

019. 9. 18



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 90,000 원

현재주가 (9.17) 74,300 원

상승여력 21.1%

KOSPI 2,062.23pt

시가총액 22,637억원

발행주식수 3,047만주

유동주식비율 56.96%

외국인비중 34.42%

52주 최고/최저가 104,000원/68,600원

평균거래대금 105.5억원

주요주주(%)

박철완 외 4 인 24.68

국민연금공단 9.48

BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.20

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 3.6 -26.1 -24.0

상대주가 -3.2 -22.0 -15.2

주가그래프



금호석유 011780

점진적 회복기조 확인

- ✓ 3Q19 영업이익 813억원, 19년 연간 영업이익 4,392억원 추정
: 합성고무(원가 압박), 합성수지(ABS 부진), P&B(주력 제품 약세)
- ✓ 2H19 수익성 회복기: 합성고무 high-single OPM, P&B 회복기조
- ✓ 발전부문 이익 회복: 1H19 일회성 비용 소멸과 유가 반등으로 SMP 상승 수혜
- ✓ 유가 노출도 낮아, 유가 강세의 대안으로 제시. 투자 의견 Buy, 적정주가 9만원 제시

3Q19 영업이익 컨센서스 하향 조정 중: 향후 주가 충격 제한적

동사의 3Q19 영업이익 813억원을 추정, 현재 시장 예상치(1,122억원)를 하회할 전망이다. 시장 컨센서스 하향 배경은 (1) 합성고무 수익성 악화(-43% QoQ), (2) 합성수지 부문 전방 제품들의 부진한 수요 지속, (3) 금호P&B의 주력 제품(페놀과 BPA) 약세(각각 -9% QoQ, -17% QoQ), (4) SMP가격 하락(-9% QoQ)에 기인한다.

당분기 금호P&B 수익성은 bep수준으로 추정된다. 유도품 PC 신규 가동은 중장기적으로 긍정적이거나, 전방 제품 수요 부진에 따른 이들의 낮은 가동수준이 수요에 부정적 영향을 미치고 있다. 합성고무 수익성은 전방 타이어 업황 부진과 NB-Latex 경쟁사 공급 압박이 존재하나, 이익률은 mid-single 수준으로 추정된다.

화학업종 내 유가 반등의 헛징 종목으로 부각

9월 예멘 반군의 사우디 원유설비 피격으로 글로벌 원유 공급 차질이 예상된다. 유가 반등으로 원가 압박 가능성이 높아진 NCC 대비 동사의 투자 매력도가 부각될 것이다. 이는 (1) 유가 반등에 따른 SMP가격 상승 수혜, (2) NCC 대비 유가 변동에 따른 수익성 민감도가 둔감하기 때문이다.

투자의견 Buy와 적정주가 9만원 제시(19년 추정치 기준 PBR 1.1배)

동사는 19년 이익 정체기 진입으로 이익 컨센서스 상향 가능성은 제한적이다. 전방 제품들의 수요 회복이 전제되지 않는다면 동사의 수익성 부진은 장기화될 것이다. 단, (1) 유가 강세에 따른 발전부문 수혜 & NCC 대비 수익성 차별화 부각, (2) P&B 가격 반등, (3) 이익 부진이 현재 주가에 선 반영된 점을 근거로 Buy 전략, 적정주가는 19년 추정치 기준 PBR 1.1배가 적용된 9만원을 제시한다.

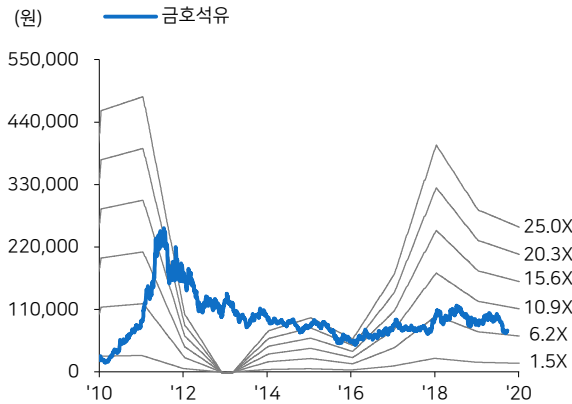
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	5,064.8	262.6	213.6	6,906	174.3	55,019	14.4	1.8	10.0	12.3	134.0
2018	5,584.9	554.6	491.2	15,984	132.6	70,088	5.5	1.2	5.3	23.4	96.6
2019E	4,979.8	439.3	351.3	11,393	-29.9	78,880	6.2	0.9	4.9	14.1	83.3
2020E	5,250.9	405.4	314.2	10,174	-9.5	87,133	6.9	0.8	4.6	11.3	78.3
2021E	5,440.9	459.6	363.5	11,791	15.9	96,856	6.0	0.7	3.8	11.8	71.0

표1 금호석유 이익 추정 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,339.9	1,441.8	1,450.6	1,352.6	1,275.1	1,297.2	1,206.9	1,200.6	5,584.9	4,979.8	5,251.0
합성고무	474.5	516.6	539.5	484.8	476.9	499.4	485.7	482.2	2,015.4	1,944.2	2,093.0
합성수지	299.6	324.1	320.7	281.3	288.2	311.3	293.5	293.4	1,225.7	1,186.4	1,246.0
기타	565.8	601.1	590.4	586.5	510.0	485.1	404.0	401.5	2,343.8	1,800.6	1,808.0
영업이익	165.8	153.5	151.0	84.3	144.2	138.9	81.3	74.8	554.6	439.2	405.4
%OP	12.4%	10.6%	10.4%	6.2%	11.3%	10.7%	6.7%	6.2%	9.9%	8.8%	7.7%
세전이익	194.2	181.2	162.4	79.1	143.5	150.5	89.6	75.6	616.9	459.2	424.3
순이익(지배주주)	132.1	175.3	122.4	61.4	113.9	115.2	65.9	56.3	491.2	351.3	314.2
%YoY											
매출액	-4.9%	16.4%	20.4%	11.6%	-4.8%	-10.0%	-16.8%	-11.2%	10.3%	-10.8%	5.4%
영업이익	152.4%	247.3%	161.2%	-11.2%	-13.0%	-9.5%	-46.2%	-11.3%	111.2%	-20.8%	-7.7%
세전이익	119.7%	242.5%	107.9%	12.4%	-26.1%	-16.9%	-44.8%	-4.4%	112.9%	-25.6%	-7.6%
순이익(지배)	91.2%	377.7%	116.6%	19.7%	-13.8%	-34.3%	-46.2%	-8.3%	130.0%	-28.5%	-10.6%
%QoQ											
매출액	10.5%	7.6%	0.6%	-6.8%	-5.7%	1.7%	-7.0%	-0.5%			
영업이익	74.7%	-7.4%	-1.6%	-44.2%	71.1%	-3.7%	-41.5%	-8.0%			
세전이익	175.9%	-6.7%	-10.4%	-51.3%	81.4%	4.9%	-40.5%	-15.6%			
순이익(지배)	157.5%	32.7%	-30.2%	-49.8%	85.5%	1.1%	-42.8%	-14.6%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 금호석유화학 12M Fwd PER 밴드



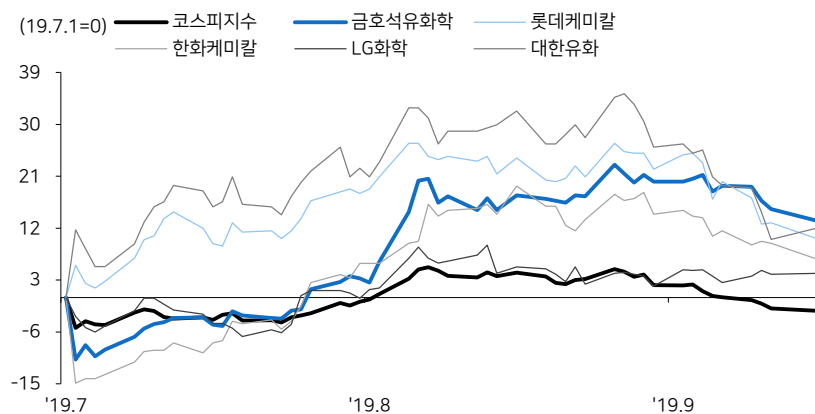
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 금호석유화학 12M Trailing PBR 밴드



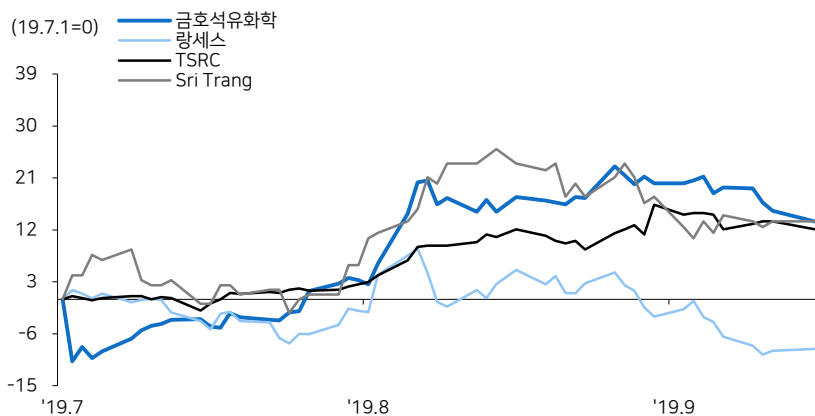
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 19.7월 이후 국내 화학업종 주가 변동



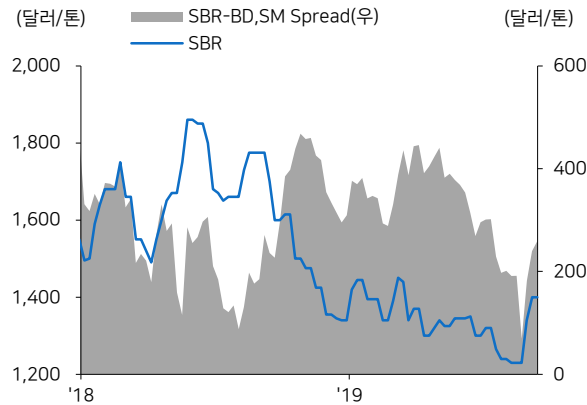
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

그림4 19.7월 이후 고무 경쟁사 주가 변동



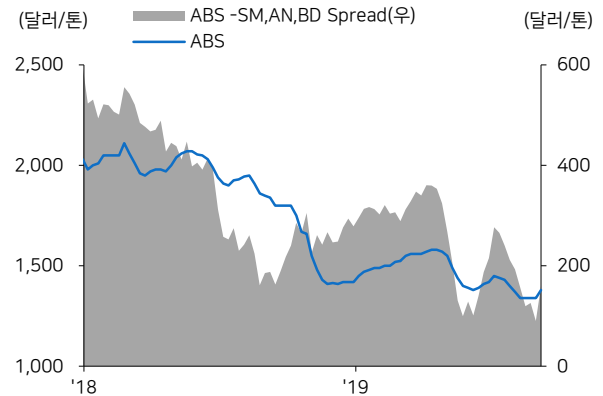
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

그림5 합성고무 스프레드 동향



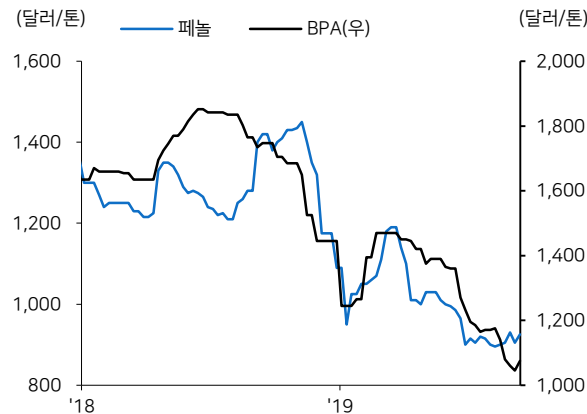
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 ABS 가격 동향



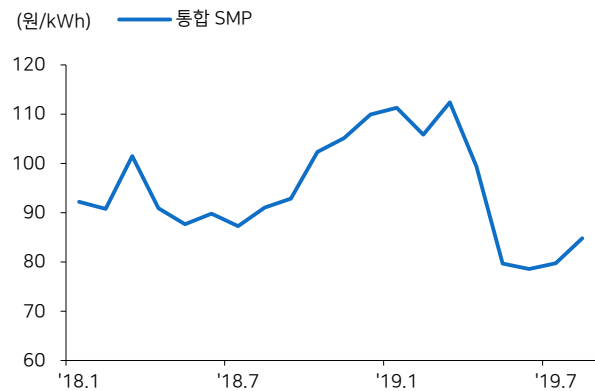
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 BPA, 페놀 가격 동향



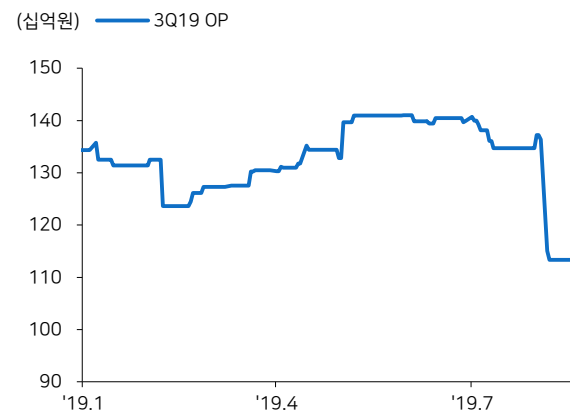
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 SMP 가격 동향



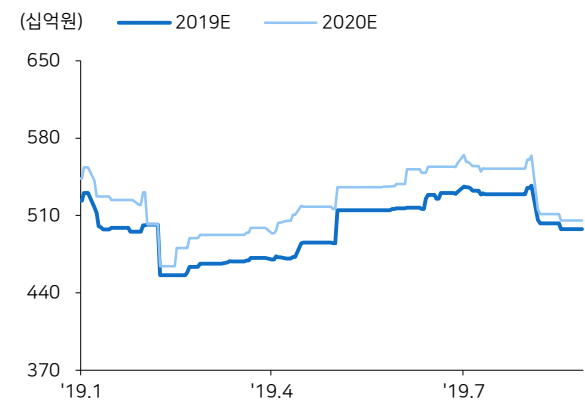
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 금호석유 3Q19 영업이익 컨센서스 흐름



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 금호석유 연간 영업이익 컨센서스 흐름



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

금호석유 (011780)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,064.8	5,584.9	4,979.8	5,250.9	5,440.9
매출액증가율 (%)	27.6	10.3	-10.8	5.4	3.6
매출원가	4,636.5	4,854.2	4,332.5	4,596.0	4,722.9
매출총이익	428.3	730.7	647.3	654.9	718.0
판매관리비	165.6	176.1	208.1	249.5	258.5
영업이익	262.6	554.6	439.3	405.4	459.6
영업이익률	5.2	9.9	8.8	7.7	8.4
금융손익	-27.5	-62.8	-49.1	-37.7	-34.2
종속/관계기업손익	89.1	118.1	48.9	56.7	65.4
기타영업외손익	-34.4	7.0	20.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	289.8	616.9	459.3	424.4	490.8
법인세비용	72.1	113.8	105.4	103.8	119.9
당기순이익	217.7	503.1	353.9	320.6	370.9
지배주주지분 순이익	213.6	491.2	351.4	314.2	363.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	421.1	484.7	655.9	553.0	631.1
당기순이익(손실)	217.7	503.1	353.9	320.6	370.9
유형자산상각비	215.1	207.1	204.7	260.4	268.5
무형자산상각비	2.8	2.3	2.1	1.7	1.5
운전자본의 증감	-39.5	-201.7	102.3	-29.7	-9.8
투자활동 현금흐름	-106.0	-190.7	-148.8	-428.7	-322.6
유형자산의증가(CAPEX)	-106.0	-134.1	-284.2	-360.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-14.9	24.3	40.0	-66.5	-21.9
재무활동 현금흐름	-276.7	-426.4	-170.2	-47.1	-47.6
차입금의 증감	-261.5	-362.4	-92.0	-9.3	-9.8
자본의 증가	0.0	90.0	-0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	37.5	-132.6	337.0	77.2	260.9
기초현금	197.0	234.4	101.8	438.8	516.0
기말현금	234.4	101.8	438.8	516.0	776.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,332.7	1,348.7	1,548.7	1,756.5	2,060.4
현금및현금성자산	234.4	101.8	438.8	516.0	776.9
매출채권	588.5	637.0	607.8	679.4	702.9
재고자산	426.8	471.6	439.5	491.2	508.2
비유동자산	3,247.1	3,268.0	3,300.3	3,464.7	3,516.6
유형자산	2,440.3	2,365.6	2,386.9	2,486.6	2,518.0
무형자산	14.9	14.3	13.1	11.4	9.9
투자자산	768.6	862.8	843.4	909.9	931.8
자산총계	4,579.8	4,616.7	4,849.0	5,221.2	5,577.0
유동부채	1,913.9	1,758.9	1,563.0	1,625.8	1,653.1
매입채무	398.2	319.1	432.4	483.3	500.0
단기차입금	899.8	816.8	647.1	567.1	567.1
유동성장기부채	326.2	268.5	161.8	161.8	161.8
비유동부채	709.1	509.7	640.9	667.4	662.8
사채	247.9	113.1	285.7	265.7	265.7
장기차입금	335.2	258.6	184.7	214.7	204.7
부채총계	2,623.0	2,268.6	2,203.8	2,293.2	2,315.9
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	-37.6	-37.6	-37.6
이익잉여금	1,403.0	1,924.6	2,195.8	2,472.2	2,797.9
비지배주주지분	114.2	0.8	3.4	9.8	17.2
자본총계	1,956.8	2,348.2	2,645.2	2,928.0	3,261.1

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	166,234	183,306	163,444	172,343	178,579
EPS(지배주주)	6,906	15,984	11,393	10,174	11,791
CFPS	17,332	25,612	22,735	23,768	26,093
EBITDAPS	15,771	25,078	21,204	21,908	23,946
BPS	55,019	70,088	78,880	87,133	96,856
DPS	1,000	1,350	1,350	1,350	1,350
배당수익률(%)	1.0	1.5	1.9	1.9	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	14.4	5.5	6.2	6.9	6.0
PCR	5.7	3.4	3.1	3.0	2.7
PSR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	1.8	1.2	0.9	0.8	0.7
EBITDA	480.5	764.1	646.0	667.5	729.6
EV/EBITDA	10.0	5.3	4.9	4.6	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	23.4	14.1	11.3	11.8
EBITDA 이익률	9.5	13.7	13.0	12.7	13.4
부채비율	134.0	96.6	83.3	78.3	71.0
금융비용부담률	1.3	1.0	0.9	0.9	0.8
이자보상배율(x)	4.0	9.7	9.4	8.9	10.1
매출채권회전율(x)	9.1	9.1	8.0	8.2	7.9
재고자산회전율(x)	11.6	12.4	10.9	11.3	10.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 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

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.29	산업분석	Buy	115,000	노우호	-15.6	-5.7	
2018.01.18	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-23.3	-10.0	
2018.07.02	기업브리프	Buy	140,000	노우호	-29.3	-17.5	
2018.11.13	산업분석	Buy	120,000	노우호	-26.6	-22.3	
2019.02.07	기업브리프	Buy	110,000	노우호	-14.3	-5.5	
2019.05.30	산업분석	Buy	120,000	노우호	-23.3	-14.6	
2019.08.05	기업브리프	Buy	105,000	노우호	-32.0	-30.0	
2019.09.03	산업브리프	Buy	90,000	노우호	-	-	