

2017/05/02

금호석유(011780)

운송/정유/화학 하준영
(2122-9213) jyha@hi-ib.com

하반기 합성고무사업 수익성 개선 예상

Buy (Maintain)

■ 1Q17 Review: 시장 기대를 상회한 실적

동사의 1Q17 실적은 매출액 14,082억원(YoY +61.6%), 영업이익 657억원(YoY +42.0%)을 기록하며 시장의 기대치를 상회했다. 모든 사업부문의 실적이 개선된 가운데 에너지/정밀화학 사업부문 영업이익이 303억원으로 크게 증가했다.

합성고무사업부문은 2월부터 BD가격이 하락하면서 역마진이 해소되었을 것으로 판단하며 3월에도 BD가격 하락세가 이어지면서 제품 스프레드는 추가 개선되었을 것으로 추정한다. 다만, 글로벌 합성고무 CAPA가 수요를 상회하고 있어 합성고무가격의 급격한 인상은 어려울 것으로 판단한다. **합성수지사업부문**은 원재료인 SM가격 상승분이 판가에 전가되면서 수익성이 QoQ 개선되었다. **지분법이익**은 184억원이 인식되었는데 이는 경쟁사의 신규공장 가동 지연으로 공급이 타이트한 상황이 이어지면서 MDI 스프레드가 개선되었기 때문이다.

■ 하반기 합성고무사업 수익성 개선 예상

하반기 합성고무사업부문의 수익성 개선을 예상한다. 1)하반기부터 원재료 추가 확보에 따라 BD 자급률이 올라갈 것이며, 2)공급 증가가 제한적인 상황에서 수요가 꾸준히 늘어나면서 스프레드가 개선될 것이기 때문이다. 다만, 2Q17에는 정기보수가 예정되어 있어 동사의 합성고무사업부문 영업이익은 QoQ 감익을 예상한다. 합성수지사업부문과 폐놀유도체사업부문도 제품 스프레드 축소에 따라 영업이익은 QoQ 감소할 것으로 예상한다.

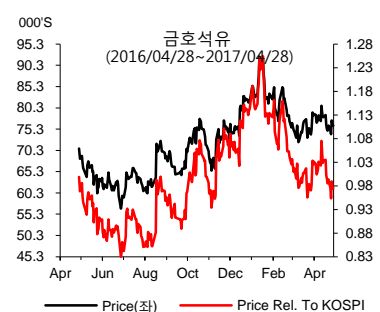
동사는 합성고무 시장의 글로벌 M/S 10%를 점유하고 있는 시장 선도적 업체이다. 호황기 급격한 합성고무 CAPA 증가로 그 동안 수익성 악화를 겪어 왔다. 하지만 합성고무의 공급 증가는 제한적인 반면 수요는 꾸준히 성장하면서 2016년을 바닥으로 2017년부터는 개선된 이익을 실현할 것으로 예상한다(투자의견 Buy, 목표주가 95,000원 유지).

목표주가(6M)	95,000원
종가 (2017/04/28)	76,100원

Stock Indicator

자본금	167십억원
발행주식수	3,349만주
시가총액	2,402십억원
외국인지분율	24.5%
배당금(2016)	800원
EPS(2017E)	4,808원
BPS(2017E)	52,834원
ROE(2017E)	9.5%
52주 주가	56,600~92,300원
60일평균거래량	189,220주
60일평균거래대금	14.7십억원

Price Trend



<표 1> 금호석유화학 1Q17 Review

(단위: 십억원)

	1Q16	4Q16	1Q17	증감률		컨센서스	
				YoY	QoQ	1Q17	차이
매출액	871.5	1,093.0	1,408.2	61.6%	28.8%	1,399.5	0.6%
영업이익	46.3	21.9	65.7	42.0%	200.2%	42.5	54.6%
OPM	5.3%	2.0%	4.7%	-	-	3.0%	-
순이익	38.2	- 27.8	69.1	80.6%	흑자전환	32.5	112.5%

자료: Quantiwise, 하이투자증권

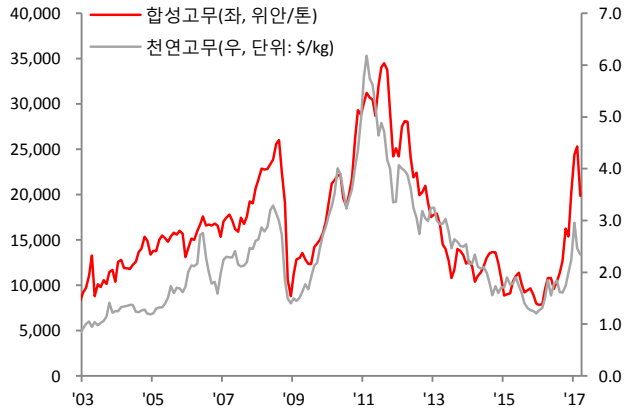
<표 2> 금호석유화학 부문별 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출	871.5	1,011.5	994.4	1,093.0	1,408.2	1,199.5	1,438.9	1,461.5	3,970.4	5,508.1	6,553.1
QoQ	0.0%	16.1%	-1.7%	9.9%	28.8%	-14.8%	20.0%	1.6%	-	-	-
YoY	-14.6%	-6.3%	3.2%	25.4%	61.6%	18.6%	44.7%	33.7%	0.9%	38.7%	19.0%
합성고무	347.0	387.7	379.3	445.2	636.2	467.2	715.5	701.6	1,559.2	2,520.5	3,258.8
YoY	-10.2%	-8.2%	-2.4%	25.0%	83.3%	20.5%	88.6%	57.6%	0.4%	61.7%	29.3%
합성수지	256.6	271.6	247.8	259.7	303.5	323.1	320.1	334.6	1,035.7	1,281.3	1,554.4
YoY	-8.6%	-11.7%	-3.5%	11.0%	18.3%	19.0%	29.2%	28.9%	-4.0%	23.7%	21.3%
페놀유도체	160.0	223.4	240.9	235.2	309.2	267.6	265.5	278.5	859.5	1,120.8	1,164.3
YoY	-25.2%	1.5%	23.3%	46.2%	93.3%	19.8%	10.2%	18.4%	8.7%	30.4%	3.9%
에너지/정밀화학/기타	107.9	128.8	126.4	152.9	159.3	141.7	137.8	146.8	516.0	585.5	575.7
YoY	-22.6%	0.0%	2.9%	27.0%	47.6%	10.0%	9.0%	-4.0%	0.9%	13.5%	-1.7%
영업이익	46.3	65.4	23.5	21.9	65.7	48.0	48.5	71.3	157.1	233.5	330.0
OPM	5.3%	6.5%	2.4%	2.0%	4.7%	4.0%	3.4%	4.9%	4.0%	4.2%	5.0%
QoQ	흑전	41.2%	-64.1%	-6.6%	200.1%	-27.0%	1.2%	46.8%	-	-	-
YoY	-16.1%	2.0%	-47.9%	흑전	42.0%	-26.6%	106.9%	225.3%	-4.2%	48.7%	41.3%
합성고무	12.8	23.3	0.4	-6.6	15.3	12.6	21.8	32.6	29.9	82.3	163.5
OPM	3.7%	6.0%	0.1%	-1.5%	2.4%	2.7%	3.0%	4.7%	1.9%	3.3%	5.0%
YoY	106.5%	206.6%	-97.7%	적지	19.3%	-46.0%	5341.2%	흑전	71.8%	175.1%	98.7%
합성수지	21.9	10.9	5.0	5.2	10.3	9.1	7.7	10.1	43.0	37.3	51.0
OPM	8.5%	4.0%	2.0%	2.0%	3.4%	2.8%	2.4%	3.0%	4.2%	2.9%	3.3%
YoY	56.4%	-47.1%	-51.5%	-35.0%	-52.9%	-16.3%	54.4%	93.9%	-18.7%	-13.4%	37.0%
페놀유도체	-0.9	13.4	4.8	-1.2	9.9	6.3	4.2	5.8	16.1	26.1	30.9
OPM	-0.6%	6.0%	2.0%	-0.5%	3.2%	2.3%	1.6%	2.1%	1.9%	2.3%	2.7%
YoY	적전	1.5%	269.2%	적지	흑전	-53.1%	-12.9%	흑전	27.8%	62.3%	18.2%
에너지/정밀화학/기타	12.5	17.9	13.4	23.7	30.3	20.0	14.9	22.8	67.5	87.9	84.6
OPM	11.6%	13.9%	10.6%	15.5%	19.0%	14.1%	10.8%	15.5%	13.1%	15.0%	14.7%
YoY	-56.3%	-20.8%	-33.3%	71.7%	142.1%	11.6%	11.0%	-4.0%	-20.7%	30.2%	-3.7%
지배주주순이익	38.2	45.0	17.8	-27.8	69.1	27.6	24.5	39.8	73.2	161.0	207.1
NPM	4.4%	4.4%	1.8%	-2.5%	4.9%	2.3%	1.7%	2.7%	1.8%	2.9%	3.2%
YoY	-7.8%	-8.5%	-33.3%	적전	80.6%	-38.7%	37.6%	흑전	-38.4%	119.9%	28.6%

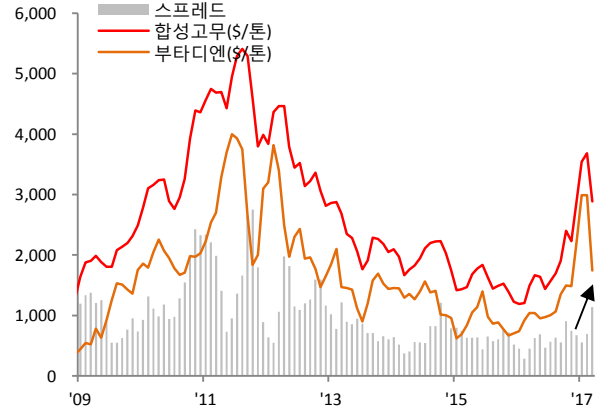
자료: 하이투자증권

<그림 1> 합성고무 및 천연고무 가격 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 2> 합성고무 및 BD 가격 추이



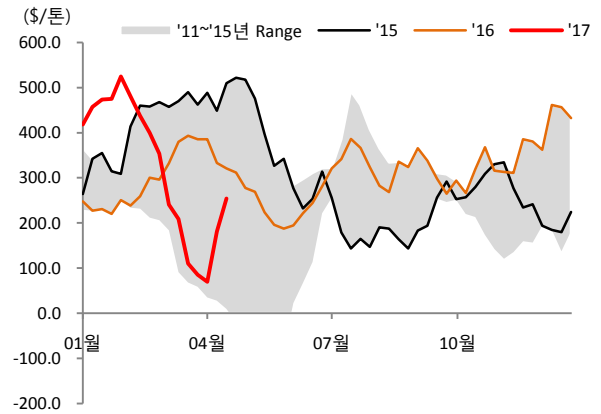
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 3> 화학제품 수출 스프레드 추이: 합성고무



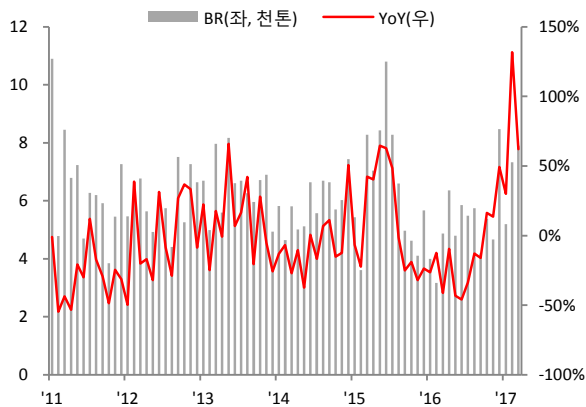
자료: KITA, 하이투자증권

<그림 4> ABS-AN/BD/SM(4W Lagging) 스프레드 추이



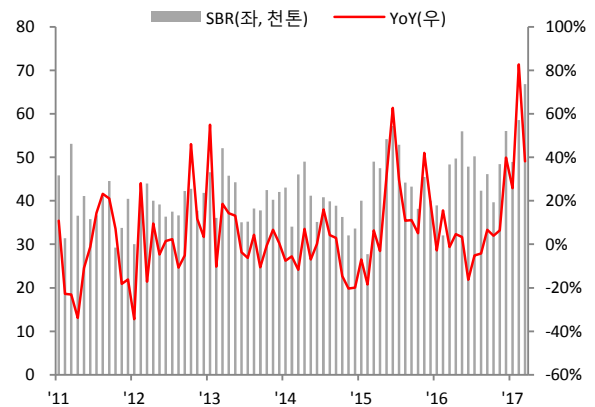
자료: KITA, 하이투자증권

<그림 5> 중국 BR 수입 추이



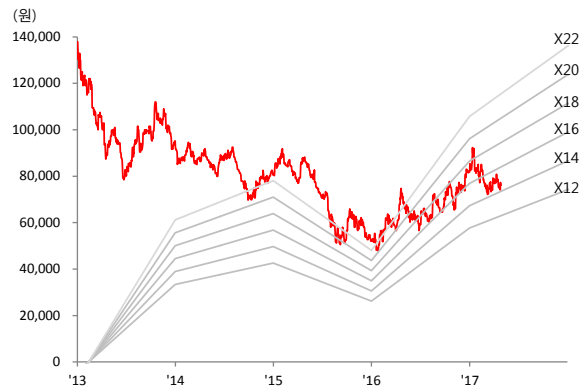
자료: CEIC, 하이투자증권

<그림 6> 중국 SBR 수입 추이



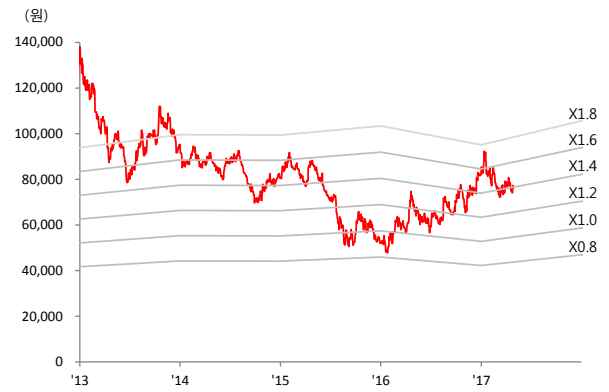
자료: CEIC, 하이투자증권

<그림 7> 금호석유 PER 밴드



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 8> 금호석유 PBR 밴드



자료: Quantwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,255	1,436	1,569	1,584
현금 및 현금성자산	197	239	179	197
단기금융자산	36	142	149	149
매출채권	567	578	721	704
재고자산	446	474	518	531
비유동자산	3,291	3,271	3,453	3,511
유형자산	2,565	2,505	2,654	2,679
무형자산	17	14	11	9
자산총계	4,546	4,707	5,023	5,096
유동부채	2,146	2,240	2,339	2,224
매입채무	374	518	617	603
단기차입금	972	922	922	822
유동성장기부채	539	539	539	539
비유동부채	673	573	573	523
사채	-	-	-	-
장기차입금	560	460	460	410
부채총계	2,818	2,813	2,911	2,747
지배주주지분	1,620	1,769	1,965	2,179
자본금	167	167	167	167
자본잉여금	267	267	267	267
이익잉여금	1,208	1,346	1,531	1,734
기타자본항목	-40	-40	-40	-40
비지배주주지분	108	125	146	169
자본총계	1,728	1,894	2,111	2,349

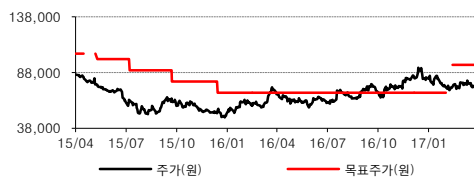
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,970	5,508	6,553	6,402
증가율(%)	0.9	38.7	19.0	-2.3
매출원가	3,638	5,093	6,036	5,858
매출총이익	333	415	517	543
판매비와관리비	176	182	188	191
연구개발비	37	36	39	38
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	157	234	330	352
증가율(%)	-4.2	48.7	41.1	6.8
영업이익률(%)	4.0	4.2	5.0	5.5
이자수익	2	3	3	3
이자비용	59	56	58	53
지분법이익(손실)	28	42	33	33
기타영업외손익	-5	10	-1	-1
세전계속사업이익	113	237	304	331
법인세비용	32	59	76	83
세전계속이익률(%)	2.8	4.3	4.6	5.2
당기순이익	81	178	228	249
순이익률(%)	2.0	3.2	3.5	3.9
지배주주귀속 순이익	73	161	207	225
기타포괄이익	11	11	11	11
총포괄이익	92	189	240	260
지배주주귀속총포괄이익	83	171	217	236

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	297	591	554	547
당기순이익	81	178	228	249
유형자산감가상각비	203	310	300	325
무형자산상각비	3	3	3	2
지분법관련손실(이익)	28	42	33	33
투자활동 현금흐름	-251	-341	-442	-334
유형자산의 처분(취득)	-271	-250	-450	-350
무형자산의 처분(취득)	2	-	-	-
금융상품의 증감	175	149	-53	18
재무활동 현금흐름	104	-178	-28	-178
단기금융부채의증감	489	-50	-	-100
장기금융부채의증감	-100	-	-50	-100
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-22	-22	-22	-22
현금및현금성자산의증감	150	42	-60	18
기초현금및현금성자산	47	197	239	179
기말현금및현금성자산	197	239	179	197

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	2,187	4,808	6,184	6,732
BPS	48,363	52,834	58,680	65,074
CFPS	8,337	14,167	15,231	16,491
DPS	800	800	800	800
Valuation(배)				
PER	37.5	15.8	12.3	11.3
PBR	1.7	1.4	1.3	1.2
PCR	9.8	5.4	5.0	4.6
EV/EBITDA	12.2	7.2	6.3	5.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.6	9.5	11.1	10.9
EBITDA 이익률	9.1	9.9	9.7	10.6
부채비율	163.1	148.5	137.9	117.0
순부채비율	106.4	81.3	75.5	60.7
매출채권회전율(x)	7.6	9.6	10.1	9.0
재고자산회전율(x)	9.5	12.0	13.2	12.2

자료 : 금호석유, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-03-15(담당자변경)	Buy	95,000
2016-01-13	Buy	70,000
2015-10-22	Buy	80,000
2015-08-06	Buy	90,000
2015-06-08(담당자변경)	Buy	100,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 하준영\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-