



## OUTPERFORM(Maintain)

목표주가: 93,000원  
주가(7/28): 75,800원  
시가총액: 23,992억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 5105-9767 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

|              |            |         |
|--------------|------------|---------|
| KOSPI (7/28) | 2,400.99pt |         |
| 52 주 주가동향    | 최고가        | 최저가     |
| 최고/최저가 대비    | 92,300원    | 60,200원 |
| 등락률          | -17.88%    | 25.91%  |
| 수익률          | 절대         | 상대      |
| 1W           | 3.0%       | 2.2%    |
| 6M           | -9.3%      | -21.3%  |
| 1Y           | 22.3%      | 2.9%    |

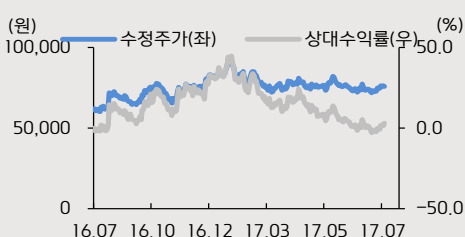
## Company Data

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 발행주식수       | 33,491천주        |
| 일평균 거래량(3M) | 151천주           |
| 외국인 지분율     | 24.78%          |
| 배당수익률(17E)  | 1.98%           |
| BPS(17E)    | 53,199원         |
| 주요 주주       | 박철완 외 3인 24.67% |
|             | 금호석유 자사주 18.36% |

## 투자지표

| (억원, IFRS 연결) | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액           | 39,704 | 54,308 | 58,486 | 58,920 |
| 보고영업이익        | 1,571  | 2,177  | 2,803  | 3,044  |
| 핵심영업이익        | 1,571  | 2,177  | 2,803  | 3,044  |
| EBITDA        | 3,630  | 4,083  | 4,677  | 4,888  |
| 세전이익          | 1,129  | 2,375  | 2,903  | 3,117  |
| 순이익           | 808    | 1,867  | 2,264  | 2,431  |
| 지배주주지분순이익     | 732    | 1,830  | 2,220  | 2,384  |
| EPS(원)        | 2,187  | 5,465  | 6,628  | 7,117  |
| 증감률(%YoY)     | -38.4  | 149.9  | 21.3   | 7.4    |
| PER(배)        | 37.5   | 13.9   | 11.4   | 10.7   |
| PBR(배)        | 1.7    | 1.4    | 1.3    | 1.2    |
| EV/EBITDA(배)  | 12.9   | 10.7   | 9.2    | 8.4    |
| 보고영업이익률(%)    | 4.0    | 4.0    | 4.8    | 5.2    |
| 핵심영업이익률(%)    | 4.0    | 4.0    | 4.8    | 5.2    |
| ROE(%)        | 4.8    | 10.3   | 11.4   | 11.2   |
| 순부채비율(%)      | 107.0  | 102.1  | 88.3   | 73.2   |

## Price Trend



## 금호석유화학 (011780)

## 정기보수 진행이 아쉬웠던 분기



금호석유화학의 올해 2분기 영업이익은 442억원으로 시장 기대치에 부합하였습니다. 합성고무 플랜트의 4월 중순 이후 정기보수 진행 등 일부 기회비용이 발생하였지만, 주요 원재료인 BD, SM 가격 하락으로 5월부터 합성고무/합성수지 스프레드가 급격히 개선되었기 때문입니다. 한편 하반기는 원재료 공급 업체 정상 가동으로 부타디엔뿐만 아니라 전반적인 유도체 플랜트의 가동률도 개선될 전망입니다.

## &gt;&gt;&gt; 2분기 영업이익, 시장 기대치 부합

금호석유화학은 올해 2분기 영업이익은 442억원(YoY -32.5%, QoQ -32.8%)으로 시장 기대치(영업이익 438억원)를 부합하였다. 4월 중순 이후 원료(Mixed C4) 공급 업체의 정기보수에 따른 동사 합성고무 플랜트의 동반 정기보수 진행으로 합성고무부문의 매출액이 전 분기/작년 대비 큰 폭으로 하락하였지만, 1) 부타디엔, SM 등 원재료 가격 하락에 따라 5월 이후 합성고무 스프레드가 급속히 개선되었고, 2) ABS의 역내/외 수급 타이트 지속으로 합성수지부문도 견고한 마진율을 기록하였기 때문이다. 한편 2분기 지분법이익은 역내/외 업체 생산차질에 따른 MDI 시황 호조로 214억원을 기록하였다.

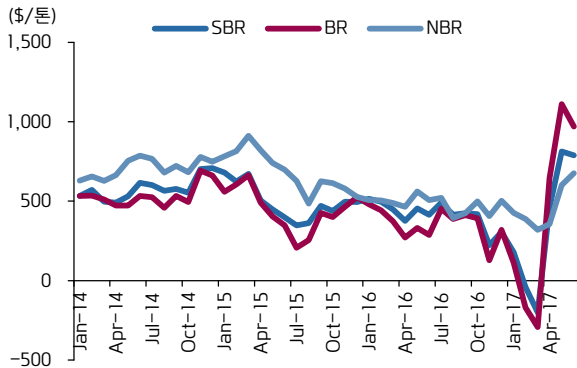
## &gt;&gt;&gt; NBR Latex, 세계 1위 업체 등극

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, 동사는 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. 동사는 2009년 NBR Latex 생산기술을 독자적으로 개발에 성공한 후 3년 만에 세계 2위 M/S를 달성하였다. 한편 동사는 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 업체가 되었다.

## &gt;&gt;&gt; 자체 부타디엔 플랜트 가동률 상승 전망

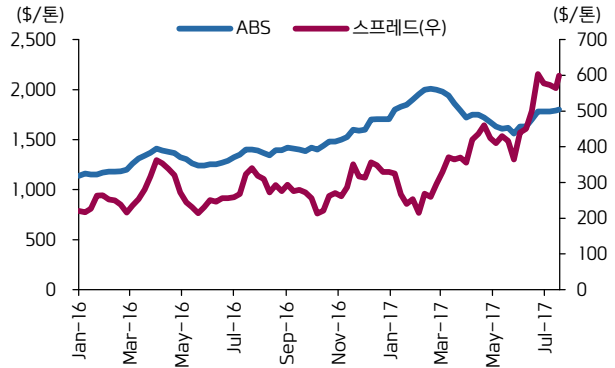
동사는 크래커를 통합하지는 못했지만, 외부에서 Mixed C4를 구입하여 부타디엔을 생산하고 있다. 다만 Mixed C4 수급 타이트 확대 및 역내/외 부타디엔 추출 유닛 건설 증가에 따른 Mixed C4 구입 감소로 작년 동사의 부타디엔 플랜트의 가동률은 70~80% 수준에 불과하였다. 하지만 국내 주요 원재료 공급처인 대한화학의 NCC 리밸런싱으로 올해 하반기부터 원재료인 Mixed C4의 추가 확보되어 동사 자체 부타디엔 플랜트의 가동률 개선이 전망된다.

## 국내 SBR/BR/NBR 스프레드 추이(월별)



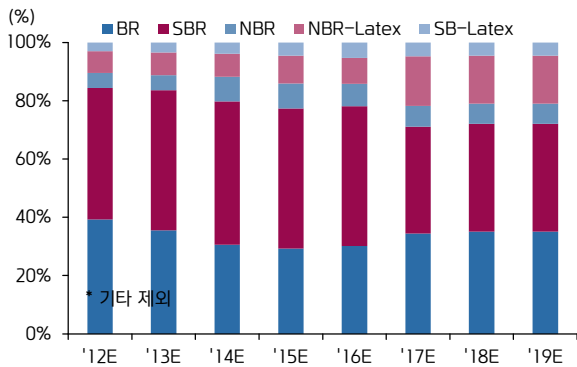
자료: KITA, 키움증권 리서치

## 국내 ABS 스프레드 추이(주별)



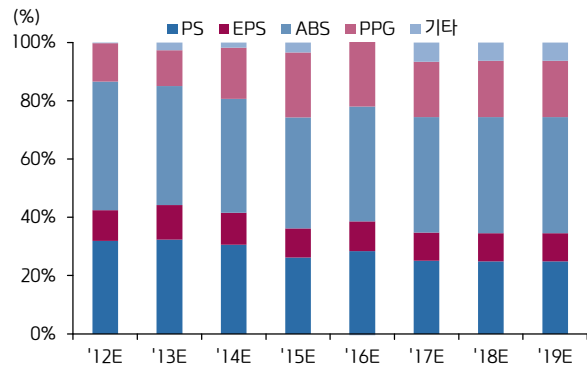
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 금호석유화학 합성고무 Sales Breakdown(추정치)



자료: 금호석유화학, 키움증권 리서치

## 금호석유화학 합성수지 Sales Breakdown(추정치)



자료: 금호석유화학, 키움증권 리서치

## 금호석유화학 실적 전망

| (십억원, %)  | 2016 |       |     |       | 2017  |       |       |       | 2014   | 2015   | 2016   | 2017E  |
|-----------|------|-------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
|           | 1Q   | 2Q    | 3Q  | 4Q    | 1Q    | 2Q    | 3QE   | 4QE   | Annual | Annual | Annual | Annual |
| 합성고무      | 347  | 388   | 379 | 445   | 636   | 398   | 600   | 524   | 1,853  | 1,553  | 1,559  | 2,158  |
| 합성수지      | 257  | 272   | 248 | 260   | 303   | 296   | 327   | 327   | 1,325  | 1,079  | 1,036  | 1,253  |
| 정밀화학      | 29   | 28    | 31  | 34    | 34    | 25    | 25    | 35    | 151    | 141    | 122    | 118    |
| 매출액       | 77   | 107   | 108 | 130   | 137   | 142   | 133   | 140   | 438    | 386    | 421    | 552    |
| 금호피앤비     | 169  | 232   | 250 | 247   | 324   | 306   | 306   | 309   | 1,108  | 839    | 898    | 1,245  |
| 기타(연결조정등) | -7   | -16   | -21 | -23   | -25   | 73    | 27    | 29    | -110   | -64    | -66    | 105    |
| 합계        | 872  | 1,012 | 994 | 1,093 | 1,408 | 1,239 | 1,419 | 1,364 | 4,766  | 3,935  | 3,970  | 5,431  |
| 영업이익      | 14   | 24    | 0   | -2    | 15    | 5     | 13    | 12    | -4     | 18     | 36     | 45     |
| 합성수지      | 16   | 11    | 5   | 5     | 9     | 9     | 10    | 10    | 57     | 46     | 37     | 37     |
| 정밀화학      | 0    | 0     | 0   | 0     | 1     | 0     | 1     | 1     | 4      | 6      | 1      | 2      |
| 유틸리티 등    | 17   | 16    | 13  | 20    | 32    | 26    | 21    | 24    | 127    | 82     | 66     | 103    |
| 금호피앤비     | -1   | 14    | 6   | -2    | 9     | 3     | 7     | 7     | 6      | 17     | 17     | 26     |
| 기타(연결조정등) | 0    | 0     | -1  | 1     | 0     | 1     | 1     | 1     | -5     | -5     | 0      | 4      |
| 합계        | 46   | 65    | 23  | 22    | 66    | 44    | 53    | 54    | 185    | 164    | 157    | 218    |

자료: 금호석유화학, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액                  | 39,345 | 39,704 | 54,308 | 58,486 | 58,920 |
| 매출원가                 | 36,006 | 36,375 | 49,971 | 53,360 | 52,954 |
| 매출총이익                | 3,339  | 3,329  | 4,337  | 5,126  | 5,966  |
| 판매비및일반관리비            | 1,700  | 1,758  | 2,160  | 2,323  | 2,922  |
| 영업이익(보고)             | 1,640  | 1,571  | 2,177  | 2,803  | 3,044  |
| 영업이익(핵심)             | 1,640  | 1,571  | 2,177  | 2,803  | 3,044  |
| 영업외손익                | 57     | -442   | 198    | 100    | 73     |
| 이자수익                 | 43     | 18     | 22     | 26     | 26     |
| 배당금수익                | 54     | 68     | 80     | 97     | 101    |
| 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   | 76     | 58     | 59     |
| 법인세차감전이익             | 1,696  | 1,129  | 2,375  | 2,903  | 3,117  |
| 법인세비용                | 478    | 321    | 508    | 639    | 686    |
| 유효법인세율 (%)           | 28.2%  | 28.4%  | 21.4%  | 22.0%  | 22.0%  |
| 당기순이익                | 1,219  | 808    | 1,867  | 2,264  | 2,431  |
| 지배주주지분순이익(억원)        | 1,189  | 732    | 1,830  | 2,220  | 2,384  |
| EBITDA               | 3,399  | 3,630  | 4,083  | 4,677  | 4,888  |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 2,978  | 2,867  | 3,773  | 4,138  | 4,275  |
| 수정당기순이익              | 1,144  | 649    | 1,975  | 2,292  | 2,443  |
| 증감율(% YoY)           |        |        |        |        |        |
| 매출액                  | -17.4  | 0.9    | 36.8   | 7.7    | 0.7    |
| 영업이익(보고)             | -11.3  | -4.2   | 38.6   | 28.8   | 8.6    |
| 영업이익(핵심)             | -11.3  | -4.2   | 38.6   | 28.8   | 8.6    |
| EBITDA               | -6.2   | 6.8    | 12.5   | 14.6   | 4.5    |
| 지배주주지분 당기순이익         | 27.6   | -38.4  | 149.9  | 21.3   | 7.4    |
| EPS                  | 27.6   | -38.4  | 149.9  | 21.3   | 7.4    |
| 수정순이익                | 48.1   | -43.2  | 204.1  | 16.1   | 6.6    |

## 재무상태표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산            | 9,676  | 12,553 | 16,235 | 19,029 | 21,572 |
| 현금및현금성자산        | 473    | 1,970  | 1,759  | 3,439  | 5,866  |
| 유동금융자산          | 107    | 356    | 487    | 524    | 528    |
| 매출채권및유동채권       | 4,869  | 5,772  | 7,895  | 8,503  | 8,566  |
| 재고자산            | 3,947  | 4,455  | 6,094  | 6,563  | 6,612  |
| 기타유동비금융자산       | 280    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 비유동자산           | 32,430 | 32,908 | 34,041 | 34,522 | 34,805 |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | 281    | 215    | 293    | 316    | 318    |
| 투자자산            | 6,620  | 6,597  | 8,088  | 8,946  | 9,596  |
| 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 | 50,276 | 53,550 | 56,377 |
| 유동부채            | 15,413 | 21,456 | 23,718 | 24,360 | 24,420 |
| 매입채무및기타유동채무     | 4,880  | 6,069  | 8,301  | 8,940  | 9,006  |
| 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    | 205    | 209    | 203    |
| 비유동부채           | 10,055 | 6,727  | 7,637  | 8,425  | 9,180  |
| 장기매입채무및기타유동채무   | 44     | 55     | 75     | 81     | 82     |
| 사채및장기차입금        | 8,823  | 5,595  | 6,345  | 7,095  | 7,845  |
| 기타비유동부채         | 1,188  | 1,076  | 1,217  | 1,249  | 1,253  |
| 부채총계            | 25,468 | 28,182 | 31,355 | 32,785 | 33,601 |
| 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 | 13,699 | 15,523 | 17,510 |
| 기타자본            | -329   | -318   | -318   | -318   | -318   |
| 지배주주지분자본총계      | 15,565 | 16,197 | 17,817 | 19,642 | 21,628 |
| 비지배주주지분자본총계     | 1,073  | 1,082  | 1,104  | 1,124  | 1,149  |
| 자본총계            | 16,637 | 17,279 | 18,921 | 20,765 | 22,777 |
| 순차입금            | 18,566 | 18,481 | 19,311 | 18,344 | 16,662 |
| 총차입금            | 19,146 | 20,807 | 21,557 | 22,307 | 23,057 |

## 현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결   | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 당기순이익             | 4,832  | 2,968  | 1,515  | 2,992  | 3,513  |
| 감가상각비             | 1,219  | 808    | 1,867  | 2,264  | 2,431  |
| 무형자산상각비           | 1,738  | 2,028  | 1,879  | 1,851  | 1,826  |
| 유형자산상각비           | 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   | -1,558 | -451   | -53    |
| 기타                | -3     | 385    | 161    | 3      | -33    |
| 투자활동현금흐름          | -3,913 | -2,507 | -2,392 | -1,674 | -1,420 |
| 투자자산의 처분          | -19    | 109    | -1,000 | -286   | -30    |
| 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  | 666    | 362    | 335    |
| 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    | 141    | 32     | 5      |
| 현금및현금성자산의순증가      | -1,664 | 1,497  | -211   | 1,680  | 2,427  |
| 기초현금및현금성자산        | 2,136  | 473    | 1,970  | 1,759  | 3,439  |
| 기말현금및현금성자산        | 473    | 1,970  | 1,759  | 3,439  | 5,866  |
| Gross Cash Flow   | 2,658  | 3,169  | 3,073  | 3,443  | 3,566  |
| Op Free Cash Flow | 1,198  | 240    | 1,024  | 2,726  | 2,599  |

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)         |        |        |        |        |        |
| EPS             | 3,550  | 2,187  | 5,465  | 6,628  | 7,117  |
| BPS             | 46,474 | 48,363 | 53,199 | 58,647 | 64,578 |
| 주당EBITDA        | 10,149 | 10,840 | 12,190 | 13,964 | 14,596 |
| CFPS            | 8,892  | 8,561  | 11,265 | 12,355 | 12,766 |
| DPS             | 800    | 800    | 1,500  | 1,500  | 1,500  |
| 주가배수(배)         |        |        |        |        |        |
| PER             | 14.7   | 37.5   | 13.9   | 11.4   | 10.7   |
| PBR             | 1.1    | 1.7    | 1.4    | 1.3    | 1.2    |
| EV/EBITDA       | 10.6   | 12.9   | 10.7   | 9.2    | 8.4    |
| PCFR            | 5.9    | 9.6    | 6.7    | 6.1    | 5.9    |
| 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    | 8.3    |
| 순이익률            | 3.1    | 2.0    | 3.4    | 3.9    | 4.1    |
| 자기자본이익률(ROE)    | 7.4    | 4.8    | 10.3   | 11.4   | 11.2   |
| 투자자본이익률(ROIC)   | 4.0    | 3.8    | 7.1    | 9.0    | 7.4    |
| 안정성(%)          |        |        |        |        |        |
| 부채비율            | 153.1  | 163.1  | 165.7  | 157.9  | 147.5  |
| 순차입금비율          | 111.6  | 107.0  | 102.1  | 88.3   | 73.2   |
| 이자보상배율(배)       | 3.2    | 2.7    | 3.3    | 4.2    | 4.4    |
| 활동성(배)          |        |        |        |        |        |
| 매출채권회전율         | 7.0    | 7.5    | 7.9    | 7.1    | 6.9    |
| 재고자산회전율         | 8.5    | 9.5    | 10.3   | 9.2    | 8.9    |
| 매입채무회전율         | 7.7    | 7.3    | 7.6    | 6.8    | 6.6    |

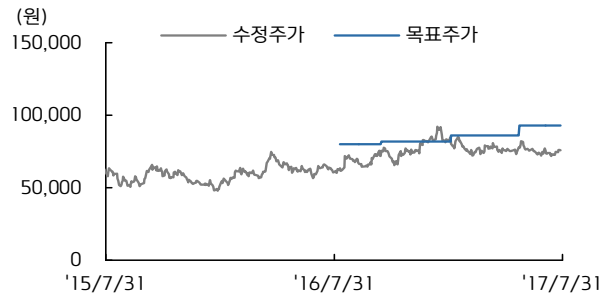
## Compliance Notice

- 당사는 7월 28일 현재 '금호석유화학' 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 계시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견 변동내역(2개년)

| 종목명              | 일자         | 투자의견                     | 목표주가    |
|------------------|------------|--------------------------|---------|
| 금호석유<br>(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 |
|                  | 2017/07/31 | Outperform(Maintain)     | 93,000원 |

## 목표주가 추이



## 투자의견 및 적용기준

| 기업                     | 적용기준(6개월)              |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수)                | 시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상  |
| Outperform(시장수익률 상회)   | 시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률)   | 시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상 |
| Sell(매도)               | 시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상  |

| 업종                 | 적용기준(6개월)            |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대)  | 시장대비 +10% 이상 초과이익 예상 |
| Neutral (중립)       | 시장대비 +10~-10% 변동 예상  |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

## 투자등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

| 투자등급 | 건수  | 비율(%)  |
|------|-----|--------|
| 매수   | 172 | 97.73% |
| 중립   | 4   | 2.27%  |
| 매도   | 0   | 0.00%  |