2019. 7. 5

▲ 정유/화학
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

금호석유 011780

2H19 컨센서스 하향 조정 불가피

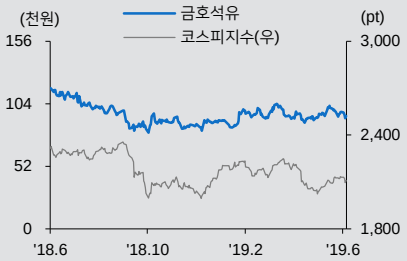
- ✓ 2Q19 이익 1,361억원(-11% YoY, -6% QoQ), 최근 높아진 이익 기대치 하회 예상 : SBR/BR 부진 장기화, 에너지부문 정기보수 기회손실과 SMP 하락 반영
- ✓ 19.5 중국의 수입산 페놀 반덤핑 과세 이후, 페놀유도체부문 이익 부진 불가피
- ✓ 단, 2H19 이익 정체구간 진입이나, 신규설비 가동으로 높아진 이익 체력 부각 투자의견 Buy와 적정주가 12만원 유지

Buy

적정주가 (12 개월)	**120,000 원**
현재주가 (7.4)	**94,000 원**
상승여력	**27.7%**
KOSPI	2,108.73pt
시가총액	28,640억원
발행주식수	3,047만주
유동주식비율	56.96%
외국인비중	33.98%
52주 최고/최저가	115,500원/80,100원
평균거래대금	107.4억원
주요주주(%)	
박찬구 외 4 인	24.68
국민연금공단	9.48
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.20

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	-2.6	15.1	-18.6
상대주가	-4.5	9.7	-12.6

주가그래프



2Q19 이익 1,361억원 추정, 당분기 이익 기대수준 하회 전망

2Q19 이익 1,361억원으로 과거대비 높아진 이익 체력을 재차 시현할 전망이다.
고무 사업부 이익은 YoY, QoQ 모두 증가하겠다. 안정적인 이익 창출력이 증명되고 있다. 이는 범용고무의 전방 수요 부진에도, 특수고무(NB-Latex)의 높은 이익률과 원재료(BD, SM) 긍정적 래깅 효과에 기반한 수익성 개선 덕분이다.
합성수지 사업부는 5월 말 미-중 무역분쟁 갈등 재점화에 따른 전방 수요 위축으로 원가(SM)와 판가가 동반 하락했다. 특히 6월 ABS 스프레드는 16년 이후 가장 낮은 수준까지 하락, 당분기 이익 기여도가 미미하겠다.
페놀유도체는 원재료(벤젠 공급량 증가) 약세 수혜 가능했으나, 전방 제품 수요 둔화에 따라 수익성이 악화되었다. 또한 에너지부문은 SMP 하락과 발전소 정기보수 영향으로 감익이 추정된다.

2H19 이익 2,530억원(-9.7% H-H) 추정, 이익 정체구간 진입

올 하반기가 동사의 이익 정체구간이라 판단, 이는 합성고무와 페놀유도체 실적 부진을 예상하기 때문이다. 우선 합성고무 수익성 둔화는 (1) 원가 상승(BD, SM 구매심리 회복), (2) 전방 수요 부진 지속 때문이다. 페놀유도체는 저가 원재료 수혜 가능하나, (1) 중국의 수입산 페놀 반덤핑 과세 부과 발표 이후, 제품 수요 감소, (2) 전방 BPA, PC 수요 부진에 따른 이익 둔화가 예상된다.
투자의견 Buy 근거는 확대된 이익 체력과 안정적 수익성 덕분이다. 동사는 하반기 NB Latex/SBR 신규 가동(+15만톤)을 앞두고 있어, 글로벌 No.1 Latex 사업자 지위 강화와 수익성이 높은 특수고무 비중 확대에 따른 안정적 이익 창출효과가 예상된다. 적정주가는 12만원을 유지한다.

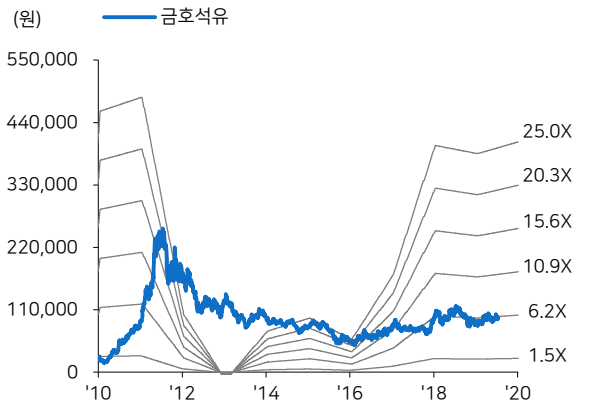
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	5,064.8	262.6	213.6	6,906	174.3	55,019	14.4	1.8	10.0	12.3	134.0
2018	5,584.9	554.6	491.2	15,984	132.6	70,088	5.5	1.2	5.3	23.4	96.6
2019E	5,026.5	533.3	441.0	14,337	-11.1	80,579	6.4	1.1	4.6	17.5	88.1
2020E	5,424.8	563.0	472.5	15,368	7.8	93,557	6.0	1.0	4.0	16.2	78.3
2021E	5,559.9	572.9	499.3	16,249	5.7	107,337	5.7	0.9	3.4	14.8	68.8

표1 금호석유 분기별 이익 추정 Table

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	**1,339.9**	**1,441.8**	**1,450.6**	**1,352.6**	**1,275.1**	**1,242.2**	**1,257.5**	**1,251.7**	**5,584.9**	**5,026.5**	**5,425.0**
합성고무	474.5	516.6	539.5	484.8	476.9	492.7	497.7	494.2	2015.4	1961.5	2093
합성수지	299.6	324.1	320.7	281.3	288.2	304.2	305.6	311.2	1225.7	1209.2	1448
기타	565.8	601.1	590.4	586.5	510.0	421.0	429.5	421.8	2343.8	1782.3	1777
영업이익	**165.8**	**153.5**	**151.0**	**84.3**	**144.2**	**136.1**	**129.1**	**123.9**	**554.6**	**533.3**	**563.0**
%OP	12.4%	10.6%	10.4%	6.2%	11.3%	11.0%	10.3%	9.9%	9.9%	10.6%	10.4%
세전이익	**194.2**	**181.2**	**162.4**	**79.1**	**143.5**	**166.9**	**150.5**	**125.9**	**616.9**	**586.8**	**638.6**
순이익(지배주주)	**132.1**	**175.3**	**122.4**	**61.4**	**113.9**	**122.7**	**110.6**	**93.8**	**491.2**	**441**	**472.5**
%YoY											
매출액	-4.9%	16.4%	20.4%	11.6%	-4.8%	-13.8%	-13.3%	-7.5%	10.3%	-10.0%	7.9%
영업이익	152.4%	247.3%	161.2%	-11.2%	-13.0%	-11.3%	-14.5%	47.0%	111.2%	-3.8%	5.6%
세전이익	119.7%	242.5%	107.9%	12.4%	-26.1%	-7.9%	-7.3%	59.2%	112.9%	-4.9%	8.8%
순이익(지배)	91.2%	377.7%	116.6%	19.7%	-13.8%	-30.0%	-9.6%	52.8%	130.0%	-10.2%	7.1%
%QoQ											
매출액	10.5%	7.6%	0.6%	-6.8%	-5.7%	-2.6%	1.2%	-0.5%			
영업이익	74.7%	-7.4%	-1.6%	-44.2%	71.1%	-5.6%	-5.1%	-4.0%			
세전이익	175.9%	-6.7%	-10.4%	-51.3%	81.4%	16.3%	-9.8%	-16.3%			
순이익(지배)	157.5%	32.7%	-30.2%	-49.8%	85.5%	7.7%	-9.9%	-15.2%			

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 금호석유화학 12M Fwd PER 밴드

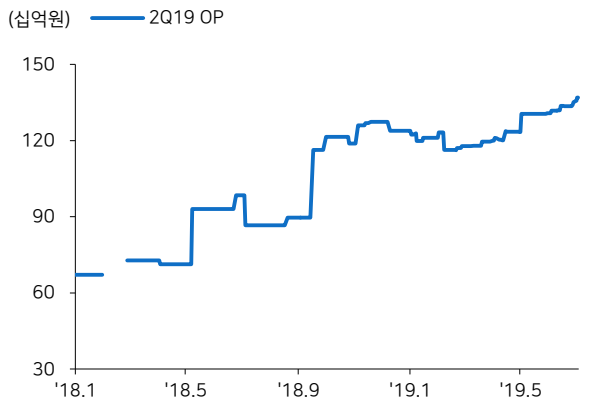


자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 금호석유화학 12M Trailing PBR 밴드

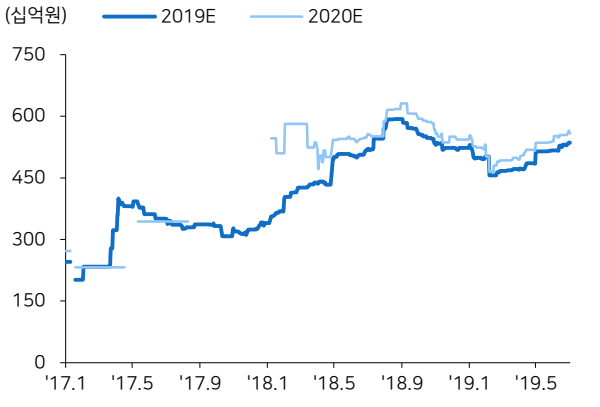
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 금호석유 2Q19 영업이익 컨센서스 변화



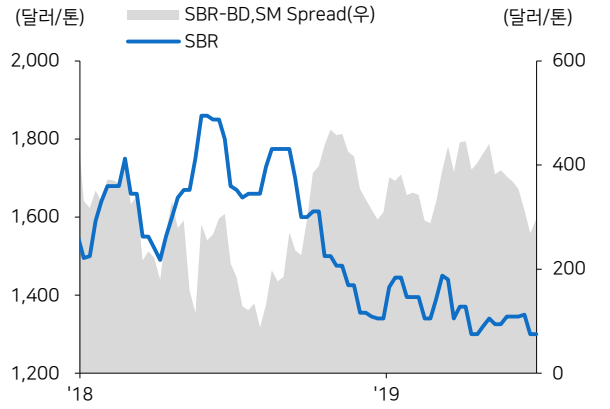
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 금호석유 19년 연간 영업이익 컨센서스 변화



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 합성고무 스프레드

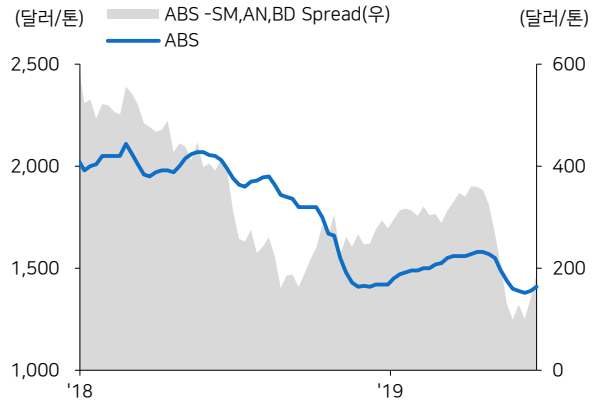


자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 글로벌 합성고무 가동률

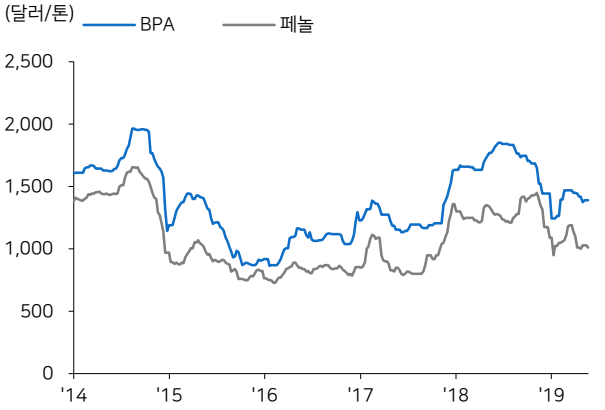
자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 ABS 스프레드



자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 페놀/BPA 가격 변화



자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

금호석유 (011780)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**5,064.8**	**5,584.9**	**5,026.5**	**5,424.8**	**5,559.9**
매출액증가율 (%)	27.6	10.3	-10.0	7.9	2.5
매출원가	4,636.5	4,854.2	4,263.8	4,604.0	4,722.9
매출총이익	428.3	730.7	762.7	820.8	837.0
판매관리비	165.6	176.1	229.4	257.9	264.1
영업이익	**262.6**	**554.6**	**533.3**	**563.0**	**572.9**
영업이익률	5.2	9.9	10.6	10.4	10.3
금융손익	-27.5	-62.8	-43.7	-34.6	-28.7
종속/관계기업손익	89.1	118.1	93.5	110.4	130.6
기타영업외손익	-34.4	7.0	3.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	289.8	616.9	586.8	638.7	674.8
법인세비용	72.1	113.8	139.1	156.6	165.3
당기순이익	**217.7**	**503.1**	**447.7**	**482.1**	**509.5**
지배주주지분 순이익	213.6	491.2	441.0	472.5	499.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**421.1**	**484.7**	**772.0**	**722.1**	**770.6**
당기순이익(손실)	217.7	503.1	447.7	482.1	509.5
유형자산상각비	215.1	207.1	235.5	260.4	268.5
무형자산상각비	2.8	2.3	2.0	1.7	1.5
운전자본의 증감	-39.5	-201.7	34.5	-22.2	-8.9
투자활동 현금흐름	**-106.0**	**-190.7**	**-35.3**	**-420.8**	**-324.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-106.0	-134.1	-327.8	-360.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-14.9	24.3	280.7	-56.2	-22.6
재무활동 현금흐름	**-276.7**	**-426.4**	**-75.3**	**-47.3**	**-47.6**
차입금의 증감	-261.5	-362.4	-33.6	-9.4	-9.8
자본의 증가	0.0	90.0	-0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	37.5	-132.6	661.8	254.0	398.7
기초현금	197.0	234.4	101.8	763.6	1,017.6
기말현금	234.4	101.8	763.6	1,017.6	1,416.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,332.7	1,348.7	2,005.4	2,377.3	2,823.2
현금및현금성자산	234.4	101.8	763.6	1,017.6	1,416.3
매출채권	588.5	637.0	656.6	718.9	743.9
재고자산	426.8	471.6	485.5	531.6	550.1
비유동자산	3,247.1	3,268.0	3,085.4	3,239.5	3,292.1
유형자산	2,440.3	2,365.6	2,417.8	2,517.4	2,548.9
무형자산	14.9	14.3	13.0	11.3	9.8
투자자산	768.6	862.8	592.4	648.6	671.2
자산총계	**4,579.8**	**4,616.7**	**5,090.8**	**5,616.8**	**6,115.3**
유동부채	1,913.9	1,758.9	1,940.0	1,999.2	2,031.0
매입채무	398.2	319.1	462.6	506.5	524.1
단기차입금	899.8	816.8	767.4	687.4	687.4
유동성장기부채	326.2	268.5	262.9	262.9	262.9
비유동부채	709.1	509.7	444.5	467.0	462.1
사채	247.9	113.1	98.8	78.8	78.8
장기차입금	335.2	258.6	184.9	214.9	204.9
부채총계	**2,623.0**	**2,268.6**	**2,384.5**	**2,466.3**	**2,493.1**
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	266.5	356.6	356.5	356.5	356.5
기타포괄이익누계액	46.1	-60.9	-72.6	-72.6	-72.6
이익잉여금	1,403.0	1,924.6	2,287.7	2,722.4	3,183.9
비지배주주지분	114.2	0.8	7.5	17.2	27.4
자본총계	**1,956.8**	**2,348.2**	**2,706.2**	**3,150.5**	**3,622.2**

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	166,234	183,306	164,977	178,052	182,486
EPS(지배주주)	6,906	15,984	14,337	15,368	16,249
CFPS	17,332	25,612	28,253	30,703	31,953
EBITDAPS	15,771	25,078	25,299	27,080	27,667
BPS	55,019	70,088	80,579	93,557	107,337
DPS	1,000	1,350	1,350	1,350	1,350
배당수익률(%)	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	14.4	5.5	6.4	6.0	5.7
PCR	5.7	3.4	3.3	3.0	2.9
PSR	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
PBR	1.8	1.2	1.1	1.0	0.9
EBITDA	480.5	764.1	770.8	825.1	842.9
EV/EBITDA	10.0	5.3	4.6	4.0	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	23.4	17.5	16.2	14.8
EBITDA 이익률	9.5	13.7	15.3	15.2	15.2
부채비율	134.0	96.6	88.1	78.3	68.8
금융비용부담률	1.3	1.0	1.0	0.9	0.9
이자보상배율(x)	4.0	9.7	10.8	11.4	11.5
매출채권회전율(x)	9.1	9.1	7.8	7.9	7.6
재고자산회전율(x)	11.6	12.4	10.5	10.7	10.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 05일 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 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016 년 11 월 7 일부터 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)	

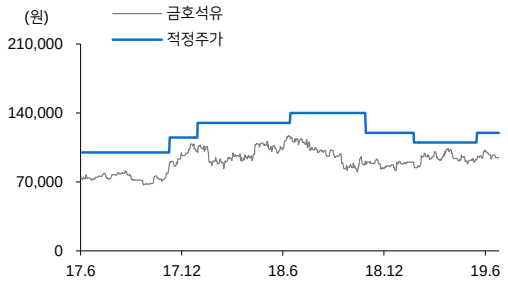
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

금호석유 (011780) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2017.07.10	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-25.9	-22.7
2017.07.31	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-25.4	-21.4
2017.08.21	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-25.6	-18.9
2017.11.01	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-25.4	-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	-19.5	-11.8
2019.02.25	산업브리프	Buy	110,000	노우호	-17.3	-9.5
2019.03.04	산업브리프	Buy	110,000	노우호	-15.4	-8.6
2019.03.19	산업분석	Buy	110,000	노우호	-15.3	-8.6
2019.04.01	산업브리프	Buy	110,000	노우호	-13.7	-5.5
2019.04.15	산업브리프	Buy	110,000	노우호	-14.3	-5.5
2019.05.30	산업분석	Buy	120,000	노우호	-18.9	-14.6
2019.07.05	기업브리프	Buy	120,000	노우호	-	-

주가 및 적정주가 변동추이