

금호석유 (011780)

Peak Out 우려에 대한 반론 및 밸류에이션 재점검

NB Latex의 Peak Out 논리에 대한 반론

6/9일 장갑업체 말레이 Top Glove의 3QFY21(3~5월) 실적이 발표되었다. 미국의 강제노동에 대한 조사로 판가가 상대적으로 높은 미국향 판매가 감소하며 매출액/EBITDA는 각각 QoQ 22%/30% 감소했다. 그럼에도 불구하고, EBITDA 마진율은 64%로 매우 높았다. 장갑업체의 판가하락이 마진을 훼손으로 직결되지 않는다는 것이 확인된 것이며, 이로써 원료 NBL 단가인하 압력의 명분도 사라졌다. 중장기적으로 말레이/태국/중국의 장갑 증설이 폭발적이기에 장갑 ASP 하락 가능성은 있다. 하지만, NBL보다 장갑 증설 속도가 더욱 가파르기에 가격 협상 우위는 NBL 업체에 있을 것이다. 참고로, Top Glove는 22년 +24%, 23년 +27%, 24년 +17% 증설을 발표했고, 태국 STGT는 26년까지 CAGR +24% 증설을 공표했다. 2023년 LG화학의 NBL 20만톤/년 완공 이전까지 NBL은 부족할 수 밖에 없다. 또한, 회사의 글로벌 No.1 M/S 유지 정책을 감안하면 NBL Capa 확장으로 2023년 이후 가격/마진 하향 압력을 충분히 방어할 수 있을 것이다.

완성차 생산 병목 완화와 글로벌 페인트 수요 강세 주목

GM CEO는 완성차 생산 병목 현상이 2Q21를 최악으로 하반기 회복이 가능함을 밝혔다. 이는 SBR/BR, EPDM의 뚜렷한 개선 트리거다. 해당 Capa는 총 70만톤으로 NBL과 유사해 레버리지가 크며, 글로벌 증설도 전무하다. 6/8일 Top-Tier 페인트업체 Sherwin-Williams는 수요 강세로 2Q21 매출액/EPS 가이던스를 상향했다. 글로벌 인프라 투자, 건설/건축 수요, 선박 발주, 항공기 운행 정상화 등 감안 시 페인트 및 에폭시/BPA/페놀 강세도 오랫동안 유지될 것이다.

현 주가는 과거 업황 부진기의 Rock Bottom Valuation

2Q21 영업이익은 7,453억원으로 컨센을 14% 상회할 것이며, 하반기~내년도 SBR/BR, EPDM 중심의 높은 이익사이클이 예상된다. 현 주가는 12M Fwd PBR 1.1배로 2016~19년 업황 부진기의 Rock Bottom Valuation에 불과하며, 2021년 PER은 3.2배로 Nantex 9.4배 대비 과도한 저평가다. 배당수익률은 6%(우선주 12%)를 상회해 배당 매력도 높다. 수요에 대한 이해와 현 상황에 대한 명확한 해석이 없는 감(感)에 근거한 미래의 주장에 대해 경계할 시점이다.

Earnings Preview

BUY

TP(12M): 600,000원 | CP(6월09일): 206,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,216.18
52주 최고/최저(원)	296,000/69,000
시가총액(십억원)	6,276.3
시가총액비중(%)	0.28
발행주식수(천주)	30,467.7
60일 평균 거래량(천주)	626.6
60일 평균 거래대금(십억원)	158.2
21년 배당금(예상,원)	13,000
21년 배당수익률(예상,%)	4.93
외국인지분율(%)	23.38
주요주주 지분율(%)	
박철완 외 12인	25.06
국민연금공단	8.02
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(26.7) 45.6 170.3
상대	(27.1) 24.7 84.0

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	7,397.9	7,227.3
영업이익(십억원)	2,214.8	1,755.9
순이익(십억원)	1,720.4	1,375.1
EPS(원)	51,284	41,000
BPS(원)	166,390	206,800

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	4,961.5	4,809.5	7,992.8	8,474.5	8,528.8
영업이익	십억원	365.4	742.2	2,727.2	2,830.5	2,799.2
세전이익	십억원	376.9	766.9	2,893.0	2,949.6	2,933.2
순이익	십억원	294.6	582.9	2,140.5	2,241.4	2,228.9
EPS	원	8,796	17,405	63,912	66,924	66,552
증감율	%	(40.03)	97.87	267.20	4.71	(0.56)
PER	배	8.81	8.33	3.22	3.08	3.10
PBR	배	0.97	1.52	1.32	0.97	0.77
EV/EBITDA	배	6.02	5.38	2.55	1.89	1.30
ROE	%	11.84	20.18	51.45	36.67	27.92
BPS	원	79,694	95,208	155,663	211,753	267,472
DPS	원	1,500	4,200	13,000	13,000	13,000



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

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

표 1. 금호석유 2Q21 실적 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q21F	1Q21	2Q20	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	2,035.4	1,854.5	1,026.3	98.3	9.8	1,969.7	3.3
영업이익	745.3	612.5	120.1	520.6	21.7	652.0	14.3
세전이익	776.0	675.3	126.7	512.5	14.9	637.2	21.8
순이익	574.2	475.5	99.7	475.9	20.8	485.1	18.4
영업이익률	36.6	33.0	11.7	24.9	3.6	33.1	3.5
세전이익률	38.1	36.4	12.3	25.8	1.7	32.4	5.8
순이익률	28.2	25.6	9.7	18.5	2.6	24.6	3.6

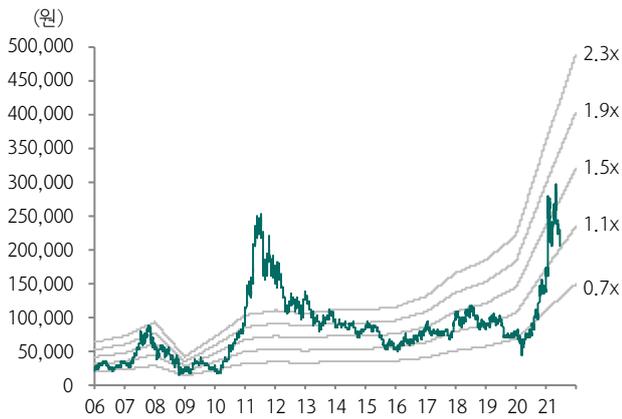
자료: 하나금융투자

표 2. 금호석유 연간 실적 추정치 변경 내역

	2021F			2022F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	7,992.8	7,992.8	0.0	8,474.5	8,474.5	0.0
영업이익	2,727.2	2,727.2	0.0	2,830.5	2,830.5	0.0
세전이익	2,893.0	2,893.0	0.0	2,949.6	2,949.6	0.0
순이익	2,140.5	2,140.5	0.0	2,241.4	2,241.4	0.0
영업이익률	34.1	34.1	0.0	33.4	33.4	0.0
세전이익률	36.2	36.2	0.0	34.8	34.8	0.0
순이익률	26.8	26.8	0.0	26.4	26.4	0.0

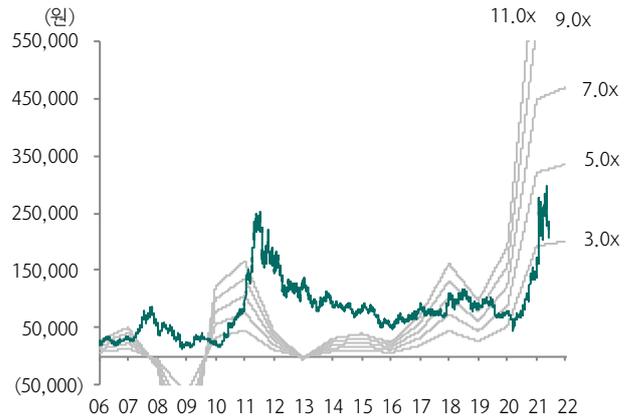
자료: 하나금융투자

그림 1. 금호석유 12M Fwd PBR 밴드차트



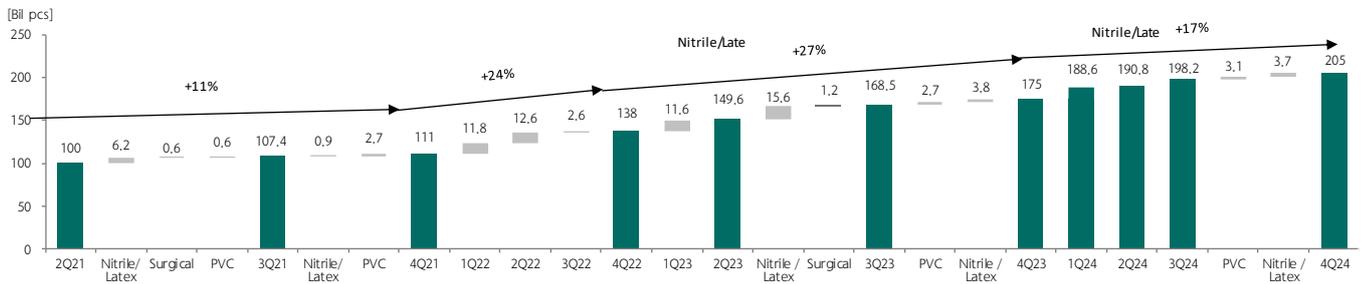
자료: 하나금융투자

그림 2. 금호석유 12M Fwd PER 밴드차트



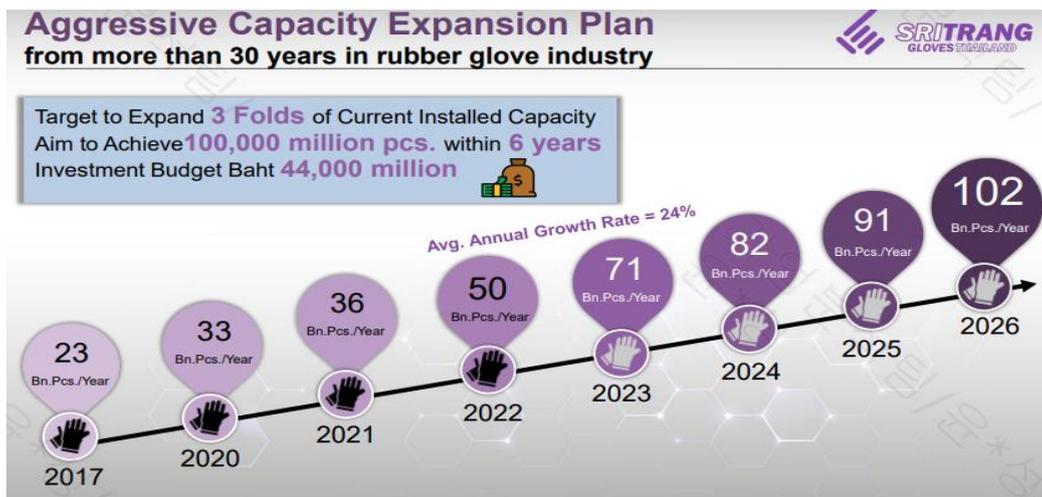
자료: 하나금융투자

그림 3. 2021~2024년 Top Glove의 장갑 종설 추이



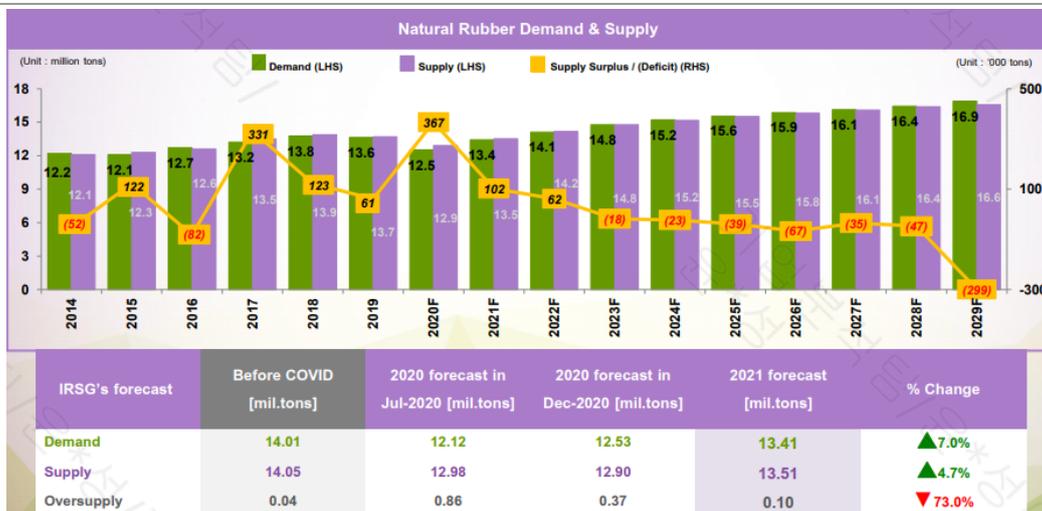
자료: 하나금융투자

그림 4. 말레이 STGT 향후 장갑 생산량 3배 가량 늘릴 것



자료: Sri Trang, 하나금융투자

그림 5. 천연고무 수급 밸런스는 2020년 최악을 지나 향후 10년 간 개선. 타이트한 수급 전개 전망



자료: Sri Trang, 하나금융투자

표3. 금호석유 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2020				FY2021				FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q20F				
매출액	1,225.5	1,026.2	1,188.3	1,369.5	1,854.5	2,035.4	2,026.6	2,076.4	4,977.9	4,809.5	7,992.8	8,474.5
QoQ(%)	3.4%	-16.3%	15.8%	15.2%	35.4%	9.8%	-0.4%	2.5%				
YoY(%)	-3.9%	-20.9%	-2.6%	15.5%	51.3%	98.3%	70.5%	51.6%	-10.9%	-3.4%	66.2%	6.0%
합성고무	469.3	369.9	428.2	570.2	765.9	831.5	854.5	873.9	1,918.2	1,837.6	3,325.7	3,540.1
합성수지	285.7	250.5	286.8	331.0	419.9	471.2	478.8	481.9	1,168.1	1,154.0	1,851.8	1,988.5
에너지/정밀화학	123.8	96.8	106.6	113.7	137.1	126.7	119.5	130.9	541.3	440.9	514.2	524.2
페놀(금호 P&B)	346.7	309.0	366.7	354.6	531.6	606.0	573.8	589.7	1,350.3	1,377.0	2,301.1	2,421.7
영업이익	133.3	120.5	214.8	275.1	612.5	745.3	680.9	688.5	367.9	743.7	2,727.2	2,830.5
영업이익률(%)	10.9%	11.7%	18.1%	20.1%	33.0%	36.6%	33.6%	33.2%	7.4%	15.5%	34.1%	33.4%
QoQ(%)	728.8%	-9.6%	78.3%	28.0%	122.7%	21.7%	-8.6%	1.1%				
YoY(%)	-7.6%	-13.3%	212.8%	1610.9%	359.6%	518.5%	216.9%	150.3%	-33.7%	102.1%	266.7%	3.8%
합성고무	66.3	48.3	89.8	147.2	292.1	338.5	351.8	351.8	161.3	351.6	1,334.1	1,424.9
영업이익률(%)	14.1%	13.1%	21.0%	25.8%	38.1%	40.7%	41.2%	40.3%	8.4%	19.1%	40.1%	40.3%
QoQ(%)	709.2%	-27.2%	86.0%	63.9%	98.4%	15.9%	3.9%	0.0%				
YoY(%)	34.9%	-20.8%	108.9%	1696.5%	340.6%	601.2%	291.7%	139.0%	46.7%	117.9%	279.5%	6.8%
합성수지	26.3	23.4	36.3	32.9	89.3	94.5	77.0	76.3	47.3	118.9	337.1	318.9
영업이익률(%)	9.2%	9.3%	12.7%	9.9%	21.3%	20.0%	16.1%	15.8%	4.0%	10.3%	18.2%	16.0%
QoQ(%)	958.0%	-11.0%	55.1%	-9.4%	171.4%	5.8%	-18.5%	-0.9%				
YoY(%)	47.2%	21.1%	378.0%	1223.5%	239.5%	303.7%	112.1%	132.0%	14.3%	151.5%	183.5%	-5.4%
에너지/정밀화학	26.8	13.7	19.0	1.7	37.9	37.2	30.1	38.4	109.2	61.2	143.7	153.6
영업이익률(%)	21.6%	14.2%	17.8%	1.5%	27.7%	29.3%	25.2%	29.3%	20.2%	13.9%	27.9%	29.3%
QoQ(%)	18.4%	-48.9%	38.7%	-91.1%	2131.4%	-2.0%	-18.9%	27.4%				
YoY(%)	-31.4%	-48.0%	-10.2%	-92.5%	41.5%	171.3%	58.7%	2158.7%	-25.0%	-44.0%	134.7%	6.9%
페놀(금호 P&B)	13.9	35.1	69.7	92.2	193.2	275.2	222.0	222.0	50.0	210.9	912.4	933.1
영업이익률(%)	4.0%	11.4%	19.0%	26.0%	36.3%	45.4%	38.7%	37.6%	3.7%	15.3%	39.6%	38.5%
QoQ(%)	흑전	153.3%	98.5%	32.2%	109.6%	42.4%	-19.3%	0.0%				
YoY(%)	-63.6%	9.1%	흑전	흑전	1293.1%	683.2%	218.3%	140.8%	-80.6%	321.8%	332.5%	2.3%
당기순이익	127.6	99.8	146.2	209.4	475.5	574.3	533.3	557.8	294.7	583.0	2,140.8	2,241.8
당기순이익률(%)	10.4%	9.7%	12.3%	15.3%	25.6%	28.2%	26.3%	26.9%	5.9%	12.1%	26.8%	26.5%
QoQ(%)	612.5%	-21.8%	46.5%	43.2%	127.1%	20.8%	-7.1%	4.6%				
YoY(%)	12.0%	-13.4%	207.3%	1069.4%	272.7%	475.5%	264.7%	166.4%	-41.4%	97.8%	267.2%	4.7%
지배순이익	127.6	99.7	146.2	209.4	475.5	574.2	533.2	557.7	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	7,992.8	8,474.5	8,528.8
매출원가	4,399.1	3,858.8	4,980.7	5,347.7	5,432.5
매출총이익	562.4	950.7	3,012.1	3,126.8	3,096.3
판매비	197.0	208.6	284.9	296.3	297.2
영업이익	365.4	742.2	2,727.2	2,830.5	2,799.2
금융손익	(49.1)	(26.8)	(14.2)	(0.9)	14.0
종속/관계기업손익	39.0	56.4	180.0	120.0	120.0
기타영업외손익	21.6	(4.8)	0.0	0.0	0.0
세전이익	376.9	766.9	2,893.0	2,949.6	2,933.2
법인세	84.0	207.3	752.2	707.9	704.0
계속사업이익	292.9	559.7	2,140.8	2,241.7	2,229.2
중단사업이익	1.8	23.3	0.0	0.0	0.0
당기순이익	294.7	583.0	2,140.8	2,241.7	2,229.2
비배주주지분 손익	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
지배주주순이익	294.6	582.9	2,140.5	2,241.4	2,228.9
지배주주지분포괄이익	317.3	560.5	2,140.5	2,241.4	2,228.9
NOPAT	283.9	541.6	2,018.1	2,151.2	2,127.4
EBITDA	568.1	923.2	2,921.9	3,029.8	3,003.3
성장성(%)					
매출액증가율	(11.16)	(3.06)	66.19	6.03	0.64
NOPAT증가율	(37.23)	90.77	272.62	6.60	(1.11)
EBITDA증가율	(25.65)	62.51	216.50	3.69	(0.87)
영업이익증가율	(34.11)	103.12	267.45	3.79	(1.11)
(지배주주)순이익증가율	(40.02)	97.86	267.22	4.71	(0.56)
EPS증가율	(40.03)	97.87	267.20	4.71	(0.56)
수익성(%)					
매출총이익률	11.34	19.77	37.69	36.90	36.30
EBITDA이익률	11.45	19.20	36.56	35.75	35.21
영업이익률	7.36	15.43	34.12	33.40	32.82
계속사업이익률	5.90	11.64	26.78	26.45	26.14

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,261.4	1,705.5	3,722.7	5,570.6	7,397.5
금융자산	196.8	538.5	1,783.3	3,514.3	5,328.0
현금성자산	127.8	418.2	1,583.6	3,302.5	5,114.9
매출채권	540.1	581.8	966.8	1,025.1	1,031.6
채고자산	469.5	531.9	883.9	937.1	943.1
기타유동자산	55.0	53.3	88.7	94.1	94.8
비유동자산	3,276.6	3,321.8	3,805.5	3,917.7	3,966.3
투자자산	893.1	919.4	1,368.1	1,436.0	1,443.7
금융자산	296.8	265.1	280.7	283.1	283.4
유형자산	2,296.0	2,280.4	2,317.4	2,363.3	2,405.7
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	7,528.2	9,488.2	11,363.8
유동부채	1,275.6	1,210.2	1,600.3	1,668.4	1,676.1
금융부채	649.2	381.8	326.2	326.9	327.0
매입채무	330.4	402.3	668.6	708.9	713.5
기타유동부채	296.0	426.1	605.5	632.6	635.6
비유동부채	632.8	667.8	753.7	766.7	768.2
금융부채	508.8	538.0	538.0	538.0	538.0
기타비유동부채	124.0	129.8	215.7	228.7	230.2
부채총계	1,908.5	1,878.0	2,354.0	2,435.1	2,444.3
지배주주지분	2,628.7	3,148.2	5,172.9	7,051.5	8,917.5
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	4,752.1	6,630.7	8,496.7
비배주주지분	0.9	1.0	1.3	1.6	2.0
자본총계	2,629.6	3,149.2	5,174.2	7,053.1	8,919.5
순금융부채	961.2	381.3	(919.1)	(2,649.3)	(4,463.0)

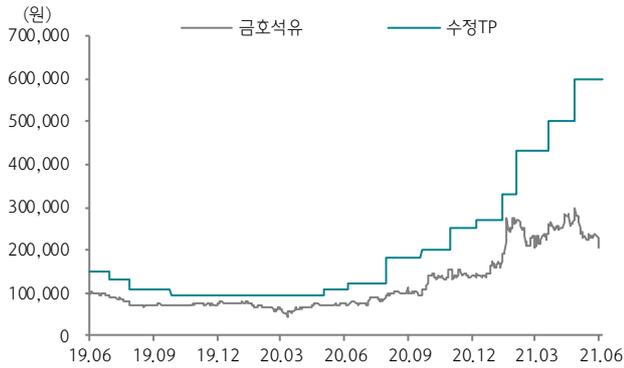
투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	8,796	17,405	63,912	66,924	66,552
BPS	79,694	95,208	155,663	211,753	267,472
CFPS	17,997	28,089	86,660	89,883	89,092
EBITDAPS	16,964	27,565	87,243	90,465	89,675
SPS	148,143	143,606	238,654	253,037	254,659
DPS	1,500	4,200	13,000	13,000	13,000
주가지표(배)					
PER	8.81	8.33	3.22	3.08	3.10
PBR	0.97	1.52	1.32	0.97	0.77
PCR	4.31	5.16	2.38	2.29	2.31
EV/EBITDA	6.02	5.38	2.55	1.89	1.30
PSR	0.52	1.01	0.86	0.81	0.81
재무비율(%)					
ROE	11.84	20.18	51.45	36.67	27.92
ROA	6.44	12.19	34.10	26.34	21.38
ROIC	10.74	20.39	72.39	72.97	70.72
부채비율	72.58	59.64	45.49	34.53	27.40
순부채비율	36.55	12.11	(17.76)	(37.56)	(50.04)
이자보상배율(배)	8.34	26.52	113.52	121.56	120.16

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	557.7	771.5	2,033.4	2,302.5	2,311.3
당기순이익	294.7	583.0	2,140.8	2,241.7	2,229.2
조정	17	25	1	8	8
감가상각비	202.8	181.0	194.7	199.3	204.2
외환거래손익	1.7	(5.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(39.0)	(56.4)	(180.0)	(120.0)	(120.0)
기타	(148.5)	(93.7)	(13.7)	(71.3)	(76.2)
영업활동 자산부채 변동	93.3	(59.3)	(122.1)	(18.5)	(2.1)
투자활동 현금흐름	(136.0)	(200.0)	(577.9)	(203.5)	(134.1)
투자자산감소(증가)	7.8	28.4	(268.7)	52.1	112.3
자본증가(감소)	(162.4)	(175.4)	(229.7)	(243.5)	(245.1)
기타	18.6	(53.0)	(79.5)	(12.1)	(1.3)
재무활동 현금흐름	(395.7)	(278.5)	(171.4)	(362.1)	(362.8)
금융부채증가(감소)	(299.7)	(238.2)	(55.6)	0.7	0.1
자본증가(감소)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(59.2)	0.6	(0.0)	0.0	(0.1)
배당지급	(36.7)	(40.9)	(115.8)	(362.8)	(362.8)
현금의 증감	26.0	290.4	1,165.3	1,718.9	1,812.3
Unlevered CFO	602.7	940.7	2,902.4	3,010.3	2,983.8
Free Cash Flow	385.0	596.1	1,803.7	2,059.0	2,066.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

금호석유



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.6	BUY	600,000		
21.3.29	BUY	500,000	-47.85%	-43.40%
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%

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	93.33%	6.67%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 06월 06일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 6월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2021년 6월 9일 현재 해당회사의 유가증권 을 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.