

금호석유 (011780)

화학

황규원

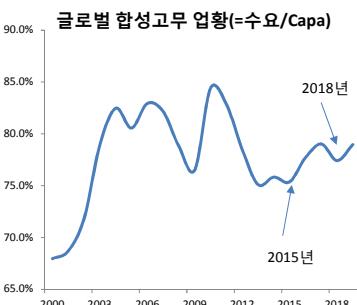


02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자의견	HOLD
목표주가	95,000원 (Up)
현재주가 (4/3)	98,300원
상승여력	-3%

시가총액	30,943억원
총발행주식수	33,491,177주
60일 평균 거래대금	192억원
60일 평균 거래량	198,545주
52주 고	108,500원
52주 저	67,100원
외인지분율	27.32%
주요주주	박찬구 외 5 인 24.70%



2018년 1분기 실적 좋지만...

2018년 1분기 예상 영업이익 1,024억원...

아시아 최대 합성고무업체인 금호석유(주)의 2018년 1분기 예상 실적은 '매출액 1.3조원, 영업이익 1,024억 원, 지배주주 순이익 806억원' 등이다. 자회사 BPA(폴리카보네이트 또는 에폭시 원료)와 전기판매 가격 상승에 힘입어 영업실적은 강세를 보였던 전분기 950억원에 비해 8% 추가로 개선되며, 전년동기 657억원 보다 56% 높은 수치가 전망된다.[표1] 영업이익이 1,000억원 넘어서는 것은 2012년 1분기 이후 6년 만이다.

부문별 예상 특징은 '합성고무 및 합성수지는 전분기와 비슷, 금호피앤비(주) 및 발전소 개선' 등이다.

① 합성고무(타이어 원료) 예상 영업이익은 203억원(전분기 227억원)이다. SBR 85%와 BR 60% 설비 가동에 큰 변화는 없었지만, 합성고무 스프레드는 전분기 보다 소폭 낮아졌다. 석탄보일러 가동 규제로 멈췄던 중국의 Qilu석화(주) SBR 10만톤 설비가 2월부터 가동을 재개했기 때문이다.

② 합성수지(가전 외장재인 ABS 생산) 예상 영업이익은 190억원(전분기 197억원) 등이다. 중국의 IT 제품 비수기에도 불구하고, 핵심제품인 ABS 가격 강세가 이어졌다.

③ 금호P&B화학(BPA, 폐놀 생산 자회사) 예상 영업이익은 250억원(전분기 144억원) 등이다. BPA 가격 강세 속에 지난 4분기에 진행되었던 정기보수에 따른 판매량 감소 영향이 해소되며, 증익을 이끌 전망이다.

④ 석탄 및 폐타이어 연료로 가동 중인 발전소와 기타부문 영업이익은 381억원(전분기 382억원) 등이다. 전분기에 일회성 기술수출이익 100억원이 포함되었다는 점을 고려하면, 개선된 실적이다. 전기판매가격(kwh 당)이 전분기 85원에서 95원으로 높아졌기 때문이다.

2018년 고무와 발전소 업황 모멘텀 약해, 적정주가 9.5만원...

2018년 예상보다 좋은 실적 스타트와 금호타이어(주) 인수우려 해소를 감안해, 목표주가를 8.5만원에서 9.5만원으로 상향 조정한다. 그러나, 70% 초반에서 정체된 혼소발전소 가동률(전기, 스팀 포함)과 글로벌 고무 과잉공급 상황을 감안하면, PBR 1.3배에서 추가적인 주가 재평가를 기대하기 힘들어 보인다. [표2]

① 2018년 예상 실적은 '매출액 5.3조원, 영업이익 2,991억원, 지배주주 순이익 2,090억원' 등이다. 영업이익은 전년대비 14% 정도 개선되는 수준이다. 분기별로는 1분기 고점 기록 후 2 ~ 4분기에는 600 ~ 700억 원 수준으로 낮아질 것으로 보인다.

③ 2 ~ 3분기 실적 조정에 주의해야 한다. 글로벌 천연고무 과잉공급과 중국 Qilu석화(주) SBR 설비 가동으로 고무부문 조정이 예상되며, 봄철 전기판매가격 하락과 4월 열병합발전소 정기보수가 대기하고 있다. 게다가, 4월, 중국 CNOOC(주)의 신규 폐놀 20만톤 설비 가동으로, 금호P&B(주) 이익도 줄 다운될 가능성이 높다.

Quarterly earning forecasts

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,319	-5.4	9.9	13,117	1.5
영업이익	1,024	55.7	7.8	1,009	1.5
세전계속사업이익	1,095	23.9	55.5	1,094	0.1
지배순이익	806	16.6	57.0	796	1.2
영업이익률 (%)	7.7	+3.0 %pt	-0.1 %pt	7.7	0
지배순이익률 (%)	6.0	+1.1 %pt	+1.8 %pt	6.1	-0.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	39,704	50,648	53,477	58,367
영업이익	1,571	2,626	2,991	2,877
지배순이익	732	2,136	2,090	2,151
PER	28.1	11.3	14.5	14.1
PBR	1.1	1.2	1.4	1.2
EV/EBITDA	11.1	8.6	9.2	9.4
ROE	4.6	12.3	10.8	10.2

자료: 유안타증권

표 1. 금호석유주의 실적 추정치 : 2017년 4분기 영업이익 950억원 → 2018년 1분기 예상 영업이익 1,024억원 (시장 컨센서스 1,009억원)

	2017				2018				연간 실적							
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2014	2015	2016	2017	2018	2019		
생산capa																
SBR (만톤)	11	11	11	11	11	11	11	11	54	54	42	42	42	42		
BR (만톤)	9	9	9	9	9	9	9	9	34	34	34	34	34	34		
NB/SB Latex (만톤)	12	12	12	12	12	12	12	12	25	28	48	48	48	48		
ABS (만톤)	6	6	6	6	6	6	6	6	25	25	25	25	25	25		
PPG (만톤)	3	3	3	3	3	3	3	3	11	14	14	14	14	14		
가황축진제 (만톤)	2	2	2	2	2	2	2	2	8	8	8	8	8	8		
스팀 (톤/시간)	1,710	1,710	1,710	1,710	1,710	1,710	1,710	1,710	910	910	1,510	1,510	1,510	1,510		
전기 (MWH)	300	300	300	300	300	300	300	300	155	155	300	300	300	300		
금호P&B(주) BPA (만톤)	11	11	11	11	11	11	11	11	45	45	45	45	45	43		
금호풀리켐(주) EPDM (만톤)	6	6	6	6	6	6	6	6	16	19	22	22	22	22		
금호미쓰이(주) MDI (만톤)	6	6	6	9	9	9	9	9	20	25	25	28	35	35		
주요제품 가격																
SBR	\$/MT	2,178	2,025	1,640	1,666	1,750	1,850	1,930	1,850	1,872	1,544	1,676	1,649	1,845	1,950	
BR	\$/MT	2,539	2,425	1,725	1,703	1,740	1,900	1,980	1,860	1,860	1,486	1,601	1,765	1,870	2,010	
ABS	\$/MT	1,896	1,680	1,895	1,961	2,030	1,960	1,960	1,800	1,882	1,438	1,361	1,617	1,938	1,990	
에폭시	\$/MT	2,254	2,452	2,508	2,573	2,934	2,915	2,990	2,890	2,757	2,433	1,984	2,215	2,907	2,940	
BPA	\$/MT	1,358	1,198	1,220	1,419	1,650	1,580	1,550	1,560	1,719	1,180	1,072	1,199	1,585	1,610	
전기판매가격(SMP)	원/kwh	90	79	75	85	95	85	93	100	113	96	80	82	93	100	
부타디엔(원재료)	\$/MT	2,626	1,065	1,198	1,055	1,320	1,340	1,370	1,380	1,317	861	1,099	1,321	1,353	1,400	
벤젠(원재료)	\$/MT	915	762	786	829	900	960	980	960	1,228	679	646	734	950	970	
SM(원재료)	\$/MT	1,335	1,094	1,218	1,241	1,320	1,320	1,350	1,320	1,513	1,096	1,024	1,130	1,328	1,420	
석탄(발전연료)	\$/MT	85	80	88	97	102	107	110	110	80	62	56	88	107	115	
스프레드																
합성고무 스프레드	\$/MT	541	677	411	490	477	371	340	348	135	354	484	495	384	340	
전기판매 스프레드	원/kwh	44	37	29	35	44	31	37	44	74	63	50	36	39	41	
합성수지 스프레드	\$/MT	242	325	518	519	504	423	325	339	268	326	241	430	398	370	
금호P&B 스프레드	\$/MT	258	178	237	343	442	330	280	290	283	304	277	357	336	330	
매출액	억원	14,082	12,391	12,051	12,123	13,319	13,424	13,828	12,906	47,657	39,345	39,704	50,647	53,477	58,367	
합성고무	억원	6,362	4,995	4,635	4,689	4,902	5,089	5,447	5,139	18,310	15,535	15,592	20,681	20,577	23,090	
합성수지	억원	3,035	2,938	3,089	2,996	3,170	3,197	3,195	2,776	13,243	10,795	10,356	12,058	12,338	12,780	
금호P&B	억원	3,092	2,955	2,873	2,889	3,683	3,603	3,517	3,385	10,394	7,904	8,598	11,809	14,188	14,831	
유저리티 및 기타	억원	1,593	1,503	1,454	1,549	1,564	1,535	1,669	1,606	5,711	5,111	5,158	6,099	6,374	7,666	
영업이익	억원	657	442	577	950	1,024	663	693	611	1,848	1,640	1,571	2,626	2,991	2,877	
합성고무	억원	139	58	102	227	203	119	151	159	-	31	182	303	526	632	626
합성수지	억원	100	101	224	197	190	174	130	116	595	487	353	622	610	475	
금호P&B	억원	94	31	0	144	250	109	54	34	54	125	169	269	447	455	
유저리티 및 기타	억원	324	252	251	382	381	261	358	302	1,231	847	746	1,209	1,302	1,321	
영업이익률	%	4.7%	3.6%	4.8%	7.8%	7.7%	4.9%	5.0%	4.7%	3.9%	4.2%	4.0%	5.2%	5.6%	4.9%	
합성고무	%	2.2%	1.2%	2.2%	4.8%	4.1%	2.3%	2.8%	3.1%	-0.2%	1.2%	1.9%	2.5%	3.1%	2.7%	
합성수지	%	3.3%	3.4%	7.3%	6.6%	6.0%	5.4%	4.1%	4.2%	4.5%	4.5%	3.4%	5.2%	4.9%	3.7%	
금호P&B	%	3.0%	1.0%	0.0%	5.0%	6.8%	3.0%	1.5%	1.0%	0.5%	1.6%	2.0%	2.3%	3.2%	3.1%	
유저리티 및 기타	%	20.3%	16.8%	17.3%	24.7%	24.4%	17.0%	21.4%	18.8%	21.5%	16.6%	14.5%	19.8%	20.4%	17.2%	
자기자본이익률(ROE)										5.2%	6.8%	4.0%	10.5%	9.3%	8.8%	
지배주주 순이익	억원	691	367	565	513	806	512	552	221	931	1,189	732	2,136	2,090	2,151	
주당순이익	원/주									2,904	3,818	2,320	6,906	6,757	6,957	
주당순자산	원/주									55,894	55,791	58,058	66,048	72,563	79,269	
주당EBITDA	원/주									10,823	10,149	10,840	14,347	14,931	14,254	

주 : 부문별 영업실적의 경우, 금호석유(주)에서 영업이익률만 발표하고 있어, 이를 바탕으로 유안타증권에서 추정한 수치를 기재했음

자료 : 유안타증권 리서치센터

표 2. 금호석유(주) 적정주가 : 9.5 만원 (2018년 고무부문 사이클 회복이 더디다는 특징을 고려한 목표주가임)

구 분	기준일 (2018.4월)	주요 내역
(+) 영업자산가치	3조 5,073억원	<p>①합성고무/합성수지 EBITDA 2,852억원 × EV/EBITDA 6.0배 = 1조 6,741억원 ②유틸리티/기타 EBITDA 1,989억원 × EV/EBITDA 7.0배 = 1조 4,735억원 ③금호피앤피화학(지분율 78%) EBITDA 858억원×EV/EBITDA 6.0배 x 비상장 80% 3,597억원</p> <p>* 합성고무 및 합성수지 EV/EBITDA 배율은 주력제품인 고무 및 ABS 약한 회복사이클을 반영해 6.0배 적용 * 금호피앤피화학 EV/EBITDA 배율은 주력제품인 에폭시 및 BPA 약한 회복사이클을 반영해 6.0배 적용</p>
(+) 투자자산가치	7,284억원	<p>아시아나항공(11.9%) 1,184억원(장부가 1,115억원), 대우건설(3.4%) 585억원(장부가 569억원), 금호이쓰이(50%) 2,792억원(장부가 1,861억원), 금호풀리켐(50%) 1,143억원(장부가 1,633억원), 기타 1,581원</p> <p>* 투자자산 지분가치 = 장부가액 × 0.7~1.5배로 계산함</p>
(-) 순차입금	1조 8,782원	
총차입금	2조 684억원	
우선주(부채상) 현금성 자산	907억원 2,808억원	
순자산 가치	2조 3,574억원	
발행주식수	2,487.5만주	
주당순자산(적정가)	9.5만원	

자료: 유안티증권 리서치센터

금호석유 (011780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	39,704	50,648	53,477	58,367	56,291	
매출원가	36,375	46,365	48,750	53,754	51,819	
매출총이익	3,329	4,283	4,727	4,613	4,472	
판관비	1,758	1,656	1,736	1,736	1,736	
영업이익	1,571	2,626	2,991	2,877	2,736	
EBITDA	3,630	4,805	5,000	4,774	4,529	
영업외순익	-442	272	-213	-32	-253	
외환관련순익	-171	409	-29	-15	0	
이자순익	-570	-635	-596	-562	-570	
관계기업관련순익	276	891	668	760	553	
기타	23	-394	-256	-216	-236	
법인세비용차감전순순익	1,129	2,898	2,778	2,845	2,484	
법인세비용	321	721	611	617	551	
계속사업순순익	808	2,176	2,167	2,228	1,933	
중단사업순순익	0	0	0	0	0	
당기순이익	808	2,176	2,167	2,228	1,933	
지배지분순이익	732	2,136	2,090	2,151	1,893	
포괄순이익	919	2,509	2,167	2,228	1,933	
지배지분포괄이익	871	2,450	2,040	2,100	1,848	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	12,553	13,327	14,363	15,074	13,163	
현금및현금성자산	1,970	2,344	2,981	2,751	1,236	
매출채권 및 기타채권	5,668	6,212	6,589	7,135	6,905	
재고자산	4,455	4,268	4,543	4,939	4,772	
비유동자산	32,908	32,471	32,462	32,657	32,749	
유형자산	25,648	24,403	23,748	23,202	22,757	
관계기업등 지분관련자산	4,178	4,879	5,547	6,307	6,860	
기타투자자산	2,470	2,807	2,807	2,807	2,807	
자산총계	45,461	45,798	46,825	47,732	45,912	
유동부채	21,456	19,139	18,647	22,488	17,621	
매입채무 및 기타채무	5,963	6,256	6,519	6,897	6,738	
단기차입금	9,718	8,998	8,971	9,142	9,070	
유동성장기부채	5,393	3,262	2,534	5,826	1,190	
비유동부채	6,727	7,091	6,671	1,749	3,083	
장기차입금	4,157	3,352	4,049	748	-97	
사채	1,438	2,479	1,362	-259	1,920	
부채총계	28,182	26,230	25,318	24,237	20,704	
지배지분	16,197	18,427	20,244	22,115	23,728	
자본금	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675	
자본잉여금	2,665	2,665	2,665	2,665	2,665	
이익잉여금	12,079	14,030	15,847	17,718	19,331	
비지배지분	1,082	1,141	1,262	1,380	1,480	
자본총계	17,279	19,568	21,506	23,495	25,208	
순차입금	18,490	15,626	13,814	12,585	10,726	
총차입금	20,816	18,129	16,954	15,495	12,121	

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,968	4,210	3,668	3,382	3,986	
당기순이익	808	2,176	2,167	2,228	1,933	
감가상각비	2,028	2,151	1,987	1,878	1,777	
외환손익	165	-123	29	15	0	
증속,관계기업관련손익	-276	-891	-668	-760	-553	
자산부채의 증감	-202	-395	-504	-666	136	
기타현금흐름	446	1,293	656	687	692	
투자활동 현금흐름	-2,507	-1,060	-1,490	-1,503	-1,506	
투자자산	294	-33	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,727	-1,060	-1,332	-1,332	-1,332	
유형자산 감소	16	52	0	0	0	
기타현금흐름	-91	-19	-158	-171	-174	
재무활동 현금흐름	1,036	-2,767	-1,484	-1,775	-3,689	
단기차입금	2,586	-597	-27	172	-72	
사채 및 장기차입금	-1,268	-1,916	-1,148	-1,631	-3,302	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-225	-221	-273	-280	-280	
기타현금흐름	-57	-32	-36	-35	-35	
연결범위변동 등 기타	0	-9	-57	-334	-306	
현금의 증감	1,497	375	637	-230	-1,515	
기초 현금	473	1,970	2,344	2,981	2,751	
기말 현금	1,970	2,344	2,981	2,751	1,236	
NOPLAT	1,571	2,626	2,991	2,877	2,736	
FCF	255	2,697	2,507	2,153	2,727	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

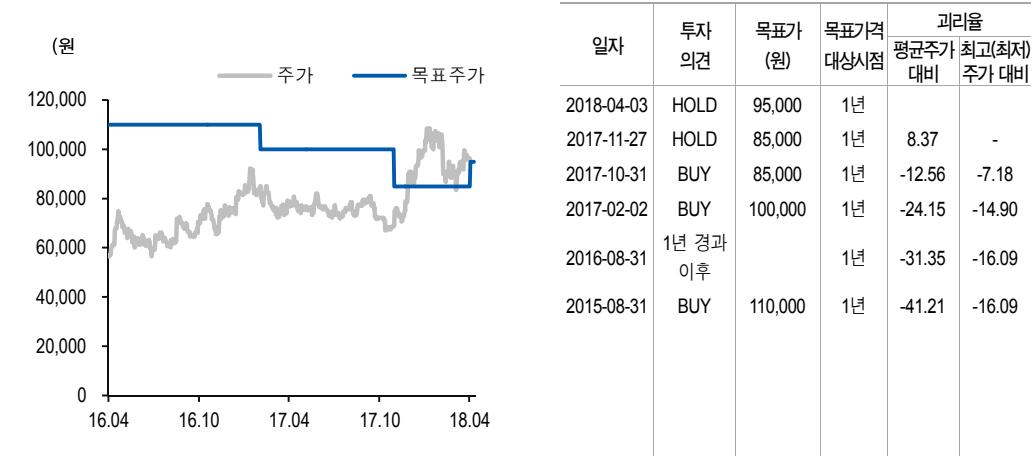
2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS		2,320	6,906	6,757	6,957	6,110
BPS		58,058	66,048	72,563	79,269	85,050
EBITDAPS		10,840	14,347	14,931	14,254	13,524
SPS		118,552	151,227	159,676	174,276	168,077
DPS		800	1,000	1,000	1,000	1,000
PER		28.1	11.3	14.5	14.1	16.1
PBR		1.1	1.2	1.4	1.2	1.2
EV/EBITDA		11.1	8.6	9.2	9.4	9.5
PSR		0.6	0.5	0.6	0.6	0.6

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)		0.9	27.6	5.6	9.1	-3.6
영업이익 증가율 (%)		-4.2	67.2	13.9	-3.8	-4.9
지배순이익 증가율 (%)		-38.4	191.6	-2.1	2.9	-12.0
매출총이익률 (%)		8.4	8.5	8.8	7.9	7.9
영업이익률 (%)		4.0	5.2	5.6	4.9	4.9
지배순이익률 (%)		1.8	4.2	3.9	3.7	3.4
EBITDA 마진 (%)		9.1	9.5	9.4	8.2	8.0
ROIC		3.8	6.8	8.2	8.0	7.7
ROA		1.7	4.7	4.5	4.6	4.0
ROE		4.6	12.3	10.8	10.2	8.3
부채비율 (%)		163.1	134.0	117.7	103.2	82.1
순차입금/자기자본 (%)		114.2	84.8	68.2	56.9	45.2
영업이익/금융비용 (배)		2.7	4.0	4.8	4.9	4.7

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가 * - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.5
Buy(매수)	86.2
Hold(중립)	12.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-04-01

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.