



BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원
주가(11/6): 90,300원
시가총액: 28,457억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/6)		2,089.62pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	117,000원	70,700원
등락률	-22.82%	27.72%
수익률	절대	상대
1W	8.1%	17.4%
6M	-16.8%	-2.0%
1Y	19.4%	45.7%

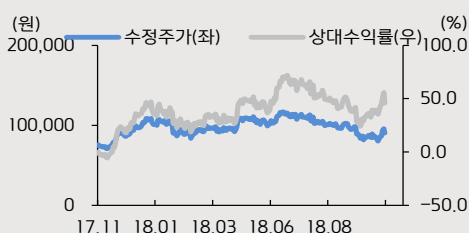
Company Data

발행주식수		33,491천주
일평균 거래량(3M)		159천주
외국인 지분율		33.39%
배당수익률(18E)		1.66%
BPS(18E)		70,014원
주요 주주	박철완 외 5인	24.70%
	금호석유 자사주	18.36%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	39,704	50,648	55,996	57,893
보고영업이익	1,571	2,626	6,014	6,488
핵심영업이익	1,571	2,626	6,014	6,488
EBITDA	3,630	4,805	8,014	8,405
세전이익	1,135	2,900	6,685	6,521
순이익	808	2,176	5,400	4,917
지배주주지분순이익	732	2,136	5,286	4,922
EPS(원)	2,187	6,377	15,783	14,695
증감률(%YoY)	-38.4	191.6	147.5	-6.9
PER(배)	37.5	15.6	5.7	6.1
PBR(배)	1.7	1.8	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	12.9	9.9	5.0	4.2
보고영업이익률(%)	4.0	5.2	10.7	11.2
핵심영업이익률(%)	4.0	5.2	10.7	11.2
ROE(%)	4.8	11.8	24.4	18.3
순부채비율(%)	107.0	79.7	46.2	23.6

Price Trend



기업브리프

금호석유화학 (011780)

페놀유도체 업황에 대한 당사의 의견



금호석유화학의 페놀유도체 향후 전망에 대한 시장의 오해가 발생하고 있는 것으로 보입니다. 내년/내후년 계획된 BPA 증설은 존재하지만, 중국을 필두로 한 PC 증설이 더 커서, BPA 업황은 중기적으로 호조세를 이어갈 전망입니다. 또한 페놀 수급 타이트로 인한 페놀 생산량 증가로 페놀 부산물인 아세톤 가격이 하락하고 있지만, 페놀/아세톤 통합 스프레드는 오히려 강세를 지속하고 있습니다. 그리고 BPA 증설로 동사의 페놀/아세톤 외부 판매량이 감소하며, 페놀/아세톤 시장 변동 리스크가 감소할 것으로 판단됩니다.

>>> 페놀유도체, 견고한 업황 지속 전망

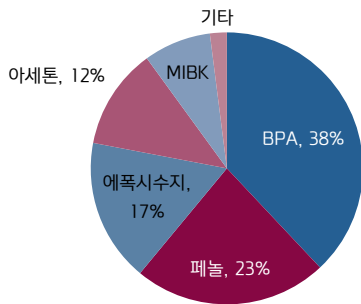
내년/내후년 BPA 증설 확대로 BPA 업황 급락에 대한 일부 시장의 의견이 존재한다. 하지만 계획되어 있는 중국의 PC(폴리카보네이트) 증설만 내년 40만톤, 내후년 92만톤으로 BPA 공급 증가가 수요 증가를 따라가지 못할 것으로 보인다. 또한 BPA의 다른 다운스트림인 에폭시수지도 아시아 지역 수요가 세계의 약 80%를 점유하고 있는데, 아시아 지역은 연평균 5% 수준의 성장을 지속하고 있는 상황이다. 올해 대비 내년/내후년 BPA 실적 급락은 가능성이 커 보이지 않는다.

또한 최근 페놀 생산의 부산물(페놀 1톤 생산 시 아세톤 0.61톤 부산)인 아세톤 가격의 하락으로 일견 동사 페놀유도체부문의 실적 둔화가 전망된다. 하지만 페놀 가격의 상승으로 페놀/아세톤 통합 스프레드(프로필렌/벤젠 투입)는 오히려 강세를 지속하고 있다. 참고로 최근 페놀 수급 타이트로 작년 초 아세톤 대비 10~20% 프리미엄 거래되던 역대 페놀 가격은 현재 아세톤 대비 약 3배 가량 높은 상황이다. 올해 4분기에도 중국 Sinopec Yansan(10월 27일~11월 28일), 중국 Sinopec Gaoqiao(10월 8일~11월 중순), 대만 TPCC(12월 하순부터 약 3주), LG화학(11월 초부터 4~5주)의 정기보수 진행으로 역대 페놀 공급 타이트는 지속될 것으로 보인다.

한편 동사 페놀유도체부문의 작년 기준 매출 비중(추정치)은 BPA 38%, 페놀 23%, 에폭시수지 17%, 아세톤 12%, MIBK 8%, 기타 2%이고, LG화학/삼양이노켄 등과 함께 국내 내수 시장을 독과점하고 있으며, 상위권 시장 지위(세계 5위권 페놀/BPA 생산능력), 고정거래처를 통한 안정적인 사업 기반, 큐멘-페놀-BPA-에폭시수지로 이어지는 생산 수직계열화 구축을 통하여 사업 변동성을 상당부분 완화하고 있다.

2016년 페놀/아세톤 생산능력 증설로 2015년 4만톤 수준의 페놀/아세톤 외부 판매량은 2018년 현재 50만톤까지 확대된 상황이다. 2021년 하반기 BPA(V) 20만톤 증설로 BPA 생산능력은 65만톤으로 증가할 전망이나, 페놀/아세톤 자소분 증가로 페놀/아세톤 외부 판매량은 27만톤 수준으로 감소하며, 향후 페놀/아세톤 시장 변동에 따른 리스크가 감소할 것으로 판단된다.

2017년 금호피앤비화학 Sales Breakdown(추정치)



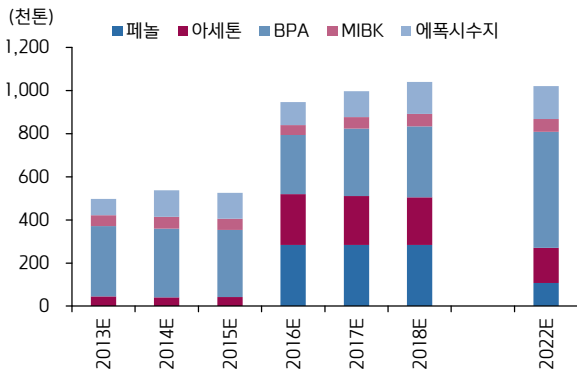
자료: 금호석유화학, 키움증권 리서치

중국 PC(폴리카보네이트) 증설 계획

投产时间	投产项目
2018年底	鲁西二期PC项目 (10万吨/年)
	泸天化一期PC项目 (10万吨/年)
2019年	河南濮阳PC项目 (10万吨/年)
	湖北甘宁PC项目 (10万吨/年)
	科思创华东PC项目 (20万吨/年)
2020年	舟山石化PC项目 (26万吨/年)
	神马PC项目一期 (10万吨/年)
	青岛阳煤PC项目 (10万吨/年)
	天津中沙PC项目 (26万吨/年)
	泉州恒河化工PC项目 (10万吨/年)
	环球联合化工, 非光气熔融酯交换法 (10万吨/年)

자료: 업계, 키움증권 리서치

금호피앤비화학 제품 외부 판매량 추이(자가소비 제외)



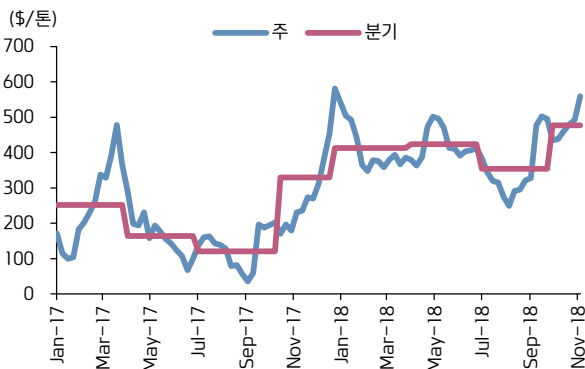
자료: 금호석유화학, 키움증권 리서치

아시아 BPA 수요 증가율 추이

	2015	2016	2017	2018
PC	0.7%	3.8%	5.6%	6.9%
에폭시수지	6.4%	8.4%	6.9%	4.5%
기타	0.0%	5.4%	5.1%	6.1%

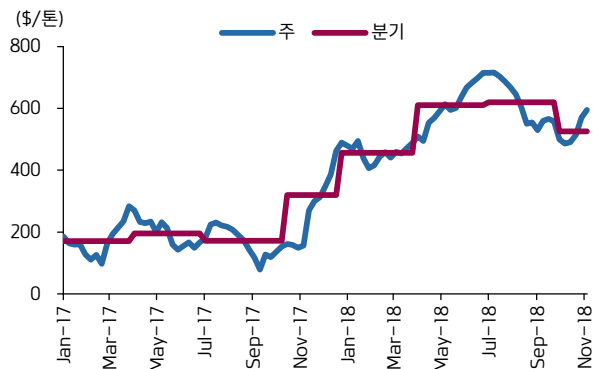
자료: MC, 키움증권 리서치

국내 페놀/아세톤 통합 스프레드(벤젠/프로필렌) 추이



자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

국내 BPA 통합 스프레드(벤젠/프로필렌) 추이



자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	39,345	39,704	50,648	55,996	57,893
매출원가	36,006	36,375	46,365	48,081	49,014
매출총이익	3,339	3,329	4,283	7,915	8,879
판매비및일반관리비	1,700	1,758	1,656	1,901	2,391
영업이익(보고)	1,640	1,571	2,626	6,014	6,488
영업이익(핵심)	1,640	1,571	2,626	6,014	6,488
영업외손익	57	-436	274	671	32
이자수익	43	18	20	36	38
배당금수익	54	68	53	54	62
외환이익	729	826	1,128	652	634
이자비용	514	588	655	618	673
외환손실	952	997	719	613	575
관계기업지분손익	540	366	887	1,237	600
투자및기타자산처분손익	21	156	-9	-30	-29
금융상품평가및기타금융이익	83	65	-234	-18	-37
기타	53	-350	-198	-28	12
법인세차감전이익	1,696	1,135	2,900	6,685	6,521
법인세비용	478	321	721	1,284	1,604
유효법인세율 (%)	28.2%	28.3%	24.9%	19.2%	24.6%
당기순이익	1,219	808	2,176	5,400	4,917
지배주주지분순이익(억원)	1,189	732	2,136	5,286	4,922
EBITDA	3,399	3,630	4,805	8,014	8,405
현금순이익(Cash Earnings)	2,978	2,867	4,355	7,400	6,834
수정당기순이익	1,144	649	2,359	5,448	4,967
증감율(% YoY)					
매출액	-17.4	0.9	27.6	10.6	3.4
영업이익(보고)	-11.3	-4.2	67.2	129.0	7.9
영업이익(핵심)	-11.3	-4.2	67.2	129.0	7.9
EBITDA	-6.2	6.8	32.4	66.8	4.9
지배주주지분 당기순이익	27.6	-38.4	191.6	147.5	-6.9
EPS	27.6	-38.4	191.6	147.5	-6.9
수정순이익	48.1	-43.3	263.5	131.0	-8.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	9,676	12,553	13,327	19,161	24,588
현금및현금성자산	473	1,970	2,344	7,019	12,034
유동금융자산	107	356	159	175	181
매출채권및유동채권	4,869	5,772	6,300	6,965	7,201
재고자산	3,947	4,455	4,268	4,718	4,878
기타유동비금융자산	280	0	256	283	293
비유동자산	32,430	32,908	32,471	32,995	32,807
장기매출채권및기타비유동채권	281	215	150	166	172
투자자산	6,620	6,597	7,641	9,217	9,973
유형자산	25,057	25,648	24,403	23,426	22,529
무형자산	162	173	149	126	106
기타비유동자산	311	276	128	59	28
자산총계	42,106	45,461	45,798	52,156	57,395
유동부채	15,413	21,456	19,139	19,858	20,113
매입채무및기타유동채무	4,880	6,069	6,349	7,019	7,257
단기차입금	6,969	9,718	8,998	8,998	8,998
유동성장기차입금	3,354	5,493	3,262	3,262	3,262
기타유동부채	210	175	530	579	596
비유동부채	10,055	6,727	7,091	7,610	8,097
장기매입채무및비유동채무	44	55	95	105	109
사채및장기차입금	8,823	5,595	5,831	6,331	6,831
기타비유동부채	1,188	1,076	1,165	1,174	1,158
부채총계	25,468	28,182	26,230	27,468	28,211
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	14,030	19,052	23,574
기타자본	-329	-318	-40	-40	-40
지배주주지분자본총계	15,565	16,197	18,427	23,448	27,971
비지배주주지분자본총계	1,073	1,082	1,141	1,239	1,213
자본총계	16,637	17,279	19,568	24,687	29,184
순차입금	18,566	18,481	15,588	11,397	6,876
총차입금	19,146	20,807	18,091	18,591	19,091

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,832	2,968	4,210	5,710	6,056
당기순이익	1,219	808	2,176	5,400	4,917
감가상각비	1,738	2,028	2,151	1,977	1,897
무형자산상각비	22	32	28	23	19
외환손익	90	165	-123	-39	-59
자산처분손익	25	29	144	30	29
지분법손익	-432	-276	-891	-1,237	-600
영업활동자산부채 증감	2,174	-202	-395	-430	-152
기타	-3	385	1,121	-15	4
투자활동현금흐름	-3,913	-2,507	-1,060	-1,264	-1,104
투자자산의 처분	-19	109	-41	-303	-107
유형자산의 처분	8	16	52	0	0
유형자산의 취득	-3,898	-2,727	-1,060	-1,000	-1,000
무형자산의 처분	-16	-15	-8	0	0
기타	10	110	-4	38	3
재무활동현금흐름	-2,584	1,036	-2,767	228	64
단기차입금의 증가	-4,707	-521	-6,012	0	0
장기차입금의 증가	2,541	1,839	3,498	500	500
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-420	-225	-221	-280	-420
기타	2	-57	-32	9	-16
현금및현금성자산의순증가	-1,664	1,497	375	4,674	5,015
기초현금및현금성자산	2,136	473	1,970	2,344	7,019
기말현금및현금성자산	473	1,970	2,344	7,019	12,034
Gross Cash Flow	2,658	3,169	4,606	6,140	6,208
Op Free Cash Flow	1,198	242	2,690	6,584	5,683

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,550	2,187	6,377	15,783	14,695
BPS	46,474	48,363	55,019	70,014	83,518
주당EBITDA	10,149	10,840	14,347	23,928	25,097
CFPS	8,892	8,561	13,004	22,095	20,404
DPS	800	800	1,000	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	14.7	37.5	15.6	5.7	6.1
PBR	1.1	1.7	1.8	1.3	1.1
EV/EBITDA	10.6	12.9	9.9	5.0	4.2
PCFR	5.9	9.6	7.7	4.1	4.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	4.0	5.2	10.7	11.2
영업이익률(핵심)	4.2	4.0	5.2	10.7	11.2
EBITDA margin	8.6	9.1	9.5	14.3	14.5
순이익률	3.1	2.0	4.3	9.6	8.5
자기자본이익률(ROE)	7.4	4.8	11.8	24.4	18.3
투자자본이익률(ROIC)	4.0	3.8	6.7	21.3	17.8
안정성(%)					
부채비율	153.1	163.1	134.0	111.3	96.7
순차입금비율	111.6	107.0	79.7	46.2	23.6
이자보상배율(배)	3.2	2.7	4.0	9.7	9.6
활동성(배)					
매출채권회전율	7.0	7.5	8.4	8.4	8.2
재고자산회전율	8.5	9.5	11.6	12.5	12.1
매입채무회전율	7.7	7.3	8.2	8.4	8.1

Compliance Notice

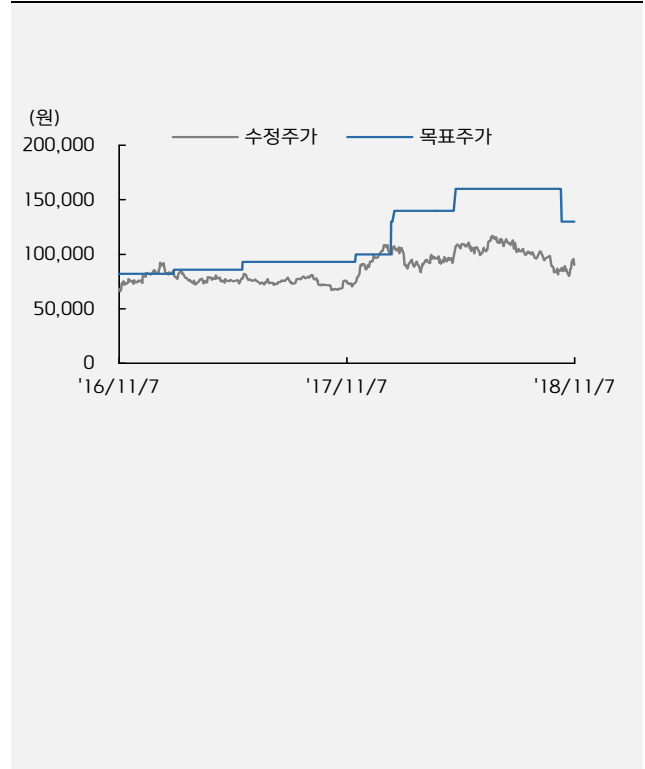
- 당사는 11월 6일 현재 '금호석유화학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	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	-15.3	-11.7
	2017/06/07	Outperform(Maintain)	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	-19.8	-18.1
	2018/01/22	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-25.6	-23.2
	2018/02/02	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-28.0	-23.2
	2018/02/12	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-32.3	-23.2
	2018/03/27	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-32.3	-23.2
	2018/03/28	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-32.2	-23.2
	2018/04/30	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-33.0	-30.6
	2018/06/05	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-33.5	-29.7
	2018/06/26	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-32.0	-26.9
	2018/08/06	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-32.1	-26.9
	2018/08/08	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-33.6	-26.9
	2018/09/21	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-35.2	-26.9
2018/10/17	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-33.6	-28.0	
2018/11/05	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-33.1	-26.2	
2018/11/07	Buy(Maintain)	130,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%