

금호석유(011780)

Above

In line

Below

중립(유지)

높은 합성고무 마진, 지속되기 어렵다

Stock Data

KOSPI(7/28)	2,401
주가(7/28)	75,800
시가총액(십억원)	2,309
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	92,300/60,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,061
유동주식비율/외국인지분율(%)	57.0/25.3
주요주주(%)	박찬구 외 6인 24.7
	국민연금 10.3

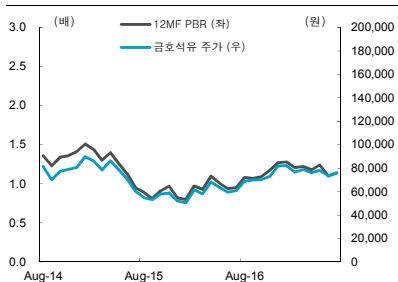
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	31.3	13.9	16.8
PBR(x)	1.7	1.4	1.3
ROE(%)	4.6	8.9	6.9
DY(%)	1.0	1.1	1.1
EV/EBITDA(x)	12.4	10.2	10.5
EPS(원)	2,618	5,445	4,513
BPS(원)	49,559	53,363	56,394

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.0	(9.3)	22.3
상대주가(%)	2.2	(24.6)	3.5

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

What's new: 합성고무 부진으로 2분기 영업이익 감소

2분기 영업이익은 442억원으로 전분기 대비 32% 감소했다. 추정치와 컨센서스를 5%, 2% 상회해 대체로 예상에 부합했다. 합성고무 이익이 악화되면서 전사 영업이익이 전분기 대비 감소했다. 2분기 합성고무 스프레드는 spot과 1개월 후행 기준 모두 높은 수준이었지만, 앞서 비싼 가격에 구입했던 원재로 영향으로 합성고무 영업이익은 전분기 대비 61% 줄었다. 그러나 순이익은 추정치와 컨센서스를 큰 폭으로 상회했다. 금호 미쓰이화학(MDI 생산업체)의 지분법 이익이 예상보다 더 컸기 때문이다. 2분기 실적을 반영해, 2017년 영업이익과 순이익 추정치를 각각 1%, 16% 상향 조정한다.

Positives: 일회성 요인으로 지분법이익 증가

2분기 지분법이익은 전분기 대비 16%, 전년동기 대비 164% 증가했다. 3~5월 사이 예기치 않은 설비중단과 신규설비의 가동 지연으로 단기 공급이 타이트해져 MDI 가격이 폭등했기 때문이다. 그러나 최근 MDI 가격은 고점인 톤당 4,000달러 수준에서 3,500달러까지 하락했다. 단기 공급차질 이슈가 해결되면 지분법이익은 정상수준으로 회귀할 것이다.

Negatives: 합성고무 이익 전망은 여전히 불투명

1개월 후행 기준 BR 스프레드는 1분기 평균 톤당 -32달러에서 2분기 톤당 980달러로 흑자 전환했다. SBR 스프레드(1개월 후행 기준) 또한 동기간 1,141% 폭등해 2분기 평균 톤당 757달러에 달했다. 합성고무 원재료인 부타디엔 가격 하락 속도에 비해 합성고무 가격의 하락세가 더뎠기 때문이다. 높은 스프레드에도 불구하고, 값비싼 부타디엔 재고 영향으로 합성고무 영업이익률은 2분기 1%에 그쳤다(1분기 2% 대비 축소). 합성고무 공급과잉 문제에도 불구하고, 중국의 투기수요 영향으로 부타디엔 재고가 축적되면서 합성고무 spot 가격은 여전히 높은 수준이다. 때문에 값비싼 부타디엔 재고가 모두 소진되면, 금호석유의 합성고무 이익이 일시적으로 개선될 가능성이 높다. 그러나, 중국 합성고무 설비 가동률이 50% 정도라는 점을 감안하면, 현수준의 높은 합성고무 스프레드가 지속되기는 어려울 것이다.

결론: 상승 예단은 이르다

금호석유에 대한 중립 의견을 유지한다. 현재 합성고무 스프레드는 높은 수준이지만, 지속 가능한 이익 개선으로 이어진다고 단정짓기는 이르다. 더구나 합성고무의 공급과잉이 여전히 가운데 부타디엔 가격이 하락하고 있어, 하반기 BR, SBR 스프레드에 하락 압력으로 작용할 것이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,315	1,239	(5.8)	1,153	(12.0)	22.5	4,950	4,977
영업이익	42	44	5.2	43	(32.8)	(32.5)	195	219
영업이익률	3.2	3.6	0.4	3.8	(1.1)	(2.9)	3.9	4.4
세전이익	24	53	122.4	37	(40.2)	(20.0)	197	222
순이익	19	37	97.8	28	(46.8)	(18.3)	149	166

이도연 3276-6162
daniel.dy.lee@truefriend.com

정초혜 3276-6233
chohye.jeong@truefriend.com

<표 1> 금호석유: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	872	1,012	994	1,093	1,408	1,239	1,162	1,140	3,970	4,950	4,835
영업이익	46	65	23	22	66	44	45	41	157	195	182
영업이익률 (%)	5.3	6.5	2.4	2.0	4.7	3.6	3.9	3.6	4.0	3.9	3.8
순이익	38	45	18	(28)	69	37	24	19	73	149	124
증가율 (% YoY)											
매출액	(14.6)	(6.3)	3.2	25.4	61.6	22.5	16.9	4.3	0.9	24.7	(2.3)
영업이익	(16.1)	2.0	(47.9)	NM	42.0	(32.5)	90.9	85.4	(4.2)	24.4	(6.8)
순이익	(7.8)	(8.5)	(33.3)	NM	80.6	(18.2)	35.8	NM	(38.4)	104.1	(17.0)
증가율 (% QoQ)											
매출액	0.0	16.1	(1.7)	9.9	28.8	(12.0)	(6.2)	(1.9)			
영업이익	NM	41.2	(64.1)	(6.6)	200.2	(32.8)	1.4	(9.4)			
순이익	2,351.3	17.6	(60.4)	NM	NM	(46.8)	(34.2)	(19.6)			
컨센서스 추정 영업이익 차이 (%)							53 (15.7)	54 (24.4)		219 (10.6)	279 (34.8)
KIS 추정 영업이익 변화 (%)							1.1 (3.5)			0.6 (0.9)	

주: 순이익은 지배주주지분 순이익 기준

자료: 금호석유, 블룸버그, 한국투자증권

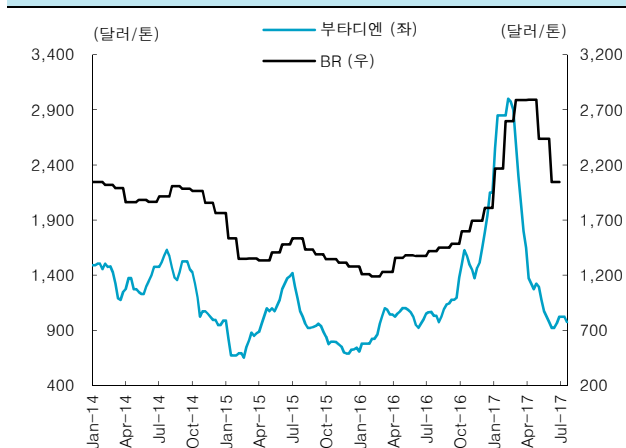
<표 2> 금호석유: 부문별 실적

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	872	1,012	994	1,093	1,408	1,239	1,162	1,140	3,970	4,950	4,835
합성고무	347	388	379	445	636	500	417	424	1,559	1,977	1,783
수지	257	272	248	260	304	294	282	261	1,036	1,140	1,133
특수화학	29	29	31	33	34	36	38	38	122	144	149
BPA, 페놀, 에폭시	160	223	241	235	309	296	310	303	860	1,218	1,309
에너지/기타	79	100	96	120	126	115	115	115	394	471	462
영업이익	46	65	23	21	66	44	45	41	156	195	182
합성고무	14	23	0	(5)	13	5	4	3	32	25	19
수지	15	11	5	5	9	9	8	5	36	31	31
특수화학	1	1	1	2	2	1	2	1	5	6	6
BPA, 페놀, 에폭시	(2)	13	5	(1)	9	3	7	7	15	26	28
에너지/기타	18	17	12	20	33	26	24	24	67	107	98
영업이익률(%)	5.3	6.5	2.4	1.9	4.7	3.6	3.9	3.6	3.9	3.9	3.8
합성고무	4.0	6.0	0.1	(1.1)	2.0	1.0	1.0	0.7	2.1	1.3	1.1
수지	5.9	4.0	2.0	2.0	3.0	3.0	2.8	2.0	3.5	2.7	2.7
특수화학	3.9	3.9	3.9	5.5	6.0	4.0	4.0	3.9	4.3	4.4	3.9
BPA, 페놀, 에폭시	(1.0)	6.0	2.0	(0.5)	3.0	1.0	2.3	2.3	1.8	2.1	2.2
에너지/기타	22.5	16.8	12.7	17.1	26.0	22.6	21.1	20.7	17.0	22.7	21.1

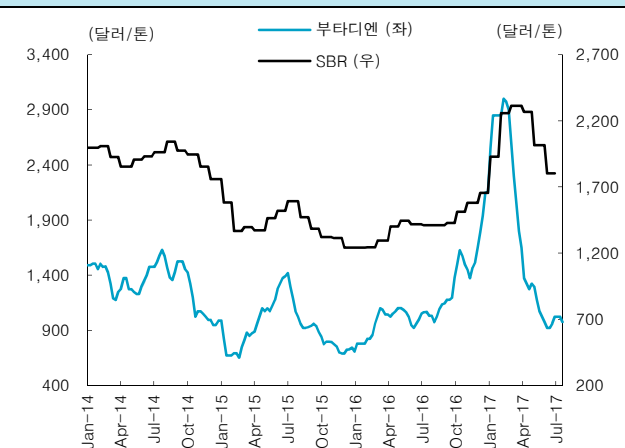
자료: 금호석유, 한국투자증권

[그림 1] 부타디엔 vs. BR 가격



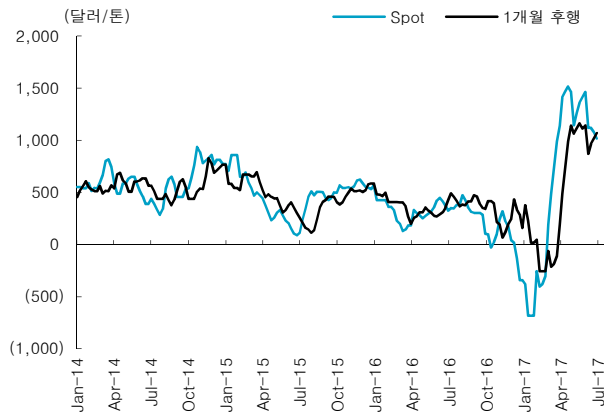
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 2] 부타디엔 vs. SBR 가격



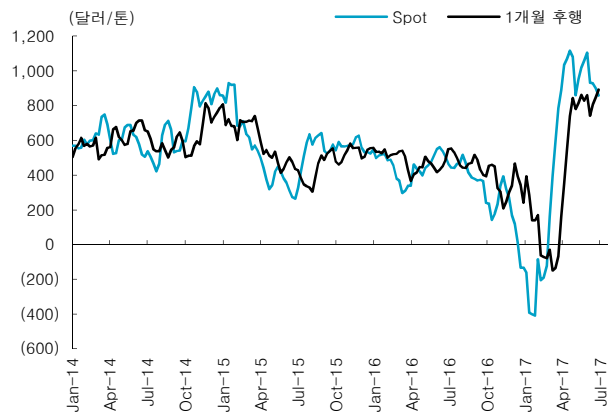
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 3] BR 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



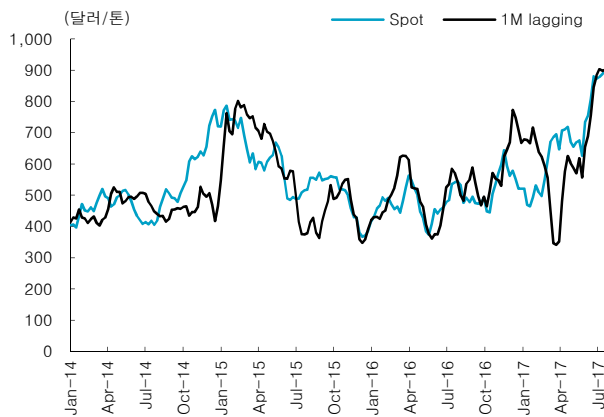
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 4] SBR 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



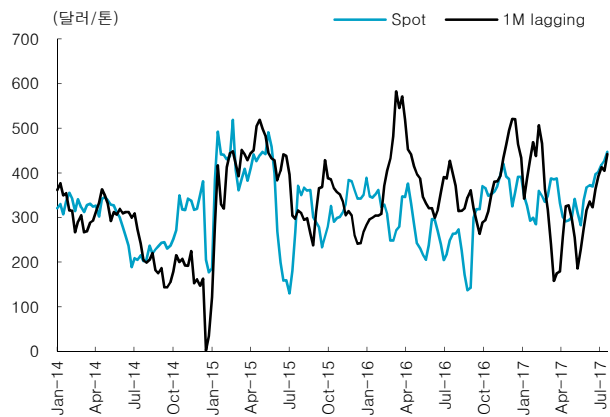
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 5] ABS 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 6] PS 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



자료: 씨스캠, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	968	1,255	1,225	1,313	1,350
현금성자산	47	197	103	149	180
매출채권및기타채권	471	567	515	534	538
재고자산	395	446	505	524	526
비유동자산	3,243	3,291	3,309	3,352	3,396
투자자산	667	665	701	701	701
유형자산	2,506	2,565	2,557	2,601	2,645
무형자산	16	17	17	17	16
자산총계	4,211	4,546	4,534	4,665	4,746
유동부채	1,541	2,146	1,952	1,877	1,867
매입채무및기타채무	485	596	520	533	534
단기차입금및단기사채	697	982	1,206	1,116	1,236
유동성장기부채	335	539	123	124	0
비유동부채	1,006	673	702	807	790
사채	354	0	157	277	277
장기차입금및금융부채	530	561	421	406	389
부채총계	2,547	2,818	2,654	2,684	2,657
지배주주지분	1,556	1,620	1,747	1,849	1,956
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	268	267	267	267	267
기타자본	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
이익잉여금	1,146	1,208	1,335	1,437	1,544
비지배주주지분	107	108	133	133	133
자본총계	1,664	1,728	1,880	1,981	2,089

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	483	297	256	292	313
당기순이익	122	81	152	126	132
유형자산감가상각비	174	203	222	222	222
무형자산상각비	2	3	4	4	3
자산부채변동	217	(20)	(100)	(28)	(12)
기타	(32)	30	(22)	(32)	(32)
투자활동현금흐름	(391)	(251)	(150)	(237)	(237)
유형자산투자	(390)	(273)	(214)	(266)	(266)
유형자산매각	1	2	0	0	0
투자자산순증	(2)	11	22	33	33
무형자산순증	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)
기타	2	11	45	(1)	(1)
재무활동현금흐름	(258)	104	(200)	(9)	(46)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(217)	132	(175)	16	(21)
배당금지급	(42)	(22)	(22)	(22)	(22)
기타	1	(6)	(3)	(3)	(3)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(166)	150	(94)	46	31

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

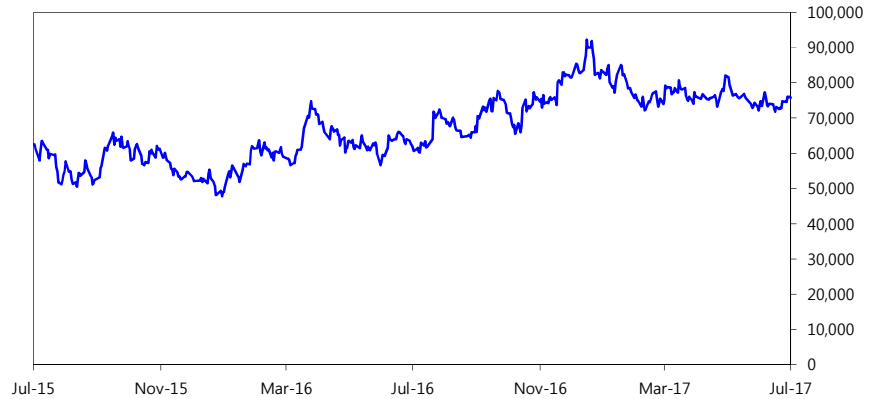
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	3,935	3,970	4,950	4,835	4,813
매출원가	3,601	3,638	4,604	4,505	4,475
매출총이익	334	333	346	330	337
판매관리비	170	176	150	148	149
영업이익	164	157	195	182	188
금융수익	42	37	73	12	8
이자수익	4	2	2	2	1
금융비용	110	105	96	61	57
이자비용	51	59	62	61	57
기타영업외손익	30	(5)	(34)	(6)	(6)
관계기업관련손익	43	28	58	33	33
세전계속사업이익	170	113	197	159	166
법인세비용	48	32	45	32	34
연결당기순이익	122	81	152	126	132
지배주주지분순이익	119	73	149	124	130
기타포괄이익	(64)	11	0	0	0
총포괄이익	58	92	152	126	132
지배주주지분포괄이익	56	87	149	124	130
EBITDA	340	363	421	408	414

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,257	2,618	5,445	4,513	4,727
BPS	47,677	49,559	53,363	56,394	59,600
DPS	800	800	800	800	800
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(17.4)	0.9	24.7	(2.3)	(0.5)
영업이익증가율	(11.3)	(4.2)	24.4	(6.8)	3.4
순이익증가율	27.6	(38.4)	104.1	(17.0)	4.7
EPS증가율	27.7	(38.5)	108.0	(17.1)	4.7
EBITDA증가율	(6.2)	6.8	16.0	(3.1)	1.5
수익성(%)					
영업이익률	4.2	4.0	3.9	3.8	3.9
순이익률	3.0	1.8	3.0	2.6	2.7
EBITDA Margin	8.6	9.1	8.5	8.4	8.6
ROA	2.8	1.8	3.4	2.7	2.8
ROE	7.6	4.6	8.9	6.9	6.8
배당수익률	1.5	1.0	1.1	1.1	1.1
배당성향	18.9	30.2	15.0	18.1	17.3
안정성					
순차입금(십억원)	1,858	1,849	1,803	1,773	1,722
차입금/자본총계비율(%)	115.2	120.5	101.4	97.0	91.1
Valuation(X)					
PER	12.2	31.3	13.9	16.8	16.0
PBR	1.1	1.7	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	10.6	12.4	10.2	10.5	10.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
금호석유(011780)	2015.08.05	중립	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 7월 28일 현재 금호석유 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.