

2017. 11. 1



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02-6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 이민영

02-6098-6656

my.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 100,000 원

현재주가 (10.31) 69,400 원

상승여력 44.1%

KOSPI 2,523.43pt

시가총액 21,145억원

발행주식수 3,047만주

유동주식비율 56.94%

외국인비중 27.25%

52주 최고/최저가 92,300원/65,500원

평균거래대금 91.4억원

주요주주(%)

박찬구 외 6 인 24.70

국민연금 9.55

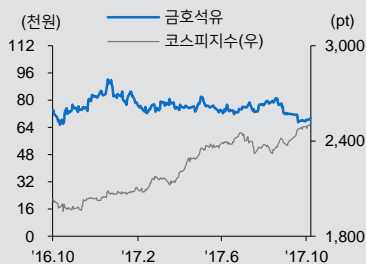
BlackRock Fund Advisors 외 13 인 7.17

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -3.7 -8.8 -1.0

상대주가 -8.7 -20.3 -21.2

주가그래프



금호석유 011780

바닥을 통과하는 업황,
주가 Re-rating 구간 진입

- ✓ 3Q17 영업이익 577억원(+30.7% QoQ)을 기록하며 시장 예상치 상회
- ✓ MDI 강세에 따라 금호미쓰이의 지분법이익 377억원으로 기여도 증가
- ✓ 향후 실적 견인은 수급 정상화가 예상되는 합성고무와 수요 강세 ABS로 파악됨
- ✓ 4Q17 영업이익 468억원, 17년 연간 이익 2,145억원으로 증익 기조 예상
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 10만원 유지, 화학업종 차선후주로 제시

3Q17 BD/SBR, ABS가 견인한 이익 서프라이즈: 영업이익 577억원 달성

전분기 대비 +30.7% 증가하며 577억원을 달성한 3Q17 영업실적의 회복 키워드는 수요 회복이다. 상반기 합성고무 부진의 원인이던 관망세 수요가 해소되었고, 10월 국경절을 대비한 재고확충 수요 발생으로 BD-SBR이 강세 전환되었다. 중국 동부 합성고무 재고량이 11월 현재 6만톤으로 재차 증가했으나, 중국 타이어 설비들의 가동률 상승(8월 70% 수준으로 전월대비 5%p 상승)으로 상쇄된 모습이다. ABS는 향후 3년간 증설규모가 미미, 중국 내 전방 수요 증가로 수급 강세 전환, 스프레드는 589달러/톤으로 역사적 고점에 도달, 이익 기여도가 증가했다. 지분법이익은 377억원으로 MDI 강세에 따른 금호미쓰이의 이익증가분이 반영되었다.

합성고무 수급 강세 전환 초기 국면: 주가 재평가 계기 마련될 전망

10월 BD는 950달러/톤으로 급락했다. 중국 Qilu Petrochemical SBR 10만톤/연 설비가 환경규제로 가동 중단하며 BD 수요가 일시적으로 위축되었다. 동사의 이익 Driver는 합성고무 스프레드이다. 향후 중국 소재 합성고무 설비들의 가동 중단 이슈는 빈번히 발생할 가능성이 높다. 중국 정부의 공급 효율화 정책과 친환경 정책 규제가 한층 강화되기 때문이다. 이에 동사는 중단기적으로 중국 내 합성고무 공급 감소에 따른 반사 수혜를 누릴 전망이다. 또한 글로벌 합성고무 증설이 16년 이후로 마무리되는 구간으로 공급과잉이 해소되는 상황이다. 글로벌 경기 회복에 따른 수요 반등은 결국 전방시장 수요 변화를 견인하고, 이에 따라 고무 수급이 up-cycle로 변모할 전망이다. 결국 업황 회복과 글로벌 수요 개선에 따라 수급 강세가 예상되는 바, 동사의 주가는 재평가가 될 전기를 마련했다는 판단이다. 이에 투자의견 Buy와 적정주가 10만원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	3,934.5	164.0	118.9	3,916	42.6	45,992	13.6	1.1	10.8	7.6	153.1
2016	3,970.4	157.1	73.3	2,567	-34.5	47,848	35.3	1.7	12.5	4.6	163.1
2017E	5,060.7	214.5	215.5	7,436	189.7	55,099	9.4	1.2	8.7	12.9	153.5
2018E	5,287.3	309.2	250.5	8,311	11.8	61,974	8.4	1.1	6.9	12.7	154.5
2019E	5,631.8	424.1	365.9	12,170	46.4	72,280	5.8	1.0	5.3	16.2	146.3

표1 금호석유화학 3Q17 Earnings Review

(십억원)	3Q17P	3Q16	(% YoY)	2Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,205.2	994.4	21.2	1,239.1	-2.7	1,144.8	5.3	1,215.6	-0.9
영업이익	57.8	23.5	146.1	44.2	30.7	59.5	-2.9	50.5	14.3
순이익(지배)	56.5	17.8	217.0	36.7	53.9	45.3	24.7	38.2	47.9

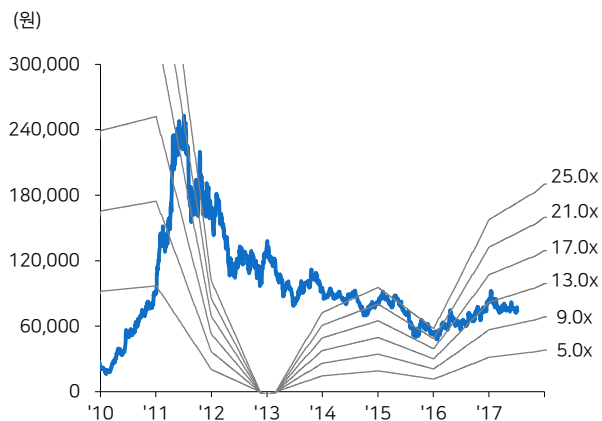
자료: 금호석유, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표2 금호석유화학 사업부문별 실적 추정치

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	871.5	1,011.5	994.4	1,093.0	1,408.2	1,239.1	1,205.2	1,208.2	3,970.4	5,060.7	5,287.3
합성고무	347.0	387.7	379.3	445.2	636.2	499.5	463.5	489.4	1,559.2	2,088.6	2,359.0
합성수지	256.6	271.6	247.8	259.7	303.5	293.8	308.9	330.2	1,035.7	1,236.4	1,313.2
기타	267.9	352.2	367.3	388.1	468.5	445.8	432.7	365.0	1,375.5	1,712.0	1,511.5
영업이익	46.3	65.4	23.5	21.9	65.7	44.2	57.8	46.8	157.1	214.5	309.2
%OP	5.3%	6.5%	2.4%	2.0%	4.7%	3.6%	4.8%	3.9%	4.0%	4.2%	5.8%
세전이익	50.9	66.1	22.9	-27.0	88.4	52.9	78.6	71.4	112.9	291.3	338.4
순이익(지배주주)	38.2	45.0	17.8	-27.8	69.1	36.7	56.5	53.2	73.2	215.5	250.5
%YoY											
매출액	-14.6%	-6.3%	3.2%	25.4%	61.6%	22.5%	21.2%	10.5%	0.9%	27.5%	4.5%
영업이익	-16.1%	2.0%	-47.8%	흑전	42.0%	-32.5%	145.7%	113.7%	-4.2%	36.5%	44.1%
세전이익	-8.3%	-4.5%	-36.0%	적전	73.7%	-20.0%	243.2%	흑전	-33.4%	158.1%	16.2%
당기순이익	-7.9%	-8.6%	-33.2%	적전	80.6%	-18.3%	217.0%	흑전	-38.4%	194.2%	16.2%
%QoQ											
매출액	0.0%	16.1%	-1.7%	9.9%	28.8%	-12.0%	-2.7%	0.3%			
영업이익	흑전	41.2%	-64.1%	-6.8%	200.2%	-32.8%	30.7%	-18.9%			
세전이익	459.3%	29.8%	-65.3%	적전	흑전	-40.2%	48.7%	-9.2%			
당기순이익	2289.3%	17.6%	-60.4%	적전	흑전	-46.8%	53.9%	-5.9%			

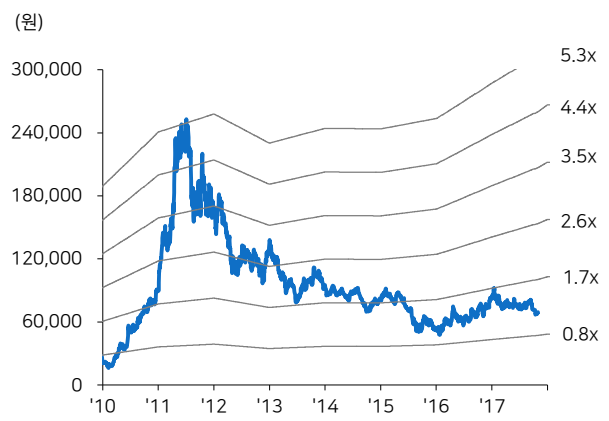
자료: 금호석유화학, 메리츠증권 리서치센터

그림1 금호석유화학 12M Fwd PER 밴드 차트



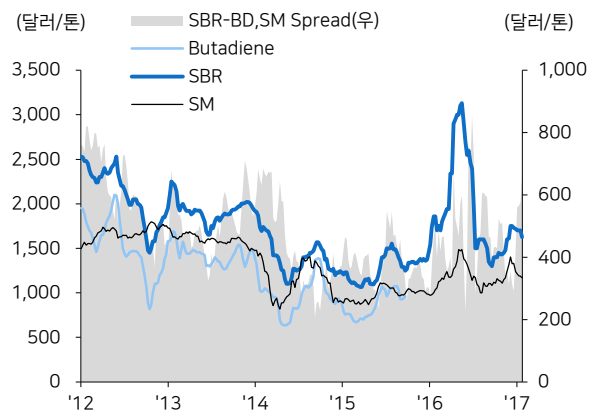
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 금호석유화학 12M Trailing PBR 밴드 차트



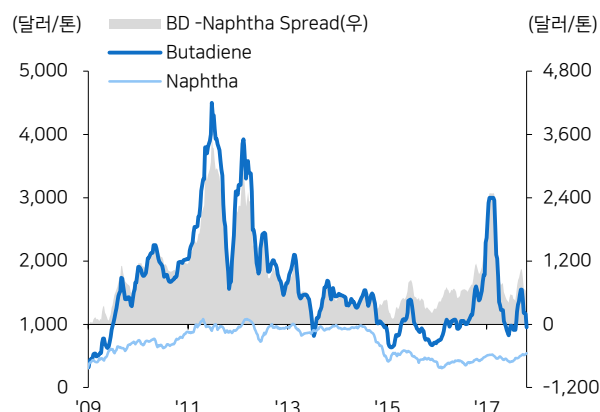
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 합성고무 가격과 스프레드



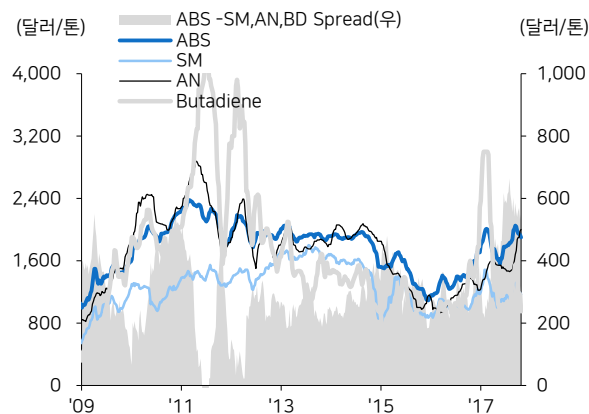
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 부타디엔: 중국 내 합성고무 설비 가동 중단으로 급락



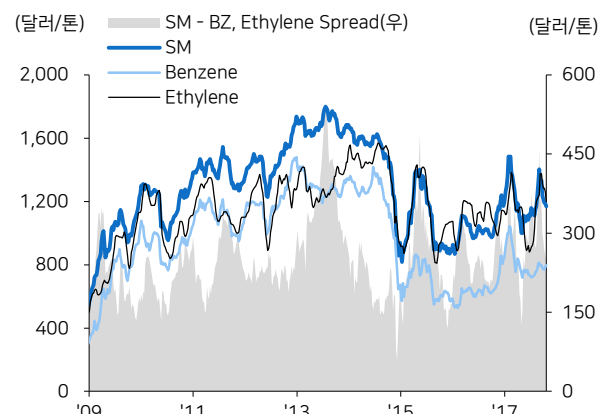
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 ABS: 역사적 고점에 도달한 스프레드



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 SM: 다운스트림 수요 호조에 따른 가격 강세



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 중국 천연고무 재고량



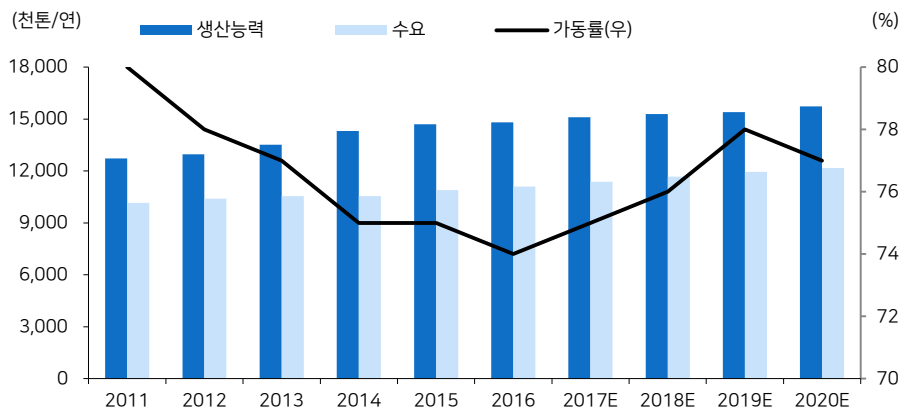
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 중국 합성고무 재고량



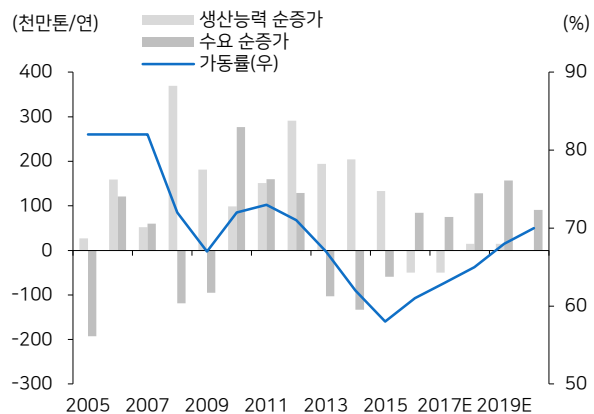
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 부타디엔 수급 회복 국면 진입: 공급량 제한과 다운스트림 수요 회복 예상됨



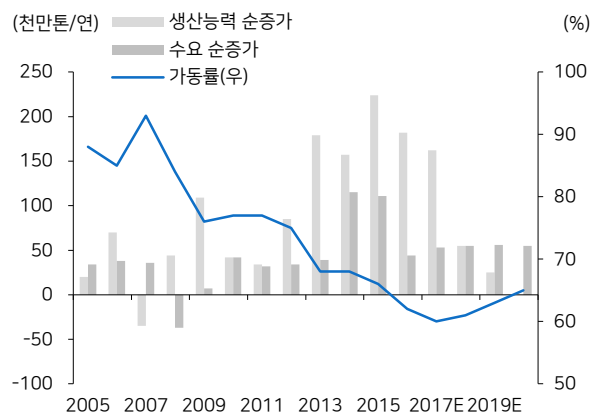
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 SBR 다운스트림 수요 증가: E-SBR



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 SBR 다운스트림 수요 증가: S-SBR



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 금호석유의 분기별 영업이익과 주가 추이: 향후 실적 개선으로 주가 re-rating 초기 단계



자료: 메리츠증권 리서치센터

금호석유 (011780)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,934.5	3,970.4	5,060.7	5,287.3	5,631.8
매출액증가율 (%)	-17.4	0.9	27.5	4.5	6.5
매출원가	3,600.6	3,637.5	4,662.8	4,726.9	4,940.2
매출총이익	333.9	332.9	397.9	560.4	691.6
판매관리비	170.0	175.9	171.1	251.3	267.5
영업이익	164.0	157.1	214.5	309.2	424.1
영업이익률	4.2	4.0	4.5	5.8	7.5
금융손익	-67.4	-67.2	-44.0	-71.5	-77.2
총속/관계기업손익	43.2	27.6	118.9	101.0	109.3
기타영업외손익	29.9	-4.6	2.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	169.6	112.9	291.3	338.4	456.1
법인세비용	47.8	32.1	75.3	82.9	82.8
당기순이익	121.9	80.8	229.1	255.8	373.4
지배주주지분 순이익	118.9	73.3	215.5	250.5	365.9

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	967.6	1,255.3	1,722.1	2,202.5	2,817.4
현금및현금성자산	47.3	197.0	682.4	1,022.6	1,580.9
매출채권	435.4	520.9	538.7	611.3	640.7
재고자산	394.7	445.5	434.2	492.7	516.3
비유동자산	3,243.0	3,290.8	3,279.3	3,412.4	3,480.8
유형자산	2,505.7	2,564.8	2,484.0	2,517.4	2,546.4
무형자산	16.2	17.3	15.6	13.6	11.8
투자자산	666.5	664.7	754.9	856.6	897.8
자산총계	4,210.6	4,546.1	5,001.4	5,614.9	6,298.2
유동부채	1,541.3	2,145.6	1,983.2	2,085.8	2,151.1
매입채무	219.2	373.7	269.3	305.6	320.3
단기차입금	696.9	971.8	961.5	1,001.5	1,041.5
유동성장기부채	335.4	539.3	557.3	557.3	557.3
비유동부채	1,005.6	672.7	1,044.9	1,322.5	1,589.6
사채	354.4	0.0	289.5	289.5	289.5
장기차입금	527.8	559.5	625.1	885.1	1,145.1
부채총계	2,546.8	2,818.2	3,028.1	3,408.3	3,740.7
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	77.3	77.3	77.3
이익잉여금	1,145.7	1,207.9	1,390.0	1,618.2	1,961.6
비지배주주지분	107.3	108.2	112.4	117.5	124.9
자본총계	1,663.8	1,727.9	1,973.3	2,206.6	2,557.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	483.2	296.8	300.7	467.5	623.1
당기순이익(손실)	121.9	80.8	229.1	255.8	373.4
유형자산상각비	173.8	202.8	230.4	266.6	271.1
무형자산상각비	2.2	3.2	2.7	2.0	1.8
운전자본의 증감	217.4	-20.2	-169.3	-56.9	-23.0
투자활동 현금흐름	-391.4	-250.7	-141.3	-404.9	-342.5
유형자산의증가(CAPEX)	-389.8	-272.7	-165.4	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	89.5	29.4	-90.2	-101.7	-41.2
재무활동 현금흐름	-258.4	103.6	326.1	277.6	277.6
차입금의 증감	-234.3	165.4	352.7	300.1	300.0
자본의 증가	2.6	-1.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-166.4	149.7	485.4	340.3	558.3
기초현금	213.6	47.3	197.0	682.4	1,022.6
기말현금	47.3	197.0	682.4	1,022.6	1,580.9

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	129,137	130,316	166,101	173,538	184,844
EPS(지배주주)	3,916	2,567	7,436	8,311	12,170
CFPS	11,539	12,824	18,924	22,279	26,459
EBITDAPS	11,156	11,916	15,093	18,965	22,872
BPS	45,992	47,848	55,099	61,974	72,280
DPS	800	800	800	800	800
배당수익률(%)	1.5	1.0	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	13.6	35.3	9.4	8.4	5.8
PCR	4.5	6.4	3.6	3.1	2.6
PSR	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4
PBR	1.1	1.7	1.2	1.1	1.0
EBITDA	339.9	363.0	459.9	577.8	696.9
EV/EBITDA	10.8	12.5	8.7	6.9	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.6	4.6	12.9	12.7	16.2
EBITDA 이익률	8.6	9.1	9.1	10.9	12.4
부채비율	153.1	163.1	153.5	154.5	146.3
금융비용부담률	1.3	1.5	1.3	1.5	1.5
이자보상배율(x)	3.2	2.7	3.3	4.0	4.9
매출채권회전율(x)	8.0	8.3	9.6	9.2	9.0
재고자산회전율(x)	8.5	9.5	11.5	11.4	11.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 1일 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, 이민영)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

금호석유 (011780) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	파리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.10.05		1년 경과		담당자 변경	-8.8	-6.4	
2016.10.11	기업분석	Buy	100,000	노우호	-27.9	-22.3	
2016.11.17	산업분석	Buy	100,000	노우호	-24.1	-14.2	
2017.01.11	산업분석	Buy	100,000	노우호	-22.2	-7.7	
2017.02.06	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-21.7	-7.7	
2017.02.21	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-21.8	-7.7	
2017.03.03	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-22.3	-7.7	
2017.04.05	산업분석	Buy	100,000	노우호	-22.4	-7.7	
2017.05.02	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-22.5	-7.7	
2017.05.30	산업분석	Buy	100,000	노우호	-22.7	-7.7	
2017.06.26	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-22.8	-7.7	
2017.07.10	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-23.1	-7.7	
2017.07.31	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-23.1	-7.7	
2017.08.21	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-23.6	-7.7	
2017.11.01	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-	-	