

금호석유 (011780)

고래 싸움에 새우가 득 볼 기회

목표주가 17만원, 매수의견 유지

동사에 대한 목표주가 17만원과 투자 의견 매수를 유지한다. 석유화학 업황의 부진한 흐름이 장기화되고 있는 시점에서 그래도 합성고무는 상대적으로 견조한 이익 체력을 이어가고 있다. 합성수지와 페놀 부문에서의 이익 개선이 생각보다 다소 더딘 모습이지만, 4분기를 바닥으로 적자 폭 점차 줄여가며 25년 연간 기준 영업이익은 24년 대비 뚜렷하게 회복될 것으로 예상된다. 또한 25년 1월을 기점으로 기존 7.5%에서 50%로 상향된 미국의 중국산 수출/의료용 장갑에 대한 관세 적용은 동사의 반사수혜 기회가 됨으로써 합성고무 부문의 추가적인 이익 개선을 이끌어줄 수 있을 전망이다.

기존에 봤던 동사의 투자포인트 4가지는 다음과 같다. ①고무체인이 지난 10여년에 걸쳐 구조조정 이뤄졌던 만큼 중장기적으로 우호적인 수급밸런스 유지, ②중국 부양책 누적에 따른 수요 회복으로 합성수지/페놀 이익 정상화, ③24~26년까지 자사주 50% 분할 소각, ④안정적인 재무구조에 근거한 배당성향 상향 등 주주친화정책 강화 잠재력 등. 이 중 어느 것 하나도 훼손되지 않고 그 방향성을 여전히 이어가고 있다. 따라서 동사는 현 석유화학 업종 내 가장 편안한 차선책으로 가져갈 수 있다는 판단이다.

4Q24 Review: 영업이익 100억원(-84.6%QoQ), 컨센서스 대비 -80%

4분기 동사 영업이익은 100억원으로 -84.6%QoQ 하락했고, 시장 컨센서스 494억원 대비로도 -79.8% 하회하는 실망스러운 수준이었다. 환율이 우호적으로 작용했음에도 성과급과 페놀 유도체 정기보수 관련 일회성 비용이 200~250억원 내외 반영되었고, 합성수지/페놀 부문의 주요 제품 스프레드가 하락했던 영향도 주요했다.

그래도 금번 실적에서 고무적인 점은 합성고무(영업이익 184억원, +72%QoQ) 부문이 비수기임에도 여전히 견고한 이익 창출력을 재확인 시켜줬다는 것이다. 이는 합성고무 판매량이 소폭 증가했고, BR/SBR 및 NBR/NBL 등 제품가격도 전반적으로 상승했음에 기인한다. 저가 부타디엔 투입 효과로 스프레드 역시 전 분기 대비 개선되었는데, 연초 들어서도 SBR 스프레드 상승세가 이어지고 있음에 다시 한번 주목할 필요가 있다.

합성수지는 전방수요 부진 및 고객사들 재고조정 영향으로 지난 분기와 유사한 수준인 -95억원의 영업적자에 그쳤고, 페놀유도체는 페놀/BPA/아세트 등 주요 제품 스프레드 축소에 이어 정기보수로 인한 고정비 부담까지 높아지며 -222억원(적자전환QoQ)의 대규모 영업손실을 기록하였다.

고래 싸움에 새우가 반사수혜를 볼 기회

미국은 바이든 정부 집권 시기인 24년 9월, 중국산 의료 및 수술용 장갑에 대한 관세 상향 계획을 밝혔다. 해당 관세는 당초 7.5%에서 25년 1월부터 50%로 상향되었고, 26년부터는 100%로 또 한번 상향될 예정이다. 이와 별개로 트럼프 대통령은 중국산 전 수입품에 대해 추가 10% 보편관세 부과 입장을 취하고 있어 중국의 미국향 수출은 제한될 수밖에 없다. 이는 말레이시아/태국 장갑 업체들에게 반사수혜가 될 수 있는데, 동사 NB-Latex 판매는 말레이시아 80%, 베트남 10% 내외로 각각 이뤄지고 있음을 감안하면 동사에게도 분명 반사수혜의 기회가 된다. 아직까지 그 움직임이 동사 실적에 드러나지 않고 있지만, 고래 싸움에 해당 조치가 강화 또는 장기화될 경우 동사에게는 보다 긍정적인 영업여건이 될 전망이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	170,000원(유지)
증가(2025.02.04)	106,400원
상승여력	59.8%

Stock Indicator

자본금	167십억원
발행주식수	2,733만주
시가총액	2,908십억원
외국인지분율	19.9%
52주 주가	87,800~165,200원
60일평균거래량	126,021주
60일평균거래대금	13.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.3	-21.9	-24.8	-18.5
상대수익률	12.7	-17.7	-17.5	-13.4

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	6,323	7,155	7,603	7,941
영업이익(십억원)	359	273	282	331
순이익(십억원)	447	348	297	345
EPS(원)	13,880	11,273	9,688	11,249
BPS(원)	184,646	198,651	205,710	214,102
PER(배)	9.6	9.4	11.0	9.5
PBR(배)	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	7.8	5.8	4.8	5.4
배당수익률(%)	2.2	2.1	2.3	2.5
EV/EBITDA(배)	6.2	5.7	5.8	5.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

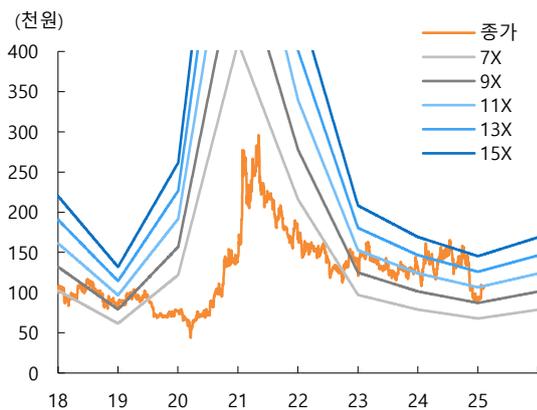
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 금호석유 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
합계											
매출액	1,667	1,852	1,828	1,807	1,858	1,922	1,931	1,892	6,323	7,155	7,603
영업이익	78.6	119.2	65.1	10.0	47.4	66.3	94.2	73.9	359.0	272.8	281.7
영업이익률	4.7%	6.4%	3.6%	0.6%	2.5%	3.4%	4.9%	3.9%	5.7%	3.8%	3.7%
합성고무											
매출액	596	708	734	759	774	796	776	750	2,162	2,795	3,096
영업이익	25.1	46.6	10.7	18.4	23.7	33.9	45.0	31.6	96.8	100.8	134.1
영업이익률	4.2%	6.6%	1.5%	2.4%	3.1%	4.3%	5.8%	4.2%	4.5%	3.6%	4.3%
합성수지											
매출액	322	332	313	316	294	303	303	303	1,250	1,283	1,203
영업이익	-1.4	1.2	-8.7	-9.5	-4.4	3.6	7.4	3.8	-6.0	-18.4	10.3
영업이익률	-0.4%	0.4%	-2.8%	-3.0%	-1.5%	1.2%	2.4%	1.3%	-0.5%	-1.4%	0.9%
금호P&B											
매출액	399	444	407	386	406	426	424	429	1,484	1,635	1,685
영업이익	-2.5	5.7	1.1	-22.2	-8.2	-4.6	1.5	4.4	2.8	-17.9	-6.8
영업이익률	-0.6%	1.3%	0.3%	-5.8%	-2.0%	-1.1%	0.4%	1.0%	0.2%	-1.1%	-0.4%
에너지/EPDM/기타											
매출액	351	368	375	347	384	398	428	410	1,426	1,442	1,620
영업이익	57.4	65.7	61.9	23.3	36.2	33.4	40.4	34.1	263.8	208.3	144.1
영업이익률	16.4%	17.8%	16.5%	6.7%	9.4%	8.4%	9.4%	8.3%	18.5%	14.4%	8.9%

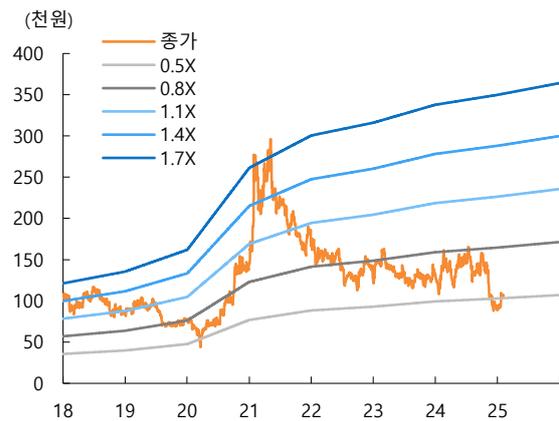
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 금호석유 12M Forward 기준 PER 추이



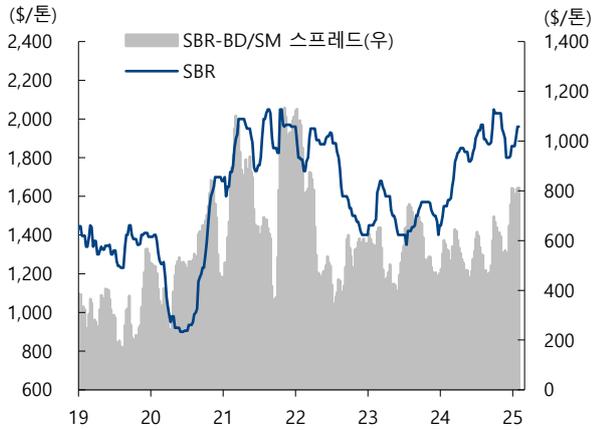
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 금호석유 12M Forward 기준 PBR 추이



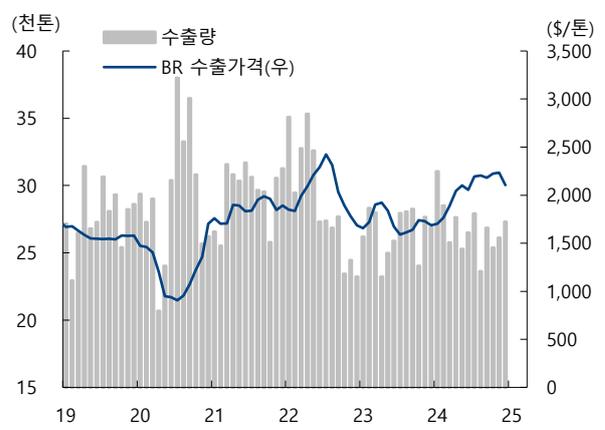
자료: iM증권 리서치본부

그림3. SBR 가격 및 스프레드 추이



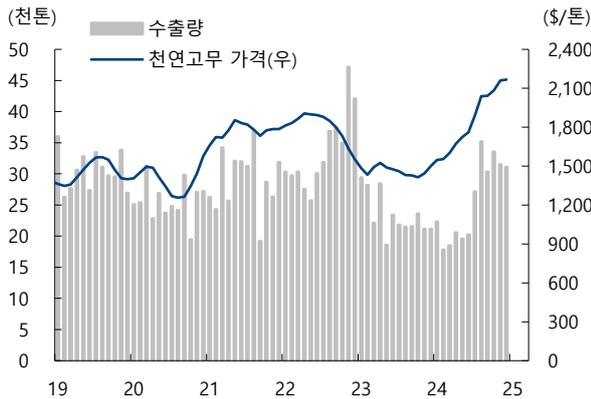
자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림4. BR 가격 및 수출량 추이



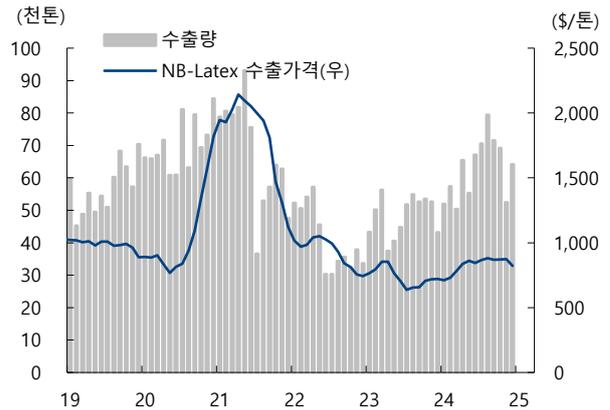
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림5. 천연고무 가격 및 수입량 추이



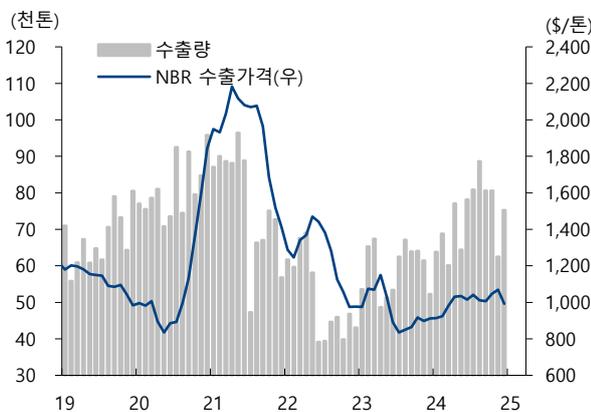
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림6. NB-Latex 수출량 및 가격 추이



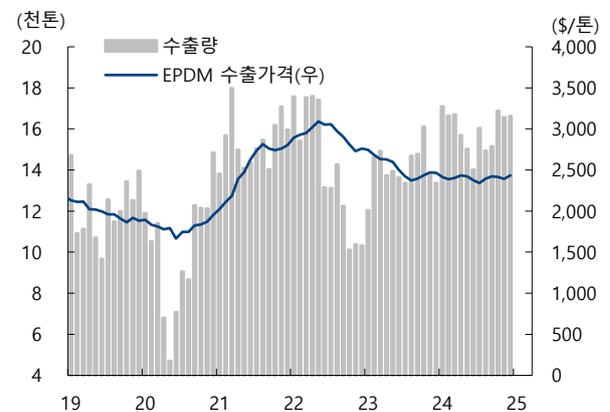
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림7. NBR 수출량 및 가격 추이



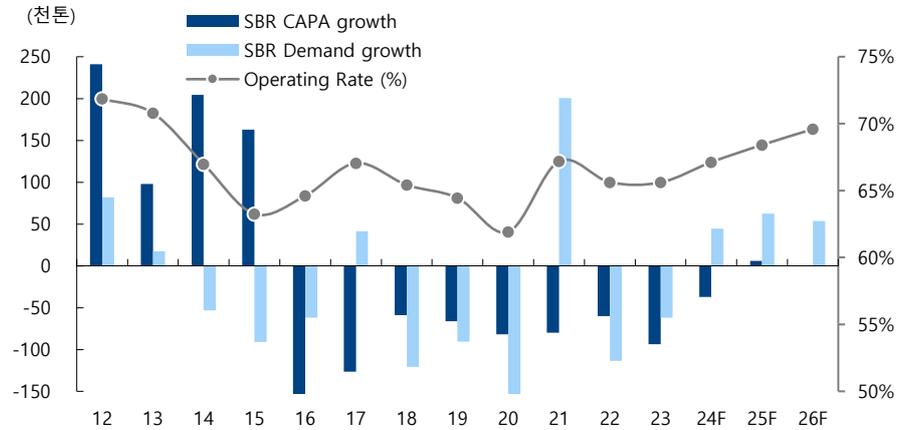
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림8. EPDM 수출량 및 가격 추이



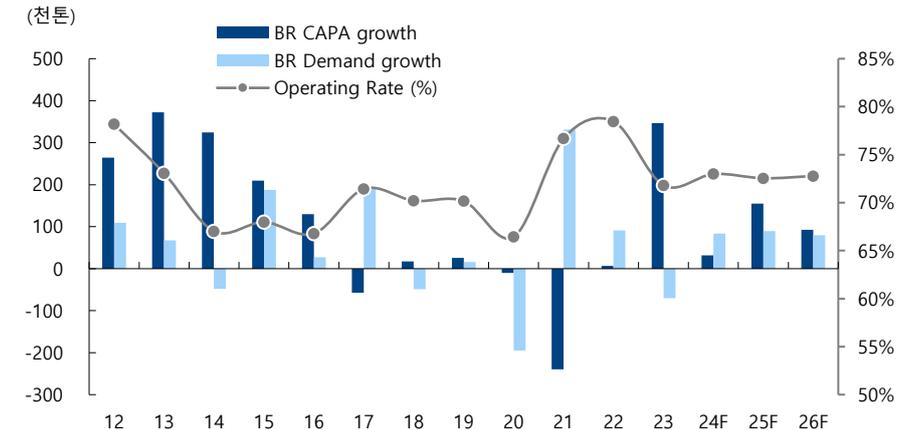
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림9. 글로벌 SBR 증설/수요 추이 및 전망



자료: IHS, iM증권 리서치본부

그림10. 글로벌 BR 증설/수요 추이 및 전망



자료: IHS, iM증권 리서치본부

그림11. 2020~2024년 글로벌 천연고무 생산 및 수요 증가량 비교



자료: ANRPC, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

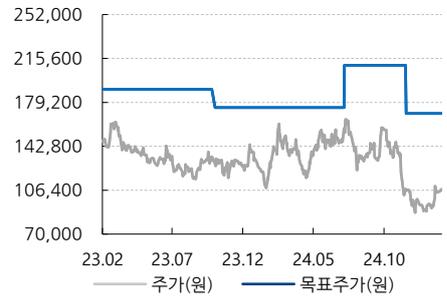
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,571	2,627	2,485	2,633	매출액	6,323	7,155	7,603	7,941
현금 및 현금성자산	452	242	106	169	증가율(%)	-20.7	13.2	6.3	4.4
단기금융자산	537	542	548	553	매출원가	5,677	6,584	6,989	7,268
매출채권	784	824	875	914	매출총이익	646	571	615	672
재고자산	746	966	902	942	판매비와관리비	287	298	333	342
비유동자산	5,408	5,709	6,096	6,333	연구개발비	62	-	-	-
유형자산	3,965	4,195	4,490	4,623	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	37	30	25	21	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,980	8,336	8,581	8,965	영업이익	359	273	282	331
유동부채	1,530	1,503	1,501	1,577	증가율(%)	-68.7	-24.0	3.3	17.4
매입채무	494	501	494	516	영업이익률(%)	5.7	3.8	3.7	4.2
단기차입금	346	366	376	426	이자수익	42	31	26	25
유동성장기부채	181	123	113	113	이자비용	30	34	30	33
비유동부채	616	731	761	811	지분법이익(손실)	111	94	88	98
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	1	33	10	17
장기차입금	295	410	440	490	세전계속사업이익	485	408	383	444
부채총계	2,146	2,234	2,262	2,388	법인세비용	38	60	85	99
자배주주지분	5,829	6,098	6,315	6,572	세전계속이익률(%)	7.7	5.7	5.0	5.6
자본금	167	163	163	163	당기순이익	447	348	298	345
자본잉여금	404	404	404	404	순이익률(%)	7.1	4.9	3.9	4.4
이익잉여금	5,392	5,682	5,916	6,191	자배주주귀속 순이익	447	348	297	345
기타자본항목	-133	-151	-168	-186	기타포괄이익	-49	-17	-17	-17
비자배주주지분	5	5	5	5	총포괄이익	398	331	280	328
자본총계	5,834	6,103	6,319	6,577	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	631	264	458	443	주당지표 (원)				
당기순이익	447	348	298	345	EPS	13,880	11,273	9,688	11,249
유형자산감가상각비	244	255	261	272	BPS	184,646	198,651	205,710	214,102
무형자산상각비	8	7	5	4	CFPS	21,685	19,736	18,353	20,245
지분법관련손실(이익)	111	94	88	98	DPS	2,900	2,200	2,400	2,700
투자활동 현금흐름	-592	-539	-636	-486	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-588	-485	-555	-405	PER	9.6	9.4	11.0	9.5
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	0.7	0.5	0.5	0.5
금융상품의 증감	15	16	-10	-10	PCR	6.1	5.4	5.8	5.3
재무활동 현금흐름	-153	-11	-35	30	EV/EBITDA	6.2	5.7	5.8	5.3
단기금융부채의증감	-100	-38	-	50	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	200	115	30	50	ROE	7.8	5.8	4.8	5.4
자본의증감	-	-4	-	-	EBITDA0이익률	9.7	7.5	7.2	7.6
배당금지급	-44	-44	-44	-44	부채비율	36.8	36.6	35.8	36.3
현금및현금성자산의증감	-115	-211	-136	63	순부채비율	-2.9	1.9	4.3	4.7
기초현금및현금성자산	567	452	242	106	매출채권회전율(x)	8.4	8.9	9.0	8.9
기말현금및현금성자산	452	242	106	169	재고자산회전율(x)	8.1	8.4	8.1	8.6

자료 : 금호석유, iM증권 리서치본부

금호석유 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-10-04	Buy	175,000	-22.9%	-7.7%
2024-07-09	Buy	210,000	-33.5%	-21.3%
2024-11-19	Buy	170,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%