

금호석유(011780)

1Q12 review: 외면 되어온 호실적

매수(유지)

T.P 210,000 원(유지)

Analyst

손지우/한승재(RA)

jwshon@sk.com

+82-3773-8827

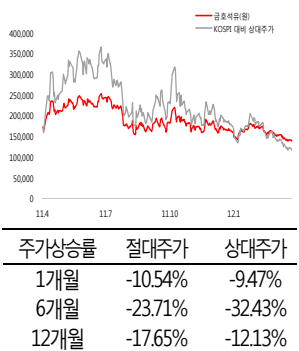
Company Data

자본금	1,675 억원
발행주식수	3,349 만주
자사주	559 만주
액면가	5,000 원
시가총액	42,959 억원
주요주주	
박철완	11.96%
박준경	8.59%
외국인지분률	11.00%
배당수익률	140%

Stock Data

주가(12/04/12)	141,500 원
KOSPI	1986.63 pt
52주 Beta	1.53
52주 최고가	253,000 원
52주 최저가	131,000 원
60일 평균 거래대금	375 억원

주가 및 상대수익률



1Q12 영업이익 1,294 억원(YoY -54.8%, QoQ +114.1%)

당사 리서치센터 기존 추정치 1,289 억원에 사실상 부합함. 전분기대비 +114.1% 의 호실적인데 당시 발생한 1 회성 손실을 감안하지 않은 약 1,000 억원 대비로도 29% 증익됨. 사업부별로는 가장 큰 비중인 합성고무가 8% 중반 대의 견조한 이익을 시현 하였고, 그 외 합성수지/금호피엔비 또한 BEP 에 근접하였던 4Q11 을 상회한 것으로 판단됨. 에너지 사업부 역시 견조한 이익 추이를 이어가면서 호실적에 기여하였음.

2Q12 영업이익 1,791 억원(YoY -35.1%, QoQ +38.4%) 추정

2Q12 영업이익은 1 분기의 증익 추세를 이어갈 수 있을 것으로 판단함. 기본적인 이유로는 1) 합성고무의 경우 성수기 진입과 함께 중국의 타이어수요 회복 추세 또한 기대할 수 있고, 2) 부타디엔의 구조적 강세는 타이어 수요 회복 시 합성고무 가격 상승의 근거를 마련해줄 수 있으며, 3) 합성수지/금호피엔비 또한 하절기 성수기 진입 및 올림픽에 대한 기대감을 가질 수 있기 때문임.

목표주가 210,000 원 및 투자 의견 매수 유지

기존 추정치와 부합한 만큼 연간 추정치 큰 변동 없었음. 따라서 목표주가 210,000 원 및 투자 의견 매수 유지. 당사는 1Q12 호실적이 예상되었고 실제 시현하였음에도 불구하고 연초 이후 15.5% 주가 하락함. KOSPI 화학 +4.8%, LG 화학 +16.1%, 호남석유 +12.6% 대비 과도한 underperform 으로 판단함. 현 주가는 12년 fwd P/E 7.3x 불과하며 목표주가 대비 상승여력도 48.4%로 투자 매력 뛰어남. 차선호주 의견 유지함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	200912	201012	201112	201212F	201312F	201412F
매출액	십억원	6,897.6	5,718.5	6,457.4	7,317.9	8,083.5	7,617.3
yoy	%	(41)	(171)	129	133	105	(58)
조정영업이익	십억원	110.4	653.9	839.0	734.0	895.0	777.4
yoy	%	(724)	492.5	28.3	(12.5)	21.9	(13.1)
발표영업이익	십억원	110.4	653.9	842.2	734.0	895.0	777.4
EBITDA	십억원	489.1	833.3	996.7	873.1	1,034.1	916.5
세전이익	십억원	(1,229.1)	710.9	758.4	686.5	867.5	766.0
순이익(지배주주)	십억원	(623.6)	471.1	505.6	484.0	611.6	540.1
발표영업이익률	%	1.6	11.4	13.0	10.0	11.1	10.2
EBITDA%	%	7.1	14.6	15.4	11.9	12.8	12.0
순이익률	%	(17.8)	12.4	11.7	9.4	10.7	10.1
EPS	원	(24,526)	18,404	20,078	19,457	24,586	21,711
PER	배	(0.8)	4.9	7.0	7.3	5.8	6.5
PBR	배	5.6	3.7	2.7	2.1	1.6	1.3
EV/EBITDA	배	13.5	5.4	5.9	6.8	5.5	5.7
ROE	%	(80.1)	71.9	44.0	28.9	27.9	19.6
순차입금	십억원	6,068	2,093	1,444	1,525	1,221	823
부채비율	%	1,220.5	311.3	202.8	168.4	130.7	106.1

자료 : SK 증권

주) EPS 는 계속사업이익으로 계상.

Q&A Summary

부탄/부텐을 이용한 BD 제조
파일럿 설비 가동 현황은?

결론: '12.2 월초 pilot plant 완성, 현재 시험생산 중,
- '15 년 15 만톤의 BD 가 부탄/부텐을 이용해서 생산 가능할 것으로 예상
- 부탄/부텐을 이용한 BD 생산 시험 가동 중
- 현재 수출 확보 위해 engineering test 중에 있음

국내 BPA 업체 증설로 공급물량
증가, 금호피앤비화학의 실적
개선이 어렵지 않은지?

결론: '11 년 대비, 금호석유 사업부문 중 실적 개선이 가장 어려울 것으로 전망
- '12 년 국내 BPA 증설, 삼양사 15 만톤/년, 금호피앤비화학 15 만톤/년, LG 화학 15 만톤/년으로 '11 년 대비 공급물량 증가할 것
- 타사대비 금호피앤비화학의 생산 최적화를 통해 '11 년만큼의 이익률 보이지 못하겠지만, 당초 계획한 '12 년 목표 이익률은 달성할 수 있을 것으로 판단

금호폴리켄의 실적 추이?

결론: 영업이익률 3~40% 꾸준히 유지, 금호석유 지분법의 6~70%를 차지함, 향후 안정적인 성장 전망
- 금호폴리켄의 주요 제품인 EPDM 은 수요의 80%가량이 자동차 산업에 연동
- 수요의 안정적 성장 및 타사대비 생산 효율성 증대로 30~40%의 영업이익률을 꾸준히 기록할 것으로 예상

사업부문별 이익기여도?

결론: 전체적으로 약 8%의 영업이익률 기록, 당초 예상의 상단 수준
- 영업이익률 기준, 합성고무 4Q11 대비 약간 높은 수준
- 금호피앤비화학, 합성수지 부문 4Q11 과 비슷한 수준
- 에너지 부문 역시 4Q 와 비슷한 수준 실적 달성
- 2~3 월 당초 예상보다 증가한 물량 증대로 이익 규모 증가

합성고무 1Q12 물량 및 가격
증가 breakdown?

결론: 물량은 4Q11 대비 약 7% 증가, 가격은 1~3 월 점진적 상승
- BR 기준 평균적인 판매가격으로 한때 \$ 4,000/t 까지 상승
- 1Q12 실적의 경우 BR 보다는 SBR 이나 기타고무 부분의 이익기여도가 큼
- 상대적으로 TBR(Truck Bus Tire)에 많이 투입되는 BR 의 특성상, 중국의 TBR 수요가 PCR(Passenger Car Tire) 수요보다 저조했기 때문에 spread 가 확대되지 못함

금호석유화학 1Q12 실적 정리

(단위 : 십억원)

	1Q12	당사 추정치	차이(% , %p)	4Q11	QoQ,%	1Q11	YoY,%
매출액	1,621.3	1,593.8	1.7	1,489.2	8.9	1,600.2	1.3
영업이익	129.4	128.9	0.4	60.4	114.1	286.4	(54.8)
영업이익률, %	8.0	8.1	(0.1)	4.1		17.9	
순이익(지배주주지분)	81.1	80.9	0.3	40.4	100.8	196.2	(58.6)
순이익률, %	5.0	5.1	(0.1)	2.7		12.3	

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	7,170.1	7,910.9	6,457.4	7,317.9	8,083.5	0.0%	2.1%	2.2%
YoY, %	12.9	11.0	10.3	12.9	13.3	10.5			
발표영업이익	842.2	725.5	881.8	842.2	734.0	895.0	0.0%	1.2%	1.5%
YoY, %	28.8	(13.8)	21.5	28.8	(12.8)	21.9			
EBITDA	996.7	864.6	1,020.9	996.7	873.1	1,034.1	0.0%	1.0%	1.3%
YoY, %	19.6	(13.3)	18.1	19.6	(12.4)	18.4			
순이익	505.6	479.2	604.0	505.6	484.0	611.6	0.0%	1.0%	1.2%
YoY, %	7.3	(5.2)	26.0	7.3	(4.3)	26.4			

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	1,593.8	1,835.8	1,788.7	1,951.8	1,621.3	1,874.8	1,827.5	1,994.4	1.7%	2.1%	2.2%	2.2%
YoY, %	(0.4)	7.5	7.7	31.1	1.3	9.8	10.1	33.9				
QoQ, %	7.0	15.2	(2.6)	9.1	8.9	15.6	(2.5)	9.1				
발표영업이익	128.9	176.9	214.5	205.3	129.4	179.1	217.5	208.1	0.4%	1.2%	1.4%	1.4%
YoY, %	(55.0)	(35.9)	(2.2)	239.6	(54.8)	(35.1)	(0.8)	244.3				
QoQ, %	113.2	37.3	21.3	(4.3)	114.1	38.4	21.4	(4.3)				
EBITDA	163.6	211.7	249.3	240.0	164.2	213.8	252.2	242.8	0.3%	1.0%	1.2%	1.2%
YoY, %	(49.6)	(32.9)	(4.5)	152.1	(49.5)	(32.2)	(3.4)	155.0				
QoQ, %	71.9	29.3	17.8	(3.7)	72.4	30.3	17.9	(3.7)				
순이익	80.9	115.7	145.1	137.5	81.1	117.0	146.8	139.1	0.3%	1.1%	1.2%	1.1%
YoY, %	(58.7)	(35.4)	61.1	240.2	(58.6)	(34.6)	63.1	244.1				
QoQ, %	100.3	43.0	25.3	(5.2)	100.8	44.2	25.4	(5.3)				

자료 : 금호석유화학, SK 증권 추정

금호석유화학 ROE & PBR Valuation

항목			2012E	1Q13E	1Q14E	1Q15E	1Q16E
ROE(지배주주지분)	23.5%	ROE(지배주주지분)	28.9%	27.6%	23.3%	17.3%	15.3%
Terminal Growth	3.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	10.0%	Target ROE	23.5%				
Risk Free Rate	4.0%						
Risk Premium	6.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	2.93						
1Q13E BPS(지배주주지분)	73,644						
Target Price	215,468						

자료 : 금호석유화학, SK 증권 추정

금호석유화학 PER Multiple Sensitivity

	2012E	1Q13E	1Q14E	1Q15E	1Q16E
EPS(지배주주지분)	19,457	21,940	24,046	21,372	22,214
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	22,275				
1Q13E EPS	21,940				
1Q14E EPS	24,046				

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	155,926	167,064	178,201	189,339	200,477	211,614	222,752	233,889	245,027	256,164
TP by 1Q13E EPS	153,582	164,553	175,523	186,493	197,463	208,433	219,403	230,374	241,344	252,314
TP by 1Q14E EPS	168,324	180,347	192,370	204,394	216,417	228,440	240,463	252,486	264,509	276,533

자료 : 금호석유화학, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	201012	201112	201212E	201312E	201412E
비유동자산	2,972	2,656	2,883	3,148	3,390
장기금융자산	568	402	402	402	402
유형자산	2,142	1,922	2,149	2,414	2,656
무형자산	51	35	35	35	35
유동자산	1,423	2,058	2,506	2,855	3,042
현금및현금성자산	210	505	425	728	1,126
매출채권및기타채권	634	920	1,238	1,266	1,137
재고자산	517	582	786	803	723
자산총계	4,395	4,714	5,389	6,003	6,431
비유동부채	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
유동부채	2,206	2,713	2,938	2,957	2,866
단기금융부채	1,459	1,935	1,935	1,935	1,935
매입채무 및 기타채무	612	661	886	905	814
단기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,327	3,157	3,381	3,401	3,310
지배주주지분	848	1,448	1,898	2,493	3,012
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	1,506	2,100	2,619
비지배주주지분	220	109	109	109	109
자본총계	1,069	1,557	2,008	2,602	3,121
부채외자본총계	4,395	4,714	5,389	6,003	6,431

현금흐름표

12월 결산(십억원)	201012	201112	201212E	201312E	201412E
영업활동현금흐름	541	670	379	848	948
당기순이익(손실)	537	544	515	651	575
비현금성항목등	10	514	228	228	228
유형자산감가상각비	179	155	139	139	139
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	169	(359)	(89)	(89)	(89)
운전자본감소(증가)	(13)	(196)	(364)	(31)	145
매출채권및기타채권의	567	(302)	(305)	(26)	123
재고자산감소(증가)	462	(65)	(204)	(17)	80
매입채무 및 기타채무의	(530)	1	145	13	(59)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	215	58	58	58
투자활동현금흐름	(150)	(246)	(366)	(404)	(381)
금융자산감소(증가)	(66)	57	0	0	0
유형자산감소(증가)	(274)	(291)	(366)	(404)	(381)
무형자산감소(증가)	(5)	(4)	0	0	0
기타	195	(8)	0	0	0
재무활동현금흐름	(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
현금의 증가(감소)	(20)	354	(81)	304	398
기초현금	228	151	505	425	728
기말현금	208	505	425	728	1,126
FCF	830	304	19	380	462

자료 : 금호석유, SK증권 추정

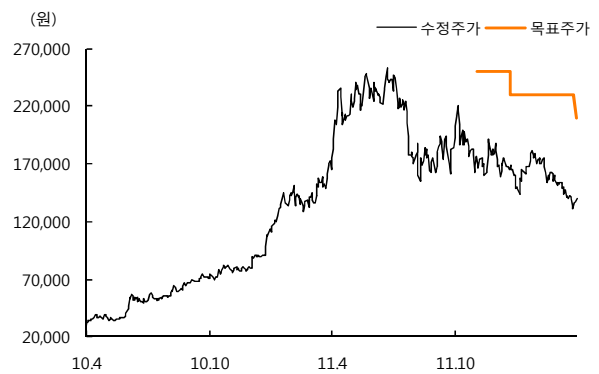
손익계산서

12월 결산(십억원)	201012	201112	201212E	201312E	201412E
매출액	5,719	6,457	7,318	8,083	7,617
매출원가	4,747	5,410	6,265	6,836	6,507
매출총이익	971	1,047	1,053	1,248	1,110
매출총이익률 (%)	17.0	16.2	14.4	15.4	14.6
판매비와관리비	317	208	319	353	332
조정영업이익	654	839	734	895	777
조정영업이익률 (%)	11.4	13.0	10.0	11.1	10.2
발표영업이익	654	842	734	895	777
비영업손익	57	(81)	(47)	(28)	(11)
순금융비용	101	80	26	38	60
외환관련손익	1	(19)	0	0	0
관계기업투자등관련손익	141	73	44	52	46
세전계속사업이익	711	758	687	867	766
세전계속사업이익률 (%)	12.4	11.7	9.4	10.7	10.1
계속사업법인세	174	215	172	217	192
계속사업이익	537	544	515	651	575
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	537	544	515	651	575
순이익률 (%)	9.4	8.4	7.0	8.0	7.5
지배주주	471	506	484	612	540
지배주주귀속 순이익률(%)	8.2	7.8	6.6	7.6	7.1
비지배주주	66	38	31	39	34
총포괄이익	537	470	515	651	575
지배주주	0	434	484	612	540
비지배주주	0	37	31	39	34
EBITDA	833	997	873	1,034	917

주요투자지표

12월 결산(십억원)	201012	201112	201212E	201312E	201412E
성장성(%)					
매출액	(17.1)	12.9	13.3	10.5	(5.8)
조정영업이익	492.5	28.3	(12.5)	21.9	(13.1)
세전계속사업이익		6.7	(9.5)	26.4	(11.7)
EBITDA	70.4	19.6	(12.4)	18.4	(11.4)
EPS(계속사업)		9.1	(3.1)	26.4	(11.7)
수익성(%)					
ROE	71.9	44.0	28.9	27.9	19.6
ROA	8.1	11.9	10.2	11.4	9.2
EBITDA마진	14.6	15.4	11.9	12.8	12.0
안정성(%)					
유동비율	64.5	75.9	85.3	96.6	106.1
부채비율	311.3	202.8	168.4	130.7	106.1
순차입금/자기자본	195.8	92.8	75.9	46.9	26.4
EBITDA/이자비용(배)	0.4	0.1	(0.1)	0.2	(0.1)
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	18,404	20,078	19,457	24,586	21,711
BPS	24,698	52,042	68,194	89,509	108,097
CFPS	23,669	27,184	24,717	29,047	25,885
주당 현금배당금	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation지표(배)					
PER 최고	4.9	7.0	7.3	5.8	6.5
최저					
PBR 최고	3.7	2.7	2.1	1.6	1.3
최저					
PCR	3.8	5.2	5.7	4.9	5.5
EV/EBITDA 최고	5.4	5.9	6.8	5.5	5.7
최저					

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2012.04.09	매수	210,000
	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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2012년 4월 13일 7시 36분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 본 보고서의 발간시점에 해당종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도