

금호석유 (011780)

24년 실적 개선의 Key Driver가 될 합성고무

목표주가 17.5만원, 매수의견 유지

목표주가 17.5만원과 매수의견 유지한다. 목표주가는 24년 BPS 199,265원에 ROE가 올해 7.0% 레벨과 유사했던 17년 및 23년 평균 PBR 0.87배를 적용해 산출된 값이다. 동사 투자포인트는 ①타이어 전방수요 회복에 따른 합성고무 사업부 실적 개선 본격화, ②페놀/합성수지 등 적자 사업부의 이익 정상화, ③24~26년까지 현재 보유하고 있는 자사주 50% 분할소각(총 발행주식 대비 약 8.3%), ④높은 이익 창출력과 안정적인 재무구조 감안하면 추가적인 주주정책 실행 가능성 등으로 요약할 수 있다.

석유화학 시장의 부진은 21년 하반기 이후 약 3년째 접어들고 있다. 중국이 이구환신 정책으로 내수 소비를 장려하고 있고, 부동산 규제 완화를 통한 경기 회복도 견인하고 있으나 지난 3년 동안 누적된 공급과잉으로 단기 내 업황 회복을 기대하긴 쉽지 않다. 그럼에도 중국 매크로 리스크 헷지 차원에서 화학섹터에 대한 관심은 필요하다. 동사는 범용 화학업체 대비 상대적으로 높은 이익 창출력과 안정적인 재무구조, 역사적 저점의 밸류에이션, 주주정책 등 여러모로 업스트림 업체 중 매력도가 두드러지는 선택지이다.

1Q24 Review: 영업이익 786억원(컨센서스 673억원 대비 +16.8%)

1분기 영업이익은 786억원(+114%QoQ)으로 시장 컨센서스 673억원 대비 +16.8% 상회하는 호실적을 기록하였다. BR/SBR 가격 상승 및 저가 BD 레깅효과로 합성고무 부문 이익이 예상치를 큰 폭 상회했고, 합성수지 및 페놀유도체 부문 역시 주요 제품 스프레드 개선으로 전 분기 대비 적자 폭을 대폭 축소한 영향이다. EPDM 또한 판매량 증가로 영업이익이 대폭 증가하며 1분기 호실적에 긍정적으로 기여하였다.

2분기 영업이익은 874억원(+11.2%QoQ)을 전망한다. 3월 이후의 BD 가격 상승으로 저가 원료투입 효과는 소멸되었지만, BR/SBR가 이를 후행하며 동반 강세 보이고 있는 만큼 판가 상승효과를 기대할 수 있다는 판단이다. 한편, 예폭시 스프레드 회복으로 페놀유도체 사업부는 1년 만에 흑자전환 달성할 것으로 예상된다.

24년 실적 개선의 Key Driver가 될 합성고무

금번 동사 실적에서 합성고무 사업의 실적 호조가 가장 고무적이었다. 저가 BD 투입과 BR/SBR 상승, SBS/NBR 등 스페셜티 제품 판매 확대 효과로 수익성이 4.2%로 23년 하반기 평균 2.9% 대비 개선되며 영업이익은 251억원(+64.1%QoQ)으로 확대되었다. 외형측면에서도 수요 회복에 따른 판매량 증가로 매출액 5,955억원(+12.0%QoQ)으로 22년 3분기 이후 최고치를 기록했다.

합성고무 주요 전방산업 중에서도 24년 초 이후 타이어 판매량 회복세가 두드러진다. Michelin 데이터 기준 글로벌 RE 판매량은 1~3월 YTD로 +3.0% 증가했다. 지역별로 북미 성장률이 +8.0%로 가장 두드러졌고, 중국과 유럽 역시 각각 +6.0%, +1.0% 증가했다. 또한 Goodyear, 한국타이어 등 글로벌 타이어 업체들의 재고 소진 추이도 두드러지고 있어, 올해는 합성고무 주요 전방 산업인 타이어 수요 회복 및 그에 따른 BR/SBR 강세를 기대할 수 있겠다. 이에 근거해 24년 동사 합성고무 사업부 매출액은 2.65조원(+22.6%YoY), 영업이익 1,274억원(+31.6%YoY)의 완전한 회복을 전망한다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

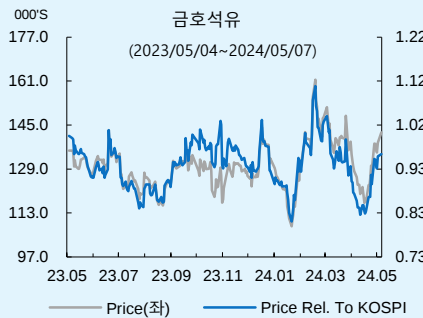
목표주가(12M)	175,000원(유지)
증가(2024.05.07)	142,300원
상승여력	23.0%

Stock Indicator

자본금	167십억원
발행주식수	2,767만주
시가총액	3,938십억원
외국인지분율	23.3%
52주 주가	108,200~161,500원
60일평균거래량	124,282주
60일평균거래대금	17.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.9	-0.1	10.9	4.9
상대수익률	10.2	-4.9	-1.0	-4.5

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	6,323	7,053	7,535	7,733
영업이익(십억원)	359	366	474	524
순이익(십억원)	447	417	490	528
EPS(원)	13,880	13,490	15,961	17,192
BPS(원)	184,646	199,265	211,150	224,267
PER(배)	9.6	10.5	8.9	8.3
PBR(배)	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	7.8	7.0	7.8	7.9
배당수익률(%)	2.2	2.0	2.0	2.0
EV/EBITDA(배)	6.2	6.3	5.3	4.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

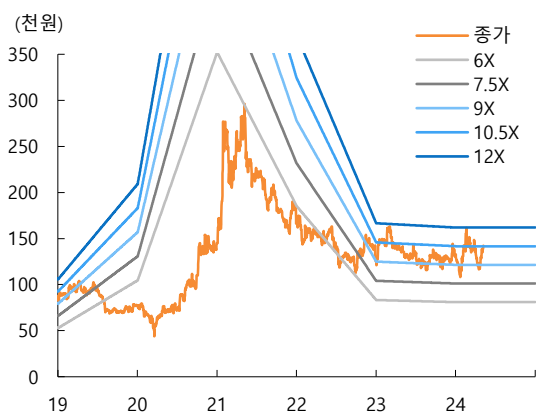
전유진 2122-9193 yujinjn@hi-ib.com

표1. 금호석유 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
합계											
매출액	1,721	1,578	1,507	1,516	1,668	1,779	1,861	1,746	7,976	6,323	7,053
영업이익	130.2	107.9	84.2	36.7	78.6	87.4	105.0	95.3	1,147.3	359.0	366.3
영업이익률	7.6%	6.8%	5.6%	2.4%	4.7%	4.9%	5.6%	5.5%	14.4%	5.7%	5.2%
합성고무											
매출액	576	547	507	532	596	665	725	666	2,580	2,162	2,650
영업이익	33.6	32.9	15.0	15.3	25.1	33.2	38.5	30.6	311.4	96.8	127.4
영업이익률	5.8%	6.0%	3.0%	2.9%	4.2%	5.0%	5.3%	4.6%	12.1%	4.5%	4.8%
합성수지											
매출액	347	317	301	285	322	317	293	256	1,595	1,250	1,187
영업이익	3.2	1.1	1.2	-11.5	-1.4	-2.2	0.3	0.7	74.7	-6.0	-2.7
영업이익률	0.9%	0.3%	0.4%	-4.0%	-0.4%	-0.7%	0.1%	0.3%	4.7%	-0.5%	-0.2%
금호P&B											
매출액	411	370	337	366	399	420	447	440	2,163	1,484	1,706
영업이익	11.3	6.0	-4.1	-10.4	-2.5	1.8	3.7	2.4	306.2	2.8	5.5
영업이익률	2.8%	1.6%	-1.2%	-2.8%	-0.6%	0.4%	0.8%	0.5%	14.2%	0.2%	0.3%
에너지/EPDM/기타											
매출액	387	343	362	333	351	377	397	384	1,639	1,426	1,510
영업이익	82.1	67.9	72.1	43.2	57.4	54.6	62.5	61.6	475.4	265.3	236.1
영업이익률	21.2%	19.8%	19.9%	13.0%	16.4%	14.5%	15.7%	16.0%	29.0%	18.6%	15.6%

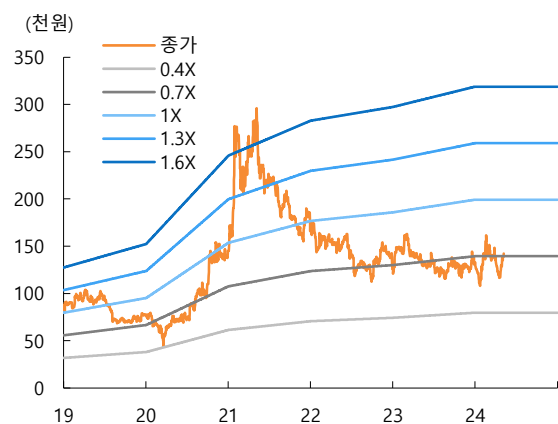
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. 금호석유 12M Forward 기준 PER 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

그림2. 금호석유 12M Forward 기준 PBR 추이



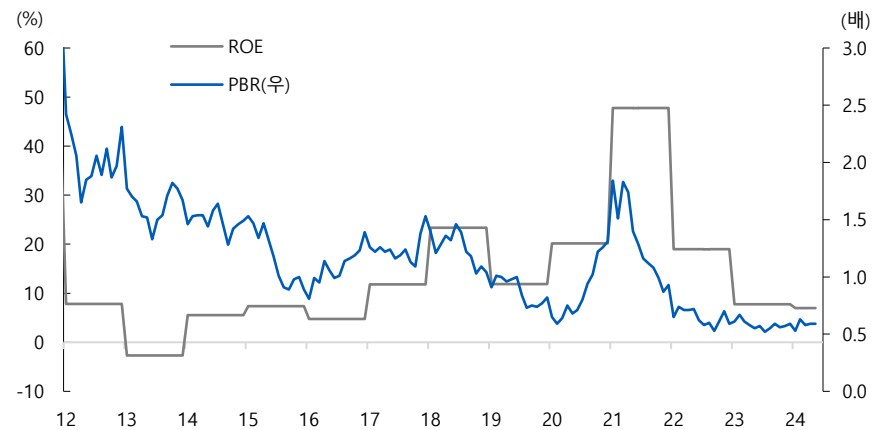
자료: 하이투자증권 리서치본부

표2. 금호석유 목표주가 산정: PBR Valuation

(단위: 원, 배, %)	기존 (2023-10-04)	현재 (2024-05-08)	참고내용
2023~2024년 평균 BPS	185,857	-	
2024년 BPS	-	199,265	기존에 적용한 23~24년 평균 BPS → 24년 예상 BPS만 적용
Target PBR	0.90	0.87	24년 이익 창출력(ROE 7.0% 예상)과 유사했던 2017년, 2023년 평균 적용
적정주가(원)	174,323	173,360	BPS * Target PBR
목표주가(원)	175,000	175,000	-
현재주가(원)		142,300	2024년 05월 07일 종가 기준
상승여력(%)		23.0%	

자료: 하이투자증권 리서치본부

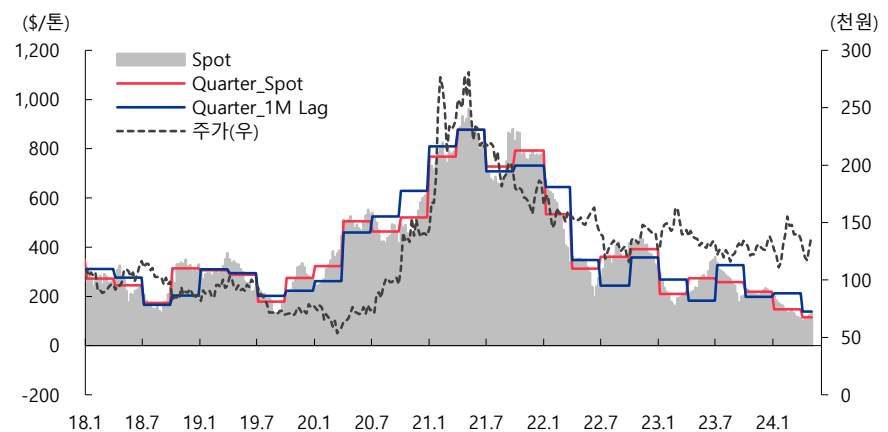
그림3. 금호석유 ROE-PBR 밸류에이션 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

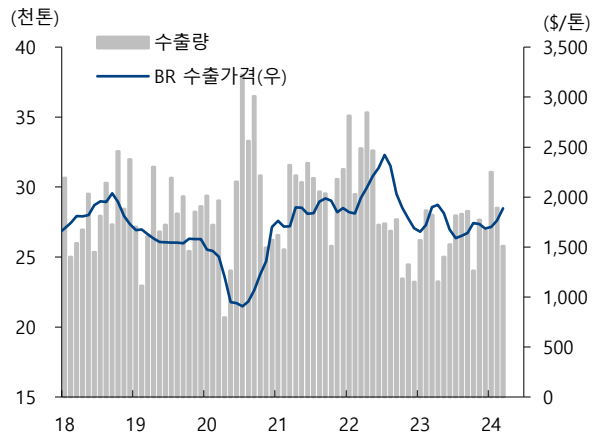
주: 2024년 ROE는 당사 추정치임

그림4. 금호석유 가중평균 스프레드



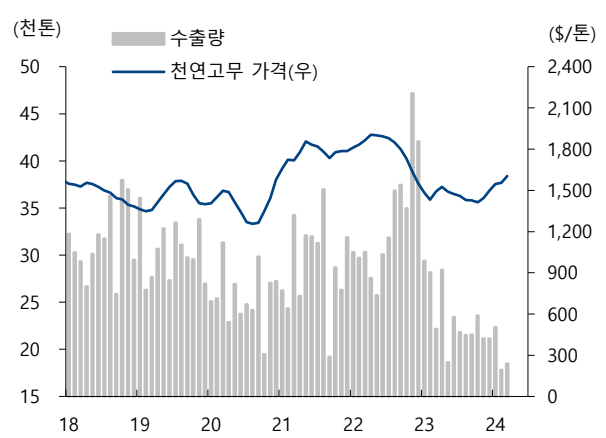
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림5. BR 가격 및 수출량 추이



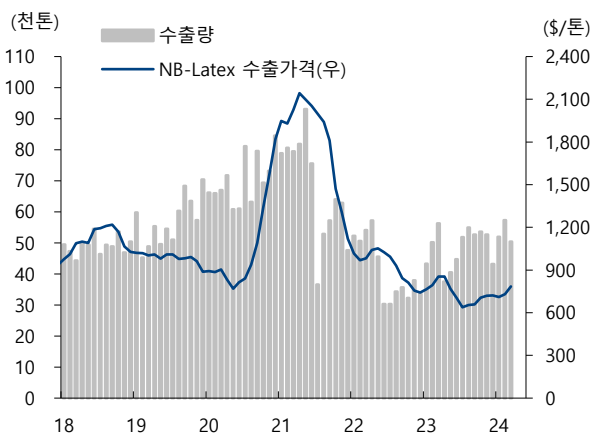
자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 천연고무 가격 및 수출량 추이



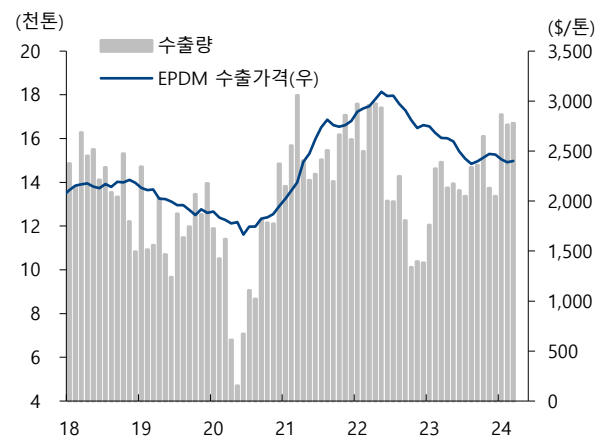
자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

그림7. NB-Latex 수출량 및 가격 추이



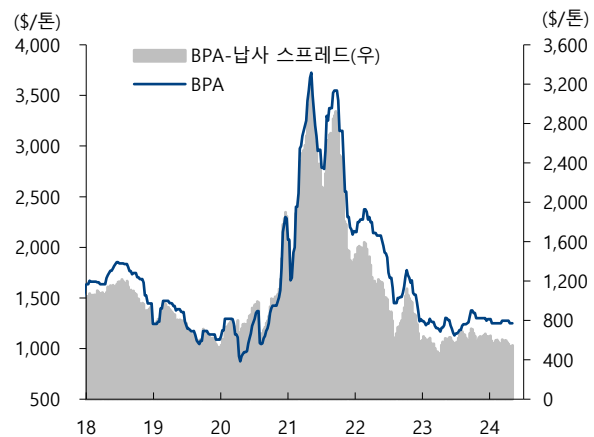
자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

그림8. EPDM 수출량 및 수출가격 추이



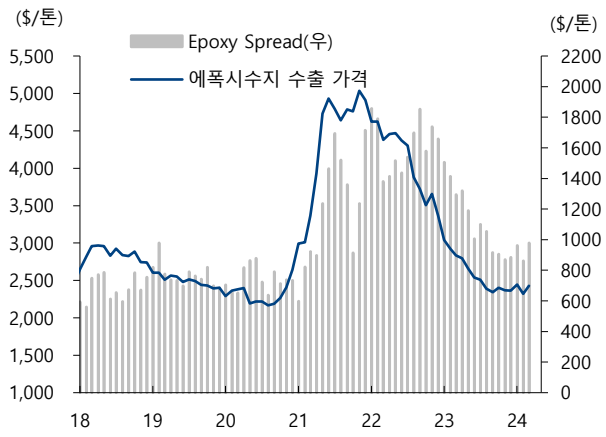
자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

그림9. BPA 가격 및 스프레드 추이



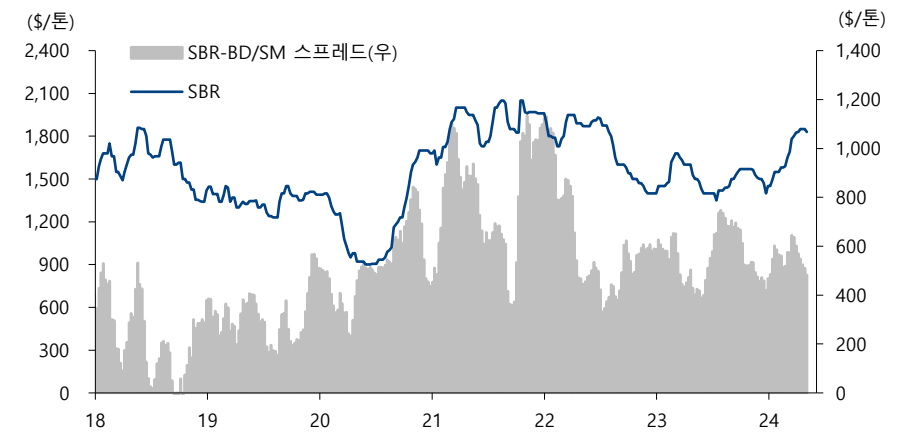
자료: 시스캠, 하이투자증권 리서치본부

그림10. 에폭시수지 가격 및 스프레드 추이



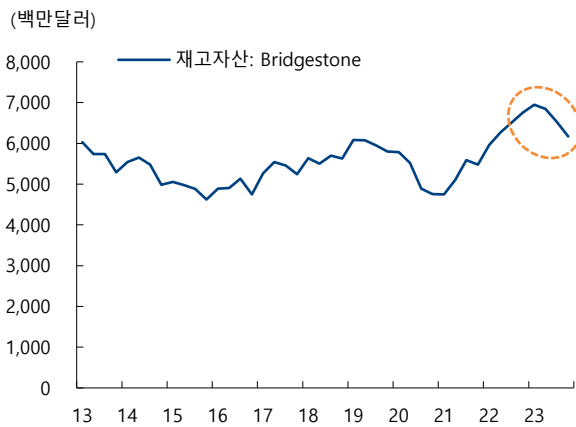
자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

그림11. SBR 가격 및 래깅 스프레드 추이



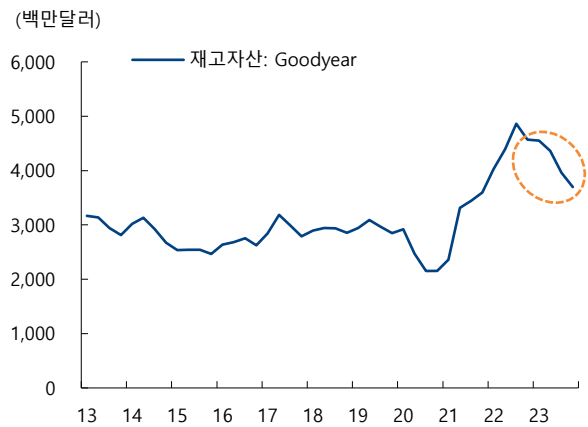
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림12. Bridgestone 분기별 재고자산 추이



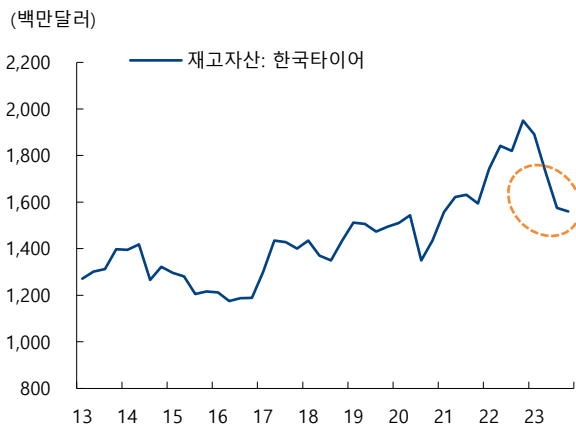
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림13. Goodyear 분기별 재고자산 추이



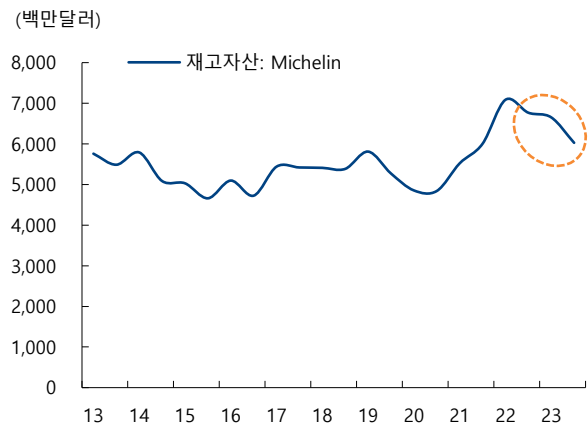
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림14. 한국타이어 분기별 재고자산 추이



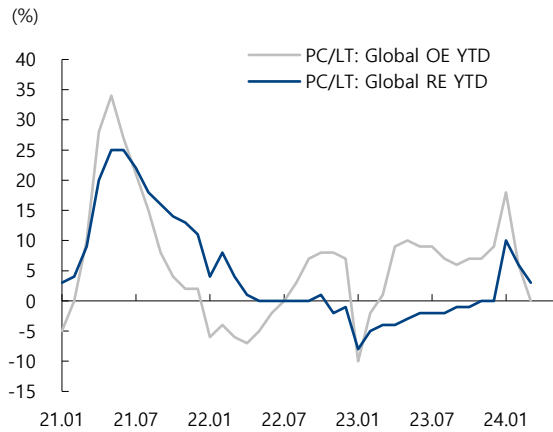
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림15. Michelin 반기별 재고자산 추이



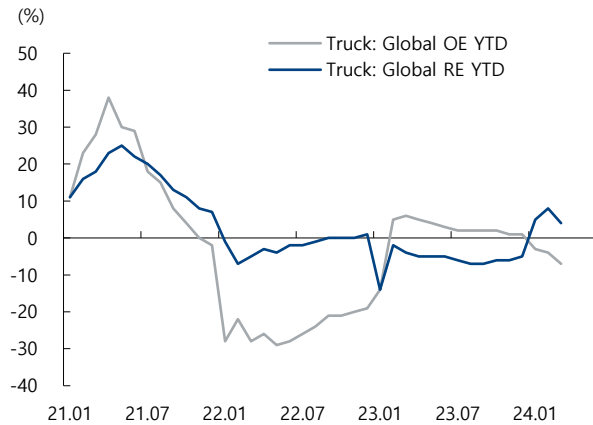
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림16. (승용차) 글로벌 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



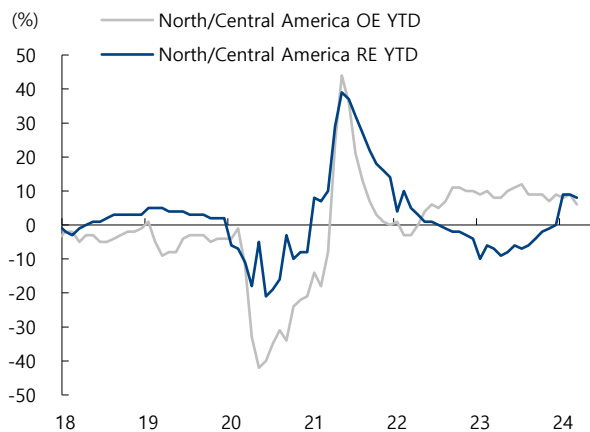
자료: 미쉐린, 하이투자증권 리서치본부

그림17. (트럭/버스) 글로벌 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



자료: 미쉐린, 하이투자증권 리서치본부

그림18. (승용차) 미주지역 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



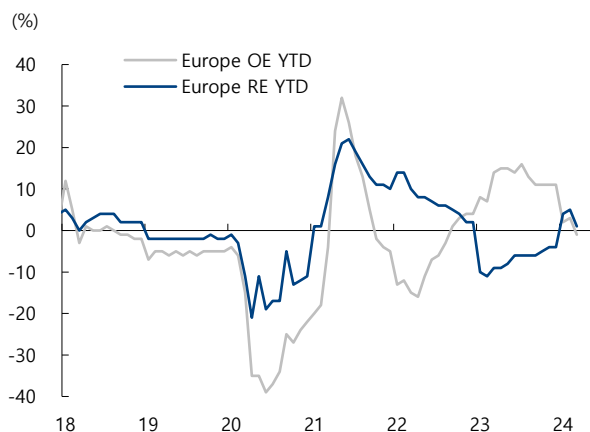
자료: 미쉐린, 하이투자증권 리서치본부

그림19. (승용차) 중국 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



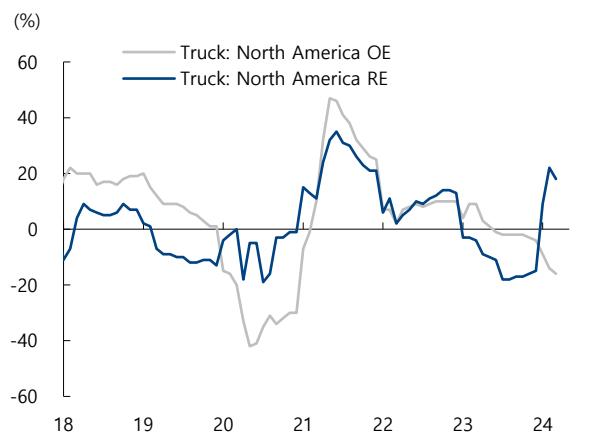
자료: 미쉐린, 하이투자증권 리서치본부

그림20. (승용차) 유럽 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



자료: 미쉐린, 하이투자증권 리서치본부

그림21. (트럭/버스) 북미 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



자료: 미쉐린, 하이투자증권 리서치본부

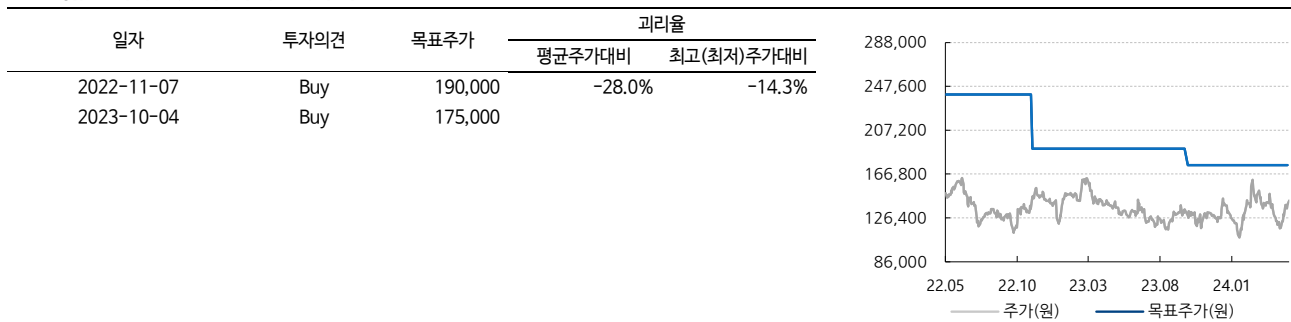
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,571	2,454	2,450	2,425	매출액	6,323	7,053	7,535	7,733
현금 및 현금성자산	452	323	208	134	증가율(%)	-20.7	11.6	6.8	2.6
단기금융자산	537	542	548	553	매출원가	5,677	6,394	6,731	6,877
매출채권	784	756	808	829	매출총이익	646	660	804	857
재고자산	746	779	833	854	판매비와관리비	287	294	330	333
비유동자산	5,408	5,813	6,146	6,471	연구개발비	62	-	-	-
유형자산	3,965	4,195	4,398	4,591	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	37	30	25	21	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,980	8,267	8,597	8,896	영업이익	359	366	474	524
유동부채	1,530	1,480	1,544	1,411	증가율(%)	-68.7	2.0	29.5	10.5
매입채무	494	430	459	471	영업이익률(%)	5.7	5.2	6.3	6.8
단기차입금	346	356	386	236	이자수익	42	37	30	24
유동성장기부채	181	181	181	181	이자비용	30	32	26	23
비유동부채	616	666	566	596	지분법이익(손실)	111	142	126	126
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	1	7	7	7
장기차입금	295	345	245	275	세전계속사업이익	485	522	614	661
부채총계	2,146	2,146	2,110	2,007	법인세비용	38	105	124	133
자배주주지분	5,829	6,117	6,481	6,884	세전계속이익률(%)	7.7	7.4	8.1	8.6
자본금	167	163	163	163	당기순이익	447	417	490	528
자본잉여금	404	404	404	404	순이익률(%)	7.1	5.9	6.5	6.8
이익잉여금	5,392	5,732	6,145	6,597	자배주주귀속 순이익	447	417	490	528
기타자본항목	-133	-182	-231	-279	기타포괄이익	-49	-49	-49	-49
비자배주주지분	5	5	5	5	총포괄이익	398	368	441	479
자본총계	5,834	6,121	6,486	6,889	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	631	449	549	640	주당지표 (원)				
당기순이익	447	417	490	528	EPS	13,880	13,490	15,961	17,192
유형자산감가상각비	244	255	272	282	BPS	184,646	199,265	211,150	224,267
무형자산감각비	8	7	5	4	CFPS	21,685	21,953	25,015	26,531
지분법관련손실(이익)	111	142	126	126	DPS	2,900	2,900	2,900	2,900
투자활동 현금흐름	-592	-595	-556	-556	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-588	-485	-475	-475	PER	9.6	10.5	8.9	8.3
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	0.7	0.7	0.7	0.6
금융상품의 증감	15	-40	-10	-10	PCR	6.1	6.5	5.7	5.4
재무활동 현금흐름	-153	-28	-153	-203	EV/EBITDA	6.2	6.3	5.3	4.9
단기금융부채의증감	-100	10	30	-150	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	200	50	-100	30	ROE	7.8	7.0	7.8	7.9
자본의증감	-	-4	-	-	EBITDA0이익률	9.7	8.9	10.0	10.5
배당금지급	-44	-44	-44	-44	부채비율	36.8	35.1	32.5	29.1
현금및현금성자산의증감	-115	-129	-115	-74	순부채비율	-2.9	0.3	0.9	0.1
기초현금및현금성자산	567	452	323	208	매출채권회전율(x)	8.4	9.2	9.6	9.4
기말현금및현금성자산	452	323	208	134	재고자산회전율(x)	8.1	9.3	9.3	9.2

자료 : 금호석유, 하이투자증권 리서치본부

금호석유 투자이전 및 목표주가 변동추이



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 기관투자가 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목추천투자등급은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-