

2017. 5. 2



## ▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 100,000 원

현재주가 (4.28) 76,100 원

상승여력 31.4 %

KOSPI 2,205.44pt

시가총액 23,186억원

발행주식수 3,047만주

유동주식비율 57.01%

외국인비중 24.47%

52주 최고/최저가 92,300원 / 56,600원

평균거래대금 146.6억원

## 주요주주(%)

박찬구 외 6인 24.6

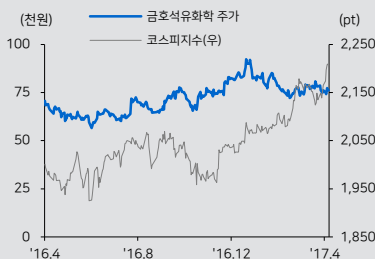
국민연금 10.6

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 1.33 6.58 7.64

상대주가 0.53 -2.67 0.33

## 주가그래프



## 금호석유화학 011780

## BD가 견인한 놀라운 실적

- ✓ 1Q17 영업이익 657억원으로 시장 예상치 403억원을 상회하는 실적 달성
- ✓ 합성고무의 수익성 개선 효과 발생, 이는 원재료(BD) 급등이 고무에 전가된 사례
- ✓ 지분법이익 184억원을 기록했고, MDI강세에 따른 금호 미쓰이의 이익 기여도 증가
- ✓ 2Q17 고무 수익성 둔화 및 SMP가격 하락으로 영업이익 453억원을 추정
- ✓ 고무의 수익성 개선이라는 방향성에 주목하며 투자의견 Buy, 적정주가 10만원 유지

## 1Q17 영업이익 657억원(+179.8% QoQ) 달성

1Q17 영업이익은 657억원을 기록하며 시장 예상치(403억원)를 큰 폭으로 상회했다. 이는 합성고무(+127억원)와 합성수지(+91억원)의 이익이 증가한 결과이다. 고무부문 이익 증가는 (1) 글로벌 합성고무의 증설이 마무리된 가운데, (2) 연초 합성고무 re-stocking 수요 증가, (3) 급등한 원재료(BD)의 cost-push가 반영되었다.

합성수지는 원재료(SM) 가격 급등(4Q16 1,109달러/톤→1Q17 1,325달러/톤)이 ABS(4Q16 1,572달러/톤→1Q17 1,895달러/톤) 판가에 반영되며 이익이 증가했다.

지분법이익은 184억원으로 MDI가격 강세에 따라 금호미쓰이의 기여도가 증가했다.

## 2Q17 Preview: 합성수지 수익성 유지, 합성고무 및 에너지 이익 감소

2Q17 영업이익은 453억원(-31.1% QoQ, -30.7% YoY)으로 감소하겠다. 이는 (1) 합성수지의 계절적 성수기 수요가 발생하나, (2) 합성고무의 원재료(BD)와 고무가격 하락에 따른 수익성 감소, (3) SMP가격 하락에 따른 에너지부문의 이익이 감소하기 때문이다.

합성수지는 ABS의 이익 기여도가 높아진다. ABS 신증설이 부재하여 타이트한 공급이 지속될 가운데, 연간 4% 이상 수요가 증가하며 가격 강세가 예상된다.

## 방향성에 주목하며 투자의견 Buy와 적정주가 10 만원을 유지

3월 이후 BD/고무의 가격 하락 속도가 상이하다. 이는 BD 가격 급등의 일회적 요인(Re-stocking 및 투기적 수요)이 소멸되며 적정가격(1,225달러/톤)으로 복귀했다. 반면 합성고무 가격 하락은 더딘 상황이다. 고무 신증설이 제한되어 공급이 개선된다는 판단이다. 결국 합성고무 가격 상승이 동사의 실적 개선과 주가 상승을 견인한다는 관점에서 매수 전략을 제시한다. 투자의견 Buy와 적정주가 10만원을 유지한다.

| (십억원) | 매출액     | 영업이익  | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2015  | 3,934.5 | 164.0 | 118.9         | 3,818             | 31.5       | 45,992     | 13.6       | 1.1        | 10.8             | 7.6        | 153.1       |
| 2016  | 3,970.4 | 157.1 | 73.2          | 2,320             | -39.2      | 47,848     | 35.3       | 1.7        | 12.5             | 4.6        | 163.1       |
| 2017E | 5,117.4 | 215.2 | 182.3         | 5,899             | 154.3      | 52,697     | 12.9       | 1.4        | 9.2              | 10.7       | 171.5       |
| 2018E | 5,316.7 | 225.8 | 173.4         | 5,608             | -4.9       | 57,269     | 13.6       | 1.3        | 8.4              | 9.3        | 175.7       |
| 2019E | 5,529.7 | 242.5 | 201.2         | 6,519             | 16.2       | 62,659     | 11.7       | 1.2        | 7.8              | 10.0       | 176.3       |

표1 금호석유화학 1Q17 Earnings Review

| (십억원)   | 1Q17P   | 1Q16  | (% YoY) | 4Q16    | (% QoQ) | 메리츠     | (% diff.) | 컨센서스    | (% diff.) |
|---------|---------|-------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| 매출액     | 1,408.2 | 871.5 | 61.6    | 1,093.0 | 28.8    | 1,498.0 | -6.0      | 1,406.0 | 0.2       |
| 영업이익    | 65.7    | 46.3  | 42.0    | 23.5    | 179.8   | 46.7    | 40.8      | 40.3    | 63.2      |
| 순이익(지배) | 69.1    | 38.2  | 80.8    | -27.8   | 흑전      | 33.4    | 106.8     | 25.7    | 169.1     |

자료: 금호석유화학, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 금호석유화학 사업부문별 실적 추정치

| (십억원)     | 1Q16    | 2Q16    | 3Q16   | 4Q16    | 1Q17P   | 2Q17E   | 3Q17E   | 4Q17E   | 2016    | 2017E   | 2018E   |
|-----------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 871.5   | 1,011.5 | 994.4  | 1,093.0 | 1,408.2 | 1,189.8 | 1,238.9 | 1,280.5 | 3,970.4 | 5,117.4 | 5,316.7 |
| 합성고무      | 347.0   | 387.7   | 379.3  | 445.2   | 636.2   | 494.3   | 530.6   | 577.2   | 1,559.2 | 2,238.3 | 2,431.8 |
| 합성수지      | 256.6   | 271.6   | 247.8  | 259.7   | 303.5   | 303.0   | 305.0   | 304.4   | 1,035.7 | 1,215.8 | 1,250.4 |
| 기타        | 267.9   | 352.2   | 367.3  | 388.1   | 468.5   | 369.2   | 379.0   | 373.8   | 1,375.5 | 1,590.5 | 1,530.3 |
| 영업이익      | 46.3    | 65.4    | 23.5   | 23.5    | 65.7    | 45.3    | 53.7    | 50.4    | 157.1   | 215.2   | 225.8   |
| %OP       | 5.3%    | 6.5%    | 2.4%   | 2.2%    | 4.7%    | 3.8%    | 4.3%    | 3.9%    | 4.0%    | 4.2%    | 4.2%    |
| 세전이익      | 50.9    | 66.1    | 22.9   | -27.0   | 88.4    | 45.7    | 57.4    | 50.4    | 89.4    | 241.8   | 234.4   |
| 순이익(지배주주) | 38.2    | 45.0    | 17.8   | -27.8   | 69.1    | 33.6    | 42.2    | 37.5    | 73.2    | 182.3   | 173.4   |
| % YoY     |         |         |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 매출액       | -14.6%  | -6.3%   | 3.2%   | 25.4%   | 61.6%   | 17.6%   | 24.6%   | 17.2%   | 0.9%    | 28.9%   | 3.9%    |
| 영업이익      | -16.1%  | 2.0%    | -47.8% | 흑전      | 42.0%   | -30.7%  | 128.6%  | 114.6%  | -4.2%   | 37.0%   | 4.9%    |
| 세전이익      | -8.3%   | -4.5%   | -36.0% | 적전      | 73.7%   | -30.9%  | 150.5%  | 흑전      | -47.3%  | 170.5%  | -3.1%   |
| 당기순이익     | -8.0%   | -8.5%   | -33.3% | 적전      | 80.8%   | -25.4%  | 136.9%  | 흑전      | -38.4%  | 149.1%  | -4.9%   |
| % QoQ     |         |         |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 매출액       | 0.0%    | 16.1%   | -1.7%  | 9.9%    | 28.8%   | -15.5%  | 4.1%    | 3.4%    |         |         |         |
| 영업이익      | 흑전      | 41.3%   | -64.1% | 0.0%    | 179.8%  | -31.1%  | 18.6%   | -6.1%   |         |         |         |
| 세전이익      | 459.3%  | 29.9%   | -65.4% | 적전      | 흑전      | -48.4%  | 25.6%   | -12.2%  |         |         |         |
| 당기순이익     | 2287.5% | 17.8%   | -60.4% | 적전      | 흑전      | -51.4%  | 25.6%   | -11.0%  |         |         |         |

자료: 금호석유화학, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 금호석유화학 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 금호석유화학 12M Trailing PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 금호석유화학(011780)

## Income Statement

| (십억원)       | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액         | 3,934.5 | 3,970.4 | 5,117.4 | 5,316.7 | 5,529.7 |
| 매출액증가율 (%)  | -17.4   | 0.9     | 28.9    | 3.9     | 4.0     |
| 매출원가        | 3,600.6 | 3,637.5 | 4,751.4 | 4,838.0 | 5,024.4 |
| 매출총이익       | 333.9   | 332.9   | 366.0   | 478.7   | 505.3   |
| 판매비와관리비     | 170.0   | 175.8   | 204.7   | 252.9   | 262.7   |
| 영업이익        | 164.0   | 157.1   | 215.2   | 225.8   | 242.5   |
| 영업이익률 (%)   | 4.2     | 4.0     | 4.2     | 4.2     | 4.4     |
| 금융수익        | -67.4   | -67.2   | -45.8   | -63.4   | -68.2   |
| 종속/관계기업관련손익 | 43.2    | 27.6    | 72.4    | 72.0    | 72.0    |
| 기타영업외손익     | 29.9    | -4.6    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 세전계속사업이익    | 169.6   | 112.9   | 241.9   | 234.4   | 246.3   |
| 법인세비용       | 47.8    | 32.1    | 55.5    | 57.4    | 41.0    |
| 당기순이익       | 121.9   | 80.8    | 186.0   | 177.0   | 205.3   |
| 지배주주지분 순이익  | 118.9   | 73.2    | 182.3   | 173.4   | 201.2   |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)           | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E   |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 영업활동현금흐름        | 483.2  | 296.8  | 383.4  | 434.8  | 471.9   |
| 당기순이익(손실)       | 121.9  | 80.8   | 186.0  | 177.0  | 205.3   |
| 유형자산감가상각비       | 173.8  | 202.8  | 244.3  | 275.2  | 278.5   |
| 무형자산상각비         | 2.2    | 3.2    | 2.6    | 2.2    | 1.8     |
| 운전자본의 증감        | 217.4  | -20.2  | -49.5  | -19.5  | -13.7   |
| 투자활동 현금흐름       | -391.3 | -250.7 | -340.1 | -347.8 | -333.5  |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -389.8 | -272.7 | -220.0 | -300.0 | -300.0  |
| 투자자산의 감소(증가)    | 89.5   | 29.4   | -114.0 | -45.4  | -31.8   |
| 재무활동 현금흐름       | -258.4 | 103.6  | 277.9  | 277.5  | 277.5   |
| 차입금증감           | -234.3 | 165.4  | 300.0  | 300.0  | 300.0   |
| 자본의증가           | 2.6    | -1.3   | 0.0    | 0.0    | 0.0     |
| 현금의증가           | -166.4 | 149.7  | 321.2  | 364.5  | 415.9   |
| 기초현금            | 213.6  | 47.3   | 197.0  | 518.2  | 882.8   |
| 기말현금            | 47.3   | 197.0  | 518.2  | 882.8  | 1,298.7 |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산      | 967.6   | 1,255.3 | 1,758.1 | 2,194.8 | 2,661.4 |
| 현금및현금성자산  | 47.3    | 197.0   | 518.2   | 882.8   | 1,298.7 |
| 매출채권      | 435.3   | 520.9   | 610.2   | 645.8   | 670.7   |
| 재고자산      | 394.7   | 445.5   | 522.0   | 552.4   | 573.7   |
| 비유동자산     | 3,243.0 | 3,290.8 | 3,377.9 | 3,445.9 | 3,497.4 |
| 유형자산      | 2,505.7 | 2,564.8 | 2,540.4 | 2,565.2 | 2,586.7 |
| 무형자산      | 16.2    | 17.3    | 14.7    | 12.5    | 10.7    |
| 투자자산      | 666.5   | 664.7   | 778.7   | 824.1   | 855.9   |
| 자산총계      | 4,210.6 | 4,546.1 | 5,136.0 | 5,640.7 | 6,158.8 |
| 유동부채      | 1,541.3 | 2,145.6 | 2,292.7 | 2,375.3 | 2,445.2 |
| 매입채무      | 219.2   | 373.7   | 437.8   | 463.3   | 481.2   |
| 단기차입금     | 696.9   | 971.8   | 1,011.8 | 1,051.8 | 1,091.8 |
| 유동성장기부채   | 335.4   | 539.3   | 539.3   | 539.3   | 539.3   |
| 비유동부채     | 1,005.5 | 672.7   | 951.9   | 1,219.6 | 1,484.9 |
| 사채        | 354.4   | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 장기차입금     | 527.8   | 559.5   | 819.5   | 1,079.5 | 1,339.5 |
| 부채총계      | 2,546.8 | 2,818.2 | 3,244.6 | 3,594.8 | 3,930.1 |
| 자본금       | 167.5   | 167.5   | 167.5   | 167.5   | 167.5   |
| 자본잉여금     | 267.8   | 266.5   | 266.5   | 266.5   | 266.5   |
| 기타포괄이익누계액 | 15.8    | 18.2    | 18.2    | 18.2    | 18.2    |
| 이익잉여금     | 1,145.7 | 1,207.9 | 1,367.8 | 1,518.7 | 1,697.4 |
| 비지배주주지분   | 107.3   | 108.2   | 111.9   | 115.4   | 119.5   |
| 자본총계      | 1,663.7 | 1,727.9 | 1,891.4 | 2,045.9 | 2,228.7 |

## Key Financial Data

|                        | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원)               |         |         |         |         |         |
| SPS                    | 129,137 | 130,316 | 167,961 | 174,502 | 181,493 |
| EPS(지배주주)              | 3,818   | 2,320   | 5,899   | 5,608   | 6,519   |
| CFPS                   | 11,538  | 12,824  | 17,960  | 18,876  | 19,524  |
| EBITDAPS               | 11,156  | 11,915  | 15,167  | 16,513  | 17,161  |
| BPS                    | 45,992  | 47,848  | 52,697  | 57,269  | 62,659  |
| DPS                    | 800     | 800     | 800     | 800     | 800     |
| 배당수익률(%)               | 1.5     | 1.0     | 1.1     | 1.1     | 1.1     |
| Valuation(Multiple)    |         |         |         |         |         |
| PER                    | 13.6    | 35.3    | 12.9    | 13.6    | 11.7    |
| PCR                    | 4.5     | 6.4     | 4.2     | 4.0     | 3.9     |
| PSR                    | 0.4     | 0.6     | 0.5     | 0.4     | 0.4     |
| PBR                    | 1.1     | 1.7     | 1.4     | 1.3     | 1.2     |
| EBITDA                 | 339.9   | 363.0   | 462.1   | 503.1   | 522.9   |
| EV/EBITDA              | 10.8    | 12.5    | 9.2     | 8.4     | 7.8     |
| Key Financial Ratio(%) |         |         |         |         |         |
| 자기자본이익률(ROE)           | 7.6     | 4.6     | 10.7    | 9.3     | 10.0    |
| EBITDA 이익률             | 8.6     | 9.1     | 9.0     | 9.5     | 9.5     |
| 부채비율                   | 153.1   | 163.1   | 171.5   | 175.7   | 176.3   |
| 금융비용부담률                | 1.3     | 1.5     | 1.2     | 1.3     | 1.4     |
| 이자보상배율(x)              | 3.2     | 2.7     | 3.5     | 3.2     | 3.1     |
| 매출채권회전율(x)             | 8.0     | 8.3     | 9.0     | 8.5     | 8.4     |
| 재고자산회전율(x)             | 8.5     | 9.5     | 10.6    | 9.9     | 9.8     |

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 5월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 5월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 5월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호)

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 (2016년 7월 14일부터 기준 변경 시행)

| 기업               | 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미  |
|------------------|---|
| 추천기준일 증가대비 4등급   | <p><b>Buy</b> 추천기준일 증가대비 +20% 이상</p> <p><b>Trading Buy</b> 추천기준일 증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 증가대비 -20% 미만</p> |
| 산업               | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천   |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급 | <p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>   |

## 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율    |
|------|-------|
| 매수   | 92.5% |
| 중립   | 7.5%  |
| 매도   | 0.0%  |

2017년 3월 31 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## 금호석유화학(011780) 투자등급변경 내용

| 추천확정일자     | 자료형식  | 투자의견 | 적정주가(원) | 담당자    | 주가 및 적정주가 변동추이                          |
|------------|-------|------|---------|--------|---|
| 2015.08.06 | 기업브리프 | Buy  | 90,000  | 황유식    | <p>(원)</p> <p>금호석유화학 주가</p> <p>적정주가</p> |
| 2015.10.05 | 산업분석  | Buy  | 80,000  | 황유식    |   |
|            |       |      |         | 담당자 변경 |   |
| 2016.10.11 | 산업분석  | Buy  | 100,000 | 노우호    |   |
| 2016.11.17 | 산업분석  | Buy  | 100,000 | 노우호    |   |
| 2017.01.11 | 산업분석  | Buy  | 100,000 | 노우호    |   |
| 2017.02.06 | 산업브리프 | Buy  | 100,000 | 노우호    |   |
| 2017.02.21 | 산업브리프 | Buy  | 100,000 | 노우호    |   |
| 2017.03.03 | 산업브리프 | Buy  | 100,000 | 노우호    |   |
| 2017.04.05 | 산업분석  | Buy  | 100,000 | 노우호    |   |
| 2017.05.02 | 기업브리프 | Buy  | 100,000 | 노우호    |   |