



하나금융그룹

2018년 4월 30일 | Equity Research

금호석유 (011780)

거함(巨艦)의 화려한 출정식: 약 7년 만에 최대 실적 시현

1Q18 영업이익 컨센을 56% 상회하며 서프라이즈

1Q18 영업이익은 1,658억원(QoQ +75%, YoY +152%)으로 컨센을 56% 상회하며 약 7년 만에 최대 실적이자 3개 분기 연속 서프라이즈를 시현했다. 지배순이익은 컨센을 37% 상회했는데, 이는 MDI 제조 자회사인 금호미쓰이의 증설 효과가 반영되며 지분법이익이 418억원(참고: 2017년 연간 지분법이익 891억원)으로 사상최대치를 기록한 영향이다. 깜짝 영업이익의 원인은 1) 폐놀유도체 영업이익이 1Q11 이후 7년 만에 최대치를 시현(666억원) 2) C4 투입량 증가에 따른 합성고무 실적 개선 3) 전사 걸친 정기보수 효과가 제거된 영향이다. 참고로, 폐놀유도체의 가동률은 업황 호조로 가동률이 90%에 육박하며 물량이 증대되었고, 이는 에너지부문의 가동률 또한 상향되는 요인으로 작용하였다.

2Q18 영업이익 YoY +216% 대폭 증가 예상

2Q18 영업이익은 1,395억원(QoQ -16%, YoY +216%)을 전망한다. 합성고무/수지는 소폭의 마진 감소, 에너지는 제2 공장의 정기보수로 전분기 대비 실적이 감소한다. 하지만, 폐놀유도체의 영업이익은 724억원(QoQ +9%)으로 추가 개선될 것으로 추정한다. 이는 전방 폴리카보네이트, 에폭시의 호조로 최근 폐놀/BPA 마진이 연중 최대치를 재차 갱신하고 있어 높아진 이익 체력이 훼손될 가능성성이 없기 때문이다.

TP 상향. 상승여력 73%. 향후 2~3년 Up-Cycle 진입

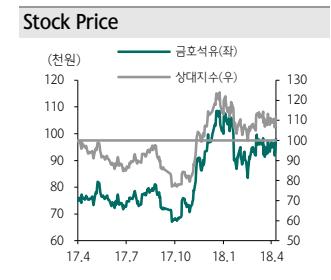
추정치 조정에 따라 TP를 15만원에서 17만원으로 상향한다. 상승여력은 73%다. TP는 2018~19년 BPS에 Target PBR 2.1배를 적용했다. PER로는 10.7배다. 현 추정치 기준 ROE가 23%라는 점과 합성고무의 본격적인 텐어라운드 가능성을 감안하면 추가적인 실적 상향 여지가 존재하기에 TP는 충분히 도달 가능하다. 실적은 2018년 영업이익 6,245억 원(YoY +138%), 지배순이익 5,069억원(YoY +137%)으로 전년 대비 대폭 증가할 전망이다. 특히 주목할 점은 폐놀유도체/지분법이익이 사상 최대치를 기록하며 기본적인 실적 체력이 매우 높아진다는 점이다. 합성고무의 완벽한 텐어라운드가 나타나지 않았음에도 2018년 PER 6.5배로 저평가 국면에 진입했다. 적극 매수를 권하며 Top Pick을 유지한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 170,000원(상향) | CP(4월 27일): 98,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,492.40		
52주 최고/최저(원)	108,500/67,100	5,398.7	5,745.8
시가총액(십억원)	2,985.8	386.8	433.4
시가총액비중(%)	0.25	316.0	351.9
발행주식수(천주)	30,467.7	EPS(원)	9,886
60일 평균 거래량(천주)	184.9	BPS(원)	86,830
60일 평균 거래대금(십억원)	17.4		
18년 배당금(예상,원)	1,000		
18년 배당수익률(예상,%)	1.02		
외국인지분율(%)	26.97		
주요주주 지분율(%)			
박찬구 외 5 인	24.70		
국민연금	10.03		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	2.0 42.9 28.6		
상대	0.3 43.1 14.0		



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	3,970.4	5,064.8	5,610.2	6,032.0	6,212.3
영업이익	십억원	157.1	262.6	624.5	694.9	744.4
세전이익	십억원	112.9	289.8	725.0	796.9	848.2
순이익	십억원	73.2	213.6	506.9	557.1	593.0
EPS	원	2,187	6,377	15,135	16,635	17,707
증감률	%	(38.4)	191.6	137.3	9.9	6.4
PER	배	37.49	15.60	6.48	5.89	5.53
PBR	배	1.65	1.77	1.39	1.14	0.95
EV/EBITDA	배	12.52	10.04	5.21	4.32	3.58
ROE	%	4.61	12.34	24.34	21.54	18.92
BPS	원	49,559	56,215	70,535	86,332	103,201
DPS	원	800	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 김정연
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com

표 1. 금호석유 1Q18 실적 Review

	1Q18	4Q17	1Q17	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	1,339.9	1,212.3	1,408.2	-4.9	10.5	1,346.7	-0.5	1,319.1	1.6
영업이익	165.8	94.9	65.7	152.4	74.7	124.5	33.2	106.0	56.4
세전이익	191.4	70.4	88.4	116.5	171.9	140.9	35.8	115.3	66.0
순이익	126.7	51.3	69.1	83.4	147.0	106.9	18.5	92.4	37.1
영업이익률	12.4	7.8	4.7	7.7	4.5	9.2	3.1	8.0	4.3
세전이익률	14.3	5.8	6.3	8.0	8.5	10.5	3.8	8.7	5.5
순이익률	9.5	4.2	4.9	4.5	5.2	7.9	1.5	7.0	2.5

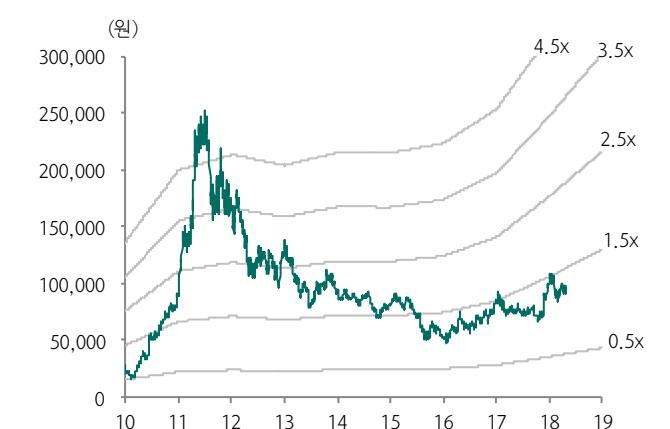
자료: 하나금융투자

표 2. 금호석유 연간 실적 추정치 변경 내역

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	5,610.2	5,642.7	-0.6	6,032.0	6,050.9	-0.3
영업이익	624.5	501.0	24.7	694.9	622.2	11.7
세전이익	725.0	538.4	34.7	796.9	660.0	20.7
순이익	506.9	401.5	26.3	557.1	492.2	13.2
영업이익률	11.1	8.9	2.3	11.5	10.3	1.2
세전이익률	12.9	9.5	3.4	13.2	10.9	2.3
순이익률	9.0	7.1	1.9	9.2	8.1	1.1

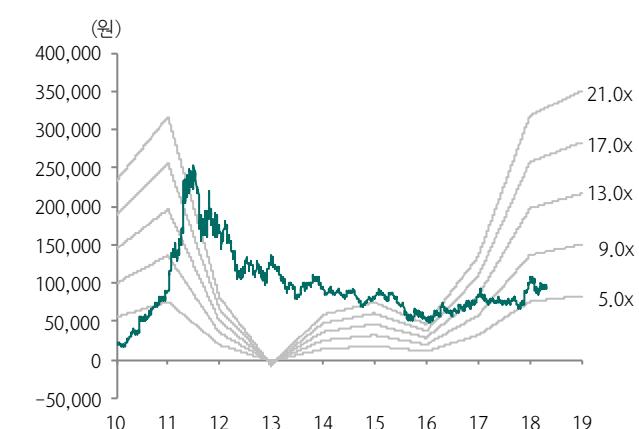
자료: 하나금융투자

그림 1. 금호석유 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 금호석유 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: 하나금융투자

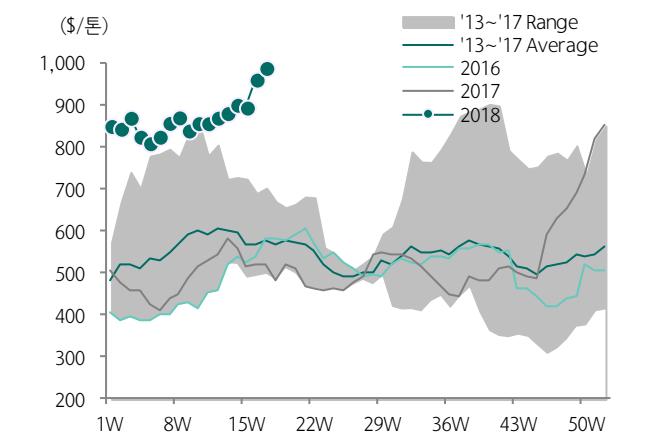
표 3. 금호석유 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2017				FY2018				FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F				
매출액	1,408.2	1,239.1	1,205.2	1,212.3	1,339.9	1,398.6	1,431.2	1,440.5	3,970.4	5,064.8	5,610.2	6,032.0
QoQ(%)	28.8%	-12.0%	-2.7%	0.6%	10.5%	4.4%	2.3%	0.7%				
YoY(%)	61.6%	22.5%	21.2%	10.9%	-4.9%	12.9%	18.8%	18.8%	0.9%	27.6%	10.8%	7.5%
합성고무	636.2	499.5	463.5	468.9	474.5	552.4	548.1	551.9	1,559.2	2,068.1	2,126.9	2,296.0
합성수지	303.5	293.8	308.9	299.3	299.6	313.6	321.6	324.5	1,035.7	1,205.5	1,259.3	1,383.8
에너지/정밀화학	159.3	150.3	145.4	155.2	149.6	143.0	156.4	155.4	516.0	610.2	604.4	619.7
페놀(금호 P&B)	309.2	295.5	287.3	288.9	416.2	389.6	405.1	408.8	859.5	1,180.9	1,619.6	1,732.6
영업이익	65.7	44.2	57.8	94.9	165.8	139.5	162.1	157.0	157.1	262.6	624.5	694.9
영업이익률(%)	4.7%	3.6%	4.8%	7.8%	12.4%	10.0%	11.3%	10.9%	4.0%	5.2%	11.1%	11.5%
QoQ(%)	200.2%	-32.8%	30.7%	64.4%	74.6%	-15.9%	16.2%	-3.1%				
YoY(%)	42.0%	-32.5%	146.1%	333.5%	152.2%	215.8%	180.7%	65.4%	-4.2%	67.2%	137.8%	11.3%
합성고무	17.1	6.5	11.3	23.4	33.2	19.6	31.1	33.6	29.9	58.3	117.6	177.5
영업이익률(%)	2.7%	1.3%	2.4%	5.0%	7.0%	3.6%	5.7%	6.1%	1.9%	2.8%	5.5%	7.7%
QoQ(%)	흑전	-61.9%	73.5%	108.2%	41.7%	-40.9%	58.7%	8.1%				
YoY(%)	32.8%	-72.1%	2869.4%	흑전	94.8%	202.1%	176.5%	43.5%	72.0%	94.9%	101.9%	50.9%
합성수지	8.8	10.0	22.9	18.0	24.0	20.1	23.7	20.0	42.9	59.6	87.8	86.4
영업이익률(%)	2.9%	3.4%	7.4%	6.0%	8.0%	6.4%	7.4%	6.2%	4.1%	4.9%	7.0%	6.2%
QoQ(%)	69.5%	13.5%	128.8%	-21.4%	33.5%	-16.0%	17.8%	-15.9%				
YoY(%)	-59.8%	-8.1%	361.2%	245.7%	172.3%	101.6%	3.8%	11.2%	-18.9%	38.9%	47.3%	-1.6%
에너지/정밀화학	29.6	23.6	21.8	39.0	42.0	27.4	35.0	35.0	67.5	114.0	139.4	139.9
영업이익률(%)	18.6%	15.7%	15.0%	25.1%	28.1%	19.2%	22.4%	22.5%	13.1%	18.7%	23.1%	22.6%
QoQ(%)	24.8%	-20.5%	-7.6%	79.3%	7.8%	-34.9%	27.8%	-0.1%				
YoY(%)	137.5%	31.6%	62.5%	64.4%	41.9%	16.3%	60.8%	-10.4%	-20.6%	68.8%	22.3%	0.4%
페놀(금호 P&B)	10.2	4.1	1.9	14.4	66.6	72.4	72.2	68.5	16.1	30.7	279.7	291.1
영업이익률(%)	3.3%	1.4%	0.7%	5.0%	16.0%	18.6%	17.8%	16.8%	1.9%	2.6%	17.3%	16.8%
QoQ(%)	흑전	-59.5%	-54.9%	673.5%	361.0%	8.7%	-0.2%	-5.2%				
YoY(%)	흑전	-69.1%	-61.2%	흑전	552.6%	1649.3%	3768.5%	374.1%	27.6%	89.8%	812.4%	4.1%
당기순이익	70.4	37.5	56.7	53.0	137.8	122.9	140.0	150.4	80.8	217.6	551.0	605.6
당기순익률(%)	5.0%	3.0%	4.7%	4.4%	10.3%	8.8%	9.8%	10.4%	2.0%	4.3%	9.8%	10.0%
QoQ(%)	흑전	-46.8%	51.2%	-6.4%	159.7%	-10.8%	14.0%	7.4%				
YoY(%)	83.5%	-21.8%	207.2%	흑전	95.6%	227.7%	147.1%	183.5%	-33.7%	169.5%	153.2%	9.9%
지배순이익	69.1	36.7	56.5	51.3	126.7	113.0	128.8	138.3	73.2	213.6	506.9	557.1

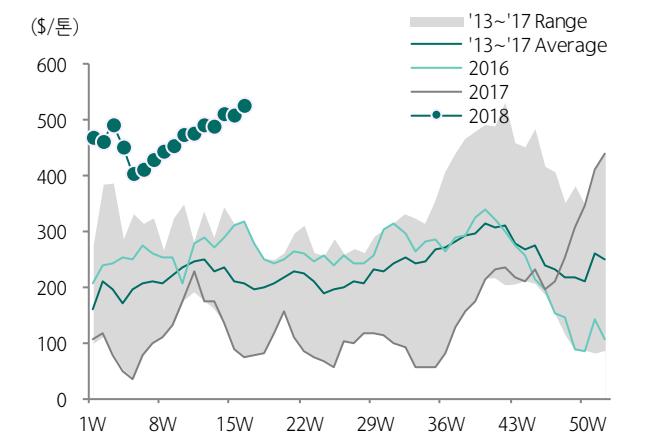
자료: 하나금융투자

그림 3. BPA 마진 추이. 연중 최고치 돌파



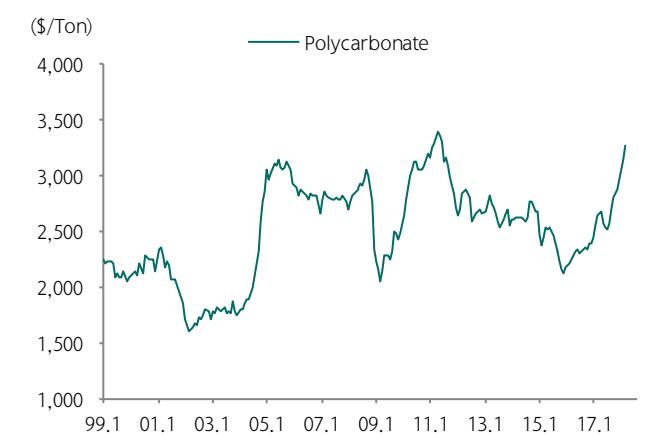
자료: 하나금융투자

그림 4. 폐놀 마진 추이. 연중 최고치 돌파



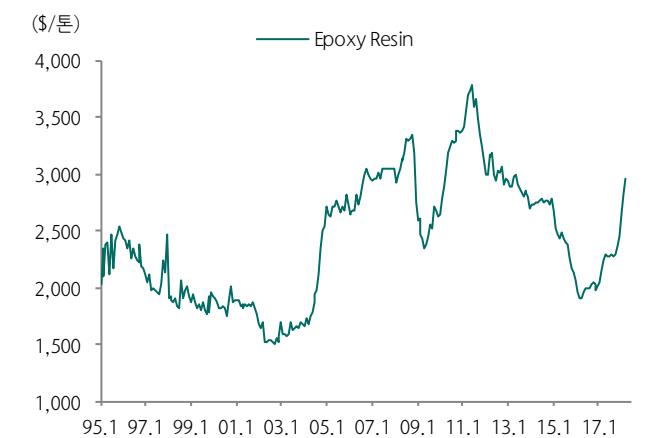
자료: 하나금융투자

그림 5. 한국 폴리카보네이트(PC) 수출 가격 추이. 최근 급등



자료: KITA, 하나금융투자

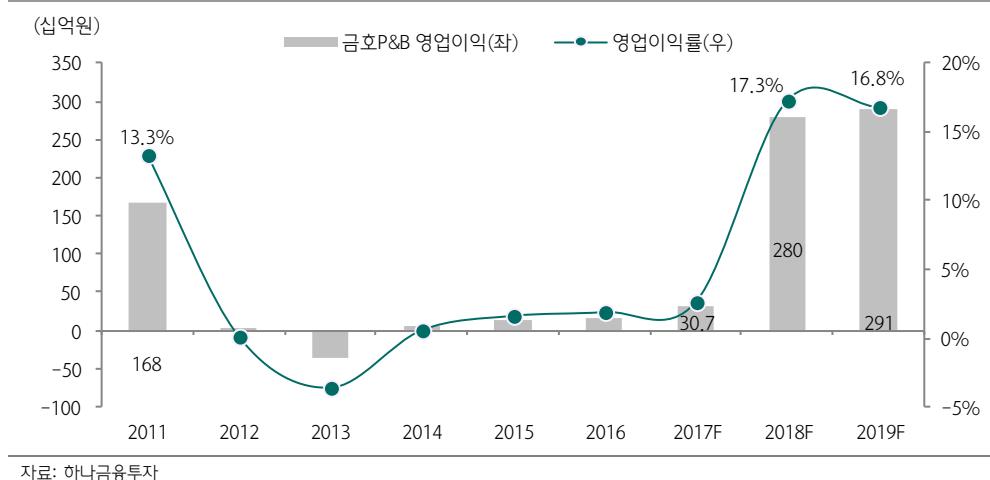
그림 6. 한국 에폭시 수출 가격 추이. 최근 급등



자료: KITA, 하나금융투자

그림 7. 금호P&B(폐놀유도체) 영업이익 추이

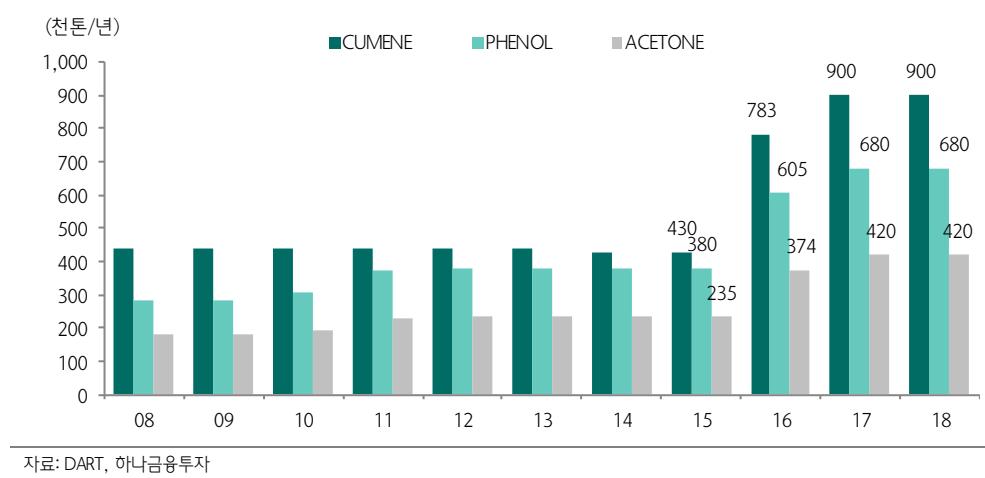
금호P&B(폐놀유도체) 영업이익은
2018년 사상최대치를 기록할 전망



자료: 하나금융투자

금호P&B 2016년 큐멘/페놀/아세톤
약 2배 가량 증설 완료

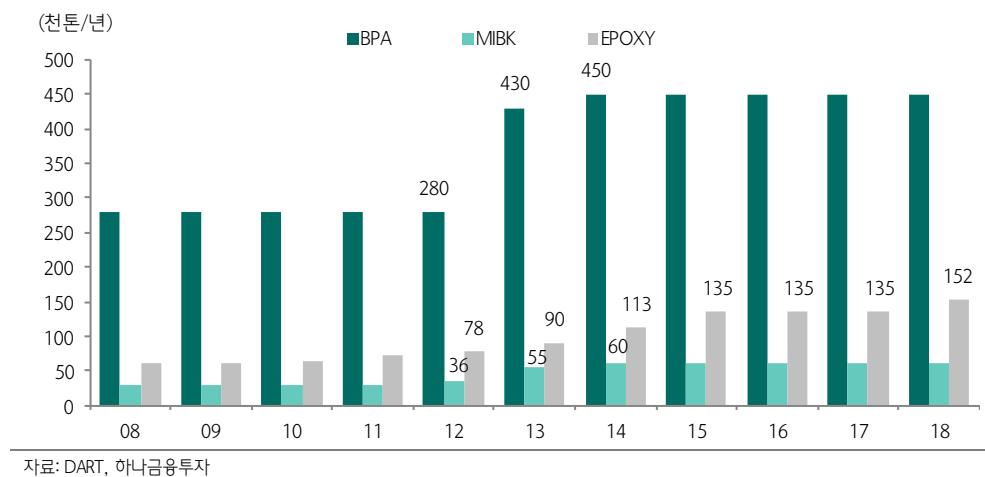
그림 8. 금호P&B, 큐멘/페놀/아세톤 Capa 추이



자료: DART, 하나금융투자

금호P&B 2013~2014년 BPA/Epoxy
약 2 배 가량 증설,
2018년 추가적으로 Epoxy
1.7만톤/년 증설 예정

그림 9. 금호P&B, BPA/MIBK/Epoxy Capa 추이



자료: DART, 하나금융투자

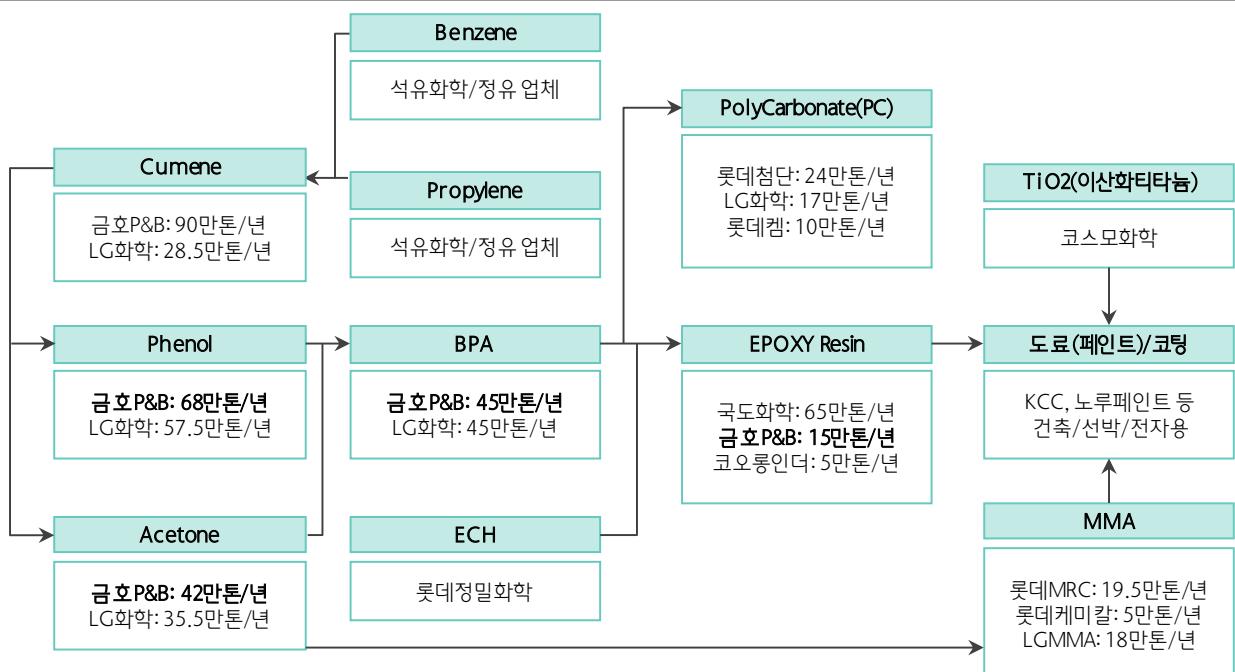
표 4. 금호P&B 설비 Capa 증설 추이

(천톤/년)

	2015	2016	2017	2018
Cumene	430	783	900	900
페놀	380	605	680	680
아세톤	235	374	420	420
BPA	450	450	450	450
에폭시 수지	135	135	135	152
MIBK	60	60	60	60

자료: 하나금융투자

그림 10. 도료/코팅 관련 체인 계통도



자료: 하나금융투자

그림 11. 금호석유의 지분법이익 추이(분기)

1Q18 지분법이익은 418억원으로 사상최대치를 기록

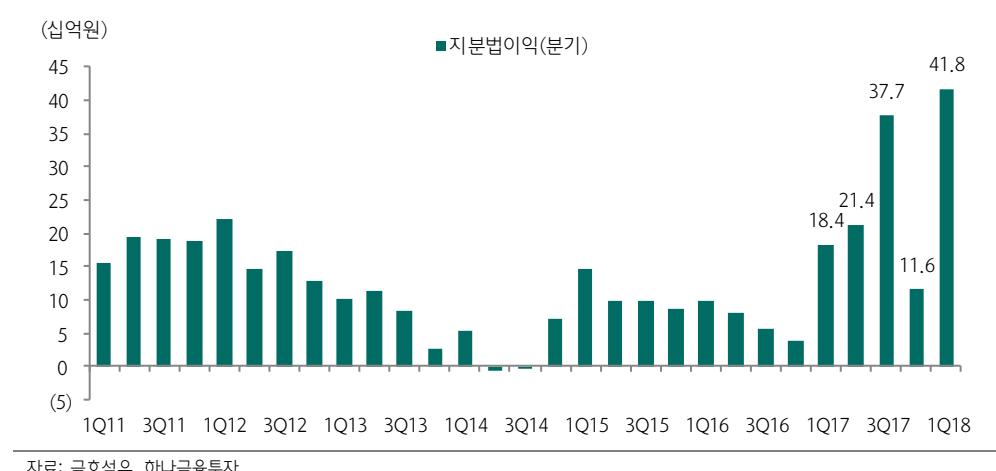
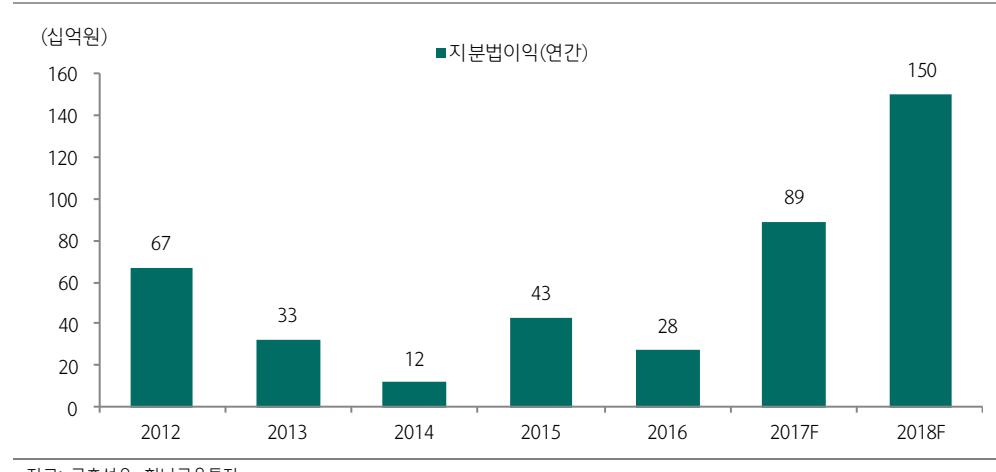


그림 12. 금호석유의 지분법이익 추이(연간)

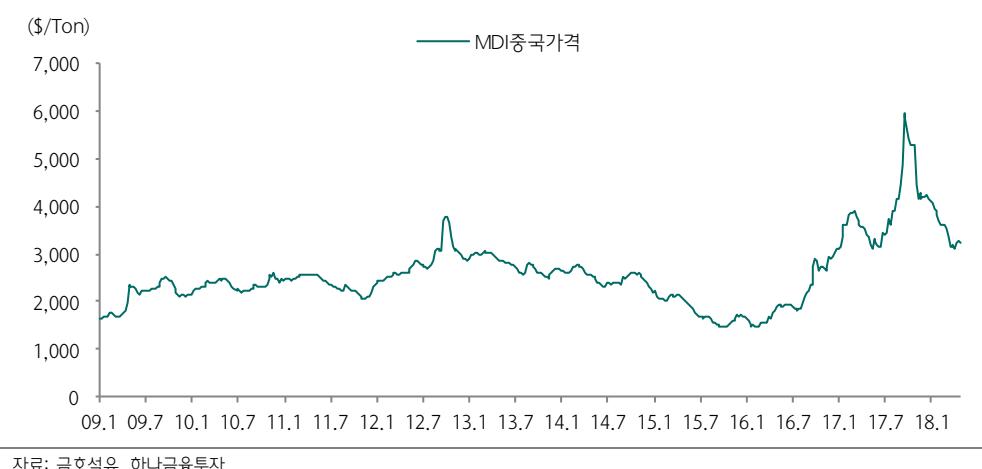
2018년 지분법이익은 1,500억원으로 사상최대치를 기록할 전망



자료: 금호석유, 하나금융투자

MDI가격은 최근 큰 폭의 조정이 나 타났음에도 금호석유의 지분법이익은 사상최대치를 기록. 이는 금호미 쓰이의 증설효과 때문이라 판단

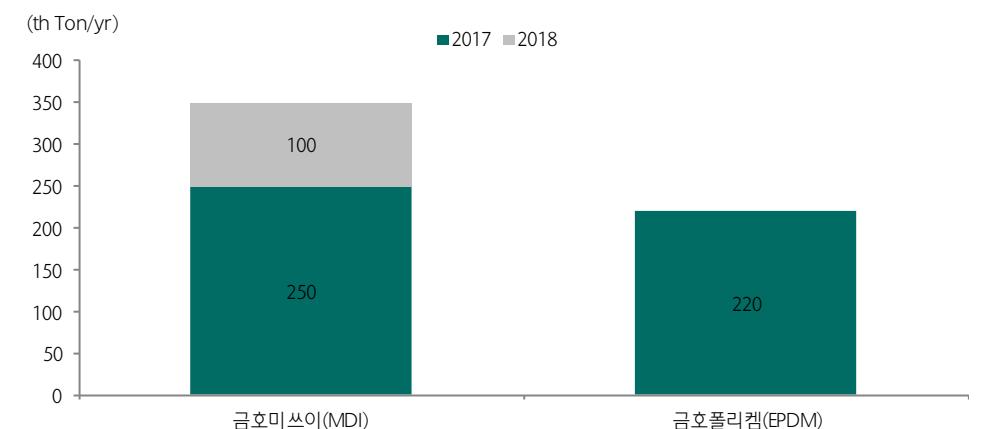
그림 13. MDI 중국 가격 추이



자료: 금호석유, 하나금융투자

그림 14. 금호미쓰이 MDI플랜트, 2018년 증설로 35만톤/년 규모가 될 것

금호미쓰이 MDI플랜트
기존 25만톤에서 2018년 10만톤
추가 증설. 기존 설비의 40% 증설
현재 90% 가량 가동 중



자료: 금호석유, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	3,970.4	5,064.8	5,610.2	6,032.0	6,212.3
매출원가	3,637.5	4,636.5	4,765.5	5,089.9	5,228.7
매출총이익	332.9	428.3	844.7	942.1	983.6
판관비	175.8	165.6	220.2	247.2	239.2
영업이익	157.1	262.6	624.5	694.9	744.4
금융순익	(67.2)	(27.5)	(24.0)	(22.5)	(20.7)
종속/관계기업손익	27.6	89.1	150.0	150.0	150.0
기타영업외손익	(4.6)	(34.4)	(25.5)	(25.5)	(25.5)
세전이익	112.9	289.8	725.0	796.9	848.2
법인세	32.1	72.1	174.0	191.3	203.6
계속사업이익	80.8	217.6	551.0	605.6	644.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	80.8	217.6	551.0	605.6	644.7
비지배주주지분순이익	7.5	4.1	44.1	48.5	51.6
지배주주순이익	73.2	213.6	506.9	557.1	593.0
지배주주지분포괄이익	87.1	245.0	538.1	591.4	629.5
NOPAT	112.4	197.2	474.6	528.1	565.7
EBITDA	363.0	480.5	835.3	900.3	946.2
성장성(%)					
매출액증가율	0.9	27.6	10.8	7.5	3.0
NOPAT증가율	(4.6)	75.4	140.7	11.3	7.1
EBITDA증가율	6.8	32.4	73.8	7.8	5.1
영업이익증가율	(4.2)	67.2	137.8	11.3	7.1
(지배주주)순익증가율	(38.4)	191.8	137.3	9.9	6.4
EPS증가율	(38.4)	191.6	137.3	9.9	6.4
수익성(%)					
매출총이익률	8.4	8.5	15.1	15.6	15.8
EBITDA이익률	9.1	9.5	14.9	14.9	15.2
영업이익률	4.0	5.2	11.1	11.5	12.0
계속사업이익률	2.0	4.3	9.8	10.0	10.4

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,187	6,377	15,135	16,635	17,707
BPS	49,559	56,215	70,535	86,332	103,201
CFPS	11,666	15,767	24,240	26,182	27,553
EBITDAPS	10,840	14,347	24,940	26,882	28,253
SPS	118,552	151,227	167,513	180,106	185,490
DPS	800	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	37.5	15.6	6.5	5.9	5.5
PBR	1.7	1.8	1.4	1.1	0.9
PCFR	7.0	6.3	4.0	3.7	3.6
EV/EBITDA	12.5	10.0	5.2	4.3	3.6
PSR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	4.6	12.3	24.3	21.5	18.9
ROA	1.7	4.7	10.3	9.8	9.3
ROIC	3.8	6.7	16.5	18.3	19.4
부채비율	163.1	134.0	113.1	97.1	84.3
순부채비율	107.0	80.2	44.5	19.5	1.2
이자보상배율(배)	2.7	4.0	10.0	10.5	10.7

자료: 하나금융투자

대차대조표

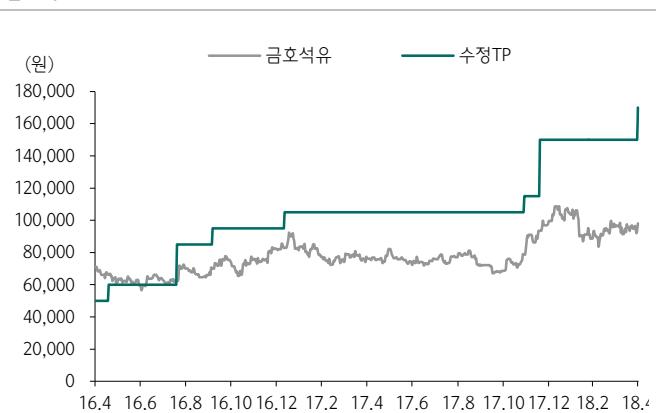
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,255.3	1,332.7	2,006.2	2,716.1	3,456.1
금융자산	232.6	250.3	817.3	1,425.5	2,078.3
현금성자산	197.0	234.4	799.7	1,406.6	2,058.8
매출채권 등	566.8	621.2	680.9	746.3	818.0
재고자산	445.5	426.8	472.7	508.2	523.4
기타유동자산	10.4	34.4	35.3	36.1	36.4
비유동자산	3,290.8	3,247.1	3,280.3	3,312.3	3,316.3
투자자산	664.7	768.6	851.4	915.4	942.7
금융자산	247.0	280.7	310.9	334.3	344.3
유형자산	2,564.8	2,440.3	2,393.0	2,362.9	2,341.2
무형자산	17.3	14.9	12.6	10.6	9.0
기타비유동자산	44.0	23.3	23.3	23.4	23.4
자산총계	4,546.1	4,579.8	5,286.6	6,028.4	6,772.4
유동부채	2,145.6	1,913.9	2,083.8	2,237.8	2,360.9
금융부채	1,521.1	1,233.2	1,333.9	1,434.5	1,534.8
매입채무 등	596.3	625.6	693.0	745.1	767.4
기타유동부채	28.2	55.1	56.9	58.2	58.7
비유동부채	672.7	709.1	722.3	732.4	736.8
금융부채	560.5	586.9	586.9	586.9	586.9
기타비유동부채	112.2	122.2	135.4	145.5	149.9
부채총계	2,818.2	2,623.0	2,806.1	2,970.3	3,097.7
지배주주지분	1,619.7	1,842.7	2,322.2	2,851.3	3,416.3
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	266.5	266.5	266.5	266.5	266.5
자본조정	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)
기타포괄이익누계액	18.2	46.1	46.1	46.1	46.1
이익잉여금	1,207.9	1,403.0	1,882.6	2,411.6	2,976.6
비지배주주지분	108.2	114.1	158.3	206.8	258.4
자본총계	1,727.9	1,956.8	2,480.5	3,058.1	3,674.7
순금융부채	1,849.0	1,569.8	1,103.5	595.9	43.4

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	296.8	421.0	571.6	607.1	620.6
당기순이익	80.8	217.6	551.0	605.6	644.7
조정	236.2	242.9	44.9	39.5	35.9
감가상각비	206.0	217.9	210.8	205.4	201.8
외환거래손익	16.5	(12.3)	(15.9)	(15.9)	(15.9)
지분법손익	(36.6)	(88.7)	(150.0)	(150.0)	(150.0)
기타	50.3	126.0	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	(20.2)	(39.5)	(24.3)	(38.0)	(60.0)
투자활동 현금흐름	(250.7)	(106.0)	(79.8)	(72.8)	(40.5)
투자자산감소(증가)	29.4	(14.9)	67.2	86.0	122.6
유형자산감소(증가)	(271.1)	(100.8)	(161.2)	(173.3)	(178.5)
기타	(9.0)	9.7	14.2	14.5	15.4
재무활동 현금흐름	103.6	(276.7)	73.5	72.5	72.2
금융부채증가(감소)	165.4	(261.5)	100.8	100.6	100.3
자본증가(감소)	(1.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(38.0)	6.9	0.0	(0.1)	(0.1)
배당지급	(22.5)	(22.1)	(27.3)	(28.0)	(28.0)
현금의 증감	149.7	37.5	565.3	606.9	652.2
Unlevered CFO	390.7	528.1	811.8	876.9	922.8
Free Cash Flow	24.0	315.1	410.4	433.8	442.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

금호석유



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
18.4.30	BUY	170,000		
17.12.19	BUY	150,000	-35.46%	-27.67%
17.11.28	BUY	115,000	-22.56%	-18.78%
17.1.9	BUY	105,000	-27.20%	-12.10%
16.10.4	BUY	95,000	-20.73%	-10.11%
16.8.17	BUY	85,000	-19.80%	-14.71%
16.5.17	Neutral	60,000	4.24%	11.33%
16.4.7	Neutral	50,000	34.20%	49.60%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.6%	7.8%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2018년 04월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.