

금호석유 (011780)

NB Latex 글로벌 No.1의 이익 방어력을 믿어야 할 때

2Q19 영업이익 컨센 부합. 합성고무 7년 래 최대 이익 달성

2Q19 영업이익은 1,389억원(QoQ -4%, YoY -10%)으로 컨센에 부합했다. 에너지의 감익을 합성고무가 상쇄하며 전분기와 유사한 흐름을 이어갔다. 합성고무 영업이익은 610억원(QoQ +24%, YoY +42%)으로 약 7년 래 최대치를 달성했다. NB Latex등 특수고무의 출하량 증대, BR/SBR의 흑자 지속, 환율상승에 따른 영향이다. 합성수지는 4~5월 견조한 흐름이 6월 부진을 상쇄하면서 증익(193억원, QoQ +8%)되었다. 페놀유도체는 BPA, 페놀의 부진으로 감익(322억원, QoQ -12%)되었고, 에너지/정밀화학은 에너지부문의 정기보수 영향으로 감익(263억원, QoQ -33%)되었다.

3Q19 영업이익 QoQ 20% 감익 전망

3Q19 영업이익은 1,114억원(QoQ -20%, YoY -26%)을 추정한다. 합성수지, 페놀유도체의 마진이 최근 부진한 흐름을 이어감에 따라 사업부별 영업이익을 각각 QoQ 31%, 21% 감익으로 추정했다. 합성고무 영업이익도 최근 전방 자동차업황 부진 및 타이어 수요 부진, 천연고무 가격 하락을 반영해 QoQ 36% 감익을 추정한다. 하지만, 특수고무의 높은 이익률은 유지될 것으로 판단한다. 에너지는 정기보수 효과소멸로 QoQ 29% 증익이 예상된다.

NB Latex 글로벌 No.1의 이익방어력을 믿어야 할 때

BUY를 유지하나, TP는 추정치 변경을 반영해 기존 13만원에서 11만원으로 하향한다. 최근의 추가급락은 미중 무역분쟁에 따른 주요 제품인 BR/SBR, ABS, 페놀유도체의 부진과 NB Latex의 가격 인하 압력 우려감이 반영된 영향이다. 최근 NBL의 가격인하 압력은 글로벌 No.1인 금호석유의 NBL 증설(+15만톤/년) 때문이다. 증설 물량이 글로벌 공급의 10%에 달하기 때문이다. 하지만, 전방 NBL 장갑수요가 연간 10% 이상 성장하는데다 글로벌 M/S 1위인 금호석유가 판매 속도 조절 등을 통해 가격 및 수익성을 충분히 방어할 수 있다고 판단한다. 실제 수출가격은 6월까지 견조한 흐름을 지속한 바 있다. 현 주가는 2015년 말 전사 적자 때 기록한 12M Fwd PBR 1.0배를 깬 0.85배를 기록 중이다. 올해 DPS는 2,000원으로 상향될 전망이다. 배당과 합성고무의 호실적을 감안하면 해도해도 너무한 주가다.

Earnings Review

BUY

TP(12M): 110,000원(하향) | CP(8월 2일): 79,500원

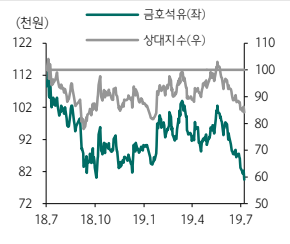
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,998.13
52주 최고/최저(원)	110,500/79,500
시가총액(십억원)	2,422.2
시가총액비중(%)	0.20
발행주식수(천주)	30,467.7
60일 평균 거래량(천주)	104.3
60일 평균 거래대금(십억원)	9.6
19년 배당금(예상, 원)	2,000
19년 배당수익률(예상, %)	2.52
외국인지분율(%)	35.35
주요주주 지분율(%)	
박철완 외 4인	24.68
국민연금공단	9.48
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(16.0) (12.0) (24.3)
상대	(10.8) (2.9) (14.0)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	5,207.1	5,471.8
영업이익(십억원)	537.2	564.4
순이익(십억원)	433.9	455.3
EPS(원)	12,491	13,245
BPS(원)	97,767	111,805

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	5,064.8	5,584.9	5,012.0	4,884.0	5,007.0
영업이익	십억원	262.6	554.6	497.3	493.6	512.1
세전이익	십억원	289.8	616.9	524.6	526.8	551.5
순이익	십억원	213.6	491.2	398.5	400.2	419.0
EPS	원	6,377	14,667	11,899	11,950	12,511
증감률	%	191.6	130.0	(18.9)	0.4	4.7
PER	배	15.60	5.95	6.68	6.65	6.35
PBR	배	1.77	1.22	0.97	0.86	0.77
EV/EBITDA	배	10.04	5.25	4.80	4.37	3.80
ROE	%	12.34	23.45	15.76	13.89	12.95
BPS	원	56,215	71,284	82,088	92,367	103,208
DPS	원	1,000	1,350	2,000	2,000	2,000



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafin.com

RA 손진원
02-3771-7617
jwshon@hanafin.com

표 1. 금호석유 2Q19 실적 Review

	2Q19	1Q19	2Q18	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	1,297.1	1,275.1	1,441.8	-10.0	1.7	1,327.4	-2.3	1,315.5	-1.4
영업이익	138.9	144.2	153.5	-9.5	-3.7	153.2	-9.3	140.5	-1.1
세전이익	150.5	143.5	181.2	-16.9	4.9	158.5	-5.0	148.9	1.1
순이익	115.2	113.9	175.3	-34.3	1.1	120.5	-4.4	114.2	0.9
영업이익률	10.7	11.3	10.6	0.1	-0.6	11.5	-0.8	10.7	0.0
세전이익률	11.6	11.3	12.6	-1.0	0.3	11.9	-0.3	11.3	0.3
순이익률	8.9	8.9	12.2	-3.3	-0.1	9.1	-0.2	8.7	0.2

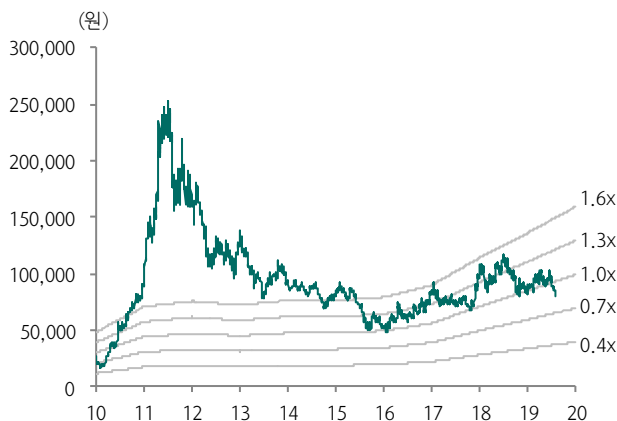
자료: 하나금융투자

표 2. 금호석유 연간 실적 추정치 변경 내역

	2019F			2020F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	5,012.0	5,154.2	-2.8	4,884.0	5,184.2	-5.8
영업이익	497.3	631.5	-21.3	493.6	658.0	-25.0
세전이익	524.6	651.8	-19.5	526.8	688.2	-23.5
순이익	398.5	495.2	-19.5	400.2	522.9	-23.5
영업이익률	9.9	12.3	-2.3	10.1	12.7	-2.6
세전이익률	10.5	12.6	-2.2	10.8	13.3	-2.5
순이익률	8.0	9.6	-1.7	8.2	10.1	-1.9

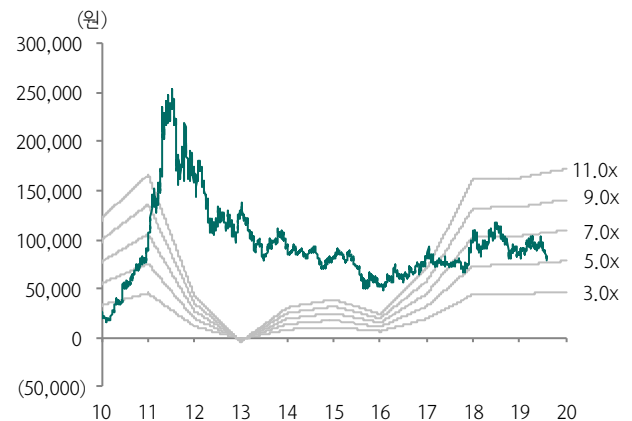
자료: 하나금융투자

그림 1. 금호석유 12M Fwd PBR 밴드 차트



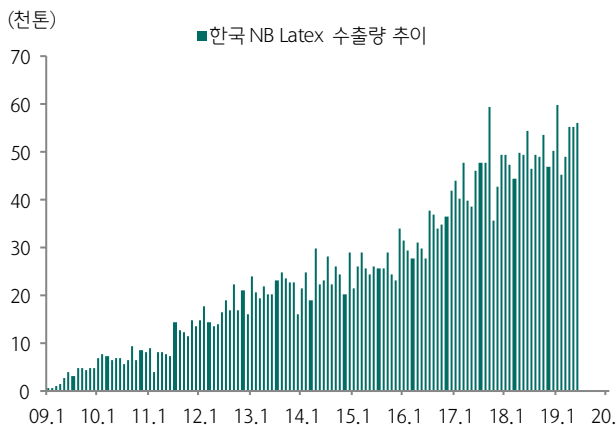
자료: 하나금융투자

그림 2. 금호석유 12M Fwd PER 밴드 차트



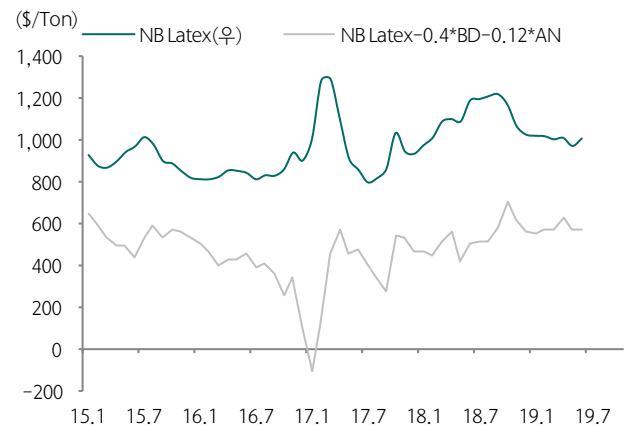
자료: 하나금융투자

그림 3. 한국의 NB Latex 수출량 추이



자료: KITA, 하나금융투자

그림 4. 한국의 NB Latex 수출가격 및 마진 추이



자료: KITA, 하나금융투자

표 3. 금호석유 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2018				FY2019				FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F				
매출액	1,339.9	1,441.8	1,450.6	1,352.6	1,275.1	1,297.1	1,242.2	1,197.6	5,064.8	5,584.9	5,012.0	4,884.0
QoQ(%)	10.5%	7.6%	0.6%	-6.8%	-5.7%	1.7%	-4.2%	-3.6%				
YoY(%)	-4.9%	16.4%	20.4%	11.6%	-4.8%	-10.0%	-14.4%	-11.5%	27.6%	10.3%	-10.3%	-2.6%
합성고무	474.5	516.6	539.5	484.8	477.3	499.9	481.1	460.0	2,068.1	2,015.4	1,918.3	1,875.4
합성수지	299.6	324.1	320.7	281.3	288.2	311.6	270.2	263.9	1,205.5	1,225.7	1,134.0	1,091.2
에너지/정밀화학	149.6	148.2	136.8	153.0	143.2	127.7	138.5	138.4	610.2	587.6	547.8	553.8
페놀(금호 P&B)	416.2	452.9	453.6	433.5	366.4	357.9	352.4	335.3	1,180.9	1,756.2	1,412.0	1,363.5
영업이익	165.8	153.5	151.0	83.9	144.2	138.9	111.4	102.8	262.6	554.2	497.3	493.6
영업이익률(%)	12.4%	10.6%	10.4%	6.2%	11.3%	10.7%	9.0%	8.6%	5.2%	9.9%	9.9%	10.1%
QoQ(%)	74.6%	-7.4%	-1.7%	-44.4%	72.0%	-3.7%	-19.8%	-7.7%				
YoY(%)	152.2%	247.5%	161.4%	-11.7%	-13.0%	-9.6%	-26.2%	22.6%	67.2%	111.0%	-10.3%	-0.7%
합성고무	33.2	42.9	28.1	5.8	49.2	61.0	38.9	36.3	58.3	110.0	185.3	186.9
영업이익률(%)	7.0%	8.3%	5.2%	1.2%	10.3%	12.2%	8.1%	7.9%	2.8%	5.5%	9.7%	10.0%
QoQ(%)	41.7%	29.1%	-34.6%	-79.3%	745.1%	24.1%	-36.3%	-6.5%				
YoY(%)	94.8%	560.3%	149.1%	-75.2%	48.0%	42.2%	38.5%	524.3%	94.9%	88.8%	68.5%	0.9%
합성수지	24.0	16.2	9.6	-8.4	17.9	19.3	13.3	11.3	59.6	41.4	61.8	50.7
영업이익률(%)	8.0%	5.0%	3.0%	-3.0%	6.2%	6.2%	4.9%	4.3%	4.9%	3.4%	5.4%	4.6%
QoQ(%)	33.5%	-32.4%	-40.6%	적전	흑전	8.1%	-31.3%	-14.7%				
YoY(%)	172.3%	62.2%	-57.9%	적전	-25.4%	19.2%	38.0%	흑전	38.9%	-30.6%	49.4%	-18.0%
에너지/정밀화학	42.0	25.5	35.1	42.9	39.1	26.3	33.9	33.9	114.0	145.6	133.2	135.6
영업이익률(%)	28.1%	17.2%	25.7%	28.0%	27.3%	20.6%	24.5%	24.5%	18.7%	24.8%	24.3%	24.5%
QoQ(%)	7.8%	-39.3%	37.7%	22.1%	-8.8%	-32.6%	28.7%	0.0%				
YoY(%)	41.9%	8.3%	61.4%	9.9%	-7.0%	3.2%	-3.5%	-20.9%	68.8%	27.7%	-8.5%	1.8%
페놀(금호 P&B)	66.6	68.9	78.2	43.6	36.6	32.2	25.3	21.3	30.7	257.3	116.9	120.4
영업이익률(%)	16.0%	15.2%	17.2%	10.1%	10.0%	9.0%	7.2%	6.3%	2.6%	14.7%	8.3%	8.8%
QoQ(%)	361.0%	3.5%	13.4%	-44.2%	-16.0%	-12.1%	-21.4%	-16.1%				
YoY(%)	552.6%	1566.2%	4085.1%	201.9%	-45.0%	-53.3%	-67.6%	-51.3%	89.8%	739.4%	-54.6%	3.0%
당기순이익	143.6	175.4	122.5	61.5	114.0	115.3	91.8	77.7	217.6	503.1	398.7	400.4
당기순이익률(%)	10.7%	12.2%	8.4%	4.5%	8.9%	8.9%	7.4%	6.5%	4.3%	9.0%	8.0%	8.2%
QoQ(%)	170.8%	22.1%	-30.2%	-49.8%	85.3%	1.1%	-20.4%	-15.3%				
YoY(%)	103.9%	368.0%	116.2%	15.9%	-20.7%	-34.3%	-25.1%	26.3%	169.5%	131.1%	-20.8%	0.4%
지배순이익	132.1	175.3	122.4	61.4	113.9	115.2	91.7	77.6	213.6	491.2	398.5	400.2

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

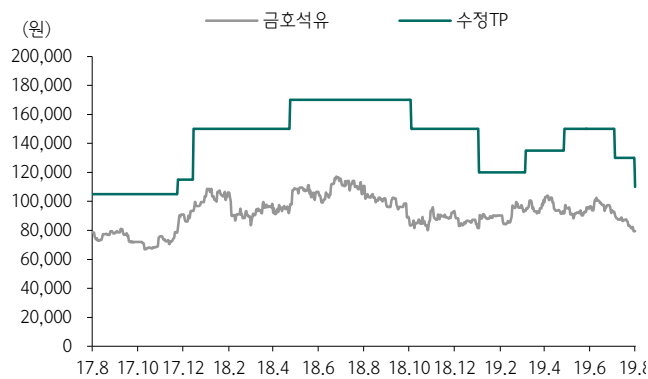
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	5,064.8	5,584.9	5,012.0	4,884.0	5,007.0
매출원가	4,636.5	4,854.2	4,292.9	4,184.3	4,284.2
매출총이익	428.3	730.7	719.1	699.7	722.8
판매비	165.6	176.1	221.8	206.1	210.7
영업이익	262.6	554.6	497.3	493.6	512.1
금융손익	(27.5)	(62.8)	(57.7)	(51.7)	(45.5)
중속/관계기업손익	89.1	118.1	60.0	60.0	60.0
기타영업외손익	(34.4)	7.0	25.0	25.0	25.0
세전이익	289.8	616.9	524.6	526.8	551.5
법인세	72.1	113.8	125.9	126.4	132.4
계속사업이익	217.6	503.1	398.7	400.4	419.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	217.6	503.1	398.7	400.4	419.2
비지배주주지분순이익	4.1	11.9	0.1	0.1	0.2
지배주주순이익	213.6	491.2	398.5	400.2	419.0
지배주주지분포괄이익	245.0	472.6	388.4	390.1	408.4
NOPAT	197.2	452.3	377.9	375.1	389.2
EBITDA	480.5	764.1	701.2	689.9	701.9
성장성(%)					
매출액증가율	27.6	10.3	(10.3)	(2.6)	2.5
NOPAT증가율	75.4	129.4	(16.4)	(0.7)	3.8
EBITDA증가율	32.4	59.0	(8.2)	(1.6)	1.7
영업이익증가율	67.2	111.2	(10.3)	(0.7)	3.7
(지배주주)순이익증가율	191.8	130.0	(18.9)	0.4	4.7
EPS증가율	191.6	130.0	(18.9)	0.4	4.7
수익성(%)					
매출총이익률	8.5	13.1	14.3	14.3	14.4
EBITDA이익률	9.5	13.7	14.0	14.1	14.0
영업이익률	5.2	9.9	9.9	10.1	10.2
계속사업이익률	4.3	9.0	8.0	8.2	8.4
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	6,377	14,667	11,899	11,950	12,511
BPS	56,215	71,284	82,088	92,367	103,208
CFPS	15,767	23,300	20,773	20,437	20,795
EBITDAPS	14,347	22,814	20,936	20,601	20,959
SPS	151,227	166,758	149,651	145,830	149,501
DPS	1,000	1,350	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	15.6	6.0	6.7	6.7	6.4
PBR	1.8	1.2	1.0	0.9	0.8
PCFR	6.3	3.7	3.8	3.9	3.8
EV/EBITDA	10.0	5.3	4.8	4.4	3.8
PSR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	12.3	23.4	15.8	13.9	13.0
ROA	4.7	10.7	8.3	7.7	7.6
ROIC	6.7	15.5	12.8	12.7	13.1
부채비율	134.0	96.6	84.7	74.6	67.1
순부채비율	80.2	53.6	31.2	16.1	4.3
이자보상배율(배)	4.0	9.7	9.5	9.1	9.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,332.7	1,348.7	1,860.2	2,258.4	2,669.7
금융자산	250.3	200.0	710.8	1,066.1	1,409.0
현금성자산	234.4	101.8	622.7	980.2	1,321.0
매출채권 등	621.2	667.8	717.9	771.7	829.6
재고자산	426.8	471.6	423.3	412.5	422.8
기타유동자산	34.4	9.3	8.2	8.1	8.3
비유동자산	3,247.1	3,268.0	3,145.3	3,075.3	3,042.8
투자자산	768.6	862.8	800.0	786.0	799.4
금융자산	280.7	23.9	21.5	20.9	21.4
유형자산	2,440.3	2,365.6	2,307.7	2,253.3	2,208.8
무형자산	14.9	14.3	12.3	10.6	9.2
기타비유동자산	23.3	25.3	25.3	25.4	25.4
자산총계	4,579.8	4,616.7	5,005.6	5,333.6	5,712.6
유동부채	1,913.9	1,758.9	1,799.9	1,786.7	1,799.3
금융부채	1,233.2	1,085.3	1,185.3	1,185.3	1,185.3
매입채무 등	625.6	556.2	499.1	486.4	498.6
기타유동부채	55.1	117.4	115.5	115.0	115.4
비유동부채	709.1	509.7	495.6	492.4	495.4
금융부채	586.9	372.4	372.4	372.4	372.4
기타비유동부채	122.2	137.3	123.2	120.0	123.0
부채총계	2,623.0	2,268.6	2,295.4	2,279.1	2,294.8
지배주주지분	1,842.7	2,347.3	2,709.1	3,053.5	3,416.5
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	266.5	356.6	356.6	356.6	356.6
자본조정	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)
기타포괄이익누계액	46.1	(60.9)	(60.9)	(60.9)	(60.9)
이익잉여금	1,403.0	1,924.6	2,286.4	2,630.7	2,993.7
비지배주주지분	114.1	0.8	1.0	1.1	1.3
자본총계	1,956.8	2,348.1	2,710.1	3,054.6	3,417.8
손금유부채	1,569.8	1,257.7	846.9	491.6	148.7
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	421.0	484.6	474.5	483.4	502.0
당기순이익	217.6	503.1	398.7	400.4	419.2
조정	242.9	183.2	149.7	142.1	135.6
감가상각비	217.9	209.4	203.9	196.4	189.8
외환거래손익	(12.3)	4.7	5.8	5.8	5.8
지분법손익	(88.7)	(118.1)	(60.0)	(60.0)	(60.0)
기타	126.0	87.2	(0.0)	(0.1)	(0.0)
영업활동자산부채변동	(39.5)	(201.7)	(73.9)	(59.1)	(52.8)
투자활동 현금흐름	(106.0)	(190.7)	(17.0)	(69.9)	(105.3)
투자자산감소(증가)	(14.9)	24.3	122.8	74.0	46.5
유형자산감소(증가)	(100.8)	(128.6)	(144.0)	(140.4)	(143.9)
기타	9.7	(86.4)	4.2	(3.5)	(7.9)
재무활동 현금흐름	(276.7)	(426.4)	63.3	(55.9)	(55.9)
금융부채증가(감소)	(261.5)	(362.4)	100.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	90.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	6.9	(126.7)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(22.1)	(27.3)	(36.7)	(55.9)	(55.9)
현금의 증감	37.5	(132.6)	520.8	357.6	340.8
Unlevered CFO	528.1	780.3	695.7	684.5	696.5
Free Cash Flow	315.1	350.5	330.5	343.1	358.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

금호석유



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.5	BUY	110,000		
19.7.9	BUY	130,000	-34.02%	-31.38%
19.5.2	BUY	150,000	-36.68%	-31.67%
19.3.11	BUY	135,000	-28.57%	-22.96%
19.1.7	BUY	120,000	-24.46%	-17.08%
18.10.8	BUY	150,000	-41.91%	-36.07%
18.4.28	BUY	170,000	-38.20%	-31.18%
17.12.19	BUY	150,000	-35.44%	-27.67%
17.11.28	BUY	115,000	-22.13%	-18.78%
17.9.26	BUY	105,000	-31.67%	-24.86%
16.12.15	BUY	95,000	-18.01%	-2.84%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 8월 4일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 05일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 08월 05일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.