

2019. 2. 7



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 110,000 원

현재주가 (2.1) 90,300 원

상승여력 21.8%

KOSPI 2,203.46pt

시가총액 27,512억원

발행주식수 3,047만주

유동주식비율 56.94%

외국인비중 34.23%

52주 최고/최저가 117,000원/80,100원

평균거래대금 96.1억원

주요주주(%)

박찬구 외 5 인 24.70

국민연금 8.45

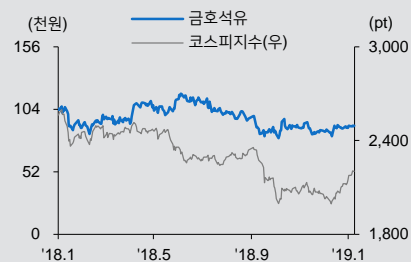
BlackRock Fund Advisors 외 13 인 7.31

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 3.4 -14.4 -12.3

상대주가 -4.2 -10.4 2.2

주가그래프



금호석유 011780

1H19 저가 원재료 투입효과

- ✓ 4Q18 영업이익 839억원(-44% QoQ)으로 시장 예상치(1,157억원) 하회
: 고무 48억원(OPM 1%), 수지 -84억원(OPM -3%), P&B 434억원(OPM 10%) 등
- ✓ 1H19 이익 모멘텀 둔화되나, 저가 원재료 투입에 따른 수익성 회복을 예상함
: (1) 합성고무 긍정적 래깅 효과 예상, (2) 벤젠 약세 지속되며 P&B 수익성 회복
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 단 적정주가는 추정치 변경으로 11만원 제시(PBR 1.4배 적용)

4Q18 이익 839억원, 연간 5,542억원 달성: 돈보인 페놀유도체 이익 체력

동사의 4Q18 이익은 839억원(-44% QoQ, -11% YoY), 연간 5,542억원을 달성했다. 18년 연간 중-미 무역분쟁의 여파로 관망세 수요가 지속되었고, 고가 원재료 투입으로 주요 제품들의 수익성이 악화되었다. 사업부별 이익은 합성고무 48억원(이익률 1%), 합성수지 -84억(이익률 -3%)으로 부진했으나, P&B부문이 434억원(이익률 10%)을 기록하며 이익 방어를 시현했다.

합성고무 사업부 수익성은 악화되었다. 이는 (1) 고가 원재료 투입(11월 국내 NCC들의 정기보수 돌입에 대비한 재고확보), (2) 판가 하락(전방 제품들의 수요 비수기)에 기인한다. 합성수지의 이익은 주요 원재료(SM) 하락(-21% QoQ)에도 ABS/PS 구매심리 위축으로 적자전환했다. 반면 P&B는 (1) 전방 PC 등 제품들의 수요 성장을 둔화에도 불구하고, (2) 원재료(벤젠)의 구조적 약세 지속으로 이익 방어가 가능했다.

1H19 이익 모멘텀 둔화되나, 저가 원재료 투입으로 계단식 이익 회복 예상

1Q19 이익은 862억원, 19년 연간 4,135억원을 추정한다. 합성고무와 합성수지의 이익 기여도가 높아질 전망이다. (1) 합성고무는 원재료 긍정적 래깅효과에 따른 수익성 개선, (2) 합성수지는 적정 수준 이하로 감소한 재고량, 무역분쟁에 위축된 수요가 회복 조짐을 보이고 있어 빠른 가격 회복이 감지되기 때문이다. 반면 P&B는 전방 수요 성장을 둔화(+2%로 하향)에 따른 가격 약세가 예상되나, 원재료(벤젠)가 1H19 약세가 지속될 전망으로 견조한 수익성 유지가 가능하겠다.

동사에 대해 투자 의견 Buy를 유지한다. 이는 (1) 합성고무 수급 개선 Cycle도래, (2) 무역분쟁에 위축된 주요 제품들의 가격 회복이 예상되기 때문이다. 단, 19년 연간 이익 추정치 하향 조정으로 적정주가는 11만원(PBR 1.4배)을 제시한다.

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2016 | 3,970.4 | 157.1 | 73.3 | 2,320 | -34.5 | 48,363 | 35.3 | 1.7 | 12.5 | 4.6 | 163.1 |
| 2017 | 5,064.8 | 262.6 | 213.6 | 6,906 | 174.3 | 55,019 | 14.4 | 1.8 | 10.0 | 12.3 | 134.0 |
| 2018E | 5,584.9 | 554.0 | 491.4 | 16,008 | 133.5 | 69,599 | 5.5 | 1.3 | 5.1 | 23.5 | 116.0 |
| 2019E | 4,986.3 | 413.5 | 362.9 | 11,810 | -26.7 | 79,600 | 7.6 | 1.1 | 5.5 | 14.5 | 100.0 |
| 2020E | 5,524.9 | 492.5 | 436.5 | 14,222 | 20.4 | 91,795 | 6.3 | 1.0 | 4.6 | 15.2 | 89.6 |

표1 4Q18 금호석유화학 실적 Review

| (십억원) | 4Q18P | 4Q17 | (% YoY) | 3Q18 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff) | 당사예상치 | (% diff) |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|----------|
| 매출액 | 1,352.6 | 1,212.3 | 11.6 | 1,450.6 | -6.8 | 1,330.1 | 1.7 | 1,270.7 | 6.4 |
| 영업이익 | 83.9 | 94.9 | -11.6 | 151.0 | -44.4 | 115.7 | -27.5 | 100.5 | -16.5 |
| 세전이익 | 78.4 | 70.4 | 11.4 | 162.4 | -51.7 | 118.2 | -33.7 | 120.5 | -34.9 |
| 순이익 | 61.6 | 51.3 | 20.1 | 122.4 | -49.7 | 85.8 | -28.2 | 89.7 | -31.3 |

자료: 금호석유, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표2 금호석유화학 부문별 실적추정

| (십억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18P | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2018P | 2019E | 2020E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 1,339.9 | 1,441.8 | 1,450.6 | 1,352.6 | 1,195.9 | 1,244.0 | 1,269.0 | 1,277.4 | 5,584.9 | 4,986.3 | 5,525.0 |
| 합성고무 | 474.5 | 516.6 | 539.5 | 484.8 | 483.0 | 485.5 | 495.3 | 501.4 | 2015.4 | 1965.2 | 2139 |
| 합성수지 | 299.6 | 324.1 | 320.7 | 281.3 | 308.8 | 313.6 | 319.9 | 323.1 | 1225.7 | 1265.4 | 1509 |
| 기타 | 565.8 | 601.1 | 590.4 | 586.5 | 380.6 | 420.5 | 429.0 | 427.9 | 2343.8 | 1658 | 1769 |
| 영업이익 | 165.8 | 153.5 | 151.0 | 83.9 | 86.2 | 94.2 | 104.6 | 128.5 | 554.2 | 413.5 | 492.6 |
| %OP | 12.4% | 10.6% | 10.4% | 6.2% | 7.2% | 7.6% | 8.2% | 10.1% | 9.9% | 8.3% | 8.9% |
| 세전이익 | 194.2 | 181.2 | 162.4 | 78.4 | 116.3 | 123.3 | 123.5 | 127.5 | 616.2 | 490.6 | 589.7 |
| 순이익(지배주주) | 132.1 | 175.3 | 122.4 | 61.6 | 86.6 | 90.6 | 90.8 | 94.9 | 491.4 | 362.9 | 436.5 |
| %YoY | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | -4.9% | 16.4% | 20.4% | 11.6% | -10.7% | -13.7% | -12.5% | -5.6% | 10.3% | -10.7% | 10.8% |
| 영업이익 | 152.4% | 247.3% | 161.2% | -11.6% | -48.0% | -38.6% | -30.7% | 53.2% | 111.0% | -25.4% | 19.1% |
| 세전이익 | 119.7% | 242.5% | 107.9% | 11.4% | -40.1% | -32.0% | -24.0% | 62.6% | 112.6% | -20.4% | 20.2% |
| 순이익(지배) | 91.2% | 377.7% | 116.6% | 20.1% | -34.4% | -48.3% | -25.8% | 54.1% | 130.1% | -26.1% | 20.3% |
| %QoQ | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 10.5% | 7.6% | 0.6% | -6.8% | -11.6% | 4.0% | 2.0% | 0.7% | | | |
| 영업이익 | 74.7% | -7.4% | -1.6% | -44.4% | 2.7% | 9.3% | 11.0% | 22.8% | | | |
| 세전이익 | 175.9% | -6.7% | -10.4% | -51.7% | 48.3% | 6.0% | 0.2% | 3.2% | | | |
| 순이익(지배) | 157.5% | 32.7% | -30.2% | -49.7% | 40.6% | 4.6% | 0.2% | 4.5% | | | |

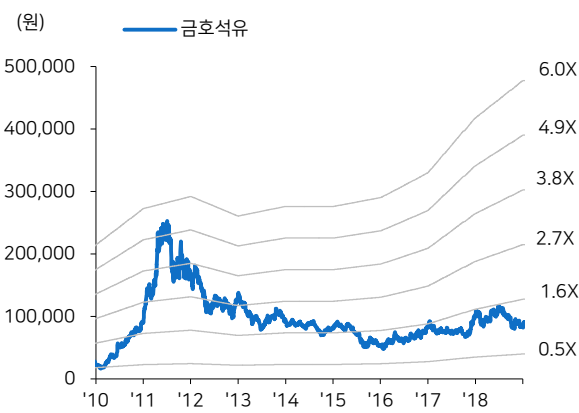
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 금호석유 12M Fwd PER 밴드



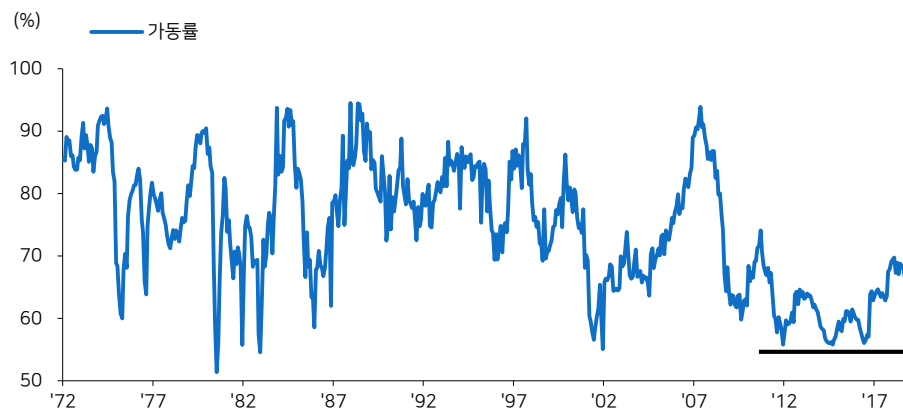
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 금호석유 12M Trailing PBR 밴드



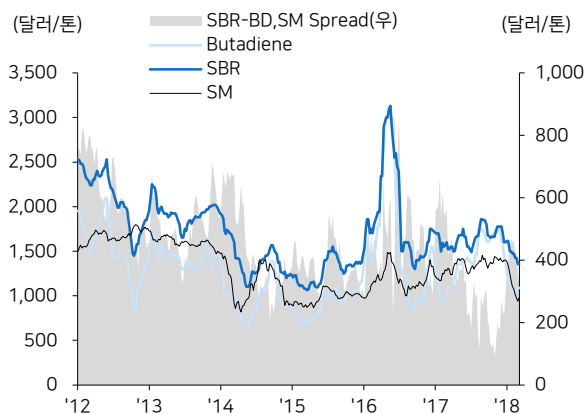
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 합성고무 가동률: 18.12 평균 가동률 68.7%



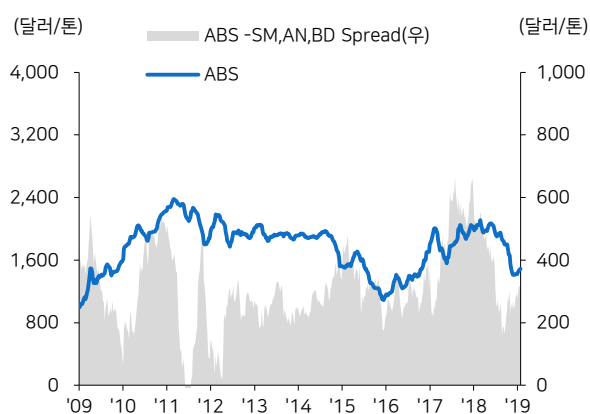
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 합성고무 스프레드 동향



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림5 ABS 스프레드 동향



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림6 페놀 가격



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림7 BPA 가격



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

금호석유 (011780)

Income Statement

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 3,970.4 | 5,064.8 | 5,584.9 | 4,986.3 | 5,524.9 |
| 매출액증가율 (%) | 0.9 | 27.6 | 10.3 | -10.7 | 10.8 |
| 매출원가 | 3,637.5 | 4,636.5 | 4,664.5 | 4,335.7 | 4,770.1 |
| 매출총이익 | 332.9 | 428.3 | 920.4 | 650.7 | 754.8 |
| 판매관리비 | 175.9 | 165.6 | 175.4 | 237.2 | 262.3 |
| 영업이익 | 157.1 | 262.6 | 554.0 | 413.5 | 492.5 |
| 영업이익률 | 4.0 | 5.2 | 13.3 | 8.3 | 8.9 |
| 금융손익 | -67.2 | -27.5 | -62.4 | -48.4 | -45.6 |
| 종속/관계기업손익 | 27.6 | 89.1 | 117.7 | 125.5 | 142.9 |
| 기타영업외손익 | -4.6 | -34.4 | 8.5 | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 112.9 | 289.8 | 616.2 | 490.6 | 589.7 |
| 법인세비용 | 32.1 | 72.1 | 113.8 | 120.2 | 144.3 |
| 당기순이익 | 80.8 | 217.7 | 503.9 | 370.4 | 445.4 |
| 지배주주지분 순이익 | 73.3 | 213.6 | 491.4 | 362.9 | 436.5 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 영업활동 현금흐름 | 296.8 | 421.1 | 538.3 | 644.3 | 685.0 |
| 당기순이익(손실) | 80.8 | 217.7 | 503.9 | 370.4 | 445.4 |
| 유형자산상각비 | 202.8 | 215.1 | 208.7 | 256.2 | 269.0 |
| 무형자산상각비 | 3.2 | 2.8 | 2.3 | 1.9 | 1.7 |
| 운전자본의 증감 | -20.2 | -39.5 | -145.8 | 15.8 | -31.0 |
| 투자활동 현금흐름 | -250.7 | -106.0 | -144.1 | -290.8 | -456.7 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -272.7 | -106.0 | -162.4 | -340.0 | -360.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 29.4 | -14.9 | -37.6 | 44.8 | -88.0 |
| 재무활동 현금흐름 | 103.6 | -276.7 | -127.9 | -8.1 | -38.1 |
| 차입금의 증감 | 165.4 | -261.5 | -71.3 | 20.0 | -10.0 |
| 자본의 증가 | -1.3 | 0.0 | 92.7 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 149.7 | 37.5 | 266.0 | 345.5 | 190.3 |
| 기초현금 | 47.3 | 197.0 | 234.4 | 500.5 | 845.9 |
| 기말현금 | 197.0 | 234.4 | 500.5 | 845.9 | 1,036.2 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 1,255.3 | 1,332.7 | 1,827.1 | 2,098.8 | 2,433.8 |
| 현금및현금성자산 | 197.0 | 234.4 | 500.5 | 845.9 | 1,036.2 |
| 매출채권 | 520.9 | 588.5 | 668.4 | 631.2 | 704.1 |
| 재고자산 | 445.5 | 426.8 | 534.0 | 504.3 | 562.5 |
| 비유동자산 | 3,290.8 | 3,247.1 | 3,220.4 | 3,257.5 | 3,434.9 |
| 유형자산 | 2,564.8 | 2,440.3 | 2,374.3 | 2,458.1 | 2,549.1 |
| 무형자산 | 17.3 | 14.9 | 15.3 | 13.4 | 11.8 |
| 투자자산 | 664.7 | 768.6 | 806.2 | 761.4 | 849.3 |
| 자산총계 | 4,546.1 | 4,579.8 | 5,047.5 | 5,356.4 | 5,868.7 |
| 유동부채 | 2,145.6 | 1,913.9 | 2,076.4 | 2,051.4 | 2,119.8 |
| 매입채무 | 373.7 | 398.2 | 558.8 | 527.8 | 588.7 |
| 단기차입금 | 971.8 | 899.8 | 864.8 | 784.8 | 704.8 |
| 유동성장기부채 | 539.3 | 326.2 | 361.1 | 361.1 | 361.1 |
| 비유동부채 | 672.7 | 709.1 | 634.7 | 626.3 | 652.8 |
| 사채 | 143.8 | 247.9 | 122.9 | 82.9 | 62.9 |
| 장기차입금 | 415.7 | 335.2 | 359.2 | 399.2 | 429.2 |
| 부채총계 | 2,818.2 | 2,623.0 | 2,711.1 | 2,677.6 | 2,772.6 |
| 자본금 | 167.5 | 167.5 | 167.5 | 167.5 | 167.5 |
| 자본잉여금 | 266.5 | 266.5 | 359.2 | 359.2 | 359.2 |
| 기타포괄이익누계액 | 18.2 | 46.1 | -55.8 | -55.8 | -55.8 |
| 이익잉여금 | 1,207.9 | 1,403.0 | 1,900.5 | 2,235.4 | 2,643.9 |
| 비지배주주지분 | 108.2 | 114.2 | 5.5 | 12.9 | 21.8 |
| 자본총계 | 1,727.9 | 1,956.8 | 2,336.4 | 2,678.7 | 3,096.1 |

Key Financial Data

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 130,316 | 166,234 | 183,305 | 163,660 | 181,337 |
| EPS(지배주주) | 2,320 | 6,906 | 16,008 | 11,810 | 14,222 |
| CFPS | 12,824 | 17,332 | 25,867 | 26,161 | 29,736 |
| EBITDAPS | 11,916 | 15,771 | 25,104 | 22,043 | 25,047 |
| BPS | 48,363 | 55,019 | 69,599 | 79,600 | 91,795 |
| DPS | 800 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| 배당수익률(%) | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 35.3 | 14.4 | 5.5 | 7.6 | 6.3 |
| PCR | 6.4 | 5.7 | 3.4 | 3.5 | 3.0 |
| PSR | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.5 |
| PBR | 1.7 | 1.8 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |
| EBITDA | 363.0 | 480.5 | 764.9 | 671.6 | 763.1 |
| EV/EBITDA | 12.5 | 10.0 | 5.1 | 5.5 | 4.6 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 4.6 | 12.3 | 23.5 | 14.5 | 15.2 |
| EBITDA 이익률 | 9.1 | 9.5 | 13.7 | 13.5 | 13.8 |
| 부채비율 | 163.1 | 134.0 | 116.0 | 100.0 | 89.6 |
| 금융비용부담률 | 1.5 | 1.3 | 1.0 | 1.2 | 1.1 |
| 이자보상배율(x) | 2.7 | 4.0 | 9.5 | 7.0 | 8.2 |
| 매출채권회전율(x) | 8.3 | 9.1 | 8.9 | 7.7 | 8.3 |
| 재고자산회전율(x) | 9.5 | 11.6 | 11.6 | 9.6 | 10.4 |

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 07일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 07일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 07일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:노우호)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

| 기업 | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 | |
|------------------------------|--|---------------------------------------|
| 추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급 | Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상 |
| | Trading Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 |
| | Hold | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 |
| | Sell | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만 |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 | |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급 | Overweight (비중확대) | |
| | Neutral (중립) | |
| | Underweight (비중축소) | |

투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|------|-------|
| 매수 | 95.5% |
| 중립 | 4.5% |
| 매도 | 0.0% |

2018년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

금호석유 (011780) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

| 추천 확정일자 | 자료 형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 과리율(%)* | | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|----------|------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
| | | | | | 평균 | 최고(최저) | |
| 2017.02.21 | 산업브리프 | Buy | 100,000 | 노우호 | -20.2 | -14.9 | |
| 2017.03.03 | 산업브리프 | Buy | 100,000 | 노우호 | -22.6 | -14.9 | |
| 2017.04.05 | 산업분석 | Buy | 100,000 | 노우호 | -22.7 | -14.9 | |
| 2017.05.02 | 기업브리프 | Buy | 100,000 | 노우호 | -22.8 | -14.9 | |
| 2017.05.30 | 산업분석 | Buy | 100,000 | 노우호 | -23.1 | -14.9 | |
| 2017.06.26 | 산업브리프 | Buy | 100,000 | 노우호 | -23.3 | -14.9 | |
| 2017.07.10 | 산업브리프 | Buy | 100,000 | 노우호 | -23.7 | -14.9 | |
| 2017.07.31 | 기업브리프 | Buy | 100,000 | 노우호 | -23.7 | -14.9 | |
| 2017.08.21 | 산업브리프 | Buy | 100,000 | 노우호 | -24.3 | -14.9 | |
| 2017.11.01 | 기업브리프 | Buy | 100,000 | 노우호 | -24.3 | -13.5 | |
| 2017.11.29 | 산업분석 | Buy | 115,000 | 노우호 | -15.6 | -5.7 | |
| 2018.01.18 | 기업브리프 | Buy | 130,000 | 노우호 | -19.9 | -17.3 | |
| 2018.02.02 | 기업브리프 | Buy | 130,000 | 노우호 | -26.4 | -17.3 | |
| 2018.04.04 | 산업분석 | Buy | 130,000 | 노우호 | -26.6 | -17.3 | |
| 2018.04.30 | 기업브리프 | Buy | 130,000 | 노우호 | -25.6 | -15.8 | |
| 2018.05.14 | 산업브리프 | Buy | 130,000 | 노우호 | -24.6 | -14.6 | |
| 2018.05.31 | 산업분석 | Buy | 130,000 | 노우호 | -23.3 | -10.0 | |
| 2018.07.02 | 기업브리프 | Buy | 140,000 | 노우호 | -20.5 | -17.5 | |
| 2018.08.06 | 산업주간분석 | Buy | 140,000 | 노우호 | -29.3 | -17.5 | |
| 2018.11.13 | 산업분석 | Buy | 120,000 | 노우호 | -27.1 | -22.3 | |
| 2019.01.08 | 산업브리프 | Buy | 120,000 | 노우호 | -26.6 | -22.3 | |
| 2019.02.07 | 기업브리프 | Buy | 110,000 | 노우호 | - | - | |