



BUY(Upgrade)

목표주가: 100,000원

주가(11/21): 74,500원

시가총액: 23,551억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/21)	2,530.70pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	92,300원
등락률	-19.28%
수익률	절대
1W	9.6%
6M	0.4%
1Y	0.7%
	-21.8%

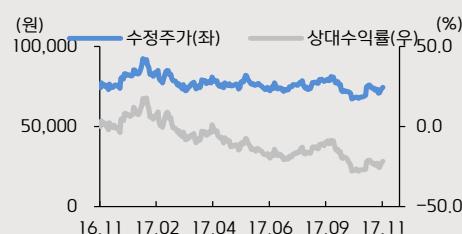
Company Data

발행주식수	33,491천주
일평균 거래량(3M)	127천주
외국인 지분율	27.26%
배당수익률(17E)	1.34%
BPS(17E)	54,043원
주요 주주	박철원 외 6인
	금호석유 자사주
	18.36%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	39,704	51,017	54,180	55,440
보고영업이익	1,571	2,300	2,869	3,409
핵심영업이익	1,571	2,300	2,869	3,409
EBITDA	3,630	4,206	4,743	5,254
세전이익	1,129	2,872	3,301	3,815
순이익	808	2,138	2,575	2,976
지배주주지분순이익	732	2,113	2,567	2,967
EPS(원)	2,187	6,309	7,666	8,859
증감률(%YoY)	-38.4	188.5	21.5	15.6
PER(배)	37.5	11.8	9.7	8.4
PBR(배)	1.7	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	12.9	10.2	8.8	7.6
보고영업이익률(%)	4.0	4.5	5.3	6.1
핵심영업이익률(%)	4.0	4.5	5.3	6.1
ROE(%)	4.8	11.7	12.7	13.0
순부채비율(%)	107.0	98.9	83.3	66.8

Price Trend



금호석유화학 (011780)

2018년, 헛지 프로그램의 본격적인 가동



지난 6년 동안 동사의 연결 실적에 기여를 못하던 폐놀유도체부문은 올해를 저점으로 2020년까지 수익성 개선이 전망됩니다. 중국의 PC 자급률 상승을 위한 공격적 증설 전망에 기인합니다. 또한 유가 상승에 따른 SMP의 동반 상승으로 에너지부문의 실적 개선이 예상됩니다. 이에 합성고무 업황에 민감한 실적 구조가 내년부터는 안정적으로 변모할 전망입니다. 동사에 대해 투자의견/목표주가를 상향 조정합니다.

>>> 4분기 영업이익, 증익 기조 유지 전망

금호석유화학은 전 분기 어닝 서프라이즈에 이어 4분기에도 전 분기를 넘어서는 영업이익(624억원)을 기록할 전망이다. 일부 플랜트의 정기보수 진행에 따른 물량 감소에도 불구하고, 전 사업부문의 고른 실적 개선에 기인한다.

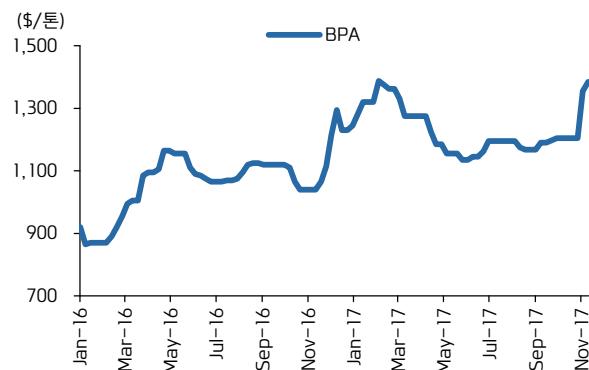
사업부문별로는 1) 합성고무부문은 Lagging 효과에 따른 스프레드 개선으로 전 분기 대비 실적 개선이 예상되고, 2) 합성수지부문은 계절적 비수기임에도 여전히 견조한 수요가 지속되고 있으며, 3) 에너지부문은 9월/10월 이후 석탄 가격 하락에 따른 원가 개선 및 유가 상승으로 인한 SMP 반등으로 전 분기 대비 증익이 전망되고, 4) 특히 폐놀유도체부문은 다운스트림 수요 강세가 지속되는 가운데, 중국의 태국산 BPA 물량에 대한 10.1%의 임시 반덤핑 관세 부과와 중국 일부 플랜트(Sinopec Mitsubishi Chemical, 연산 18만톤)의 기술적 문제로 인한 셧다운으로 수급 타이트 현상이 발생하고 있다. 한편 올해 4분기 지분법이익은 EPDM 스프레드 약세 지속 및 4분기 금호미쓰이화학의 MDI 정기보수 진행으로 전 분기 대비 감소할 전망이다. 다만 금호미쓰이화학은 이번 보수 작업 중 MDI 생산능력의 확장 작업을 진행한 것으로 보인다.

폐놀유도체, 10년 싸이클 주기의 초입

동사의 폐놀유도체부문(금호피앤비화학)은 2010~2011년 폐놀유도체 싸이클 Peak 시기(OPM 14~17%)에 증설 투자를 결정한 후 공급 과잉으로 인한 수급 악화로 2012년부터 올해까지 6년 동안 수익성 악화 시기를 경험하였다.

하지만 올해를 저점으로 내년부터 중장기적으로 동사의 폐놀유도체부문은 본격적인 실적 개선이 전망된다. 에폭시/PC(폴리카보네이트)의 증설 확대에 따른 BPA 수요 증가가 예상되기 때문이다. 특히 PC는 현재 중국의 생산능력이 87만톤에서 2020년까지 200만톤까지 확대될 것으로 보인다. 이에 원단위 고려 시 중국 BPA 수요는 2020년까지 100만톤 이상 증가할 전망이다. 우리는 중국/국내 유도체 업체의 수요 증가로 동사의 폐놀유도체 영업이익이 올해 160억원에서 내년 410억원, 내후년 788억원으로 증가하며, 연결 이익 믹스 개선에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단하고 있다. 폐놀유도체부문 및 에너지부문의 실적 개선에 근거해 투자의견/목표주가를 기준 대비 상향 조정한다.

국내 BPA 가격 추이



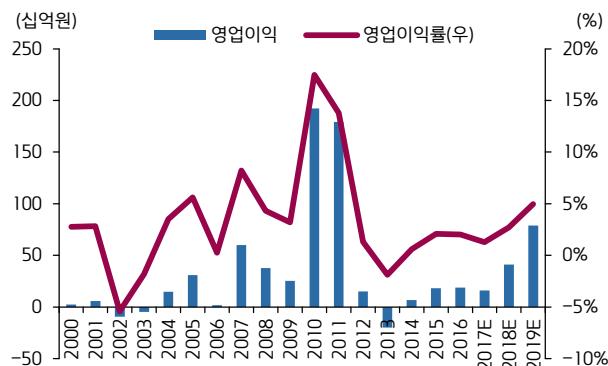
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

아시아 PC 신증설 프로젝트

업체	소재지	생산능력	가동시기
Wanhua Chemical	Yantai	70	2017
Luxi Chemical	Liaocheng	65	2017
Wanhua Chemical	Yantai	80	2018
Luxi Chemical	Liaocheng	65	2018
Lihuayi	Dongying	100	2018
Covestro	Shanghai	200	2019
Ningbo Zhetie Dafeng	Ningbo	100	2019
Wanhua Chemical	Yantai	80	2019
LG 화학	여수	130	2019
롯데케미칼	여수	110	2019
Sinopec Sabic Tianjin	Tianjin	260	2020
합계		1,260	

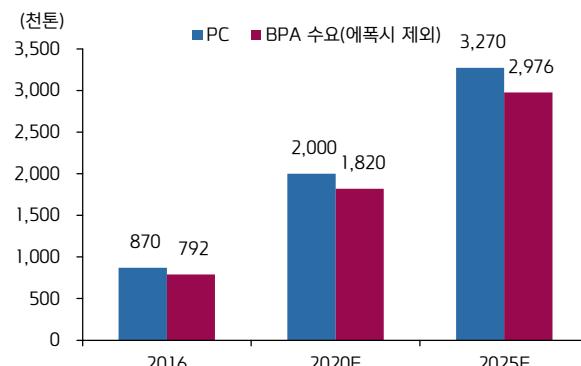
자료: Chemlocus, 키움증권 리서치

금호피앤비화학 영업이익/영업이익률 추이



자료: 금호피앤비화학, 키움증권 리서치

중국 PC 생산능력 및 BPA 수요 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

금호석유화학 실적 전망

(십억원, %)	2016				2017				2015	2016	2017E	2018E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE					
매출액	합성고무	347	388	379	445	636	499	463	465	1,553	1,559	2,064	2,007
	합성수지	257	272	248	260	303	294	309	314	1,079	1,036	1,220	1,290
	정밀화학	29	28	31	34	34	36	36	47	141	122	152	171
	유틸리티 등	77	107	108	130	137	129	117	124	386	421	504	525
	금호피앤비	169	232	250	247	324	309	299	319	839	898	1,251	1,516
	기타(연결조정등)	-7	-16	-21	-23	-25	-25	-19	-20	-64	-66	-90	-92
합계		872	1,012	994	1,093	1,408	1,239	1,205	1,249	3,935	3,970	5,102	5,418
영업이익	합성고무	14	24	0	-2	15	5	9	10	18	36	39	51
	합성수지	16	11	5	5	9	9	22	20	46	37	59	66
	정밀화학	0	0	0	0	1	1	1	1	6	1	3	3
	유틸리티 등	17	16	13	20	32	26	23	25	82	66	105	115
	금호피앤비	-1	14	6	-2	9	3	0	4	17	17	16	41
	기타(연결조정등)	0	0	-1	1	0	1	3	3	-5	0	7	12
합계		46	65	23	22	66	44	58	62	164	157	230	287

자료: 금호석유화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	39,345	39,704	51,017	54,180	55,440
매출원가	36,006	36,375	46,941	49,422	49,281
매출총이익	3,339	3,329	4,076	4,758	6,159
판매비및일반관리비	1,700	1,758	1,775	1,889	2,750
영업이익(보고)	1,640	1,571	2,300	2,869	3,409
영업이익(핵심)	1,640	1,571	2,300	2,869	3,409
영업외손익	57	-442	571	432	406
이자수익	43	18	23	31	32
배당금수익	54	68	53	58	60
외환이익	729	826	1,402	1,181	1,146
이자비용	514	588	668	707	731
외환손실	952	997	1,141	1,067	1,053
관계기업지분법손익	540	366	996	1,047	1,053
투자및기타자산처분손익	21	156	1	0	1
금융상품평가및기타금융이익	83	65	-75	5	16
기타	53	-356	-20	-115	-118
법인세차감전이익	1,696	1,129	2,872	3,301	3,815
법인세비용	478	321	734	726	839
유효법인세율 (%)	28.2%	28.4%	25.5%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,219	808	2,138	2,575	2,976
지배주주지분순이익(억원)	1,189	732	2,113	2,567	2,967
EBITDA	3,399	3,630	4,206	4,743	5,254
현금순이익(Cash Earnings)	2,978	2,867	4,043	4,449	4,820
수정당기순이익	1,144	649	2,212	2,570	2,964
증감율(% YoY)					
매출액	-17.4	0.9	28.5	6.2	2.3
영업이익(보고)	-11.3	-4.2	46.5	24.7	18.8
영업이익(핵심)	-11.3	-4.2	46.5	24.7	18.8
EBITDA	-6.2	6.8	15.9	12.8	10.8
지배주주지분 당기순이익	27.6	-38.4	188.5	21.5	15.6
EPS	27.6	-38.4	188.5	21.5	15.6
수정순이익	48.1	-43.2	240.7	16.2	15.3

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,676	12,553	15,712	18,358	21,187
현금및현금성자산	473	1,970	2,114	3,916	6,409
유동금융자산	107	356	457	486	497
매출채권및유동채권	4,869	5,772	7,417	7,877	8,060
재고자산	3,947	4,455	5,725	6,080	6,221
기타유동비금융자산	280	0	0	0	0
비유동자산	32,430	32,908	34,269	35,174	35,998
장기매출채권및기타비유동채권	281	215	276	293	300
투자자산	6,620	6,597	8,334	9,622	10,807
유형자산	25,057	25,648	25,269	24,917	24,592
무형자산	162	173	146	124	105
기타비유동자산	311	276	246	218	194
자산총계	42,106	45,461	49,982	53,532	57,185
유동부채	15,413	21,456	23,206	23,690	23,879
매입채무및기타유동채무	4,880	6,069	7,798	8,282	8,474
단기차입금	6,969	9,718	9,718	9,718	9,718
유동성장기차입금	3,354	5,493	5,493	5,493	5,493
기타유동부채	210	175	197	197	194
비유동부채	10,055	6,727	7,584	8,355	9,124
장기매입채무및비유동채무	44	55	71	75	77
사채및장기차입금	8,823	5,595	6,345	7,095	7,845
기타비유동부채	1,188	1,076	1,168	1,185	1,202
부채총계	25,468	28,182	30,790	32,045	33,003
자본금	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675
주식발행초과금	2,762	2,762	2,762	2,762	2,762
이익잉여금	11,457	12,079	13,981	16,284	18,985
기타자본	-329	-318	-318	-318	-318
지배주주지분자본총계	15,565	16,197	18,100	20,402	23,103
비지배주주지분자본총계	1,073	1,082	1,092	1,084	1,079
자본총계	16,637	17,279	19,192	21,486	24,182
순차입금	18,566	18,481	18,986	17,905	16,151
총차입금	19,146	20,807	21,557	22,307	23,057

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
4,832	2,968	1,770	3,005	3,569	
당기순이익	1,219	808	2,138	2,575	2,976
감가상각비	1,738	2,028	1,879	1,851	1,826
무형자산상각비	22	32	27	22	19
외환손익	90	165	-261	-114	-93
자산처분손익	25	29	-1	0	-1
지분법손익	-432	-276	-996	-1,047	-1,053
영업활동자산부채 증감	2,174	-202	-1,209	-344	-141
기타	-3	385	194	60	35
투자활동현금흐름	-3,913	-2,507	-2,243	-1,689	-1,562
투자자산의 처분	-19	109	-775	-217	-86
유형자산의 처분	8	16	0	0	0
유형자산의 취득	-3,898	-2,727	-1,500	-1,500	-1,500
무형자산의 처분	-16	-15	0	0	0
기타	10	110	31	28	25
재무활동현금흐름	-2,584	1,036	617	487	486
단기차입금의 증가	-4,707	-521	0	0	0
장기차입금의 증가	2,541	1,839	750	750	750
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-420	-225	-225	-280	-280
기타	2	-57	92	17	17
현금및현금성자산의순증가	-1,664	1,497	144	1,802	2,493
기초현금및현금성자산	2,136	473	1,970	2,114	3,916
기말현금및현금성자산	473	1,970	2,114	3,916	6,409
Gross Cash Flow	2,658	3,169	2,979	3,348	3,709
Op Free Cash Flow	1,198	240	1,497	2,899	2,788

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,550	2,187	6,309	7,666	8,859
BPS	46,474	48,363	54,043	60,919	68,983
주당EBITDA	10,149	10,840	12,559	14,161	15,687
CFPS	8,892	8,561	12,073	13,283	14,392
DPS	800	800	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	14.7	37.5	11.8	9.7	8.4
PBR	1.1	1.7	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.6	12.9	10.2	8.8	7.6
PCFR	5.9	9.6	6.2	5.6	5.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	4.0	4.5	5.3	6.1
영업이익률(핵심)	4.2	4.0	4.5	5.3	6.1
EBITDA margin	8.6	9.1	8.2	8.8	9.5
순이익률	3.1	2.0	4.2	4.8	5.4
자기자본이익률(ROE)	7.4	4.8	11.7	12.7	13.0
투하자본이익률(ROIC)	4.0	3.8	7.6	9.3	8.4
안정성(%)					
부채비율	153.1	163.1	160.4	149.1	136.5
순차입금비율	111.6	107.0	98.9	83.3	66.8
이자보상배율(배)	3.2	2.7	3.4	4.1	4.7
활동성(배)					
매출채권회전율	7.0	7.5	7.7	7.1	7.0
재고자산회전율	8.5	9.5	10.0	9.2	9.0
매입채무회전율	7.7	7.3	7.4	6.7	6.6

Compliance Notice

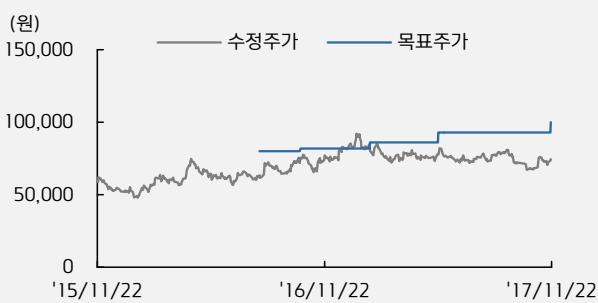
- 당사는 11월 21일 현재 '금호석유화학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		乖리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
금호석유 (011780)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	80,000원	6개월	-15.0	-5.6	
	2016/10/14	Buy(Maintain)	82,000원	6개월	-8.9	-5.2	
	2016/10/31	Buy(Maintain)	82,000원	6개월	-4.8	12.6	
	2017/02/03	Marketperform (Downgrade)	86,000원	6개월	-10.4	-1.0	
	2017/05/24	Outperform(Upgrade)	93,000원	6개월	-18.9	-11.7	
	2017/07/31	Outperform(Maintain)	93,000원	6개월	-18.1	-11.7	
	2017/09/22	Outperform(Maintain)	93,000원	6개월	-18.9	-11.7	
	2017/10/16	Outperform(Maintain)	93,000원	6개월	-19.8	-11.7	
	2017/11/22	Buy(Upgrade)	100,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%