

2019. 8. 5



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 105,000 원

현재주가 (8.2) 79,500 원

상승여력 32.1%

KOSPI 1,998.13pt

시가총액 24,222억원

발행주식수 3,047만주

유동주식비율 56.96%

외국인비중 35.34%

52주 최고/최저가 110,500원/79,500원

평균거래대금 95.6억원

주요주주(%)

박철완 외 4 인 24.68

국민연금공단 9.48

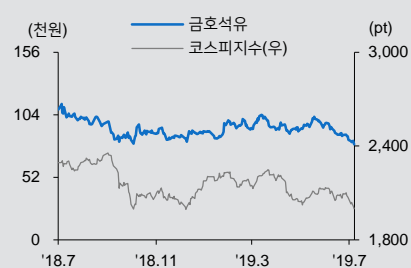
BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.20

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -16.0 -12.0 -24.3

상대주가 -10.8 -2.9 -14.0

주가그래프



금호석유 011780

2H19 이익 정체기 진입

- ✓ 2Q19 영업이익 1,389억원 달성, 당사 및 시장 예상치에 부합
: 에너지부문 정비에 따른 기회손실 발생에도 불구하고, 고무/수지부문 수익성 견조
- ✓ 2H19 이익 Soft-landing 중→ 페놀 급락, 고무와 수지사업부문 부진이 예상됨
- ✓ 19년 연말 배당정책 발표 기대감 유효, 투자이건 Buy를 유지하나,
올 하반기 이후 이익 추정치 변경하여 적정주가는 10.5만원으로 하향 조정

2Q19 Review: 영업이익 시장 예상치에 부합

2Q19 영업이익 1,389억원, 세전이익 1,505억원을 기록하며 시장과 당사 추정치에 부합했다. 합성고무부문은 특수고무(Latex) 판매량 증가와 범용고무(SBR/BR) 수익성 개선으로 이익은 600억원(+26% QoQ)을 기록했다. 합성수지부문(187억원, +8% QoQ)은 ABS 판매 부진과 스프레드가 축소되었으나, PS 판매량 증가가 기타 제품 부진을 상쇄했다. 에너지부문은 SMP 하락(-22% QoQ)과 대정비에 따른 기회손실 발생으로 전분기 대비 이익이 감소했다. 페놀유도체 이익은 -53% QoQ 감소했다. 이는 5월 중국의 수입산 페놀 관세부과 발표 이후 수요 위축현상 발생, 전방 설비들의 저위 가동으로 페놀 수요가 감소했기 때문이다.

금호P&B 추정치 하향조정 불가피: 수급 불균형 심화

당사는 2H19 페놀 체인 약세를 전망한다. 18~19년 전방 제품 PC 신증설이 페놀 수요 증가 요인이거나, 대외변수 불확실성이 누적되며 전방 수요 위축현상이 지속 중이다. 또한 17~18년 중국의 페놀 신규 공급량 증가(+24% YoY) 부작용으로 수급 불균형이 예상된다.

What's Next: 이익 호황기 종료, 추가 이익 서프라이즈 가능성 제한

당분기 에너지부문 기저효과를 제외하면 2H19 전 사업부부문 이익 호황기가 종료되었다는 판단이다. 특히 합성고무와 페놀유도체의 부진을 전망한다. 석유화학 제품별 Cycle에 BD-고무 체인은 여전히 바닥권, 페놀 체인은 peak-out이다. 19~20년 연간 이익 추정치 변경으로 적정주가는 10.5만원으로 하향한다(19년 추정 PBR 기준 1.3배 적용). 단, 투자이건 Buy 유지는 올 하반기 시장 친화적 배당정책 변경 기대감이 유효, 주가 Re-rating이 예상되기 때문이다.

(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	5,057.0	512.8	404.6	13,122	-19.1	79,474	6.1	1.0	4.5	16.1	89.1
2020E	5,360.8	510.2	390.3	12,671	-2.3	89,998	6.3	0.9	4.2	13.8	81.5
2021E	5,514.9	530.1	415.0	13,483	6.4	101,261	5.9	0.8	3.6	13.0	72.9

표1 금호석유 2Q19실적 Review

(십억원)	2Q19P	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,297.2	1,441.8	-10.0	1,275.1	1.7	1,302.8	-0.4	1,242.2	4.4
영업이익	138.9	153.5	-9.5	144.2	-3.7	122.0	13.9	136.1	2.1
세전이익	150.5	181.2	-16.9	143.5	4.9	125.1	20.4	166.9	-9.8
순이익(지배주주)	115.2	175.3	-34.3	113.9	1.1	92.8	24.2	122.7	-6.1

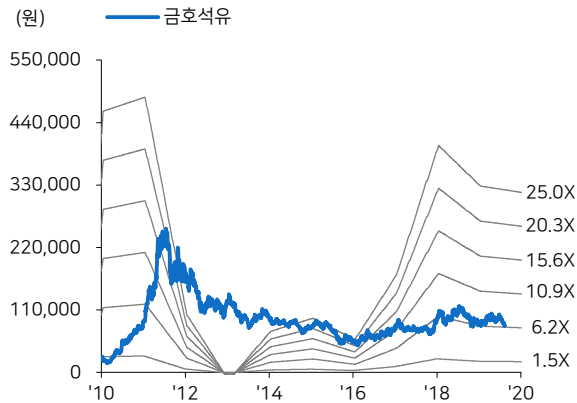
자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 금호석유 분기별 추정 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,339.9	1,441.8	1,450.6	1,352.6	1,275.1	1,297.2	1,245.2	1,239.5	5,584.9	5,057.0	5,360.8
합성고무	474.5	516.6	539.5	484.8	476.9	499.4	485.7	482.2	2,015.4	1,944.1	2,093.5
합성수지	299.6	324.1	320.7	281.3	288.2	311.3	305.6	311.2	1,225.7	1,216.4	1,376.7
기타	565.8	601.1	590.4	586.5	510.0	485.1	429.5	421.8	2,343.8	1,846.5	1,785.4
영업이익	165.8	153.5	151.0	84.3	144.2	138.9	117.5	112.1	554.6	512.8	510.2
%OP	12.4%	10.6%	10.4%	6.2%	11.3%	10.7%	9.4%	9.0%	9.9%	10.1%	9.5%
세전이익	194.2	181.2	162.4	79.1	143.5	150.5	125.0	112.2	616.9	531.2	527.2
순이익(지배주주)	132.1	175.3	122.4	61.4	113.9	115.2	91.9	83.5	491.2	404.6	390.3
%YoY											
매출액	-4.8%	16.4%	20.4%	11.6%	-4.8%	-10.0%	-14.2%	-8.4%	10.3%	-9.5%	6.0%
영업이익	152.2%	247.5%	161.4%	-11.2%	-13.0%	-9.5%	-22.2%	33.0%	111.2%	-7.5%	-0.5%
세전이익	119.7%	242.7%	108.0%	12.3%	-26.1%	-16.9%	-23.0%	41.8%	112.9%	-13.9%	-0.8%
순이익(지배)	91.3%	377.5%	116.6%	19.6%	-13.8%	-34.3%	-24.9%	36.2%	130.0%	-17.6%	-3.5%
%QoQ											
매출액	10.5%	7.6%	0.6%	-6.8%	-5.7%	1.7%	-4.0%	-0.5%			
영업이익	74.7%	-7.4%	-1.7%	-44.1%	71.0%	-3.7%	-15.4%	-4.6%			
세전이익	175.9%	-6.7%	-10.3%	-51.3%	81.4%	4.9%	-17.0%	-10.3%			
순이익(지배)	157.6%	32.7%	-30.2%	-49.9%	85.7%	1.1%	-20.3%	-9.1%			

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 금호석유화학 12M Fwd PER 밴드



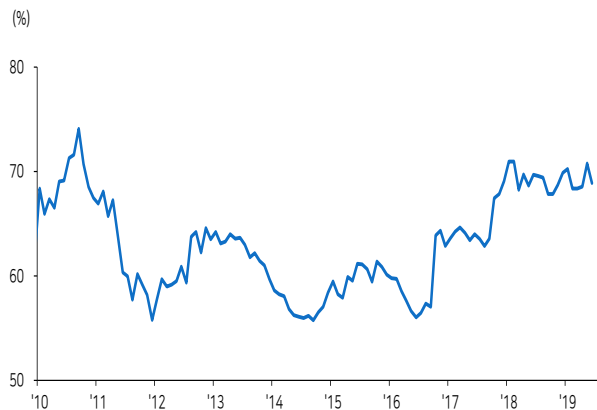
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 금호석유화학 12M Trailing PBR 밴드



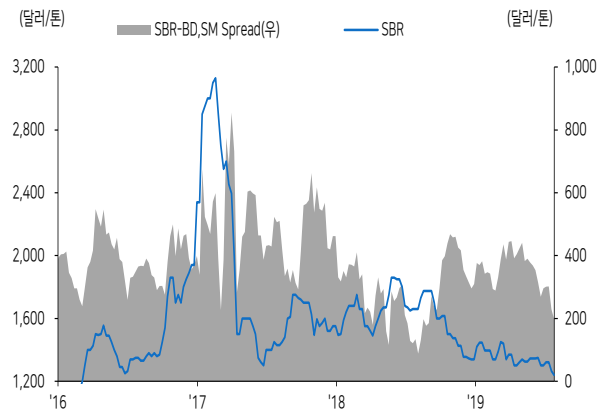
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 글로벌 합성고무 가동률



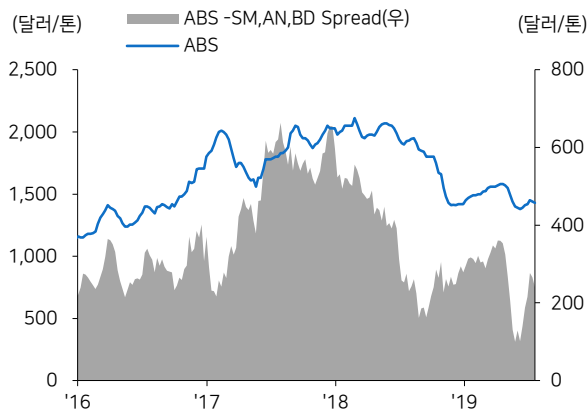
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 합성고무 가격 및 스프레드 동향



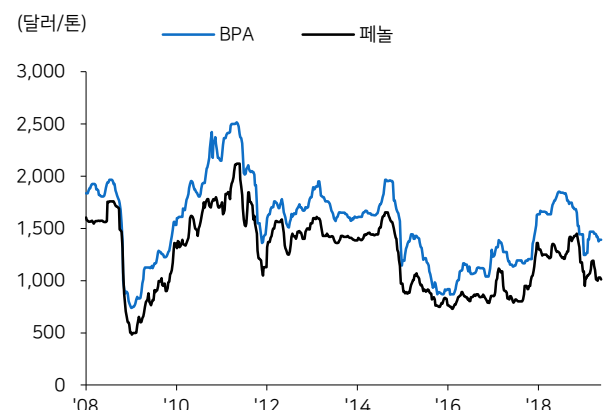
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 ABS 스프레드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 페놀/BPA 가격



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

금호석유 (011780)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,064.8	5,584.9	5,057.0	5,360.8	5,514.9
매출액증가율 (%)	27.6	10.3	-9.5	6.0	2.9
매출원가	4,636.5	4,854.2	4,263.8	4,596.0	4,722.9
매출총이익	428.3	730.7	793.2	764.8	792.0
판매관리비	165.6	176.1	231.3	254.7	262.0
영업이익	262.6	554.6	512.8	510.2	530.1
영업이익률	5.2	9.9	11.1	9.5	9.6
금융손익	-27.5	-62.8	-34.9	-39.7	-35.1
종속/관계기업손익	89.1	118.1	49.0	56.7	65.5
기타영업외손익	-34.4	7.0	3.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	289.8	616.9	531.2	527.2	560.5
법인세비용	72.1	113.8	123.1	128.9	137.0
당기순이익	217.7	503.1	408.2	398.3	423.5
지배주주지분 순이익	213.6	491.2	404.6	390.3	415.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	421.1	484.7	734.2	635.5	686.5
당기순이익(손실)	217.7	503.1	407.7	398.3	423.5
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	36.8	-24.8	-7.0
투자활동 현금흐름	-106.0	-190.7	-259.8	-428.2	-319.2
유형자산의증가(CAPEX)	-106.0	-134.1	-327.8	-360.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-14.9	24.3	55.7	-63.1	-17.7
재무활동 현금흐름	-276.7	-426.4	-75.4	-47.2	-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	399.4	160.2	319.7
기초현금	197.0	234.4	101.8	501.2	661.4
기말현금	234.4	101.8	501.2	661.4	981.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,332.7	1,348.7	1,730.9	2,023.2	2,380.1
현금및현금성자산	234.4	101.8	501.2	661.4	981.1
매출채권	588.5	637.0	650.2	720.1	739.7
재고자산	426.8	471.6	480.8	532.5	547.0
비유동자산	3,247.1	3,268.0	3,310.4	3,471.3	3,519.1
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	817.4	880.5	898.2
자산총계	4,579.8	4,616.7	5,041.2	5,494.6	5,899.2
유동부채	1,913.9	1,758.9	1,931.8	2,000.7	2,025.7
매입채무	398.2	319.1	458.0	507.3	521.1
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	443.3	467.3	461.2
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	2,375.1	2,468.0	2,486.9
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	2,250.7	2,603.2	2,980.4
비지배주주지분	114.2	0.8	4.5	12.4	20.9
자본총계	1,956.8	2,348.2	2,666.1	3,026.6	3,412.3

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	166,234	183,306	165,978	175,951	181,009
EPS(지배주주)	6,906	15,984	13,122	12,671	13,483
CFPS	17,332	25,612	26,496	27,209	28,410
EBITDAPS	15,771	25,078	24,627	25,347	26,260
BPS	55,019	70,088	79,474	89,998	101,261
DPS	1,000	1,350	1,350	1,350	1,350
배당수익률(%)	1.0	1.5	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	14.4	5.5	6.1	6.3	5.9
PCR	5.7	3.4	3.0	2.9	2.8
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
PBR	1.8	1.2	1.0	0.9	0.8
EBITDA	480.5	764.1	750.3	772.3	800.1
EV/EBITDA	10.0	5.3	4.5	4.2	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	23.4	16.1	13.8	13.0
EBITDA 이익률	9.5	13.7	14.8	14.4	14.5
부채비율	134.0	96.6	89.1	81.5	72.9
금융비용부담률	1.3	1.0	1.0	0.9	0.9
이자보상배율(x)	4.0	9.7	10.4	10.3	10.7
매출채권회전율(x)	9.1	9.1	7.9	7.8	7.6
재고자산회전율(x)	11.6	12.4	10.6	10.6	10.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 8월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 8월 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 (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)	

투자 의견 비율

투자 의견	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	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.08.21	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-25.5	-18.9	
2017.11.01	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-25.3	-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	-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	-19.2	-14.6	
2019.07.05	기업브리프	Buy	120,000	노우호	-23.3	-14.6	
2019.08.05	기업브리프	Buy	105,000	노우호	-	-	