

금호석유

BUY(유지)

011780 기업분석 | 화학

목표주가(유지)	96,000원	현재주가(10/17)	71,800원	Up/Downside	+33.7%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 10. 18

범용고무 반등 가능성과 바닥 잡기

News

3Q19E 영업이익 656억원, 컨센서스 하회: 금호석유의 3Q 영업이익은 656억원(QoQ-52.8%/YoY-56.5%)으로 낮아진 시장 컨센서스 767억원을 하회할 것으로 예상된다. 실적 부진의 원인은 페놀 체인의 공급과잉에 따른 페놀유도체 적자전환, 6월 이후 급등한 BD 가격 부담에 따른 범용고무 수익성 하락, NB-Latex의 증설→평가 인하로 수익성 하락 등이 겹쳤기 때문이다. 페놀 체인의 공급과잉에 따라 4Q18부터 급락하던 페놀 유도체 수익성은 4개 분기 만에 적자까지 이르렀지만, 추가 하락 가능성보다는 반등 가능성이 더 높아 보인다. 역대 가동률 조절이 나타날 수 밖에 없는 환경이기 때문이다. 4Q 실적 역시 여전히 견고한 BD 가격 부담을 고려할 때 3Q와 유사할 것으로 예상된다.

Comment

20년 고무 수익성 개선 예상: BD의 20년 순증설은 중국발 공급 증가로 80만톤을 상회(글로벌 생산 능력의 5.5%)하며 규모, 증가율 측면에서 00년 이래 최대치다. 글로벌 타이어 수요가 급등하지 않는 이상 BD의 추세 하락 가능성이 높다. 범용고무인 BR/SBR은 장기간의 수익성 둔화로 인해 순증설 부담이 제한적인 가운데 타이어 수요가 역성장하지 않는다면 수급 balance는 반등할 것으로 예상된다. 천연고무 역시 낮은 수준에서 변동성이 크지 않아 범용 고무 가격을 지지할 가능성이 높다. 즉 6월 이후 급반등한 BD 가격은 추후 하향 안정화될 것으로 예상하며 20년 합성고무 부문의 수익성은 개선 추세를 이어나갈 것으로 전망한다.

Action

4Q까지의 실적 부담, 다만 BD 하락이 바닥 잡기의 단초가 될 것: 견고한 BD의 영향으로 4Q 역시 고무 수익성은 저조할 것으로 예상되지만 유럽/미국 대비 \$300/t 이상으로 형성된 아시아 BD 프리미엄은 단기간에 약화될 가능성이 높다. 이미 적자인 페놀 수익성은 더 나빠지기 어려우며, 고무 주도의 20년 상반기 실적 개선 기대감을 높일 시점이다. 투자자의견 Buy, 목표주가 9.6만원을 유지한다.

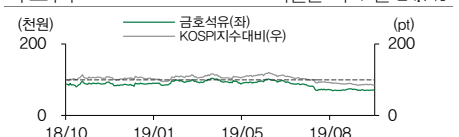
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	5,065	5,585	5,051	5,140	5,124
(증가율)	27.6	10.3	-9.6	1.8	-0.3
영업이익	263	555	420	389	490
(증가율)	67.2	111.2	-24.3	-7.5	26.1
지배주주순이익	214	491	315	309	383
EPS	6,906	15,984	10,215	10,010	12,446
PER (H/L)	14.6/9.6	7.5/4.9	7.0	7.2	5.8
PBR (H/L)	1.8/1.2	1.7/1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (H/L)	10.1/7.9	6.5/5.0	5.0	4.8	3.6
영업이익률	5.2	9.9	8.3	7.6	9.6
ROE	12.3	23.4	12.7	11.2	12.5

Stock Data

52주 최저/최고	68,600/104,000원
KOSDAQ /KOSPI	649/2,078pt
시가총액	21,876억원
60일-평균거래량	125,319
외국인지분율	34.7%
60일-외국인지분율변동추이	-0.1%p
주요주주	박철완 외 4인 24.7%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-3.4	-19.1	-18.0
상대기준	-4.1	-19.3	-14.5

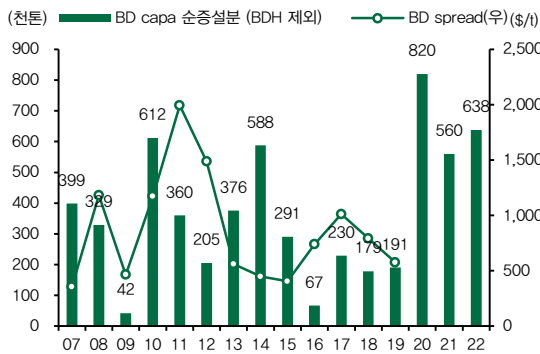
도표 1. 금호석유 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E	2021E
연결 매출액	1,340	1,442	1,451	1,353	1,275	1,297	1,214	1,265	5,585	5,051	5,140	5,124
%YoY	-4.9	16.4	20.4	11.6	-4.8	-10.0	-16.3	-6.5	10.3	-9.6	1.8	-0.3
%QoQ	10.5	7.6	0.6	-6.8	-5.7	1.7	-6.4	4.2				
합성고무	475	517	540	485	477	500	506	508	2,015	1,991	2,034	1,954
합성수지	300	324	321	281	288	312	266	264	1,226	1,130	1,132	1,108
페놀유도체	416	453	454	434	366	358	306	344	1,756	1,374	1,395	1,470
에너지 및 기타	150	148	137	153	143	128	136	149	588	556	579	592
연결 영업이익	166	154	151	84	144	139	66	71	555	420	389	490
%YoY	152.2	247.5	161.4	-11.2	-13.0	-9.5	-56.5	-15.4	111.2	-24.3	-7.5	26.1
%QoQ	74.7	-7.4	-1.7	-44.1	71.0	-3.7	-52.8	8.7				
합성고무	34	42	27	5	49	60	36	32	108	177	215	248
합성수지	24	17	10	-8	18	19	5	5	43	47	16	40
페놀유도체	67	69	78	45	38	33	-4	0	259	67	26	67
에너지 및 기타	40	25	36	43	39	27	28	35	144	129	132	135
영업이익률	12.4	10.6	10.4	6.2	11.3	10.7	5.4	5.6	9.9	8.3	7.6	9.6
합성고무	7.2	8.2	5.0	1.0	10.3	12.0	7.2	6.2	5.4	8.9	10.6	12.7
합성수지	8.1	5.3	3.0	-3.0	6.2	6.0	2.0	1.8	3.5	4.1	1.4	3.6
페놀유도체	16.2	15.2	17.3	10.3	10.4	9.3	-1.3	0.0	14.8	4.9	1.8	4.6
에너지 및 기타	26.7	17.0	26.3	28.0	27.3	21.1	20.5	23.5	24.5	23.2	22.7	22.7

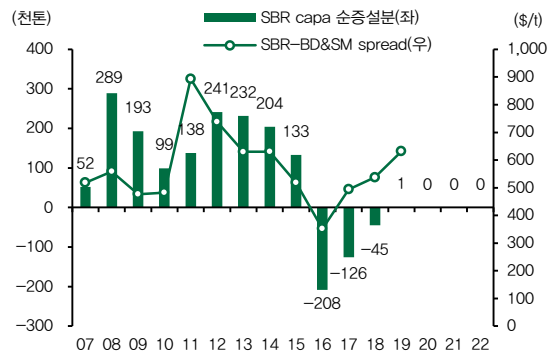
자료: 금호석유, DB금융투자

도표 2. 20년 이후 BD 순증설 부담 증가



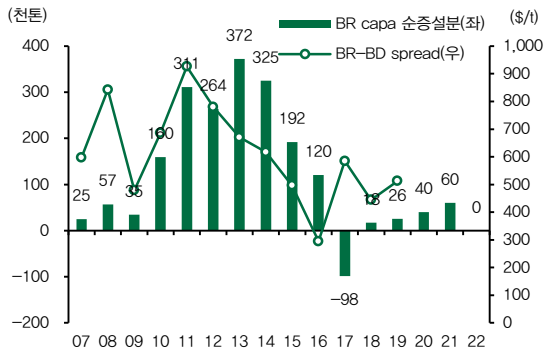
자료: Bloomberg, Ciscem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 3. SBR 순증설 부담 제한적



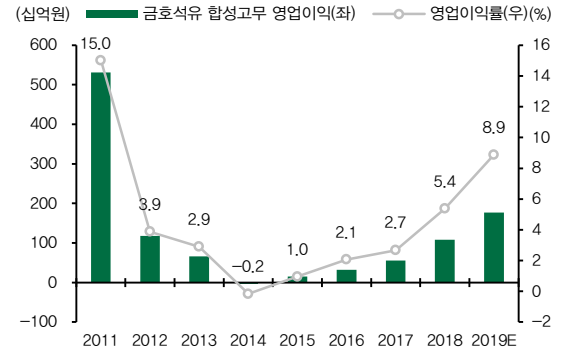
자료: Bloomberg, Ciscem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 4. BR 순증설 부담 제한적



자료: Bloomberg, Ciscern, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB 금융투자

도표 5. 개선 추세가 이어지고 있는 금호석유 합성고무 사업부



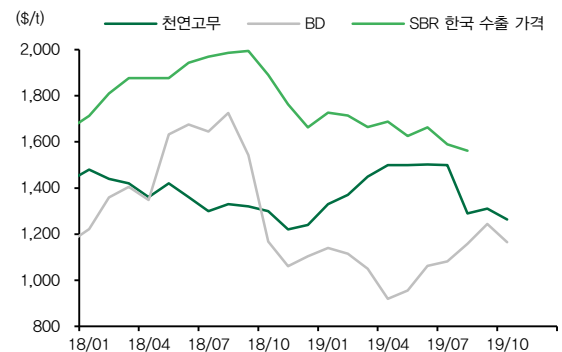
자료: 금호석유, DB 금융투자

도표 6. 천연고무가 범용고무 가격을 지지할 것



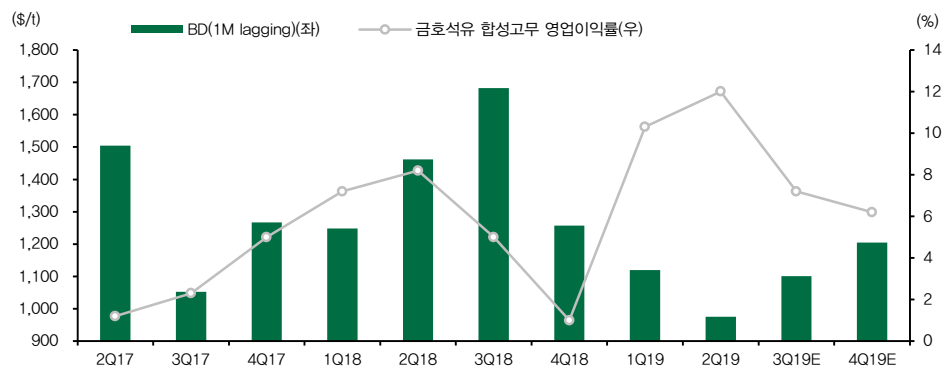
자료: Bloomberg, Ciscern, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB 금융투자

도표 7. 18년, 19년 하반기 BD 급반등으로 고무 수익성 저하



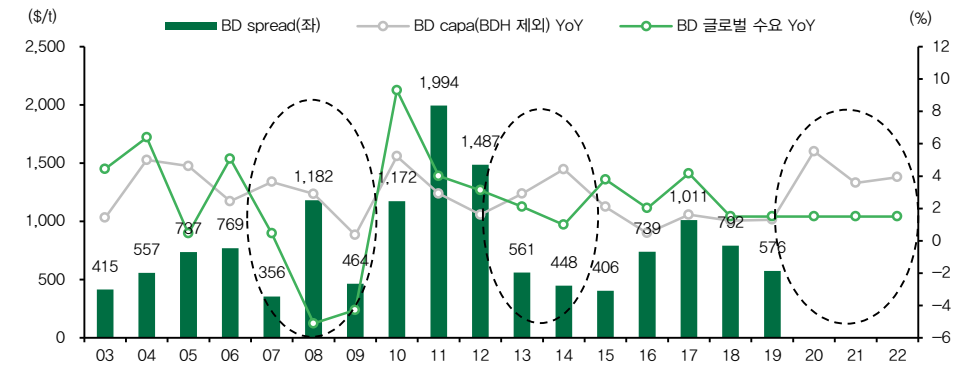
자료: Bloomberg, Ciscern, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB 금융투자

도표 8. BD 하락이 금호석유 합성고무 수익성 반등을 야기 vs. BD 상승은 사치를 두고 수익성 부담



자료: Bloomberg, Ciscern, KITA, Platts, Wind, 금호석유, 산업자료, DB 금융투자

도표 9. BD의 20년 이후 공급 부담 가중 → 수요가 급변등하지 않는 한 하락 가능성이 높다



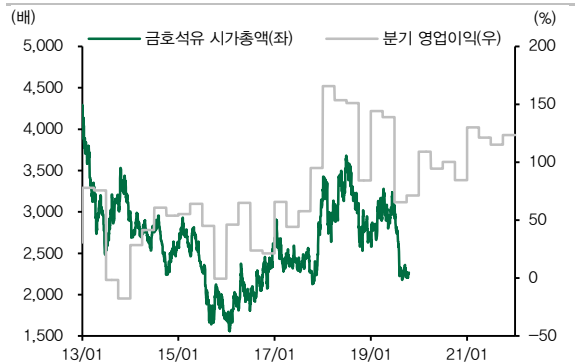
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 금호석유, 산업자료, DB 금융투자

도표 10. 금호석유 09년 이래 최저 P/B 수준에 도달



자료: 금호석유, Delaguide, DB 금융투자

도표 11. 금호석유 시가총액 & 분기 영업이익의 추이 및 전망



자료: 금호석유, Delaguide, DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,333	1,349	1,536	1,704	1,904
현금및현금성자산	234	102	341	506	707
매출채권및기타채권	621	668	643	654	652
재고자산	427	472	452	438	435
비유동자산	3,247	3,268	3,256	3,242	3,228
유형자산	2,440	2,366	2,356	2,343	2,331
무형자산	15	14	12	10	8
투자자산	769	863	863	863	863
자산총계	4,580	4,617	4,801	4,954	5,141
유동부채	1,914	1,759	1,629	1,508	1,345
매입채무및기타채무	626	556	617	596	583
단기차입금및단기차입금	900	817	697	597	447
유동성장기부채	326	269	219	219	219
비유동부채	709	510	540	540	540
차입금및차입금	583	372	402	402	402
부채총계	2,623	2,269	2,168	2,048	1,885
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	267	357	357	357	357
이익잉여금	1,403	1,925	2,202	2,474	2,819
비지배주주지분	114	1	7	10	14
자본총계	1,957	2,348	2,632	2,907	3,256

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	421	485	625	487	574
당기순이익	218	503	322	312	387
현금유출이없는비용및수익	310	277	318	292	319
유형및무형자산상각비	218	209	212	214	214
영업관련자산부채변동	-40	-202	81	-25	-9
매출채권및기타채권의감소	-61	-49	25	-11	2
재고자산의감소	19	-45	19	14	3
매입채무및기타채무의증가	21	-82	60	-21	-13
투자활동현금흐름	-106	-191	-151	-139	-145
CAPEX	-106	-134	-200	-200	-200
투자자산의순증	-15	24	40	50	45
재무활동현금흐름	-277	-426	-225	-182	-228
사채및차입금의 증가	-262	-362	-140	-100	-150
자본금및자본잉여금의증가	0	90	0	0	0
배당금지급	-22	-27	-37	-38	-38
기타현금흐름	-1	0	-9	0	0
현금의증가	37	-133	239	166	201
기초현금	197	234	102	341	506
기말현금	234	102	341	506	707

자료: 금융석유, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,065	5,585	5,051	5,140	5,124
매출원가	4,637	4,854	4,447	4,564	4,447
매출총이익	428	731	604	576	677
판매비	166	176	184	187	187
영업이익	263	555	420	389	490
EBITDA	481	764	632	603	704
영업외손익	27	62	-3	17	20
금융손익	-28	-63	-50	-35	-27
투자손익	89	118	40	50	45
기타영업외손익	-34	7	7	2	2
세전이익	290	617	418	406	510
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	218	503	322	312	387
지배주주지분순이익	214	491	315	309	383
비지배주주지분순이익	4	12	6	3	4
총포괄이익	251	485	322	312	387
증감률(%YoY)					
매출액	27.6	10.3	-9.6	1.8	-0.3
영업이익	67.2	111.2	-24.3	-7.5	26.1
EPS	197.7	131.5	-36.1	-2.0	24.3

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)	6,906	15,984	10,215	10,010	12,446
EPS	55,019	70,088	78,378	86,481	96,801
BPS	1,000	1,350	1,350	1,350	1,350
DPS					
Multiple(배)					
P/E	14.4	5.5	7.0	7.2	5.8
P/B	1.8	1.2	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.0	5.3	5.0	4.8	3.6
수익성(%)					
영업이익률	5.2	9.9	8.3	7.6	9.6
EBITDA마진	9.5	13.7	12.5	11.7	13.7
순이익률	4.3	9.0	6.4	6.1	7.6
ROE	12.3	23.4	12.7	11.2	12.5
ROA	4.8	10.9	6.8	6.4	7.7
ROIC	6.7	15.8	11.5	10.8	13.4
안정성및기타					
부채비율(%)	134.0	96.6	82.4	70.4	57.9
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
배당성향(배)	11.1	6.5	10.4	10.8	8.7

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)

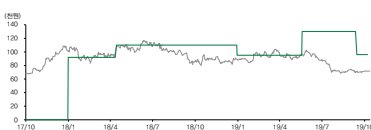
■ 기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

금호석유 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
18/01/16	Hold	92,000	3.8 16.8				
18/04/30	Hold	110,000	-10.8 6.4				
19/01/15	Hold	95,000	-1.5 9.5				
19/06/04	Buy	130,000	-36.7 -21.2				
19/09/30	Buy	96,000	-				

주: *표는 담당자 변경