



OUTPERFORM(Upgrade)

목표주가: 93,000원

주가(5/23): 78,200원

시가총액: 23,826억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/23)	2,311.74pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	92,300원	56,600원
등락률	-15.28%	38.16%
수익률	절대	상대
1W	2.8%	-3.8%
6M	2.5%	-11.9%
1Y	21.2%	2.5%

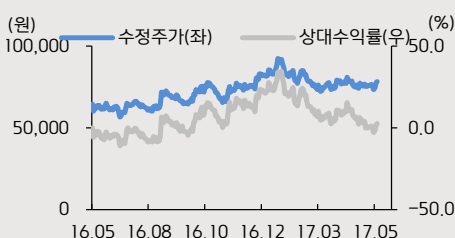
Company Data

발행주식수	33,491천주
일평균 거래량(3M)	191천주
외국인 지분율	24.70%
배당수익률(17E)	1.83%
BPS(17E)	53,303원
주요 주주	박철완 외 3인 24.64%
	금호석유 자사주 18.36%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	39,704	54,962	58,323	57,048
보고영업이익	1,571	2,221	2,809	2,991
핵심영업이익	1,571	2,221	2,809	2,991
EBITDA	3,630	4,127	4,683	4,835
세전이익	1,129	2,420	2,909	3,059
순이익	808	1,902	2,269	2,386
지배주주지분순이익	732	1,865	2,225	2,340
EPS(원)	2,187	5,569	6,643	6,986
증감률(%YoY)	-38.4	154.6	19.3	5.2
PER(배)	37.5	14.7	12.3	11.7
PBR(배)	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	12.9	11.1	9.5	8.8
보고영업이익률(%)	4.0	4.0	4.8	5.2
핵심영업이익률(%)	4.0	4.0	4.8	5.2
ROE(%)	4.8	10.5	11.4	11.0
순부채비율(%)	107.0	102.2	87.9	72.0

Price Trend



기업브리프

금호석유화학 (011780)

Nitrile Growth



아직까지 본격적인 업황 개선이 되고 있지 않지만, 금호석유화학은 자체적으로 할 수 있는 범위 내에서 최선을 다하고 있는 것으로 보입니다. 당사는 작년 하반기 NBR Latex 생산능력을 2배로 확대하며, 성장성이 큰 NBR Latex부문에서 세계 1위 업체로 등극하였습니다. 또한 올해 하반기 원재료(C4) 공급 업체 증설, 자체 큐멘 플랜트 증설로 향후 원가 개선이 전망됩니다. 투자 의견/목표주가 상향조정합니다.

>>> 수요 성장성이 큰 NBR Latex, 세계 1위 업체 등극

금호석유화학은 올해 1분기 부타디엔 가격 상승에 따른 원가 부담에도 불구하고, 합성고무부문(Latex 포함)의 가동률이 86% 수준을 기록하였다. 업스트림을 통합한 중국 등 경쟁 업체의 가동률이 40~50% 수준에 불과하였지만, 당사는 기존 일부 범용 합성고무 플랜트를 NBR Latex로 전환할 수 있었기 때문이다. NBR Latex는 의료용 고무장갑의 원료로 사용되는데, 내구성, 내마모성, 인장강도 등이 우수하면서도 VOC가 없는 등 친환경성이 뛰어나 최근 천연라텍스를 급속히 대체하고 있다.

당사는 2009년 NBR Latex 생산기술을 독자적으로 개발에 성공한 후 3년 만에 세계 2위 M/S를 달성하였다. 한편 당사는 세계 3대 합성라텍스 장갑 업체인 Safeskin(태국), Kossan(말레이시아), YTY Group(말레이시아)에 제품을 공급하고 있으며, 작년 하반기 추가적 증설을 통하여 NBR Latex 생산능력을 40만톤으로 확대하며 Synthomer(영국)를 제치고 세계 1위 NBR Latex 업체(생산능력 기준 M/S: 2015년 21% → 2016년 35%)가 되었다.

>>> 자체 부타디엔 플랜트 가동률 상승 전망

당사는 크래커를 통합하지는 못했지만, 외부에서 Mixed C4를 구입하여 부타디엔을 생산하고 있다. 다만 Mixed C4 수급 타이트 확대 및 역내/외 부타디엔 추출 유닛 건설 증가에 따른 Mixed C4 구입 감소로 작년 당사의 부타디엔 플랜트의 가동률은 70~80% 수준에 불과하였다. 하지만 국내 주요 원재료 공급처인 대한유화의 NCC 리밸런싱으로 올해 하반기부터 원재료인 Mixed C4의 추가 확보되어 당사 자체 부타디엔 플랜트의 가동률 개선이 전망된다.

>>> 페놀유도체, 점진적 개선 전망

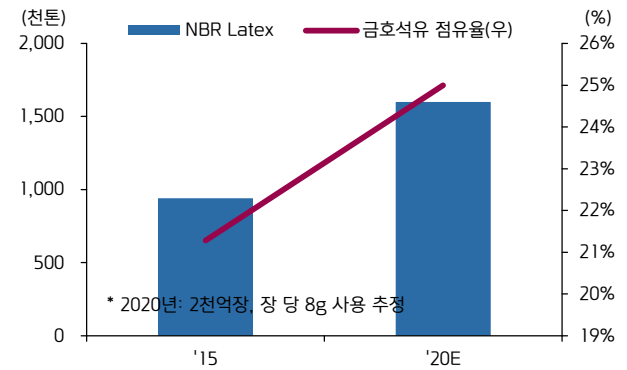
작년 부진한 실적을 기록하였던 당사의 페놀유도체부문도 올해부터 점진적 실적 개선이 전망된다. 이는 1) 역내 PC 업체 신증설 확대에 BPA의 수요 증가가 전망되며, 2) 작년 큐멘 플랜트 증설로 원재료 통합 효과가 예상되며, 3) 올해 2분기 유도체 증설(에폭시수지 +1.7만톤)로 추가적인 마진 개선이 전망되기 때문이다. NBR Latex/큐멘/에폭시수지 증설 및 부타디엔 가동률 개선 등을 반영해, 당사에 대한 투자 의견/목표주가를 상향조정한다.

금호석유화학 주요 제품 생산능력 현황

구분	제품명	Capa.	단위	비고
합성고무	SBR	481,000		
	BR	290,000		
	LBR	45,000		
	S-SBR	63,000		
	NdBR	60,000		
	NBR	80,000		
	HSR	10,000		
	NB Latex	200,000	MT/Y	'16 하반기 200,000MT/Y 병행생산 설비 구축
합성수지	SB Latex	80,000		
	SBS	75,000		
	계	1,384,000		
	PS	230,000		
	ABS	250,000		
	SAN/POW	145,000		
합성수지	EPS	80,000		
	PPG	139,000		
	계	844,000		
정밀화학	노화방지제	83,000	MT/Y	
에너지	Steam	1,710	T/H	'16.1Q Steam 800T/H, 전기 145MWH 증설 완료
	전기	300	MWH	
BD	유출	90,000		
	여수	147,000		
	계	237,000		

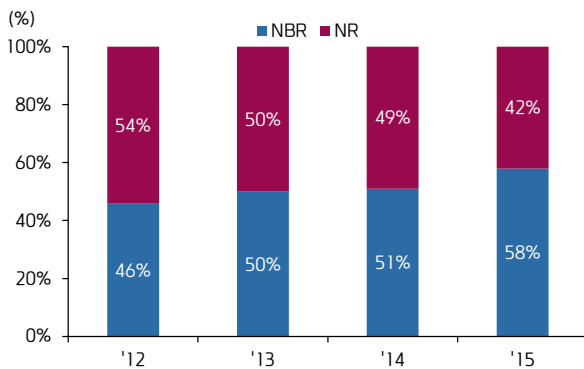
자료: 금호석유화학, 키움증권 리서치

세계 NBR Latex 시장 및 금호석유화학 점유율 전망



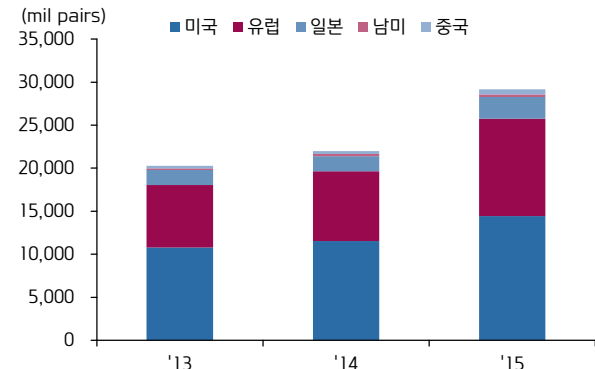
자료: 업계, 키움증권 리서치

말레이시아 고무 장갑 수출 비중 추이



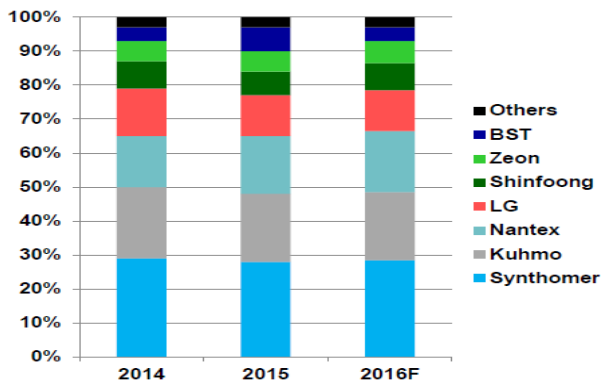
자료: MREPC, 키움증권 리서치

말레이시아 니트릴 장갑 수출국 추이



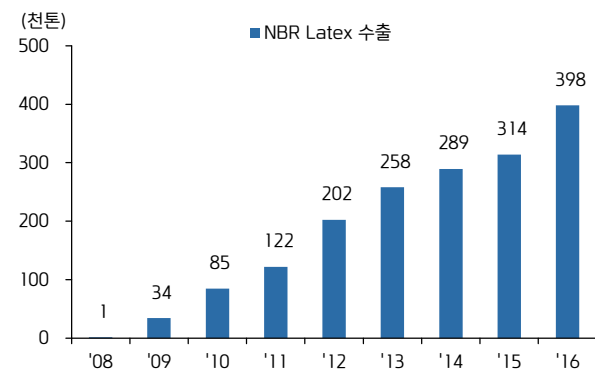
자료: MREPC, 키움증권 리서치

NBR Latex 시장점유율 추이



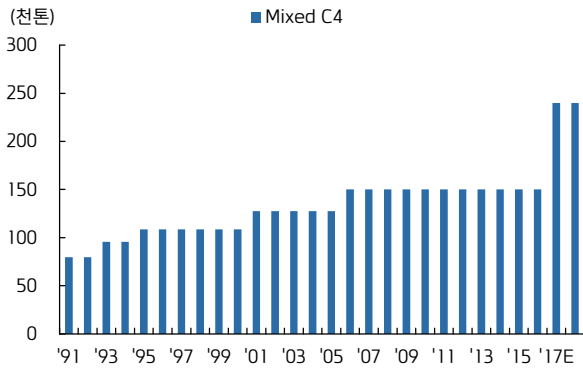
자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 NBR Latex 수출 추이



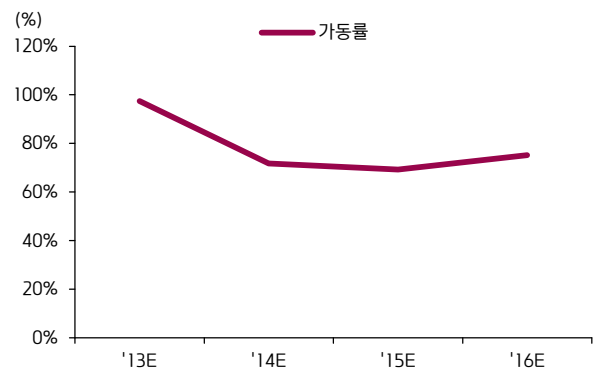
자료: KITA, 키움증권 리서치

대한유화 Mixed C4 생산능력 추이



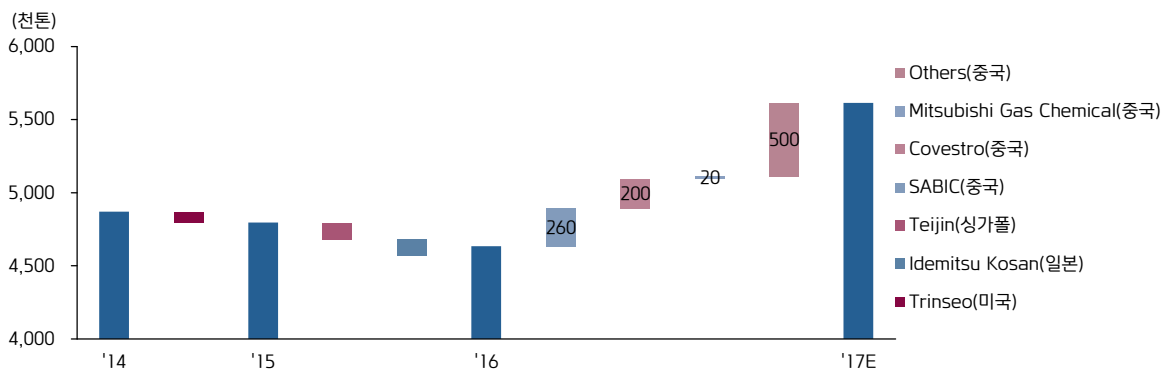
자료: 대한유화, 키움증권 리서치

금호석유화학 부타디엔 플랜트 가동률(추정치)



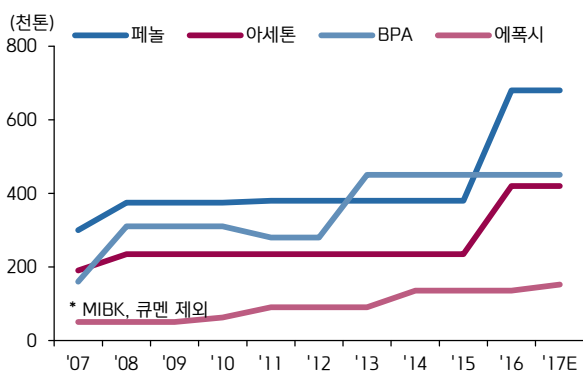
자료: 금호석유화학, 키움증권 리서치

세계 PC(폴리카보네이트) 생산능력 신증설/폐쇄 현황



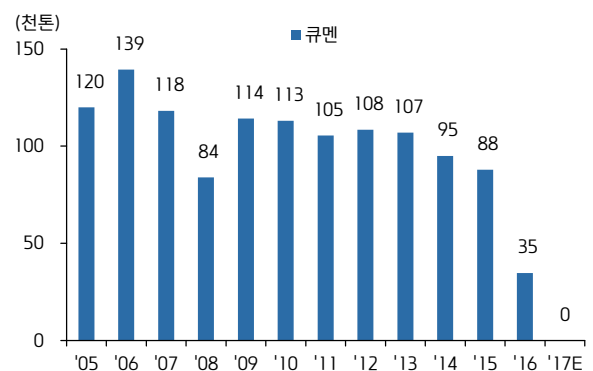
자료: 업계, 키움증권 리서치

금호피앤비화학 주요 제품 생산능력 추이



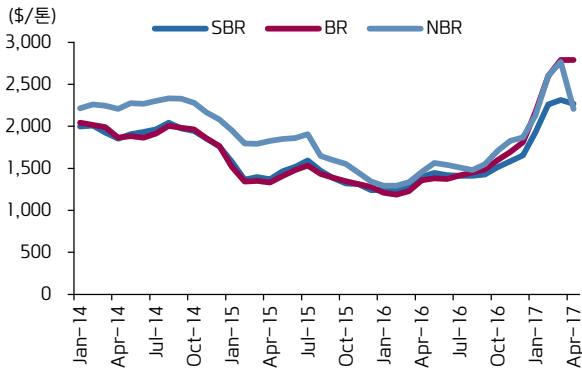
자료: 금호피앤비화학, 키움증권 리서치

국내 큐멘 수입량 추이



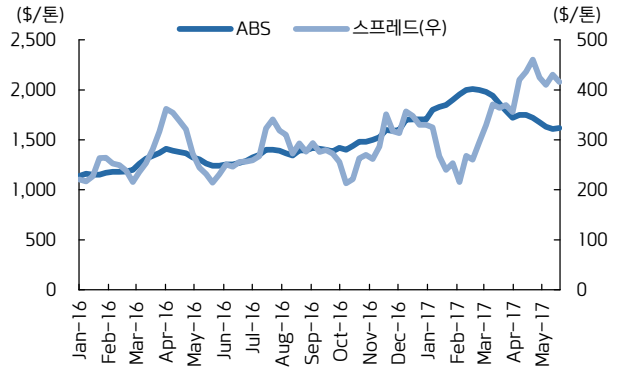
자료: KITA, 키움증권 리서치

SBR/BR/NBR 가격 추이



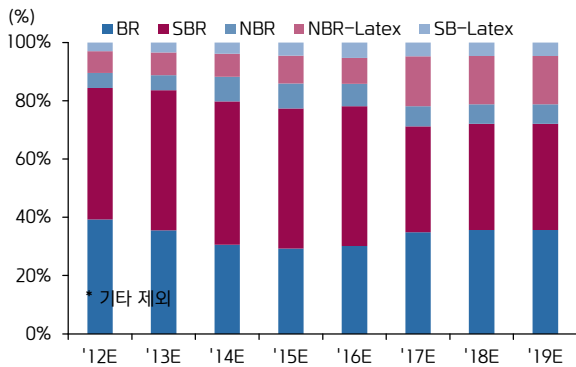
자료: KITA, 키움증권 리서치

ABS 스프레드 추이



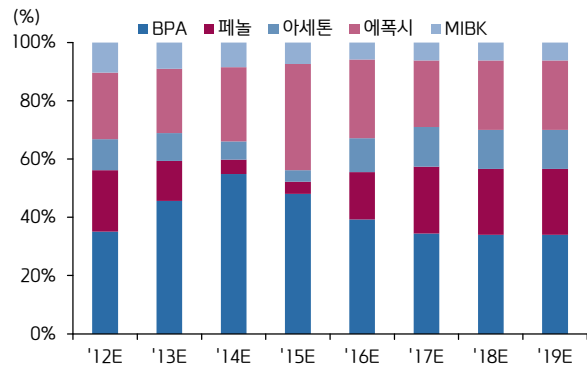
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

금호석유화학 합성고무 Sales Breakdown(추정치)



자료: 금호석유화학, 키움증권 리서치

금호피앤비화학 Sales Breakdown(추정치)



자료: 금호피앤비화학, 키움증권 리서치

금호석유화학 실적 전망

(십억원, %)	2016				2017				2014	2015	2016	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액												
합성고무	347	388	379	445	636	444	652	564	1,853	1,553	1,559	2,296
합성수지	257	272	248	260	303	303	324	323	1,325	1,079	1,036	1,253
정밀화학	29	28	31	34	34	29	28	38	151	141	122	129
유틸리티 등	77	107	108	130	137	145	134	140	438	386	421	555
금호피앤비	169	232	250	247	324	342	347	348	1,108	839	898	1,360
기타(연결조정등)	-7	-16	-21	-23	-25	-20	-27	-25	-110	-64	-66	-97
합계	872	1,012	994	1,093	1,408	1,243	1,457	1,388	4,766	3,935	3,970	5,496
영업이익												
합성고무	14	24	0	-2	15	7	15	14	-4	18	36	51
합성수지	16	11	5	5	9	11	12	12	57	46	37	45
정밀화학	0	0	0	0	1	1	1	1	4	6	1	3
유틸리티 등	17	16	13	20	32	23	17	19	127	82	66	91
금호피앤비	-1	14	6	-2	9	5	9	9	6	17	17	32
기타(연결조정등)	0	0	-1	1	0	0	0	0	-5	-5	0	0
합계	46	65	23	22	66	47	55	55	185	164	157	222

자료: 금호석유화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	39,345	39,704	54,962	58,323	57,048
매출원가	36,006	36,375	50,552	53,198	51,228
매출총이익	3,339	3,329	4,410	5,125	5,820
판매비및일반관리비	1,700	1,758	2,189	2,316	2,829
영업이익(보고)	1,640	1,571	2,221	2,809	2,991
영업이익(핵심)	1,640	1,571	2,221	2,809	2,991
영업외손익	57	-442	199	100	69
이자수익	43	18	22	26	26
배당금수익	54	68	80	97	99
외환이익	729	826	1,375	1,202	1,179
이자비용	514	588	656	667	689
외환손실	952	997	1,147	1,119	1,115
관계기업지분법손익	540	366	554	530	527
투자및기타자산처분손익	21	156	78	85	85
금융상품평가및기타금융이익	83	65	-185	-112	-101
기타	53	-356	77	58	57
법인세차감전이익	1,696	1,129	2,420	2,909	3,059
법인세비용	478	321	518	640	673
유효법인세율 (%)	28.2%	28.4%	21.4%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,219	808	1,902	2,269	2,386
지배주주지분순이익(억원)	1,189	732	1,865	2,225	2,340
EBITDA	3,399	3,630	4,127	4,683	4,835
현금순이익(Cash Earnings)	2,978	2,867	3,808	4,143	4,230
수정당기순이익	1,144	649	2,010	2,297	2,398
증감율(% YoY)					
매출액	-17.4	0.9	38.4	6.1	-2.2
영업이익(보고)	-11.3	-4.2	41.4	26.5	6.5
영업이익(핵심)	-11.3	-4.2	41.4	26.5	6.5
EBITDA	-6.2	6.8	13.7	13.5	3.2
지배주주지분 당기순이익	27.6	-38.4	154.6	19.3	5.2
EPS	27.6	-38.4	154.6	19.3	5.2
수정순이익	48.1	-43.2	209.6	14.3	4.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,676	12,553	16,340	19,051	21,366
현금및현금성자산	473	1,970	1,690	3,505	6,160
유동금융자산	107	356	493	523	511
매출채권및유동채권	4,869	5,772	7,990	8,479	8,294
재고자산	3,947	4,455	6,168	6,545	6,402
기타유동비금융자산	280	0	0	0	0
비유동자산	32,430	32,908	34,084	34,511	34,685
장기매출채권및기타비유동채권	281	215	297	315	308
투자자산	6,620	6,597	8,127	8,937	9,485
유형자산	25,057	25,648	25,269	24,917	24,592
무형자산	162	173	146	124	105
기타비유동자산	311	276	246	218	194
자산총계	42,106	45,461	50,424	53,563	56,051
유동부채	15,413	21,456	23,820	24,334	24,129
매입채무및기타유동채무	4,880	6,069	8,401	8,915	8,720
단기차입금	6,969	9,718	9,718	9,718	9,718
유동성장기차입금	3,354	5,493	5,493	5,493	5,493
기타유동부채	210	175	207	208	198
비유동부채	10,055	6,727	7,648	8,423	9,150
장기매입채무및기타유동채무	44	55	76	81	79
사채및장기차입금	8,823	5,595	6,345	7,095	7,845
기타비유동부채	1,188	1,076	1,226	1,246	1,226
부채총계	25,468	28,182	31,468	32,757	33,279
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	13,734	15,563	17,505
기타자본	-329	-318	-318	-318	-318
지배주주지분자본총계	15,565	16,197	17,852	19,681	21,623
비지배주주지분자본총계	1,073	1,082	1,105	1,125	1,149
자본총계	16,637	17,279	18,957	20,806	22,772
순차입금	18,566	18,481	19,374	18,279	16,385
총차입금	19,146	20,807	21,557	22,307	23,057

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,832	2,968	1,481	3,083	3,649
당기순이익	1,219	808	1,902	2,269	2,386
감가상각비	1,738	2,028	1,879	1,851	1,826
무형자산상각비	22	32	27	22	19
외환손익	90	165	-229	-83	-64
자산처분손익	25	29	-78	-85	-85
지분법손익	-432	-276	-554	-530	-527
영업활동자산부채 증감	2,174	-202	-1,628	-365	128
기타	-3	385	161	3	-33
투자활동현금흐름	-3,913	-2,507	-2,437	-1,618	-1,303
투자자산의 처분	-19	109	-1,045	-230	87
유형자산의 처분	8	16	0	0	0
유형자산의 취득	-3,898	-2,727	-1,500	-1,500	-1,500
무형자산의 처분	-16	-15	0	0	0
기타	10	110	108	112	109
재무활동현금흐름	-2,584	1,036	676	350	309
단기차입금의 증가	-4,707	-521	0	0	0
장기차입금의 증가	2,541	1,839	750	750	750
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-420	-225	-225	-420	-420
기타	2	-57	150	20	-21
현금및현금성자산의순증가	-1,664	1,497	-280	1,815	2,655
기초현금및현금성자산	2,136	473	1,970	1,690	3,505
기말현금및현금성자산	473	1,970	1,690	3,505	6,160
Gross Cash Flow	2,658	3,169	3,109	3,448	3,521
Op Free Cash Flow	1,198	240	999	2,818	2,739

투자지표

(단위: 원, 배, %)

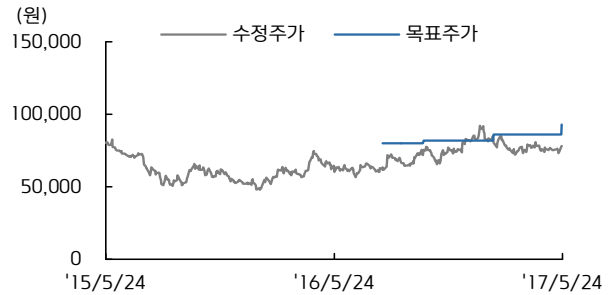
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,550	2,187	5,569	6,643	6,986
BPS	46,474	48,363	53,303	58,765	64,564
주당EBITDA	10,149	10,840	12,323	13,982	14,436
CFPS	8,892	8,561	11,371	12,370	12,631
DPS	800	800	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	14.7	37.5	14.7	12.3	11.7
PBR	1.1	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.6	12.9	11.1	9.5	8.8
PCFR	5.9	9.6	7.2	6.6	6.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	4.0	4.0	4.8	5.2
영업이익률(핵심)	4.2	4.0	4.0	4.8	5.2
EBITDA margin	8.6	9.1	7.5	8.0	8.5
순이익률	3.1	2.0	3.5	3.9	4.2
자기자본이익률(ROE)	7.4	4.8	10.5	11.4	11.0
투자자본이익률(ROIC)	4.0	3.8	7.3	9.0	7.3
안정성(%)					
부채비율	153.1	163.1	166.0	157.4	146.1
순차입금비용	111.6	107.0	102.2	87.9	72.0
이자보상배율(배)	3.2	2.7	3.4	4.2	4.3
활동성(배)					
매출채권회전율	7.0	7.5	8.0	7.1	6.8
재고자산회전율	8.5	9.5	10.3	9.2	8.8
매입채무회전율	7.7	7.3	7.6	6.7	6.5

- 당사는 5월 23일 현재 '금호석유화학 (011780)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
금호석유 (011780)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	80,000원
	2016/10/14	Buy(Maintain)	82,000원
	2016/10/31	Buy(Maintain)	82,000원
	2017/02/03	Marketperform(Downgrade)	86,000원
	2017/05/24	Outperform(Upgrade)	93,000원

목표주가 추이



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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%