



BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원
주가(1/16): 101,000원
시가총액: 31,853억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/16)	2,521.74pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	108,500원	67,100원
등락률	-6.91%	50.52%
수익률	절대	상대
1W	8.1%	6.4%
6M	38.0%	32.1%
1Y	12.2%	-8.1%

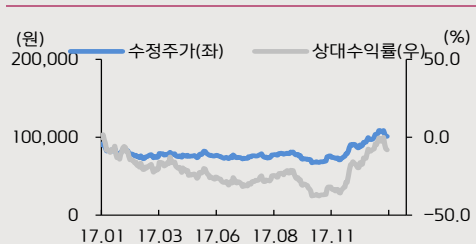
Company Data

발행주식수	33,491천주
일평균 거래량(3M)	181천주
외국인 지분율	27.89%
배당수익률(17E)	0.80%
BPS(17E)	54,275원
주요 주주	박철완 외 6인 24.70%
	금호석유 자사주 18.36%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	39,704	51,017	54,342	55,628
보고영업이익	1,571	2,406	3,429	4,035
핵심영업이익	1,571	2,406	3,429	4,035
EBITDA	3,630	4,312	5,266	5,787
세전이익	1,129	2,979	3,877	4,470
순이익	808	2,216	3,024	3,487
지배주주지분순이익	732	2,191	3,015	3,476
EPS(원)	2,187	6,541	9,003	10,380
증감률(%YoY)	-38.4	199.1	37.6	15.3
PER(배)	37.5	15.2	11.1	9.6
PBR(배)	1.7	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	12.9	11.6	9.0	7.7
보고영업이익률(%)	4.0	4.7	6.3	7.3
핵심영업이익률(%)	4.0	4.7	6.3	7.3
ROE(%)	4.8	12.1	14.6	14.7
순부채비율(%)	107.0	95.5	72.9	51.9

Price Trend



금호석유화학 (011780)

투자했던 프로젝트들의 현금 회수 시기 도래



금호석유화학의 작년 4분기 영업이익은 합성고무/페놀유도체/에너지부문의 실적 개선으로 전년 대비 232.9% 증가하며 시장기대치를 상회할 것으로 보입니다. 최근 주가 상승으로 밸류에이션 부담을 고려하는 일부 의견도 존재하나, 여전히 Lanxess, Synthomer 등 Peer 대비해서는 싹니다. 또한 전 사업부문의 실적이 견조한 가운데, 향후 대규모 투자 제한으로 재무구조 개선 및 배당 증가 등도 고려할 필요가 있어 보입니다. 이익 개선에 근거해 목표주가를 상향 조정합니다.

>>> 작년 4분기 영업이익, 전년 대비 232.9% 증가 전망

금호석유화학의 작년 4분기 영업이익은 729억원(YoY +232.9%, QoQ +26.3%)으로 최근 급격히 높아진 시장 기대치(630억원)를 상회할 전망이다.

1) 합성고무부문의 영업이익은 115억원으로 전 분기 대비 24.0% 증가할 전망이다. 중국 환경 조사로 인하여 중국 최대 SBR 업체인 Sinopec Qilu Petrochemical의 SBR 플랜트가 11월 중순부터 셧다운되며, 역대 합성고무 스프레드가 견조한 수준을 유지하였기 때문이다.

2) 합성수지부문의 영업이익은 ABS/PS/PPG 스프레드 축소로 전 분기 대비 소폭 감소할 것으로 보이지만, 3분기에 이어 견조한 마진율이 예상된다.

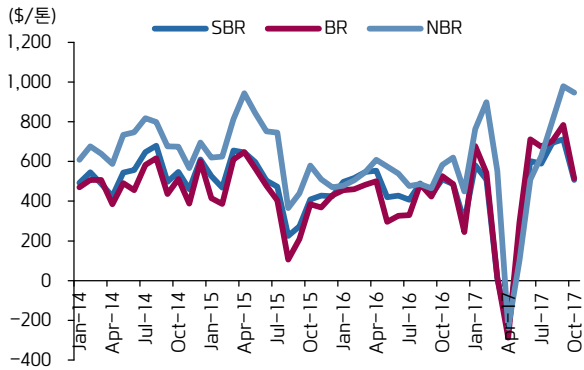
3) 페놀유도체(금호피앤비)부문의 영업이익은 120억원으로 전 분기 BEP 수준에서 큰 폭의 증가가 전망된다. 주요 유도체인 PC/에폭시수지의 수급 개선에 힘입어 BPA/페놀 수요가 증가하는 가운데, 중국 내수 시장의 셧다운 설비 확대 및 중국의 태국 PTT Phenol에 대한 BPA 임시 반덤핑 부과 등으로 BPA 마진이 급격히 개선되었기 때문이다. 참고로 태국은 중국의 작년 BPA 수입량의 약 36%를 차지하였다.

4) 에너지부문(기타 포함)의 영업이익은 251억원으로 전 분기 대비 7.8% 증가할 전망이다. 정기보수 진행에도 불구하고, SMP가 계절적 성수기 및 유가 상승으로 전 분기 대비 8.1% 상승하였기 때문이다.

>>> 향후 대규모 투자 제한으로 재무구조 개선/배당 확대 전망

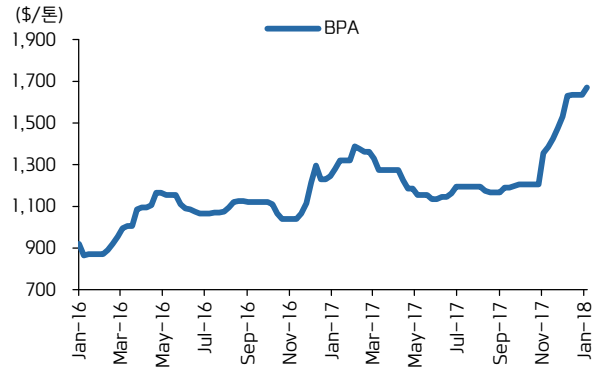
동사는 합성고무/수지에 집중된 사업구조를 변경하고자 과거 4~5년간 에너지 부문과 BPA/아세톤/페놀/큐멘 플랜트 증설에 약 8,000억원의 Capex(에너지부문 4,258억원, BPA IV 1,050억원, KPA IV 2,400억원)를 투입하였다. 그러나 유가 하락 및 경쟁사 신증설 확대에 의한 공급 과잉으로 기존 계획 대비 에너지부문과 페놀유도체부문은 동사 연결 실적에 큰 기여를 못하였다. 하지만 최근 유가 상승 및 페놀유도체 수급 개선으로 작년 4분기부터 동 사업부문의 실적 흐름이 반전되었다. 또한 향후 대규모 투자 프로젝트의 제한으로 연결 순부채비율 축소 등 재무구조 개선 및 배당 증가 등이 예상된다.

국내 주요 합성고무 스프레드 추이



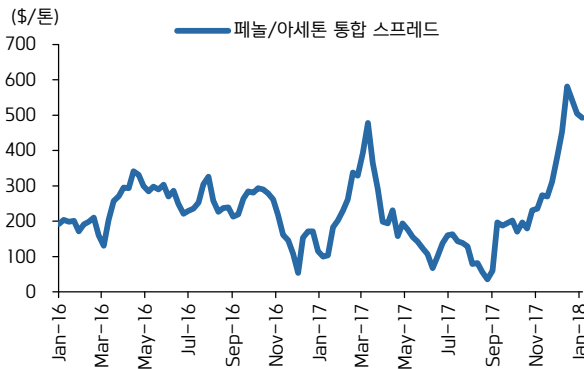
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 BPA 가격 추이



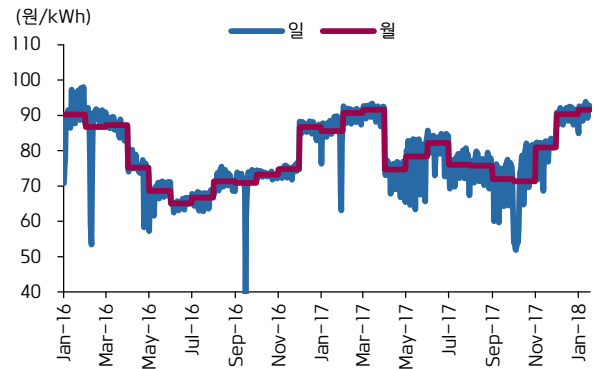
자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

국내 페놀/아세톤 통합 스프레드 추이



자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

국내 SMP 추이



자료: KPX, 키움증권 리서치

금호석유화학 실적 전망

(십억원, %)	2017				2018				2015	2016	2017E	2018E
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액												
합성고무	636	499	463	461	552	475	497	465	1,553	1,559	2,060	1,988
합성수지	303	294	309	312	312	329	326	313	1,079	1,036	1,218	1,280
정밀화학	34	36	36	47	44	42	38	47	141	122	152	171
유틸리티 등	137	126	117	125	134	136	138	136	386	421	505	544
금호피앤비	324	309	299	325	387	385	385	385	839	898	1,257	1,542
기타(연결조정등)	-25	-25	-19	-20	-24	-22	-23	-22	-64	-66	-89	-92
합계	1,408	1,239	1,205	1,249	1,405	1,344	1,361	1,324	3,935	3,970	5,102	5,434
영업이익												
합성고무	15	5	9	11	16	14	14	13	18	36	41	57
합성수지	9	9	22	21	17	18	17	17	46	37	60	68
정밀화학	1	1	1	1	1	1	1	1	6	1	3	3
유틸리티 등	32	26	23	25	30	31	31	29	82	66	106	120
금호피앤비	9	3	0	12	21	21	21	21	17	17	24	83
기타(연결조정등)	0	1	3	3	3	3	3	3	-5	0	7	12
합계	66	44	58	73	87	86	86	83	164	157	241	343

자료: 금호석유화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	39,345	39,704	51,017	54,342	55,628
매출원가	36,006	36,375	46,835	49,019	48,834
매출총이익	3,339	3,329	4,181	5,324	6,794
판매비및일반관리비	1,700	1,758	1,775	1,894	2,759
영업이익(보고)	1,640	1,571	2,406	3,429	4,035
영업이익(핵심)	1,640	1,571	2,406	3,429	4,035
영업외손익	57	-442	573	448	435
이자수익	43	18	23	31	32
배당금수익	54	68	53	58	61
외환이익	729	826	1,402	1,181	1,146
이자비용	514	588	666	691	702
외환손실	952	997	1,141	1,067	1,053
관계기업지분손익	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	2,979	3,877	4,470
법인세비용	478	321	763	853	983
유효법인세율 (%)	28.2%	28.4%	25.6%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,219	808	2,216	3,024	3,487
지배주주지분순이익(억원)	1,189	732	2,191	3,015	3,476
EBITDA	3,399	3,630	4,312	5,266	5,787
현금순이익(Cash Earnings)	2,978	2,867	4,121	4,861	5,238
수정당기순이익	1,144	649	2,290	3,019	3,474
증감율(% YoY)					
매출액	-17.4	0.9	28.5	6.5	2.4
영업이익(보고)	-11.3	-4.2	53.2	42.5	17.7
영업이익(핵심)	-11.3	-4.2	53.2	42.5	17.7
EBITDA	-6.2	6.8	18.8	22.1	9.9
지배주주지분 당기순이익	27.6	-38.4	199.1	37.6	15.3
EPS	27.6	-38.4	199.1	37.6	15.3
수정순이익	48.1	-43.2	252.7	31.8	15.1

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,676	12,553	16,040	19,566	23,216
현금및현금성자산	473	1,970	2,442	5,080	8,388
유동금융자산	107	356	457	487	499
매출채권및유동채권	4,869	5,772	7,417	7,900	8,087
재고자산	3,947	4,455	5,725	6,098	6,242
기타유동비금융자산	280	0	0	0	0
비유동자산	32,430	32,908	33,769	33,921	34,039
장기매출채권및기타비유동채권	281	215	276	294	301
투자자산	6,620	6,597	8,334	9,631	10,818
유형자산	25,057	25,648	24,769	23,654	22,621
무형자산	162	173	146	124	105
기타비유동자산	311	276	246	218	194
자산총계	42,106	45,461	49,810	53,487	57,255
유동부채	15,413	21,456	23,206	23,715	23,908
매입채무및기타유동채무	4,880	6,069	7,798	8,306	8,503
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	198	194
비유동부채	10,055	6,727	7,334	7,708	8,077
장기매입채무및비유동채무	44	55	71	75	77
사채및장기차입금	8,823	5,595	6,095	6,445	6,795
기타비유동부채	1,188	1,076	1,168	1,187	1,205
부채총계	25,468	28,182	30,540	31,423	31,985
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	14,059	16,857	20,067
기타자본	-329	-318	-318	-318	-318
지배주주지분자본총계	15,565	16,197	18,177	20,975	24,185
비지배주주지분자본총계	1,073	1,082	1,092	1,088	1,085
자본총계	16,637	17,279	19,270	22,064	25,270
순차입금	18,566	18,481	18,408	16,089	13,120
총차입금	19,146	20,807	21,307	21,657	22,007

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,832	2,968	1,848	3,400	3,984
당기순이익	1,219	808	2,216	3,024	3,487
감가상각비	1,738	2,028	1,879	1,815	1,733
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	-361	-143
기타	-3	385	194	60	35
투자활동현금흐름	-3,913	-2,507	-1,743	-900	-763
투자자산의 처분	-19	109	-775	-228	-88
유형자산의 처분	8	16	0	0	0
유형자산의 취득	-3,898	-2,727	-1,000	-700	-700
무형자산의 처분	-16	-15	0	0	0
기타	10	110	31	28	25
재무활동현금흐름	-2,584	1,036	367	139	87
단기차입금의 증가	-4,707	-521	0	0	0
장기차입금의 증가	2,541	1,839	500	350	350
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-420	-225	-225	-231	-280
기타	2	-57	92	19	17
현금및현금성자산의순증가	-1,664	1,497	472	2,639	3,308
기초현금및현금성자산	2,136	473	1,970	2,442	5,080
기말현금및현금성자산	473	1,970	2,442	5,080	8,388
Gross Cash Flow	2,658	3,169	3,057	3,761	4,127
Op Free Cash Flow	1,198	240	2,103	4,205	3,967

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,550	2,187	6,541	9,003	10,380
BPS	46,474	48,363	54,275	62,629	72,212
주당EBITDA	10,149	10,840	12,874	15,724	17,279
CFPS	8,892	8,561	12,306	14,515	15,641
DPS	800	800	800	1,000	1,200
주가배수(배)					
PER	14.7	37.5	15.2	11.1	9.6
PBR	1.1	1.7	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.6	12.9	11.6	9.0	7.7
PCFR	5.9	9.6	8.1	6.9	6.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	4.0	4.7	6.3	7.3
영업이익률(핵심)	4.2	4.0	4.7	6.3	7.3
EBITDA margin	8.6	9.1	8.5	9.7	10.4
순이익률	3.1	2.0	4.3	5.6	6.3
자기자본이익률(ROE)	7.4	4.8	12.1	14.6	14.7
투자자본이익률(ROIC)	4.0	3.8	8.0	11.5	10.5
안정성(%)					
부채비율	153.1	163.1	158.5	142.4	126.6
순차입금비율	111.6	107.0	95.5	72.9	51.9
이자보상배율(배)	3.2	2.7	3.6	5.0	5.7
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

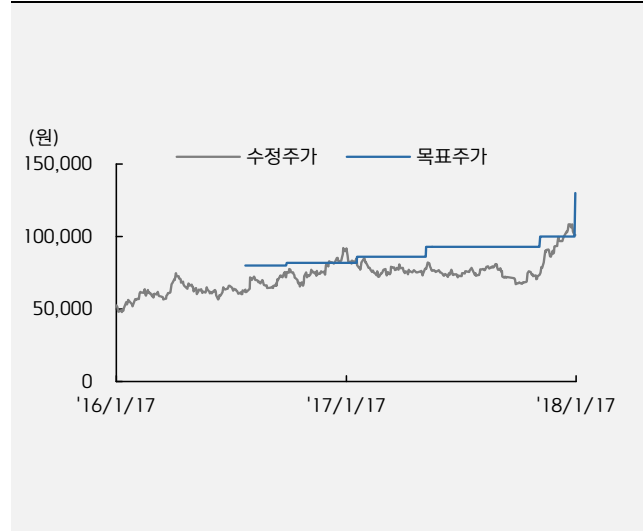
- 당사는 1월 16일 현재 '금호석유화학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					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	-22.0	-21.1
	2017/11/27	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-5.1	8.5
	2018/01/17	Buy(Maintain)	130,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%