

# 금호석유(011780)

## 1Q12 preview: 잔바람은 고목(古木)을 못 흔든다

### 매수(유지)

T.P 210,000 원(하향)

#### Analyst

손지우/한승재(RA)

jwshon@sk.com

+82-3773-8827

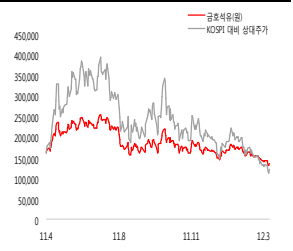
#### Company Data

자본금	1,675 억원
발행주식수	3,349 만주
자사주	559 만주
액면가	5,000 원
시가총액	41,436 억원
주요주주	
박철완	11.96%
박준경	8.59%
외국인지분률	11.00%
배당수익률	1.50%

#### Stock Data

주가(12/04/06)	136,000 원
KOSPI	2029.03 pt
52주 Beta	1.54
52주 최고가	253,000 원
52주 최저가	131,000 원
60일 평균 거래대금	389 억원

#### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-19.63%	-20.13%
6개월	-18.63%	-33.16%
12개월	-16.83%	-12.66%

### 1Q12 영업이익 1,289 억원(YoY -55.0%, QoQ +113.2%) 추정

동사의 QoQ 이익모멘텀은 화학 업종 중 단연 부각됨. QoQ +113.2%, 4Q11 1 회성 손실을 감안하지 않은 약 1,000 억원의 실적 대비로도 29% 증익 추정됨. 호실적의 원인은 전분기 부타디엔 급락 이후 급등(QoQ +53.6%, \$2,178.3/t → \$3,346.3/t)으로 인한 원재료 lagging 효과 반영된 것으로 판단함. 다만 BR(합성고무) 상승폭이 6.7% (\$3,482.6/t → \$3,714.3/t)으로 제한되어 추가 이익 상승분을 마련하지는 못했음.

### 잔바람은 고목(古木)을 흔들지 못한다

당사 리서치센터는 여전히 동사를 차선호주로서 제시함. 연초 이후 4/6 까지 동사의 주가수익률은 -18.8%로서 KOSPI 화학(+4.7%) 및 LG 화학(+13.2%), 호남석유(+9.6%)를 크게 하회하였음. 실적감소에 대한 우려 및 외생변수로서 산업은행의 overhang issue 가 부정적 요인이었음. 그러나 실제 1분기 실적은 동종업계 대비 상회하였고, 2분기 이후 타이어수요회복 기대감 및 성수기 효과를 감안할 때 증익 추세 예상됨. 또한 overhang issue 라는 외생 변수 때문에 부타디엔의 구조적 강세에 따른 수혜가 기대되는 동사의 fundamental 이 외면되어서는 안 된다고 판단함.

### 목표주가 230,000 원 → 210,000 원 하향/ 투자의견 매수 유지

기대에 못 미친 1분기 실적을 반영하여 12년 영업이익을 17.5% 하향함. 이에 의거하여 목표주가를 230,000 원 → 210,000 원으로 하향함. 동 목표주가는 12M fwd EPS 대비 9.5x 에 해당함. 다만 4/6 증가 대비 상승여력 54.4%로서 투자매력 충분하며, 부타디엔 구조적 강세에 따른 수혜요인은 올 해에도 지속될 것임을 주목해야 함.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	200912	201012	201112	201212F	201312F	201412F
매출액	십억원	6,898	5,719	6,457	7,170	7,911	7,451
yoy	%	-4.1	-17.1	12.9	11.0	10.3	-5.8
조정영업이익	십억원	110	654	839	726	882	766
yoy	%	-72.4	492.5	28.3	-13.5	21.5	-13.1
발표영업이익	십억원	110	654	842	726	882	766
EBITDA	십억원	489	833	997	865	1,021	905
세전이익	십억원	-1,229	711	758	680	857	758
순이익(지배주주)	십억원	-624	471	506	479	604	534
발표영업이익률%	%	1.6	11.4	13.0	10.1	11.1	10.3
EBITDA%	%	7.1	14.6	15.4	12.1	12.9	12.1
순이익률	%	-9.0	8.2	7.8	6.7	7.6	7.2
EPS	원	-24,526	18,404	20,078	19,265	24,283	21,480
PER	배	-0.8	4.9	6.8	7.1	5.6	6.3
PBR	배	5.6	3.7	2.6	2.0	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	13.5	5.4	5.7	6.6	5.3	5.6
ROE	%	-80.1	71.9	44.0	28.7	27.6	19.5
순차입금	십억원	6,068	2,093	1,444	1,479	1,160	763
부채비율	%	1,220.5	311.3	202.8	167.9	130.6	106.2

자료 : SK 증권

주) EPS는 계속사업이익으로 계상

금호석유화학 ROE & PBR Valuation

항목			2012E	1Q13E	1Q14E	1Q15E	1Q16E
ROE(지배주주지분)	23.3%	ROE(지배주주지분)	28.7%	27.4%	23.2%	17.2%	15.3%
Terminal Growth	3.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	10.0%	<b>Target ROE</b>	<b>23.3%</b>				
Risk Free Rate	4.0%						
Risk Premium	6.0%						
Beta	1.0						
<b>Target P/B</b>	<b>2.90</b>						
1Q13E BPS(지배주주지분)	73,394						
<b>Target Price</b>	<b>212,950</b>						

자료 : 금호석유화학, SK 증권 추정

금호석유화학 PER Multiple Sensitivity

	2012E	1Q13E	1Q14E	1Q15E	1Q16E
EPS(지배주주지분)	19,265	21,686	23,765	21,140	21,948
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
<b>Weighted EPS</b>	<b>22,019</b>				
<b>1Q13E EPS</b>	<b>21,686</b>				
<b>1Q14E EPS</b>	<b>23,765</b>				

Multiple	7.0	7.5	8.0	8.5	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5
TP by weighted EPS	154,130	165,140	176,149	187,158	198,167	209,177	220,186	231,195	242,205	253,214
TP by 1Q13E EPS	151,799	162,642	173,485	184,328	195,170	206,013	216,856	227,699	238,542	249,384
TP by 1Q14E EPS	166,356	178,239	190,121	202,004	213,886	225,769	237,651	249,534	261,417	273,299

자료 : 금호석유화학, SK 증권 추정

금호석유화학 연간 실적추정 변경내역

(단위 : 십억원)

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
매출액	6,457.4	7,050.7	7,539.0	6,457.4	7,170.1	7,910.9	0.0%	1.7%	4.9%
YoY, %	12.9	9.2	6.9	12.9	11.0	10.3			
발표영업이익	847.6	879.2	985.6	842.2	725.5	881.8	-0.6%	-17.5%	-10.5%
YoY, %	29.6	3.7	12.1	28.8	(13.8)	21.5			
EBITDA	1,009.3	1,046.9	1,153.3	996.7	864.6	1,020.9	-1.2%	-17.4%	-11.5%
YoY, %	21.1	3.7	10.2	19.6	(13.3)	18.1			
순이익	504.1	645.1	750.3	505.6	479.2	604.0	0.3%	-25.7%	-19.5%
YoY, %	7.0	28.0	16.3	7.3	(5.2)	26.0			

자료 : 금호석유화학, SK 증권 추정

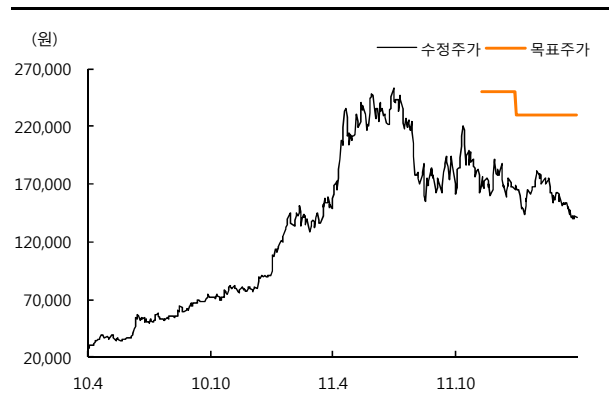
금호석유화학 분기 실적추정 변경내역

(단위 : 십억원)

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
매출액	1,666.3	1,690.0	1,832.1	1,862.3	1,593.8	1,835.8	1,788.7	1,951.8	-4.4%	8.6%	-2.4%	4.8%
YoY, %	4.1	(1.0)	10.3	25.1	(0.4)	7.5	7.7	31.1				
QoQ, %	11.9	1.4	8.4	1.7	7.0	15.2	(2.6)	9.1				
발표영업이익	189.1	214.7	258.6	216.9	128.9	176.9	214.5	205.3	-31.8%	-17.6%	-17.0%	-5.4%
YoY, %	(34.8)	(20.0)	35.8	229.3	(55.0)	(35.9)	(2.2)	239.6				
QoQ, %	187.0	13.6	20.4	(16.1)	113.2	37.3	21.3	(4.3)				
EBITDA	231.0	256.6	300.5	258.8	163.6	211.7	249.3	240.0	-29.1%	-17.5%	-17.0%	-7.2%
YoY, %	(28.9)	(18.6)	15.1	140.1	(49.6)	(32.9)	(4.5)	152.1				
QoQ, %	114.3	11.1	17.1	(13.9)	71.9	29.3	17.8	(3.7)				
순이익	136.0	157.0	191.5	160.6	80.9	115.7	145.1	137.5	-40.5%	-26.3%	-24.2%	-14.4%
YoY, %	(30.7)	(12.3)	112.7	312.9	(58.7)	(35.4)	61.1	240.2				
QoQ, %	249.6	15.5	21.9	(16.1)	100.3	43.0	25.3	(5.2)				

자료 : 금호석유화학, SK 증권 추정

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2012.02.02	매수	230,000
	2012.01.03	매수	230,000
	2011.11.14	매수	250,000



**Compliance Notice**

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2012 년 4 월 8 일 15 시 21 분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 본 보고서의 발간시점에 해당종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

재무상태표

12월 결산(십억원)	201012	201112	201212E	201312E	201412E
<b>비유동자산</b>	2,972	2,656	2,876	3,132	3,365
장기금융자산	568	402	402	402	402
유형자산	2,142	1,922	2,142	2,398	2,632
무형자산	51	35	35	35	35
유동자산	1,423	2,058	2,508	2,870	3,061
<b>현금및현금성자산</b>	210	505	470	790	1,186
매출채권및기타채권	634	920	1,211	1,238	1,112
재고자산	517	582	769	785	707
<b>자산총계</b>	4,395	4,714	5,384	6,002	6,426
<b>비유동부채</b>	1,121	444	444	444	444
장기금융부채	1,086	367	367	367	367
장기매입채무 및 기타채무	11	7	7	7	7
장기충당부채	0	7	7	7	7
<b>유동부채</b>	2,206	2,713	2,919	2,937	2,849
단기금융부채	1,459	1,935	1,935	1,935	1,935
매입채무 및 기타채무	612	661	867	885	797
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	3,327	3,157	3,363	3,381	3,293
<b>지배주주지분</b>	848	1,448	1,893	2,480	2,992
자본금	142	167	167	167	167
자본잉여금	90	265	265	265	265
기타자본구성요소	(62)	(40)	(40)	(40)	(40)
자기주식	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
이익잉여금	447	1,047	1,501	2,087	2,600
비지배주주지분	220	109	109	109	109
<b>자본총계</b>	1,069	1,557	2,003	2,589	3,102
<b>부채외자본총계</b>	4,395	4,714	5,384	6,002	6,426

현금흐름표

12월 결산(십억원)	201012	201112	201212E	201312E	201412E
<b>영업활동현금흐름</b>	541	670	404	841	938
당기순이익(손실)	537	544	510	643	568
비현금성항목등	10	514	228	228	228
유형자산감가상각비	179	155	139	139	139
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	169	(359)	(89)	(89)	(89)
<b>운전자본감소(증가)</b>	(13)	(196)	(334)	(29)	141
매출채권및기타채권의	567	(302)	(280)	(25)	120
재고자산감소(증가)	462	(65)	(187)	(16)	78
매입채무 및 기타채무의	(530)	1	133	12	(57)
기타	0	0	0	0	0
<b>법인세납부</b>	0	215	58	58	58
<b>투자활동현금흐름</b>	(150)	(246)	(359)	(396)	(373)
금융자산감소(증가)	(66)	57	0	0	0
유형자산감소(증가)	(274)	(291)	(359)	(396)	(373)
무형자산감소(증가)	(5)	(4)	0	0	0
기타	195	(8)	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	(312)	(69)	(56)	(56)	(56)
단기금융부채증가(감소)	(948)	(109)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	649	58	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	13	23	56	56	56
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	(20)	354	(35)	319	397
기초현금	228	151	505	470	790
기말현금	208	505	470	790	1,186
<b>FCF</b>	830	304	46	380	459

자료 : 금호석유, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	201012	201112	201212E	201312E	201412E
<b>매출액</b>	5,719	6,457	7,170	7,911	7,451
<b>매출원가</b>	4,747	5,410	6,132	6,684	6,360
<b>매출총이익</b>	971	1,047	1,038	1,227	1,091
매출총이익률 (%)	17.0	16.2	14.5	15.5	14.6
<b>판매비와관리비</b>	317	208	313	345	325
<b>조정영업이익</b>	654	839	726	882	766
조정영업이익률 (%)	11.4	13.0	10.1	11.1	10.3
<b>발표영업이익</b>	654	842	726	882	766
<b>비영업손익</b>	57	(81)	(46)	(25)	(8)
순금융비용	101	80	28	41	64
외환관련손익	1	(19)	0	0	0
관계기업투자등관련손익	141	73	43	51	45
세전계속사업이익	711	758	680	857	758
세전계속사업이익률 (%)	12.4	11.7	9.5	10.8	10.2
<b>계속사업법인세</b>	174	215	170	214	189
<b>계속사업이익</b>	537	544	510	643	568
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	537	544	510	643	568
순이익률 (%)	9.4	8.4	7.1	8.1	7.6
지배주주	471	506	479	604	534
지배주주귀속 순이익률(%)	8.2	7.8	6.7	7.6	7.2
비지배주주	66	38	31	39	34
<b>총포괄이익</b>	537	470	510	643	568
지배주주	0	434	479	604	534
비지배주주	0	37	31	39	34
<b>EBITDA</b>	833	997	865	1,021	905

주요투자지표

12월 결산(십억원)	201012	201112	201212E	201312E	201412E
<b>성장성(%)</b>					
매출액	(17.1)	12.9	11.0	10.3	(5.8)
조정영업이익	492.5	283	(13.5)	21.5	(13.1)
세전계속사업이익	#VALUE!	6.7	(10.4)	26.0	(11.5)
EBITDA	70.4	19.6	(13.3)	18.1	(11.3)
EPS(계속사업)	#VALUE!	9.1	(4.0)	26.0	(11.5)
<b>수익성(%)</b>					
ROE	71.9	44.0	28.7	27.6	19.5
ROA	8.1	11.9	10.1	11.3	9.1
EBITDA마진	14.6	15.4	12.1	12.9	12.1
<b>안정성(%)</b>					
유동비율	64.5	75.9	85.9	97.7	107.4
부채비율	311.3	202.8	167.9	130.6	106.2
순차입금/자기자본	195.8	92.8	73.8	44.8	24.6
EBITDA/이자비용(배)	0.4	0.1	(0.1)	0.2	(0.1)
<b>주당지표(원)</b>					
EPS(계속사업)	18,404	20,078	19,265	24,283	21,480
BPS	24,698	52,042	68,012	89,039	107,408
CFPS	23,669	27,184	24,490	28,691	25,583
주당 현금배당금	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000
<b>Valuation지표(배)</b>					
PER 최고	4.9	6.8	7.1	5.6	6.3
최저					
PBR 최고	3.7	2.6	2.0	1.5	1.3
최저					
PCR	3.8	5.0	5.6	4.7	5.3
EV/EBITDA 최고	5.4	5.7	6.6	5.3	5.6
최저					