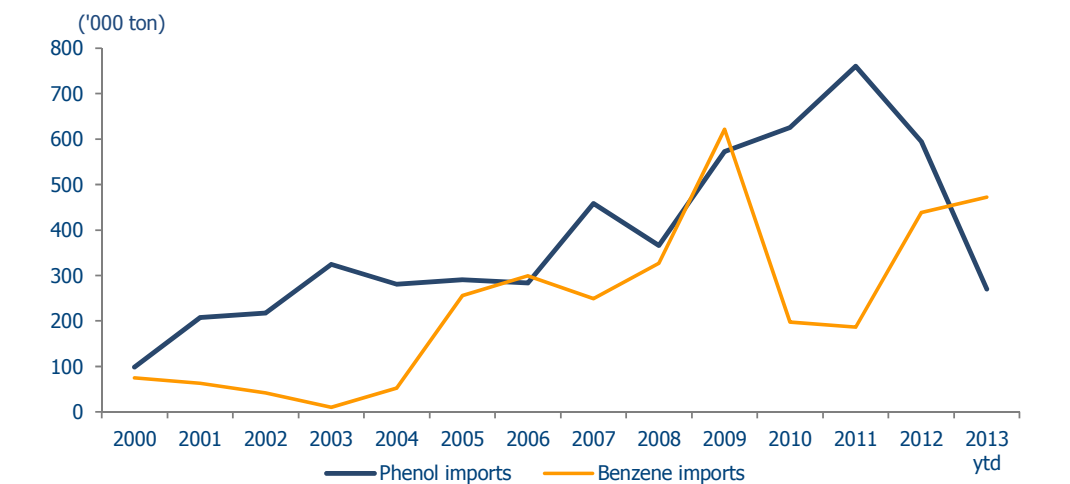
자료: ICIS, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 Phenol-benzene spread



자료: ICIS, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 China phenol imports, benzene imports



자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 Asia's major phenol expansion projects

Facility	Location	Capacity (tonnes/year)	Start-up	Remark
Yanshan Petrochemical		137,500	2012-2013	Completed
LG Chem		300,000	1Q13	Completed
CEPSA	Caojing, Shanghai	250,000	End 2013	On track
Shandong Shengquan Chemical		220,000	2013-2014	On track
Formosa Chemicals & Fibre Corp		300,000	1H2014	w/ 50000MT of ABS
Sinopec Mitsui		250,000	2014	On track
Changchun Petrochemical		200,000	2014	On track
Kumho P&B		300,000	2Q 2015	On track
Ineos Phenol and Sinopec		400,000	2016	Proposed

자료: ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 Peer group valuation table

		SKI	SOIL	GSH	LGC	LTC	KKPC	HWC	HCM
Code		096770 KS	010950 KS	078930 KS	051910 KS	011170 KS	011780 KS	009830 KS	069260 KS
Rating		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY
Target price (KRW)		180,000	100,000	65,000	400,000	300,000	100,000	30,000	27,000
Current price (18 Dec, KRW)		138,000	73,200	54,600	292,500	232,000	94,200	20,450	23,950
Upside (%)		30.4	36.6	19.0	36.8	29.3	6.2	46.7	12.7
Target PB (x)		1.0	1.8	0.9	2.2	1.5	1.8	1.0	2.3
Long-term ROE (%)		9.5	16.5	10.1	15.2	12.5	17.5	9.7	16.5
Cost of equity (%)		9.4	10.5	11.0	8.5	9.5	11.0	9.8	9.0
Long-term growth (%)		3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Sales	2011	68,371	31,914	8,493	22,676	15,700	6,457	7,943	567
(KRW bn)	2012	73,330	34,723	9,838	23,263	15,903	5,884	6,962	707
	2013F	69,504	31,476	9,731	23,569	16,807	5,422	7,886	837
	2014F	71,755	33,760	10,579	25,217	17,859	6,191	8,398	952
Operating profit	2011	2,960	1,698	932	2,819	1,491	839	326	56
(KRW bn)	2012	1,699	782	684	1,910	372	224	5	66
	2013F	1,890	712	639	1,898	521	162	149	72
	2014F	2,045	1,348	769	2,279	866	269	379	115
Net income	2011	3,169	1,191	774	2,138	978	506	254	54
(KRW bn)	2012	1,185	585	494	1,495	315	130	30	52
	2013F	1,082	562	456	1,455	392	67	50	60
	2014F	1,427	1,018	628	1,712	661	175	270	90
OPM (%)	2011	4.2	5.1	11.0	12.5	9.5	13.0	4.1	9.9
	2012	2.3	2.2	7.0	8.2	2.3	3.8	0.1	9.4
	2013F	2.7	2.3	6.6	8.1	3.1	3.0	1.9	8.6
	2014F	2.9	4.0	7.3	9.0	4.8	4.4	4.5	12.1
ROA (%)	2011	9.9	10.2	4.2	15.5	11.7	11.1	2.4	8.6
	2012	3.4	4.6	5.0	9.5	3.0	2.8	0.2	7.3
	2013F	3.1	4.5	4.1	8.3	3.5	1.5	0.4	7.6
	2014F	3.8	7.9	4.8	8.9	5.5	3.8	2.0	10.4
ROE (%)	2011	25.0	24.4	14.9	24.4	19.7	44.0	7.1	12.7
	2012	7.9	11.0	8.0	14.6	5.5	8.7	0.7	11.6
	2013F	6.9	10.2	7.0	12.8	6.3	4.5	1.2	13.0
	2014F	8.6	17.2	9.2	13.6	9.8	11.7	6.5	18.3
Div yield (%)	2011	2.0	4.8	2.7	1.3	0.6	1.2	1.8	2.9
	2012	1.8	2.5	1.9	1.2	0.4	1.5	1.4	2.9
	2013F	2.3	3.7	2.5	1.4	0.5	2.1	1.0	2.9
	2014F	2.5	5.2	3.1	1.5	0.7	2.3	2.0	4.2
EPS growth (%)	2011	178.2	68.9	(4.2)	(0.4)	24.5	(12.1)	(36.5)	(23.1)
	2012	(62.6)	(50.9)	(36.1)	(30.1)	(69.1)	(74.4)	(88.3)	(2.6)
	2013F	(8.8)	(4.0)	(7.7)	(2.6)	20.8	(48.5)	68.7	14.6
	2014F	31.9	81.2	37.8	17.6	68.5	162.3	441.4	50.4
P/E (x)	2011	4.2	9.8	6.2	10.9	9.7	9.2	13.7	18.3
	2012	13.8	20.7	13.8	16.2	25.9	28.1	87.7	18.8
	2013F	12.0	15.2	11.3	14.8	20.3	39.4	57.9	16.4
	2014F	9.1	8.4	8.2	12.6	12.0	15.0	10.7	10.9
adj. P/B (x)	2011	0.9	2.2	0.1	2.4	1.7	3.2	0.8	2.2
	2012	1.1	2.3	1.1	2.3	1.4	2.4	0.6	2.1
	2013F	0.8	1.5	0.8	1.8	1.2	1.8	0.7	2.1
	2014F	0.8	1.4	0.7	1.6	1.1	1.7	0.7	1.9
adj. BPS (KRW)	2011	155,551	44,812	63,523	129,918	193,276	51,891	29,513	10,874
	2012	164,024	46,105	66,978	144,548	176,320	55,474	28,964	11,187
	2013F	171,953	48,275	69,659	160,179	187,803	51,797	28,651	11,258
	2014F	183,679	53,560	75,349	179,006	205,494	55,674	30,176	12,757
EPS (KRW)	2011	33,816	10,214	8,172	29,074	30,701	18,124	1,793	1,310
	2012	12,649	5,018	5,218	20,324	9,478	4,644	209	1,276
	2013F	11,541	4,819	4,817	19,791	11,447	2,393	353	1,462
	2014F	15,227	8,734	6,636	23,279	19,292	6,278	1,911	2,199
DPS (KRW)	2011	2,800	4,800	1,350	4,000	1,750	2,000	450	700
	2012	3,200	2,650	1,350	4,000	1,000	2,000	250	700
	2013F	3,200	2,700	1,350	4,000	1,100	2,000	200	700
	2014F	3,500	3,800	1,700	4,500	1,600	2,200	400	1,000

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
매출액	5,884	5,422	6,191	6,956
매출원가	(5,481)	(5,081)	(5,739)	(6,296)
매출총이익	403	341	452	660
판매비와관리비	(179)	(179)	(183)	(195)
영업이익 (조정)	224	162	269	465
영업이익	224	162	269	465
순이자손익	(84)	(60)	(55)	(53)
지분법손익	67	45	46	46
기타	(73)	(76)	(28)	(28)
세전계속사업손익	134	71	232	430
법인세비용	(8)	(16)	(52)	(97)
당기순이익	126	55	180	333
당기순이익 (지배주주지분)	130	67	175	322
EPS (지배주주지분, 원)	4,644	2,393	6,278	11,553

증가율 & 마진 (%)	2012E	2013E	2014E	2015E
매출액 증가율	(8.9)	(7.8)	14.2	12.4
매출총이익 증가율	(61.5)	(15.3)	32.3	46.1
영업이익 증가율	(73.3)	(27.6)	66.2	72.6
당기순이익 증가율	(74.4)	(48.5)	162.3	84.0
EPS 증가율	(74.4)	(48.5)	162.3	84.0
매출총이익율	6.9	6.3	7.3	9.5
영업이익률	3.8	3.0	4.4	6.7
당기순이익률	2.2	1.2	2.8	4.6

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
영업현금	245	154	73	213
당기순이익	126	55	180	333
유무형자산상각비	160	170	203	211
기타	24	9	(231)	(228)
운전자본증감	(64)	(80)	(79)	(103)
투자현금	(374)	(238)	(200)	(157)
자본적지출	(368)	(218)	(178)	(136)
기타	(5)	(20)	(21)	(21)
재무현금	(132)	(55)	129	64
배당금	(56)	(134)	(67)	(84)
자본의증가 (감소)				
부채의증가 (감소)	(76)	72	196	147
기초현금	505	246	106	109
기말현금	246	106	109	229

자료: 금호석유화학, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
유동자산	1,490	1,519	1,685	1,994
현금및현금성자산	246	106	109	229
단기금융자산	21	20	19	19
매출채권	636	766	863	970
재고자산	567	607	674	756
기타유동자산	19	20	20	20
비유동자산	2,921	2,965	3,041	3,088
유형자산	2,130	2,189	2,170	2,102
투자자산	707	671	739	815
기타비유동자산	84	105	131	171
자산총계	4,411	4,483	4,726	5,082
유동부채	1,438	1,445	1,501	1,561
매입채무	469	605	690	776
단기금융부채	882	738	701	666
기타유동부채	87	102	110	119
비유동부채	1,314	1,481	1,559	1,616
장기금융부채	1,211	1,372	1,485	1,607
기타비유동부채	103	110	75	9
부채총계	2,752	2,926	3,060	3,178
지배주주지분	1,548	1,445	1,553	1,792
비지배주주지분	111	112	113	113
자본총계	1,658	1,558	1,666	1,905
BVPS (원)	55,474	51,797	55,674	64,227

주요투자지표

12 월 결산	2012E	2013E	2014E	2015E
자기자본이익률 (%)	8.7	4.5	11.7	19.3
총자산이익률 (%)	2.8	1.2	3.9	6.8
재고자산 보유기간 (일)	38.3	42.2	40.7	41.5
매출채권 회수기간 (일)	48.3	47.2	48.0	48.1
매입채무 결제기간 (일)	37.7	38.6	41.2	42.5
순차입금/자기자본 (%)	110	127	123	106
이자보상배율 (x)	2.7	2.7	4.9	8.8

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 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.

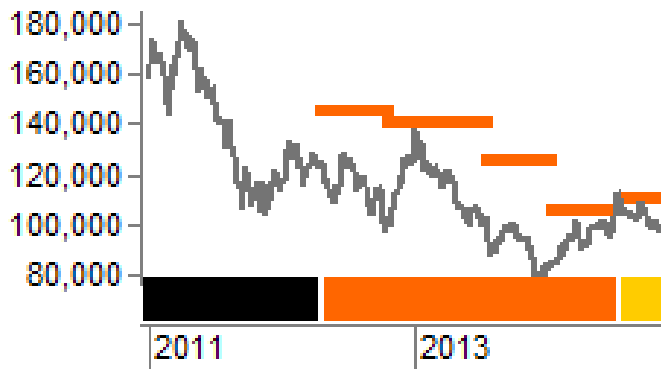
작성 자 : 권영배, 심은솔

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

Target Price and Recommendation Chart

Stock Price & Target Price Trend ■ Stock Price ■ Target Price

■ B - Buy ■ H - Hold ■ R - Reduce



Korea Kumho Petrochemical (011780 KS)

Date	Recommendation	12M target price
2013-02-18	BUY (Initiate)	140,000
2013-04-09	BUY	140,000
2013-04-11	BUY	140,000
2013-05-27	BUY	125,000 (Down)
2013-05-29	BUY	125,000
2013-07-04	BUY	125,000
2013-07-11	BUY	105,000 (Down)
2013-07-18	BUY	105,000
2013-09-30	BUY	105,000
2013-10-10	BUY	105,000
2013-10-21	HOLD	110,000 (Up)
2013-12-19	HOLD	100,000 (Down)