

금호석유 (011780)

4Q20도 증익. 2021년 영업이익 사상 최초로 1조원 상회 전망

3Q20 영업이익 컨센 28% 상회 추정. 합성고무 서프라이즈

3Q20 영업이익은 2,138억원(QoQ +78%, YoY +211%)으로 컨센(Fnguide기준 1,676억원)을 28% 상회했다. 3개 분기 연속 컨센 상회이자, 최근 15번의 실적 발표 중 11번 째 서프라이즈다. 10년 래 최대 영업이익이며, OPM은 사상 최대치다. 합성고무 영업이익은 882억원(OPM 21%)으로 10년 래 최대치이며, OPM은 사상 최대치다. NB Latex 마진이 사상 최대치를 기록한 덕이다. 페놀유도체 영업이익은 697억원(QoQ +99%)으로 대폭 개선되었다. BPA/페놀 호조와 아세톤 급등 영향이다. ABS/PS 호조로 합성수지 영업이익은 367억원(QoQ +59%)으로 사상 최대치다.

4Q20 영업이익 QoQ 증익. 컨센 대비 76% 상회할 것

4Q20 영업이익은 2,454억원(QoQ +15%, +1,426%)으로 10년 래 최대치를 재차 갱신할 것이다. 현재 컨센(1,391억원) 76% 상회다. 정기보수/환율하락에도 불구하고, 증익을 전망하는 것은 합성고무 영업이익을 1,305억원(QoQ +48%)으로 가정했기 때문이다. 정기보수에도 불구하고, 11월 NBL 6만톤 증설로 NBL 판매량은 큰 변화가 없다. 또한 타이트한 수급을 반영해 4Q20 NBL 가격 가정을 3Q20 947\$/톤에서 1,400\$/톤으로 50% 상향했다. 마진 250\$/톤 개선을 가정해 NBL의 증익효과를 420억원(14.5만톤*250\$/톤*환율)으로 반영한 셈이다. 여타 사업부는 정기보수를 고려해 감익 추정했다. 다만, 스프레드는 확대되었기에 이는 다소 보수적 가정이다.

Conviction BUY. 2021년 고무 호황으로 영업이익 1조 예상

TP를 20만원에서 25만원으로 조정하며 Conviction BUY를 유지한다. TP는 2021년 EPS에 PER 10배를 적용했고, 2021년 추정치도 15% 상향했다. 경쟁사 대만 Nantex의 PER 15배를 할인한 보수적인 수치다. 2021년 합성고무 사업의 초호황을 전망한다. 현재 말레이/중국 니트릴장갑 업체의 OPM은 60~70%다. 최근 전방업체의 초호황을 반영해 NBL 업체 또한 가격 폭등/마진 급등이 현실화되고 있으며, 범용고무(SBR/BR)까지도 회복세이기에 2021년은 2011년보다 강한 합성고무 실적이 기대된다. 이를 바탕으로 2021년에는 사상 최초로 전사 영업이익 1조원 시대가 열릴 전망이다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 250,000원(상향) | CP(11월 6일): 153,500원

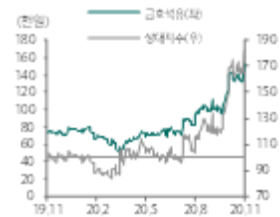
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,416.50
52주 최고/최저(원)	154,000/43,950
시가총액(십억원)	4,676.8
시가총액비중(%)	0.28
발행주식수(천주)	30,467.7
60일 평균 거래량(천주)	253,041.0
60일 평균 거래대금(십억원)	30.1
20년 배당금(예상, 원)	3,000
20년 배당수익률(예상, %)	1.95
외국인지분율(%)	29.93
주요주주 지분율(%)	
박철완 외 8인	24.87
국민연금공단	9.19
주가상승률	1M 6M 12M
절대	25.3 121.2 110.0
상대	22.7 76.5 86.3

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	4,536.8	4,815.0
영업이익(십억원)	562.7	596.0
순이익(십억원)	453.7	466.7
EPS(원)	13,674	13,918
BPS(원)	108,696	123,577

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	5,584.9	4,977.9	4,522.9	4,928.4	4,956.9
영업이익	십억원	554.6	367.8	712.4	1,030.0	1,120.5
세전이익	십억원	616.9	379.3	767.3	1,108.7	1,213.7
순이익	십억원	491.2	294.6	560.1	842.4	922.2
EPS	원	14,667	8,796	16,722	25,153	27,536
증감률	%	130.00	(40.03)	90.11	50.42	9.47
PER	배	5.95	8.81	9.18	6.10	5.57
PBR	배	1.22	0.97	1.61	1.30	1.08
EV/EBITDA	배	5.25	6.00	5.80	3.72	3.33
ROE	%	23.45	11.84	19.39	23.88	21.42
BPS	원	71,284	79,684	95,186	117,836	141,619
DPS	원	1,350	1,500	3,000	4,500	4,500



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

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

표 1. 금호석유 3Q20 Review

(십억원, %, %p)

	3Q20P	2Q20	3Q19	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	1,188.3	1,026.3	1,220.0	-2.6	15.8	1,125.3	5.6	1,137.3	4.5
영업이익	213.8	120.1	68.7	211.2	78.0	215.3	-0.7	139.1	53.7
세전이익	223.9	126.7	68.8	225.4	76.7	230.8	-3.0		N/A
순이익	146.2	99.7	47.6	207.1	46.6	182.5	-19.9	102.3	42.9
영업이익률	18.0	11.7	5.6	12.4	6.3	19.1	-1.1	12.2	5.8
세전이익률	18.8	12.3	5.6	13.2	6.5	20.5	-1.7	0.0	18.8
순이익률	12.3	9.7	3.9	8.4	2.6	16.2	-3.9	9.0	3.3

자료: 하나금융투자

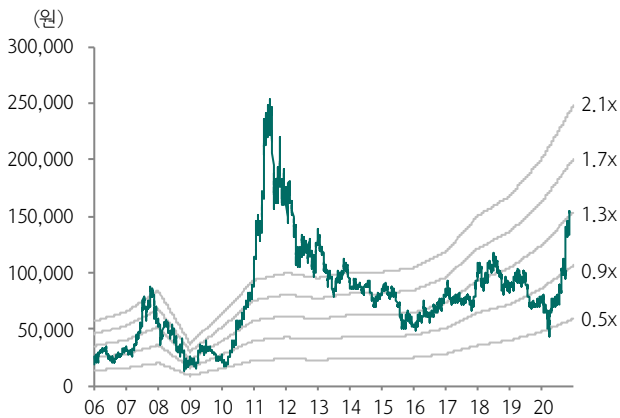
표 2. 금호석유 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원, %, %p)

	2020F			2021F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	4,522.9	4,552.6	-0.7	4,928.4	4,755.0	3.6
영업이익	712.4	695.7	2.4	1,030.0	897.3	14.8
세전이익	767.3	740.9	3.6	1,108.7	966.1	14.8
순이익	560.1	591.5	-5.3	842.4	734.1	14.8
영업이익률	15.8	15.3	0.5	20.9	18.9	2.0
세전이익률	17.0	16.3	0.7	22.5	20.3	2.2
순이익률	12.4	13.0	-0.6	17.1	15.4	1.7

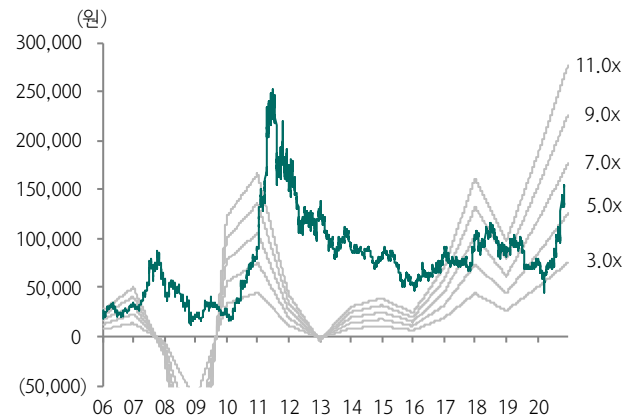
자료: 하나금융투자

그림 1. 금호석유 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

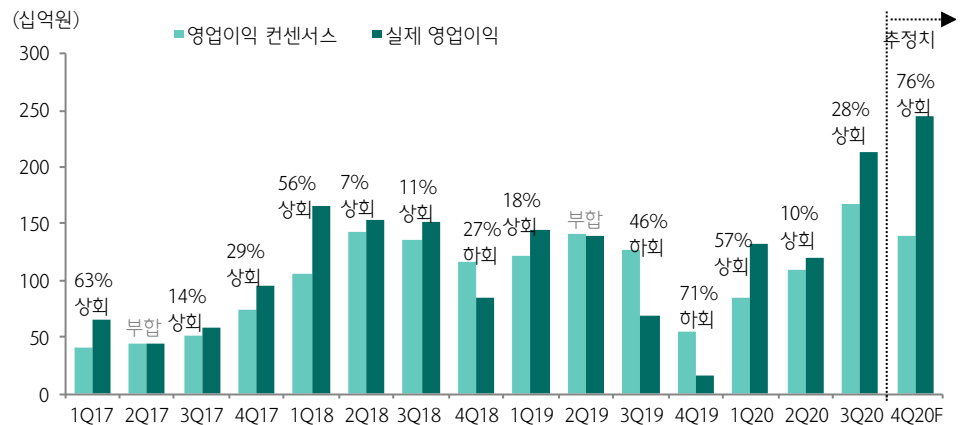
그림 2. 금호석유 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 3. 최근 15번의 실적 발표 중 11번이 컨센서스 상회. 4Q20과 2021년에도 지속될 것

컨센서스를 지속 상회하는 실제 실적



자료: 하나금융투자

표3. 금호석유 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2019				FY2020				FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F				
매출액	1,275.1	1,297.1	1,220.0	1,185.7	1,225.5	1,026.2	1,188.3	1,082.9	5,584.9	4,977.9	4,522.9	4,928.4
QoQ(%)	-5.7%	1.7%	-5.9%	-2.8%	3.4%	-16.3%	15.8%	-8.9%				
YoY(%)	-4.8%	-10.0%	-15.9%	-12.3%	-3.9%	-20.9%	-2.6%	-8.7%	10.3%	-10.9%	-9.1%	9.0%
합성고무	477.3	499.9	485.8	455.2	469.3	369.9	428.2	425.1	2,015.4	1,918.2	1,692.5	1,957.4
합성수지	288.2	311.6	292.1	276.2	285.7	250.5	286.8	237.5	1,225.7	1,168.1	1,060.5	1,189.1
에너지/정밀화학	143.2	127.7	135.3	135.1	123.8	96.8	106.6	97.3	587.6	541.3	424.5	386.3
페놀(금호 P&B)	366.4	357.9	306.8	319.2	346.7	309.0	366.7	323.1	1,756.2	1,350.3	1,345.5	1,395.6
영업이익	144.2	138.9	68.7	16.1	133.1	120.1	213.8	245.4	554.6	367.9	712.4	1,030.0
영업이익률(%)	11.3%	10.7%	5.6%	1.4%	10.9%	11.7%	18.0%	22.7%	9.9%	7.4%	15.8%	20.9%
QoQ(%)	71.0%	-3.7%	-50.6%	-76.6%	728.1%	-9.8%	78.0%	14.8%				
YoY(%)	-13.0%	-9.5%	-54.5%	-80.9%	-7.7%	-13.5%	211.3%	1426.0%	111.2%	-33.7%	93.6%	44.6%
합성고무	49.2	61.0	43.0	8.2	65.7	48.3	88.2	130.5	110.0	161.3	332.6	605.6
영업이익률(%)	10.3%	12.2%	8.9%	1.8%	14.0%	13.1%	20.6%	30.7%	5.5%	8.4%	19.7%	30.9%
QoQ(%)	745.1%	24.1%	-29.5%	-80.9%	701.9%	-26.5%	82.7%	47.9%				
YoY(%)	48.0%	42.2%	53.3%	40.8%	33.6%	-20.8%	105.2%	1492.2%	88.8%	46.7%	106.2%	82.1%
합성수지	17.9	19.3	7.6	2.5	25.7	23.0	36.7	32.7	41.4	47.3	118.2	107.4
영업이익률(%)	6.2%	6.2%	2.6%	0.9%	9.0%	9.2%	12.8%	13.8%	3.4%	4.0%	11.1%	9.0%
QoQ(%)	흑전	8.1%	-60.7%	-67.3%	934.4%	-10.4%	59.3%	-10.9%				
YoY(%)	-25.4%	19.2%	-21.1%	흑전	43.9%	19.3%	383.4%	1215.1%	-30.6%	14.3%	150.0%	-9.1%
에너지/정밀화학	39.1	26.3	21.2	22.6	27.9	13.7	19.1	17.3	145.6	109.2	78.0	69.7
영업이익률(%)	27.3%	20.6%	15.6%	16.8%	22.5%	14.1%	17.9%	17.8%	24.8%	20.2%	18.4%	18.0%
QoQ(%)	-8.8%	-32.6%	-19.6%	7.0%	23.1%	-50.9%	39.7%	-9.4%				
YoY(%)	-7.0%	3.2%	-39.8%	-47.2%	-28.7%	-48.0%	-9.6%	-23.4%	27.7%	-25.0%	-28.6%	-10.6%
페놀(금호 P&B)	38.1	32.2	-3.1	-17.2	13.9	35.1	69.7	64.9	257.3	50.0	183.6	247.2
영업이익률(%)	10.4%	9.0%	-1.0%	-5.4%	4.0%	11.4%	19.0%	20.1%	14.7%	3.7%	13.6%	17.7%
QoQ(%)	-12.6%	-15.5%	적전	적지	흑전	153.3%	98.5%	-7.0%				
YoY(%)	-42.8%	-53.3%	적전	적전	-63.6%	9.1%	흑전	흑전	739.4%	-80.6%	267.2%	34.6%
당기순이익	114.0	115.3	47.6	17.9	127.6	99.8	146.2	186.6	503.1	294.7	560.2	842.6
당기순이익률(%)	8.9%	8.9%	3.9%	1.5%	10.4%	9.7%	12.3%	17.2%	9.0%	5.9%	12.4%	17.1%
QoQ(%)	85.3%	1.1%	-58.7%	-62.4%	612.5%	-21.8%	46.5%	27.6%				
YoY(%)	-20.7%	-34.3%	-61.2%	-70.9%	12.0%	-13.4%	207.3%	941.9%	131.1%	-41.4%	90.1%	50.4%
지배순이익	113.9	115.2	47.6	17.9	127.6	99.7	146.2	186.6	491.2	294.6	560.1	842.4

자료: 하나금융투자

Appendix) 주요 제품별 수급전망

1) ABS/PS의 타이트한 수급은 2021년에도 지속

ABS의 타이트한 수급은 2021년에도 지속

ABS의 타이트한 수급은 2021년에도 지속될 가능성이 높다. 중국 ABS 가동률이 현재 100%에 육박하면서 최근 4년 래 가장 타이트한 상황인데다, 언택트 환경 지속으로 중국을 비롯한 글로벌 가전 수요 또한 견조할 것이기 때문이다. ABS의 전방 수요 중 15%를 차지하는 자동차의 판매량/생산량이 턱어라운드 하고 있다는 점도 수요 측면의 긍정적 요인이다.

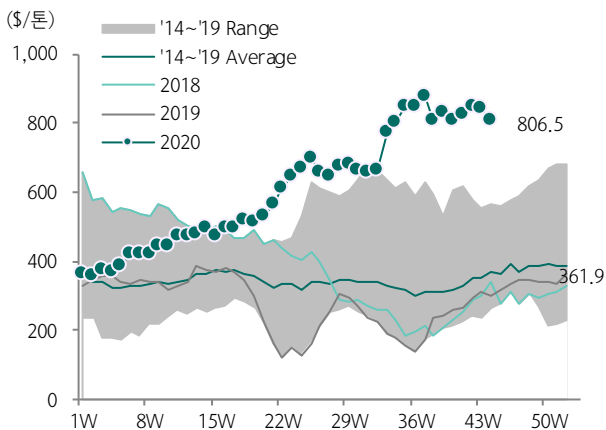
2021년 글로벌 ABS 증설은 60만톤 수준으로 전체 설비의 5%

2021년 글로벌 ABS 증설은 60만톤 수준으로 전체 설비의 5% 수준에 해당한다. 60만톤 중 대부분을 차지하는 설비는 중국 Zhenjiang ChiMei(GPP JV) 45만톤/년으로 2021년 초 증설이 예정되어 있다. 이는 해당 회사의 전체 Capa 92만톤/년 중 절반에 해당하는 대규모 증설이다. 나머지는 Toray Malaysia 7.5만톤/년, Ineos France 5만톤/년으로 2021년 초부터 가동이 예정되어 있다. 참고로, 한국의 플레이어는 LG화학 150만톤/년 (한국80만톤/년 + 중국 70만톤/년), 롯데첨단소재(롯데케미칼) 63만톤/년, 금호석유 25만톤/년이다.

PS의 수급은 ABS보다 더욱 타이트할 전망

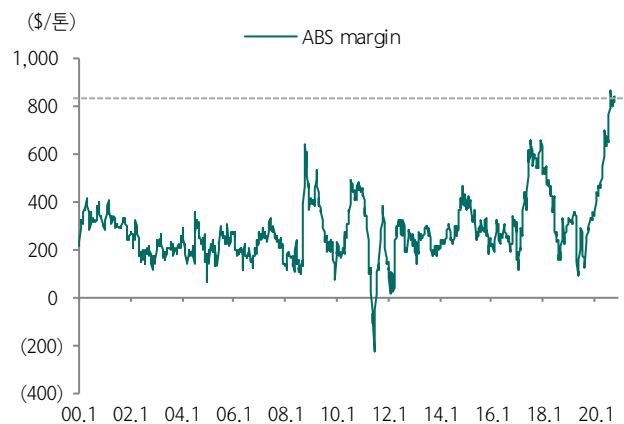
PS의 수급은 ABS보다 더욱 타이트할 전망이다. 2020년 PS는 총 37만톤 폐쇄가 예정되어 있는데, 이는 글로벌 Capa의 2.4%에 해당한다. Saudi Polymers의 10만톤/년과 Total의 14.5만톤, Ineos의 7.5만톤이 대표적이다. 2021년에도 Saudi Polymers의 10만톤/년 폐쇄가 예정되어 있어, 글로벌 Capa의 0.7%가 사라질 것이다. 이는 가전/일회용품기/장난감 등에 사용되는 PS가 ABS/PC 등 경쟁 원재료에 M/S를 뺏기면서 기존 플레이어들이 증설을 꺼리기 때문에 나타나는 현상이다. 하지만, 시장의 예상과 달리 최근 가전 수요 강세와 ABS 대체 역할이 늘어나면서 PS의 수급은 타이트해 졌고, 현재 마진은 2000년 이후 가장 높은 수준에서 유지되고 있다. 향후 수급을 감안할 때, PS 강세는 2021년에도 지속될 것이다.

그림 4. ABS마진 6년 밴드 상단을 상회



자료: 하나금융투자

그림 5. ABS마진 2000년 이후 사상 최대치 지속



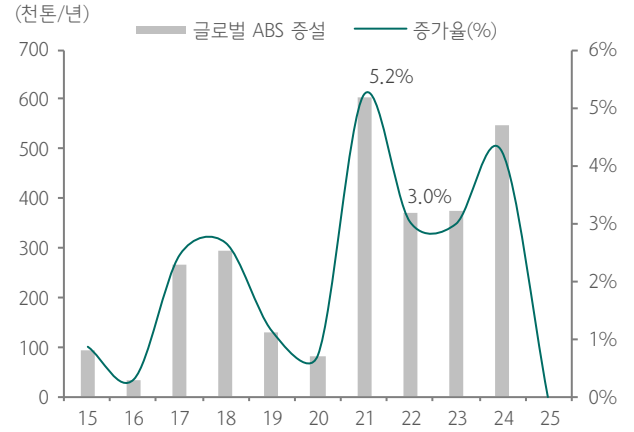
자료: 하나금융투자

그림 6. 중국 ABS 가동률 100% 육박



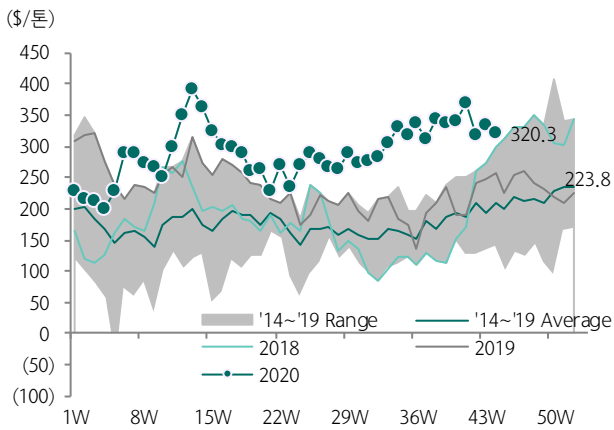
자료: 하나금융투자

그림 7. 글로벌 ABS 증설 2021년 5% 가량 예정



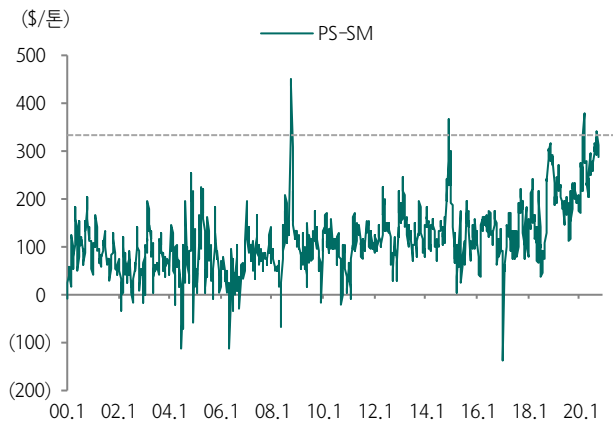
자료: 하나금융투자

그림 8. PS마진 6년 밴드 상단을 상회



자료: 하나금융투자

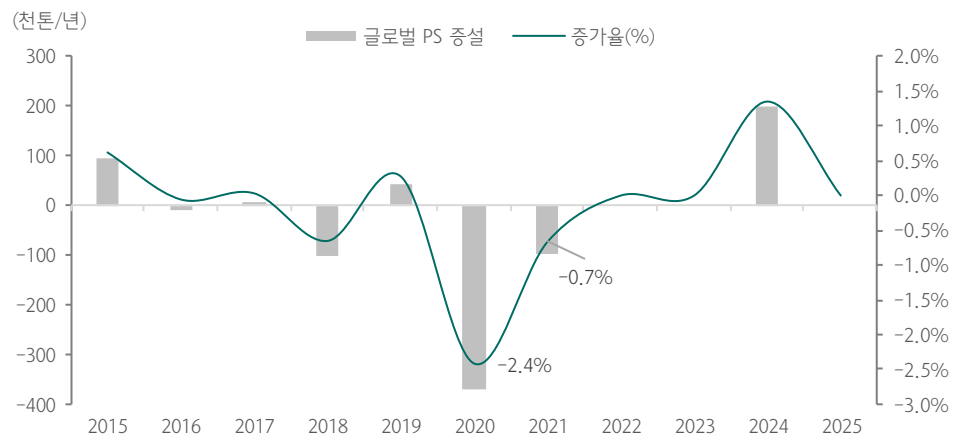
그림 9. PS마진 2000년 이후 사상 최대 수준 지속



자료: 하나금융투자

그림 10. 글로벌 PS 증설 추이

2020~21년 설비 폐쇄가
예정되어 있음



자료: 하나금융투자

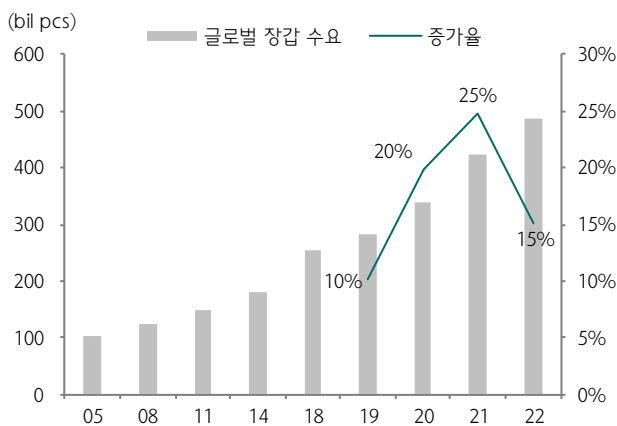
2) NB Latex, 2021년 초호황이 예상된다

(1) 2021~22년에도 위생용 장갑 수요는 20% 내외의 성장

2021~22년에도 위생용 장갑 수요는 20% 내외의 성장

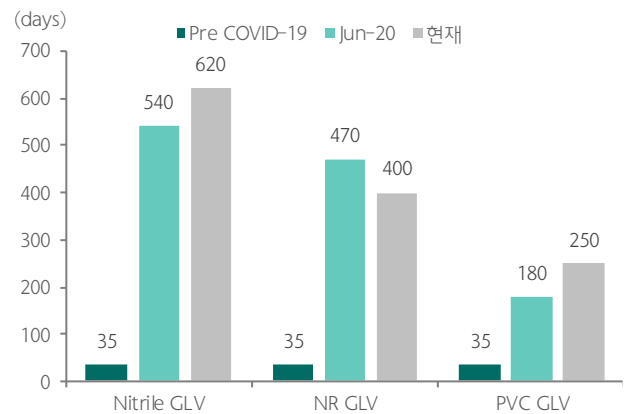
글로벌 Top-Tier 장갑업체인 Hartalega는 자체적으로 매년 20% 가량의 공격적인 증설을 하더라도, 향후 3~4년 동안은 장갑수요가 공급을 초과할 것이라 밝혔다. COVID-19으로 소비자들의 위생에 대한 관념과 행동양식이 변하기 때문이라는 설명이다. Top Glove는 2021~22년 연간 글로벌 장갑 수요가 COVID-19 이전 10% 수준에서 20% 내외로 상향될 것이며, 과거 30~40일에 불과했던 Lead Time이 600일을 상회했다고 언급했다.

그림 11. 글로벌 장갑수요는 21~22년에도 20% 내외의 성장 예상



자료: Top Glove, 하나금융투자

그림 12. Top Glove는 현재 Lead Time이 600일을 상회한다고 보고



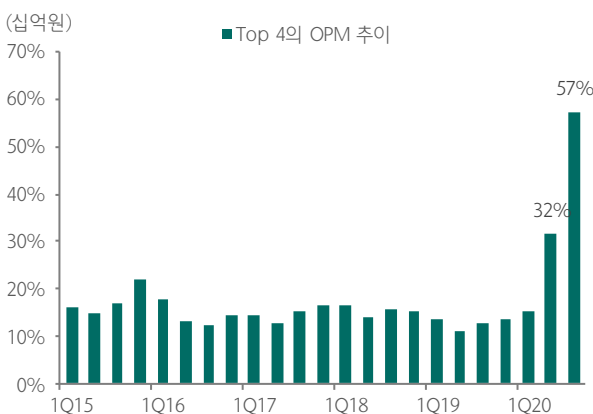
자료: Top Glove, 하나금융투자

(2) 장갑 업체의 영업이익률은 60% 육박

장갑 업체의 OPM은 60% 육박

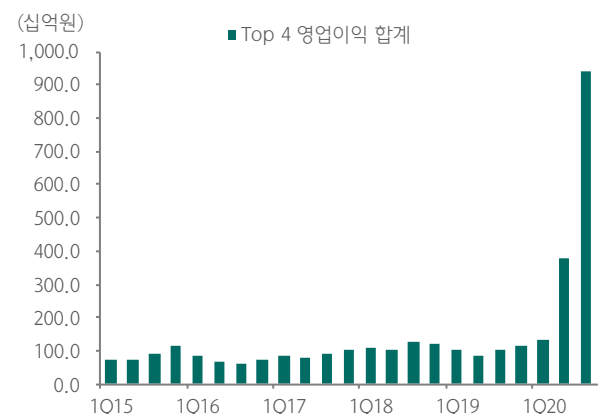
글로벌 Top 4 장갑업체의 3Q20 OPM은 57%로 QoQ +25%p 폭등했다. (KRI는 3Q20 제외, 실적 미발표) 물량 증가와 ASP 상승이 결합된 결과다. 합산 영업이익은 전분기 3.8천억원에서 KRI를 제외한 Top 3 만으로도 9.4천억원으로 1조 가까운 수치를 시현했다. 과거 Top 4 합산 수치가 분기 1천억원 수준이었던 것을 감안하면 10배 가량 늘어난 셈이다.

그림 13. 글로벌 Top 4 니트릴 장갑업체의 OPM 추이



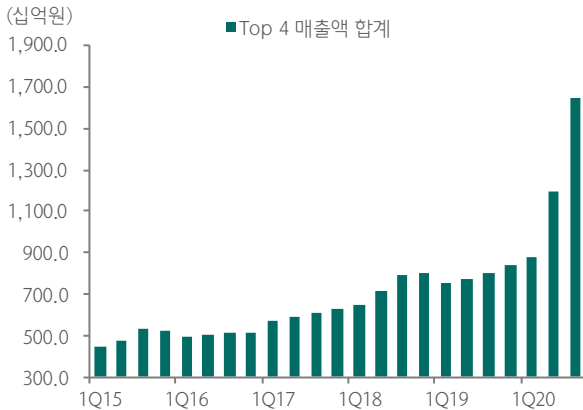
주: 3Q20 실적에는 KRI 수치 제외, 실적 미발표 / 자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 14. 글로벌 니트릴 장갑 Top 4 업체의 영업이익 추이



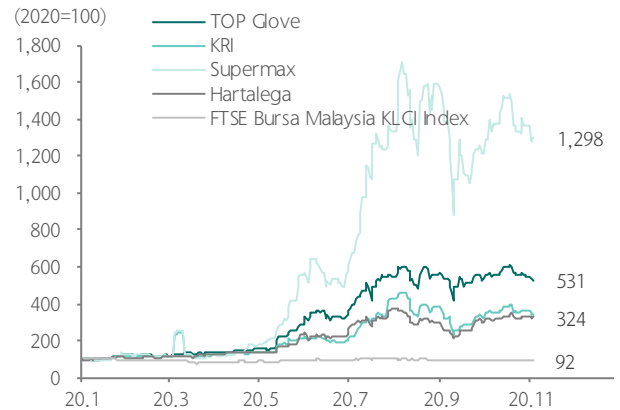
주: 3Q20 실적에는 KRI 수치 제외, 실적 미발표 / 자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 15. 글로벌 니트릴 장갑 Top 4 업체의 합산 매출액 추이



주: 3Q20 실적에는 KRI 수치 제외. 실적 미발표 / 자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 16. 글로벌 Top 4 장갑업체의 주가 추이

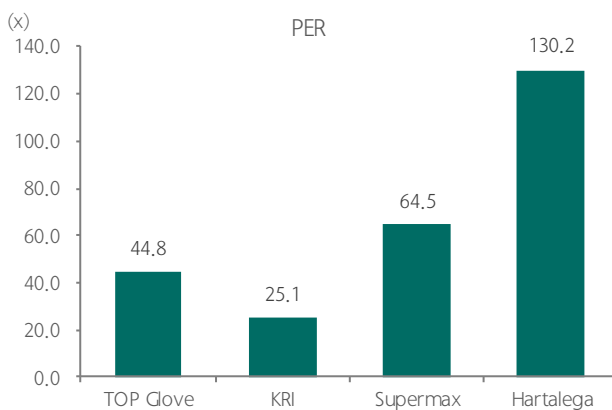


자료: Bloomberg, 하나금융투자

장갑업체의 Valuation은 PER 25~60배 수준에서 거래

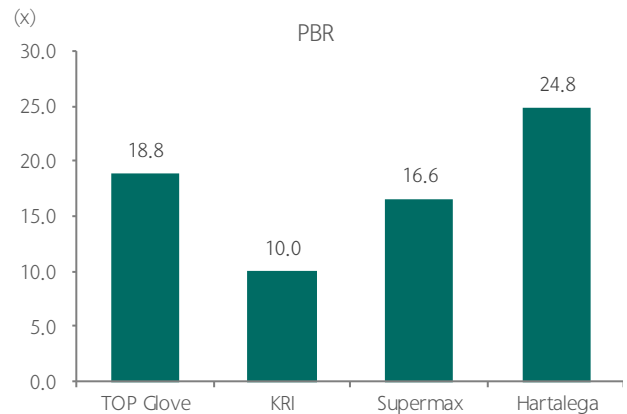
2020년 기준 말레이시아 니트릴 장갑 Top 4 업체의 PER은 25~60배, PBR은 10~20배 수준에서 거래되고 있다. 참고로, 해당 업체들의 ROE는 20~40% 수준이다. 폭발적인 수요 성장과 중장기 매출 성장에 대한 시장의 높은 신뢰를 표현하는 수치라 판단된다.

그림 17. 글로벌 니트릴 장갑업체의 Valuation 비교 - PER



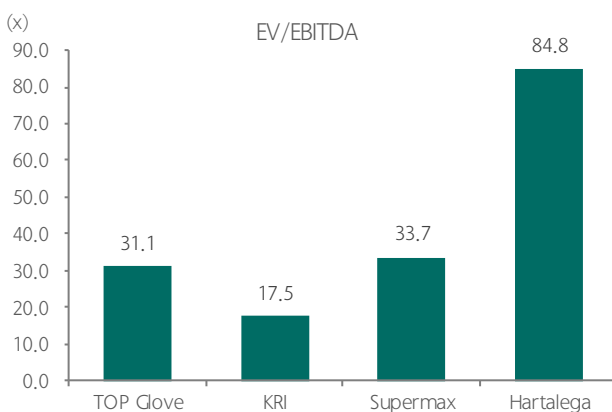
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 18. 글로벌 니트릴 장갑업체의 Valuation 비교 - PBR



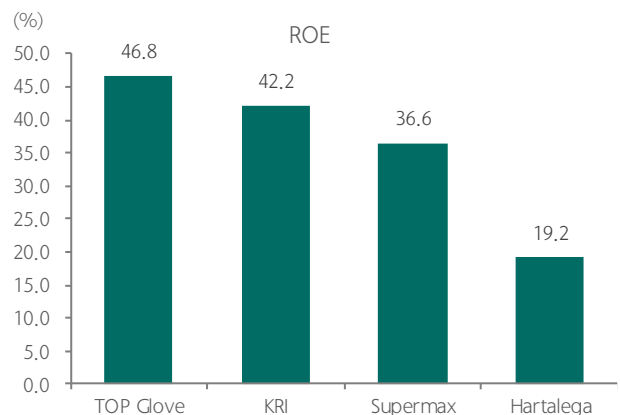
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 19. 글로벌 니트릴 장갑업체의 Valuation 비교 - EV/EBITDA



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 20. 글로벌 니트릴 장갑업체의 ROE 비교



자료: Bloomberg, 하나금융투자

(3) 2021~22년, 중국의 수요 폭발이 다가온다

2021~22년에는 중국인들의 위생에 대한 관념 변화로 장갑 수요가 폭발적으로 늘어날 것

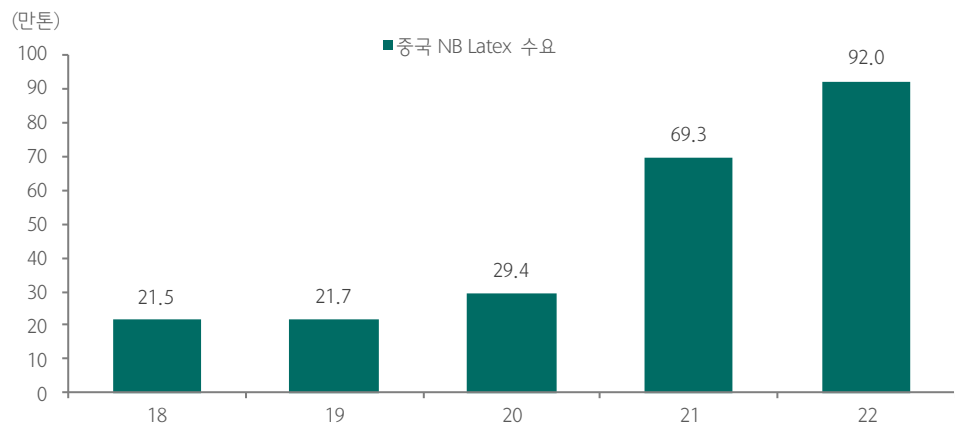
2021~22년에는 중국인들의 위생에 대한 관념 변화로 장갑 수요가 폭발적으로 늘어날 것으로 전망한다. 미국/유럽의 인당 장갑 사용량이 100~150개인데 반해, 중국의 그것은 6개에 불과하다는 점도 폭발적인 수요 증가 가능성을 짐작케 한다. 실제, 최근 주요 중국 장갑/위생관련 업체들의 장갑 라인의 대규모 증설이 포착된다. 대표적인 업체가 INTCO, Blue Sail, ZH Pulin 등이다. 전방 장갑 업체의 공격적인 이로 인해, 중국의 NB Latex 수요는 2021년 YoY +40만톤(+2배), 2022년에는 YoY +23만톤(+33%) 가량 폭발적으로 늘어날 것으로 추정된다.

중국 장갑업체의 이익률 폭등세 포착

이러한 중국 장갑 업체의 대규모 증설 러시는 1) 중국 장갑/위생용품 업체 INTCO의 주가가 연초 대비 주가가 10배 가량 상승했다는 점 2) 1Q20 대비 2~3Q20의 매출액은 5~6배 가량, 영업이익은 15~22배 가량 급증한 점 3) 영업이익률은 기존 10~20%에서 60~70%까지 폭등했다는 것에서 이유를 찾을 수 있겠다. 실제 한국의 NB Latex 물량의 대부분은 말레이시아향인데, 최근 중국의 수요가 급증하면서 중국향 수출 가격이 급등하고 있는 상황으로 파악된다.

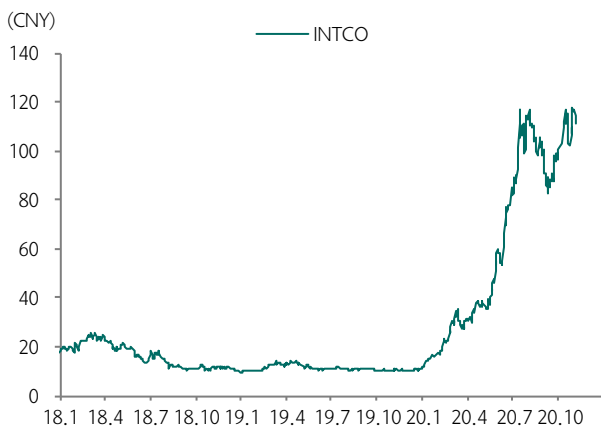
중국의 NB Latex 수요는 2020년 대비 2022년에 약 3배 가량 늘어날 것

그림 21. 중국 NB Latex 수요 추이 전망(장갑업체 증설 감안)



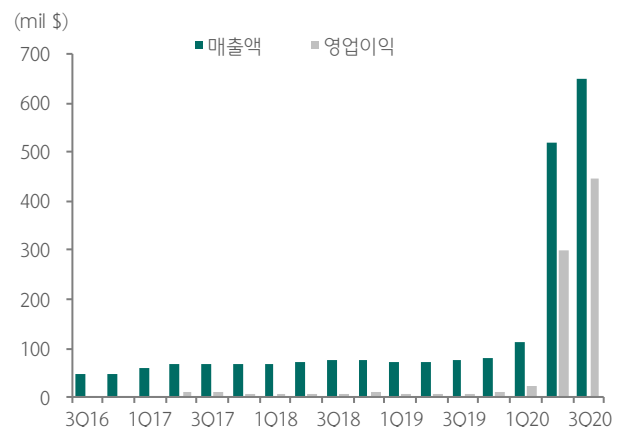
자료: 하나금융투자

그림 22. 중국 장갑/위생용품 업체 INTCO의 주가 추이



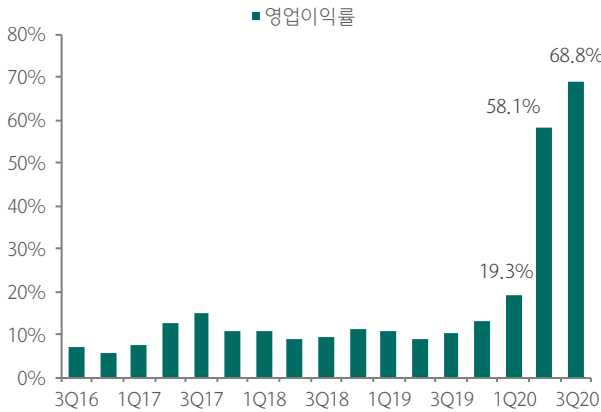
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 23. 중국 장갑/위생용품 업체 INTCO의 매출액/영업이익 추이



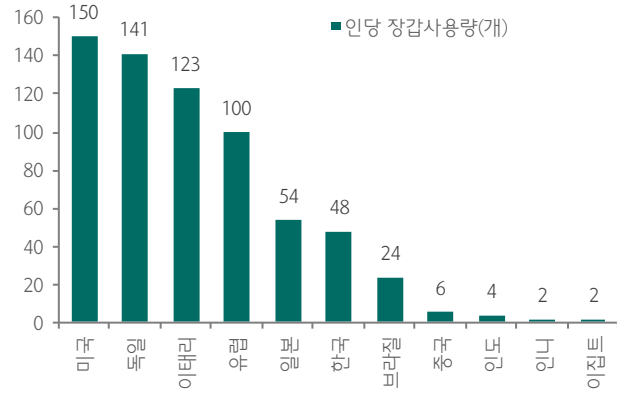
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 24. 중국 장갑/위생용품 업체 INTCO의 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 25. 중국의 인당 장갑사용량은 여타 국가 대비 현저히 낮아



자료: Top Glove, 하나금융투자

(4) NB Latex 물량이 없다. 최근 증설 발표에도 공급부족은 지속

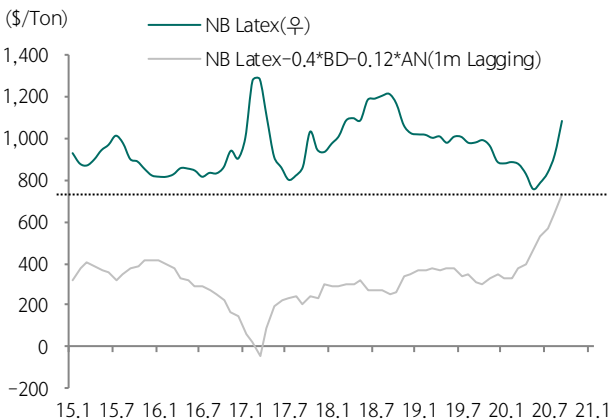
NBL 최근 증설에도 불구하고, 2021~22년 공급부족 지속될 것

최근의 금호석유/LG화학/Nantex/Synthomer 등의 주요 NBL 업체들의 증설 발표를 종합해보면, 글로벌 증설 물량은 2021년 20만톤(YoY +10%), 2022년 16만톤(+7%) 가량으로 연간 공급 증가는 10% 수준이다. 하지만, 앞서 살펴본 바와 같이 장갑 수요는 연간 20% 내외로 성장할 것으로 전망된다. 특히, 중국의 2021년 NB Latex 수요 증가분만 약 40만톤에 달한다는 점을 감안해도 현재 예정된 NBL 증설로 전방 수요 급증을 충당할 수 없다. 즉, 2021년 NBL 시장은 심각한 공급부족이 발생할 가능성이 높다.

가격/마진 급등이 타이트한 시장 상황을 증명

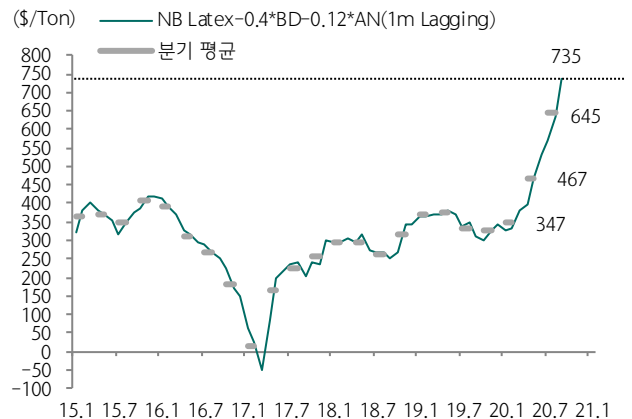
NBL의 수급 밸런스가 임계점을 돌파했다는 증거는 가격/마진을 통해 증명된다. 중국 업체들이 높은 가격을 책정하고 NBL을 구매하기 시작하면서 한국의 수출가격이 급등세를 나타내고 있고, 매출액 또한 9월 기준으로 사상 최대치를 재차 갱신했다. 특히, NBL 마진은 현재 735\$/톤으로 1Q20 평균 347\$/톤 대비 약 2배 가량 급등한 상황이다. 향후 공급과잉이 더욱 심해질 가능성이 높다는 점을 감안하면 NBL의 마진은 추가 폭등세가 기대된다.

그림 26. NB Latex 가격/마진 급등. 마진은 사상 최대치



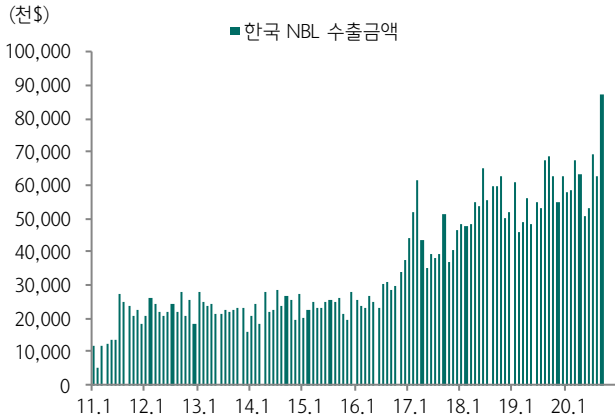
자료: 하나금융투자

그림 27. NB Latex 마진 분기별로 대폭 개선 중



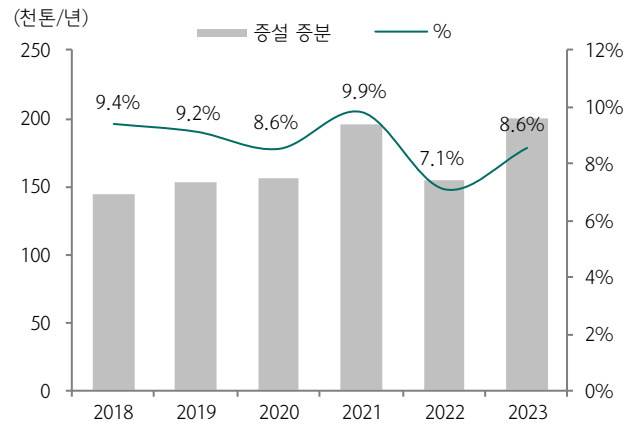
자료: 하나금융투자

그림 28. 한국의 9월 NBL 수출금액 사상 최대치 갱신



자료: 하나금융투자

그림 29. NB Latex 글로벌 증설 증분 추이



자료: 하나금융투자

표 4. 글로벌 NB Latex 업체별 증설 전망

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	비고
글로벌 NB Latex Capa	1,526	1,670	1,823	1,979	2,174	2,329	2,529	
증설 증분		144	153	156	195	155	200	
%		9.4%	9.2%	8.6%	9.9%	7.1%	8.6%	
금호석유(6만톤, 한국)					50			2020년 11월 완공
LG화학(10만톤, 중국)					75	25		2021년 3월 완공
Nantex(6만톤, 중국)					15	45		2021년 4Q 완공
Synthomer(6만톤, 말레이)					15	45		2021년 4Q 완공
Xingya(5만톤, 중국)					25	25		2021년 3Q 완공
Hualan(3만톤, 중국)					15	15		2021년 3Q 완공
LG화학(20만톤, 말레이)							200	2023년 완공

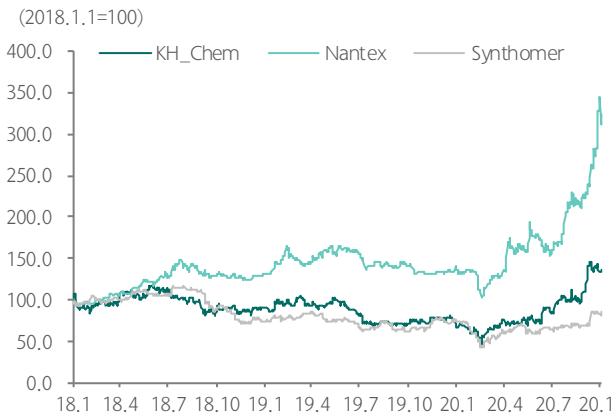
자료: 하나금융투자

(5) 경쟁사 대비 크게 저평가된 한국 NB Latex 업체, 금호석유

Nantex 대비 과도하게 저평가된 금호석유

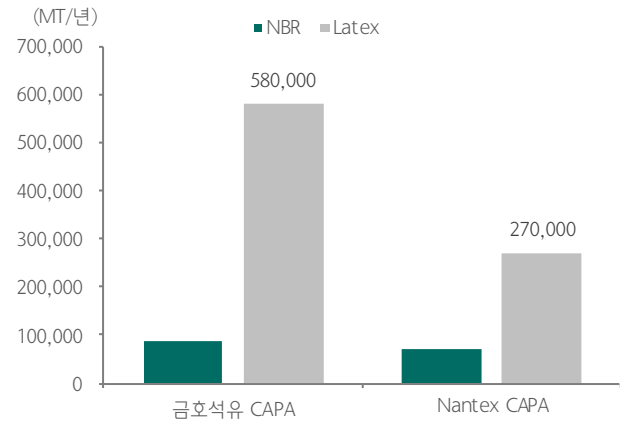
최근 글로벌 NB Latex No.3 업체 대만 Nantex의 주가 상승세가 가파르다. NBL 호황이 시작된 2018년 초 대비 Nantex의 주가 상승률은 3배 이상이나, 금호석유의 주가상승률은 35%에 불과하다. 더욱 황당한 것은 매출액/영업이익 대비 시총 차이이다. 현재 Nantex의 시총은 1.4조원이나, 금호석유의 시총은 4조원으로 3배 차이이다. 하지만, 금호석유의 매출액은 분기 당 약 1조원으로, Nantex의 분기 당 매출액 1천억원 내외의 10배에 달한다. 영업이익 또한 비슷한 차이를 보인다. Valuation 차이 또한 과도하다. 2021년 기준 Nantex의 PER 15배 대비, 금호석유의 PER은 6.4배에 불과하다. 금호석유가 글로벌 No.1 NBL 업체라는 점을 감안하면 No.3 Nantex 대비 과도한 저평가 국면이라 판단된다.

그림 30. 2018년부터 Nantex 대비 금호석유 주가는 Underperform



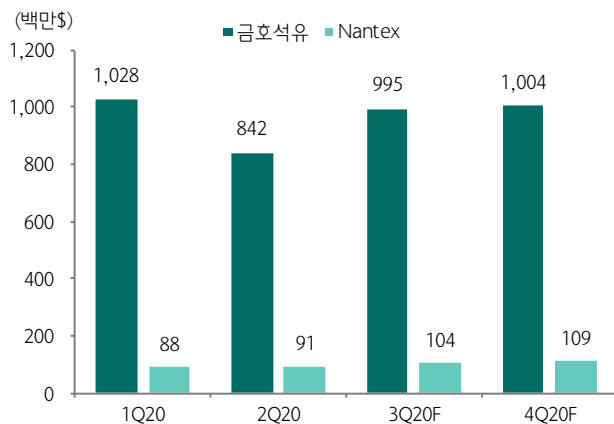
자료: 하나금융투자

그림 31. Nantex 대비 압도적인 금호석유의 NBL 규모



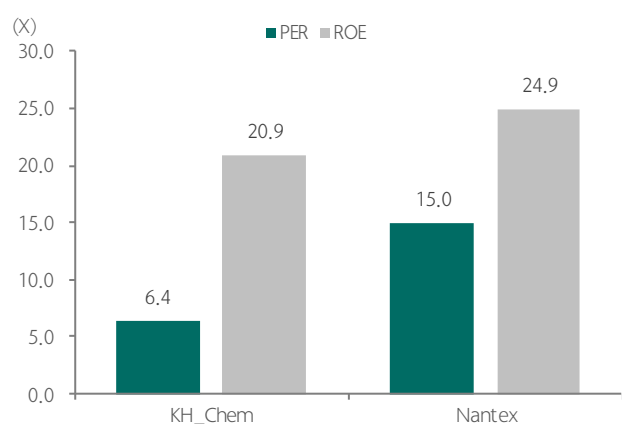
자료: 하나금융투자

그림 32. Nantex 대비 금호석유의 분기 당 매출액은 10배 차이



자료: 하나금융투자

그림 33. Nantex와 금호석유의 2021년 추정 PER, ROE 비교



자료: 하나금융투자

3) 손세정제의 원료 아세톤 수급도 매우 타이트할 것

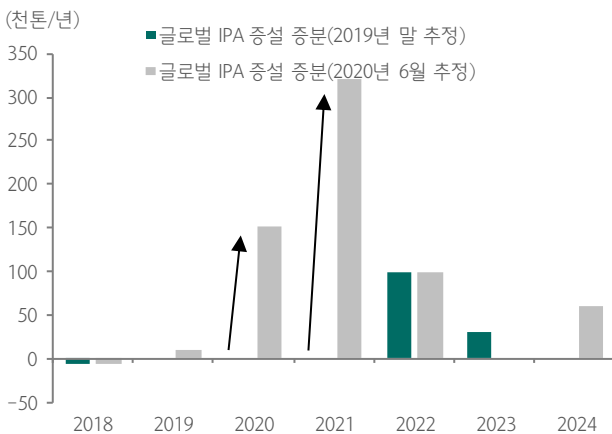
2021년 IPA 증설은 10%이나, 아세톤 증설은 1% 대에 불과해 아세톤은 심각한 공급 부족 현상이 지속

IPA는 손세정제의 원료다. COVID-19 영향으로 수요가 급증했음은 물론이고, 위생관념의 변화로 향후에도 높은 수요 성장이 나타날 가능성이 높다. 이를 반영해 글로벌 IPA의 증설은 급격하게 증가하고 있다. 2019년 말 기준 업데이트된 2021~22년 글로벌 IPA 증설은 전무했으나, 2020년 6월 기준 업데이트된 2020~21년 IPA 증설은 기존 예상 대비 15%나 급증했다. 반면, 원재료인 아세톤은 페놀 제조 시 병산되는 부산물이기에 IPA 증설보다는 페놀/BPA 증설과 연동한다. 따라서, 2021년 IPA 증설은 10%이나, 아세톤 증설은 1% 대에 불과해 아세톤은 심각한 공급 부족 현상이 지속될 것이다.

아세톤/프로필렌 공법 간의 상대적인 수익성 차이 또한 아세톤 강세의 배경으로 작용

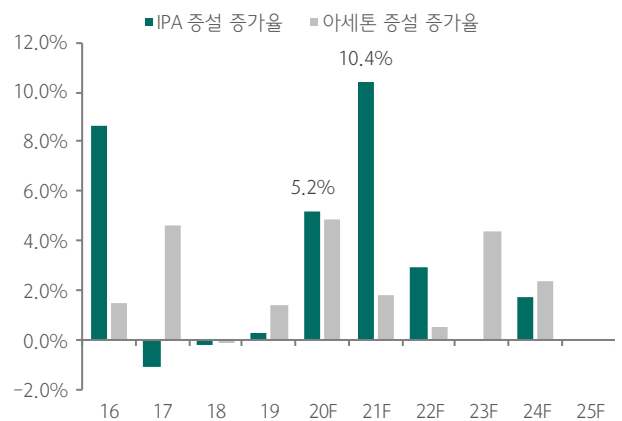
IPA는 아세톤을 원료로 사용하는 제법과 프로필렌을 원료로 사용하는 제법 두 가지가 있다. 최근 아세톤 공법이 선호되는 것은 정유사의 RFCC 수익성이 악화되었기 때문이다. 정유사의 RFCC 가동률이 하락하면서 여기서 생산되는 프로필렌이 줄어들고 자연스럽게 시장 가격이 상승하면서 프로필렌 공법의 수익성이 악화된 것이다. 아세톤/프로필렌 공법 간의 상대적인 수익성 차이 또한 아세톤 강세의 배경이 되는 셈이다.

그림 34. IPA 증설 추이. 갑자기 IPA 증설 러시가 나타나. 21년 집중



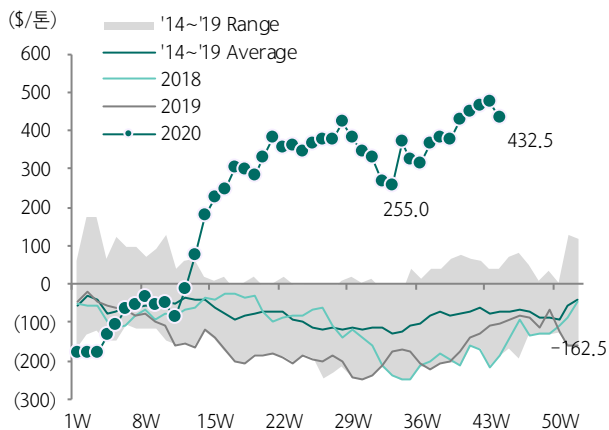
자료: 하나금융투자

그림 35. IPA와 아세톤 증설 비교. 2021년 아세톤 수급 타이트 심화



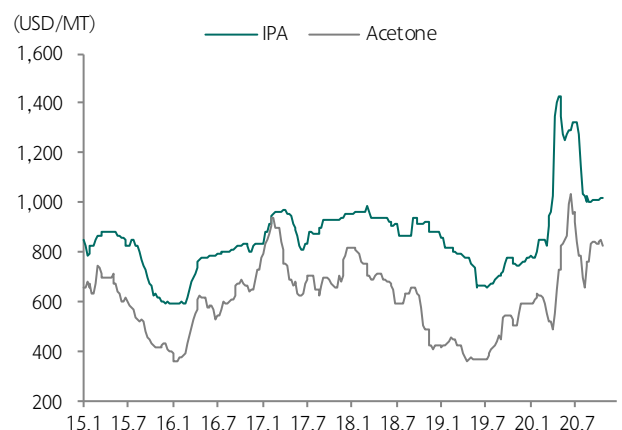
자료: 하나금융투자

그림 36. 아세톤 마진 초호황 유지



자료: 하나금융투자

그림 37. IPA와 아세톤 가격 추이



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	5,584.9	4,977.9	4,522.9	4,928.4	4,956.9
매출원가	4,854.2	4,412.5	3,613.3	3,689.8	3,627.7
매출총이익	730.7	565.4	909.6	1,238.6	1,329.2
판매비	176.1	197.7	197.1	208.7	208.6
영업이익	554.6	367.8	712.4	1,030.0	1,120.5
금융손익	(62.8)	(49.1)	(39.5)	(25.7)	(11.2)
종속/관계기업손익	118.1	39.0	70.0	80.0	80.0
기타영업외손익	7.0	21.6	24.4	24.4	24.4
세전이익	616.9	379.3	767.3	1,108.7	1,213.7
법인세	113.8	84.6	207.2	266.1	291.3
계속사업이익	503.1	294.7	560.2	842.6	922.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	503.1	294.7	560.2	842.6	922.4
비지배주주지분 손익	11.9	0.1	0.1	0.2	0.2
지배주주순이익	491.2	294.6	560.1	842.4	922.2
지배주주지분포괄이익	472.6	317.3	560.0	842.3	922.1
NOPAT	452.3	285.7	520.1	782.8	851.6
EBITDA	764.1	570.5	895.9	1,208.3	1,121.9
성장성(%)					
매출액증가율	10.27	(10.87)	(9.14)	8.97	0.58
NOPAT증가율	129.36	(36.83)	82.04	50.51	8.79
EBITDA증가율	59.02	(25.34)	57.04	34.87	(7.15)
영업이익증가율	111.20	(33.68)	93.69	44.58	8.79
(지배주주)순이익증가율	129.96	(40.02)	90.12	50.40	9.47
EPS증가율	130.00	(40.03)	90.11	50.42	9.47
수익성(%)					
매출총이익률	13.08	11.36	20.11	25.13	26.82
EBITDA이익률	13.68	11.46	19.81	24.52	22.63
영업이익률	9.93	7.39	15.75	20.90	22.60
계속사업이익률	9.01	5.92	12.39	17.10	18.61

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	14,667	8,796	16,722	25,153	27,536
BPS	71,284	79,684	95,186	117,836	141,619
CFPS	23,300	17,997	26,057	35,386	32,804
EBITDAPS	22,814	17,035	26,749	36,079	33,497
SPS	166,758	148,634	135,047	147,156	148,005
DPS	1,350	1,500	3,000	4,500	4,500
주가지표(배)					
PER	5.95	8.81	9.18	6.10	5.57
PBR	1.22	0.97	1.61	1.30	1.08
PCFR	3.75	4.31	5.89	4.34	4.68
EV/EBITDA	5.25	6.00	5.80	3.72	3.33
PSR	0.52	0.52	1.14	1.04	1.04
재무비율(%)					
ROE	23.45	11.84	19.39	23.88	21.42
ROA	10.68	6.44	11.75	15.60	14.73
ROIC	15.50	9.82	18.42	27.93	30.08
부채비율	96.61	72.58	58.56	48.66	42.63
순부채비율	53.56	36.55	10.53	(9.29)	(23.87)
이자보상배율(배)	9.72	8.39	18.37	26.56	27.69

자료: 하나금융투자

대차대조표

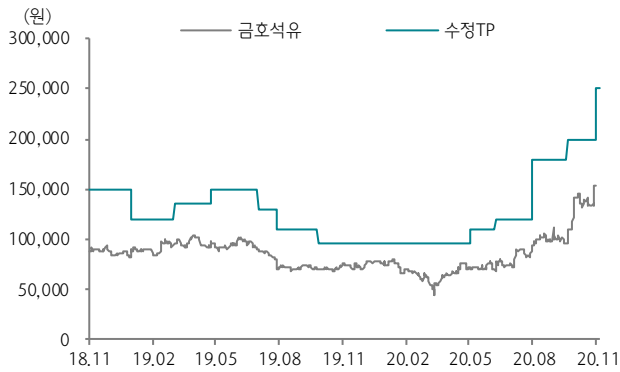
	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,348.7	1,261.4	1,813.8	2,615.5	3,514.1
금융자산	200.0	196.8	825.7	1,521.0	2,381.0
현금성자산	101.8	127.8	763.0	1,452.6	2,312.3
매출채권	637.0	540.1	457.9	388.3	329.2
재고자산	471.6	469.5	426.6	464.8	467.5
기타유동자산	40.1	55.0	103.6	241.4	336.4
비유동자산	3,268.0	3,276.6	3,178.9	3,193.5	3,195.7
투자자산	862.8	893.1	836.3	886.9	890.4
금융자산	274.4	296.8	294.5	296.5	296.7
유형자산	2,365.6	2,296.0	2,256.9	2,222.6	2,222.6
무형자산	14.3	13.6	11.7	10.1	8.8
기타비유동자산	25.3	73.9	74.0	73.9	73.9
자산총계	4,616.7	4,538.0	4,992.7	5,809.0	6,709.8
유동부채	1,758.9	1,275.6	1,222.3	1,269.8	1,373.2
금융부채	1,085.3	649.2	648.6	649.1	749.2
매입채무	319.1	330.4	300.2	327.1	329.0
기타유동부채	354.5	296.0	273.5	293.6	295.0
비유동부채	509.7	632.8	621.5	631.6	632.3
금융부채	372.4	508.8	508.8	508.8	508.8
기타비유동부채	137.3	124.0	112.7	122.8	123.5
부채총계	2,268.6	1,908.5	1,843.8	1,901.4	2,005.5
지배주주지분	2,347.3	2,628.7	3,147.9	3,906.4	4,702.9
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	356.6	356.5	356.5	356.5	356.5
자본조정	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)
기타포괄이익누계액	(60.9)	(41.6)	(41.6)	(41.6)	(41.6)
이익잉여금	1,924.6	2,186.7	2,705.9	3,464.4	4,261.0
비지배주주지분	0.8	0.9	1.0	1.2	1.4
자본총계	2,348.1	2,629.6	3,148.9	3,907.6	4,704.3
순금융부채	1,257.7	961.2	331.7	(363.0)	(1,123.0)

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	484.6	557.7	687.5	893.0	810.7
당기순이익	503.1	294.7	560.2	842.6	922.4
조정	18	17	11	10	(8)
감가상각비	209.4	202.8	183.4	178.3	1.4
외환거래손익	4.7	1.7	1.5	1.5	1.5
지분법손익	(118.1)	(39.0)	(70.0)	(80.0)	(80.0)
기타	(78.0)	(148.5)	(103.9)	(89.8)	69.1
영업활동 자산부채 변동	(201.7)	93.3	12.4	(49.3)	(34.5)
투자활동 현금흐름	(190.7)	(136.0)	(10.9)	(120.1)	74.6
투자자산감소(증가)	23.5	7.8	126.7	29.4	76.5
자본증가(감소)	(128.6)	(162.4)	(142.4)	(142.4)	0.0
기타	(85.6)	18.6	4.8	(7.1)	(1.9)
재무활동 현금흐름	(426.4)	(395.7)	(41.5)	(83.3)	(25.7)
금융부채증가(감소)	(362.4)	(299.7)	(0.6)	0.5	100.0
자본증가(감소)	90.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(126.7)	(59.2)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(27.3)	(36.7)	(40.9)	(83.8)	(125.7)
현금의 증감	(132.6)	26.0	635.2	689.7	859.7
Unlevered CFO	780.3	602.7	872.7	1,185.1	1,098.7
Free Cash Flow	350.5	385.0	545.1	750.6	810.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

금호석유



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.8	BUY	250,000		
20.9.27	BUY	200,000	-32.55%	-23.00%
20.8.7	BUY	180,000	-44.27%	-38.06%
20.6.15	BUY	120,000	-32.71%	-25.50%
20.5.10	BUY	110,000	-33.86%	-29.18%
19.10.4	BUY	95,000	-26.85%	-16.11%
19.8.5	BUY	110,000	-34.99%	-32.45%
19.7.9	BUY	130,000	-34.16%	-31.69%
19.5.2	BUY	150,000	-36.78%	-31.67%
19.3.11	BUY	135,000	-28.55%	-22.96%
19.1.7	BUY	120,000	-24.45%	-17.08%
18.10.8	BUY	150,000	-41.87%	-36.07%

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	92.19%	7.81%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 11월 08일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 11월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2020년 11월 9일 현재 해당회사의 유가증권권을 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.