



하나금융그룹

2019년 12월 10일 | Equity Research

금호석유 (011780)

합성고무의 실적 호조가 배당증대로 귀결될 가능성 높아

천연고무의 강세와 2020년 이후 제한적인 BR/SBR 증설

2020년까지 천연고무의 강세를 전망한다. 1) 천연고무 열병으로 인한 경작지 훼손(태국 5.2만ha, 인도네시아 38만ha, 말레이시아 0.5만ha)으로 생산량이 약 70%~90%까지 감소할 수 있으며 2) ITRC의 가격안정화를 위한 천연고무 수출 감축정책의 추가 검토가 예상되기 때문이다. ITRC에 따르면 이미 연초에 이뤄진 수출감축 합의로 이미 44만톤의 수출이 줄었는데, 생산량 감소 등 영향으로 2019년 연간 기준으로는 수출량이 총 80만톤 감소할 것으로 예상하고 있다. 이는 전년 3개국 생산량 911만톤의 8.7%다. 천연고무 강세시, 2020년 이후 증설이 전무한 합성고무(BR/SBR)는 대체재로서의 매력이 부각되며 동반 가격 강세를 시현할 가능성이 높다. 더구나, BD는 향후 NCC 증설로 인해 과거 대비 증설이 늘어 BR/SBR의 원가부담도 큰 폭 완화된다.

NB Latex는 높은 수익성 유지. 증설로 이익기여도 확대

NB Latex의 한국 수출량이 사상 최대치를 지속 간신히 중이다. 올해 6~7월 40만톤에서 55만톤으로 Capa를 확장한 금호석유의 물량 판매가 늘어남에 따른 결과다. 판가는 견조한 흐름을 지속 중이며, 원재료인 BD/AN의 하락으로 오히려 스프레드는 최근 크게 개선되고 있다. 3Q19 BR/SBR의 부진에도 불구하고 합성고무 영업이익률이 9% 수준을 시현하며 작년 어떤 분기보다 높은 이익률을 시현한 것은 판매물량이 확대된 NB Latex의 영향이 크다. 2020년에는 NB Latex의 증설효과가 Full 반영되면서 2019년 대비 합성고무 사업의 실적을 추가적으로 개선시키는데 기여할 것이다.

합성고무의 실적 호조가 배당증대로 귀결될 가능성 높아

금호석유의 배당정책을 사측에서 명확하게 제시하지는 않지만, 2017~18년 배당금을 통해 추정컨대 별도기준(합성고무/합성수지/에너지) 순이익의 20% 수준에서 결정된 것으로 보여진다. 2018년 순이익이 1,830억원이며, 3Q19 누적기준 순이익이 2,370억원이라는 점을 감안하면 2019년에도 동일한 배당성향을 유지한다면 올해 DPS는 2,000원으로 YoY 증가가 가능하다. 배당성향을 25~30%로 가정 시 DPS는 2,500~3,000원도 가능하다. 현 주가 기준 배당수익률은 최소 2.8%에서 최대 4% 수준까지 가능한 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 95,000원 | CP(12월 9일): 71,800원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,088.5		
52주 최고/최저(원)	104,000/68,600	5,018.2	5,188.6
시가총액(십억원)	2,187.6	423.7	370.0
시가총액비중(%)	0.18	335.9	293.6
발행주식수(천주)	30,467.7		
60일 평균 거래량(천주)	117.9		
60일 평균 거래대금(십억원)	8.6		
19년 배당금(예상,원)	2,000		
19년 배당수익률(예상,%)	2.7 9		
외국인지분율(%)	34.22		
주요주주 지분율(%)			
박철완 외 4 인	24.68		
국민연금공단	8.47		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(6.0) (23.5) (18.8)		
상대	(3.8) (24.1) (19.3)		

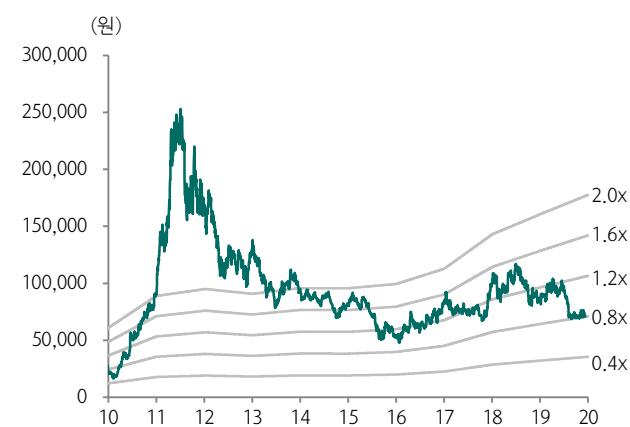
Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	5,064.8	5,584.9	4,923.2	5,053.7	5,168.4
영업이익	십억원	262.6	554.6	429.2	436.3	452.0
세전이익	십억원	289.8	616.9	435.9	447.8	468.3
순이익	십억원	213.6	491.2	331.2	340.2	355.8
EPS	원	6,377	14,667	9,889	10,159	10,624
증감률	%	191.6	130.0	(32.6)	2.7	4.6
PER	배	15.60	5.95	7.26	7.07	6.76
PBR	배	1.77	1.22	0.90	0.81	0.74
EV/EBITDA	배	10.04	5.25	5.04	4.61	4.11
ROE	%	12.34	23.45	13.28	12.22	11.57
BPS	원	56,215	71,284	80,078	88,566	97,519
DPS	원	1,000	1,350	2,000	2,000	2,000



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

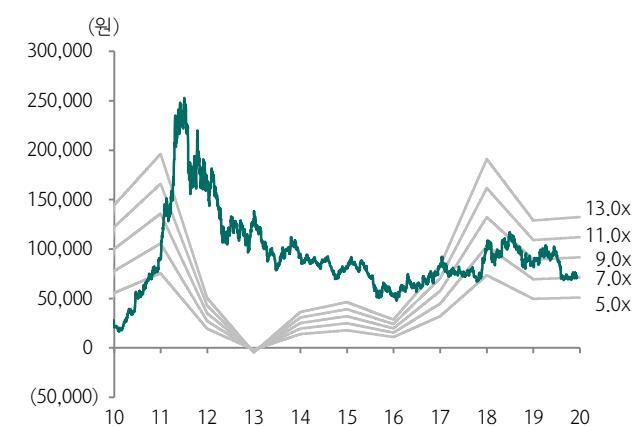
RA 손진원
02-3771-3811
jwshon@hanafn.com

그림 1. 금호석유 12M Fwd PBR 밴드 차트



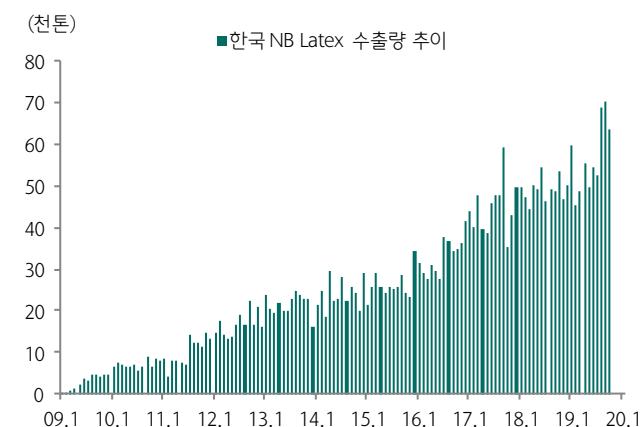
자료: 하나금융투자

그림 2. 금호석유 12M Fwd PER 밴드 차트



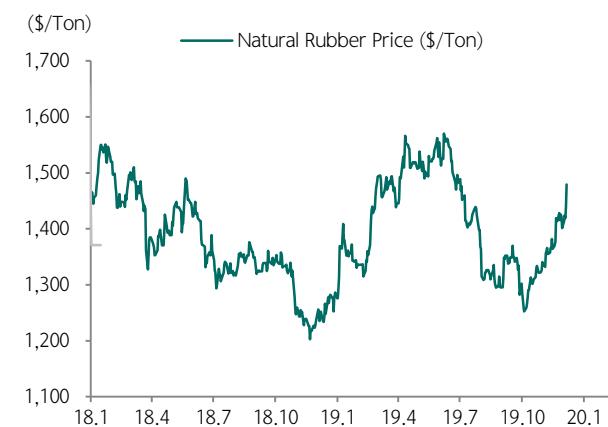
자료: 하나금융투자

그림 3. 한국의 NB Latex 수출량 추이



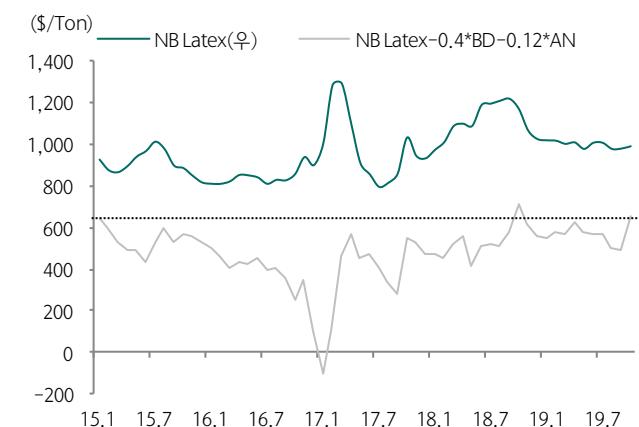
자료: KITA, 하나금융투자

그림 5. 천연고무 가격 추이



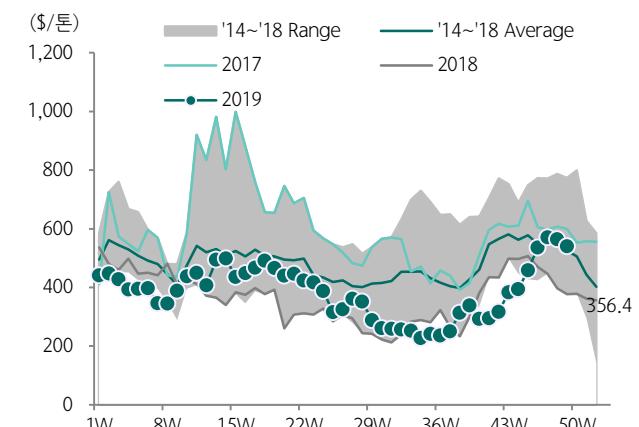
자료: Industry, 하나금융투자

그림 4. 한국의 NB Latex 수출가격 및 마진 추이



자료: KITA, 하나금융투자

그림 6. SBR마진 추이(5년 밴드)



자료: Platts, 하나금융투자

표 3. 금호석유 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2018				FY2019				FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F				
매출액	1,339.9	1,441.8	1,450.6	1,352.6	1,275.1	1,297.1	1,220.0	1,131.0	5,064.8	5,584.9	4,923.2	5,053.7
QoQ(%)	10.5%	7.6%	0.6%	-6.8%	-5.7%	1.7%	-5.9%	-7.3%				
YoY(%)	-4.9%	16.4%	20.4%	11.6%	-4.8%	-10.0%	-15.9%	-16.4%	27.6%	10.3%	-11.8%	2.6%
합성고무	474.5	516.6	539.5	484.8	477.3	499.9	485.8	426.8	2,068.1	2,015.4	1,889.8	2,182.5
합성수지	299.6	324.1	320.7	281.3	288.2	311.6	292.1	283.1	1,205.5	1,225.7	1,175.0	1,177.4
에너지/정밀화학	149.6	148.2	136.8	153.0	143.2	127.7	135.3	136.8	610.2	587.6	543.0	551.4
페놀(금호 P&B)	416.2	452.9	453.6	433.5	366.4	357.9	306.8	284.2	1,180.9	1,756.2	1,315.3	1,142.4
영업이익	165.8	153.5	151.0	83.9	144.2	138.9	68.7	77.4	262.6	554.2	429.2	436.3
영업이익률(%)	12.4%	10.6%	10.4%	6.2%	11.3%	10.7%	5.6%	6.8%	5.2%	9.9%	8.7%	8.6%
QoQ(%)	74.6%	-7.4%	-1.7%	-44.4%	72.0%	-3.7%	-50.5%	12.7%				
YoY(%)	152.2%	247.5%	161.4%	-11.7%	-13.0%	-9.6%	-54.5%	-7.7%	67.2%	111.0%	-22.6%	1.7%
합성고무	33.2	42.9	28.1	5.8	49.2	61.0	43.0	41.3	58.3	110.0	194.5	228.9
영업이익률(%)	7.0%	8.3%	5.2%	1.2%	10.3%	12.2%	8.9%	9.7%	2.8%	5.5%	10.3%	10.5%
QoQ(%)	41.7%	29.1%	-34.6%	-79.3%	745.1%	24.1%	-29.5%	-3.8%				
YoY(%)	94.8%	560.3%	149.1%	-75.2%	48.0%	42.2%	53.3%	610.6%	94.9%	88.8%	76.9%	17.7%
합성수지	24.0	16.2	9.6	-8.4	17.9	19.3	7.6	7.8	59.6	41.4	52.6	44.7
영업이익률(%)	8.0%	5.0%	3.0%	-3.0%	6.2%	6.2%	2.6%	2.8%	4.9%	3.4%	4.5%	3.8%
QoQ(%)	33.5%	-32.4%	-40.6%	적전	흑전	8.1%	-60.7%	2.7%				
YoY(%)	172.3%	62.2%	-57.9%	적전	-25.4%	19.2%	-21.1%	흑전	38.9%	-30.6%	27.1%	-15.0%
에너지/정밀화학	42.0	25.5	35.1	42.9	39.1	26.3	21.2	27.2	114.0	145.6	113.8	122.2
영업이익률(%)	28.1%	17.2%	25.7%	28.0%	27.3%	20.6%	15.6%	19.9%	18.7%	24.8%	21.0%	22.2%
QoQ(%)	7.8%	-39.3%	37.7%	22.1%	-8.8%	-32.6%	-19.6%	28.6%				
YoY(%)	41.9%	8.3%	61.4%	9.9%	-7.0%	3.2%	-39.8%	-36.5%	68.8%	27.7%	-21.8%	7.4%
페놀(금호 P&B)	66.6	68.9	78.2	43.6	38.1	32.2	-3.1	1.0	30.7	257.3	68.3	40.6
영업이익률(%)	16.0%	15.2%	17.2%	10.1%	10.4%	9.0%	-1.0%	0.4%	2.6%	14.7%	5.2%	3.5%
QoQ(%)	361.0%	3.5%	13.4%	-44.2%	-12.6%	-15.5%	적전	흑전				
YoY(%)	552.6%	1566.2%	4085.1%	201.9%	-42.8%	-53.3%	적전	-97.6%	89.8%	739.4%	-73.5%	-40.6%
당기순이익	143.6	175.4	122.5	61.5	114.0	115.3	47.6	54.5	217.6	503.1	331.3	340.3
당기순이익률(%)	10.7%	12.2%	8.4%	4.5%	8.9%	8.9%	3.9%	4.8%	4.3%	9.0%	6.7%	6.7%
QoQ(%)	170.8%	22.1%	-30.2%	-49.8%	85.3%	1.1%	-58.7%	14.6%				
YoY(%)	103.9%	368.0%	116.2%	15.9%	-20.7%	-34.3%	-61.2%	-11.3%	169.5%	131.1%	-34.1%	2.7%
지배순이익	132.1	175.3	122.4	61.4	113.9	115.2	47.6	54.5	213.6	491.2	331.2	340.2

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	5,064.8	5,584.9	4,923.2	5,053.7	5,168.4
매출원가	4,636.5	4,854.2	4,274.5	4,407.0	4,501.8
매출총이익	428.3	730.7	648.7	646.7	666.6
판관비	165.6	176.1	219.6	210.3	214.7
영업이익	262.6	554.6	429.2	436.3	452.0
금융손익	(27.5)	(62.8)	(58.2)	(53.5)	(48.6)
종속/관계기업손익	89.1	118.1	40.0	40.0	40.0
기타영업외손익	(34.4)	7.0	25.0	25.0	25.0
세전이익	289.8	616.9	435.9	447.8	468.3
법인세	72.1	113.8	104.6	107.5	112.4
계속사업이익	217.6	503.1	331.3	340.3	355.9
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	217.6	503.1	331.3	340.3	355.9
비지배주주지분					
순이익	4.1	11.9	0.1	0.1	0.1
지배주주순이익	213.6	491.2	331.2	340.2	355.8
지배주주지분포괄이익	245.0	472.6	322.8	331.6	346.8
NOPAT	197.2	452.3	326.2	331.6	343.5
EBITDA	480.5	764.1	633.0	632.7	642.3
성장성(%)					
매출액증가율	27.6	10.3	(11.8)	2.7	2.3
NOPAT증가율	75.4	129.4	(27.9)	1.7	3.6
EBITDA증가율	32.4	59.0	(17.2)	(0.0)	1.5
영업이익증가율	67.2	111.2	(22.6)	1.7	3.6
(지배주주)순익증가율	191.8	130.0	(32.6)	2.7	4.6
EPS증가율	191.6	130.0	(32.6)	2.7	4.6
수익성(%)					
매출총이익률	8.5	13.1	13.2	12.8	12.9
EBITDA이익률	9.5	13.7	12.9	12.5	12.4
영업이익률	5.2	9.9	8.7	8.6	8.7
계속사업이익률	4.3	9.0	6.7	6.7	6.9

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	6,377	14,667	9,889	10,159	10,624
BPS	56,215	71,284	80,078	88,566	97,519
CFPS	15,767	23,300	18,737	18,728	19,016
EBITDAPS	14,347	22,814	18,901	18,892	19,179
SPS	151,227	166,758	147,001	150,896	154,322
DPS	1,000	1,350	2,000	2,000	2,000

주가지표(배)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
PER	15.6	6.0	7.3	7.1	6.8
PBR	1.8	1.2	0.9	0.8	0.7
PCFR	6.3	3.7	3.8	3.8	3.8
EV/EBITDA	10.0	5.3	5.0	4.6	4.1
PSR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5

재무비율(%)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
ROE	12.3	23.4	13.3	12.2	11.6
ROA	4.7	10.7	6.9	6.7	6.6
ROIC	6.7	15.5	11.0	11.2	11.6
부채비율	134.0	96.6	86.4	78.6	71.7
순부채비율	80.2	53.6	34.3	21.6	11.1
이자보상배율(배)	4.0	9.7	8.2	8.0	8.3

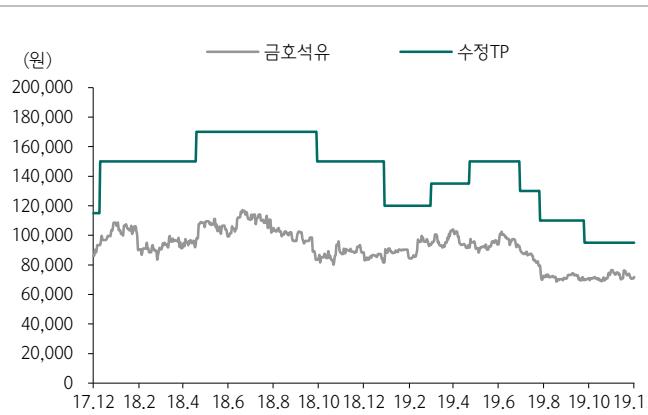
자료: 하나금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,332.7	1,348.7	1,793.8	2,131.7	2,475.5
금융자산	250.3	200.0	652.0	924.8	1,200.9
현금성자산	234.4	101.8	565.4	835.9	1,110.0
매출채권 등	621.2	667.8	717.9	771.7	829.6
재고자산	426.8	471.6	415.8	426.8	436.5
기타유동자산	34.4	9.3	8.1	8.4	8.5
비유동자산	3,247.1	3,268.0	3,133.1	3,096.2	3,067.0
투자자산	768.6	862.8	790.3	804.6	817.1
금융자산	280.7	23.9	21.1	21.6	22.1
유형자산	2,440.3	2,365.6	2,305.2	2,255.7	2,215.3
무형자산	14.9	14.3	12.3	10.6	9.2
기타비유동자산	23.3	25.3	25.3	25.3	25.4
자산총계	4,579.8	4,616.7	4,926.9	5,227.9	5,542.5
유동부채	1,913.9	1,758.9	1,790.7	1,804.2	1,816.0
금융부채	1,233.2	1,085.3	1,185.3	1,185.3	1,185.3
매입채무 등	625.6	556.2	490.3	503.3	514.7
기타유동부채	55.1	117.4	115.1	115.6	116.0
비유동부채	709.1	509.7	493.4	496.6	499.4
금융부채	586.9	372.4	372.4	372.4	372.4
기타비유동부채	122.2	137.3	121.0	124.2	127.0
부채총계	2,623.0	2,268.6	2,284.1	2,300.8	2,315.4
지배주주지분	1,842.7	2,347.3	2,641.9	2,926.1	3,226.0
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	2,219.1	2,503.4	2,803.2
비지배주주지분	114.1	0.8	0.9	1.0	1.1
자본총계	1,956.8	2,348.1	2,642.8	2,927.1	3,227.1
순금융부채	1,569.8	1,257.7	905.7	632.9	356.8
현금흐름표					
					(단위: 십억원)
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	421.0	484.6	423.4	454.1	459.0
당기순이익	217.6	503.1	331.3	340.3	355.9
조정	242.9	183.2	169.7	162.2	156.2
감가상각비	217.9	209.4	203.9	196.4	190.3
외환거래손익	(12.3)	4.7	5.8	5.8	5.8
지분법손익	(88.7)	(118.1)	(40.0)	(40.0)	(40.0)
기타	126.0	87.2	(0.0)	(0.0)	0.1
영업활동	(39.5)	(201.7)	(77.6)	(48.4)	(53.1)
투자활동 현금흐름	(106.0)	(190.7)	(23.1)	(127.6)	(128.9)
투자자산감소(증가)	(14.9)	24.3	112.5	25.7	27.4
유형자산감소(증가)	(100.8)	(128.6)	(141.5)	(145.2)	(148.5)
기타	9.7	(86.4)	5.9	(8.1)	(7.8)
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)	463.6	270.5	274.1
Unlevered CFO	528.1	780.3	627.5	627.2	636.9
Free Cash Flow	315.1	350.5	281.9	308.9	310.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

금호석유



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.10.4	BUY	95,000	-	-
19.8.5	BUY	110,000	-34.94%	-32.45%
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%
17.12.17	BUY	115,000	-	-100.00%
17.11.13	BUY	105,000	-20.86%	-11.05%

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	89.7%	10.3%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 12월 9일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 12월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 12월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.