금호석유 (011780)

BD 가격 흐름에 민감하게 반응할 필요가 있다

BUY(Maintain)

목표주가: 460,000원

주가(2/8): 262,000원

시가총액: 79,825억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkdud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(2/8)		3,091.24pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	277,000원	43,950원
등락률	-5.4%	496.1%
수익률	절대	상대
1M	56.4%	59.5%
6M	178.1%	111.6%
1Y	317.7%	189.9%

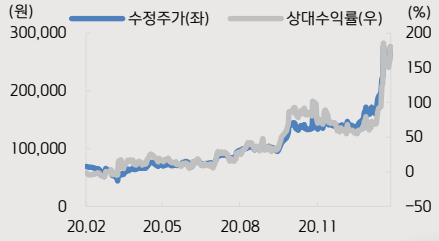
Company Data

발행주식수		30,468천주
일평균 거래량(3M)		566천주
외국인 지분율		28.4%
배당수익률(2020E)		2.1%
BPS(2020E)		94,562원
주요 주주	박철완 외 7인	24.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,584.9	4,977.9	4,848.4	6,077.0
영업이익	554.6	367.8	739.9	1,371.3
EBITDA	764.1	570.5	940.8	1,569.6
세전이익	616.9	379.3	771.9	1,422.6
순이익	503.1	294.7	599.7	1,105.2
지배주주지분순이익	491.2	294.6	599.5	1,104.8
EPS(원)	14,667	8,796	17,901	32,989
증감률(%YoY)	130.0	-40.0	103.5	84.3
PER(배)	6.0	8.8	8.1	8.4
PBR(배)	1.2	1.0	1.5	2.2
EV/EBITDA(배)	5.3	6.0	5.4	5.4
영업이익률(%)	9.9	7.4	15.3	22.6
ROE(%)	23.4	11.8	20.7	30.0
순부채비율(%)	53.6	36.6	14.2	-8.2

Price Trend



주요 원재료인 부타디엔의 가격 급락, 견고한 전방 수요, 페놀유도체 수급 타이트, 유가 상승으로 인한 유틸리티부문의 실적 턴어라운드 등 대부분의 데이터들이 올해 금호석유의 실적 개선을 가리키고 있습니다. 한편 장갑 메이저 업체인 Supermax는 최근 실적 발표에서 니트릴 장갑의 쇼티지가 향후 1.5~2년 동안 지속될 것으로 언급하였습니다. 참고로 최근 장갑 업계의 스탠다드 마진율은 60~70%입니다.

>>> 부타디엔 가격에 대한 실적 민감도를 고려할 필요가 있다

금주 부타디엔 가격은 톤당 $765로 작년 11월 전 고점 대비 44% 이상 하락하였다. 1) Eneos 등 해외 플랜트들이 정기보수를 마치며 생산에 들어갔고, 2) 역내 수급에 큰 영향을 미쳤던 국내 크래커들(LG화학, 롯데케미칼)이 사고를 수습하고 부타디엔 추출 설비를 가동하였으며, 3) 여천NCC의 증설분도 상업 가동에 들어갔기 때문이다. 또한 올해는 한화토탈/현대케미칼의 크래커 신증설로 추가적으로 공급이 확대될 전망이다. 참고로 부타디엔은 기체 상태의 특성 상 재고 축적의 어려움이 있어, 업황에 따라 가격 변동성이 크다.

금호석유는 국내 4위권 부타디엔 생산능력(23.7만톤)을 보유하고 있지만, 세계적으로도 차별화된 합성고무/합성수지 사업 영위로 유도체 플랜트들의 100% 가동을 가정하면, 연간 80만톤 이상의 부타디엔을 외부 구입하는 등 부타디엔 시장에서 세계 1위 구매자이다. 만약 판가가 고정된 상태에서 연간 톤당 $100의 부타디엔 가격이 하락하면, 동사는 900억원 이상의 원가 개선이 발생할 것으로 추정된다. 참고로 지난 2달 반 동안 국내 부타디엔 가격은 톤당 $600 이상 하락하였다.

한편 동사의 제품 판가는 작년 대비 더욱 개선될 가능성이 크다. 1) 백신 생산 지연, 신흥국 장갑 수요 급증 및 니트릴 장갑 업체 증설 집중으로 NB Latex 가격의 추가 상승이 예상되고, 2) 전방 자동차/타이어 업황 개선 및 4~5년 동안 이어진 SBR/BR의 증설 제한으로 범용 합성고무의 마진 개선이 전망되며, 3) ABS/SAN 등도 자동차/부엌용품/가전 분야가 시장을 계속 지지하면서, 수요 강세가 지속되고 있기 때문이다.

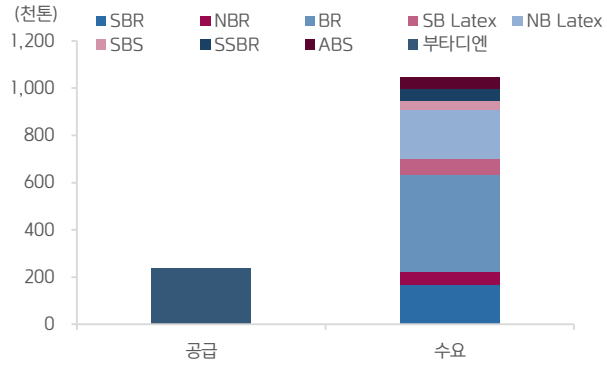
>>> 에폭시수지, 증설/풍력/경쟁사 사고 관련 모멘텀 발생

동사의 페놀유도체부문은 올해도 높은 수익성을 유지할 전망이다. 수요가 호조세를 이어가는 가운데, 올해 2~3분기에 중국/아시아의 많은 경쟁 플랜트들이 정기보수에 들어갈 것으로 예상되기 때문이다. 한편 국내 2위 에폭시수지 생산능력을 보유하고 있는 동사는 꾸준한 증설 추진, 원재료 통합, 경쟁사 중국 플랜트 사고 영향 및 풍력 블레이드향 물량 증가로 최근 수출량이 급증하고 있다. 또한 동사는 올해 3분기 2만톤의 추가 에폭시수지 증설이 완료된다.

국내 부타디엔 가격 추이

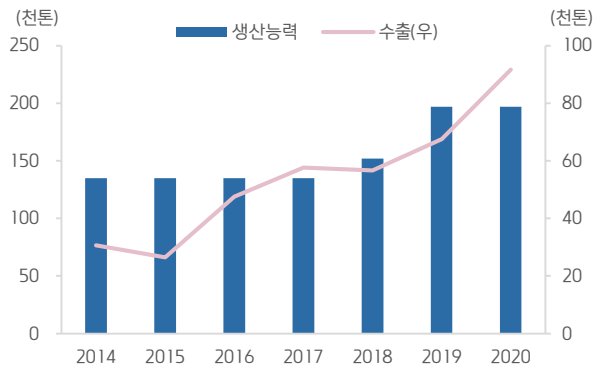
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

금호석유 부타디엔 밸런스(추정치)



자료: 금호석유, KPIA, 키움증권 리서치

금호석유 에폭시수지 생산능력 및 수출 추이



자료: 금호석유, KITA, 키움증권 리서치

금호석유 Valuation(SOTP)

(억원, 배, 천주)

사업부	EBITDA	Multiple		비고
화학 등	15,696	7.1	112,069	배수 과거 10년 평균 30% 할인
영업가치 합(A)			112,069	2021년 추정 기준
투자자산가치(B)			3,234	3Q20년 장부가 기준
순차입금(C)			-3,457	2021년 추정 기준
우선주(D)			3,160	2/8일 종가 기준
시가총액(E=A+B-C-D)			115,601	
주식수(F)			24,875	자사주 제외
적정주가(E/F)			464,723	
목표주가			460,000	천원 단위 절하
현재주가			262,000	2/8일 종가 기준
상승여력			76%	현재주가 대비

자료: 금호석유, 키움증권 리서치

금호석유 실적 전망

(단위: 십억원)		2019				2020				2018	2019	2020E	2021E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual			
매출액	합성고무	477	500	486	455	469	370	428	583	2,015	1,918	1,849	2,681
	합성수지	288	312	292	276	286	251	287	280	1,256	1,168	1,103	1,065
	정밀화학	31	32	32	29	30	17	26	36	136	124	109	139
	유틸리티 등	134	115	120	121	118	87	99	108	522	490	411	470
	페놀유도체	375	366	315	328	356	315	374	402	1,800	1,384	1,447	1,722
	합계	1,275	1,297	1,220	1,186	1,225	1,026	1,188	1,408	5,585	4,978	4,848	6,077
영업이익	합성고무	48	60	44	8	66	48	88	129	101	160	332	779
	합성수지	17	19	9	3	26	23	37	39	37	47	124	149
	정밀화학	1	1	1	1	1	0	1	1	3	2	2	3
	유틸리티 등	38	15	11	13	24	7	8	6	147	77	45	73
	페놀유도체	37	44	-3	-2	14	35	70	88	263	76	207	327
	합계	144	139	69	16	133	120	214	273	555	368	740	1,371

* 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	4,848.4	6,077.0	6,468.4
매출원가	4,854.2	4,412.5	3,915.9	4,465.9	4,757.2
매출총이익	730.7	565.4	932.4	1,611.1	1,711.2
판관비	176.1	197.7	192.6	239.9	254.9
영업이익	554.6	367.8	739.9	1,371.3	1,456.3
EBITDA	764.1	570.5	940.8	1,569.6	1,654.8
영업외손익	62.3	11.6	32.1	51.3	75.0
이자수익	4.0	4.1	16.9	33.7	54.9
이자비용	57.1	43.8	47.2	47.2	47.2
외환관련이익	58.6	67.4	62.8	64.7	66.6
외환관련손실	64.5	68.8	62.3	63.8	65.4
종속 및 관계기업손익	118.1	39.0	41.0	43.0	45.2
기타	3.2	13.7	20.9	20.9	20.9
법인세차감전이익	616.9	379.3	771.9	1,422.6	1,531.3
법인세비용	113.8	84.6	172.2	317.4	341.6
계속사업순손익	503.1	294.7	599.7	1,105.2	1,189.7
당기순이익	503.1	294.7	599.7	1,105.2	1,189.7
지배주주순이익	491.2	294.6	599.5	1,104.8	1,189.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	10.3	-10.9	-2.6	25.3	6.4
영업이익 증감율	111.2	-33.7	101.2	85.3	6.2
EBITDA 증감율	59.0	-25.3	64.9	66.8	5.4
지배주주순이익 증감율	130.0	-40.0	103.5	84.3	7.6
EPS 증감율	130.0	-40.0	103.5	84.3	7.6
매출총이익율(%)	13.1	11.4	19.2	26.5	26.5
영업이익률(%)	9.9	7.4	15.3	22.6	22.5
EBITDA Margin(%)	13.7	11.5	19.4	25.8	25.6
지배주주순이익률(%)	8.8	5.9	12.4	18.2	18.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,348.7	1,261.4	1,839.3	2,900.2	3,990.3
현금 및 현금성자산	101.8	127.8	750.3	1,560.4	2,570.7
단기금융자산	97.9	67.0	45.9	31.4	21.5
매출채권 및 기타채권	667.8	584.6	569.3	713.6	759.6
재고자산	471.6	469.5	457.3	573.1	610.0
기타유동자산	107.5	79.5	62.4	53.1	50.0
비유동자산	3,268.0	3,276.6	3,296.6	3,341.2	3,387.9
투자자산	862.8	893.1	934.0	977.0	1,022.2
유형자산	2,365.6	2,296.0	2,277.2	2,280.5	2,283.5
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	5,135.8	6,241.4	7,378.2
유동부채	1,758.9	1,275.6	1,244.8	1,306.5	1,314.7
매입채무 및 기타채무	556.2	542.7	511.9	573.6	581.8
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	722.8	722.8	722.8
장기금융부채	499.1	624.5	714.5	714.5	714.5
기타비유동부채	10.6	8.3	8.3	8.3	8.3
부채총계	2,268.6	1,908.5	1,967.7	2,029.4	2,037.5
지배지분	2,347.3	2,628.6	3,167.0	4,210.7	5,338.8
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	2,702.4	3,723.4	4,828.8
비지배지분	0.8	0.9	1.1	1.5	1.9
자본총계	2,348.1	2,629.6	3,168.1	4,212.1	5,340.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	484.6	557.7	756.1	1,103.5	1,308.2
당기순이익	503.1	294.7	599.7	1,105.2	1,189.7
비현금항목의 가감	277.3	308.1	371.5	495.1	496.1
유형자산감가상각비	207.1	200.6	198.9	196.6	197.0
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	211.5	339.8	342.8
영업활동자산부채증감	-201.7	93.3	-50.3	-203.6	-81.5
매출채권및기타채권의감소	-49.0	82.5	15.2	-144.3	-46.0
재고자산의감소	-44.9	2.2	12.2	-115.9	-36.9
매입채무및기타채무의증가	-82.4	16.5	-30.8	61.7	8.2
기타	-25.4	-7.9	-46.9	-5.1	-6.8
기타현금흐름	-94.1	-138.4	-164.8	-293.2	-296.1
투자활동 현금흐름	-190.7	-136.0	-171.2	-197.8	-202.4
유형자산의 취득	-134.1	-172.7	-180.0	-200.0	-200.0
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	42.0	-90.9	-90.9
차입금의 증가(감소)	-354.8	-352.0	90.0	0.0	0.0
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	-83.8	-83.8
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	622.4	810.2	1,010.3
기초현금 및 현금성자산	234.4	101.8	127.8	750.2	1,560.4
기말현금 및 현금성자산	101.8	127.8	750.2	1,560.4	2,570.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	14,667	8,796	17,901	32,989	35,511
BPS	70,088	78,488	94,562	125,725	159,409
CFPS	23,300	17,997	28,998	47,782	50,336
DPS	1,350	1,500	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	6.0	8.8	8.1	8.4	7.8
PER(최고)	8.2	12.0	8.7		
PER(최저)	5.4	7.7	2.4		
PBR	1.2	1.0	1.5	2.2	1.7
PBR(최고)	1.7	1.3	1.7		
PBR(최저)	1.1	0.9	0.5		
PSR	0.5	0.5	1.0	1.5	1.4
PCFR	3.7	4.3	5.0	5.8	5.5
EV/EBITDA	5.3	6.0	5.4	5.4	4.5
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	6.5	12.3	12.4	6.8	6.3
배당수익률(%,보통주,현금)	1.5	1.9	2.1	1.1	1.1
ROA	10.9	6.4	12.4	19.4	17.5
ROE	23.4	11.8	20.7	30.0	24.9
ROIC	16.3	10.2	20.5	36.8	37.2
매출채권회전율	8.7	7.9	8.4	9.5	8.8
재고자산회전율	12.4	10.6	10.5	11.8	10.9
부채비율	96.6	72.6	62.1	48.2	38.2
순차입금비율	53.6	36.6	14.2	-8.2	-25.2
이자보상배율	9.7	8.4	15.7	29.0	30.8
총차입금	1,457.2	1,156.1	1,246.1	1,246.1	1,246.1
순차입금	1,257.5	961.3	450.0	-345.7	-1,346.1
NOPLAT	764.1	570.5	940.8	1,569.6	1,654.8
FCF	345.3	420.9	545.5	860.1	1,048.5

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 2월 8일 현재 '금호석유' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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

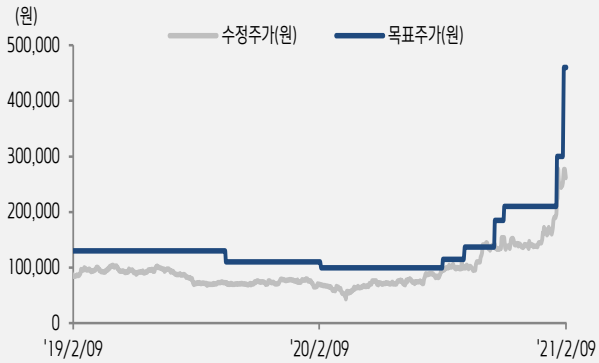
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
금호석유 (011780)	2019-02-20	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-26.32	-22.31
	2019-04-04	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-25.90	-20.00
	2019-05-02	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-26.70	-20.00
	2019-05-29	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-26.38	-20.00
	2019-06-28	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-27.83	-20.00
	2019-08-06	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-29.13	-20.00
	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	-28.71	-2.80
	2020-08-10	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-12.76	-3.04
	2020-09-11	Buy(Maintain)	137,000원	6개월	-13.58	5.84
	2020-10-26	Buy(Maintain)	185,000원	6개월	-24.23	-16.76
	2020-11-09	Buy(Maintain)	210,000원	6개월	-33.78	-27.14
	2020-11-17	Buy(Maintain)	210,000원	6개월	-27.88	7.14
	2021-01-28	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-16.04	-7.67
	2021-02-05	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-40.68	-39.89
	2021-02-09	Buy(Maintain)	460,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 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 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%