

금호석유 (011780)

글로벌 No.1에 걸맞는 가치 부여. 목표 시총 10조원

글로벌 No.1에 걸맞는 가치 부여. 목표 시총 10조원

TP를 27만원에서 33만원으로 22% 상향하고, Strong Buy를 제시한다. 현 주가에서 Upside는 92%다. NBL 글로벌 No.3 대만 Nantex는 2021년 기준 PER 10배, EV/EBITDA 5.8배다. 반면, No.1 금호석유는 PER 5배, EV/EBITDA 2.8배다. 같은 Valuation 적용 만으로도 두 배 가량의 상승여력이 창출된다. 또한 Nantex의 고무 Capa 34만톤/년(NBL 27만톤)과 금호석유의 고무 Capa 163만톤/년(NBL 64만톤) 기준으로 고무의 EV를 비교 시, 현재 금호석유의 고무사업 가치는 Nantex 대비 25% 할인 상태다. 같은 가치 부여만으로도 시총은 7.5조원에 도달해야 하며, 금호석유의 고무사업에 50% 프리미엄을 부여 시 시총은 10조원에 도달할 수 있다.

가치 재평가가 이루어져야 하는 4가지 이유

1) 주가의 발목을 잡았던 아시아나항공 지분 감자와 금호리조트 인수 불확실성이 해소되었다. 특히, 금호리조트 인수 가액은 3천억 미만으로 당초 예상 5천억원보다 낮은 것으로 파악된다. 다소 아쉬운 인수 결정이지만, 2021년 추정 순현금 7.5천억원과 부채비율 50% 감안 시 재무상 부담되는 일은 아니다. 2) 강한 실적 모멘텀이 예상된다. NBL 호조로 2021년 영업이익은 1.44조원(YoY +93%)으로 사상 최대치를 예상한다. 특히, 1Q21 영업이익은 4,117억원으로 컨센스를 62% 상회할 것이다. 상반기에만 2020년 연간 영업이익을 달성하는 셈이다. 3) 2011년 과거 호황기의 영업이익은 8.4천억원이었으나, 올해는 이를 72% 상회한다. 또한 당시 순차입금은 1.7조원이었으나, 올해는 7.5천억원의 순현금으로 전환된다. 당시의 Valuation PER 10배, PBR 3.8배보다 디스카운트 될 이유는 없다. 오히려 최근 탄소나노튜브(CNT) 등 2차전지와 관련된 신사업 확장 등을 감안하면 프리미엄도 필요하다. 4) 2011년은 SBR/BR이 호황의 원동력이었지만, 현재는 NBL이다. 최근 중국을 중심으로 장갑 라인 증설이 폭발적으로 증가해 NBL은 급등세다. 중국의 낮은 인당 사용량을 감안 시, 추세는 쉽게 꺾이기 힘들다. 또한, 최근 타이어 수요 개선/전기차 판매 증가 등을 감안 시 NBL(64만톤)에 이어 SBR/BR(60만톤) 또한 이익기여도가 상승할 것이다. 실적의 강도는 강하고 기간은 길어질 것이다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 330,000원(상향) | CP(1월20일): 172,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,114.55
52주 최고/최저(원)	172,000/43,950
시가총액(십억원)	5,240.4
시가총액비중(%)	0.24
발행주식수(천주)	30,467.7
60일 평균 거래량(천주)	400,249.5
60일 평균 거래대금(십억원)	58.3
20년 배당금(예상, 원)	3,000
20년 배당수익률(예상, %)	2.07
외국인지분율(%)	28.92
주요주주 지분율(%)	
박철완 외 8인	24.87
국민연금공단	8.16
주가상승률	1M 6M 12M
절대	22.4 92.6 115.8
상대	9.0 35.9 56.8

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	4,735.6	5,416.8
영업이익(십억원)	697.7	805.6
순이익(십억원)	552.9	634.2
EPS(원)	16,520	19,123
BPS(원)	111,938	131,957

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	5,584.9	4,977.9	4,747.0	6,224.9	6,236.7
영업이익	십억원	554.6	367.8	748.2	1,445.4	1,442.1
세전이익	십억원	616.9	379.3	803.7	1,528.7	1,546.6
순이익	십억원	491.2	294.6	586.6	1,161.6	1,175.2
EPS	원	14,667	8,796	17,515	34,683	35,089
증감율	%	130.00	(40.03)	99.12	98.02	1.17
PER	배	5.95	8.81	8.28	4.96	4.90
PBR	배	1.22	0.97	1.51	1.34	1.08
EV/EBITDA	배	5.25	6.00	5.14	2.86	2.20
ROE	%	23.45	11.84	20.22	31.28	24.60
BPS	원	71,284	79,684	95,979	128,158	159,494
DPS	원	1,350	1,500	3,000	4,500	4,500



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

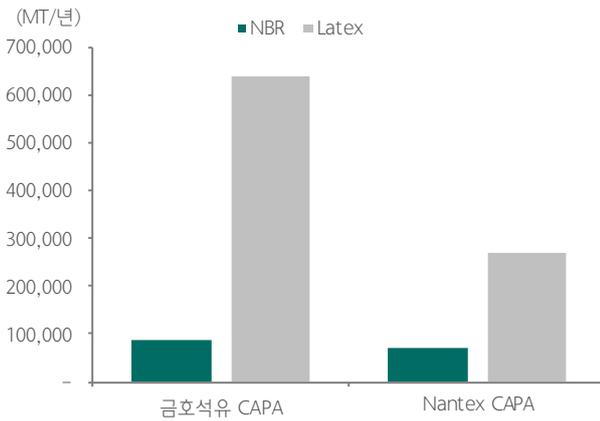
그림 1. 금호석유와 대만 Nantex와의 Valuation 비교. 목표 시총 산정 로직

(십억원)	Nantex	금호석유(현재)	1차 목표시총	2차 목표시총
시총(1/20)	1,177	5,240	7,496	9,934
순차입금	-160	272	-747	-747
기업가치(EV)	1,017	5,512	6,750	9,188
고무사업 이익비중	100%	66%		
고무사업 EV	1,017	3,638	4,876	7,314
고무사업 Capa(천톤)	340	1,630	1,630	1,630
천톤 당 EV(십억원)	3.0	2.2	3.0	4.5
Nantex 대비 EV 할인율		25%	0%	-50%
기타사업 EV		1,874	1,874	1,874

*2021년 순차입금 기준
*기타사업 가치 재평가 감안하지 않음

자료: 하나금융투자

그림 2. 금호석유와 Nantex의 Capa 비교



자료: 하나금융투자

그림 3. 중국 니트릴 장갑 업체 INTCO 주가 초 급등세



자료: 하나금융투자

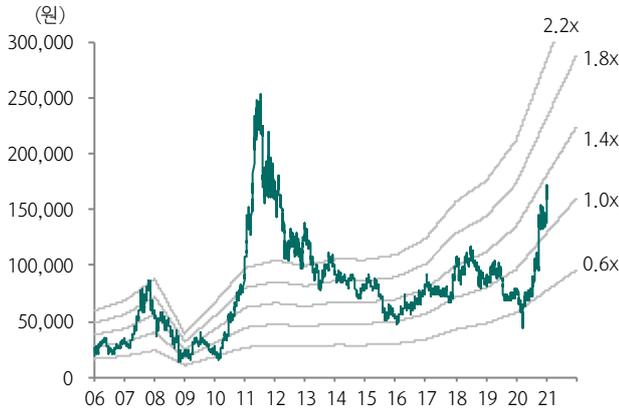
그림 4. 금호석유 합성고무 Capa

금호석유의 총 합성고무 Capa는 163만톤/년
NBL은 64만톤/년
SBR/BR은 60만톤/년



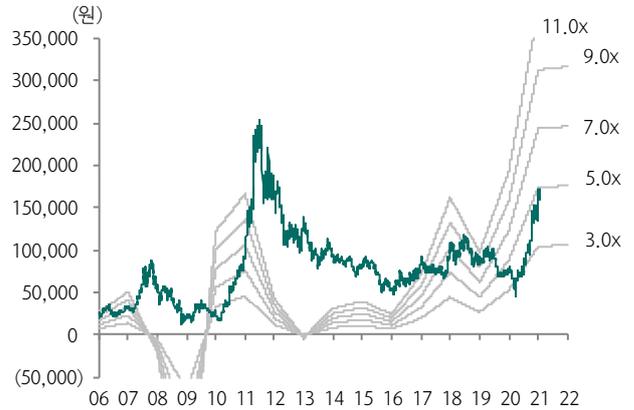
자료: 하나금융투자

그림 5. 금호석유 12M Fwd PBR 밴드 차트



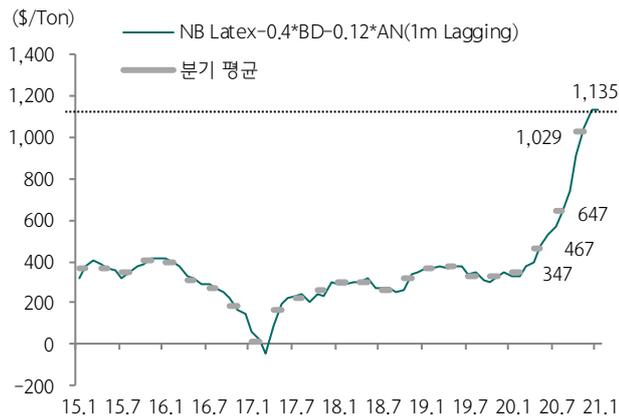
자료: 하나금융투자

그림 6. 금호석유 12M Fwd PER 밴드 차트



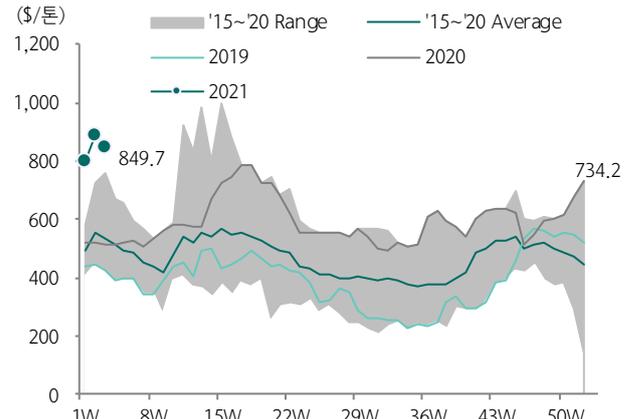
자료: 하나금융투자

그림 7. NB Latex 마진 폭등 중, +100\$ 개선 시 연간 이익 +700억원



자료: 하나금융투자

그림 8. SBR 마진 추이. 최근 호조세 지속



자료: 하나금융투자

표 1. 금호석유 연간 실적 추정치 변경 내역

	2020F			2021F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	4,747.0	4,747.0	0.0	6,224.9	6,224.9	0.0
영업이익	748.2	748.2	0.0	1,445.4	1,124.1	28.6
세전이익	803.7	803.2	0.1	1,528.7	1,203.8	27.0
순이익	586.6	586.2	0.1	1,161.6	914.7	27.0
영업이익률	15.8	15.8	0.0	23.2	18.1	5.2
세전이익률	16.9	16.9	0.0	24.6	19.3	5.2
순이익률	12.4	12.3	0.0	18.7	14.7	4.0

자료: 하나금융투자

표2. 금호석유 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2020				FY2021				FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q20F				
매출액	1,225.5	1,026.2	1,188.3	1,307.0	1,543.2	1,558.0	1,562.7	1,561.0	5,584.9	4,977.9	4,747.0	6,224.9
QoQ(%)	3.4%	-16.3%	15.8%	10.0%	18.1%	1.0%	0.3%	-0.1%				
YoY(%)	-3.9%	-20.9%	-2.6%	10.2%	25.9%	51.8%	31.5%	19.4%	10.3%	-10.9%	-4.6%	31.1%
합성고무	469.3	369.9	428.2	525.7	628.9	633.1	643.0	640.0	2,015.4	1,918.2	1,793.1	2,545.1
합성수지	285.7	250.5	286.8	289.2	408.9	409.9	409.1	410.4	1,225.7	1,168.1	1,112.2	1,638.4
에너지/정밀화학	123.8	96.8	106.6	97.3	96.8	96.0	96.7	96.8	587.6	541.3	424.5	386.3
페놀(금호 P&B)	346.7	309.0	366.7	394.8	408.5	418.9	413.9	413.8	1,756.2	1,350.3	1,417.2	1,655.1
영업이익	133.1	120.1	213.8	281.1	411.7	359.9	337.7	336.1	554.6	367.9	748.2	1,445.4
영업이익률(%)	10.9%	11.7%	18.0%	21.5%	26.7%	23.1%	21.6%	21.5%	9.9%	7.4%	15.8%	23.2%
QoQ(%)	728.1%	-9.8%	78.0%	31.5%	46.4%	-12.6%	-6.2%	-0.5%				
YoY(%)	-7.7%	-13.5%	211.3%	1648.4%	209.2%	199.5%	58.0%	19.6%	111.2%	-33.7%	103.4%	93.2%
합성고무	65.7	48.3	88.2	135.8	239.2	236.8	239.2	239.2	110.0	161.3	338.0	954.3
영업이익률(%)	14.0%	13.1%	20.6%	25.8%	38.0%	37.4%	37.2%	37.4%	5.5%	8.4%	18.9%	37.5%
QoQ(%)	701.9%	-26.5%	82.7%	54.0%	76.1%	-1.0%	1.0%	0.0%				
YoY(%)	33.6%	-20.8%	105.2%	1557.9%	264.0%	390.5%	171.1%	76.1%	88.8%	46.7%	109.5%	182.3%
합성수지	25.7	23.0	36.7	42.7	43.7	30.7	30.7	30.7	41.4	47.3	128.2	135.9
영업이익률(%)	9.0%	9.2%	12.8%	14.8%	10.7%	7.5%	7.5%	7.5%	3.4%	4.0%	11.5%	8.3%
QoQ(%)	934.4%	-10.4%	59.3%	16.4%	2.3%	-29.8%	0.0%	0.0%				
YoY(%)	43.9%	19.3%	383.4%	1619.5%	70.1%	33.3%	-16.3%	-28.2%	-30.6%	14.3%	171.2%	6.0%
에너지/정밀화학	27.9	13.7	19.1	17.3	17.5	17.4	17.4	17.4	145.6	109.2	78.0	69.7
영업이익률(%)	22.5%	14.1%	17.9%	17.8%	18.0%	18.1%	18.0%	18.0%	24.8%	20.2%	18.4%	18.0%
QoQ(%)	23.1%	-50.9%	39.7%	-9.4%	0.8%	-0.4%	0.2%	-0.1%				
YoY(%)	-28.7%	-48.0%	-9.6%	-23.4%	-37.3%	27.1%	-8.8%	0.5%	27.7%	-25.0%	-28.6%	-10.6%
페놀(금호 P&B)	13.9	35.1	69.7	85.2	111.3	75.0	50.4	48.9	257.3	50.0	203.9	285.6
영업이익률(%)	4.0%	11.4%	19.0%	21.6%	27.2%	17.9%	12.2%	11.8%	14.7%	3.7%	14.4%	17.3%
QoQ(%)	흑전	153.3%	98.5%	22.2%	30.6%	-32.6%	-32.8%	-3.1%				
YoY(%)	-63.6%	9.1%	흑전	흑전	702.6%	113.4%	-27.7%	-42.7%	739.4%	-80.6%	307.8%	40.0%
당기순이익	127.6	99.8	146.2	213.9	328.7	289.3	272.5	271.3	503.1	294.7	586.7	1,161.8
당기순이익률(%)	10.4%	9.7%	12.3%	16.4%	21.3%	18.6%	17.4%	17.4%	9.0%	5.9%	12.4%	18.7%
QoQ(%)	612.5%	-21.8%	46.5%	46.3%	54.2%	-12.0%	-5.8%	-0.4%				
YoY(%)	12.0%	-13.4%	207.3%	1094.3%	157.6%	190.0%	86.4%	27.3%	131.1%	-41.4%	99.1%	98.0%
지배순이익	127.6	99.7	146.2	213.8	328.6	289.3	272.4	271.2	491.2	294.6	586.6	1,161.6

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	5,584.9	4,977.9	4,747.0	6,224.9	6,236.7
매출원가	4,854.2	4,412.5	3,796.1	4,538.5	4,554.1
매출총이익	730.7	565.4	950.9	1,686.4	1,682.6
판매비	176.1	197.7	202.7	241.0	240.5
영업이익	554.6	367.8	748.2	1,445.4	1,442.1
금융손익	(62.8)	(49.1)	(38.9)	(21.1)	0.1
중속/관계기업손익	118.1	39.0	70.0	80.0	80.0
기타영업외손익	7.0	21.6	24.4	24.4	24.4
세전이익	616.9	379.3	803.7	1,528.7	1,546.6
법인세	113.8	84.6	217.0	366.9	371.2
계속사업이익	503.1	294.7	586.7	1,161.8	1,175.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	503.1	294.7	586.7	1,161.8	1,175.4
비배주주지분 손익	11.9	0.1	0.1	0.2	0.2
지배주주손익	491.2	294.6	586.6	1,161.6	1,175.2
지배주주지분포괄이익	472.6	317.3	586.5	1,161.4	1,175.0
NOPAT	452.3	285.7	546.2	1,098.5	1,096.0
EBITDA	764.1	570.5	944.3	1,636.9	1,631.8
성장성(%)					
매출액증가율	10.27	(10.87)	(4.64)	31.13	0.19
NOPAT증가율	129.36	(36.83)	91.18	101.12	(0.23)
EBITDA증가율	59.02	(25.34)	65.52	73.35	(0.31)
영업이익증가율	111.20	(33.68)	103.43	93.18	(0.23)
(지배주주)순이익증가율	129.96	(40.02)	99.12	98.02	1.17
EPS증가율	130.00	(40.03)	99.12	98.02	1.17
수익성(%)					
매출총이익률	13.08	11.36	20.03	27.09	26.98
EBITDA이익률	13.68	11.46	19.89	26.30	26.16
영업이익률	9.93	7.39	15.76	23.22	23.12
계속사업이익률	9.01	5.92	12.36	18.66	18.85

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	14,667	8,796	17,515	34,683	35,089
BPS	71,284	79,684	95,979	128,158	159,494
CFPS	23,300	17,997	27,501	48,182	48,029
EBITDAPS	22,814	17,035	28,194	48,874	48,722
SPS	166,758	148,634	141,740	185,866	186,220
DPS	1,350	1,500	3,000	4,500	4,500
주가지표(배)					
PER	5.95	8.81	8.28	4.96	4.90
PBR	1.22	0.97	1.51	1.34	1.08
PCFR	3.75	4.31	5.27	3.57	3.58
EV/EBITDA	5.25	6.00	5.14	2.86	2.20
PSR	0.52	0.52	1.02	0.93	0.92
재무비율(%)					
ROE	23.45	11.84	20.22	31.28	24.60
ROA	10.68	6.44	12.23	20.40	17.00
ROIC	16.97	10.80	20.85	41.73	40.83
부채비율	96.61	72.58	59.07	49.03	41.25
순부채비율	53.56	36.55	8.56	(17.55)	(34.55)
이자보상배율(배)	9.72	8.39	19.29	37.23	35.58

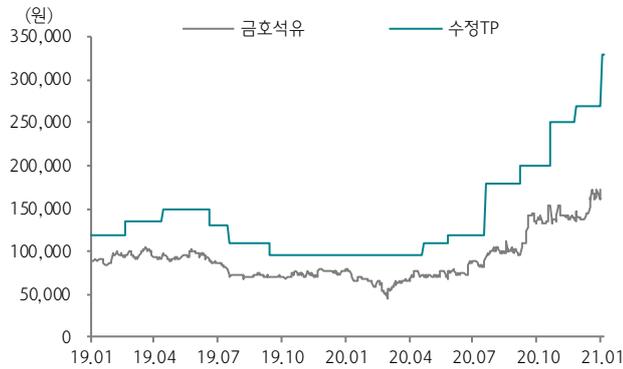
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,348.7	1,261.4	1,862.9	2,979.1	4,139.5
금융자산	200.0	196.8	886.0	1,906.1	3,091.7
현금성자산	101.8	127.8	820.2	1,819.9	3,005.3
매출채권	637.0	540.1	457.9	388.3	329.2
재고자산	471.6	469.5	447.7	587.1	588.2
기타유동자산	40.1	55.0	71.3	97.6	130.4
비유동자산	3,268.0	3,276.6	3,188.2	3,359.9	3,350.9
투자자산	862.8	893.1	864.3	1,048.6	1,050.1
금융자산	274.4	296.8	295.6	302.9	303.0
유형자산	2,365.6	2,296.0	2,238.3	2,227.3	2,218.2
무형자산	14.3	13.6	11.7	10.1	8.8
기타비유동자산	25.3	73.9	73.9	73.9	73.8
자산총계	4,616.7	4,538.0	5,051.1	6,339.0	7,490.4
유동부채	1,758.9	1,275.6	1,248.6	1,421.7	1,523.1
금융부채	1,085.3	649.2	648.9	650.8	750.8
매입채무	319.1	330.4	315.1	413.2	414.0
기타유동부채	354.5	296.0	284.6	357.7	358.3
비유동부채	509.7	632.8	627.1	663.9	664.2
금융부채	372.4	508.8	508.8	508.8	508.8
기타비유동부채	137.3	124.0	118.3	155.1	155.4
부채총계	2,268.6	1,908.5	1,875.7	2,085.6	2,187.3
지배주주지분	2,347.3	2,628.7	3,174.4	4,252.1	5,301.6
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	356.6	356.5	356.5	356.5	356.5
자본조정	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)
기타포괄이익누계액	(60.9)	(41.6)	(41.6)	(41.6)	(41.6)
이익잉여금	1,924.6	2,186.7	2,732.4	3,810.1	4,859.6
비지배주주지분	0.8	0.9	1.0	1.3	1.5
자본총계	2,348.1	2,629.6	3,175.4	4,253.4	5,303.1
순금융부채	1,257.7	961.2	271.7	(746.5)	(1,832.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	484.6	557.7	702.6	1,218.9	1,253.6
당기순이익	503.1	294.7	586.7	1,161.8	1,175.4
조정	18	17	13	11	11
감가상각비	209.4	202.8	196.1	191.5	189.7
외환거래손익	4.7	1.7	1.5	1.5	1.5
지분법손익	(118.1)	(39.0)	(70.0)	(80.0)	(80.0)
기타	(78.0)	(148.5)	(114.6)	(102.0)	(100.2)
영업활동 자산부채 변동	(201.7)	93.3	(11.6)	(55.8)	(32.9)
투자활동 현금흐름	(190.7)	(136.0)	(35.9)	(305.1)	(102.3)
투자자산감소(증가)	23.5	7.8	98.8	(104.3)	78.5
자본증가(감소)	(128.6)	(162.4)	(136.4)	(178.9)	(179.2)
기타	(85.6)	18.6	1.7	(21.9)	(1.6)
재무활동 현금흐름	(426.4)	(395.7)	(41.2)	(81.9)	(25.7)
금융부채증가(감소)	(362.4)	(299.7)	(0.3)	1.9	100.0
자본증가(감소)	90.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(126.7)	(59.2)	(0.0)	(0.0)	0.0
배당지급	(27.3)	(36.7)	(40.9)	(83.8)	(125.7)
현금의 증감	(132.6)	26.0	692.4	999.7	1,185.5
Unlevered CFO	780.3	602.7	921.0	1,613.7	1,608.6
Free Cash Flow	350.5	385.0	566.2	1,040.0	1,074.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

금호석유



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.1.21	BUY	330,000		
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%
19.3.11	BUY	135,000	-28.55%	-22.96%
19.1.7	BUY	120,000	-24.45%	-17.08%

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	91.79%	8.21%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 01월 18일

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 1월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2021년 1월 21일 현재 해당회사의 유가증권을 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.