

2020. 4. 6



▲ 정유/화학

Analyst **노우호**

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

RA **위정원**

02. 6454-4883

jungwon.wee@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 80,000 원

현재주가 (4.3) 63,800 원

상승여력 25.4%

KOSPI 1,725.44pt

시가총액 19,438억원

발행주식수 3,047만주

유동주식비율 56.81%

외국인비중 32.45%

52주 최고/최저가 104,000원/43,950원

평균거래대금 106.1억원

주요주주(%)

박철완 외 8 인 24.84

국민연금공단 7.92

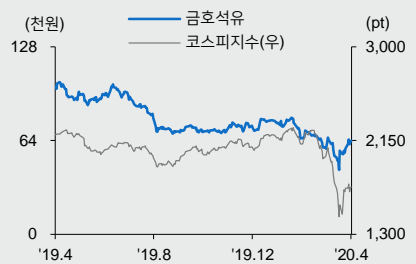
BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.12

주가상승률(%)

1개월 9.1 6개월 -8.5 12개월 -36.8

절대주가 27.3 7.8 -19.3

주가그래프



금호석유 011780

한 고비는 넘겼다

- ✓ 1Q20 영업이익 서프라이즈 전망→ 시장 예상치 676억원 vs 당사 추정치 828억원
이익 호조 배경: (1) 고무 사업부 이익 체력 확대, (2) 자회사(페놀유도체) 흑자전환
- ✓ 고무사업부 호조: Covid-19 확산에 따른 의료용 장갑 증가 속, 원가 급락 수혜
- ✓ 1H20 동사의 차별적 이익 모멘텀 감안하여 단기 Trading 전략 제시,
단 투자의견 Hold와 적정주가 8만원 유지

1Q20 화학업종 내 차별화된 이익 방어능력 부각

동사의 1Q20 영업이익은 828억원(+414.3 QoQ)을 추정, 예상 외 서프라이즈가 예상된다. 이익 호조 배경은 (1) 전분기 발생한 일회성 비용 소멸, (2) 고무사업부 제품 mix 개선을 통한 이익 체질 개선, (3) 자회사 이익 개선(페놀유도체부문 흑자전환)에 기인한다.

사업부별 흐름은 (1) 고무사업부: 원재료 BD 급락(-17% QoQ) 구간, Covid-19 확산에 따른 의료용 장갑 수요 증가에 따른 NB-Latex(매출비중 30%) 스프레드 확대, (2) 합성수지: 투입 원재료 하락 효과로 ABS와 PS 스프레드 개선(각각 +34% QoQ, +20% QoQ), (3) 자회사: 페놀유도체부문 흑자전환(연초 중국 경쟁사들의 가동중단에 따른 일시적 가동률 상승, 2H19 가동률 72%→ 1Q20 100%), 에너지의 판매량 증가가 SMP가격 하락 분을 상쇄한 점이다.

국내 NCC 대비 안정적 이익 창출체력은 긍정적

2020년 연간 영업이익 2,866억원(-22% YoY)을 전망한다. 주요 원재료(BD, SM) 하락에 따른 합성고무/수지부문 수익성 회복, 특수고무(NB-Latex) 이익 체력 확대, 1H20 자회사 이익 회복(페놀유도체 흑자전환, 에너지 판매량 호조) 덕분에 국내 NCC 대비 연간 이익 감소폭이 덜하다.

화학업종 내 1H20 Trading 전략 종목 제시, 적정주가 8만원 유지

동사는 화학업종 내 안정적 이익 체력이 부각, 투자심리 개선은 긍정적이다. 단, Covid-19 이후 특수고무 수요 흐름 지속 여부와 페놀유도체의 전방 수요 불확실성&수급 불균형은 여전하다. 현 시점의 원가 하락에 따른 스프레드 확대만으로 주가 re-rating에는 한계가 있다. 투자의견 Hold와 적정주가 8만원을 유지한다.

(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
2019	4,977.9	367.8	294.6	9,516	-41.9	78,488	8.1	1.0	6.0	11.8	72.6
2020E	4,992.0	286.6	221.5	7,088	-24.0	83,599	9.0	0.8	5.3	8.2	67.8
2021E	4,978.3	304.4	242.9	7,789	9.9	89,014	8.2	0.7	4.6	8.4	62.7

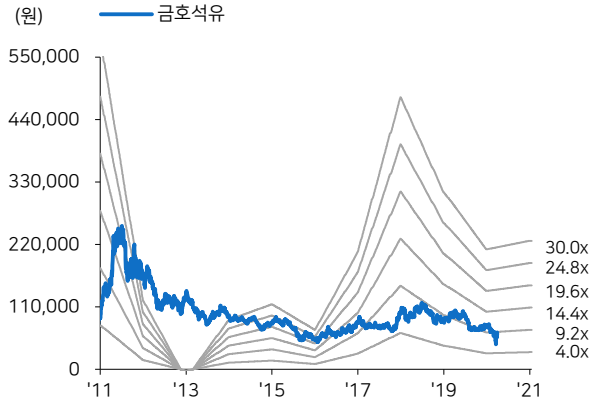
(십억원)	1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,257.0	1,275.1	-1.4	1,185.7	6.0	1,218.6	3.1
영업이익	82.8	144.2	-42.6	16.1	414.3	67.6	22.5
세전이익	88.4	143.5	-38.6	16.4	437.2	71.2	23.7
순이익(지배주주)	65.9	113.9	-42.4	17.2	281.4	55.9	17.4
영업이익률(%)	6.6	11.3		1.4		5.5	
순이익률(%)	5.2	8.9		1.5		4.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	1,275.1	1,297.2	1,220.0	1,185.7	1,256.6	1,240.7	1,249.9	1,244.9	4,978.0	4,992.1	4,978.3
합성고무	476.9	499.4	485.8	455.2	492.0	483.0	479.0	475.0	1,917.3	1,929.0	1,894.0
합성수지	288.2	311.3	292.1	276.2	334.0	329.0	332.0	333.0	1,167.8	1,328.0	1,346.0
기타	510.0	485.1	442.1	454.3	407.0	404.0	414.0	412.0	1,891.5	1,637.0	1,642.0
영업이익	144.2	138.9	68.7	15.9	82.8	62.8	70.1	70.9	367.7	286.6	304.3
%OP	11.3%	10.7%	5.6%	1.3%	6.6%	5.1%	5.6%	5.7%	7.4%	5.7%	6.1%
세전이익	143.5	150.5	68.8	16.5	88.5	65.5	74.4	70.9	379.3	299.3	328.2
순이익(지배주주)	113.9	115.2	47.6	17.9	65.9	48.2	54.7	52.8	294.6	221.6	243.0
%YoY											
매출액	-4.8	-10.0	-15.9	-12.3	-1.5	-4.4	2.5	5.0	-10.9	0.3	-0.3
영업이익	-13.0	-9.5	-54.5	-81.1	-42.6	-54.8	2.0	345.9	-33.7	-22.1	6.2
세전이익	-26.1	-16.9	-57.6	-79.1	-38.3	-56.5	8.1	329.7	-38.5	-21.1	9.7
순이익(지배)	-13.8	-34.3	-61.1	-70.8	-42.2	-58.3	14.3	192.2	-40.0	-24.8	9.7
%QoQ											
매출액	-5.7	1.7	-6.0	-2.8	6.0	-1.3	0.7	-0.4			
영업이익	71.1	-3.7	-50.5	-76.9	420.8	-24.2	11.6	1.1			
세전이익	81.4	4.9	-54.3	-76.0	436.4	-26.0	13.6	-4.7			
순이익(지배)	85.5	1.1	-58.7	-62.4	267.6	-27.1	13.3	-3.9			

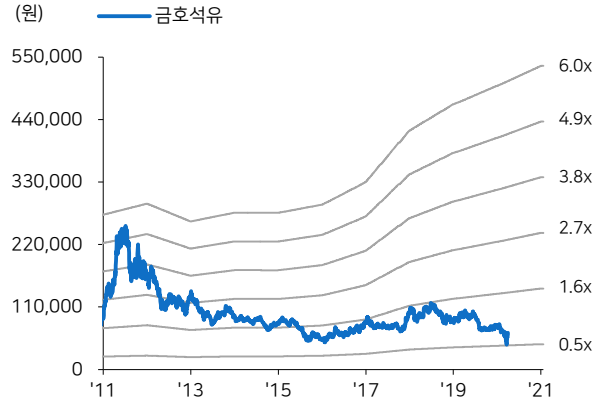
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 금호석유화학 12M Fwd PER 밴드



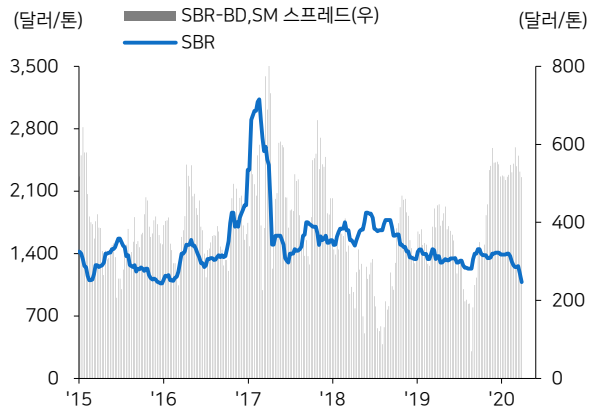
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 금호석유화학 12M Trailing PBR 밴드



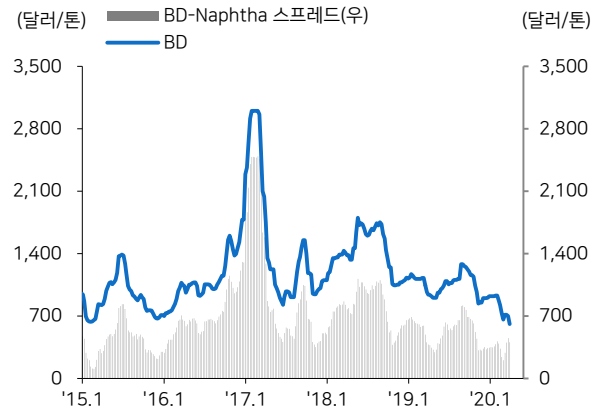
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 SBR 가격 및 스프레드



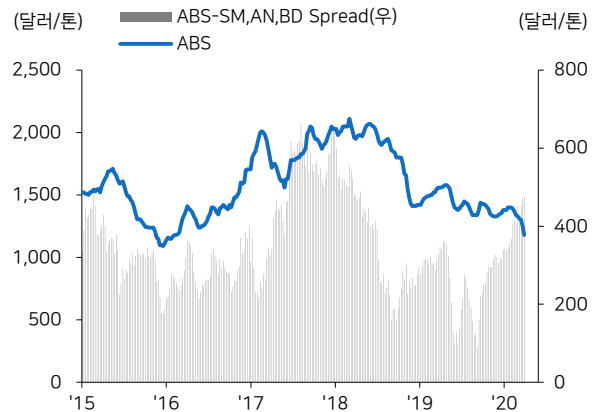
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 부타디엔 가격 및 스프레드



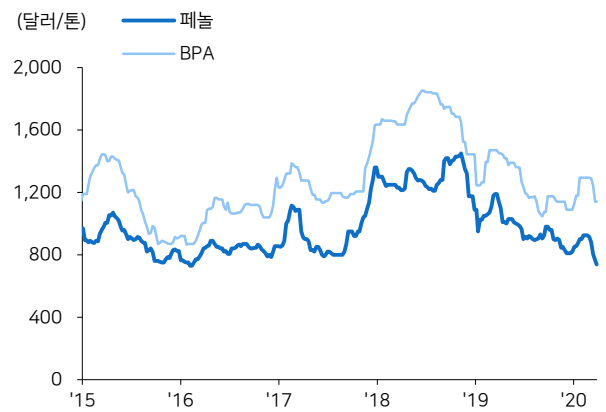
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 ABS 가격 및 스프레드



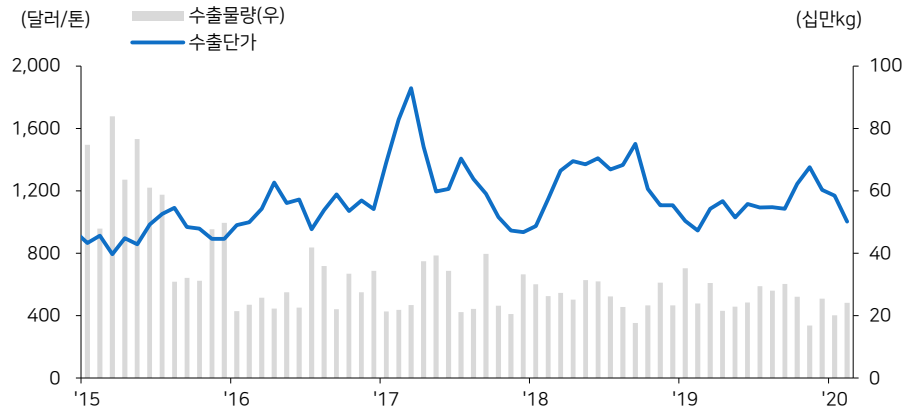
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 페놀 및 BPA 가격



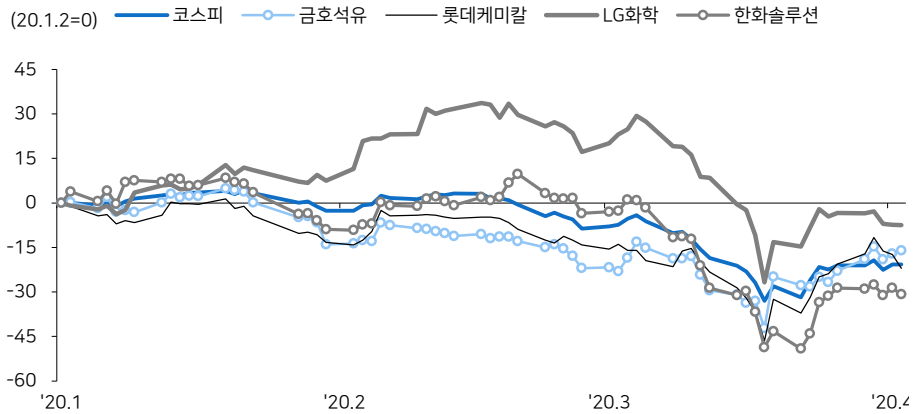
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 Latex 수출물량



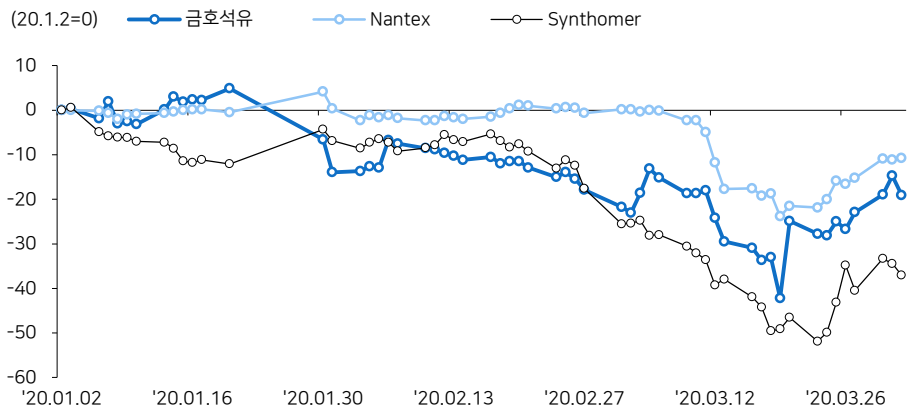
자료: KITA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 국내 화학 기업 주가 변동 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 해외 Latex 생산 동종 기업 주가 변동 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

금호석유 (011780)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,064.8	5,584.9	4,977.9	4,992.0	4,978.3
매출액증가율 (%)	27.6	10.3	-10.9	0.3	-0.3
매출원가	4,636.5	4,854.2	4,412.5	4,505.7	4,474.8
매출총이익	428.3	730.7	565.5	486.3	503.5
판매관리비	165.6	176.1	197.7	199.7	199.1
영업이익	262.6	554.6	367.8	286.6	304.4
영업이익률	5.2	9.9	7.4	5.7	6.1
금융손익	-27.5	-62.8	-49.1	-33.1	-28.5
중속/관계기업손익	89.1	118.1	39.0	45.8	52.4
기타영업외손익	-34.4	7.0	21.6	0.0	0.0
세전계속사업이익	289.8	616.9	379.3	299.3	328.2
법인세비용	72.1	113.8	84.6	73.2	80.4
당기순이익	217.7	503.1	294.7	226.1	247.9
지배주주지분 순이익	213.6	491.2	294.6	221.5	242.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,332.7	1,348.7	1,261.4	1,430.8	1,602.8
현금및현금성자산	234.4	101.8	127.8	254.9	419.5
매출채권	588.5	637.0	540.1	555.5	559.0
재고자산	426.8	471.6	469.5	490.1	493.2
비유동자산	3,247.1	3,268.0	3,276.6	3,275.8	3,265.0
유형자산	2,440.3	2,365.6	2,296.1	2,266.1	2,252.9
무형자산	14.9	14.3	13.6	11.7	10.1
투자자산	768.6	862.8	893.1	924.1	928.1
자산총계	4,579.8	4,616.7	4,538.0	4,706.5	4,867.8
유동부채	1,913.9	1,758.9	1,275.6	1,317.2	1,321.4
매입채무	398.2	319.1	330.4	346.9	349.1
단기차입금	899.8	816.8	470.1	480.1	480.1
유동성장기부채	326.2	268.5	172.6	212.6	212.6
비유동부채	709.1	509.7	632.8	584.0	554.8
사채	247.9	113.1	258.8	213.8	213.8
장기차입금	335.2	258.6	202.6	192.6	162.6
부채총계	2,623.0	2,268.6	1,908.5	1,901.3	1,876.2
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	-41.6	-41.6	-41.6
이익잉여금	1,403.0	1,924.6	2,186.7	2,357.9	2,539.3
비지배주주지분	114.2	0.8	0.9	5.4	10.4
자본총계	1,956.8	2,348.2	2,629.6	2,805.3	2,991.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	421.1	484.7	557.7	454.0	499.5
당기순이익(손실)	217.7	503.1	294.7	226.1	247.9
유형자산상각비	215.1	207.1	200.6	237.0	263.2
무형자산상각비	2.8	2.3	2.2	1.9	1.6
운전자본의 증감	-39.5	-201.7	93.3	-10.9	-13.1
투자활동 현금흐름	-106.0	-190.7	-136.0	-241.4	-254.5
유형자산의증가(CAPEX)	-106.0	-134.1	-172.7	-207.0	-250.0
투자자산의감소(증가)	-14.9	23.5	7.8	-31.0	-4.1
재무활동 현금흐름	-276.7	-426.4	-395.7	-85.6	-80.3
차입금의 증감	-261.5	-362.4	-299.7	-44.7	-30.0
자본의 증가	0.0	90.0	-0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	37.5	-132.6	26.0	127.1	164.7
기초현금	197.0	234.4	101.8	127.8	254.9
기말현금	234.4	101.8	127.8	254.9	419.5

Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	166,234	183,306	163,384	163,847	163,397
EPS(지배주주)	6,906	15,984	9,516	7,088	7,789
CFPS	17,332	25,612	19,783	18,749	20,399
EBITDAPS	15,771	25,078	18,726	17,247	18,680
BPS	55,019	70,088	78,488	83,599	89,014
DPS	1,000	1,350	1,500	1,800	1,800
배당수익률(%)	1.0	1.5	1.9	2.8	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	14.4	5.5	8.1	9.0	8.2
PCR	5.7	3.4	3.9	3.4	3.1
PSR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	1.8	1.2	1.0	0.8	0.7
EBITDA	480.5	764.1	570.5	525.5	569.2
EV/EBITDA	10.0	5.3	6.0	5.3	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	23.4	11.8	8.2	8.4
EBITDA 이익률	9.5	13.7	11.5	10.5	11.4
부채비율	134.0	96.6	72.6	67.8	62.7
금융비용부담률	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7
이자보상배율(x)	4.0	9.7	8.4	7.4	8.3
매출채권회전율(x)	9.1	9.1	8.5	9.1	8.9
재고자산회전율(x)	11.6	12.4	10.6	10.4	10.1

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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

금호석유 (011780) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-20.9	-17.4	
2019.10.31	산업분석	Hold	80,000	노우호	-13.0	-0.4	
2020.04.06	기업브리프	Hold	80,000	노우호	-	-	