



금호석유 (011780)

황제의 재림 vs. 피크아웃 논란

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (신규)

목표주가(신규): 350,000원

현재 주가(5/4)	270,000원
상승여력	▲29.6%
시가총액	82,263억원
발행주식수	30,468천주
52 주 최고가 / 최저가	283,000 / 69,000원
90 일 일평균 거래대금	1,646.09억원
외국인 지분율	24.6%

주주 구성	
박철완 (외 12 인)	25.1%
자사주 (외 1 인)	18.4%
국민연금공단 (외 1 인)	8.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.1	6.7	100.7	281.9
상대수익률(KOSPI)	3.9	4.8	67.2	215.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,810	7,905	7,220	7,069
영업이익	742	2,530	1,773	1,435
EBITDA	923	2,716	1,965	1,633
지배주주순이익	583	1,901	1,341	1,098
EPS	19,132	61,188	43,148	35,326
순차입금	381	-1,254	-2,230	-3,039
PER	7.6	4.4	6.3	7.6
PBR	1.5	1.8	1.5	1.4
EV/EBITDA	5.4	2.7	3.2	3.4
배당수익률	2.9	4.4	3.2	2.6
ROE	20.2	47.0	24.8	17.5

주가 추이



1Q21 영업이익 6,125억원. 컨센 +38% 상회

고무/라텍스/ABS/BPA/EPOXY 등 제품 가격 급등(유가+시황)으로 1Q21 매출액은 1.9조원(QoQ +35%), 영업이익도 6,125억원(QoQ +123%, OPM 33%)으로 대폭 개선되었다.

2Q21 영업이익 7,515억원. QoQ +23%

2Q21 매출액 2.1조원(QoQ +14%), 영업이익 7,515억원(QoQ +23%)을 전망한다. 영업이익률은 1Q(33%) => 2Q(35.5%)로 추정된다. 2Q 실적 개선을 추정하는 이유는 다음과 같다:

- 1) ASP(↑): 제품(고무/Latex/BPA 등) Spot 가격/마진이 매월(6개월째) 상승 중으로 매출/이익률이 동시에 개선되고 있으며, [그림 2~4]
- 2) ASP(↑): 글로벌 독과점적 지위를 가지고 있는 제품들을 생산하고 있어 대부분 판매가 "Contract(계약)"로 이뤄지는데, Contract 판가는 Spot가격을 0.5~2개월 후행한다. 즉, 3~4월에 상승한 Spot가격/마진이 실제 판매에서는 4~5월에 적용된다는 것이다. [그림 4~7]
- 3) Q(→): 폭증하는 주문량(수요)을 맞추기 위해 2Q/4Q에 나눠하는 정기보수를 하반기로 미룰 것으로 예상된다. 이미 1Q21부터 늘어난 미국/유럽(고마진 지역) 주문을 맞추기 위해 내수 판매를 줄여야했던 만큼, 공장 가동을 중단할 수 없는 상황이기 때문이다. [그림 8~9]

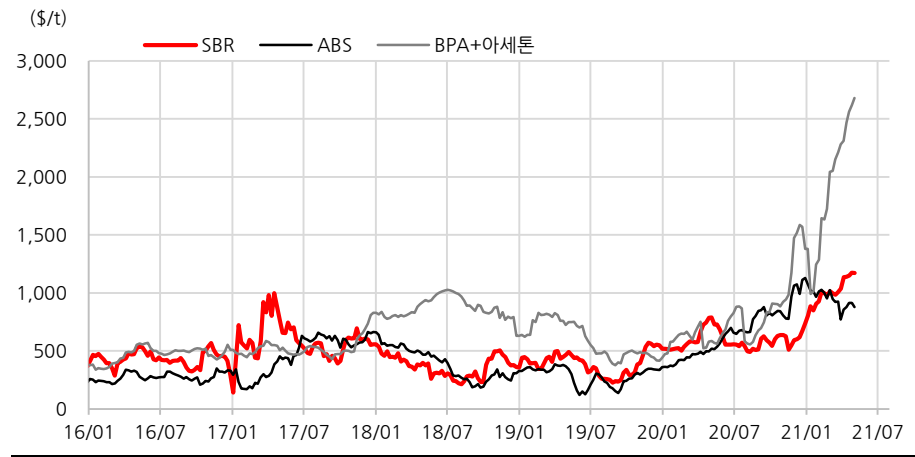
금호석유 슈퍼 Cycle 지속될까?

투자 의견 BUY, 목표주가 35만원을 제시한다. 목표주가 35만원은 시황 하락을 고려한 TP 21만원(22년 BPS에 Target PBR 1.2배 적용)과 시황 강세를 고려한 TP 49만원(21년 EPS에 Target PER 8.0배)의 평균이다.

현재의 제품 Shortage는 코로나19로 인한 일부 제품들의 수요 급증, 미국 한파 등에 기인한다. Cycle 특성상, 가격/마진은 조정될 것이나, 아직 Peak-Out은 아니다. 2022년 중순까지는 과거 최상단 이상 마진이 유지될 전망이다. 코로나19가 종료될 때까지는 수요 초강세가 지속될 것이며, 미국 한파 영향은 3Q까지 지속될 전망이다.

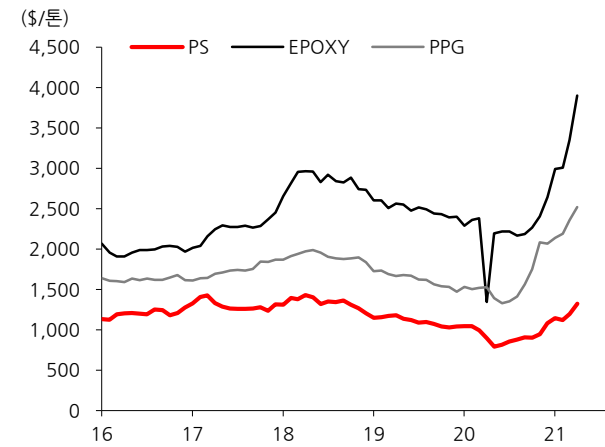
2021년말 BPS는 15만원으로 YoY +57% 증가, 2023년 현금은 0.4조 => 3.2조원으로 늘어날 전망이다. 이를 바탕으로, Cycle 종료 시점에 적절한 M&A/신규 사업으로 동사의 이익에 크게 기여할 것으로 기대한다.

[그림1] 금호석유화학 주요 제품 마진: (전방은 타이어/전자제품)



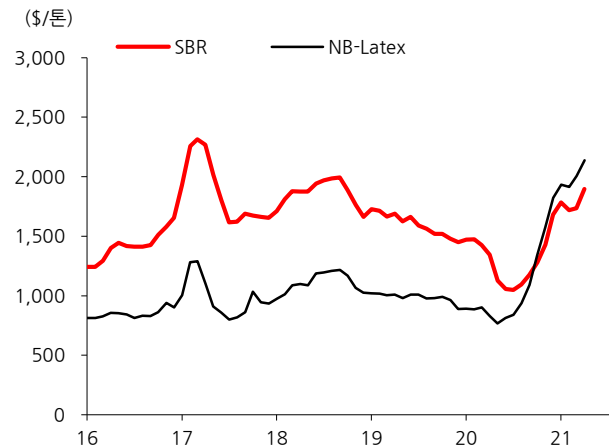
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 금호석유화학 기타 제품들 수출 가격
(전방은 일회용품/전자/가구 등)



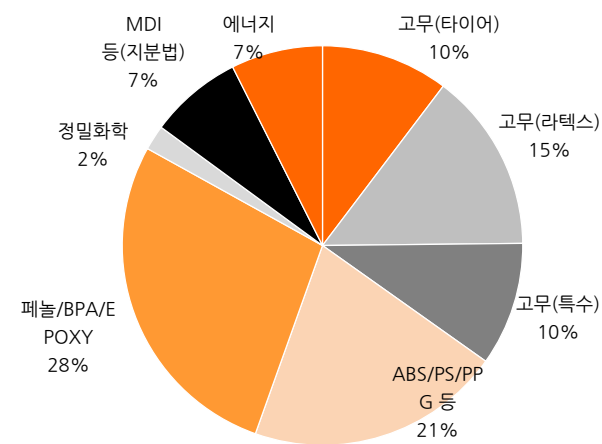
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 합성고무도 강세지만, 원가가 압도적으로 낮은 라텍스가 가격을 역전. 이에 근거, 50~60%의 마진율이 예상됨



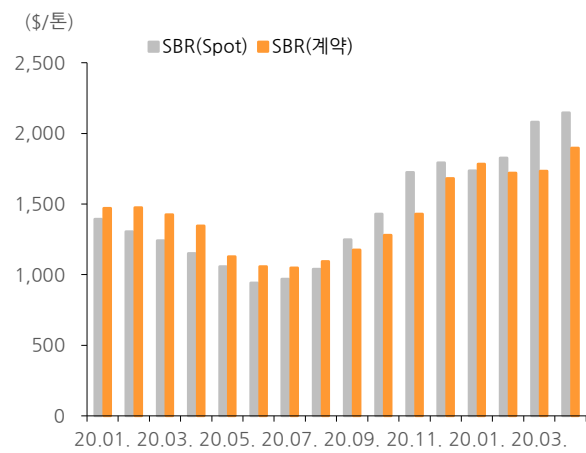
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 금호석유는 특수 제품이 많아 계약거래가 다수



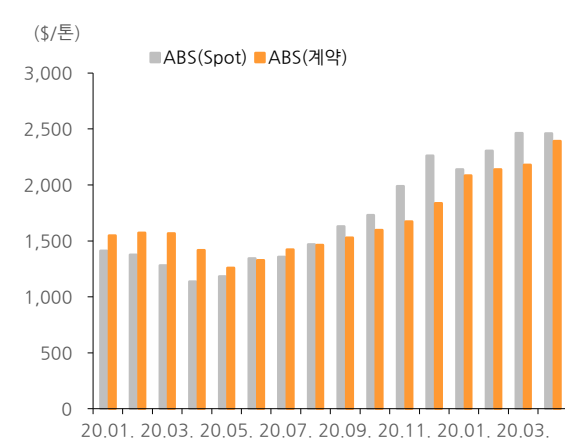
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] Spot 상승 => 계약가에 1~2 개월 후 반영 (2Q 긍정적)



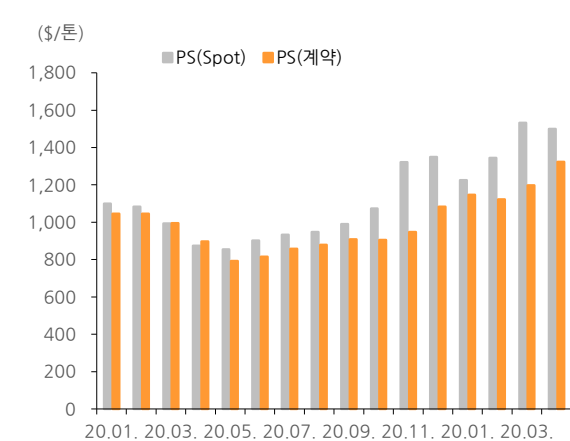
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] Spot 상승 => 계약가에 1~2 개월 후 반영 (2Q 긍정적)



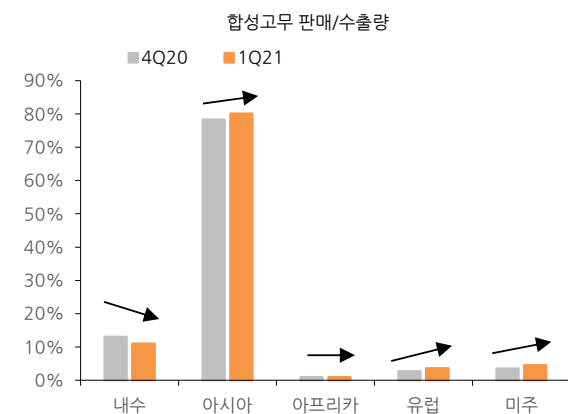
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] Spot 상승 => 계약가에 1~2 개월 후 반영 (2Q 긍정적)



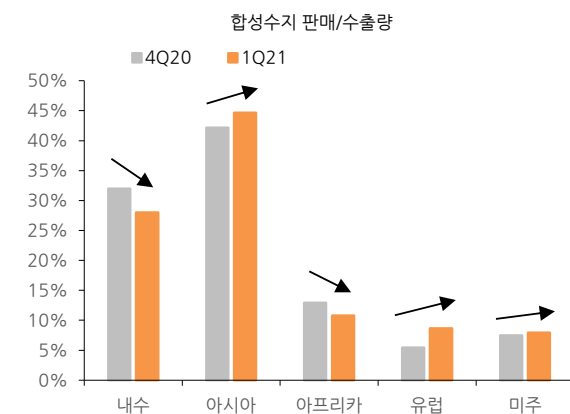
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 판가 높은 수출, 미국/유럽 지역 늘어나 (합성고무)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 판가 높은 수출, 미국/유럽 지역 늘어나 (합성수지)



자료: 한화투자증권 리서치센터

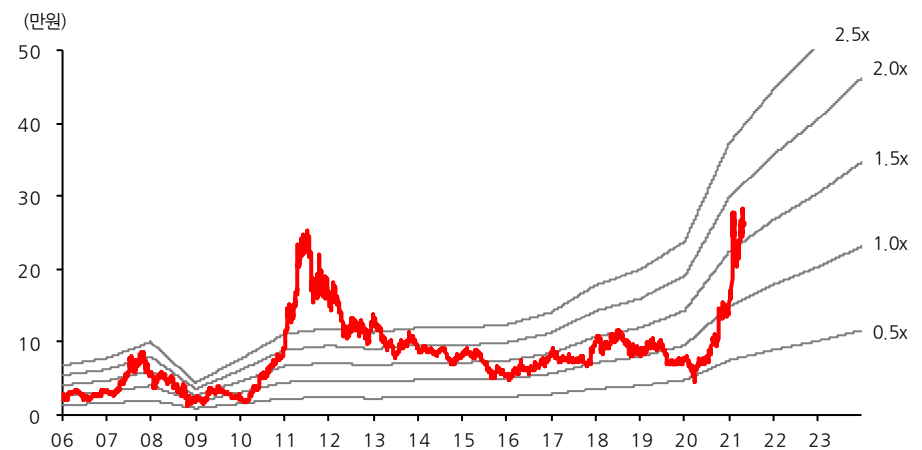
[표1] 금호석유화학 실적 추이 (3Q 부터 시황 둔화를 가정한 추정치)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,225.5	1,026.3	1,188.3	1,369.5	1,854.5	2,118.5	2,073.5	1,858.4	4,809.5	7,904.8	7,219.9
QoQ(%)	3.7%	-16.3%	15.8%	15.3%	35.4%	14.2%	-2.1%	-10.4%			
YoY(%)	-3.6%	-20.6%	-2.3%	15.9%	51.3%	106.4%	74.5%	35.7%	-3.1%	64.4%	-8.7%
합성고무/BD	469.3	369.9	428.2	570.2	765.9	888.5	840.0	815.3	1,837.6	3,309.8	3,130.6
합성수지	285.7	250.5	286.8	331.0	419.9	472.4	422.4	354.8	1,154.0	1,669.5	1,427.4
페놀(금호피앤비)	346.7	309.0	366.7	354.6	531.6	638.1	676.1	555.8	1,377.0	2,401.6	2,105.7
기타(정밀/열병합)	123.8	96.8	106.6	113.7	155.1	119.5	135.0	132.5	440.9	542.0	556.3
영업이익	133.1	120.1	213.8	275.1	612.5	751.5	619.7	546.2	742.2	2,530.0	1,773.2
영업이익률(%)	10.9%	11.7%	18.0%	20.1%	33.0%	35.5%	29.9%	29.4%	15.4%	32.0%	24.6%
QoQ(%)	767.4%	-9.8%	77.9%	28.7%	122.7%	22.7%	-17.5%	-11.9%			
YoY(%)	-7.2%	-13.0%	212.7%	1692.2%	360.0%	525.5%	189.9%	98.6%	103.1%	240.9%	-29.9%
합성고무/BD	66.3	48.3	89.8	147.2	292.1	339.0	311.3	285.7	351.6	1,228.1	870.6
영업이익률(%)	14.1%	13.1%	21.0%	25.8%	38.1%	38.2%	37.1%	35.0%	19.1%	37.1%	27.8%
합성수지	26.3	23.4	36.3	32.9	89.3	102.2	85.5	61.7	118.9	338.7	201.3
영업이익률(%)	9.2%	9.3%	12.7%	9.9%	21.3%	21.6%	20.3%	17.4%	10.3%	20.3%	14.1%
페놀(금호피앤비)	13.7	34.7	68.7	93.3	193.2	288.8	197.3	171.0	210.4	850.2	581.0
영업이익률(%)	4.0%	11.2%	18.7%	26.3%	36.3%	45.3%	29.2%	30.8%	15.3%	35.4%	27.6%
기타(정밀/열병합)	26.8	13.7	19.0	1.7	37.9	21.5	25.6	27.8	61.3	112.9	120.5
영업이익률(%)	21.7%	14.2%	17.8%	1.5%	24.4%	18.0%	19.0%	21.0%	13.9%	20.8%	21.7%
당기순이익	127.6	99.8	146.2	209.4	475.6	557.5	461.2	406.7	583.0	1,901.0	1,340.6
지배순이익	127.6	99.7	146.2	209.4	475.5	557.5	461.2	406.7	582.9	1,901.0	1,340.6
순이익률(%)	10.4%	9.7%	12.3%	15.3%	25.6%	26.3%	22.2%	21.9%	12.1%	24.0%	18.6%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 금호석유화학 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,961	4,810	7,905	7,220	7,069
매출총이익	562	951	2,858	2,073	1,729
영업이익	365	742	2,530	1,773	1,435
EBITDA	568	923	2,716	1,965	1,633
순이자손익	-34	-18	-8	-4	1
외화관련손익	-1	-3	0	0	0
지분법손익	39	56	74	74	74
세전계속사업손익	377	767	2,629	1,837	1,504
당기순이익	295	583	1,901	1,341	1,098
지배주주순이익	295	583	1,901	1,341	1,098
증가율(%)					
매출액	-11.2	-3.1	64.4	-8.7	-2.1
영업이익	-34.1	103.1	240.9	-29.9	-19.1
EBITDA	-25.6	62.5	194.2	-27.7	-16.9
순이익	-41.4	97.8	226.1	-29.5	-18.1
이익률(%)					
매출총이익률	11.3	19.8	36.2	28.7	24.5
영업이익률	7.4	15.4	32.0	24.6	20.3
EBITDA 이익률	11.5	19.2	34.4	27.2	23.1
세전이익률	7.6	15.9	33.3	25.4	21.3
순이익률	5.9	12.1	24.0	18.6	15.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금흐름	558	772	1,884	1,520	1,246
당기순이익	295	583	1,901	1,341	1,098
자산상각비	203	181	186	192	198
운전자본증감	93	-59	-122	56	19
매출채권 감소(증가)	91	-52	-193	52	10
재고자산 감소(증가)	2	-67	-110	41	8
매입채무 증가(감소)	13	74	172	-48	-9
투자현금흐름	-136	-200	-138	-147	-157
유형자산처분(취득)	-162	-175	-163	-171	-179
무형자산 감소(증가)	-1	-3	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	28	-50	-5	-5	-5
재무현금흐름	-396	-279	-316	-602	-485
차입금의 증가(감소)	-361	-241	-200	-200	-200
자본의 증가(감소)	-37	-41	-116	-402	-285
배당금의 지급	-37	-41	-116	-402	-285
총현금흐름	603	941	2,006	1,465	1,228
(-)운전자본증감(감소)	-37	-100	135	-56	-19
(-)설비투자	173	175	163	171	179
(+)자산매각	9	-3	-2	-2	-2
Free Cash Flow	476	862	1,707	1,348	1,066
(-)기타투자	-55	131	-45	-30	-28
잉여현금	532	731	1,752	1,378	1,094
NOPLAT	284	542	1,846	1,294	1,047
(+) Dep	203	181	186	192	198
(-)운전자본투자	-37	-100	135	-56	-19
(-)Capex	173	175	163	171	179
OpFCF	351	647	1,735	1,371	1,085

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,261	1,705	3,442	4,124	4,716
현금성자산	197	538	1,974	2,750	3,359
매출채권	582	619	812	760	750
재고자산	469	532	642	600	593
비유동자산	3,277	3,322	3,342	3,365	3,393
투자자산	967	1,026	1,067	1,110	1,156
유형자산	2,296	2,280	2,259	2,240	2,224
무형자산	14	16	15	14	14
자산총계	4,538	5,027	6,783	7,489	8,110
유동부채	1,276	1,210	1,296	1,178	1,100
매입채무	482	571	743	695	686
유동성이자부채	649	382	302	222	142
비유동부채	633	668	553	439	324
비유동이자부채	509	538	418	298	178
부채총계	1,908	1,878	1,849	1,617	1,424
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	356	356	356	356	356
이익잉여금	2,187	2,727	4,513	5,451	6,264
자본조정	-82	-103	-103	-103	-103
자기주식	-40	-40	-40	-40	-40
자본총계	2,630	3,149	4,934	5,873	6,685

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표					
EPS	9,669	19,132	61,188	43,148	35,326
BPS	78,488	94,002	147,304	175,320	199,588
DPS	1,500	4,200	12,010	8,510	7,010
CFPS	17,997	28,089	59,897	43,732	36,658
ROA(%)	6.4	12.2	32.2	18.8	14.1
ROE(%)	11.8	20.2	47.0	24.8	17.5
ROIC(%)	10.3	20.2	68.5	47.7	39.4
Multiples(x, %)					
PER	8.0	7.6	4.4	6.3	7.6
PBR	1.0	1.5	1.8	1.5	1.4
PSR	0.5	1.0	1.1	1.3	1.3
PCR	4.3	5.2	4.5	6.2	7.4
EV/EBITDA	6.0	5.4	2.7	3.2	3.4
배당수익률	1.9	2.9	4.4	3.2	2.6
안정성(%)					
부채비율	72.6	59.6	37.5	27.5	21.3
Net debt/Equity	36.6	12.1	-25.4	-38.0	-45.5
Net debt/EBITDA	169.2	41.3	-46.2	-113.5	-186.1
유동비율	98.9	140.9	265.6	350.0	428.8
이자보상배율(배)	8.3	26.5	141.1	119.2	142.4
자산구조(%)					
투하자본	70.1	62.8	47.5	41.0	36.9
현금+투자자산	29.9	37.2	52.5	59.0	63.1
자본구조(%)					
차입금	30.6	22.6	12.7	8.1	4.6
자기자본	69.4	77.4	87.3	91.9	95.4

[Compliance Notice]

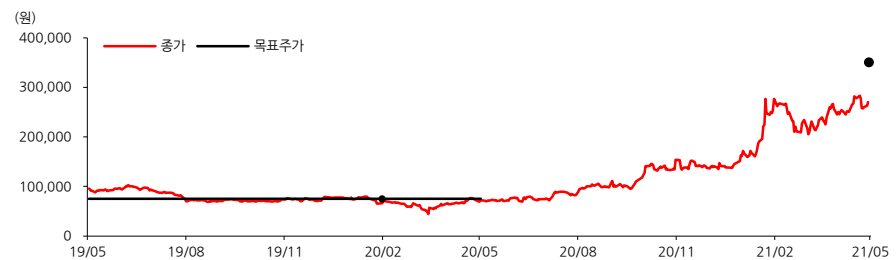
(공표일: 2021년 05월 06일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[금호석유 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.05.06				
투자의견	투자등급변경	Buy				
목표가격		350,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.06	Buy	350,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%