

Earnings preview

Korea / Refining & Petrochemical

30 May 2013

BUY

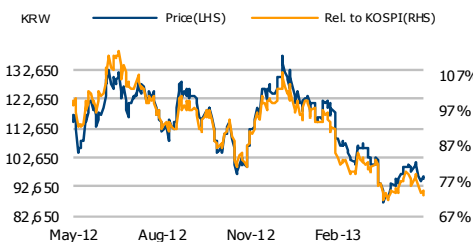
목표주가 **125,000 원**
현재주가(29 May 13) **95,500 원**

Upside/downside(%) 30.9
KOSPI 2001.2
시가총액 (십억원) 2,910
52 주 최저/최고 85,500 - 140,000
일평균거래대금 (십억원) 15.66
외국인 지분율 (%) 10.8

Forecast earning & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	66,457	5,884	5,843	6,735
영업이익 (십억원)	839.0	223.8	396.0	617.9
당기순이익 (십억원)	543.8	126.1	243.3	429.4
수정순이익 (십억원)	505.6	129.6	244.2	430.0
EPS (원)	18,124	4,644	8,752	15,414
EPS 성장률 (%)	(12.1)	(74.4)	88.5	76.1
P/E (x)	9.2	28.1	10.9	6.2
EV/EBITDA (x)	6.9	15.1	8.3	5.4
배당수익률 (%)	1.2	1.5	2.1	2.3
P/B (x)	3.2	2.4	1.6	1.3
ROE (%)	44.0	8.7	15.1	23.1
순차입금/자기자본 (%)	113.3	110.1	101.2	72.6

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	3.2	(12.8)	(18.4)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	0.1	(11.5)	(26.6)

권영배, CFA, Analyst

3774 6012 yb.kwon@miraeasset.com

홍우태

3774 1478 wthong@miraeasset.com

금호석유화학 (011780 KS)

꾸준한 회복

금호석유화학의 2분기 영업이익은 전분기 대비 소폭(10%) 증가할 것으로 전망됨. 2분기, 예상보다 부진한 합성고무 수요에도 불구하고, 1) 원재료 가격 하락으로 인해 스프레드가 견조하게 유지되었고, 2) 일부 합성고무 업체의 정기보수가 있었기 때문. 6월 이후 중국의 합성고무 (SBR/BR) 설비 재가동이 예정되어 있어, 합성고무 시장의 빠른 회복을 기대하기는 어려움. 하지만, 미국의 합성고무 수입량 증가, 하반기 글로벌 거시경제 환경 회복 가능성을 감안하면, 합성고무 시장은 점진적으로 회복될 것. 금호석유화학에 대해 매수 투자 의견과 목표주가 125,000 원 을 유지.

2분기 저조한 합성고무 시장 지속

2분기(2013년 5월 20일 기준) 평균 SBR 가격은 US\$2,125/톤으로 1Q13 평균 US\$2,159/톤 대비 2% 하락함. 주요 원재료인 부타디엔 가격이 하락하여 SBR 스프레드(BD, SM mix 대비)는 4-5월 평균 US\$644/톤으로 1분기 평균 US\$605/톤 대비 US\$39/톤 개선됨. 저조한 합성고무 수요에도 불구하고, 주요 합성고무 업체들의 정기점검으로 인한 생산 감소가 4~5월 가격을 지지했음. 하지만, 여전히 중국의 합성고무 재고 수준이 높은 것으로 알려졌고, 6월 이후 중국의 SBR/BR 설비 (Fushun Petrochemical SBR 20만톤, China Wanda BR 7만톤) 재가동이 예정되어 있어 공급 부담은 지속될 가능성이 높음. 천연고무 가격 하락도 합성고무 시장 개선에 부담요인.

2Q 영업이익 855억원 전망 (+10% QoQ)

금호석유화학의 2분기 합성고무 부문 영업이익은 1분기 대비 소폭 증가할 것으로 전망됨. 원재료인 SM 가격 강세는 지속되었으나 (4-5월 SM 가격 평균 US\$1,640/톤 vs. 1분기 평균 US\$1,687/톤) 부타디엔 가격이 하락해 (4-5월 부타디엔 가격 평균 US\$1,435/톤 vs. 1분기 평균 US\$1,856/톤) 원재료 비용 절감 예상. 최근 BR 가동률도 100% 가까이 상승한 것으로 알려져 있으며, 이는 정기보수 후 재고확충 수요에 기인함. 열병합 에너지 부문은 계절적 수요 감소가 예상됨.

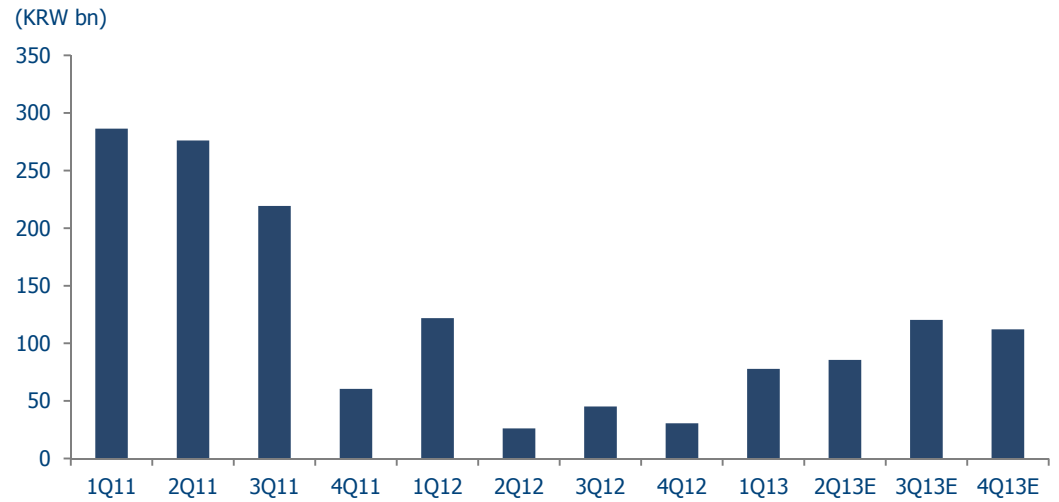
하반기 합성고무 시장 개선 전망

당사 매크로팀은 미국, 유럽, 중국 등 글로벌 거시경제 환경은 하반기로 갈수록 회복될 것으로 전망함. 한국의 수출 비중이 높은 중국은 3분기 GDP 성장률 추정치는 2분기와 동일한 7.5% YoY 이나 4분기에는 7.9% YoY 로 개선될 전망. 실제로 미국, 유럽, 중국, 인도 등 주요 시장의 자동차판매 증가율은 4월 들어 점진적인 회복세를 보이고 있음. 또한 지역간 공급 불균형과 엔화 약세로 아시아 합성고무 업체들의 대미국 수출이 증가하고 있어, 하반기 아시아지역 재고 정상화는 예상보다 빠르게 이루어질 수 있음.

투자 의견 매수, 목표주가 125,000 원 유지

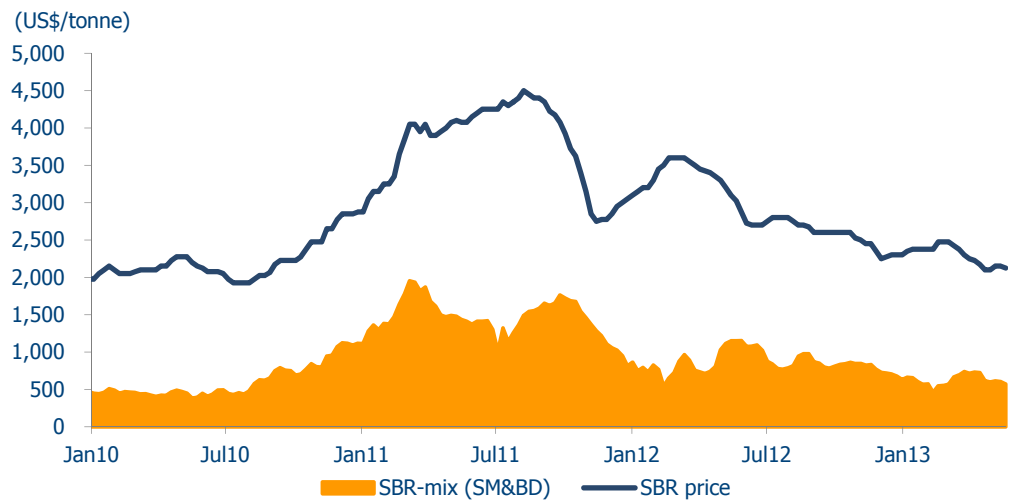
예상보다 부진한 합성고무 시장에도 불구하고, 금호석유화학의 2분기 영업이익은 견조할 것으로 전망됨. 하반기에는 글로벌 매크로 환경 회복으로 인한 타이어 수요 개선이 기대되어, 합성고무 재고 정상화 및 수익성 회복을 전망함. 하반기 금호석유화학의 영업이익은 상반기 대비 42% 증가할 것이며 연간 실적의 추가적인 하향 조정은 제한적임. 금호석유화학에 대해 매수 투자 의견 및 목표주가 125,000 원 유지. 동사 주식은 현재 2013F P/B 1.6 배에 거래 중이며 이는 과거 3년 평균 대비 -1SD 에 근접한 수준임 (과거 3년 평균 P/B 2.4 배).

Figure 1 분기별 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 SBR 가격과 SBR-mix (BD&SM) 스프레드



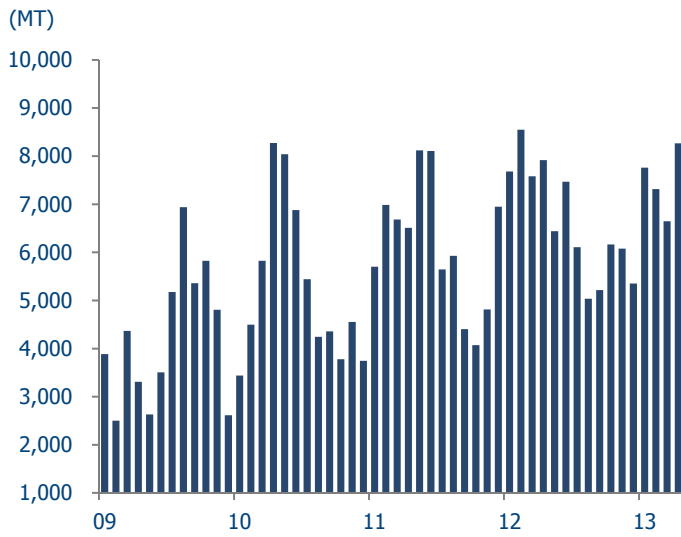
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 합성고무 vs. 천연고무



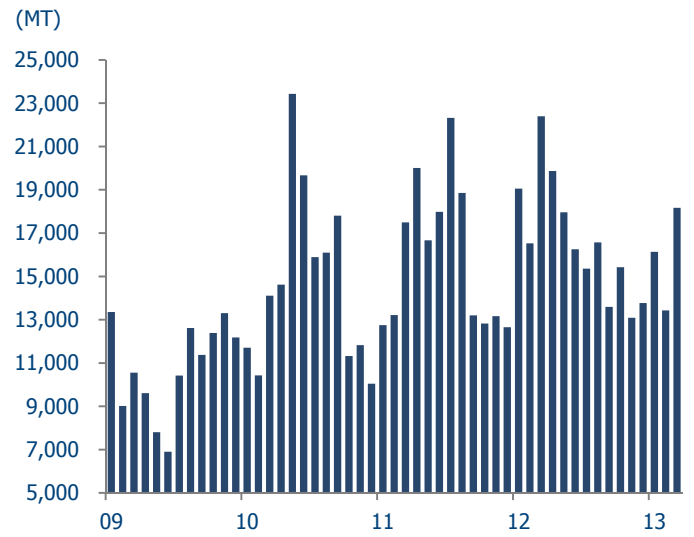
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 한국의 미국향 합성고무 수출량 추이



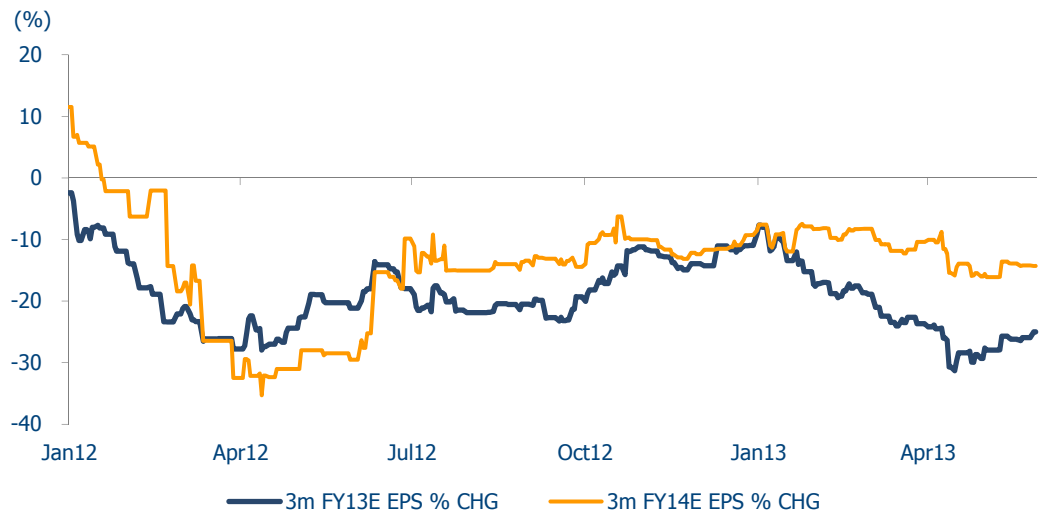
자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 미국의 아시아 합성고무 수입량 추이



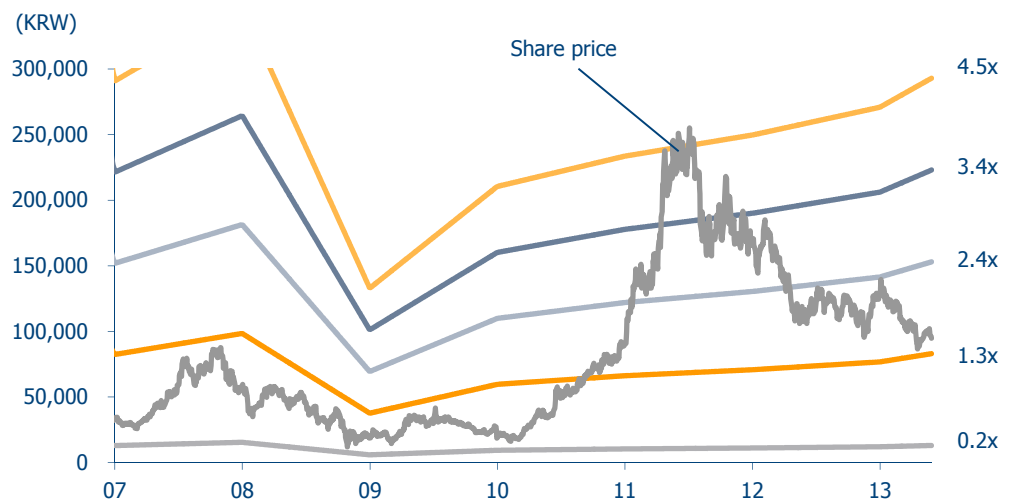
자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 컨센서스 이익추정치 변경 추이 (3개월)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 12M Fwd P/B 밴드 차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 Peer group comparison 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	BUY	HOLD	BUY
Target price (KRW)		190,000	120,000	70,000	300,000	220,000	125,000	17,000	30,000
Current price (28 May, KRW)		144,500	87,500	55,000	259,000	164,000	95,500	17,950	22,300
Upside (%)		31.5	37.1	27.3	15.8	34.1	30.9	-5.3	34.5
Target PB (x)		1.1	2.3	0.8	1.9	1.2	2.1	0.6	2.5
Long-term ROE (%)		12.3	20.0	9.9	14.3	13.0	22.5	7.8	18.0
Cost of equity (%)		11.5	10.5	11.3	9.0	11.5	12.5	11.0	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	72,117	35,316	11,796	24,059	16,799	5,841	7,315	887
	2014F	76,067	36,788	12,904	25,719	18,247	6,735	7,739	1,003
Operating profit	2011	2,842	1,634	930	2,835	1,491	842	326	56
(KRW bn)	2012	1,699	782	684	1,910	372	224	5	66
	2013F	1,801	1,477	699	1,829	571	407	133	90
	2014F	2,357	1,717	884	2,131	928	632	298	119
Net income	2011	3,169	1,191	774	2,138	978	506	254	54
(KRW bn)	2012	1,185	585	494	1,494	315	130	30	52
	2013F	1,306	1,128	592	1,374	446	238	95	70
	2014F	1,728	1,311	774	1,603	726	412	322	93
OPM (%)	2011	4.2	5.1	11.0	12.5	9.5	13.0	4.1	9.9
	2012	2.3	2.3	7.0	8.2	2.3	3.8	0.1	9.4
	2013F	2.5	4.2	5.9	7.6	3.4	7.0	1.8	10.2
	2014F	3.1	4.7	6.8	8.3	5.1	9.4	3.8	11.9
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	3.8	8.9	4.9	8.0	4.1	5.1	0.7	8.9
	2014F	4.7	10.0	5.6	8.8	6.1	7.8	2.2	10.6
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	8.2	19.7	9.0	12.2	7.1	14.8	2.3	14.6
	2014F	10.2	20.3	10.8	12.8	10.7	22.3	7.6	17.6
Div yield (%)	2011	1.9	5.5	2.5	1.5	1.1	2.1	2.5	3.1
	2012	2.2	3.0	2.5	1.5	0.6	2.1	1.4	3.1
	2013F	2.4	5.7	3.1	1.5	0.7	2.1	2.2	4.0
	2014F	2.8	6.3	3.6	1.7	0.9	2.3	2.5	4.9
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	10.2	92.8	19.8	(8.1)	37.4	84.0	220.7	34.1
	2014F	32.3	16.2	30.9	16.7	62.7	72.8	239.3	32.5
P/E (x)	2011	4.3	8.6	6.7	8.9	5.3	5.3	10.0	17.0
	2012	11.4	17.4	10.5	12.7	17.3	20.6	85.8	17.5
	2013F	10.4	9.0	8.8	13.9	12.6	11.2	26.8	13.0
	2014F	7.8	7.8	6.7	11.9	7.7	6.5	7.9	9.8
adj. P/B (x)	2011	0.9	2.0	0.9	2.0	0.8	1.8	0.6	2.1
	2012	0.9	1.9	0.8	1.8	0.9	1.7	0.6	2.0
	2013F	0.8	1.7	0.8	1.6	0.9	1.6	0.6	1.8
	2014F	0.8	1.5	0.7	1.5	0.8	1.3	0.6	1.6
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	174,457	52,317	72,360	159,139	188,228	60,182	29,217	12,198
	2014F	188,898	58,410	79,446	176,557	208,021	72,304	31,066	13,564
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	13,934	9,678	6,249	18,687	13,024	8,544	671	1,711
	2014F	18,441	11,243	8,179	21,805	21,186	14,763	2,276	2,266
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	3,500	5,000	1,700	4,000	1,200	2,000	400	900
	2014F	4,000	5,500	2,000	4,500	1,500	2,200	450	1,100

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013E	2014E
매출액	6,457	5,884	5,843	6,735
매출원가	(5,410)	(5,481)	(5,272)	(5,937)
매출총이익	1,047	403	570	798
판매비와관리비	(208)	(179)	(174)	(180)
영업이익 (조정)	839	224	307	396
영업이익	839	224	396	618
순이자손익	(126)	(84)	(71)	(71)
지분법손익	73	67	51	51
기타	(27)	(73)	(58)	(43)
세전계속사업손익	758	134	318	554
법인세비용	(215)	(8)	(75)	(125)
당기순이익	544	126	243	429
당기순이익 (지배주주지분)	506	130	244	430
EPS (지배주주지분, 원)	18,124	4,644	8,752	15,414

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012A	2013E	2014E
매출액 증가율	12.9	(8.9)	(0.7)	15.3
매출총이익 증가율	7.8	(61.5)	41.5	39.9
영업이익 증가율	28.3	(73.3)	76.9	56.1
당기순이익 증가율	7.3	(74.4)	88.5	76.1
EPS 증가율	(12.1)	(74.4)	88.5	76.1
매출총이익율	16.2	6.9	9.8	11.9
영업이익률	13.0	3.8	6.8	9.2
당기순이익률	7.8	2.2	4.2	6.4

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013E	2014E
영업현금	668	245	223	478
당기순이익	544	126	243	429
유무형자산상각비	155	160	171	203
기타	167	24	(89)	(76)
운전자본증감	(197)	(64)	(101)	(78)
투자현금	(245)	(374)	(281)	(211)
자본적지출	(291)	(368)	(271)	(200)
기타	46	(5)	(10)	(11)
재무현금	(69)	(132)	127	92
배당금	(23)	(56)	(67)	(74)
자본의증가 (감소)				
부채의증가 (감소)	(51)	(76)	194	166
기초현금	151	505	246	316
기말현금	505	246	316	676

자료: 금호석유화학, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013E	2014E
유동자산	2,058	1,490	1,882	2,484
현금및현금성자산	505	246	316	676
단기금융자산	33	21	33	34
매출채권	920	636	823	958
재고자산	582	567	689	796
기타유동자산	18	19	20	20
비유동자산	2,656	2,921	3,045	3,075
유형자산	1,922	2,130	2,237	2,240
투자자산	663	707	707	707
기타비유동자산	71	84	101	127
자산총계	4,714	4,411	4,927	5,559
유동부채	2,713	1,438	1,601	1,713
매입채무	661	469	618	721
단기금융부채	1,935	882	882	882
기타유동부채	116	87	101	110
비유동부채	444	1,314	1,530	1,692
장기금융부채	367	1,211	1,286	1,392
기타비유동부채	77	103	244	301
부채총계	3,157	2,752	3,131	3,406
지배주주지분	1,448	1,548	1,685	2,041
비지배주주지분	109	111	111	111
자본총계	1,557	1,658	1,796	2,153
BVPS (원)	51,891	55,474	60,390	73,163

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012A	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	44.0	8.7	15.1	23.1
총자산이익률 (%)	11.9	2.8	5.2	8.2
재고자산 보유기간 (일)	37.1	38.3	43.5	45.6
매출채권 회수기간 (일)	43.9	48.3	45.6	48.3
매입채무 결제기간 (일)	43.0	37.7	37.6	41.2
순차입금/자기자본 (%)	113	110	101	72.6
이자보상배율 (x)	6.7	2.7	5.6	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 기관투자가 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		취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가					

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

Target Price and Recommendation Chart

