



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%

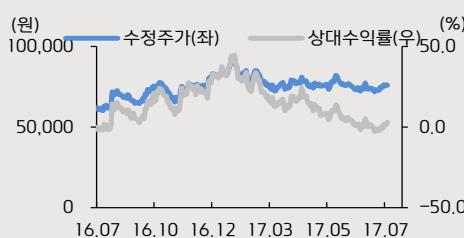
Company Data

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



실적 Review

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.

>>> 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.

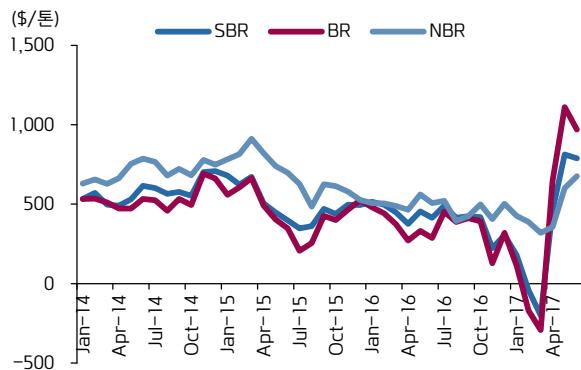
>>> NBR Latex, 세계 1위 업체 등극

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.

>>> 자체 부타디엔 플랜트 가동률 상승 전망

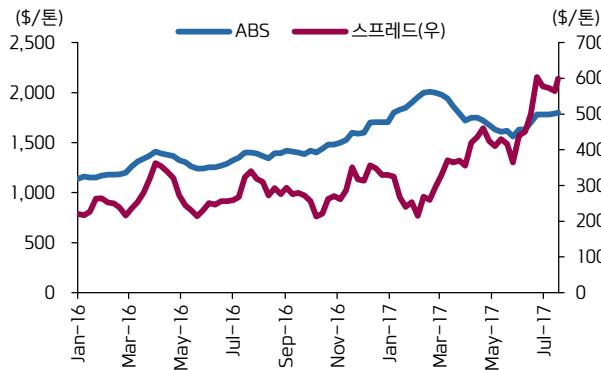
동사는 크래커를 통합하지는 못했지만, 외부에서 Mixed C4를 구입하여 부타디엔을 생산하고 있다. 다만 Mixed C4 수급 타이트 확대 및 역내/외 부타디엔 추출 유니트 건설 증가에 따른 Mixed C4 구입 감소로 작년 동사의 부타디엔 플랜트의 가동률은 70~80% 수준에 불과하였다. 하지만 국내 주요 원재료 공급처인 대한유화의 NCC 리家都知道으로 올해 하반기부터 원재료인 Mixed C4의 추가 확보되어 동사 자체 부타디엔 플랜트의 가동률 개선이 전망된다.

국내 SBR/BR/NBR 스프레드 추이(월별)



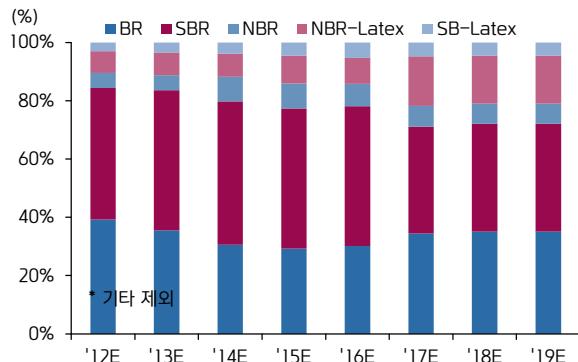
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 ABS 스프레드 추이(주별)



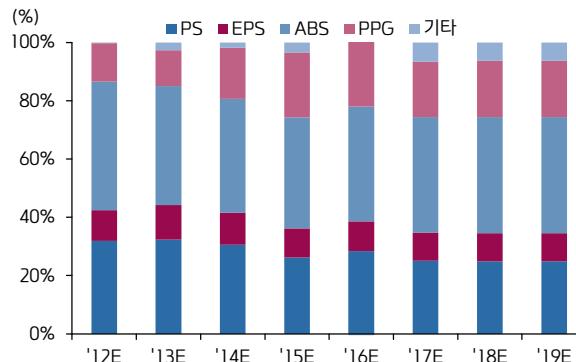
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

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	
매출액	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
	유틸리티 등	77	107	108	130	137	142	133	140	438	386	421	552
	금호파앤비	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	합성고무	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
	금호파앤비	-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
장기매입채무및비유동채무	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
지배주주지분순이익(억원)	1,219	808	1,867	2,264	2,431
무형자산상각비	1,738	2,028	1,879	1,851	1,826
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
투하자본이익률(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

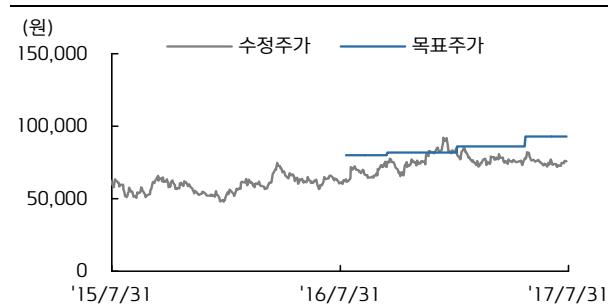
Compliance Notice

- 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 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	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
	2017/07/31	Outperform(Maintain)	93,000원

목표주가 추이



투자의견 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 (2016/07/01~2017/06/30)

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