

(Analyst) 이진호 jinho.lee.z@miraeeasset.com
(RA) 김태형 taehyoung.kim@miraeeasset.com



011780 · 석유정제

금호석유

기업의 튼튼한 체력이 부각되는 시점

(유지)

Trading Buy

목표주가

146,000원

상승여력

19.7%

현재주가(23/11/3)

122,000원

KOSPI	2,368.34	시가총액(십억원)	3,576	발행주식수(백만주)	29	외국인 보유비중(%)	18.3
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

투자의견

목표주가 14.6만원과 투자의견 Trading Buy를 유지한다. 실적 전망치는 소폭 하향 조정했으나 목표주가를 유지하는 이유는 1) 경쟁사들 대비 기업의 튼튼한 체력(순차입금 비율 2.9%), 2) 팬데믹 이후로 적자를 기록한 적이 없다는 점, 3) 12MF PBR이 0.49배로 밴드의 역사적 저점 수준이기 때문이다.

시황 및 전망

동사의 3Q23 영업이익은 842억원으로 컨센서스를 14.2% 하회했으며, 전분기 대비 22.0% 감소했다. 영업이익 감소 이유는 합성고무(-179억원), 페놀유도체(-101억원), EPDM/TPV(-100억원) 부문들이 골고루 수익성이 감소했기 때문이다. 동사의 4Q23 영업이익은 333억원으로 전분기 대비 60.5% 감소를 전망하며, 이유는 정기보수로 인한 기회손실 때문이다. 3분기 대비 4분기 화학 시황은 유사할 것으로 예상된다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-9.0	-10.2	-9.3
상대주가	-5.3	-5.2	-10.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	8,462	7,976	6,351	7,306	8,122
영업이익 (십억원)	2,407	1,148	356	418	612
영업이익률 (%)	28.4	14.4	5.6	5.7	7.5
순이익 (십억원)	1,965	1,025	398	402	559
EPS (원)	58,694	31,017	12,308	12,427	17,293
ROE (%)	47.8	19.1	7.0	6.8	8.9
P/E (배)	2.8	4.1	9.9	9.8	7.1
P/B (배)	1.1	0.7	0.7	0.6	0.6
배당수익률 (%)	6.0	4.3	3.3	3.3	3.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 금호석유, 미래에셋증권 리서치센터

시황 및 전망

3Q23 Review: 여전히 어려운 시황

금호석유의 3Q23 영업이익은 842억원으로 컨센서스를 14.2% 하회했으며, 전분기 대비 22.0% 감소했다. 전분기 대비 영업이익이 감소한 이유는 합성고무(-179억원), 페놀유도체(-101억원), EPDM/TPV(-100억원)가 골고루 수익성이 감소했기 때문이다. 합성고무 부문은 SBR과 NBL 제품의 수익성이 모두 감소했다. 특히 NBL 스프레드는 공급업체 경쟁 심화로 인한 수익성 하락으로 367달러에서 279달러로 감소했다. 페놀유도체와 EPDM/TPV도 주요 제품 수요 회복 지연, 비수기로 인해 수익성이 감소했다.

에너지 부문은 정기보수 영향 제거로 인한 판매량 증가로 수익성이 개선되었다. 당사는 전력량이 전분기 대비 약 30~40% 증가한 것으로 추정한다.

표 1. 금호석유 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	합계	1,721.3	1,578.1	1,507.0	1,544.3	1,774.6	1,743.9	1,938.6	1,848.7	4,765.6	3,934.5	3,970.4
	합성고무	576.4	547.0	507.1	485.3	580.0	664.4	693.3	699.6	1,853.0	1,553.5	1,559.2
	합성수지	347.4	317.4	300.5	353.9	351.6	376.4	400.0	422.6	1,324.7	1,079.2	1,035.6
	페놀 유도체	410.8	370.3	337.0	357.1	459.9	346.2	472.0	378.4	1,039.4	790.4	859.5
	EPDM/TPV	164.1	167.7	154.4	134.9	164.1	167.7	154.4	134.9	157.8	126.7	133.7
	정밀화학/에너지/기타	222.6	175.7	208.0	213.1	219.0	189.3	219.0	213.1	390.7	384.7	385.6
영업이익	합계	130.2	107.9	84.2	33.3	107.5	109.7	131.4	69.2	184.8	163.8	157.1
	합성고무	33.6	32.9	15.0	-1.6	17.2	20.2	20.4	-1.2	-6.0	15.1	26.5
	합성수지	3.2	1.1	1.2	-8.8	1.8	11.3	20.0	12.7	59.7	45.7	36.4
	페놀 유도체	11.3	6.0	-4.1	10.2	20.1	15.2	27.2	26.5	-4.9	16.3	11.9
	EPDM/TPV	21.4	33.4	23.4	12.2	24.6	25.2	20.1	9.9	127.6	83.9	61.8
	정밀화학/에너지/기타	60.7	34.5	48.7	21.3	43.8	37.9	43.8	21.3	8.4	2.8	19.9
세전이익		168.5	140.5	113.8	55.7	129.7	130.7	151.9	90.3	1,251.6	478.6	502.6
당기순이익		132.6	117.4	103.5	44.5	103.7	104.5	121.4	72.2	1,025.4	398.0	401.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Preview: 정기보수 시즌으로 인한 수익성 감소

동사의 4Q23 영업이익은 333억원으로 전분기 대비 60.5% 감소할 것으로 전망한다. 요인은 4분기 정기보수로 인한 기회손실이다. 3분기 대비 시황이 추가적으로 악화될 것으로 예상하지는 않는다. 하지만 정기보수가 진행되면서 가동률이 70~80% 수준으로 유지될 것이며, 일회성 비용이 반영될 것으로 예상된다.

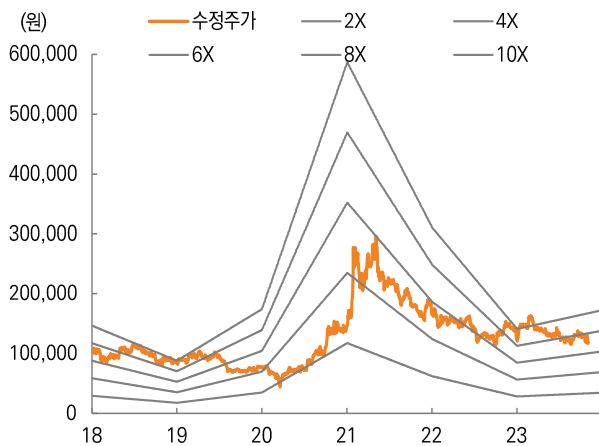
천연고무 가격이 지난 8월부터 약 15% 상승하며, 합성고무의 가격 반등 기대감을 부르는 중이다. 하지만 전방산업의 수요 약세가 지속되고 있어, 아직까지는 합성 고무 가격의 동반 상승을 기대하기에는 어려울 것으로 전망한다.

투자의견

목표주가 14.6만원, 투자의견 Trading Buy 유지

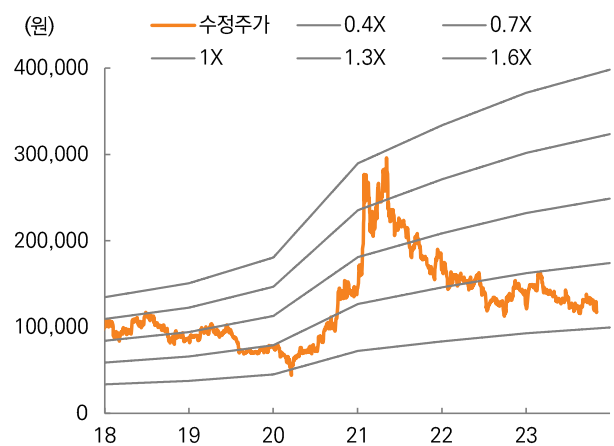
동사의 투자의견 Trading Buy와 목표주가 14.6만원을 유지하며, 상승여력은 19.7%다. 향후 실적 전망치를 소폭 하향 조정했으나, 목표주가를 유지하는 이유는 1) 경쟁사들 대비 기업의 튼튼한 체력, 2) 팬데믹 이후로 흑자 지속, 3) 12MF PBR이 0.49배로 밴드의 역사적 저점 수준이기 때문이다. 동사는 순차입금 1,685억원(순차입금 비율 2.9%)로 차입금 의존도가 낮다. 게다가 어려운 시황에도 팬데믹 이후 한번도 적자를 기록한 적이 없다. 화학 시황의 회복 속도가 더딜 것으로 보이나, 중국 정부의 적극적인 부양책으로 인해 수요의 추가 악화 가능성은 낮을 것으로 전망한다.

그림 1. 12MF PER 밴드 차트



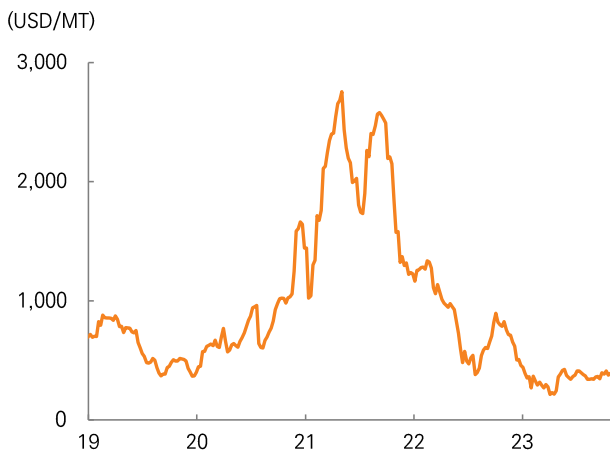
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12MF PBR 밴드 차트



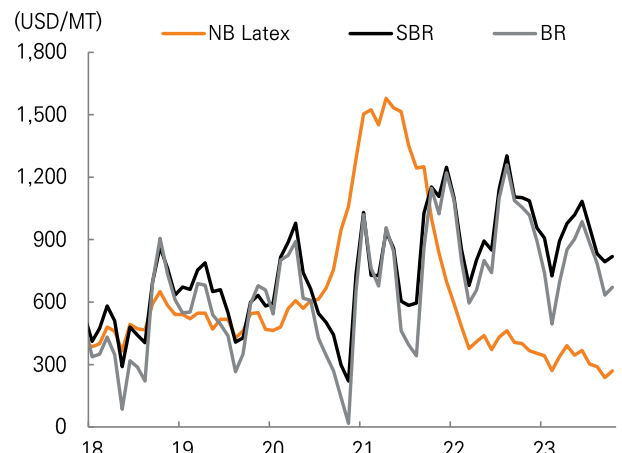
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. BPA 스프레드 추이



자료: Ciscchem, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 합성고무 스프레드 추이



자료: Ciscchem, 미래에셋증권 리서치센터

금호석유 (011780)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,976	6,351	7,306	8,122
매출원가	6,549	5,720	6,613	7,235
매출총이익	1,427	631	693	887
판매비와관리비	279	275	275	275
조정영업이익	1,148	356	418	612
영업이익	1,148	356	418	612
비영업손익	104	123	85	87
금융손익	1	0	-15	-12
관계기업등 투자손익	118	97	100	100
세전계속사업손익	1,252	479	503	699
계속사업법인세비용	226	80	101	140
계속사업이익	1,026	398	402	560
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,026	398	402	560
지배주주	1,025	398	402	559
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	1,002	382	402	560
지배주주	1,002	382	402	559
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,392	605	683	891
FCF	86	-9	73	304
EBITDA 마진율 (%)	17.5	9.5	9.3	11.0
영업이익률 (%)	14.4	5.6	5.7	7.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.9	6.3	5.5	6.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,744	2,667	2,921	3,288
현금 및 현금성자산	567	450	266	474
매출채권 및 기타채권	710	779	933	989
재고자산	826	838	1,003	1,064
기타유동자산	641	600	719	761
비유동자산	4,976	5,093	5,372	5,545
관계기업투자등	757	711	851	902
유형자산	3,636	3,843	3,984	4,110
무형자산	44	38	32	27
자산총계	7,719	7,760	8,293	8,833
유동부채	1,463	1,443	1,624	1,691
매입채무 및 기타채무	603	566	677	718
단기금융부채	493	533	535	535
기타유동부채	367	344	412	438
비유동부채	603	544	599	619
장기금융부채	307	266	266	266
기타비유동부채	296	278	333	353
부채총계	2,066	1,987	2,223	2,310
지배주주지분	5,652	5,771	6,068	6,522
자본금	167	167	167	167
자본잉여금	378	378	378	378
이익잉여금	5,186	5,429	5,725	6,179
비지배주주지분	1	2	2	2
자본총계	5,653	5,773	6,070	6,524

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	514	442	473	704
당기순이익	1,026	398	402	560
비현금수익비용가감	383	206	228	279
유형자산감가상각비	236	243	259	274
무형자산상각비	8	7	6	5
기타	139	-44	-37	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-209	-102	-94	-34
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	128	-67	-149	-55
재고자산 감소(증가)	-44	-10	-165	-61
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-136	-37	65	24
법인세납부	-747	-123	-101	-140
투자활동으로 인한 현금흐름	94	-414	-512	-441
유형자산처분(취득)	-423	-450	-400	-400
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	560	37	-112	-41
기타투자활동	-43	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-661	-212	-104	-105
장단기금융부채의 증가(감소)	-235	-1	2	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-281	-146	-105	-105
기타재무활동	-145	-65	-1	-1
현금의 증가	-56	-118	-183	207
기초현금	623	567	450	266
기말현금	567	450	266	474

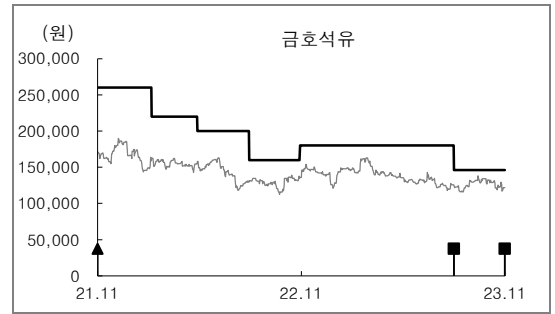
자료: 금호석유, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	4.1	9.9	9.8	7.1
P/CF (x)	3.0	6.5	6.3	4.7
P/B (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	2.6	5.9	5.3	3.8
EPS (원)	31,017	12,308	12,427	17,293
CFPS (원)	42,622	18,673	19,489	25,924
BPS (원)	175,944	181,689	190,855	204,888
DPS (원)	5,400	4,000	4,000	4,000
배당성향 (%)	12.7	23.4	23.2	16.7
배당수익률 (%)	4.3	3.3	3.3	3.3
매출액증가율 (%)	-5.7	-20.4	15.0	11.2
EBITDA증가율 (%)	-46.8	-56.5	12.8	30.5
조정영업이익증가율 (%)	-52.3	-69.0	17.5	46.4
EPS증가율 (%)	-47.2	-60.3	1.0	39.2
매출채권 회전율 (회)	10.5	8.8	8.8	8.7
재고자산 회전율 (회)	9.9	7.6	7.9	7.9
매입채무 회전율 (회)	16.5	16.9	18.4	17.9
ROA (%)	13.0	5.1	5.0	6.5
ROE (%)	19.1	7.0	6.8	8.9
ROIC (%)	23.3	6.3	7.3	9.7
부채비율 (%)	36.5	34.4	36.6	35.4
유동비율 (%)	187.6	184.8	179.8	194.5
순차입금/자기자본 (%)	-6.3	-3.5	-2.1	-5.7
조정영업이익/금융비용 (x)	39.3	8.8	8.7	12.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
금호석유 (011780)				
2023.08.07	Trading Buy	146,000	-	-
2022.11.04	매수	180,000	-22.75	-9.50
2022.08.05	매수	160,000	-19.34	-13.13
2022.05.04	매수	200,000	-28.99	-18.50
2022.02.11	매수	220,000	-29.71	-26.14
2021.10.28	매수	260,000	-35.40	-26.92



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 금호석유 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.