

금호석유 (011780)

대세 상승 사이클 도래. Conviction BUY

1Q21 영업이익 컨센 47% 상회 전망. 실적 서프라이즈

1Q21 영업이익은 5,320억원(QoQ +93%, YoY +300%)으로 컨센(3,613억원)을 47% 상회할 전망이다. 사상 최대 실적이며, 최근 17번의 실적 발표 중 12번째 서프라이즈다. NBL, BPA/아세톤, ABS 등 주력 제품 호조에 더해 SBR/BR, 에폭시, PPG, 에너지의 기여도가 상승한 덕이다. 2Q21 영업이익은 6,045억원(QoQ +14%)으로 컨센을 82% 상회하는 사상 최대치를 추정한다. 3월 마진이 가장 좋고, 전방 회복을 감안하면 시황 강세는 지속될 가능성이 높기 때문이다.

TP 43만원에서 50만원으로 상향. Upside 109%

TP를 43만원에서 50만원으로 상향한다. 2021~22년 추정치를 35% 상향한 영향이다. TP는 2021년 EPS에 PER 8.9배를 적용했고, 현 주가는 PER 4.3배에 불과해 109%의 상승 여력이 있다. Target Multiple은 글로벌 NBL 3위 Nantex가 역사상 신고가를 경신했고, 2021년 PER 8.6배에서 거래되고 있다는 점을 참고했다. Conviction BUY를 제시한다.

Conviction BUY를 제시하는 수 많은 이유들

1) 주총 관련 불확실성이 제거되어 이제부터는 실적에 집중할 수 있게 되었다. 2) 2021년 영업이익은 약 2.3조원으로 YoY +210% 대폭 증가하며 사상 최대치를 경신할 것이다. 하지만, 여전히 시장 기대치는 낮다. ① NBL은 앞으로 더욱 좋아진다. 중국의 폭발적인 장갑 사용량 확대 및 증설 때문이다. 최근 중국 장갑업체는 2023년까지 10배 이상의 증설을 발표한 바 있다. ② 미국 주택시장 호조, 선박 발주량 증가, 글로벌 인프라투자 증가 등은 에폭시 및 페놀체인, MDI 강세 요인이다. Olin/Hexion 등 에폭시 메이커는 4월 가격 1~1,600\$/톤 상향을 발표한 바 있다. 3) 높은 배당 수익률이 가능하다. 회사의 배당성향 가이드선 적용 시 DPS는 최소 8천원으로 시가배당률 3.3%다(우선주 8.7%). 4) 2021년은 순현금 전환의 원년이다. 올해 말 순현금 7.6천억원, 내년 순현금 2.3조원을 추정한다. 탄탄한 재무구조를 바탕으로 CNT 등 신사업 확장을 통해 성장성을 확보할 수 있고, 추가 배당확대도 가능하다. 자사주도 이 과정에서 활용될 수 있다. 5) 무엇보다 이번 주총을 통해 회사가 기업가치 개선과 주주환원, 거버넌스에 대해 고민하게 될 것이다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 500,000원(상향) | CP(3월26일): 239,000원

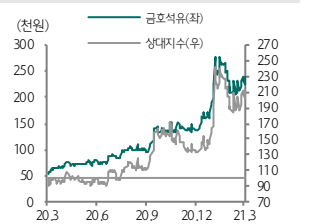
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,041.01
52주 최고/최저(원)	277,000/55,700
시가총액(십억원)	7,281.8
시가총액비중(%)	0.34
발행주식수(천주)	30,467.7
60일 평균 거래량(천주)	692.8
60일 평균 거래대금(십억원)	156.8
21년 배당금(예상, 원)	8,000
21년 배당수익률(예상, %)	3.35
외국인지분율(%)	26.06
주요주주 지분율(%)	
박철완 외 10인	25.04
국민연금공단	8.16
주가상승률	1M 6M 12M
절대	13.3 148.4 329.1
상대	12.2 86.2 137.9

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	5,926.1	5,918.5
영업이익(십억원)	1,236.3	1,138.5
순이익(십억원)	990.5	920.8
EPS(원)	28,933	26,902
BPS(원)	143,310	171,929

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	4,961.5	4,809.5	7,536.5	8,007.8	8,063.8
영업이익	십억원	365.4	742.2	2,299.1	2,400.3	2,369.0
세전이익	십억원	376.9	766.9	2,404.2	2,517.3	2,499.5
순이익	십억원	294.6	582.9	1,868.0	1,923.7	1,898.6
EPS	원	8,796	17,405	55,776	57,439	56,689
증감율	%	(40.03)	97.87	220.46	2.98	(1.31)
PER	배	8.81	8.33	4.28	4.16	4.22
PBR	배	0.97	1.52	1.62	1.21	0.96
EV/EBITDA	배	6.02	5.38	2.73	2.02	1.40
ROE	%	11.84	20.18	46.42	33.45	25.52
BPS	원	79,694	95,208	147,527	198,297	248,317
DPS	원	1,500	4,200	8,000	8,000	8,000



Analyst 윤재선
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 이재선
02-3771-3869
jaeseon.ha@hanafn.com

표 1. 금호석유 1Q21 실적 Preview

	1Q21F	4Q20	1Q20	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	1,744.7	1,369.5	1,225.5	42.4	27.4	1,504.2	16.0
영업이익	532.0	275.1	133.1	299.7	93.4	361.3	47.2
세전이익	552.3	277.4	139.0	297.3	99.1	332.8	66.0
순이익	429.1	209.4	127.6	236.3	104.9	275.2	55.9
영업이익률	30.5	20.1	10.9	19.6	10.4	24.0	6.5
세전이익률	31.7	20.3	11.3	20.3	11.4	22.1	9.5
순이익률	24.6	15.3	10.4	14.2	9.3	18.3	6.3

자료: 하나금융투자

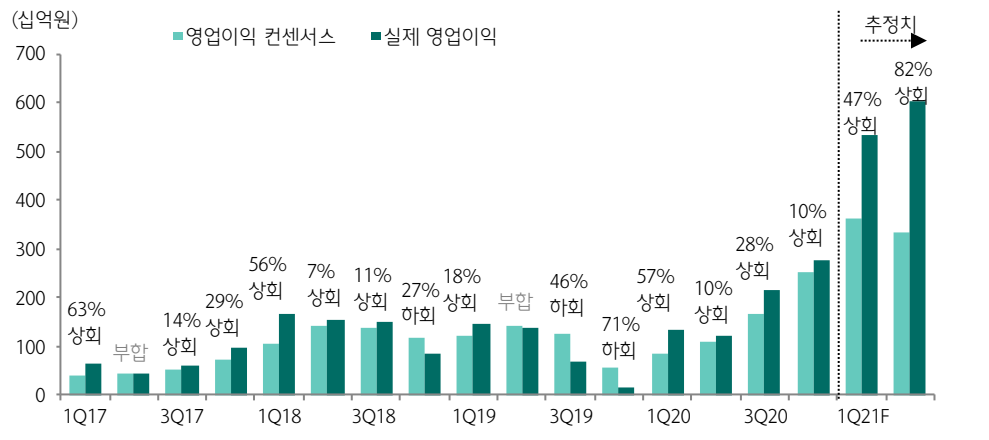
표 2. 금호석유 연간 실적 추정치 변경 내역

	2021F			2022F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	7,536.5	6,626.3	13.7	8,007.8	6,721.4	19.1
영업이익	2,299.1	1,697.7	35.4	2,400.3	1,749.0	37.2
세전이익	2,404.2	1,764.8	36.2	2,517.3	1,839.6	36.8
순이익	1,868.0	1,341.0	39.3	1,923.7	1,397.8	37.6
영업이익률	30.5	25.6	4.9	30.0	26.0	4.0
세전이익률	31.9	26.6	5.3	31.4	27.4	4.1
순이익률	24.8	20.2	4.5	24.0	20.8	3.2

자료: 하나금융투자

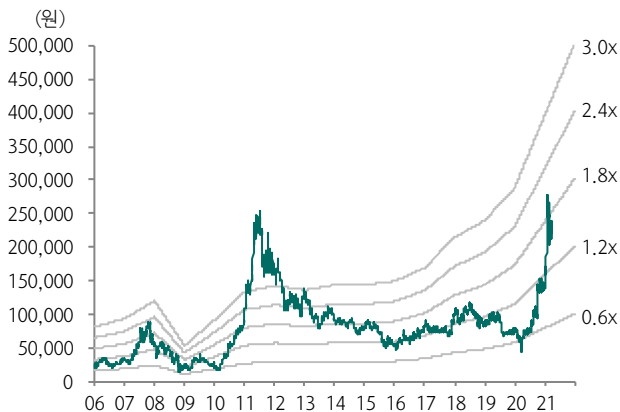
그림 1. 2017년부터 17번의 실적 발표 중 12번의 서프라이즈 행진. 1Q~2Q21에도 대폭 서프라이즈 예상

2017년부터 17번의 실적 발표 중 12번의 서프라이즈 행진. 1Q~2Q21에도 대폭 서프라이즈 예상



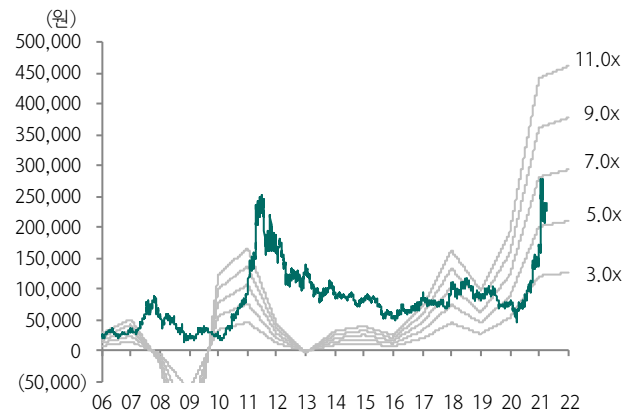
자료: 하나금융투자

그림 2. 금호석유 12M Fwd PBR 밴드 차트



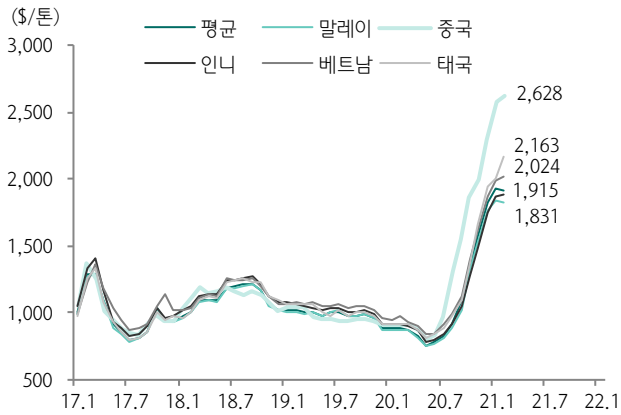
자료: 하나금융투자

그림 3. 금호석유 12M Fwd PER 밴드 차트



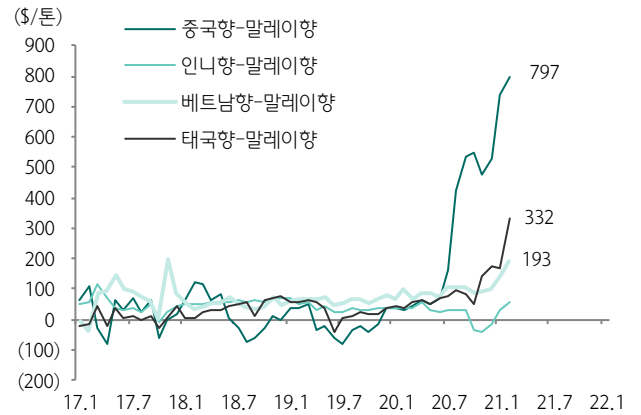
자료: 하나금융투자

그림 4. NBL 지역별 수출 가격 추이



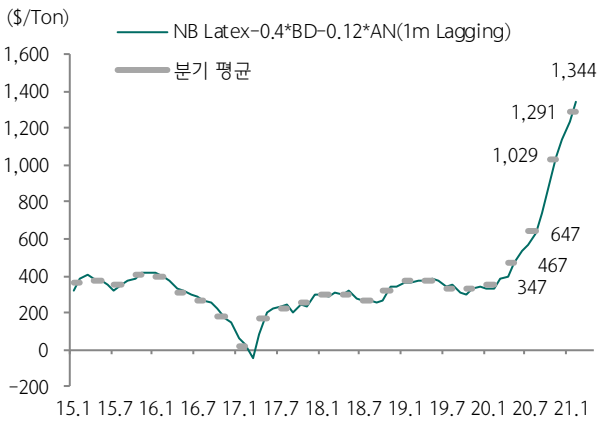
자료: KITA, 하나금융투자

그림 5. 말레이향 대비 중국/태국/베트남향 NBL은 프리미엄에 거래 중



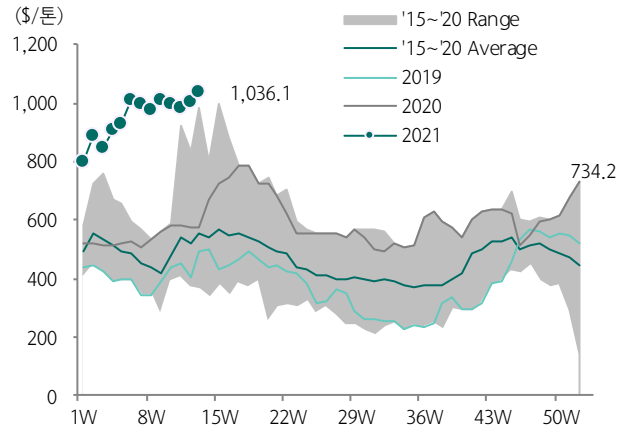
자료: KITA, 하나금융투자

그림 6. NBL 마진 추이(1m lagging)



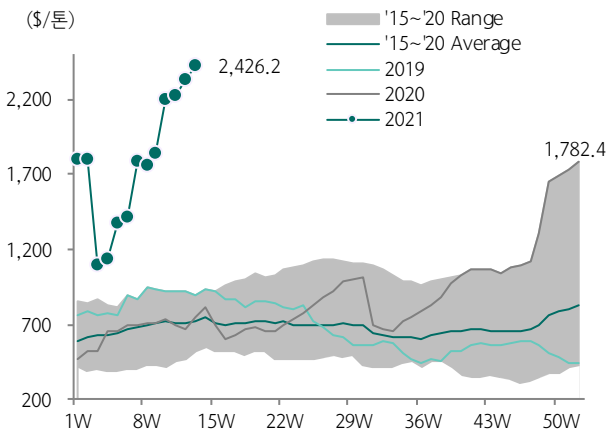
자료: KITA, 하나금융투자

그림 7. SBR 마진은 호조



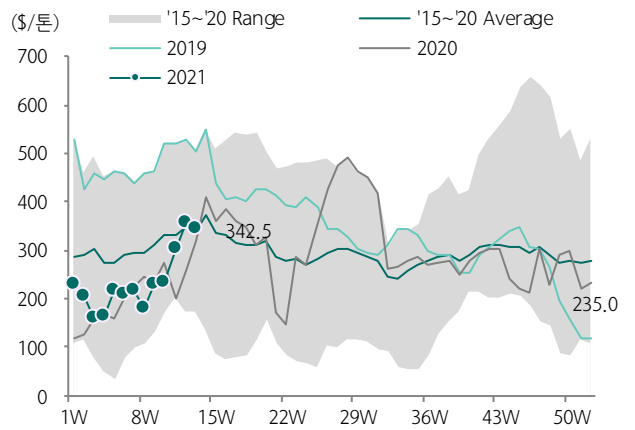
자료: Platts, 하나금융투자

그림 8. BPA 마진 추이



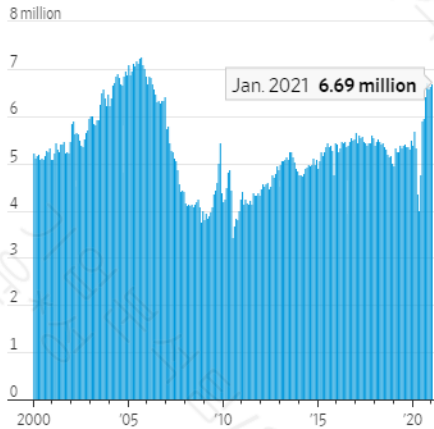
자료: Platts, 하나금융투자

그림 9. 페놀 마진 추이



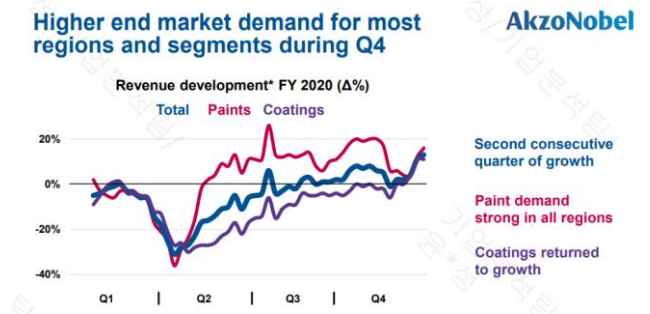
자료: Platts, 하나금융투자

그림 10. 미국 1월 기존주택 판매



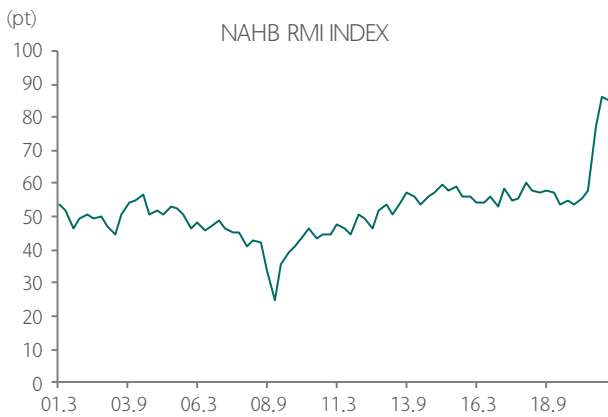
자료: WSJ, 하나금융투자

그림 11. 글로벌 Top 페인트/코팅 업체 AkzoNobel, 수요 강세 언급



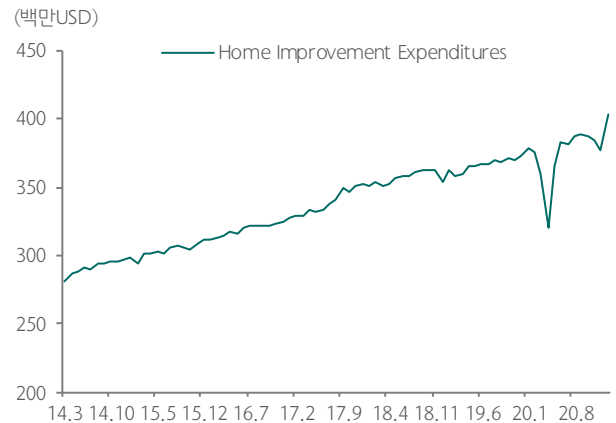
자료: AkzoNobel, 하나금융투자

그림 12. 미국 리모델링 인덱스 급등



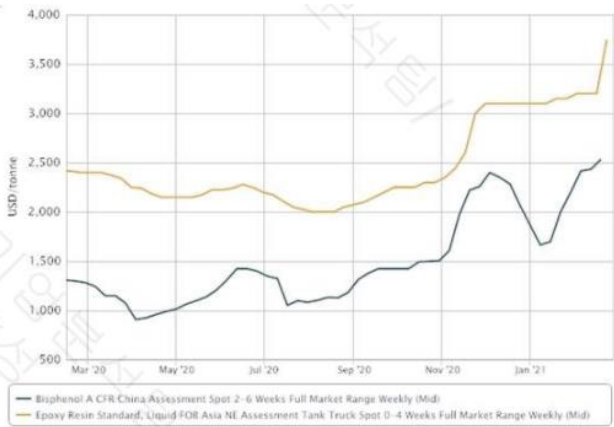
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 13. 미국 주택 개조 관련 지출 사상 최대치



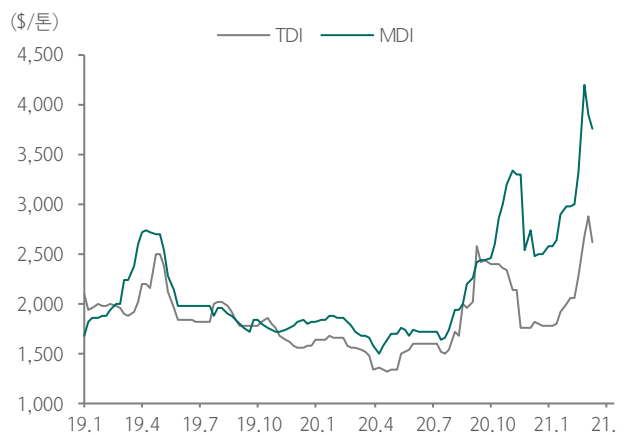
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 14. 중국 에폭시 강세. 1월 말 3천\$ 초반에서 현재 3천\$ 후반



자료: ICIS, 하나금융투자

그림 15. MDI/TDI 강세 지속



자료: Ciscem, 하나금융투자

표2. 금호석유 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2020				FY2021				FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q20F				
매출액	1,225.5	1,026.2	1,188.3	1,369.5	1,744.7	1,901.5	1,931.7	1,958.7	4,977.9	4,809.5	7,536.5	8,007.8
QoQ(%)	3.4%	-16.3%	15.8%	15.2%	27.4%	9.0%	1.6%	1.4%				
YoY(%)	-3.9%	-20.9%	-2.6%	15.5%	42.4%	85.3%	62.6%	43.0%	-10.9%	-3.4%	56.7%	6.3%
합성고무	469.3	369.9	428.2	570.2	701.5	767.1	790.0	809.4	1,918.2	1,837.6	3,068.0	3,282.4
합성수지	285.7	250.5	286.8	331.0	438.7	475.9	484.7	489.2	1,168.1	1,154.0	1,888.5	2,019.4
에너지/정밀화학	123.8	96.8	106.6	113.7	122.9	124.6	123.8	124.5	541.3	440.9	495.7	496.5
페놀(금호 P&B)	346.7	309.0	366.7	354.6	481.6	534.0	533.2	535.5	1,350.3	1,377.0	2,084.2	2,209.5
영업이익	133.1	120.1	213.8	275.1	532.0	604.5	581.6	580.9	367.9	742.2	2,299.1	2,400.3
영업이익률(%)	10.9%	11.7%	18.0%	20.1%	30.5%	31.8%	30.1%	29.7%	7.4%	15.4%	30.5%	30.0%
QoQ(%)	728.1%	-9.8%	78.0%	28.7%	93.4%	13.6%	-3.8%	-0.1%				
YoY(%)	-7.7%	-13.5%	211.3%	1610.9%	299.6%	403.2%	172.0%	111.2%	-33.7%	101.7%	209.8%	4.4%
합성고무	65.7	48.3	88.2	148.3	272.5	310.0	314.0	314.0	161.3	350.4	1,210.6	1,274.1
영업이익률(%)	14.0%	13.1%	20.6%	26.0%	38.9%	40.4%	39.7%	38.8%	8.4%	19.1%	39.5%	38.8%
QoQ(%)	701.9%	-26.5%	82.7%	68.1%	83.8%	13.7%	1.3%	0.0%				
YoY(%)	33.6%	-20.8%	105.2%	1709.4%	314.8%	542.1%	256.0%	111.8%	46.7%	117.2%	245.4%	5.2%
합성수지	25.7	23.0	36.7	33.1	63.4	68.9	66.2	65.5	47.3	118.6	264.0	275.8
영업이익률(%)	9.0%	9.2%	12.8%	10.0%	14.4%	14.5%	13.7%	13.4%	4.0%	10.3%	14.0%	13.7%
QoQ(%)	934.4%	-10.4%	59.3%	-9.8%	91.5%	8.7%	-3.8%	-1.0%				
YoY(%)	43.9%	19.3%	383.4%	1231.6%	146.5%	198.8%	80.4%	98.0%	14.3%	150.8%	122.6%	4.5%
에너지/정밀화학	27.9	13.7	19.1	1.5	24.4	24.5	24.5	24.5	109.2	62.2	97.9	97.9
영업이익률(%)	22.5%	14.1%	17.9%	1.4%	19.9%	19.7%	19.8%	19.7%	20.2%	14.1%	19.7%	19.7%
QoQ(%)	23.1%	-50.9%	39.7%	-91.9%	1484.2%	0.4%	-0.2%	0.1%				
YoY(%)	-28.7%	-48.0%	-9.6%	-93.2%	-12.4%	79.1%	27.9%	1488.6%	-25.0%	-43.0%	57.3%	0.0%
페놀(금호 P&B)	13.9	35.1	69.7	92.2	171.7	201.2	176.9	176.9	50.0	210.9	726.7	752.6
영업이익률(%)	4.0%	11.4%	19.0%	26.0%	35.7%	37.7%	33.2%	33.0%	3.7%	15.3%	34.9%	34.1%
QoQ(%)	흑전	153.3%	98.5%	32.2%	86.2%	17.2%	-12.1%	0.0%				
YoY(%)	-63.6%	9.1%	흑전	흑전	1138.1%	472.7%	153.6%	91.9%	-80.6%	321.8%	244.5%	3.6%
당기순이익	127.6	99.8	146.2	209.4	429.2	494.8	477.0	467.2	294.7	583.0	1,868.3	1,924.0
당기순이익률(%)	10.4%	9.7%	12.3%	15.3%	24.6%	26.0%	24.7%	23.9%	5.9%	12.1%	24.8%	24.0%
QoQ(%)	612.5%	-21.8%	46.5%	43.2%	105.0%	15.3%	-3.6%	-2.1%				
YoY(%)	12.0%	-13.4%	207.3%	1069.4%	236.4%	395.9%	226.2%	123.1%	-41.4%	97.8%	220.5%	3.0%
지배순이익	127.6	99.7	146.2	209.4	429.1	494.8	477.0	467.1	294.6	582.9	1,868.0	1,923.7

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	4,961.5	4,809.5	7,536.5	8,007.8	8,063.8
매출원가	4,399.1	3,858.8	4,963.8	5,322.9	5,409.3
매출총이익	562.4	950.7	2,572.7	2,684.9	2,654.5
판매비	197.0	208.6	273.6	284.7	285.6
영업이익	365.4	742.2	2,299.1	2,400.3	2,369.0
금융손익	(49.1)	(26.8)	(14.9)	(3.0)	10.5
종속/관계기업손익	39.0	56.4	120.0	120.0	120.0
기타영업외손익	21.6	(4.8)	0.0	0.0	0.0
세전이익	376.9	766.9	2,404.2	2,517.3	2,499.5
법인세	84.0	207.3	535.9	593.4	600.6
계속사업이익	292.9	559.7	1,868.3	1,924.0	1,898.8
중단사업이익	1.8	23.3	0.0	0.0	0.0
당기순이익	294.7	583.0	1,868.3	1,924.0	1,898.8
비배주주지분 손익	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
지배주주순이익	294.6	582.9	1,868.0	1,923.7	1,898.6
지배주주지분포괄이익	317.3	560.5	1,868.0	1,923.7	1,898.6
NOPAT	283.9	541.6	1,786.6	1,834.5	1,799.7
EBITDA	568.1	923.2	2,493.0	2,597.4	2,569.6
성장성(%)					
매출액증가율	(11.16)	(3.06)	56.70	6.25	0.70
NOPAT증가율	(37.23)	90.77	229.87	2.68	(1.90)
EBITDA증가율	(25.65)	62.51	170.04	4.19	(1.07)
영업이익증가율	(34.11)	103.12	209.77	4.40	(1.30)
(지배주주)순이익증가율	(40.02)	97.86	220.47	2.98	(1.30)
EPS증가율	(40.03)	97.87	220.46	2.98	(1.31)
수익성(%)					
매출총이익률	11.34	19.77	34.14	33.53	32.92
EBITDA이익률	11.45	19.20	33.08	32.44	31.87
영업이익률	7.36	15.43	30.51	29.97	29.38
계속사업이익률	5.90	11.64	24.79	24.03	23.55

투자지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	8,796	17,405	55,776	57,439	56,689
BPS	79,694	95,208	147,527	198,297	248,317
CFPS	17,997	28,089	73,855	76,972	76,144
EBITDAPS	16,964	27,565	74,437	77,555	76,726
SPS	148,143	143,606	225,030	239,103	240,775
DPS	1,500	4,200	8,000	8,000	8,000
주가지표(배)					
PER	8.81	8.33	4.28	4.16	4.22
PBR	0.97	1.52	1.62	1.21	0.96
PCR	4.31	5.16	3.24	3.11	3.14
EV/EBITDA	6.02	5.38	2.73	2.02	1.40
PSR	0.52	1.01	1.06	1.00	0.99
재무비율(%)					
ROE	11.84	20.18	46.42	33.45	25.52
ROA	6.44	12.19	30.61	23.84	19.37
ROIC	10.74	20.39	64.57	63.27	61.02
부채비율	72.58	59.64	46.46	35.69	28.58
순부채비율	36.55	12.11	(15.46)	(35.19)	(47.79)
이자보상배율(배)	8.34	26.52	95.73	103.16	101.77

자료: 하나금융투자

대차대조표

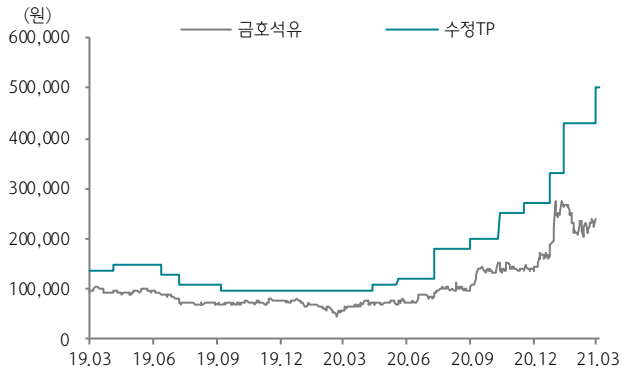
	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,261.4	1,705.5	3,450.0	5,130.6	6,776.6
금융자산	196.8	538.5	1,621.3	3,187.5	4,819.9
현금성자산	127.8	418.2	1,433.0	2,987.4	4,618.4
매출채권	540.1	581.8	911.6	968.6	975.4
채고자산	469.5	531.9	833.4	885.5	891.7
기타유동자산	55.0	53.3	83.7	89.0	89.6
비유동자산	3,276.6	3,321.8	3,728.8	3,828.3	3,867.2
투자자산	893.1	919.4	1,303.8	1,370.2	1,378.1
금융자산	296.8	265.1	278.5	280.8	281.1
유형자산	2,296.0	2,280.4	2,305.0	2,339.7	2,372.2
무형자산	13.6	15.8	13.9	12.3	10.8
기타비유동자산	73.9	106.2	106.1	106.1	106.1
자산총계	4,538.0	5,027.3	7,178.9	8,958.9	10,643.8
유동부채	1,275.6	1,210.2	1,535.8	1,602.4	1,610.3
금융부채	649.2	381.8	325.5	326.2	326.3
매입채무	330.4	402.3	630.5	669.9	674.6
기타유동부채	296.0	426.1	579.8	606.3	609.4
비유동부채	632.8	667.8	741.4	754.1	755.6
금융부채	508.8	538.0	538.0	538.0	538.0
기타비유동부채	124.0	129.8	203.4	216.1	217.6
부채총계	1,908.5	1,878.0	2,277.2	2,356.5	2,366.0
지배주주지분	2,628.7	3,148.2	4,900.4	6,600.8	8,276.0
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	356.5	356.5	356.5	356.5	356.5
자본조정	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)
기타포괄이익누계액	(41.6)	(62.7)	(62.7)	(62.7)	(62.7)
이익잉여금	2,186.7	2,727.4	4,479.6	6,180.0	7,855.2
비배주주지분	0.9	1.0	1.3	1.5	1.8
자본총계	2,629.6	3,149.2	4,901.7	6,602.3	8,277.8
순금융부채	961.2	381.3	(757.8)	(2,323.3)	(3,955.6)

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	557.7	771.5	1,837.6	1,983.0	1,977.4
당기순이익	294.7	583.0	1,868.3	1,924.0	1,898.8
조정	17	25	7	8	8
감가상각비	202.8	181.0	193.9	197.1	200.7
외환거래손익	1.7	(5.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(39.0)	(56.4)	(120.0)	(120.0)	(120.0)
기타	(148.5)	(93.7)	(66.9)	(69.1)	(72.7)
영업활동 자산부채 변동	93.3	(59.3)	(104.6)	(18.1)	(2.1)
투자활동 현금흐름	(136.0)	(200.0)	(549.1)	(188.3)	(121.0)
투자자산감소(증가)	7.8	28.4	(264.4)	53.6	112.1
자본증가(감소)	(162.4)	(175.4)	(216.6)	(230.1)	(231.7)
기타	18.6	(53.0)	(68.1)	(11.8)	(1.4)
재무활동 현금흐름	(395.7)	(278.5)	(172.1)	(222.7)	(223.3)
금융부채증가(감소)	(299.7)	(238.2)	(56.3)	0.7	0.1
자본증가(감소)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(59.2)	0.6	0.0	(0.1)	(0.1)
배당지급	(36.7)	(40.9)	(115.8)	(223.3)	(223.3)
현금의 증감	26.0	290.4	1,014.7	1,554.4	1,631.0
Unlevered CFO	602.7	940.7	2,473.5	2,577.9	2,550.1
Free Cash Flow	385.0	596.1	1,621.0	1,752.9	1,745.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

금호석유



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.3.28	BUY	500,000		
21.2.10	BUY	430,000	-46.72%	-37.91%
21.1.21	BUY	330,000	-26.41%	-16.06%
20.12.15	BUY	270,000	-42.93%	-36.30%
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%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현재가 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	93.49%	6.51%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 03월 26일

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 2021년 3월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2021년 3월 29일 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.