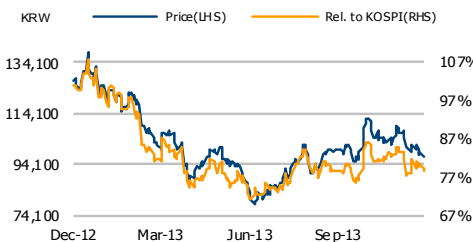


Company update / Target price lowered

Korea / Refining & Petrochemical				
6 February 2014				HOLD
목표주가		85,000 원		
현재주가 (5 Feb 14)		88,000 원		
Upside/downside(%)		(3.4)		
KOSPI		1891.32		
시가총액 (십억원)		2,681		
52 주 최저/최고		77,000 - 123,500		
일평균거래대금 (십억원)		14.56		
외국인 지분율 (%)		9.01		
Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15
매출액 (십억원)	5,884	5,109	5,400	6,041
영업이익 (십억원)	224	134	202	377
당기순이익 (십억원)	126.1	(51.3)	128.0	265.3
수정순이익 (십억원)	129.6	(18.2)	126.0	254.3
EPS (원)	4,644	(653)	4,515	9,116
EPS 성장률 (%)	(74.4)	(114.1)	(790.9)	101.9
P/E (x)	28.1	(145.7)	19.5	9.7
EV/EBITDA (x)	15.1	15.8	11.7	8.1
배당수익률 (%)	1.5	1.6	1.7	1.7
P/B (x)	2.4	1.9	1.7	1.5
ROE (%)	8.7	(1.2)	8.9	16.4
순차입금/자기자본 (%)	110.1	127.9	132.4	116.4
Performance				



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(3.8)	(14.6)	(26.7)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(1.0)	(8.5)	(24.3)

권영배, CFA, Analyst
3774 6012 yb.kwon@miraeeasset.com
심은솔
3774 3824 esshim@miraeeasset.com

금호석유화학 (011780 KS)

Not yet

Event

금호석유화학 4Q13 실적 발표, 순이익 예상치 큰 폭 하회

금호석유화학은 전일 4Q13 실적을 발표함. 연결영업이익 -177 억원 및 지배주주순이익 -842 억원은 우리의 예상을 크게 하회함.

Figure 1 4Q13 실적 리뷰(K-IFRS 연결 기준)

(KRW bn, %, ppt)	4Q12	3Q13	4Q13P	QoQ	YoY	Mirae	Diff	Consen	Diff
Sales	1,245	1,188	1,121	(5.6)	(10.0)	1,434	(21.8)	1,161	(3.4)
Operating profit	31	(2)	(18)	N/A	T.R	10	N/A	(4)	N/A
Net profit	(21)	6	(84)	N/A	T.R	3	N/A	(16)	N/A
Operating margin	2.5	(0.1)	(1.6)	(1.5)	(4.0)	0.7	(2.3)	(0.3)	(1.2)
Net margin	(1.7)	0.5	(7.5)	(8.0)	(5.8)	0.2	(7.7)	(1.4)	(6.1)

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Impact

4Q13 Review: 영업이익 -177 억원, 지배주주순이익 -842 억원

금호석유화학의 4Q13 연결영업이익은 -177 억원으로 전분기에 이어 영업손실이 지속되었음. 합성고무 업황 부진으로 합성고무 마진이 낮게 유지되었고 (SBR-BD/SM: US\$445/MT vs 3Q13 평균 US\$490/MT), 벤젠 가격 강세로 페놀/유도체 부문에서 의미 있는 회복을 보이지 못한 것이 주 원인임. 주요 영업 외 손실은 해외자회사관련 손실 900 억원(세전)을 포함함. 대규모의 영업외 손실로 지배주주순이익은 -842 억원을 기록. 이로 인해 2014F BPS는 6% 감소함.

합성고무 마진 회복 지연될 것

합성고무 생산설비는 2012년 이후 약 16% 증가한 것으로 추정됨. 또한 역대 중요 수입 국가였던 인도는 최근 인도 최초의 합성고무 공장을 본격 가동함. 타이어 수요 회복에 대한 기대가 있으나, 우리는 이러한 수요 회복이 잉여설비의 가동률이 충분히 높일 만큼 강할 것으로 기대하지 않음. 따라서 2014년에는 과거와(2010~2011년) 같은 합성고무 마진 상승을 기대하기는 어려움. 중국의 공격적인 페놀/BPA 증설 증가와 벤젠(페놀 등의 원재료) 가격 상승으로 금호석유화학의 페놀 및 유도체 부문의 수익성은 당분간 낮게 유지될 것. 현재 SBR-BD/SM 스프레드는 US\$415/MT 임.

2014F 영업이익 2,020 억원 전망

우리는 금호석유화학의 2014년 영업이익(연결기준)을 2,020 억원으로 전망하며, 당기 순이익(지배주주지분)은 1,260 억원을 기록할 것으로 예상함. 한편, 회사는 전일 2014년 영업이익 전망치를 3,200 억원(영업이익률 6.7%, 페놀부문 제외)으로 제시하였고, 이는 Bloomberg 컨센서스 영업이익추정치인 3,017 억원을 상회함. 1) 과거 10년 평균 영업이익률이 6.9%인 것과 2) 현재 합성고무 상황이 의미 있는 회복을 보이고 있지 못하다는 점을 감안하면, 회사의 영업이익 전망치는 충분히 긍정적이라고 판단함.

Action and recommendation

목표주가 85,000 만원으로 하향, 투자 의견 중립 유지

금호석유화학의 목표주가를 85,000 원(지속가능 ROE 16.0%, 자기자본비용 11.0%, 영구성장률 3.0% 가정)으로 낮추고 투자 의견 중립을 유지함. 우리는 여전히 합성고무 과잉설비의 부담이 남아있으며, 이를 해소할 만큼 수요 회복이 강할 가능성은 낮다고 판단함. 금호석유화학 주식은 현재 2014F P/B 1.7 배, 2014F P/E 19.5 배에 거래 중임.

Figure 2 Key earnings revision

(KRW bn, %, ppt)	2014F			2015F		
	New	Previous	%chg	New	Previous	%chg
Sales	5,400	6,191	(12.8)	6,041	6,956	(13.2)
Operating profit	202	269	(25.0)	377	465	(18.9)
Net profit	126	175	(28.1)	254	322	(21.1)
EPS	4,515	6,278	(28.1)	9,116	11,553	(21.1)
BPS	52,066	55,674	(6.5)	59,380	64,227	(7.5)
Operating margin	3.7	4.4	(0.6)	6.2	6.7	(0.4)
Net margin	2.3	2.8	(0.5)	4.2	4.6	(0.4)

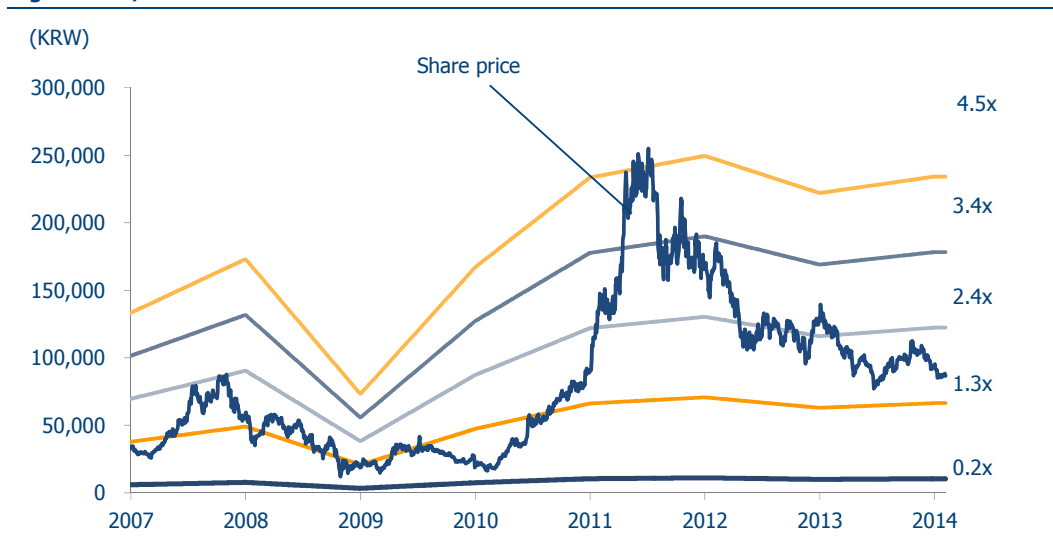
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 Target price calculation

Target price calculation	
Long-term ROE (%)	16.0
Cost of equity (%)	11.0
Terminal growth (%)	3.0
Target P/B (x)	1.6
2014F BPS (KRW)	52,066
Target price (KRW)	85,000

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 P/B band chart



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 SBR-BD/SM spread



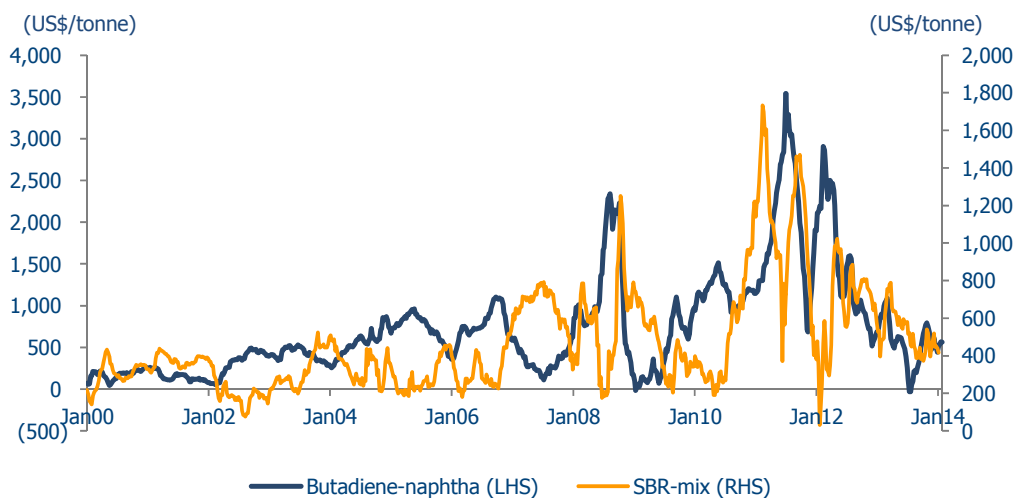
자료: Datastream, Cischem, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 SBR price



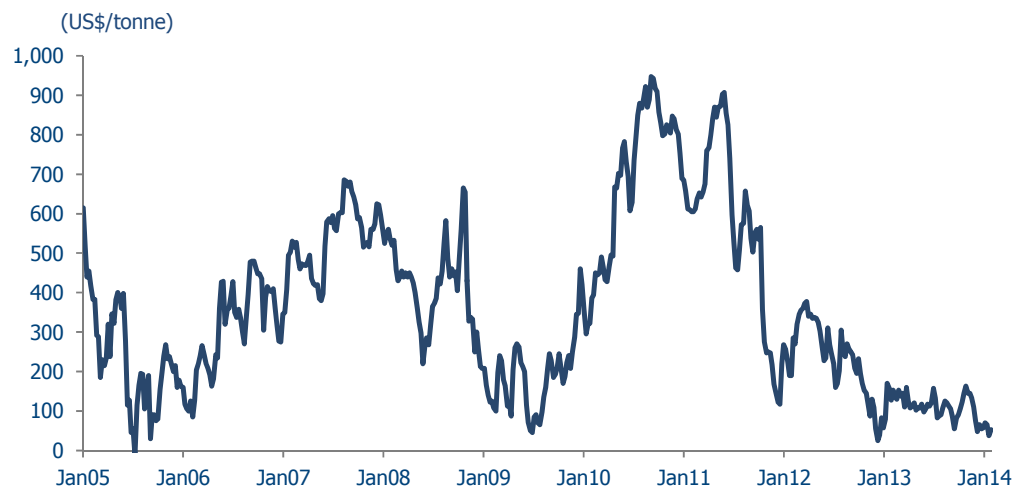
자료: Datastream, Cischem, 미래에셋증권 리서치센터

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 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	380,000	300,000	85,000	30,000	27,000
Current price (5 Feb, KRW)		129,000	66,500	49,800	250,000	203,500	88,000	19,000	22,500
Upside (%)		39.5	50.4	30.5	52.0	47.4	(3.4)	57.9	20.0
Target PB (x)		1.0	1.9	0.9	2.1	1.5	1.6	1.0	2.3
Long-term ROE (%)		9.5	16.3	10.1	14.7	12.5	16.0	9.7	16.5
Cost of equity (%)		9.4	10.0	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	66,815	31,476	9,731	23,165	16,478	5,109	7,886	837
	2014F	66,103	33,870	10,579	24,040	17,840	5,400	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	1,440	501	639	1,809	498	134	149	72
	2014F	1,905	1,312	769	2,143	847	202	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	895	402	456	1,375	400	(18)	50	60
	2014F	1,343	991	628	1,611	640	126	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	2.2	1.6	6.6	7.8	3.0	2.6	1.9	8.6
	2014F	2.9	3.9	7.3	8.9	4.8	3.7	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	2.6	3.2	4.1	7.5	3.6	(0.4)	0.4	7.6
	2014F	3.7	7.7	4.8	8.5	5.4	2.9	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	14.8	5.5	8.7	0.7	11.6
	2013F	5.7	7.4	7.0	12.8	6.4	(1.2)	1.2	13.0
	2014F	8.2	17.1	9.2	13.6	9.5	8.9	6.5	18.3
Div yield (%)	2011	2.0	4.8	2.7	1.3	0.6	1.2	1.8	3.1
	2012	1.8	2.5	1.9	1.2	0.4	1.5	1.4	3.1
	2013F	2.5	4.1	2.7	1.6	0.5	1.7	1.1	3.1
	2014F	2.7	6.0	3.4	1.8	0.8	1.7	2.1	4.4
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	(24.5)	(31.4)	(7.7)	(8.0)	23.2	0.0	68.7	14.6
	2014F	50.1	146.8	37.8	17.0	59.9	0.0	441.4	50.4
P/E (x)	2011	4.2	9.8	6.2	10.9	9.7	9.2	13.7	17.2
	2012	13.8	20.7	13.8	16.2	25.9	28.1	87.7	17.6
	2013F	13.5	21.5	10.3	13.4	17.4	(134.7)	53.8	15.4
	2014F	9.0	7.8	7.5	11.4	10.9	19.5	9.9	10.2
adj. P/B (x)	2011	0.9	2.2	0.1	2.4	1.7	3.2	0.8	2.1
	2012	1.1	2.3	1.1	2.3	1.4	2.4	0.6	2.0
	2013F	0.8	1.6	0.7	1.6	1.1	1.8	0.7	2.0
	2014F	0.7	1.3	0.7	1.5	1.0	1.7	0.6	1.8
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	169,961	46,900	69,659	151,653	188,037	49,351	28,651	11,258
	2014F	180,790	52,701	75,349	169,048	205,119	52,066	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	9,549	3,444	4,817	18,705	11,681	(653)	353	1,462
	2014F	14,330	8,501	6,636	21,882	18,682	4,515	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	1,500	200	700
	2014F	3,500	4,000	1,700	4,500	1,600	1,500	400	1,000

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
매출액	5,884	5,109	5,400	6,041
매출원가	(5,481)	(4,797)	(5,019)	(5,473)
매출총이익	403	312	380	568
판매비와관리비	(179)	(178)	(178)	(191)
영업이익 (조정)	224	134	202	377
영업이익	224	134	202	377
순이자손익	(84)	(60)	(55)	(55)
지분법손익	67	45	46	46
기타	(73)	(192)	(27)	(25)
세전계속사업손익	134	(73)	165	342
법인세비용	(8)	21	(37)	(77)
당기순이익	126	(51)	128	265
당기순이익 (지배주주지분)	130	(18)	126	254
EPS (지배주주지분, 원)	4,644	(653)	4,515	9,116

증가율 & 마진 (%)	2012E	2013E	2014E	2015E
매출액 증가율	(8.9)	(13.2)	5.7	11.9
매출총이익 증가율	(61.5)	(22.6)	21.9	49.2
영업이익 증가율	(73.3)	(40.0)	50.5	86.7
당기순이익 증가율	(74.4)	(114.1)	(790.9)	101.9
EPS 증가율	(74.4)	(114.1)	(790.9)	101.9
매출총이익률	6.9	6.1	7.0	9.4
영업이익률	3.8	2.6	3.7	6.2
당기순이익률	2.2	(0.4)	2.3	4.2

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
영업현금	245	215	(37)	161
당기순이익	126	(51)	128	265
유무형자산상각비	160	170	203	211
기타	24	9	(231)	(228)
운전자본증감	(64)	87	(137)	(87)
투자현금	(374)	(238)	(200)	(157)
자본적지출	(368)	(218)	(178)	(136)
기타	(5)	(20)	(21)	(21)
재무현금	(132)	(38)	146	97
배당금	(56)	(117)	(50)	(50)
자본의증가 (감소)				
부채의증가 (감소)	(76)	72	196	147
기초현금	505	246	184	93
기말현금	246	184	93	194

자료: 금호석유화학, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
유동자산	1,490	1,297	1,470	1,732
현금및현금성자산	246	184	93	194
단기금융자산	21	20	19	19
매출채권	636	599	751	842
재고자산	567	475	586	656
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	4,261	4,511	4,820
유동부채	1,438	1,313	1,401	1,425
매입채무	469	473	600	674
단기금융부채	882	738	701	666
기타유동부채	87	102	100	85
비유동부채	1,314	1,460	1,545	1,626
장기금융부채	1,211	1,372	1,485	1,607
기타비유동부채	103	88	60	19
부채총계	2,752	2,772	2,946	3,050
지배주주지분	1,548	1,377	1,453	1,657
비지배주주지분	111	112	113	113
자본총계	1,658	1,489	1,565	1,769
BVPS (원)	55,474	49,351	52,066	59,380

주요투자지표

12 월 결산	2012E	2013E	2014E	2015E
자기자본이익률 (%)	8.7	(1.2)	8.9	16.4
총자산이익률 (%)	2.8	(1.2)	2.9	5.7
재고자산 보유기간 (일)	38.3	39.6	38.6	41.4
매출채권 회수기간 (일)	48.3	44.1	45.6	48.1
매입채무 결제기간 (일)	37.7	35.9	39.0	42.5
순차입금/자기자본 (%)	110	128	132	116
이자보상배율 (x)	2.7	2.2	3.6	6.8

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

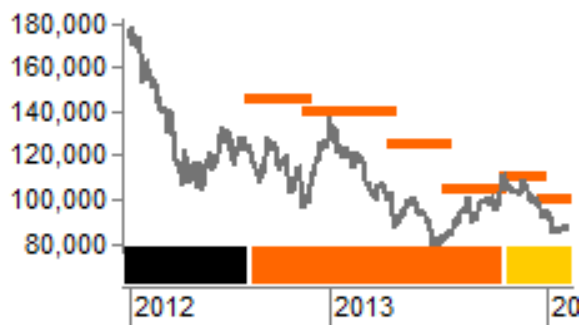
본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.

작 성 자 : 권영배, 심은솔

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수	수량	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



금호석유화학 (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)
2014-02-06	HOLD	85,000 (Down)