



## BUY(Maintain)

목표주가: 550,000원

주가(4/30): 260,000원

시가총액: 79,216억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkudud1222@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI(4/30)		3,147.86pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	283,000원	69,000원
등락률	-8.1%	276.8%
수익률	절대	상대
1M	1.0%	-1.5%
6M	95.5%	40.8%
1Y	240.3%	110.6%

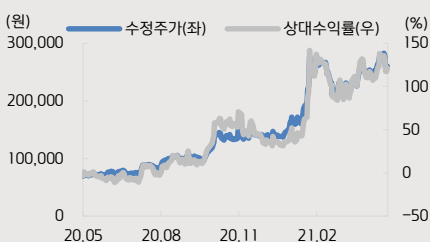
## Company Data

발행주식수	30,468천주
일평균 거래량(3M)	647천주
외국인 지분율	25.1%
배당수익률(2020A)	2.9%
BPS(2020A)	94,002원
주요 주주	박찬구 외 11인 25.1%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020	2021E
매출액	5,584.9	4,961.5	4,809.5	7,309.3
영업이익	554.6	365.4	742.2	2,090.1
EBITDA	764.1	568.1	923.2	2,259.3
세전이익	616.9	376.9	766.9	2,118.7
순이익	503.1	294.7	583.0	1,652.6
지배주주지분순이익	491.2	294.6	582.9	1,652.3
EPS(원)	14,667	8,796	17,405	49,336
증감률(%YoY)	130.0	-40.0	97.9	183.5
PER(배)	6.0	8.8	8.3	5.3
PBR(배)	1.2	1.0	1.5	1.9
EV/EBITDA(배)	5.3	6.0	5.4	3.5
영업이익률(%)	9.9	7.4	15.4	28.6
ROE(%)	23.4	11.8	20.2	42.6
순부채비율(%)	53.6	36.6	11.7	-9.0

## Price Trend



## 기업브리프

## 금호석유 (011780)

## Preparing for a Supercycle



금호석유에 대한 낙관적인 시각을 유지합니다. 올해 영업이익이 과거 차화정, 슈퍼사이클 시기의 약 2.5배를 기록할 것으로 예상되기 때문입니다. 또한 최근 페놀유도체 및 범용고무의 수익성 급증을 고려할 경우 추가적인 실적 개선도 전망됩니다. 한편 NB Latex는 수요의 구조적 변화 및 전방 업체들의 공격적인 증설로 2023년까지 수급 타이트 현상을 지속할 가능성이 커 보입니다. Top-Pick으로 제시합니다.

## &gt;&gt;&gt; 금호석유, 비중 확대 의견 유지

우리는 금호석유를 세계 어떤 Sell-Side 분석가 보다 좋게 본다. 올해 1분기 뿐만 아니라 2분기 이후도 과거 2011년 슈퍼사이클을 크게 상회하는 영업이익을 기록할 것으로 전망하기 때문이다. 우리는 동사의 올해 영업이익을 2조 901억원으로 작년 대비 181.6% 증가할 것으로 추정하고 있다.

한편 시장의 여러 가지 생각(올해 1분기 실적 피크 아웃 이론, 석탄 관련 리스크 등)들을 존중한다. 다만 최근 주가 상승으로 동사에 대해 공매도 전략을 취하는 것은 예상 보다 투자 리스크가 클 것으로 판단된다. 화학 산업의 업사이클은 과거에도 단 년에 끝나지 않는 패턴을 보여 왔고, 전염병이 완화된더라도 동사의 지속적인 제품 포트폴리오 전환 추진으로 동사는 견고한 실적을 유지할 것으로 전망되기 때문이다. 올해 2~3분기 실적 급증을 고려하여 동사에 대해 비중 확대 의견을 유지한다.

## &gt;&gt;&gt; 2011년 슈퍼사이클 시기와 다른 점은 무엇인가?

현재 기말발행주식수와 2011년 슈퍼사이클 시기의 기말발행주식수의 차이가 없는 가운데, 올해 이익과 순차입금은 2011년 대비 큰 폭의 개선이 예상된다. 2011년에는 고유가 시기로 일부 제품들의 ASP가 현재 보다 높은 상황이었으나, 현재 동사 및 지분법업체들의 주력 제품인 NB Latex, ABS, PPG, BPA, MDI 등의 스프레드 급증 및 지속적인 증설 효과로 동사의 올해 지배주주지배순이익은 2011년의 3배 이상인 1조6,523억원을 기록할 전망이다. 또한 지난 3년(2018~2020년) 동안 영업현금흐름 개선으로 동사의 올해 순차입금은 -4,142억원을 기록하며, 2011년 대비 약 2.2조원이 개선될 전망이다.

참고로 동사의 올해 합성고무부문 생산능력(부타디엔 제외)은 174.5만톤으로 2011년 대비 67.0% 증가하였고, 합성수지부문 생산능력은 90.8만톤으로 44.6% 증가하였으며, 페놀유도체(금호피앤비화학, 큐멘 제외) 생산능력은 193.3만톤으로 92.9% 증가하였고, 지분법업체인 금호미쓰이화학/금호폴리켄의 합산 생산능력은 67.2만톤으로 159.5% 증가하였다.

한편 최근 SBR/BR/NB Latex의 타이트한 수급 상황 및 BPA/에폭시의 가격

급등을 고려 시 동사의 올해 연결 실적은 당사 추정치를 상회할 가능성도 있어 보인다. 1분기 실적 발표 후 이를 업데이트하겠다. 또한 페놀유도체는 지분율이 2011년 대비 21.8%p 증가한 것도 고려할 필요가 있다.

### >>> NB Latex, 실적 피크 아웃이 걱정되는가?

백신 개발/보급 확대에 의한 니트릴 장갑 수요 감소 전망으로 동사 합성고무 부문의 주요 제품 중 하나인 NB Latex의 향후 수요 감소를 우려하는 의견들이 많다. 투자자 입장에서는 당연한 의문 제기이다. 하지만 우리는 NB Latex 시장이 향후 2~3년 동안 수급 타이트 현상을 지속할 것으로 전망하고 있다.

우선 주요 전방인 니트릴 장갑 업체들의 증설 물량이 급증하고 있기 때문이다. Top Glove/Hartalega/STGT/Kossan/Supermax 등 세계 TOP 5 업체들이 올해/내년에도 매년 17~18%의 생산능력 증가가 예상되는 가운데, 중국 및 동남아시아 Tier-2 업체들의 증설 확대도 계획되어 있다. 또한 니트릴 장갑 업체들의 자동화 및 기술 개발 확대에 의한 인력 투입 감소로 전방 산업 공급 확대 움직임이 더욱 거세질 전망이다. 이에 올해 동사 증설 및 LG화학의 중국 신규 공장 가동에도 불구하고, NB Latex 수급은 2023년까지도 타이트한 업황을 유지할 전망이다.

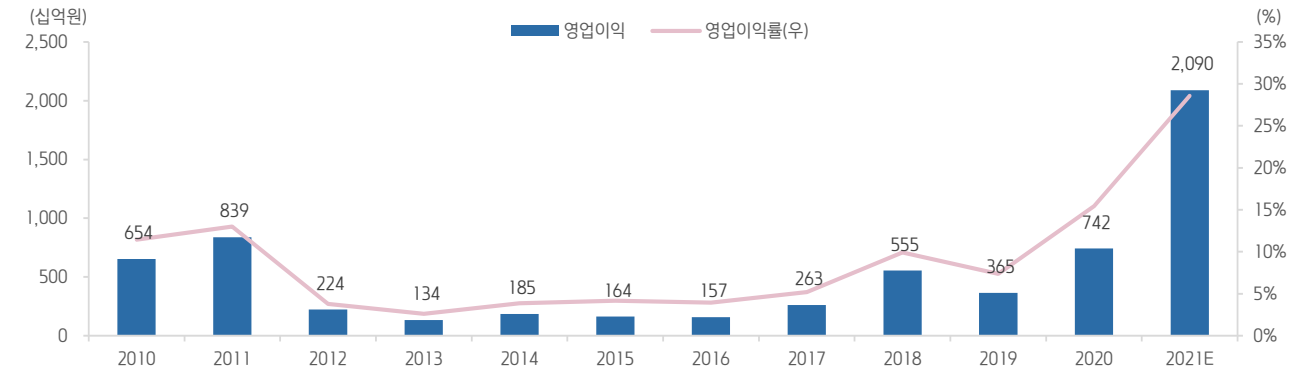
Malaysian Rubber Glove Manufacturers Association(이하 MARGMA)에 따르면 유행병 이후에도 장갑 착용의 구조적 소비 패턴 변화, 신흥국의 수요 증가 및 용도(음식 산업, 연구실, 클린룸, 타투, 산업용, 특수 의료용, 가정용 등) 확대에 장갑 시장은 연평균 12~15%의 수요 증가가 전망된다. 또한 메이저 장갑 업체들은 정부 계약 규모가 커져, 대부분이 수요를 충족시키기에 어려움을 겪고 있어, 장갑 ASP의 급격한 하락은 제한적으로 판단된다. 참고로 MARGMA는 올해 세계 고무 장갑 공급이 4,200억장으로 예상 수요 5,000억장을 하회하며 숏티지 상황이 지속될 것으로 전망하였다.

한편 인도의 신규 확진자 수가 하루 40만명을 넘기는 등 신흥국 코비드19 확진자가 재차 증가 추세이다. 또한 최근 변이 바이러스의 출현 등을 고려하면, 개인적으로는 안타깝지만 보수적으로도 내년까지 장갑 수요가 감소할 가능성은 제한적으로 보인다.

### >>> 투자 의견 Buy(유지), 목표주가 550,000원(상향)

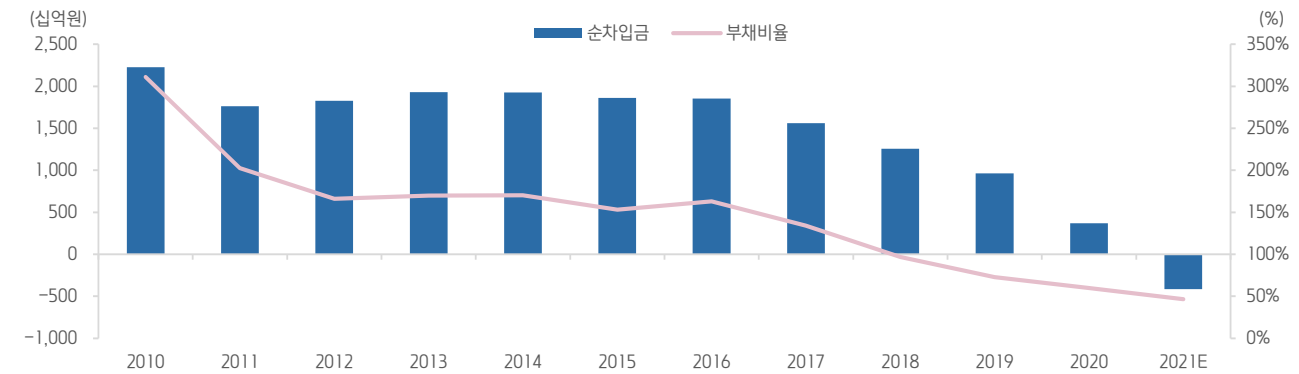
동사에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 최근 에폭시/BPA 가격 급등을 고려하여 기존 대비 10% 상향한 550,000원을 제시한다. 목표주가는 SOTP 밸류에이션을 사용하였고, 타겟 EV/EBITDA 배수는 과거 10년 평균(10.2배)을 42% 할인한 보수적 수치(5.9배)를 적용하였다. 다운스트림 업체의 마진을 변동성을 고려하였기 때문이다. 참고로 2011년의 EV/EBITDA 배수는 7.1배였다. 다만 국내 업스트림 화학 업체들의 과도한 저평가가 지속되고 있는 가운데, 동사가 제시한 Core 집중, 신성장 플랫폼 확보 전략 등이 적시 발표되지 않는다면, 아무리 실적이 좋아도 현재의 답답한 시가총액 밴드가 움직이지 않을 수도 있어 보인다. 구슬이 서 말이라도 꿰어야 보배가 아닌가?

## 금호석유 영업이익/영업이익률 추이/전망



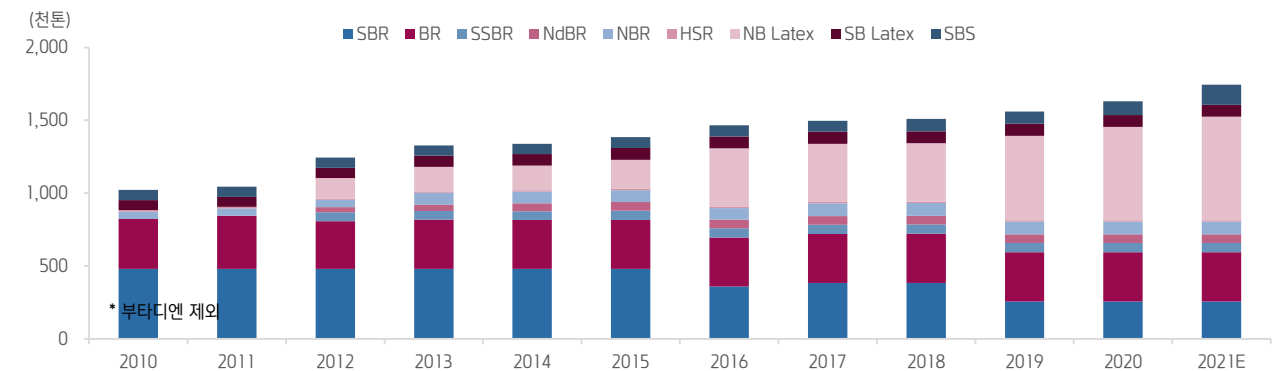
자료: 금호석유, 키움증권 리서치

## 금호석유 순차입금/부채비율 추이/전망



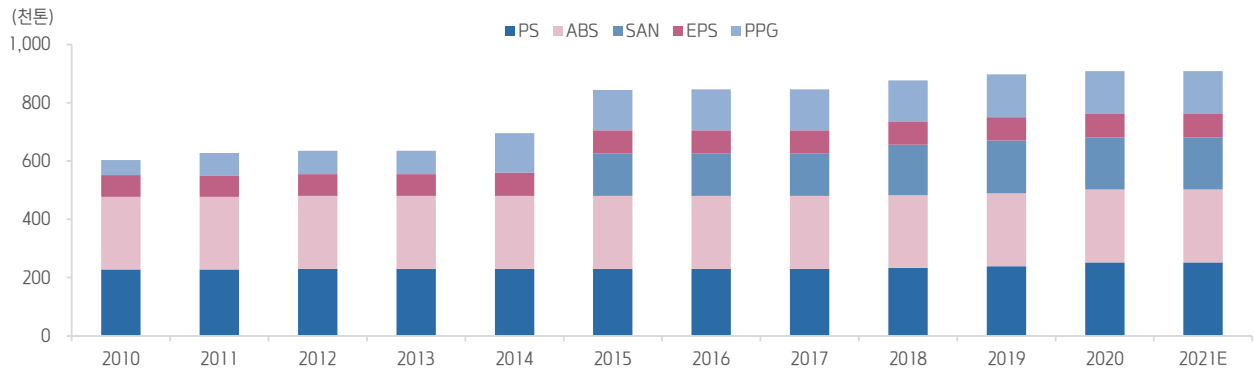
자료: 금호석유, 키움증권 리서치

## 금호석유 합성고무부문 주요 제품 생산능력 추이/전망



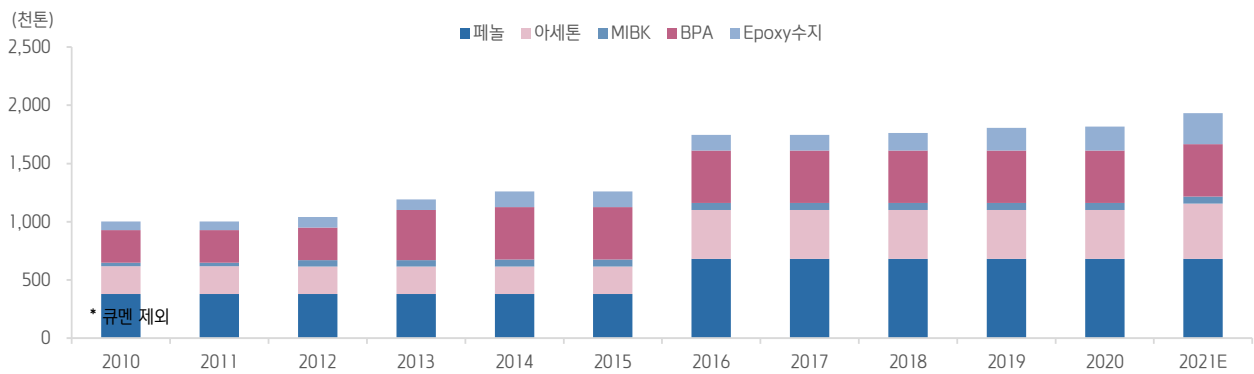
자료: 금호석유, 키움증권 리서치

## 금호석유 합성수지부문 주요 제품 생산능력 추이/전망



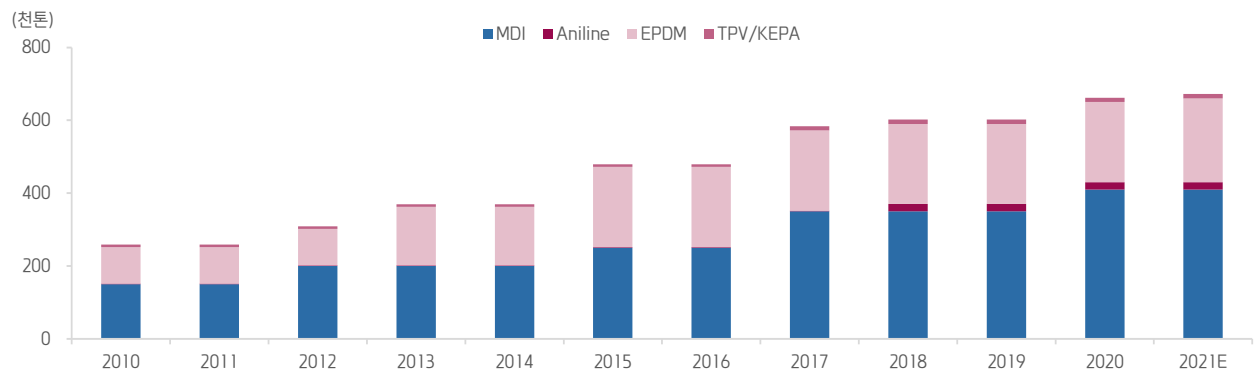
자료: 금호석유, 키움증권 리서치

## 금호피앤비화학 주요 제품 생산능력 추이/전망



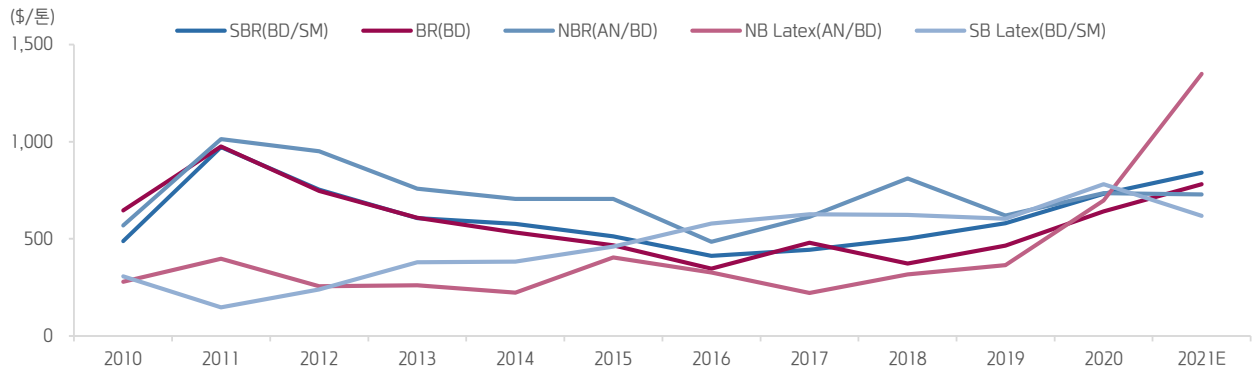
자료: 금호석유, 키움증권 리서치

## 금호미쓰이화학/금호폴리켐 주요 제품 생산능력 추이/전망



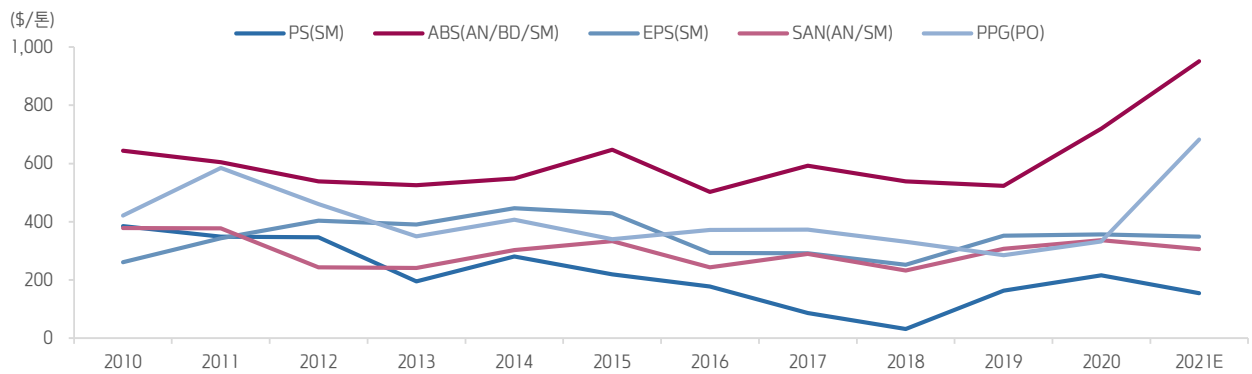
자료: 금호석유, 키움증권 리서치

## 금호석유 합성고무부문 주요 제품 스프레드(표준 원단위 적용) 추이/전망



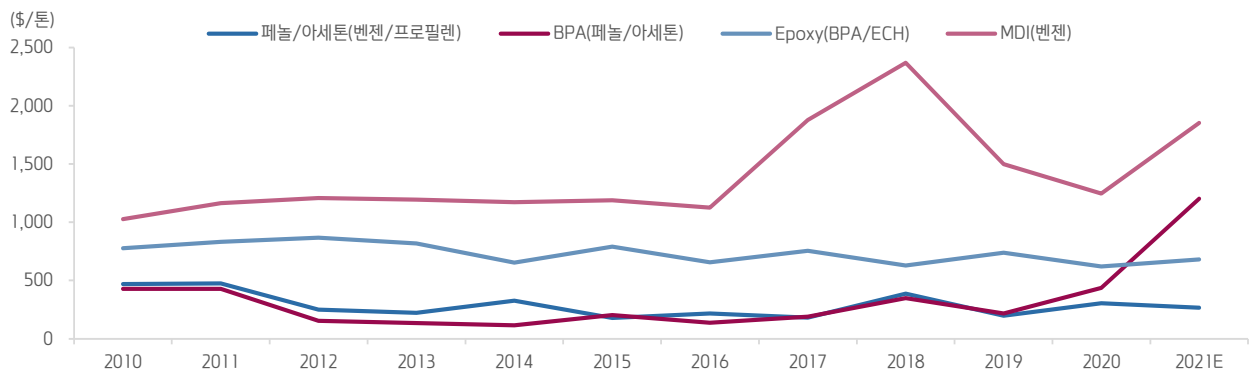
자료: KITA, KPIA, 키움증권 리서치

## 금호석유 합성수지부문 주요 제품 스프레드(표준 원단위 적용) 추이/전망



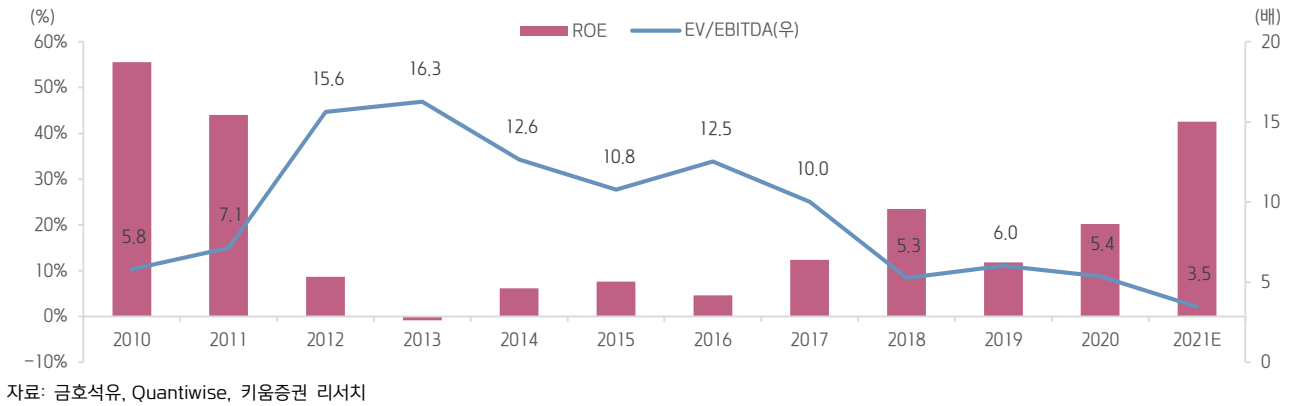
자료: KITA, KPIA, 키움증권 리서치

## 금호피앤비화학/금호미쓰이화학 주요 제품 스프레드(표준 원단위 적용) 추이/전망

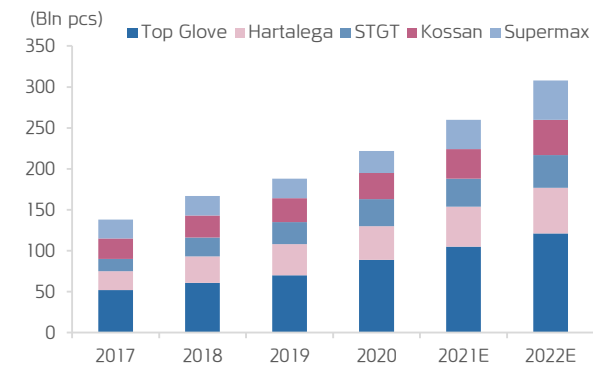


자료: KITA, KPIA, 키움증권 리서치

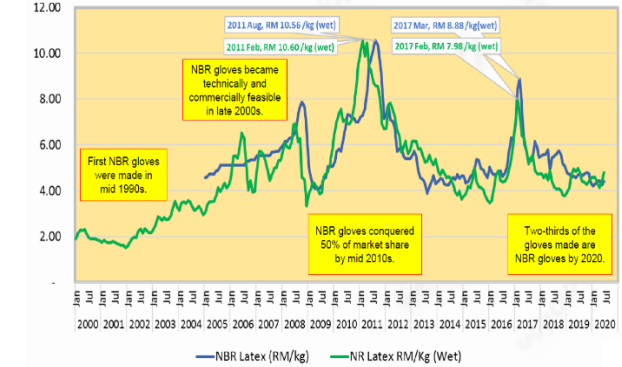
## 금호석유 ROE, EV/EBITDA 추이/전망



## 세계 Top 5 장갑 업체 생산능력 추이/전망



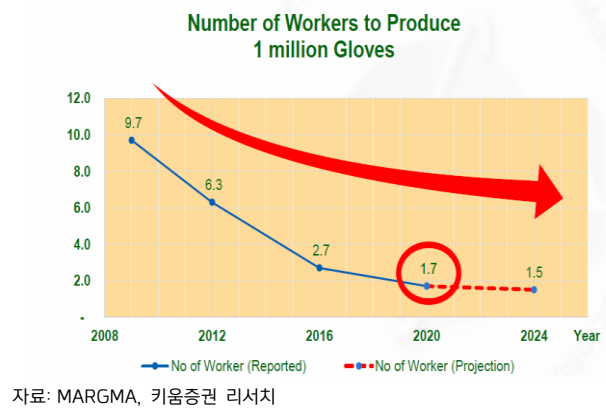
## NBR Latex/NR Latex 가격 추이



## 고무 장갑 용도



## 말레이시아 고무장갑 백만장 당 투입 노동자 추이/전망



## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
매출액	5,584.9	4,961.5	4,809.5	7,309.3	7,510.6
매출원가	4,854.2	4,399.1	3,858.8	4,905.1	5,105.3
매출총이익	730.7	562.4	950.8	2,404.2	2,405.3
판매비	176.1	197.0	208.6	314.1	322.6
영업이익	554.6	365.4	742.2	2,090.1	2,082.7
EBITDA	764.1	568.1	923.2	2,259.3	2,260.6
영업외손익	62.3	11.6	24.8	28.6	38.6
이자수익	4.0	4.1	3.1	7.9	15.9
이자비용	57.1	43.8	28.0	29.5	30.8
외환관련이익	58.6	67.4	99.6	86.5	89.1
외환관련손실	64.5	68.8	102.2	94.8	97.2
종속 및 관계기업손익	118.1	39.0	56.4	59.2	62.2
기타	3.2	13.7	-4.1	-0.7	-0.6
법인세차감전이익	616.9	376.9	766.9	2,118.7	2,121.3
법인세비용	113.8	84.0	207.3	466.1	466.7
계속사업순이익	503.1	292.9	559.7	1,652.6	1,654.6
당기순이익	503.1	294.7	583.0	1,652.6	1,654.6
지배주주순이익	491.2	294.6	582.9	1,652.3	1,654.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	10.3	-11.2	-3.1	52.0	2.8
영업이익 증감율	111.2	-34.1	103.1	181.6	-0.4
EBITDA 증감율	59.0	-25.7	62.5	144.7	0.1
지배주주순이익 증감율	130.0	-40.0	97.9	183.5	0.1
EPS 증감율	130.0	-40.0	97.9	183.5	0.1
매출총이익률(%)	13.1	11.3	19.8	32.9	32.0
영업이익률(%)	9.9	7.4	15.4	28.6	27.7
EBITDA Margin(%)	13.7	11.5	19.2	30.9	30.1
지배주주순이익률(%)	8.8	5.9	12.1	22.6	22.0

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
유동자산	1,348.7	1,261.4	1,705.5	3,139.0	4,578.6
현금 및 현금성자산	101.8	127.8	418.2	1,245.6	2,630.1
단기금융자산	67.0	120.2	126.3	132.6	139.2
매출채권 및 기타채권	667.8	584.6	622.2	945.6	971.6
재고자산	471.6	469.5	531.9	808.3	830.5
기타유동자산	107.5	79.5	133.2	139.5	146.4
비유동자산	3,268.0	3,276.6	3,321.8	3,624.8	3,722.1
투자자산	893.1	919.4	991.7	1,066.9	1,145.2
유형자산	2,365.6	2,296.0	2,280.4	2,513.7	2,538.0
무형자산	14.3	13.6	15.8	13.3	11.2
기타비유동자산	-5.0	47.6	33.9	30.9	27.7
자산총계	4,616.7	4,538.0	5,027.3	6,763.8	8,300.7
유동부채	1,758.9	1,275.6	1,210.2	1,431.1	1,460.3
매입채무 및 기타채무	556.2	542.7	637.7	858.6	887.8
단기금융부채	649.2	381.8	381.8	381.8	381.8
기타유동부채	553.5	351.1	190.7	190.7	190.7
비유동부채	509.7	632.8	667.8	717.8	757.8
장기금융부채	624.5	646.6	696.6	736.6	776.6
기타비유동부채	-114.8	-13.8	-28.8	-18.8	-18.8
부채총계	2,268.6	1,908.5	1,878.0	2,148.9	2,218.1
자본총계	2,348.1	2,629.6	3,149.2	4,614.9	6,082.6
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	-62.7	-85.1	-107.6
이익잉여금	1,924.6	2,186.7	2,727.4	4,215.3	5,705.1
비지배지분	0.8	0.9	1.0	1.2	1.5
자본총계	2,348.1	2,629.6	3,149.2	4,614.9	6,082.6

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	484.6	557.7	771.5	1,344.7	1,760.9
당기순이익	503.1	294.7	583.0	1,652.6	1,654.6
비현금항목의 가감	277.3	308.1	357.7	588.4	587.8
유형자산감가상각비	207.1	200.6	178.9	166.7	175.7
무형자산감가상각비	2.3	2.2	2.2	2.6	2.1
지분법평가손익	-118.1	-39.0	-56.4	-59.2	-62.2
기타	186.0	144.3	233.0	478.3	472.2
영업활동자산부채증감	-201.7	93.3	-59.3	-428.0	-19.5
매출채권및기타채권의감소	-49.0	82.5	-48.4	-323.4	-26.0
재고자산의감소	-44.9	2.2	-67.2	-276.4	-22.3
매입채무및기타채무의증가	-82.4	16.5	79.3	220.9	29.2
기타	-25.4	-7.9	-23.0	-49.1	-0.4
기타현금흐름	-94.1	-138.4	-109.9	-468.3	-462.0
투자활동 현금흐름	-190.7	-136.0	-200.0	-417.7	-218.0
유형자산의 취득	-134.1	-172.7	-175.4	-400.0	-200.0
유형자산의 처분	5.5	10.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.4	-0.9	-2.8	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	23.9	8.7	30.1	-13.0	-13.0
단기금융자산의감소(증가)	-82.0	30.8	-53.2	-6.0	-6.3
기타	-4.4	-12.2	1.3	1.3	1.3
재무활동 현금흐름	-426.4	-395.7	-278.5	-71.4	-130.1
차입금의 증가(감소)	-354.8	-352.0	-232.1	50.0	40.0
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	-115.8	-164.5
기타	-14.4	-7.0	-5.5	-5.6	-5.6
기타현금흐름	-0.2	0.0	-2.5	-28.3	-28.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-132.6	26.0	290.4	827.4	1,384.5
기초현금 및 현금성자산	234.4	101.8	127.8	418.2	1,245.6
기말현금 및 현금성자산	101.8	127.8	418.2	1,245.6	2,630.1

자료: 키움증권 리서치

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	14,667	8,796	17,405	49,336	49,398
BPS	70,088	78,488	94,002	137,756	181,573
CFPS	23,300	17,997	28,089	66,912	66,956
DPS	1,350	1,500	4,200	6,000	6,000
주가배수(배)					
PER	6.0	8.8	8.3	5.3	5.3
PER(최고)	8.2	12.0	9.0		
PER(최저)	5.4	7.7	2.5		
PBR	1.2	1.0	1.5	1.9	1.4
PBR(최고)	1.7	1.3	1.7		
PBR(최저)	1.1	0.9	0.5		
PSR	0.5	0.5	1.0	1.2	1.2
PCFR	3.7	4.3	5.2	3.9	3.9
EV/EBITDA	5.3	6.0	5.4	3.5	2.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	6.5	12.3	17.7	9.0	9.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.5	1.9	2.9	2.3	2.3
ROA	10.9	6.4	12.2	28.0	22.0
ROE	23.4	11.8	20.2	42.6	30.9
ROIC	16.3	10.1	19.5	54.5	48.9
매출채권회전율	8.7	7.9	8.0	9.3	7.8
재고자산회전율	12.4	10.5	9.6	10.9	9.2
부채비율	96.6	72.6	59.6	46.6	36.5
순차입금비율	53.6	36.6	11.7	-9.0	-29.0
이자보상배율	9.7	8.3	26.5	70.8	67.7
총차입금	1,457.2	1,156.1	907.6	957.6	997.6
순차입금	1,257.5	961.3	369.1	-414.2	-1,765.1
NOPLAT	764.1	568.1	923.2	2,259.3	2,260.6
FCF	345.3	419.1	480.2	971.5	1,582.9

## Compliance Notice

- 당사는 4월 30일 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

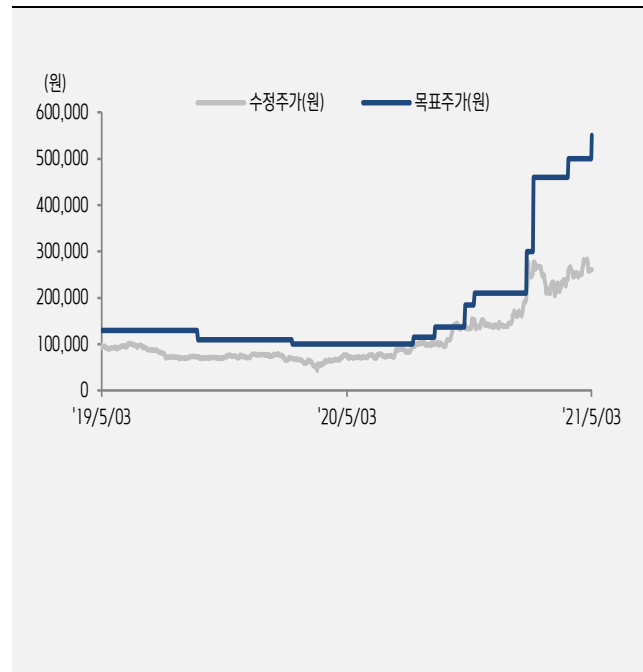
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
금호석유 (011780)	2019-05-29	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-25.32	-21.15
	2019-06-28	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-29.44	-21.15
	2019-08-06	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-35.74	-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	-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	-48.29	-39.89
	2021-03-22	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-48.37	-39.89
	2021-03-29	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-49.17	-46.70
	2021-04-14	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-47.98	-43.40
	2021-05-03	Buy(Maintain)	550,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%