Company Brief

MERITZ 메리츠종금증권

금호석유화학(011780)

2014. 6. 17

Buy

합성고무 전/후방 산업의 증설 수혜

Analyst 황유식(6309-4747)

목표주가(6개월)	110,000원
현재주가(6.16) :	87,200원
소속업종	화학
시가총액(6.16) :	26,568억원
평균거래대금(60일)	89.2억원
외국인지분율	9.41%

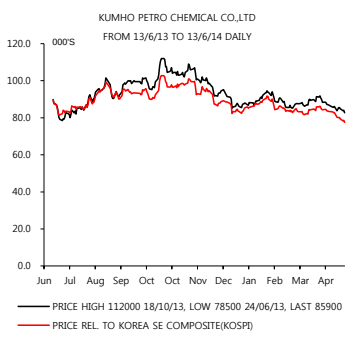
예상EPS(전년비)

FY14 5,478원
FY15 11,889원 (117.0 %)

예상PER(시장대비)

FY14 15.7배 (166.7%)
FY15 7.2배 (78.8%)

주가그래프



▶ **결론: 투자의견 Buy, 목표주가 110,000원 유지**

- BD 가격의 안정화와 타이어 수요 증가로 합성고무 수익성 확대
- 자회사 금호피앤비화학의 신증설과 BPA 적자규모 축소

▶ **Investment Point**

1. 원재료 가격의 안정화 및 합성고무 가격의 점진적 상승

- 2분기 영업이익은 428억원(qoq+49%, yoy-43%)으로 개선추세가 이어질 전망
- 합성고무 제품 가격은 4월 이후 상승하기 시작했지만 원재료(Butadiene, BD) 가격은 약세를 지속하여 스프레드가 확대됨. 원재료 lagging을 고려 시 실적 개선은 5월부터 시작된 것으로 보이지만 현재의 추세는 당분간 지속될 것으로 판단됨. ① BD는 3분기 증설이 집중되어 capa 과잉이 심화되지만 합성고무의 추가 증설은 제한적으로 스프레드 확대가 예상되고, ② 하반기부터 지연되었던 글로벌 타이어 신증설 설비가 가동되면서 합성고무 수요가 늘어날 것으로 예상되기 때문
- 2분기 원재료(BD, AN, SM) 가격의 안정화로 석유화학부문(ABS, PS)의 이익률 상승이 예상됨. 1분기는 AN 가격이 급등했으나 4월 이후 하향 안정화되었고, SM은 국내 capa 증설로 가격이 하락함. 그러나 ABS와 PS는 성수기 수요 확대로 제품가격이 유지되어 스프레드가 확대됨. 향후 제품의 capa 증가는 제한적이고, 완만한 수요 증가로 추가적인 수익성 개선이 예상됨

2. 금호피앤비화학, BPA 적자규모 축소 & 에폭시 증설 수혜

- 연결 자회사 금호피앤비화학(지분률 78.2%)은 작년 초 BPA(bisphenol-A)의 국내 capa 과잉 증설로 하반기부터 대규모 적자 전환. 그러나 1분기 이후 BPA는 공급량 감축으로 가격이 조금씩 회복하기 시작했으며, 원재료로 사용되는 프로필렌과 벤젠은 공급물량 증가로 가격이 하향 안정화됨. 금호피앤비화학의 영업적자는 직전분기 91억원에서 2분기 20억원대로 큰 폭으로 축소할 전망
- 에폭시 수지는 연간 9만톤 capa를 보유하고 있으나 2분기 4만톤 capa 증설이 완료되고 3분기부터 가동을 시작할 예정. 에폭시 수지는 도료나 코팅, 접착제 등의 용도로 사용되는데 전방 수요가 꾸준히 확대되어 이익률 상승이 예상됨. 에폭시 레진 capa 증설에 따라 원재료 BPA 사용량은 약 3.3만톤(원단위 0.73) 증가할 전망으로 하반기 BPA의 수익성도 동시에 확대될 것으로 판단

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익(지배주주) (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2012	58,837	2,238	1,296	4,049	-79.1	45,364	32.2	2.9	15.6	8.7	166.0
2013	51,321	1,342	-123	-558		43,441	-	2.2	16.3	-0.8	170.0
2014E	50,277	2,234	1,716	5,478		46,651	15.7	1.8	11.6	11.2	166.8
2015E	57,786	4,653	3,669	11,889	117.0	56,426	7.2	1.5	7.2	21.1	144.2
2016E	66,975	5,300	4,160	13,501	13.6	67,657	6.4	1.3	6.4	19.9	124.9

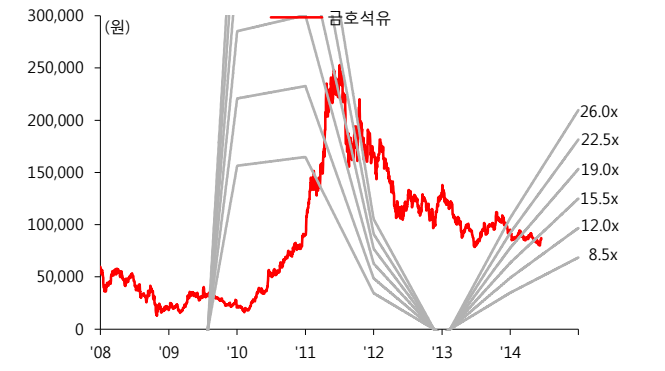
시장대비 상대강도 : 1개월(1.01), 3개월(0.96), 6개월(0.86)

[표 1] 금호석유화학 분기실적 추정

(단위: 십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013	2014E	2015E
매출액	1,417	1,383	1,192	1,140	1,242	1,217	1,311	1,259	5,132	5,028	5,779
영업이익	78	76	-2	-18	29	43	78	74	134	223	465
%OP	*5.5%*	*5.5%*	*-0.1%*	*-1.6%*	*2.3%*	*3.5%*	*6.0%*	*5.8%*	*2.6%*	*4.4%*	*8.1%*
세전이익	48	29	-4	-143	14	41	80	72	-71	207	490
지배기업 순이익	34	26	6	-78	15	35	65	56	-12	172	367
YoY(%)											
매출액	-13%	-13%	-17%	-8%	-12%	-12%	10%	10%	-13%	-2%	15%
영업이익	-36%	189%	-103%	-158%	-63%	-43%	-5157%	-517%	-40%	66%	108%
세전이익	-64%	201%	-110%	172%	-70%	42%	-1976%	-150%	-153%	-393%	137%
지배기업 순이익	-66%	195%	-86%	264%	-56%	35%	1083%	-172%	-110%	-1492%	114%
QoQ(%)											
매출액	14%	-2%	-14%	-4%	9%	-2%	8%	-4%			
영업이익	155%	-3%	-102%	1040%	-262%	49%	83%	-6%			
세전이익	-191%	-39%	-115%	3274%	-110%	190%	94%	-10%			
지배기업 순이익	-260%	-24%	-79%	-1520%	-119%	136%	85%	-14%			

자료: 금호석유화학, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

[그림 1] 금호석유화학 P/E Band Chart

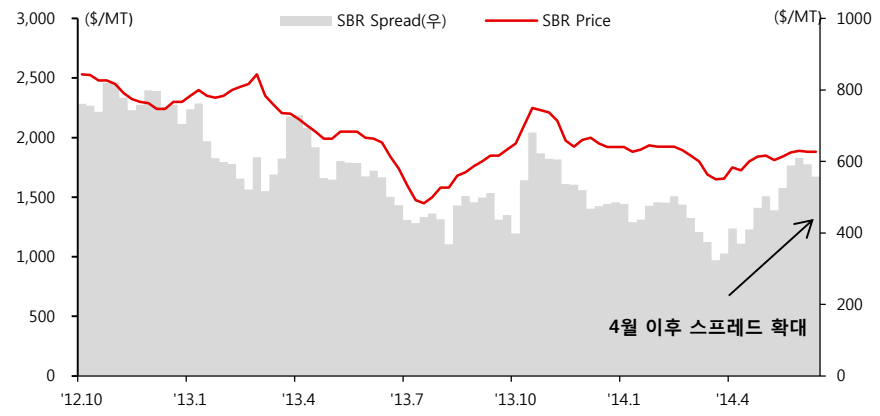


자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

[그림 2] 금호석유화학 P/B Band Chart

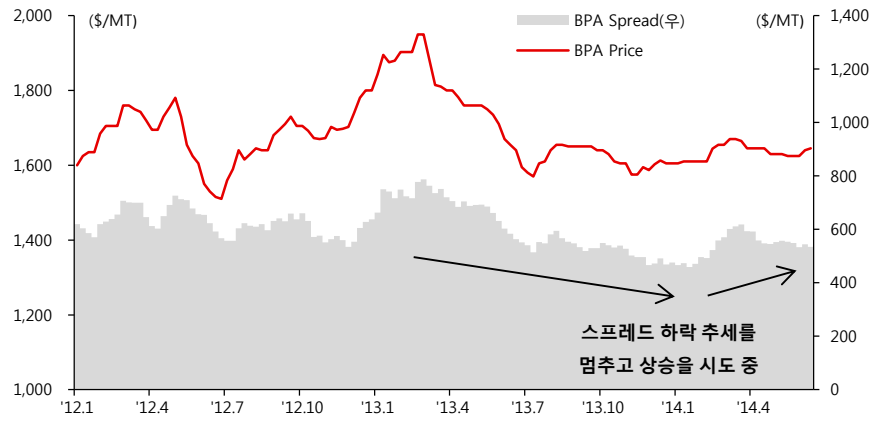
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

[그림 3] 4월 이후 합성고무 스프레드 확대 지속



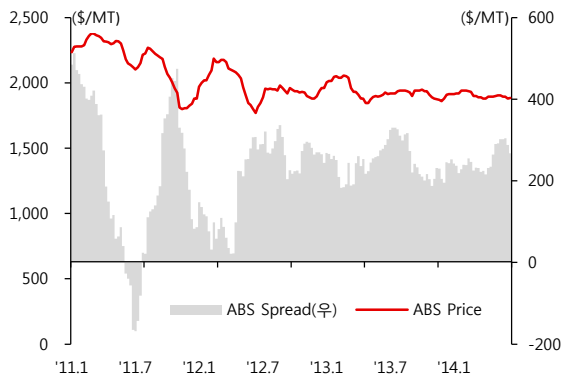
자료: Platts, 메리츠종금증권

[그림 4] BPA 스프레드는 하락 추세를 멈추고 이익률 개선 중



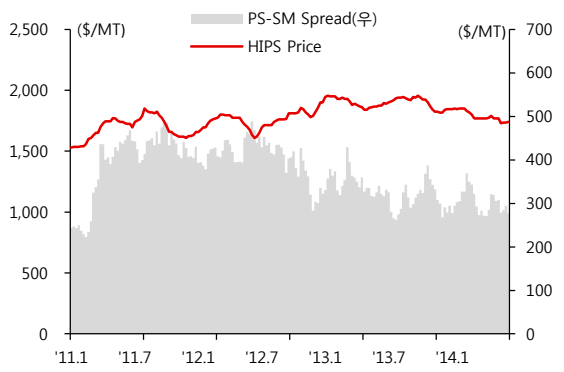
자료: Platts, 메리츠종금증권

[그림 5] ABS 원재료 가격 하락으로 스프레드 확대



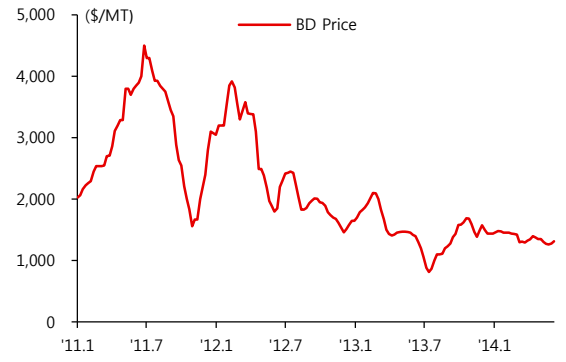
자료: platts, 메리츠종금증권

[그림 6] PS 스프레드는 횡보



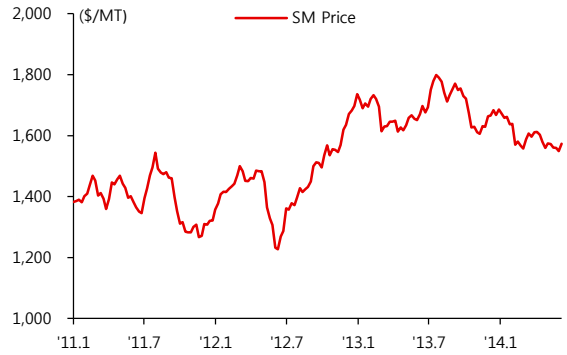
자료: platts, 메리츠종금증권

[그림 7] 부타디엔(BD) 가격의 하향 안정화 전망



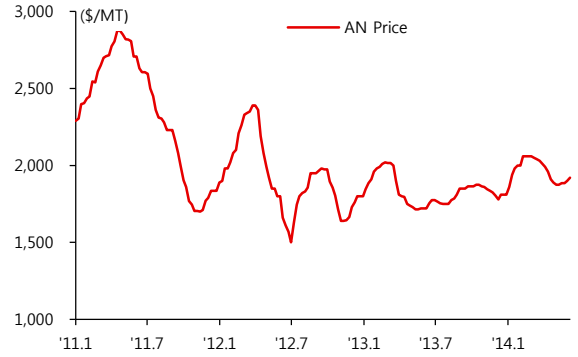
자료: platts, 메리츠종금증권

[그림 8] 국내 SM 증설로 가격은 낮은 수준 전망



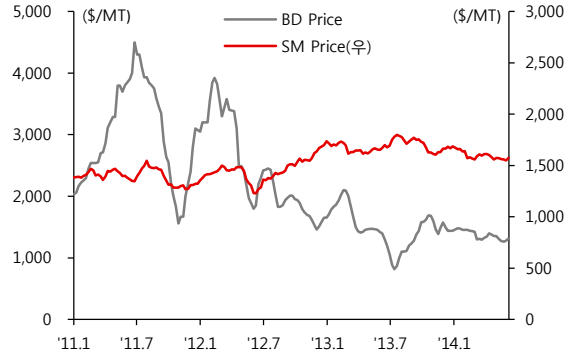
자료: platts, 메리츠종금증권

[그림 9] AN 가격은 1분기 이후 하락함



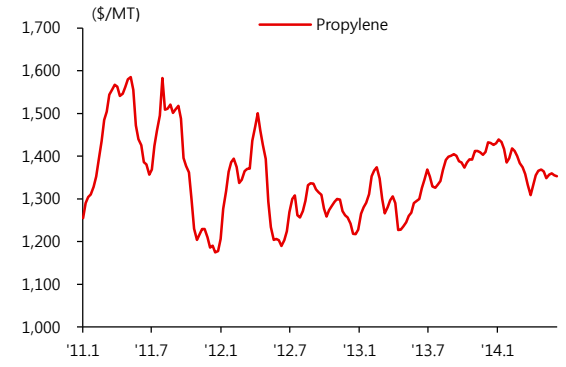
자료: platts, 메리츠종금증권

[그림 10] SM과 BD 가격은 하락 추세



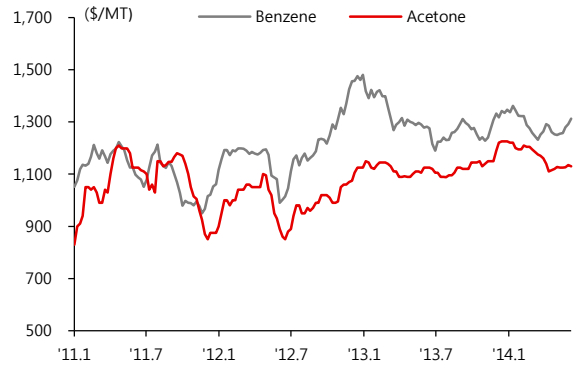
자료: platts, 메리츠종금증권

[그림 11] 프로필렌 하반기 capa 증가로 가격 하락 전망



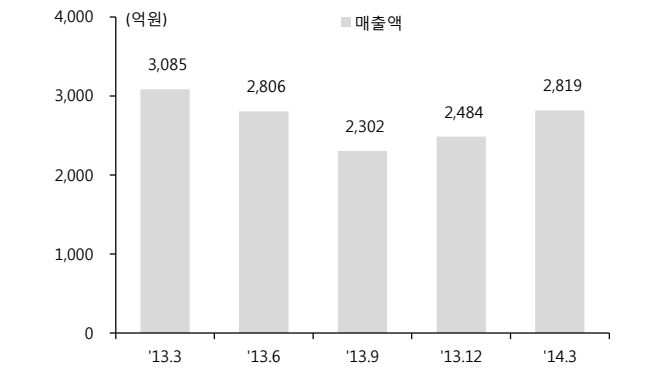
자료: platts, 메리츠종금증권

[그림 12] 벤젠과 아세톤 가격은 횡보



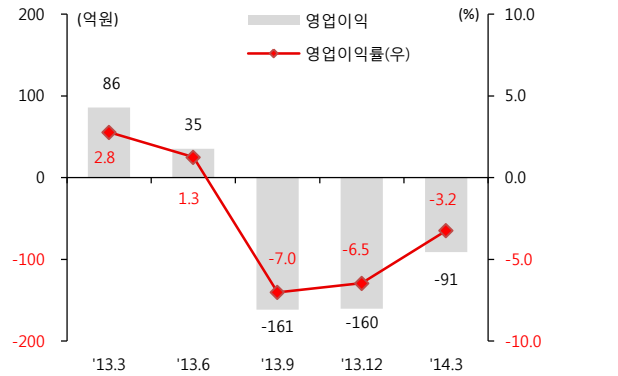
자료: platts, 메리츠종금증권

[그림 13] 금호피앤비화학 매출액 회복



자료: 금호석유화학, 메리츠종금증권

[그림 14] 금호피앤비화학 하반기 흑자전환 전망



자료: 금호석유화학, 메리츠종금증권

[표 2] 추정 요약 재무제표와 투자지표

Income Statement				
(억원)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	51,321	50,277	57,786	66,975
매출원가	48,177	46,280	51,035	59,245
매출총이익	3,144	3,996	6,751	7,730
판매비와관리비	1,802	1,762	2,097	2,430
기타손익	8	458	924	1,075
영업이익	1,342	2,234	4,653	5,300
금융수익	-614	-559	-455	-435
종속/관계기업관련손익	326	384	700	750
기타영업외손익	-1,759	11	0	0
세전계속사업이익	-705	2,069	4,899	5,615
법인세비용	-278	441	1,078	1,235
당기순이익	-427	1,628	3,821	4,379
지배주주지분 순이익	-123	1,716	3,669	4,160

Statement of Cash Flow				
(억원)	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동현금흐름	2,877	3,082	5,307	5,485
당기순이익(손실)	-427	1,628	3,821	4,379
유형자산감가상각비	1,697	1,819	1,840	1,920
무형자산상각비	47	30	25	21
운전자본의 증감	499	-364	-378	-835
투자활동 현금흐름	-3,393	-2,600	-4,314	-4,432
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,509	-2,567	-3,000	-3,200
투자자산의 감소(증가)	1,060	-54	-1,270	-1,191
재무활동 현금흐름	-1,112	759	-420	-420
차입금증감	-570	1,164	0	0
자본의증가	-1	0	0	0
현금의증가	-1,629	1,241	573	633
기초현금	2,462	833	2,074	2,648
기말현금	833	2,074	2,648	3,280

Balance Sheet				
(억원)	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	12,589	14,015	16,170	18,767
현금및현금성자산	833	2,074	2,648	3,280
매출채권	5,391	6,051	6,738	7,748
재고자산	5,386	4,754	5,559	6,447
비유동자산	29,527	30,163	32,568	35,019
유형자산	22,217	22,736	23,896	25,176
무형자산	197	159	134	113
투자자산	6,619	6,673	7,943	9,134
자산총계	42,116	44,177	48,738	53,785
유동부채	14,045	15,321	16,346	17,307
매입채무	2,860	3,172	3,776	4,342
단기차입금	4,813	5,771	5,771	5,771
유동성장기부채	3,779	4,164	4,164	4,164
비유동부채	12,474	12,299	12,434	12,560
사채	5,086	5,404	5,404	5,404
장기차입금	6,673	6,172	6,172	6,172
부채총계	26,519	27,620	28,780	29,868
자본금	1,675	1,675	1,675	1,675
자본잉여금	2,652	2,652	2,652	2,652
기타포괄이익누계액	309	409	409	409
이익잉여금	10,514	11,450	14,699	18,440
비지배주주지분	851	774	926	1,145
자본총계	15,598	16,557	19,958	23,917

Key Financial Data				
	2013	2014E	2015E	2016E
주당데이터(원)				
SPS	168,445	165,016	189,662	219,823
EPS(지배주주)	-558	5,478	11,889	13,501
CFPS	10,604	14,926	24,347	26,883
EBITDAPS	10,130	13,398	21,393	23,765
BPS	43,441	46,651	56,426	67,657
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500
배당수익률(%)	1.6	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)				
PER	-	15.7	7.2	6.4
PCR	9.0	5.8	3.5	3.2
PSR	0.6	0.5	0.5	0.4
PBR	2.2	1.8	1.5	1.3
EBITDA	3,086	4,082	6,518	7,241
EV/EBITDA	16.3	11.6	7.2	6.4
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	-0.8	11.2	21.1	19.9
EBITDA이익률	6.0	8.1	11.3	10.8
부채비율	170.0	166.8	144.2	124.9
금융비용부담률	1.4	1.4	1.3	1.1
이자보상배율(x)	1.9	3.2	6.4	7.3
매출채권회전율(x)	9.1	8.8	9.0	9.2
재고자산회전율(x)	9.3	9.9	11.2	11.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2014년 6월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2014년 6월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2014년 6월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 황유식)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 종가대비 4등급)

→아래 종목투자의견은 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

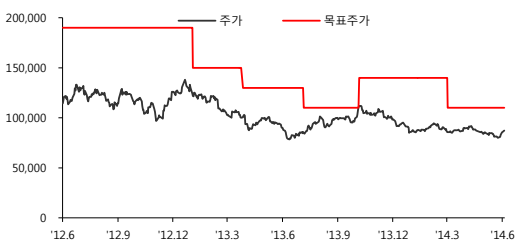
- Strong Buy : 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- Buy : 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- Hold : 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- Reduce : 추천기준일 종가대비 +5%미만.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)

→아래 산업투자의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.

- 비중확대(Overweight).
- 중립(Neutral).
- 비중축소(Underweight)

금호석유화학(011780)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자
2012.07.19	기업브리프	Buy	190,000	황유식
2012.10.02	기업브리프	Buy	190,000	황유식
2012.10.22	기업브리프	Buy	190,000	황유식
2012.11.14	산업분석	Buy	190,000	황유식
2012.12.17	산업브리프	Buy	190,000	황유식
2013.01.03	산업브리프	Buy	190,000	황유식
2013.01.15	산업분석	Buy	150,000	황유식
2013.04.08	산업분석	Buy	130,000	황유식
2013.07.10	산업분석	Buy	130,000	황유식
2013.07.19	기업브리프	Buy	110,000	황유식
2013.10.10	산업분석	Buy	110,000	황유식
2013.10.21	기업브리프	Buy	140,000	황유식
2014.01.16	산업분석	Buy	140,000	황유식
2014.03.17	기업브리프	Buy	110,000	황유식
2014.06.17	기업브리프	Buy	110,000	황유식

주가 및 목표주가 변동추이