

권영배, Analyst, 3774-6012, yb.kwon@miraeeasset.com

What's New

Sweet spot

금호석유화학에 대해 투자 의견 매수(BUY)와 목표주가 145,000원을 제시하며, 커버리지 개시함. 2012년 4분기에 예정되어 있는 신규 설비(SBR 11만톤, S-SBR 6만톤) 가동으로 2013년 매출액은 2012년 대비 12% 증가할 것으로 예상됨. 합성고무 부문의 견고한 마진을 바탕으로 2013년에는 영업이익률 8.5%, 순이익 증가율 71% YoY를 기록할 것. 우리는 2012-13년 동사의 SBR마진이 평균 26%(SBR가격 대비)를 유지할 것으로 예상하는데, 이는 2000년 이후 평균인 30%보다 4%p 낮음. 부타디엔(합성고무의 주요 원재료)의 가격 변동성이 높아져 이익의 가시성이 낮아졌다는 것은 밸류에이션 할인 요인. KDB 보유 지분(430만주)은 잠재적인 물량 부담. 하지만, 현주가에 (12M Fwd adj. P/B 2.0x, 지속가능ROE 24.3%) 부정적인 것들이 충분히 반영됨.

» 수요 증가에 맞춘 설비 증설, 견고한 다운스트림 마진

» KDB 보유 지분은 주가 상승을 제한

» 투자의견 BUY, 목표주가 145,000 원

역내 타이어 수요 증가에 맞춘 설비 증설

중국의 GDP성장률 둔화에도 불구하고 2012년 상반기 중국의 타이어 생산량은 전년 동기대비 12% 증가. 이는 2011년 타이어 생산량 증가율 6%의 두배임. 우리는 중국의 타이어 수요가 구조적인 요인으로 경제성장률을 초과해 성장할 것으로 전망. 한국타이어 등 주요 타이어 제조업체의 생산량 증가에 맞추어 금호석유화학도 2012년 4분기 SBR 및 S-SBR신규 설비를 가동할 예정. 이로 인해 우리는 2013년 동사의 매출액은 12% YoY 증가할 것으로 예상.

견고한 SBR 마진 유지 전망 (2012-13년 26%)

SBR체인의 다운스트림 마진은 견고하게 유지됨. 이는 1) 견조한 수요, 2) 제한적인 설비 증설, 그리고 3) 합성고무 제조업체의 강한 가격협상력 때문으로 판단됨. 우리는 SBR체인 다운스트림 마진이 2013년 26%(SBR가격 대비) 수준을 유지하며, 2015년까지 25%대로 안정될 것으로 전망함. SBR 마진은 2000년 이후 약 30%수준을 꾸준히 유지했음.

주식 오버행은 주가 상승 제한

한국산업은행(KDB)은 금호석유화학 보통주 14.1%를 보유 중(430만주, 약 21일 거래분량). 2013년 4월까지 매도가 금지되어 있으나, 그 이후 KDB는 지분 매각을 추진할 것으로 예상됨. KDB의 평균 매수가격(전환사채 전환가격)이 주당 39,567원에 불과해 이익실현 유인이 강하기 때문. 우리는 이러한 오버행이슈로 인해 금호석유화학의 주가 상승이 당분간 제한될 수 있다고 판단함.

목표주가 145,000 원, 투자의견 '매수'

금호석유화학에 대한 투자의견 '매수'와 목표주가 145,000원을 제시. 현주가 대비 상승여력은 16%임. 우리는 동사가 1) 수요 증가에 기반한 생산량 증가, 2) 견고한 다운스트림 마진 등을 기반으로 강한 이익 성장률을 보일 것으로 예상. 목표주가 145,000원은 12개월 Fwd adj. BPS(12-13년 평균) 대비 2.2배를 적용(지속가능 ROE 24.3%, 자기자본비용 12.5%, 영구성장률 3.0%).

BUY

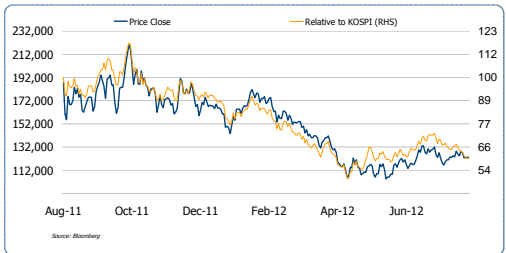
21 August 2012

Target price	KRW145,000
Current price (21 August)	KRW125,000
Upside/downside	16.0%
Consensus target price	KRW150,727
Difference from consensus	-3.8%

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue (KRWb)	3,886	6,457	6,313	7,073
Op EBIT (KRWb)	359.5	842.2	364.9	601.8
Net income (KRWb)	471.4	505.6	252.7	432.9
Norm profit (KRWb)	471.4	505.6	252.7	432.9
EPS (KRW)	20,625	18,124	9,059	15,517
EPS growth	NA	-12.1%	-50.0%	71.3%
P/E (x)	6.0	6.8	13.6	7.9
EV/EBITDA (x)	3.2	3.3	7.2	5.1
Dividend yield	0.8%	1.6%	0.8%	1.2%
P/B (x)	4.3	2.9	2.6	2.1
ROE	75.0%	44.5%	16.5%	24.0%
Net debt/equity	264.6%	113.7%	115.3%	85.5%
Cons EPS (KRW)	20,625	9,409	16,723	15,517
Prev EPS (adj) (KRW)				

Performance



Trading data

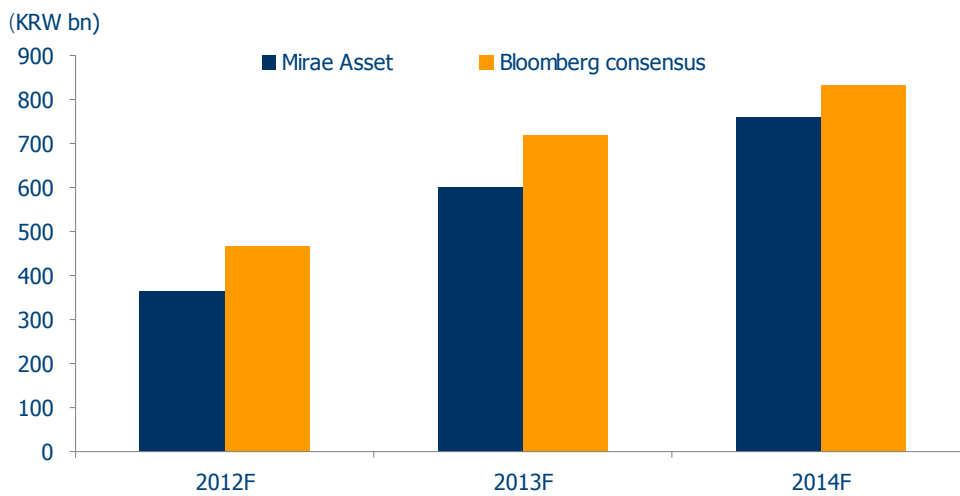
Market cap (KRWb/US\$m)	3,748/3,309		
Shares outstanding	30.5m		
Free float	56.4%		
52-week price high/low	KRW104,500 -		
Daily average turnover (3M)	US\$26.8m		
Performance	1M 3M 12M		
Absolute	-5.4%	11.8%	-30.7%
Relative to KOSPI	-	5.4%	-34.9%
Absolute (US\$)	-4.2%	15%	-34.4%
Major shareholders			
Chul Wan Park			23.7%
KDB			14.1%

Figure 1 주요 이익 전망

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Sales	3,886	6,457	6,313	7,073	7,633
Synthetic rubber	2,234	3,536	3,427	4,145	4,601
Synthetic resin	1,220	1,246	1,262	1,310	1,414
Others	432	1,675	1,623	1,618	1,618
Operating profit	360	842	365	602	759
OPM (%)	9.3%	13.0%	5.8%	8.5%	9.9%
Net profit	471	506	253	433	551

자료: 금호석유화학, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 영업이익 추정치 비교 - 미래에셋 vs Bloomberg 컨센서스



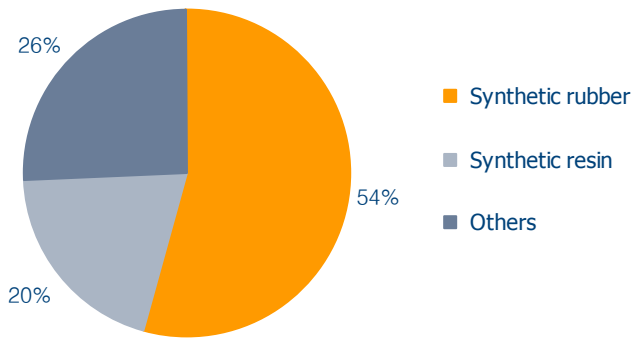
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 이익 민감도 분석 - 업스트림 마진, 다운스트림 마진, 환율(KRW/USD) 대비

	Operating profit (2012F)	(% chg)	Net profit (2012F)	(% chg)	Long-term ROE
Upstream margin	+10%	370	2%	257	+0.5%p
	Base	365		253	
	-10%	359	-2%	249	-0.5%p
Downstream margin	+10%	396	9%	276	+2.2%p
	Base	365		253	
	-10%	334	-9%	229	-2.2%p
KRW/USD	KRW 10% appreciation			264	4%
	Base assumption (1150KRW/USD)			253	No impact
	KRW 10% depreciation			242	-4%

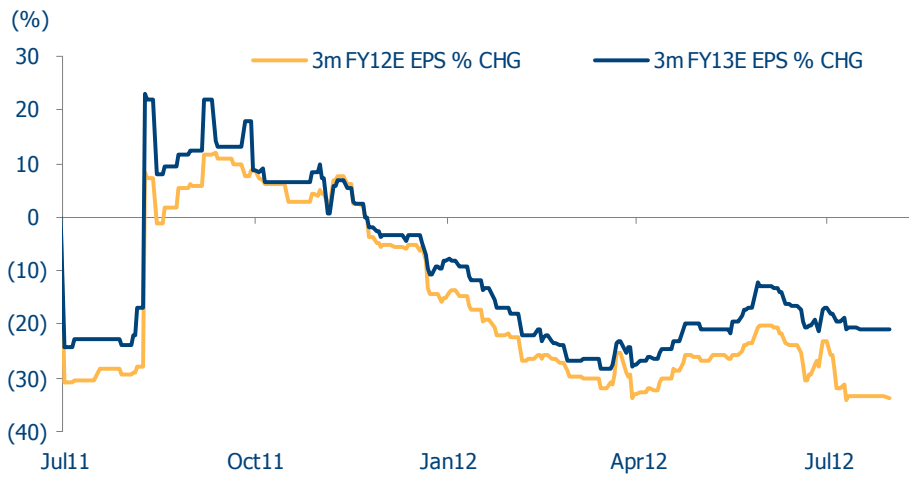
자료: 금호석유화학, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 매출액 구성 (2012F)



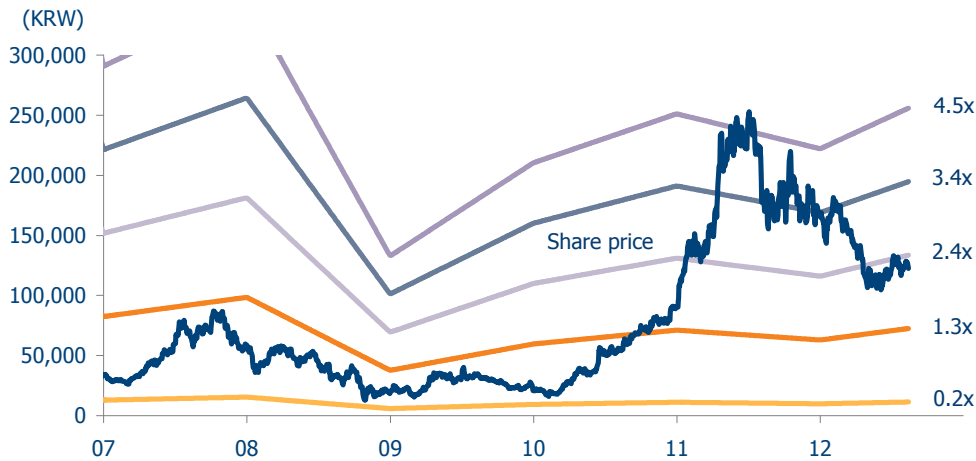
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 컨센서스 이익추정치 변경 추이 (컨센서스 EPS 변화, 3개월전 대비)



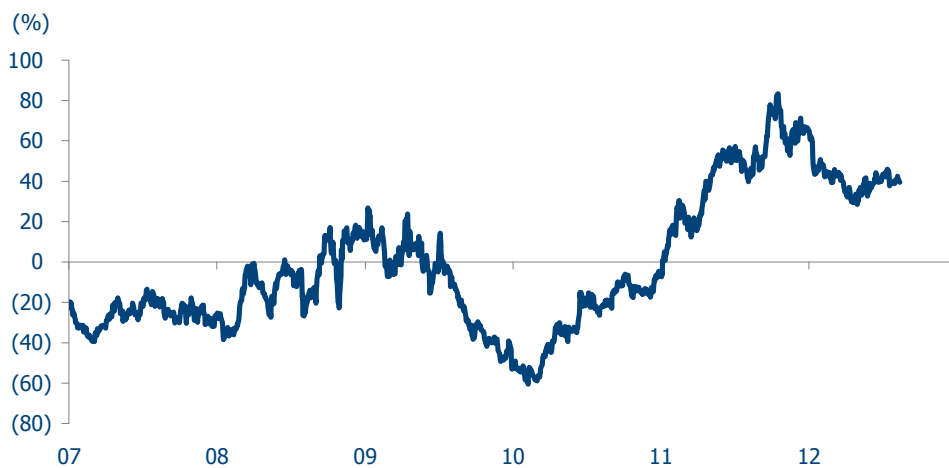
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 P/B



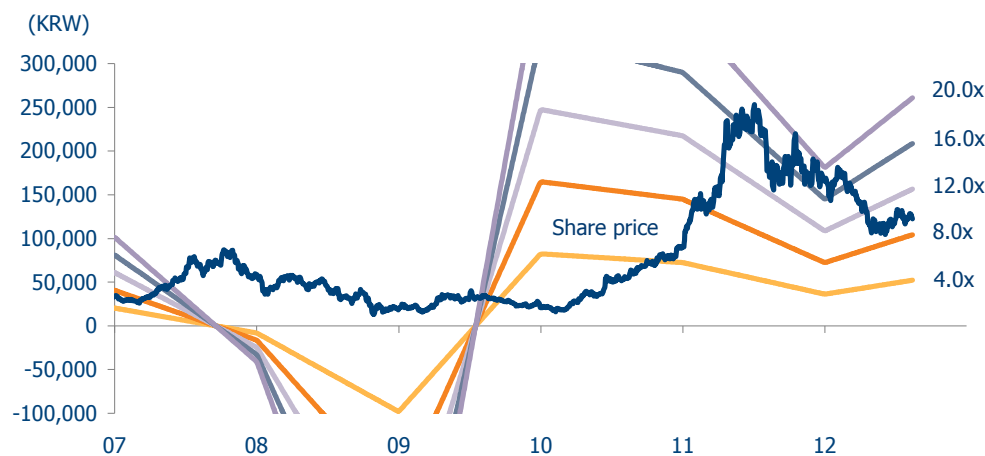
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 상대 P/B 추이 - 금호석유화학 vs 석유화학업종 평균



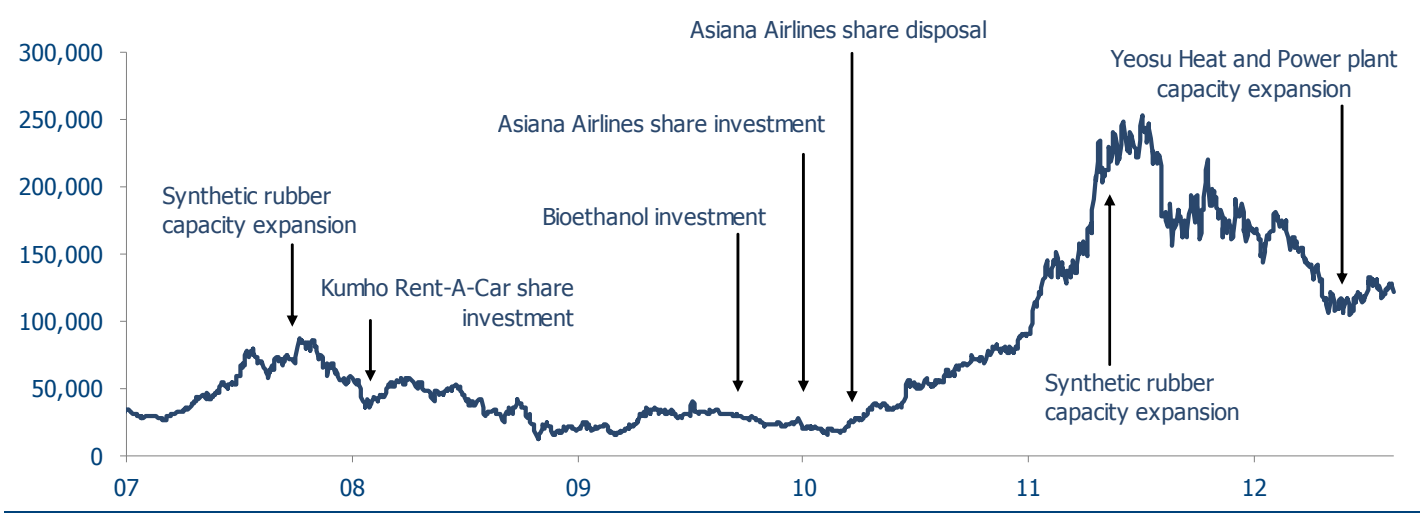
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 P/E



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 금호석유화학 - 주요 이벤트



자료: 금호석유화학, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

Profit & Loss

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue	6,898	3,886	6,457	6,313	7,073
Cost of goods sold	(5,921)	(3,306)	(5,410)	(5,739)	(6,256)
Gross profit	977	580	1,047	575	817
SG and A	(866)	(221)	(205)	(210)	(215)
Op profit	110	360	842	365	602
Op EBITDA	489	509	997	547	850
Depreciation	(345)	(138)	(146)	(175)	(242)
Amortisation	(33)	(11)	(9)	(7)	(7)
Op EBIT	110	360	842	365	602
Net interest	(368)	(135)	(126)	(99)	(103)
Associates and JCEs	(690)	84	73	-	-
Other income	(282)	287	(30)	70	87
Net exceptional income	-	-	-	-	-
Profit before tax	(1,229)	595	758	336	586
Tax	223	(124)	(215)	(70)	(132)
Post-tax profit	(1,006)	471	544	266	454
Minorities	383	-	(38)	(13)	(21)
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Net income	(624)	471	506	253	433
Norm profit	(624)	471	506	253	433
Dividends	(25)	(13)	(23)	(67)	(50)
Retained earnings	(649)	458	483	186	383

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Cashflow

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Op EBITDA	489	509	997	547	850
Decrease in working capital	807	185	(178)	(146)	(127)
Other operating cashflow	287	(75)	118	(44)	155
Operating cashflow	1,582	620	937	358	879
Tax paid	223	(124)	(215)	(70)	(132)
Net interest	(368)	(135)	(126)	(99)	(103)
Dividends received	(690)	84	73	-	-
Cashflow	747	445	670	189	645
Capital expenditure	(575)	(501)	(291)	(342)	(381)
Net acquisitions	-	-	-	-	-
Net investments	(116)	171	122	(20)	(12)
Other investing cashflow	35	215	(77)	(24)	(18)
Investing cashflow	(656)	(115)	(246)	(385)	(410)
Dividends paid	(25)	(13)	(23)	(67)	(50)
Increase in equity	(34)	-	-	-	-
Increase in debt	(203)	(3,926)	(253)	168	23
Other financing cashflow	(153)	3,591	192	49	2
Financing cash flow	(415)	(348)	(83)	150	(26)
Beginning cash	413	339	198	538	492
Total cash generated	(324)	(18)	340	(46)	209
Forex effects	-	-	(0)	-	-
Ending cash	89	321	538	492	701

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Balance Sheet

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Current assets	2,616	1,403	2,058	2,218	2,653
Cash and equivalents	339	198	538	492	701
Receivables	1,206	741	920	997	1,126
Inventories	979	450	582	710	807
Other current assets	92	13	18	19	19
Non current assets	6,301	2,718	2,656	2,858	3,006
Net operating fixed assets	4,829	1,774	1,922	2,085	2,225
Interest in associates					
Other non-current assets	1,472	943	734	772	781
Total assets	8,916	4,121	4,714	5,076	5,659
Current liabilities	6,556	2,240	2,713	2,932	3,032
Payables	1,364	523	661	744	832
ST debt	5,029	1,599	1,935	2,094	2,094
Other current liabilities	162	118	116	94	106
Total non-current liabilities	1,685	988	444	423	525
LT debt	1,458	962	373	383	406
Other non-current liabilities	226	26	71	40	118
Total liabilities	8,240	3,228	3,157	3,355	3,556
Issued capital	127	127	152	152	152
Share premium reserve	303	79	265	265	265
Reserves/Adjustments	300	32	(32)	(25)	(25)
Retained earnings	(284)	572	1,047	1,206	1,589
Minorities	213	68	109	107	106
Other equity	16	15	15	15	15
Total equity	676	893	1,557	1,721	2,103

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Key Ratios

	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Turnover growth	(4.1%)	(43.7%)	66.2%	(2.2%)	12.0%
Gross profit growth	(22.6%)	(40.6%)	80.4%	(45.1%)	42.3%
Operating profit growth	(72.4%)	225.8%	134.2%	(56.7%)	64.9%
EBITDA growth	(176.0%)	NA	18.1%	(54.0%)	40.9%
EPS growth	(924.8%)	NA	(12.1%)	(50.0%)	71.3%
Norm BPS growth	(62.2%)	143.2%	53.9%	11.9%	24.4%
Gross margin	14.2%	14.9%	16.2%	9.1%	11.6%
Operating margin	1.6%	9.3%	13.0%	5.8%	8.5%
EBITDA margin	(7.0%)	22.6%	16.1%	7.6%	9.5%
EBIT margin	(12.5%)	18.8%	13.7%	4.7%	6.0%
Net income margin	(9.0%)	12.1%	7.8%	4.0%	6.1%
ROE	(81.7%)	75.0%	44.5%	16.5%	24.0%
ROA	(6.5%)	7.2%	11.4%	5.2%	8.1%
Net debt/equity	909.9%	264.6%	113.7%	115.3%	85.5%
Interest cover ratio	0.28	2.49	6.01	3.11	5.09
Dividend payout ratio	(4.1%)	2.8%	4.6%	26.6%	11.6%
Inventory days	60.3	49.7	39.2	45.3	47.1
Account receivable days	63.8	69.6	52.0	57.8	58.1
Account payable days	84.1	57.7	44.6	47.4	48.6
Reported EPS (KRW)	(24,526)	20,625	18,124	9,059	15,517
EPS (KRW)	(24,526)	20,625	18,124	9,059	15,517
Reported BPS (KRW)	15,712	28,487	42,775	47,741	59,167
Norm BPS (KRW)	11,268	27,404	42,176	47,176	58,693
DPS (KRW)	0	1,000	2,000	1,000	1,500
Cashflow per share (KRW)	29,388	19,472	23,998	6,779	23,115
Reported P/E (x)	na	6.0	6.8	13.6	7.9
P/E (x)	na	6.0	6.8	13.6	7.9
P/B (x)	7.83	4.32	2.88	2.58	2.08
P/CF (x)	4.2	6.3	5.1	18.1	5.3
EV/EBITDA (x)	na	3.20	3.30	7.18	5.10
EV/Operating Cashflow (x)	2.0	4.5	3.7	15.7	5.6
EV/Sales (x)	0.45	0.72	0.53	0.54	0.49
Dividend yield	0.00%	0.81%	1.63%	0.81%	1.22%

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Recommendation

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY: 현주가대비 목표주가 +10% 초과
Hold: 현주가대비 목표주가 ±10% 이내
Reduce: 현주가대비 목표주가 -10% 초과
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안가능

업종별 투자의견

Overweight: 현 업종지수대비 +10% 초과
Neutral: 현 업종지수대비 ±10% 이내
Underweight: 현 업종지수 대비 -10%초과

Compliance Notice

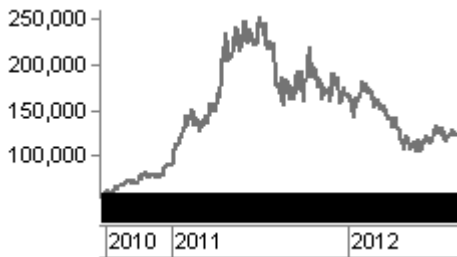
본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한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

종목	담당자	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
		종류	수량	취득가				
해당사항없음								

주가 및 목표주가 변동추이

■ 주가 ■ 목표가격

■ Buy ■ Hold ■ Reduce ■ Not Rated Previously ■ Strong Buy ■ Buy@ ■ Mkt.Perm ■ Und.Perm



금호석유화학 (011780)

날짜	투자의견	목표가격(12개월)
2012/08/21	BUY (커버리지 개시)	145,000원