

금호석유 (011780)

4Q20 컨센 40% 상회. 2021년 사상 최대 실적과 주가 전망

4Q20 영업이익 컨센 40% 상회 전망. 정기보수 한 달 진행

4Q20 영업이익은 2,811억원(QoQ +32%, YoY +1,648%)으로 컨센(2,010억원)을 40% 상회할 전망이다. 4개 분기 연속 컨센 상회이며, 사상 최대치 1Q11 2,900억원에 육박하는 수치다. 특히, 전 사업부에 걸쳐 한 달 간의 정기보수가 있었다는 점을 감안하면 실질적으로 3천억원 이상의 영업이익 체력을 보유한 것으로 판단한다. NBL 수출단가가 전분기 대비 급등하면서 합성고무 사업부의 약 9년 래 최대 이익(QoQ +54%) 견인한 것으로 추정한다. 합성수지/폐놀유도체 영업이익은 사상 최대치를 추정하는데, 핵심제품 ABS/PS와 BPA/아세톤 마진이 사상 최대치를 기록 중이기 때문이다.

1Q21 영업이익 사상 최초로 3천억원 상회 전망

1Q21 영업이익은 3,291억원(QoQ +17%, YoY +147%)으로 사상 최초로 3천억원을 상회할 전망이다. 현재 컨센(1,523억원)을 116% 상회할 것이다. 우선 전분기의 정기보수 효과가 제거된다. 또한 글로벌 NBL/ABS/BPA 가동률이 100%에 도달해 수급밸런스의 임계점을 넘어섰다는 점을 감안하면 시장 컨센서스도 빠르게 상향 조정될 것으로 판단한다.

2021년 사상 최대 실적과 주가를 전망. 목표주가 상향

12개월 목표가를 25만원에서 27만원으로 상향한다. 2021년 영업이익 추정치를 10% 상향한 결과다. TP는 2021년 EPS 27,340원에 PER 10배를 적용했다. 현 주가에서 상승여력은 100%다. 2021년 PER은 5배에 불과하다. 매출이 금호석유의 10%에 불과한 경쟁사 대만 Nantex의 PER이 10배 수준이라는 점을 감안하면 지나친 저평가다. 저평가의 첫 번째 원인인 아시아나항공 지분 감자 이슈는 어제 부로 안건이 주총을 통과하면서 불확실성이 제거되었다. 회계처리는 공정 가치 평가를 통해 자본감소로 반영되기에 당기손익에 미치는 영향은 없다. 두 번째 불확실성은 금호리조트 인수전 참여다. 언론에 보도된 최소 매각가 3천억원은 현재 금호석유의 부채비율 50%와 보유한 현금 및 현금성자산 6천억원, 2021년 추가적인 대규모 현금유입을 감안하면 재무적 부담 요인은 아니다. 다만, 배당확대 및 관련사업 투자 등 여타 선택지 또한 존재하기에 기업가치 및 주주가치 제고를 위한 경영진의 현명한 선택을 간절히 기대한다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 270,000원(상향) | CP(12월 15일): 135,000원

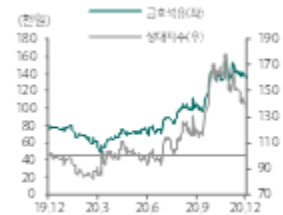
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,756.82
52주 최고/최저(원)	154,000/43,950
시가총액(십억원)	4,113.1
시가총액비중(%)	0.22
발행주식수(천주)	30,467.7
KOSPI 지수 (pt)	2,756.82
60일 평균 거래량(천주)	341,661.0
60일 평균 거래대금(십억원)	46.4
20년 배당금(예상, 원)	3,000
20년 배당수익률(예상, %)	2.17
외국인지분율(%)	28.03
주요주주 지분율(%)	
박철완 외 8 인	24.87
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.5) 95.7 71.3
상대	(11.8) 44.1 34.9

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	4,641.3	5,175.4
영업이익(십억원)	661.2	743.2
순이익(십억원)	523.9	585.2
EPS(원)	15,613	17,444
BPS(원)	110,630	128,818

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	5,584.9	4,977.9	4,747.0	6,224.9	6,236.7
영업이익	십억원	554.6	367.8	748.2	1,124.1	1,148.3
세전이익	십억원	616.9	379.3	804.7	1,205.0	1,243.0
순이익	십억원	491.2	294.6	587.3	915.7	944.5
EPS	원	14,667	8,796	17,537	27,340	28,200
증감률	%	130.00	(40.03)	99.37	55.90	3.15
PER	배	5.95	8.81	7.70	4.94	4.79
PBR	배	1.22	0.97	1.41	1.12	0.93
EV/EBITDA	배	5.25	6.00	4.84	3.00	2.75
ROE	%	23.45	11.84	20.24	25.50	21.39
BPS	원	71,284	79,684	96,000	120,837	145,284
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 4Q20 Preview

	4Q20F	3Q20	4Q19	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	1,307.0	1,188.3	1,185.7	10.2	10.0	1214.7	7.6
영업이익	281.1	213.8	15.9	1667.9	31.5	201.0	39.9
세전이익	315.1	223.9	16.5	1809.7	40.7		N/A
순이익	213.8	146.2	17.9	1094.4	46.2	162.5	31.6
영업이익률	21.5	18.0	1.3	20.2	3.5	16.5	5.0
세전이익률	24.1	18.8	1.4	22.7	5.3	0.0	24.1
순이익률	16.4	12.3	1.5	14.8	4.1	13.4	3.0

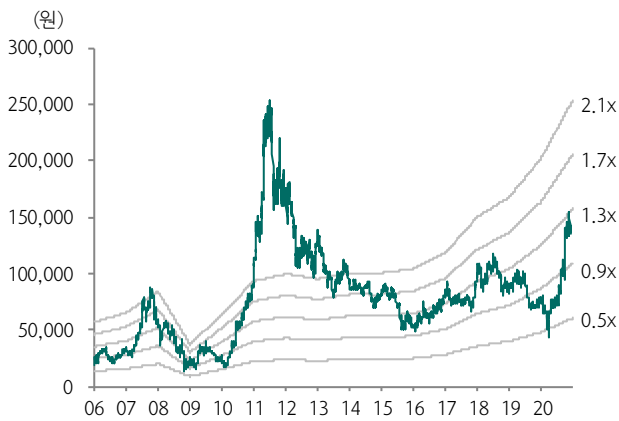
자료: 하나금융투자

표 2. 금호석유 연간 실적 추정치 변경 내역

	2020F			2021F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	4,747.0	4,522.9	5.0	6,224.9	4,928.4	26.3
영업이익	748.2	712.4	5.0	1,124.1	1,030.0	9.1
세전이익	804.7	767.3	4.9	1,205.0	1,108.7	8.7
순이익	587.3	560.1	4.9	915.7	842.4	8.7
영업이익률	15.8	15.8	0.0	18.1	20.9	-2.8
세전이익률	17.0	17.0	0.0	19.4	22.5	-3.1
순이익률	12.4	12.4	0.0	14.7	17.1	-2.4

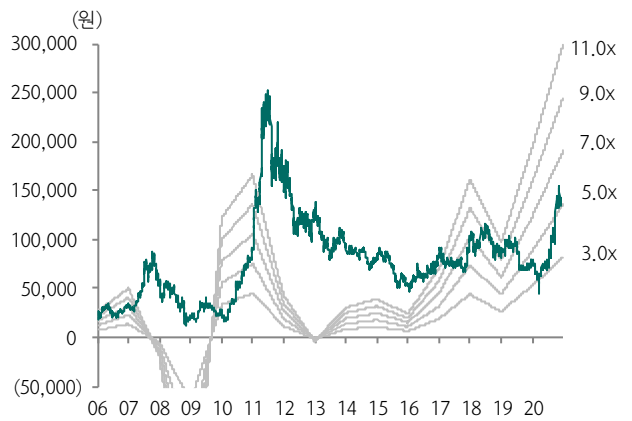
자료: 하나금융투자

그림 1. 금호석유 12M Fwd PBR 밴드차트



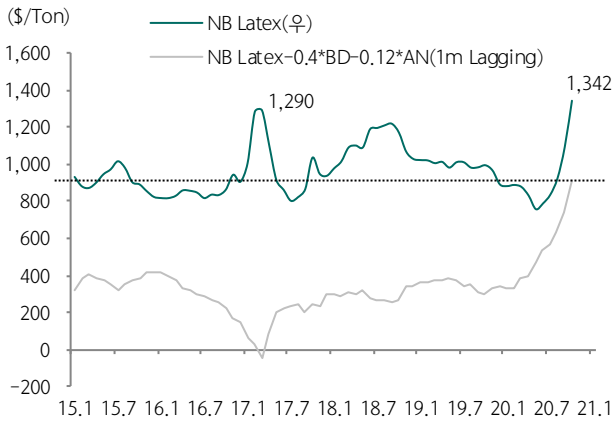
자료: 하나금융투자

그림 2. 금호석유 12M Fwd PER 밴드차트



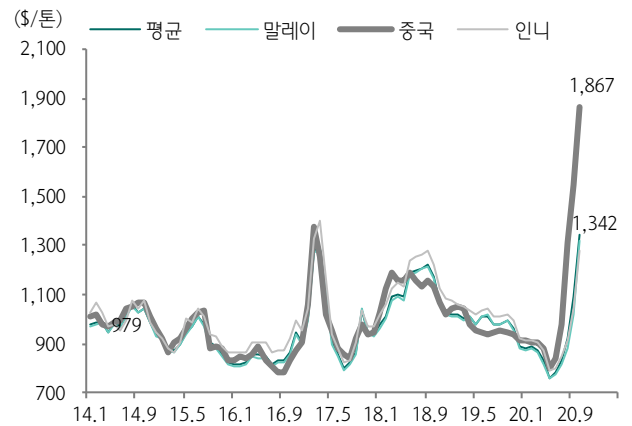
자료: 하나금융투자

그림 3. 한국 NB Latex 수출 단가 및 마진 추이



자료: KITA, 하나금융투자

그림 4. 지역별 한국 NB Latex 수출 단가 추이. 중국향 가격 급등 중



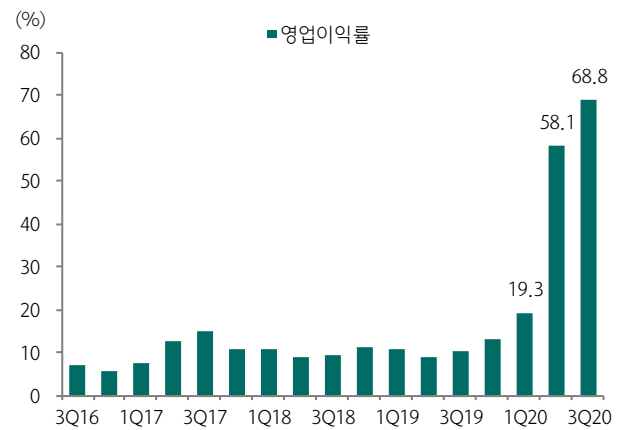
자료: KITA, 하나금융투자

그림 5. 중국 장갑/위생용품 업체 INTCO 주가는 사상 최대치 갱신 중



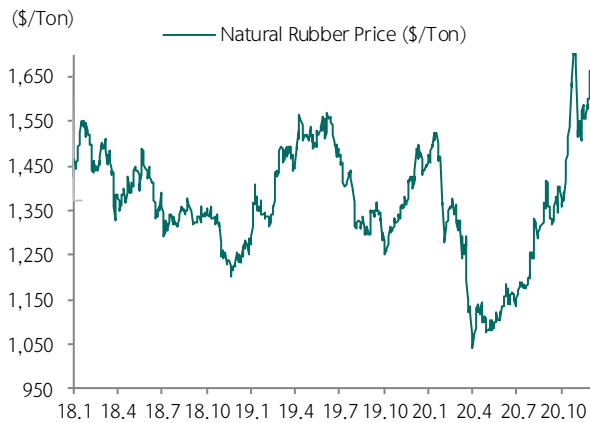
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6. 중국 INTCO의 영업이익률은 70%에 육박



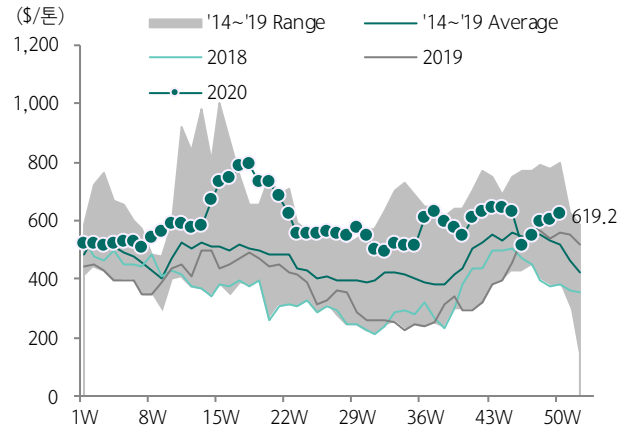
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 천연고무 가격 강세 지속



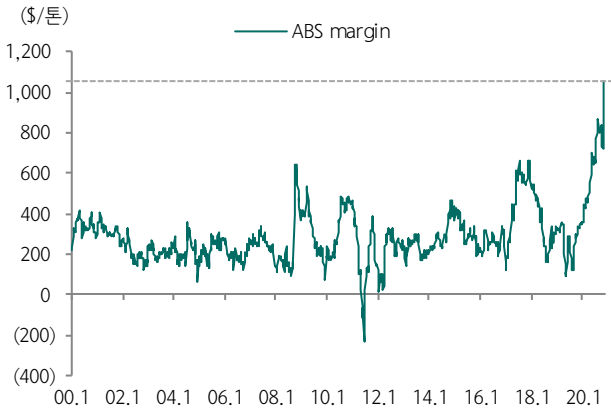
자료: MRE, 하나금융투자

그림 6. SBR마진 견조한 수준 지속



자료: Platts, 하나금융투자

그림 7. ABS 마진 20년 래 최대치



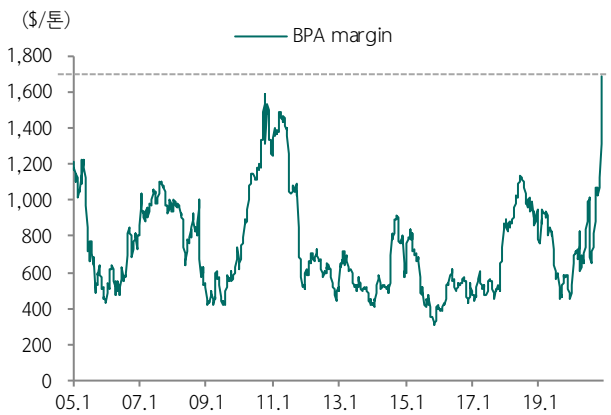
자료: Platts, 하나금융투자

그림 8. 중국 ABS 가동률은 100% 수준에서 지속 유지



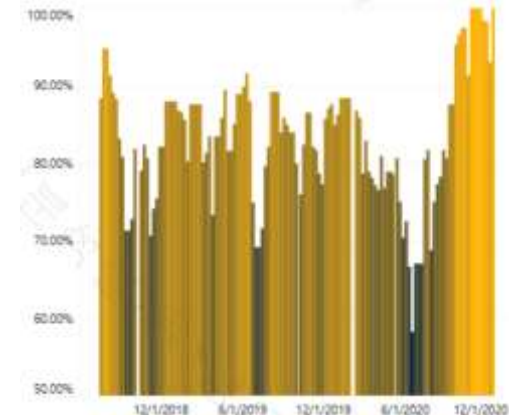
자료: ICIS, 하나금융투자

그림 9. BPA 마진 15년 래 최대치



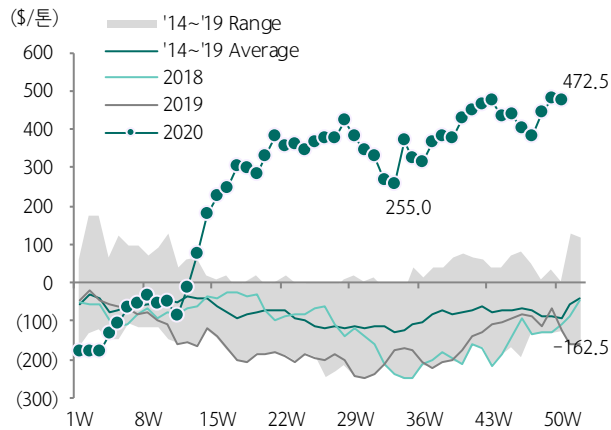
자료: Platts, 하나금융투자

그림 10. 중국 BPA 가동률은 100% 수준에서 지속 유지



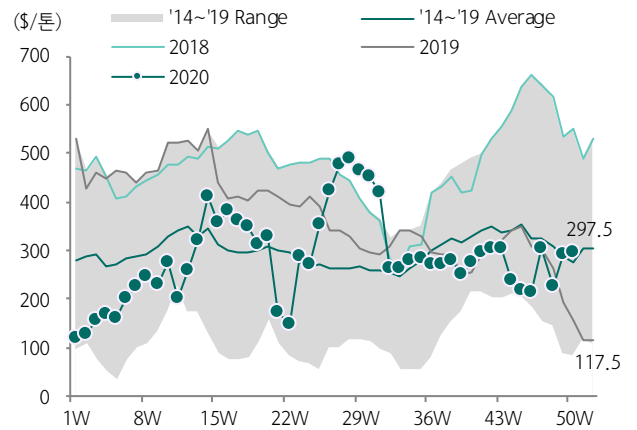
자료: ICIS, 하나금융투자

그림 11. 아세톤 마진 사상 최고치 지속 중



자료: Platts, 하나금융투자

그림 12. 페놀 마진 바닥권에서 반등



자료: Bloomberg, 하나금융투자

표3. 금호석유 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2020				FY2021				FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q20F				
매출액	1,225.5	1,026.2	1,188.3	1,307.0	1,543.2	1,558.0	1,562.7	1,561.0	5,584.9	4,977.9	4,747.0	6,224.9
QoQ(%)	3.4%	-16.3%	15.8%	10.0%	18.1%	1.0%	0.3%	-0.1%				
YoY(%)	-3.9%	-20.9%	-2.6%	10.2%	25.9%	51.8%	31.5%	19.4%	10.3%	-10.9%	-4.6%	31.1%
합성고무	469.3	369.9	428.2	525.7	628.9	633.1	643.0	640.0	2,015.4	1,918.2	1,793.1	2,545.1
합성수지	285.7	250.5	286.8	289.2	408.9	409.9	409.1	410.4	1,225.7	1,168.1	1,112.2	1,638.4
에너지/정밀화학	123.8	96.8	106.6	97.3	96.8	96.0	96.7	96.8	587.6	541.3	424.5	386.3
페놀(금호 P&B)	346.7	309.0	366.7	394.8	408.5	418.9	413.9	413.8	1,756.2	1,350.3	1,417.2	1,655.1
영업이익	133.1	120.1	213.8	281.1	329.1	278.9	258.1	258.1	554.6	367.9	748.2	1,124.1
영업이익률(%)	10.9%	11.7%	18.0%	21.5%	21.3%	17.9%	16.5%	16.5%	9.9%	7.4%	15.8%	18.1%
QoQ(%)	728.1%	-9.8%	78.0%	31.5%	17.1%	-15.3%	-7.4%	0.0%				
YoY(%)	-7.7%	-13.5%	211.3%	1648.4%	147.2%	132.1%	20.7%	-8.2%	111.2%	-33.7%	103.4%	50.2%
합성고무	65.7	48.3	88.2	135.8	156.6	154.2	156.6	156.6	110.0	161.3	338.0	624.1
영업이익률(%)	14.0%	13.1%	20.6%	25.8%	24.9%	24.4%	24.4%	24.5%	5.5%	8.4%	18.9%	24.5%
QoQ(%)	701.9%	-26.5%	82.7%	54.0%	15.3%	-1.5%	1.5%	0.0%				
YoY(%)	33.6%	-20.8%	105.2%	1557.9%	138.4%	219.5%	77.5%	15.3%	88.8%	46.7%	109.5%	84.6%
합성수지	25.7	23.0	36.7	42.7	43.7	30.7	30.7	30.7	41.4	47.3	128.2	135.9
영업이익률(%)	9.0%	9.2%	12.8%	14.8%	10.7%	7.5%	7.5%	7.5%	3.4%	4.0%	11.5%	8.3%
QoQ(%)	934.4%	-10.4%	59.3%	16.4%	2.3%	-29.8%	0.0%	0.0%				
YoY(%)	43.9%	19.3%	383.4%	1619.5%	70.1%	33.3%	-16.3%	-28.2%	-30.6%	14.3%	171.2%	6.0%
에너지/정밀화학	27.9	13.7	19.1	17.3	17.5	17.4	17.4	17.4	145.6	109.2	78.0	69.7
영업이익률(%)	22.5%	14.1%	17.9%	17.8%	18.0%	18.1%	18.0%	18.0%	24.8%	20.2%	18.4%	18.0%
QoQ(%)	23.1%	-50.9%	39.7%	-9.4%	0.8%	-0.4%	0.2%	-0.1%				
YoY(%)	-28.7%	-48.0%	-9.6%	-23.4%	-37.3%	27.1%	-8.8%	0.5%	27.7%	-25.0%	-28.6%	-10.6%
페놀(금호 P&B)	13.9	35.1	69.7	85.2	111.3	76.5	53.3	53.3	257.3	50.0	203.9	294.5
영업이익률(%)	4.0%	11.4%	19.0%	21.6%	27.2%	18.3%	12.9%	12.9%	14.7%	3.7%	14.4%	17.8%
QoQ(%)	흑전	153.3%	98.5%	22.2%	30.6%	-31.3%	-30.3%	0.0%				
YoY(%)	-63.6%	9.1%	흑전	흑전	702.6%	117.8%	-23.5%	-37.4%	739.4%	-80.6%	307.8%	44.4%
당기순이익	127.6	99.8	146.2	213.9	266.4	226.2	206.3	217.0	503.1	294.7	587.4	915.8
당기순이익률(%)	10.4%	9.7%	12.3%	16.4%	17.3%	14.5%	13.2%	13.9%	9.0%	5.9%	12.4%	14.7%
QoQ(%)	612.5%	-21.8%	46.5%	46.3%	24.6%	-15.1%	-8.8%	5.2%				
YoY(%)	12.0%	-13.4%	207.3%	1094.3%	108.8%	126.7%	41.1%	1.4%	131.1%	-41.4%	99.3%	55.9%
지배순이익	127.6	99.7	146.2	213.8	266.3	226.2	206.3	216.9	491.2	294.6	587.3	915.7

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	5,584.9	4,977.9	4,747.0	6,224.9	6,236.7
매출원가	4,854.2	4,412.5	3,796.1	4,859.8	4,847.9
매출총이익	730.7	565.4	950.9	1,365.1	1,388.8
판매비	176.1	197.7	202.7	241.0	240.5
영업이익	554.6	367.8	748.2	1,124.1	1,148.3
금융손익	(62.8)	(49.1)	(37.9)	(23.5)	(9.7)
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	804.7	1,205.0	1,243.0
법인세	113.8	84.6	217.3	289.2	298.3
계속사업이익	503.1	294.7	587.4	915.8	944.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	503.1	294.7	587.4	915.8	944.6
비지배주주지분 손익	11.9	0.1	0.1	0.2	0.2
지배주주순이익	491.2	294.6	587.3	915.7	944.5
지배주주지분포괄이익	472.6	317.3	587.3	915.6	944.4
NOPAT	452.3	285.7	546.2	854.3	872.7
EBITDA	764.1	570.5	938.4	1,312.7	1,149.6
성장성(%)					
매출액증가율	10.27	(10.87)	(4.64)	31.13	0.19
NOPAT증가율	129.36	(36.83)	91.18	56.41	2.15
EBITDA증가율	59.02	(25.34)	64.49	39.89	(12.42)
영업이익증가율	111.20	(33.68)	103.43	50.24	2.15
(지배주주)순이익증가율	129.96	(40.02)	99.36	55.92	3.15
EPS증가율	130.00	(40.03)	99.37	55.90	3.15
수익성(%)					
매출총이익률	13.08	11.36	20.03	21.93	22.27
EBITDA이익률	13.68	11.46	19.77	21.09	18.43
영업이익률	9.93	7.39	15.76	18.06	18.41
계속사업이익률	9.01	5.92	12.37	14.71	15.15

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	14,667	8,796	17,537	27,340	28,200
BPS	71,284	79,684	96,000	120,837	145,284
CFPS	23,300	17,997	27,326	38,501	33,633
EBITDAPS	22,814	17,035	28,019	39,194	34,326
SPS	166,758	148,634	141,740	185,866	186,220
DPS	1,350	1,500	3,000	4,500	4,500
주가지표(배)					
PER	5.95	8.81	7.70	4.94	4.79
PBR	1.22	0.97	1.41	1.12	0.93
PCFR	3.75	4.31	4.94	3.51	4.01
EV/EBITDA	5.25	6.00	4.84	3.00	2.75
PSR	0.52	0.52	0.95	0.73	0.72
재무비율(%)					
ROE	23.45	11.84	20.24	25.50	21.39
ROA	10.68	6.44	12.66	17.58	15.38
ROIC	16.97	10.80	20.66	31.85	31.84
부채비율	96.61	72.58	49.13	41.73	36.74
순부채비율	53.56	36.55	5.57	(10.59)	(25.07)
이자보상배율(배)	9.72	8.39	19.29	28.96	28.33

자료: 하나금융투자

대차대조표

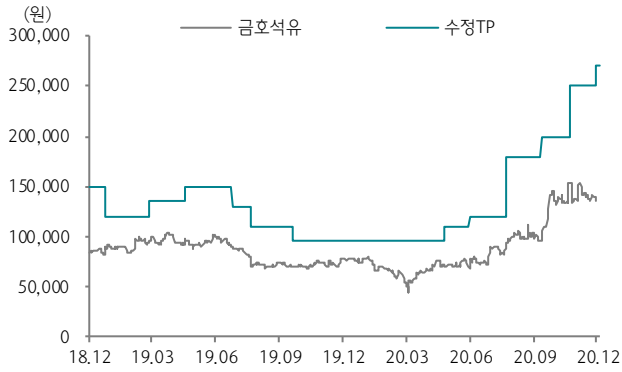
	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,348.7	1,261.4	1,499.9	2,268.7	3,188.4
금융자산	200.0	196.8	980.9	1,584.0	2,469.9
현금성자산	101.8	127.8	915.1	1,497.7	2,383.5
매출채권	637.0	540.1	457.9	388.3	329.2
재고자산	471.6	469.5	447.7	587.1	588.2
기타유동자산	40.1	55.0	(386.6)	(290.7)	(198.9)
비유동자산	3,268.0	3,276.6	3,236.8	3,411.9	3,412.0
투자자산	862.8	893.1	864.3	1,048.6	1,050.1
금융자산	274.4	296.8	295.6	302.9	303.0
유형자산	2,365.6	2,296.0	2,286.9	2,279.3	2,279.3
무형자산	14.3	13.6	11.7	10.1	8.8
기타비유동자산	25.3	73.9	73.9	73.9	73.8
자산총계	4,616.7	4,538.0	4,736.7	5,680.6	6,600.4
유동부채	1,758.9	1,275.6	933.5	1,008.5	1,109.1
금융부채	1,085.3	649.2	648.9	650.8	750.8
매입채무	319.1	330.4	315.1	413.2	414.0
기타유동부채	354.5	296.0	(30.5)	(55.5)	(55.7)
비유동부채	509.7	632.8	627.1	663.9	664.2
금융부채	372.4	508.8	508.8	508.8	508.8
기타비유동부채	137.3	124.0	118.3	155.1	155.4
부채총계	2,268.6	1,908.5	1,560.6	1,672.4	1,773.3
지배주주지분	2,347.3	2,628.7	3,175.1	4,006.9	4,825.7
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	2,733.2	3,565.0	4,383.7
비지배주주지분	0.8	0.9	1.0	1.2	1.4
자본총계	2,348.1	2,629.6	3,176.1	4,008.1	4,827.1
순금융부채	1,257.7	961.2	176.8	(424.3)	(1,210.2)

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	484.6	557.7	697.5	970.0	834.5
당기순이익	503.1	294.7	587.4	915.8	944.6
조정	18	17	12	11	(8)
감가상각비	209.4	202.8	190.2	188.5	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)	(109.7)	(99.0)	69.1
영업활동 자산부채 변동	(201.7)	93.3	(11.6)	(55.8)	(32.9)
투자활동 현금흐름	(190.7)	(136.0)	(78.7)	(305.5)	76.9
투자자산감소(증가)	23.5	7.8	98.8	(104.3)	78.5
자본증가(감소)	(128.6)	(162.4)	(179.2)	(179.3)	0.0
기타	(85.6)	18.6	1.7	(21.9)	(1.6)
재무활동 현금흐름	(426.4)	(395.7)	(41.2)	(81.9)	(25.7)
금융부채증가(감소)	(362.4)	(299.7)	(0.3)	1.9	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	787.3	582.7	885.8
Unlevered CFO	780.3	602.7	915.2	1,289.5	1,126.4
Free Cash Flow	350.5	385.0	518.2	790.8	834.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

금호석유



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.12.15	BUY	270,000		
20.11.8	BUY	250,000	-43.55%	-38.80%
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	93.31%	6.69%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 12월 15일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 12월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2020년 12월 15일 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.