

2018. 4. 30



▲ 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) 130,000 원

현재주가 (4.27) 98,000 원

상승여력 32.7%

KOSPI 2,492.40pt

시가총액 29,858억원

발행주식수 3,047만주

유동주식비율 56.94%

외국인비중 27.09%

52주 최고/최저가 108,500원/67,100원

평균거래대금 174.3억원

주요주주(%)

박찬구 외 5 인 24.70

국민연금 10.03

BlackRock Fund Advisors 외 13 인 8.31

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 2.0 42.9 28.6

상대주가 0.3 43.1 14.0

주가그래프



금호석유 011780

1Q18 Review: 달라진 위상

- ✓ 1Q18 영업이익 1,658 억원으로 2 개 분기 연속 실적 서프라이즈 달성
 - 합성고무 332 억원, 합성수지 239 억원, 페놀유도체 665 억원 포함
 - 원가 상승과 전방 수요 개선에 따른 구조적인 페놀 체인 강세 전환
- ✓ 2Q18 영업이익 1,258 억원을 추정, 이는 정기보수에 따른 일시적 이익 감소
- ✓ 18 년 화학업종 최선호주로 제시하며 투자의견 Buy 와 적정주가 13 만원 유지

1Q18 영업이익 1,658 억원을 기록하며 어닝 서프라이즈 달성

동사의 1Q18 영업이익은 1,658 억원을 시현, 6 년만에 분기 이익 1 천억원을 상회하는 실적이다. 사업부별 이익은 합성고무 332 억원, 합성수지 239 억원, 금호 P&B 665 억원 등이다. 특히 페놀 체인 강세에 따른 금호 P&B(+361% QoQ)가 이익 개선을 주도했다. 지난 4 분기 정기보수를 마친 BPA 의 판매량 회복과 가격 강세 때문이다. 고무사업부는 3 월 중국 Qilu Petrochemical 의 합성고무 설비 재가동에도 불구하고, 연초 재고확충 수요에 따른 스프레드 확대가 반영되었다. 합성수지는 14 년 이후 역사적 고점으로 상승한 ABS 가 수익성 개선을 주도했다. 발전사업부는 SMP 가격 상승으로 실적이 개선되었다.

2Q18 영업이익 1,258 억원, 18 년 연간 5,792 억원을 추정

2Q18 영업이익은 1,258 억원을 예상한다. 이는 (1) 열병합발전소 정기보수 및 SMP 가격 하락, (2) 금호 P&B 가격 강세 유지, (3) 합성수지 계절적 성수기 도래, (4) 합성고무 스프레드 소폭 조정 때문이다.

4 월 중국 CNOOC 의 페놀 신규 진출 가능성이 있지만, PC 등 전방 제품별 개선되고 있는 수요에 따라 가격 약세 전환은 제한적이다. 연중 페놀체인 강세를 예상하고 18 년 이익은 5,792 억원으로 연간 증익 기초를 유지할 전망이다.

높아진 이익 체력에 따른 주가 재평가가 이뤄질 시기

동사에 대한 투자포인트 (1) 합성고무 수급 개선, (2) ABS/PS 스프레드 확대, (3) 페놀체인의 구조적인 강세를 제시한다. 합성고무 수급 개선과 높아지는 이익 창출력을 감안하면 현 시점에서 주가 재평가가 필요하다. 기존 투자의견과 적정주가를 유지하며 업종 최선호주를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	3,970.4	157.1	73.3	2,320	-34.5	48,363	35.3	1.7	12.5	4.6	163.1
2017	5,064.8	262.6	213.6	6,906	174.3	55,019	14.4	1.8	10.0	12.3	134.0
2018E	5,309.6	579.2	476.0	15,947	135.5	68,784	6.1	1.4	5.2	23.6	133.5
2019E	5,530.9	597.5	508.4	16,581	2.1	83,125	5.9	1.2	4.7	20.0	129.4
2020E	5,617.6	621.7	537.8	17,547	5.8	98,345	5.6	1.0	4.0	17.7	119.5

표1 금호석유 1Q18 실적 Review

(십억원)	1Q18P	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,339.9	1,408.2	-4.8	1,212.3	10.5	1,319.1	1.6	1,273.1	5.2
영업이익	165.8	65.8	152.2	95.0	74.7	106.0	56.5	105.2	57.7
세전이익	191.4	88.4	116.5	70.4	171.9	115.3	66.0	108.2	76.9
순이익	137.8	70.4	95.6	53.0	159.7	92.4	49.0	80.9	70.3
영업이익률(%)	12.4	4.7		7.8		8.0		8.3	
순이익률(%)	10.3	5.0		4.4		7.0		6.4	

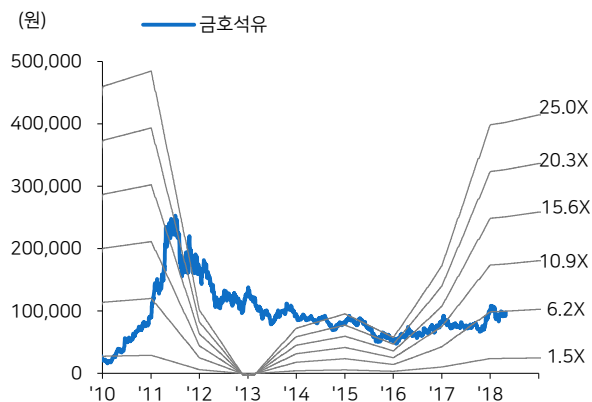
자료: 금호석유, 메리츠증권 리서치센터

표2 금호석유 사업부문별 실적추정치

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018	2019E
매출액	1,408.2	1,239.1	1,205.2	1,212.3	1,339.9	1,286.7	1,334.8	1,348.2	5,064.8	5,309.6	5,530.8
합성고무	636.2	499.5	463.5	468.9	474.5	527.3	554.8	565.3	2,068.1	2,121.9	2,326.9
합성수지	303.5	293.8	308.9	299.3	299.6	322.4	327.3	330.7	1,205.5	1,280.0	1,363.2
기타	468.5	445.8	432.7	444.1	565.8	411.7	426.5	425.8	1,791.1	1,829.8	1,732.3
영업이익	65.7	44.2	57.8	95.0	165.8	125.8	140.6	147.0	262.6	579.2	597.5
%OP	4.7%	3.6%	4.8%	7.8%	12.4%	9.8%	10.5%	10.9%	5.2%	10.9%	10.8%
세전이익	88.4	52.9	78.1	70.4	191.4	146.8	163.5	162.7	289.8	664.5	686.9
순이익(지배)	69.1	36.7	56.5	51.3	126.7	107.9	120.2	121.2	213.6	476.0	508.4
% YoY											
매출액	61.6%	22.5%	21.2%	10.9%	-4.8%	3.8%	10.8%	11.2%	28.7%	4.8%	4.2%
영업이익	42.0%	-32.5%	146.1%	333.5%	152.2%	184.8%	143.5%	54.8%	60.1%	120.5%	3.2%
세전이익	73.7%	-20.0%	흑전	흑전	116.5%	177.8%	109.4%	131.1%	70.9%	129.3%	3.4%
순이익(지배)	80.8%	-18.4%	217.0%	흑전	83.5%	193.9%	112.7%	136.2%	79.6%	122.9%	6.8%
% QoQ											
매출액	28.8%	-12.0%	-2.7%	0.6%	10.5%	-4.0%	3.7%	1.0%			
영업이익	200.2%	-32.8%	30.7%	64.4%	74.6%	-24.1%	11.8%	4.5%			
세전이익	흑전	-40.2%	47.7%	-10.1%	171.9%	-23.3%	11.4%	-0.5%			
순이익(지배)	흑전	-46.9%	54.0%	-9.7%	147.1%	-14.8%	11.4%	0.8%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 금호석유 12M Fwd. PER 밴드차트



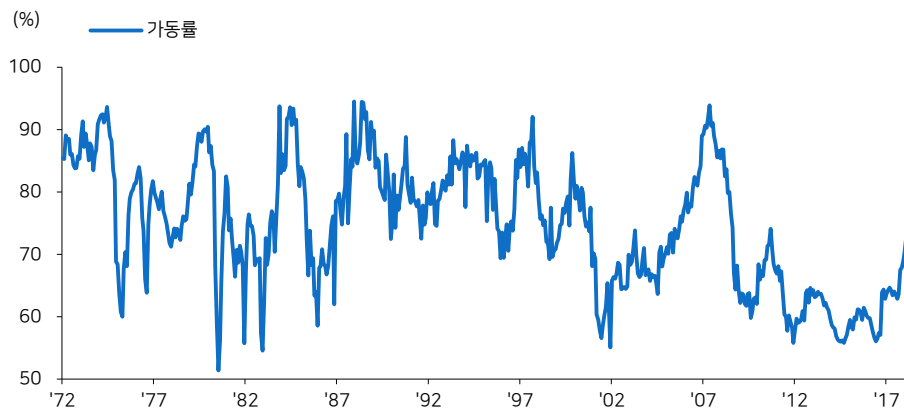
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 금호석유 12M Fwd. PBR 밴드차트



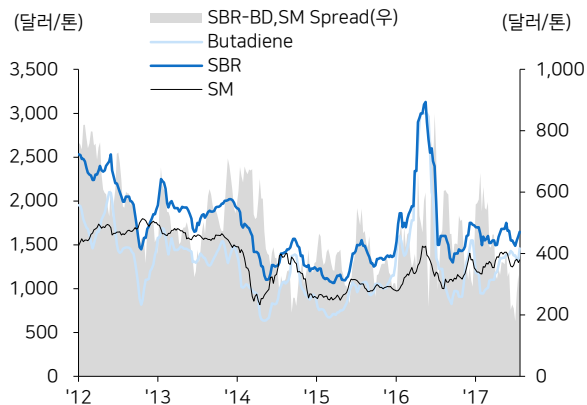
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 글로벌 합성고무 가동률 70% 수준으로 상승



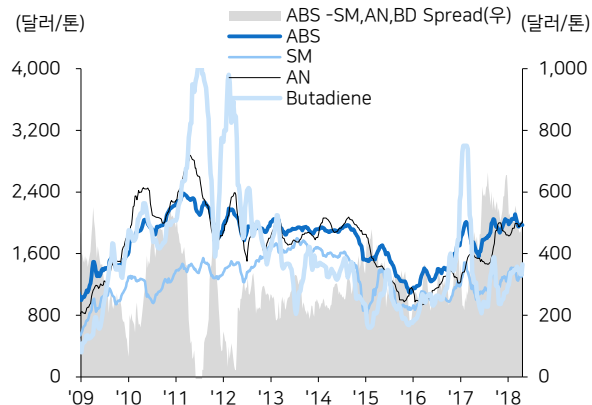
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 합성고무 스프레드 추이



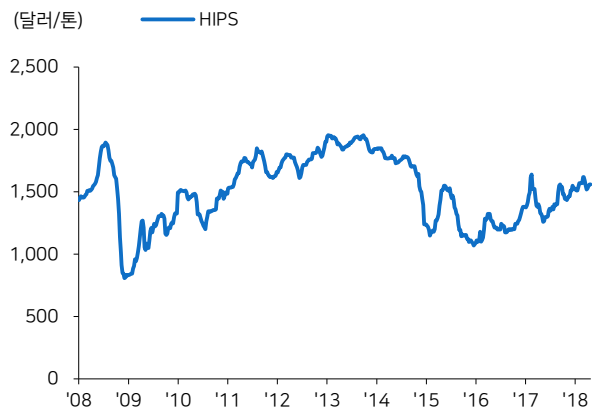
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 ABS 스프레드 추이



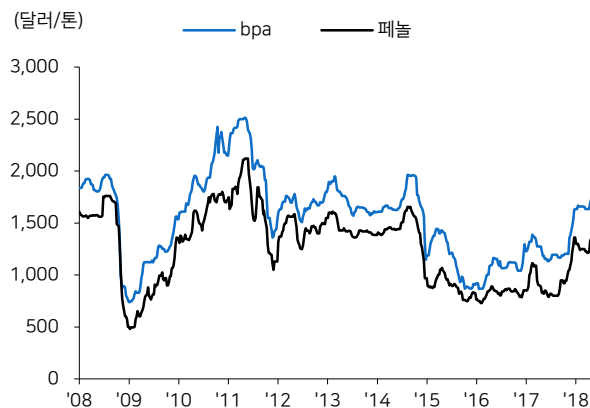
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 HIPS 가격 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 페놀/BPA 가격 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 중국 천연고무 재고량



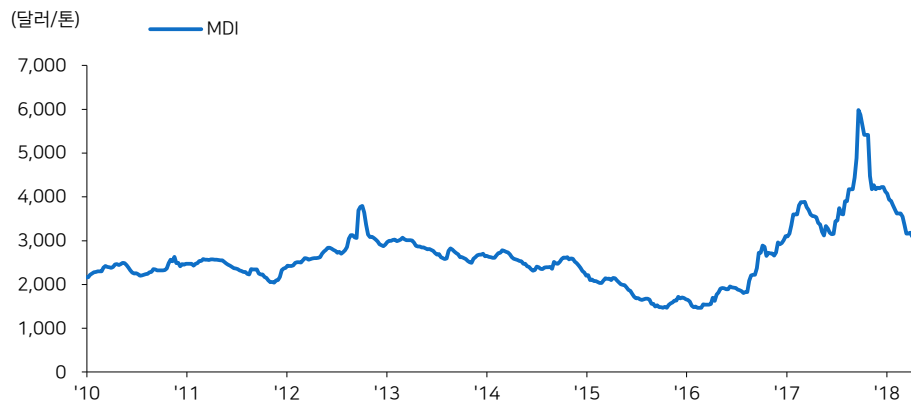
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 중국 합성고무 재고량



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 MDI 가격 추이



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

금호석유 (011780)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,970.4	5,064.8	5,309.6	5,530.9	5,617.6
매출액증가율 (%)	0.9	27.6	4.8	4.2	1.6
매출원가	3,637.5	4,636.5	4,472.3	4,670.5	4,728.9
매출총이익	332.9	428.3	837.3	860.4	888.6
판매관리비	175.9	165.6	251.7	262.9	266.9
영업이익	157.1	262.6	579.2	597.5	621.7
영업이익률	4.0	5.2	11.0	10.8	11.1
금융손익	-67.2	-27.5	-61.2	-74.8	-84.4
종속/관계기업손익	27.6	89.1	149.2	164.2	189.4
기타영업외손익	-4.6	-34.4	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	112.9	289.8	664.5	686.9	726.6
법인세비용	32.1	72.1	163.0	168.2	177.9
당기순이익	80.8	217.7	494.2	518.7	548.8
지배주주지분 순이익	73.3	213.6	476.0	508.4	537.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	296.8	421.1	743.1	778.2	815.3
당기순이익(손실)	80.8	217.7	508.3	518.7	548.8
유형자산상각비	202.8	215.1	264.8	269.4	273.5
무형자산상각비	3.2	2.8	2.1	1.8	1.5
운전자본의 증감	-20.2	-39.5	-32.1	-11.8	-8.5
투자활동 현금흐름	-250.7	-106.0	-387.9	-333.0	-323.8
유형자산의증가(CAPEX)	-272.7	-106.0	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	29.4	-14.9	-86.2	-32.4	-23.4
재무활동 현금흐름	103.6	-276.7	513.5	472.3	282.2
차입금의 증감	165.4	-261.5	540.8	500.3	310.2
자본의 증가	-1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	149.7	37.5	868.7	917.4	773.6
기초현금	47.3	197.0	234.4	1,103.1	2,020.5
기말현금	197.0	234.4	1,103.1	2,020.5	2,794.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,255.3	1,332.7	2,324.5	3,288.1	4,095.1
현금및현금성자산	197.0	234.4	1,103.1	2,020.5	2,794.1
매출채권	520.9	588.5	654.5	679.3	697.1
재고자산	445.5	426.8	474.6	492.6	505.5
비유동자산	3,290.8	3,247.1	3,366.5	3,427.6	3,475.9
유형자산	2,564.8	2,440.3	2,475.5	2,506.1	2,532.6
무형자산	17.3	14.9	12.8	11.1	9.5
투자자산	664.7	768.6	854.8	887.1	910.5
자산총계	4,546.1	4,579.8	5,690.9	6,715.7	7,571.0
유동부채	2,145.6	1,913.9	2,271.0	2,540.0	2,710.9
매입채무	373.7	398.2	442.8	459.6	471.7
단기차입금	971.8	899.8	939.8	979.8	979.8
유동성장기부채	539.3	326.2	326.2	326.2	326.2
비유동부채	672.7	709.1	982.8	1,248.0	1,411.7
사채	143.8	247.9	247.9	247.9	247.9
장기차입금	415.7	335.2	595.2	855.2	1,015.2
부채총계	2,818.2	2,623.0	3,253.8	3,787.9	4,122.5
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	266.5	266.5	266.5	266.5	266.5
기타포괄이익누계액	18.2	46.1	46.1	46.1	46.1
이익잉여금	1,207.9	1,403.0	1,864.0	2,344.3	2,854.0
비지배주주지분	108.2	114.2	133.4	143.8	154.8
자본총계	1,727.9	1,956.8	2,437.1	2,927.8	3,448.5

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	130,316	166,234	174,269	181,532	184,377
EPS(지배주주)	2,320	6,906	15,947	16,581	17,547
CFPS	12,824	17,332	32,923	33,902	35,646
EBITDAPS	11,916	15,771	27,978	28,513	29,431
BPS	48,363	55,019	68,784	83,125	98,345
DPS	800	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	35.3	14.4	6.1	5.9	5.6
PCR	6.4	5.7	3.0	2.9	2.7
PSR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR	1.7	1.8	1.4	1.2	1.0
EBITDA	363.0	480.5	852.4	868.7	896.7
EV/EBITDA	12.5	10.0	5.2	4.7	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.6	12.3	23.6	20.0	17.7
EBITDA 이익률	9.1	9.5	16.1	15.7	16.0
부채비율	163.1	134.0	133.5	129.4	119.5
금융비용부담률	1.5	1.3	1.2	1.5	1.8
이자보상배율(x)	2.7	4.0	8.9	7.2	6.3
매출채권회전율(x)	8.3	9.1	8.5	8.3	8.2
재고자산회전율(x)	9.5	11.6	11.8	11.4	11.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 4월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 30일 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 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	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

금호석유 (011780) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-23.1	-7.7	
2017.10.11	1년 경과				-31.4	-28.5	
2017.11.01	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-27.6	-13.5	
2017.11.29	산업분석	Buy	115,000	노우호	-15.6	-5.7	
2018.01.18	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-19.9	-17.3	
2018.02.02	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-26.4	-17.3	
2018.04.04	산업분석	Buy	130,000	노우호	-26.6	-17.3	
2018.04.30	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-	-	