



BUY(Maintain)

목표주가: 100,000원

주가(6/3): 74,200원

시가총액: 22,607억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(6/3)	2,147.00pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	102,500원	43,950원
등락률	-27.6%	68.8%
수익률	절대	상대
1M	-2.9%	-11.9%
6M	1.9%	-1.1%
1Y	-21.8%	-24.7%

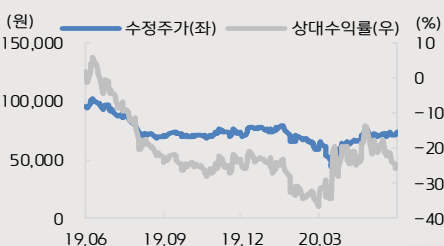
Company Data

발행주식수	30,468천주
일평균 거래량(3M)	239천주
외국인 지분율	29.2%
배당수익률(2020E)	2.1%
BPS(2020E)	90,604원
주요 주주	박찬구 외 4인 24.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,584.9	4,977.9	4,703.4	6,106.1
영업이익	554.6	367.8	517.1	693.4
EBITDA	764.1	570.5	718.0	888.1
세전이익	616.9	379.3	547.4	731.3
순이익	503.1	294.7	425.2	568.1
지배주주지분순이익	491.2	294.6	425.1	567.9
EPS(원)	14,667	8,796	12,693	16,958
증감률(%YoY)	130.0	-40.0	44.3	33.6
PER(배)	6.0	8.8	5.6	4.2
PBR(배)	1.2	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	5.3	6.0	3.9	2.8
영업이익률(%)	9.9	7.4	11.0	11.4
ROE(%)	23.4	11.8	15.0	17.2
순부채비율(%)	53.6	36.6	17.5	5.9

Price Trend



기업브리프

금호석유 (011780)

시장의 우려에 대한 반론



금호석유는 지난 3년 동안 실적 서프라이즈 지속에도 불구하고, 정당한 밸류에이션을 평가받지 못하고 있습니다. 자동차/타이어 판매량 둔화에 따른 합성고무 수요 둔화 및 코비드19 관련 기고효과가 전망되기 때문입니다. 다만 원재료 가격 급락으로 제품 스프레드는 견고한 수준을 유지하고 있으며, 신흥국 수요 증가로 NB Latex 시황은 중장기적으로 호조세를 이어갈 전망입니다. 또한 동사의 페놀유도체부문 증설은 건설에 따른 시차를 고려하면, 코비드19 이후를 목표로 하고 있는 것으로 보입니다.

>>> 견고한 실적 지속 전망

올해 1분기 어닝 서프라이즈에도 불구하고, 일부 부정적인 의견 대두에 따른 영향으로 주가 탄력은 상대적으로 제한된 상황이다. 코비드19로 인한 제품 수요의 증가 제한에도 불구하고, 동사의 올해 영업이익은 작년 대비 40% 이상 증가할 것으로 전망된다. 아래 일부 시장의 부정적인 이슈에 대한 당사의 의견을 언급하겠다.

첫째, NB Latex의 기고효과에 대한 의문이다. 코비드19로 인한 의료용 니트릴 장갑 수요 급증으로 동사의 NB Latex 실적은 호조세를 이어갈 것이나, 포스트 코비드19 이후 수요 감소로 최근 동사의 공격적 NB Latex 익스포져 확대에 대한 불확실성이 증가된다는 일부 의견이 있다. 하지만 코비드19 이후 위생에 대한 대처 확대 및 헬스케어 요구 엄격화로 신흥국을 위주로 한 니트릴 장갑 수요는 꾸준히 증가할 것으로 보인다. 참고로 유럽/미국 등 선진국의 인구 천명 당 장갑 수요는 100~200장 수준이나, 인도/중국/인도네시아 등 주요 개발도상국은 2~6장 수준에 불과하다. 이에 내후년 물량 측면의 증가는 감소할 수 있겠으나, 여전히 높은 수준을 유지할 전망이다. 또한 NB Latex의 전방인 니트릴 장갑 업체들은 2022년까지 공격적인 증설을 지속할 계획이다.

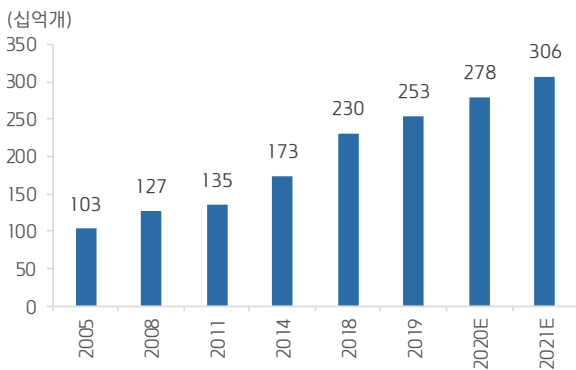
둘째, 피크 사이클이 지난 페놀 및 그 유도체 증설에 대한 의문이다. 동사(금호피앤비화학)는 2021~2023년까지 페놀/아세톤/MIBC/큐멘/BPA/에폭시수지를 순차적으로 증설할 계획이다. 2017~2018년 대비 악화된 제품 수급 상황에서 국내 경쟁사 증설(롯데GS화학 페놀 35만톤, 아세톤 22만톤, BPA 20만톤)이 동시에 진행되며 공급 과잉이 일부 커질 것으로 예상된다. 하지만 PC/에폭시수지 등 전방 제품의 수요 성장성을 고려할 경우 증설 후 규모의 경제 효과 및 시장 점유율 확대가 예상된다.

셋째, 합성고무의 주요 전방인 타이어/자동차 산업의 성장을 둔화에 대한 의문이다. 코비드19로 인하여 SBR/BR 등 범용 합성고무는 수요가 감소세에 있다. 하지만 동사는 NB Latex/NBR과 같은 니트릴 엘라스토머와 SBS 등의

지속적인 증설 추진으로 SBR/BR 비중(생산능력 기준)이 2014년 65%에서 올해 1분기 42% 감소시키는 등 고부가 제품 비중을 확대하고 있다. 또한 코로나19가 완화된다면 NB Latex 수요 증가는 둔화될 수 있으나, 각국의 자동차 산업에 지원 확대 및 수요 회복으로 타이어향 범용 합성고무 수요 급증도 발생할 가능성이 크다.

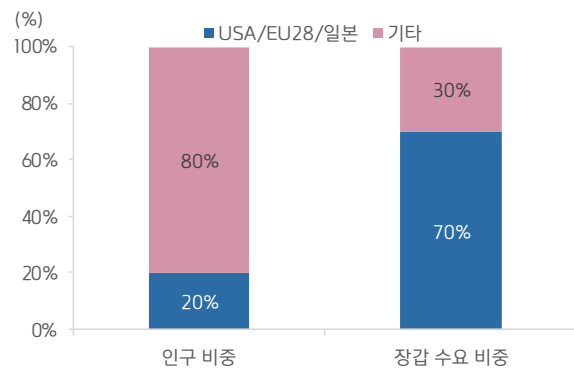
넷째, 수요 감소 및 판가 하락에 따른 실적 감소에 대한 의문이다. 유가 급락 및 코로나19로 인한 수요 둔화로 동사의 주요 제품군들의 ASP가 감소 추세에 있다. 동사 합성고무/합성수지/폐놀유도체의 현재 Blended ASP(외부 판매량 기준)는 연초 대비 각각 10.5%, 8.0%, 5.5% 감소한 것으로 추정된다. 하지만 주요 원재료의 Blended 가격은 연초 대비 30% 이상 하락하며, 오히려 스프레드 측면에서는 유리한 상황으로 추정된다. 참고로 동사는 연간 200만톤 이상(AN/프로필렌은 20~30만톤, SM/부타디엔은 50~60만톤 수준)의 기초유분/중간원료를 사용하는 것으로 추정된다.

세계 장갑 수요 추이/전망



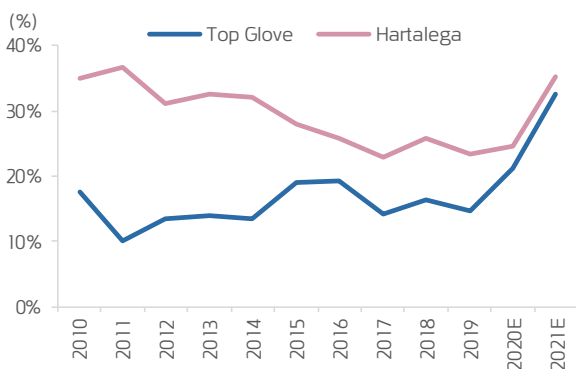
자료: TG, 키움증권 리서치

선진국 및 기타국 인구/장갑 수요 비중 현황



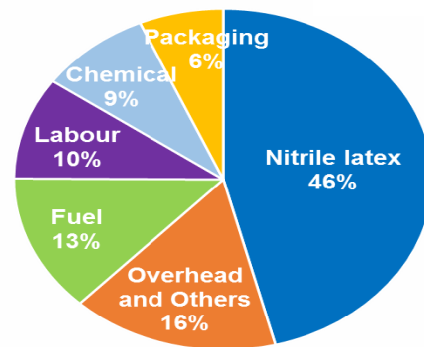
자료: TG/HTG, 키움증권 리서치

주요 니트릴 장갑 업체 EBITDA 마진율 추이/전망



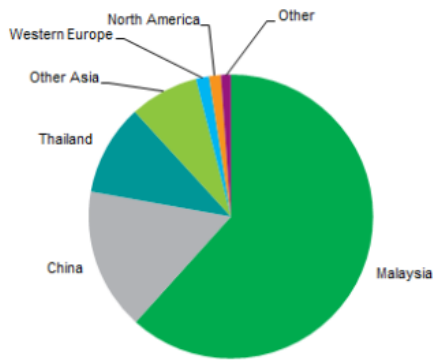
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

니트릴 장갑 원가 구조



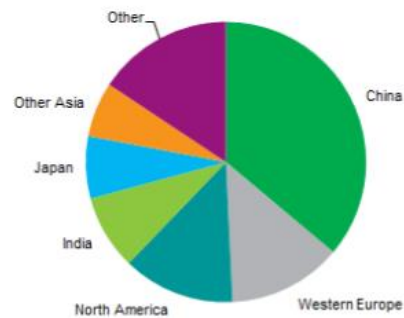
자료: TG, 키움증권 리서치

세계 지역별 NB Latex 수요(2019년)



자료: IHS, 키움증권 리서치

세계 지역별 NBR(Solid) 수요(2019년)



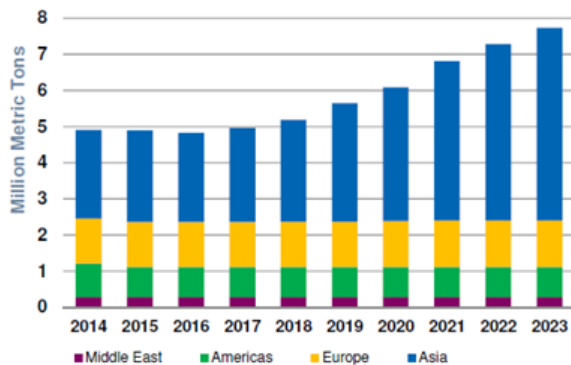
자료: IHS, 키움증권 리서치

금호석유 페놀유도체 생산능력/사용량/외부판매 추이(추정치)

(단위: 천톤)		2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
페놀	생산능력	380	380	680	680	680	680	680	680	680	680	780
	BPA 사용량 비중	104%	104%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	68%
	페놀 외부판매 비중	-4%	-4%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	32%
아세트	생산능력	235	235	420	420	420	420	420	462	462	462	462
	BPA 사용량 비중	54%	54%	30%	30%	30%	30%	30%	27%	27%	27%	36%
	MIBK 사용량 비중	32%	32%	18%	18%	18%	18%	18%	16%	19%	19%	19%
	아세트 외부판매 비중	14%	14%	52%	52%	52%	52%	52%	56%	54%	54%	45%
BPA	생산능력	450	450	450	450	450	450	450	450	450	450	600
	에폭시 사용량 비중	22%	22%	22%	22%	24%	32%	33%	36%	43%	43%	32%
	BPA 외부판매 비중	78%	78%	78%	78%	76%	68%	67%	64%	57%	57%	68%
Epoxy	생산능력	135	135	135	135	152	197	207	222	267	267	267
	에폭시 외부판매 비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
MIBK/C	생산능력	60	60	60	60	60	60	60	60	70	70	70
	MIBK/C 외부판매 비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

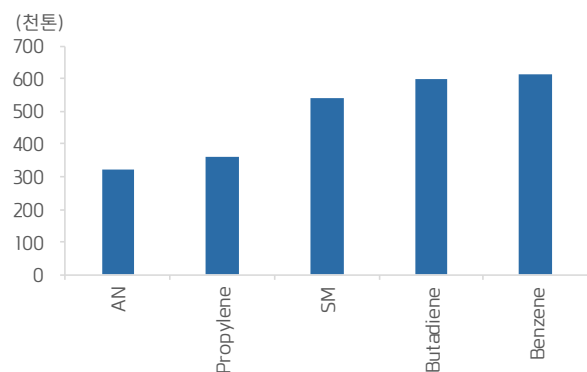
자료: 금호석유, 키움증권 리서치

세계 PC 생산능력 추이/전망(지역별)



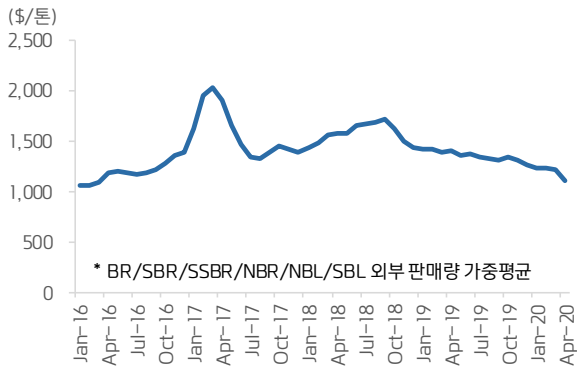
자료: IHS, 키움증권 리서치

금호석유 주요 원재료 사용량(추정치)



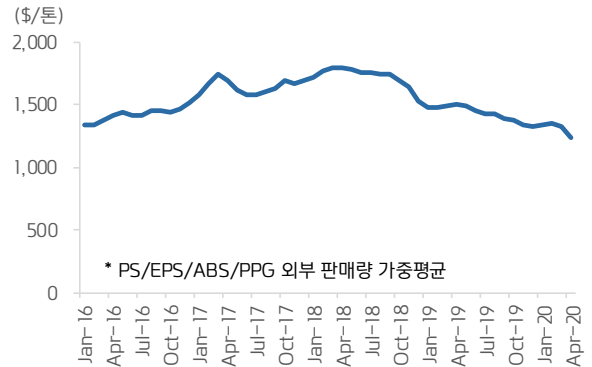
자료: 금호석유, 키움증권 리서치

금호석유 합성고무부문 ASP 가격 추이(추정치)



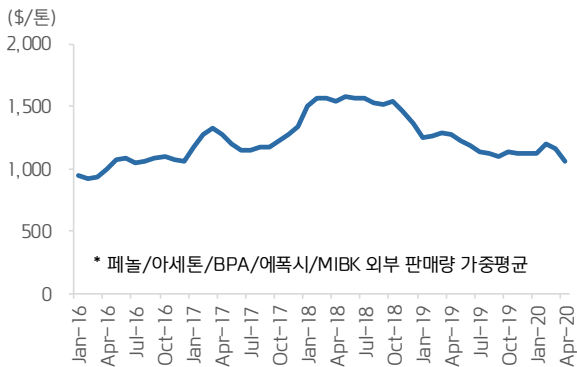
자료: KITA, KPIA, 금호석유, 키움증권 리서치

금호석유 합성수지부문 ASP 가격 추이(추정치)



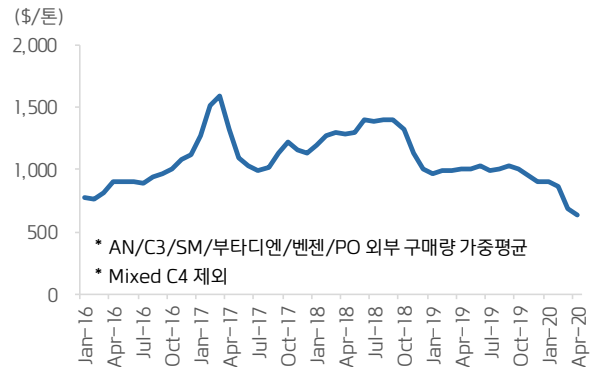
자료: KITA, KPIA, 금호석유, 키움증권 리서치

금호석유 페놀유도체부문 ASP 가격 추이(추정치)



자료: KITA, KPIA, 금호석유, 키움증권 리서치

금호석유 주요 원재료 투입 가격 추이(추정치)



자료: KITA, KPIA, 금호석유, 키움증권 리서치

금호석유 실적 전망

(단위: 십억원)	2019				2020				2017	2018	2019	2020E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual				
매출액	합성고무	477	500	486	455	469	327	404	413	2,068	2,015	1,918	1,615
	합성수지	288	312	292	276	286	258	298	297	1,206	1,256	1,168	1,138
	정밀화학	31	32	32	29	30	35	35	46	135	136	124	146
	유틸리티 등	134	115	120	121	118	119	133	139	518	522	490	509
	페놀유도체	375	366	315	328	356	365	359	338	1,234	1,800	1,384	1,418
	합계	1,275	1,297	1,220	1,186	1,225	1,079	1,198	1,201	5,065	5,585	4,978	4,703
영업이익	합성고무	48	60	44	8	66	50	61	62	53	101	160	238
	합성수지	17	19	9	3	26	27	32	32	57	37	47	117
	정밀화학	1	1	1	1	1	1	1	1	3	3	2	3
	유틸리티 등	38	15	11	13	24	14	30	22	120	147	77	89
	페놀유도체	37	44	-3	-2	14	18	17	17	26	263	76	66
	합계	144	139	69	16	133	111	141	133	263	555	368	517

* 부문별 실적은 당 리서치센터 추정치임.

자료: 금호석유, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	5,584.9	4,977.9	4,703.4	6,106.1	6,411.4
매출원가	4,854.2	4,412.5	3,999.4	5,171.8	5,378.7
매출총이익	730.7	565.4	704.0	934.3	1,032.7
판관비	176.1	197.7	187.0	240.9	252.5
영업이익	554.6	367.8	517.1	693.4	780.3
EBITDA	764.1	570.5	718.0	888.1	969.5
영업외손익	62.3	11.6	30.3	37.9	50.5
이자수익	4.0	4.1	14.8	23.2	36.5
이자비용	57.1	43.8	46.7	49.5	52.3
외환관련이익	58.6	67.4	60.9	60.9	60.9
외환관련손실	64.5	68.8	60.7	60.7	60.7
종속 및 관계기업손익	118.1	39.0	41.0	43.0	45.2
기타	3.2	13.7	21.0	21.0	20.9
법인세차감전이익	616.9	379.3	547.4	731.3	830.7
법인세비용	113.8	84.6	122.1	163.1	185.3
계속사업순이익	503.1	294.7	425.2	568.1	645.4
당기순이익	503.1	294.7	425.2	568.1	645.4
지배주주순이익	491.2	294.6	425.1	567.9	645.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	10.3	-10.9	-5.5	29.8	5.0
영업이익 증감율	111.2	-33.7	40.6	34.1	12.5
EBITDA 증감율	59.0	-25.3	25.9	23.7	9.2
지배주주순이익 증감율	130.0	-40.0	44.3	33.6	13.6
EPS 증감율	130.0	-40.0	44.3	33.6	13.6
매출총이익율(%)	13.1	11.4	15.0	15.3	16.1
영업이익률(%)	9.9	7.4	11.0	11.4	12.2
EBITDA Margin(%)	13.7	11.5	15.3	14.5	15.1
지배주주순이익률(%)	8.8	5.9	9.0	9.3	10.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,348.7	1,261.4	1,712.0	2,410.7	3,108.4
현금 및 현금성자산	101.8	127.8	653.6	1,064.7	1,700.9
단기금융자산	97.9	67.0	45.9	31.4	21.5
매출채권 및 기타채권	667.8	584.6	552.3	717.0	752.9
재고자산	471.6	469.5	443.6	575.9	604.7
기타유동자산	107.5	79.5	62.5	53.1	49.9
비유동자산	3,268.0	3,276.6	3,266.6	3,264.8	3,270.7
투자자산	862.8	893.1	934.0	977.0	1,022.2
유형자산	2,365.6	2,296.0	2,247.2	2,204.1	2,166.3
무형자산	14.3	13.6	11.5	9.8	8.3
기타비유동자산	25.3	73.9	73.9	73.9	73.9
자산총계	4,616.7	4,538.0	4,978.5	5,675.6	6,379.1
유동부채	1,758.9	1,275.6	1,235.2	1,308.5	1,310.9
매입채무 및 기타채무	556.2	542.7	502.3	575.6	578.0
단기금융부채	1,085.3	649.2	649.2	649.2	649.2
기타유동부채	117.4	83.7	83.7	83.7	83.7
비유동부채	509.7	632.8	707.8	782.8	857.8
장기금융부채	499.1	624.5	699.5	774.5	849.5
기타비유동부채	10.6	8.3	8.3	8.3	8.3
부채총계	2,268.6	1,908.5	1,943.1	2,091.3	2,168.7
자본지분	2,347.3	2,628.6	3,034.4	3,583.0	4,208.9
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	356.6	356.5	356.5	356.5	356.5
기타자본	-40.4	-40.4	-40.4	-40.4	-40.4
기타포괄손익누계액	-60.9	-41.6	-18.9	3.7	26.4
이익잉여금	1,924.6	2,186.7	2,569.8	3,095.8	3,698.9
비지배지분	0.8	0.9	1.1	1.2	1.5
자본총계	2,348.1	2,629.6	3,035.5	3,584.3	4,210.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	484.6	557.7	644.5	537.5	767.2
당기순이익	503.1	294.7	425.2	568.1	645.4
비현금항목의 가감	277.3	308.1	322.8	350.0	354.2
유형자산감가상각비	207.1	200.6	198.9	193.0	187.8
무형자산감가상각비	2.3	2.2	2.1	1.7	1.5
지분법평가손익	-118.1	-39.0	-41.0	-43.0	-45.2
기타	186.0	144.3	162.8	198.3	210.1
영업활동자산부채증감	-201.7	93.3	12.7	-228.9	-68.9
매출채권및기타채권의감소	-49.0	82.5	32.2	-164.7	-35.9
재고자산의감소	-44.9	2.2	25.9	-132.3	-28.8
매입채무및기타채무의증가	-82.4	16.5	-40.4	73.2	2.5
기타	-25.4	-7.9	-5.0	-5.1	-6.7
기타현금흐름	-94.1	-138.4	-116.2	-151.7	-163.5
투자활동 현금흐름	-190.7	-136.0	-141.2	-147.8	-152.4
유형자산의 취득	-134.1	-172.7	-150.0	-150.0	-150.0
유형자산의 처분	5.5	10.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.4	-0.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	23.9	8.7	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-82.0	30.8	21.1	14.5	9.9
기타	-4.4	-12.2	-12.3	-12.3	-12.3
재무활동 현금흐름	-426.4	-395.7	27.0	25.9	25.9
차입금의 증가(감소)	-354.8	-352.0	75.0	75.0	75.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-29.9	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-27.3	-36.7	-40.9	-42.0	-42.0
기타	-14.4	-7.0	-7.1	-7.1	-7.1
기타현금흐름	-0.2	0.0	-4.5	-4.5	-4.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-132.6	26.0	525.8	411.1	636.2
기초현금 및 현금성자산	234.4	101.8	127.8	653.6	1,064.7
기말현금 및 현금성자산	101.8	127.8	653.6	1,064.7	1,700.9

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	14,667	8,796	12,693	16,958	19,264
BPS	70,088	78,488	90,604	106,984	125,672
CFPS	23,300	17,997	22,336	27,415	29,846
DPS	1,350	1,500	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	6.0	8.8	5.6	4.2	3.7
PER(최고)	8.2	12.0	6.5		
PER(최저)	5.4	7.7	3.5		
PBR	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
PBR(최고)	1.7	1.3	0.9		
PBR(최저)	1.1	0.9	0.5		
PSR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
PCFR	3.7	4.3	3.2	2.6	2.4
EV/EBITDA	5.3	6.0	3.9	2.8	2.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	6.5	12.3	8.8	6.6	5.8
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.5	1.9	2.1	2.1	2.1
ROA	10.9	6.4	8.9	10.7	10.7
ROE	23.4	11.8	15.0	17.2	16.6
ROIC	16.3	10.2	14.5	19.0	20.6
매출채권회전율	8.7	7.9	8.3	9.6	8.7
재고자산회전율	12.4	10.6	10.3	12.0	10.9
부채비율	96.6	72.6	64.0	58.3	51.5
순차입금비율	53.6	36.6	17.5	5.9	-8.1
이자보상배율	9.7	8.4	11.1	14.0	14.9
총차입금	1,457.2	1,156.1	1,231.1	1,306.1	1,381.1
순차입금	1,257.5	961.3	531.6	210.0	-341.3
NOPLAT	764.1	570.5	718.0	888.1	969.5
FCF	345.3	420.9	465.3	354.5	576.5

Compliance Notice

- 당사는 6월 3일 현재 '금호석유' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

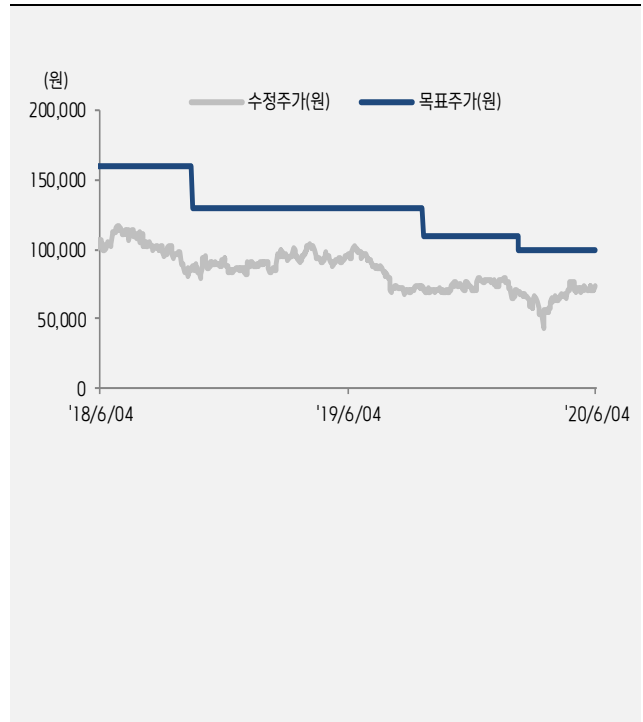
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주 가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
금호석유 (011780)	2018-06-05	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-34.44	-29.69
	2018-06-26	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-31.47	-26.88
	2018-08-06	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-31.61	-26.88
	2018-08-08	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-33.83	-26.88
	2018-09-21	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-35.76	-26.88
	2018-10-17	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-33.58	-28.00
	2018-11-05	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-33.08	-26.23
	2018-11-07	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-32.76	-26.23
	2019-01-09	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-32.60	-26.23
	2019-01-21	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-32.51	-26.23
	2019-02-20	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-30.93	-22.31
	2019-04-04	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-30.27	-20.00
	2019-05-02	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-28.79	-25.00
	2019-05-29	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-26.96	-21.15
	2019-06-28	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-29.26	-21.15
	2019-08-06	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-34.43	-21.15
	2019-09-23	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-34.59	-30.55
	2019-12-04	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-33.38	-27.55
	2020-02-11	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-35.44	-30.70
	2020-03-12	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-38.74	-30.70
2020-04-07	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-38.60	-30.70	
2020-04-10	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-35.47	-23.60	
2020-05-12	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-34.05	-23.60	
2020-06-04	Buy(Maintain)	100,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%