

금호석유 (011780)

길었던 구조조정의 빛을 드디어 볼 합성고무

목표주가 21만원으로 상향, 매수의견 유지

동사에 대한 목표주가를 17.5만원에서 21만원으로 상향하고, 투자의견 매수 유지한다. 금번 목표주가 조정은 적용 멀티플 상향에 따른 것으로 고무시황이 본격적인 업사이클 구간에 진입했다고 판단돼 기존 대비 +20% 할증한 PBR 1.04배를 '24년 당사 추정치 BPS 200,866원에 적용해 산출하였다.

투자포인트는 ①타이어 수요 증가, 합성/천연고무 수급밸런스 개선으로 고무 실적개선, ②중국 이구환신에 따른 내구재 수요 회복으로 합성수지 이익 정상화, ③'24~26년까지 현재 보유하고 있는 자사주 50% 분할소각(총 발행주식 대비 8.3%), ④높은 이익 창출력과 안정적인 재무구조에 근거한 추가 주주정책 실행 잠재력 등으로 요약된다.

2Q24 Preview: 영업이익 949억원(컨센서스 851억원 대비 +11.6%)

2분기 영업이익은 949억원(+20.8%QoQ)으로 시장 컨센서스 851억원 대비 +11.6% 상회할 것으로 예상된다. 범용 BR/SBR 및 NBR/NBL 등 특수고무 강세로 스프레드 전반이 상승해 합성고무 부문 이익이 486억원(+93.6%QoQ) 대폭 증가하며 금번 실적 개선에 가장 크게 기여하겠다. 참고로 2분기 평균 QoQ 기준 BR +16%, SBR +12.8%, NB-Latex +14.5%, NBR +9.8% 내외의 판가 상승이 이루어졌을 것으로 추정된다.

합성수지는 중국 이구환신 정책에 따른 내구재 수요 회복으로 ABS 스프레드 개선되며 17억원의 소폭 흑자전환을 달성하겠으나, 금호P&B는 영업적자 기조가 이어질 것으로 예상된다. 에너지/기타 사업부는 열병합발전소 정비보수로 인한 발전량 감소 및 SMP 하락에 근거해 영업이익 466억원(-18.8%QoQ) 감소를 전망한다.

길고 길었던 구조조정의 빛을 드디어 보게 될 합성고무

지난 1분기 예상치 넘어서는 호실적 기록했던 합성고무 사업부는 '24년 연간으로 동사 실적 개선의 Key Driver 역할을 하겠으며, 이는 금번 2분기 실적에서 재차 확인할 수 있을 전망이다. 부타디엔은 역내 크래커 가동을 조정 및 LPG 대체 투입 증가로 생산량 감소하며 2분기 +18.5% 상승하는 등 다른 화학제품들 대비 그 폭이 두드러졌다. 그러나 최근 다운스트림 체인들 가격이 뚜렷한 반등세를 보이고 있어 하반기 크래커 가동률도 점진적으로 상향될 가능성이 높다. 지난 3년 동안 절대적 증설 물량도 컸던 만큼 부타디엔 가격은 하반기 하향 안정화 보일 것으로 예상된다.

반면, 범용고무는 지난 10년에 걸친 수급밸런스 개선으로 판가 상승 압력 높아 하반기 및 '25년 가격 상승을 전망한다. BR/SBR은 '15년 이후 증설이 거의 없었을 뿐 아니라, 업황 부진의 장기화로 오히려 일부 설비들이 폐쇄되며 '21년 기점으로 밸런스는 한층 개선되었다. '24~26년까지도 증설이 부재해 수급밸런스는 추가로 개선될 수 있겠다. 이런 와중에 천연고무도 이상기후 및 병충해 피해 등으로 생산에 차질 생기며 강세가 두드러지고 있는데, 이 역시 합성고무 가격 상승을 지지해주는 요인이 되겠다. 참고로 ANRPC는 지난 5월 월간 보고서에서 천연고무는 기후조건 악화, 잎병, 고무가격 약세 장기화로 농가 수확 관심도가 낮아진 탓에 '24년 생산량 증가율 1.1% 증가에 그치며 수요 성장률 3.1%를 대폭 하회할 것으로 전망했다. 합성/천연고무 모두 수급밸런스 개선되며 고무 시황은 업사이클 본격 진입하고 있다. 따라서 이미 상수값이 되어 버린 페놀 부진보다, 고무 시황 업사이클에 더욱 주목할 필요가 있다는 판단이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M) 210,000원(상향)
종가(2024.07.08) 157,700원
상승여력 33.2 %

Stock Indicator

자본금	167십억원
발행주식수	2,767만주
시가총액	4,364십억원
외국인지분율	23.6%
52주 주가	108,200~161,500원
60일평균거래량	87,564주
60일평균거래대금	12.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.4	25.1	27.2	29.6
상대수익률	4.4	19.9	15.9	16.5

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	6,323	7,335	7,816	7,952
영업이익(십억원)	359	386	440	494
순이익(십억원)	447	435	465	506
EPS(원)	13,880	14,070	15,157	16,489
BPS(원)	184,646	200,866	212,737	225,941
PER(배)	9.6	11.2	10.4	9.6
PBR(배)	0.7	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	7.8	7.2	7.3	7.5
배당수익률(%)	2.2	1.8	2.0	2.0
EV/EBITDA(배)	6.2	6.7	6.1	5.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학]

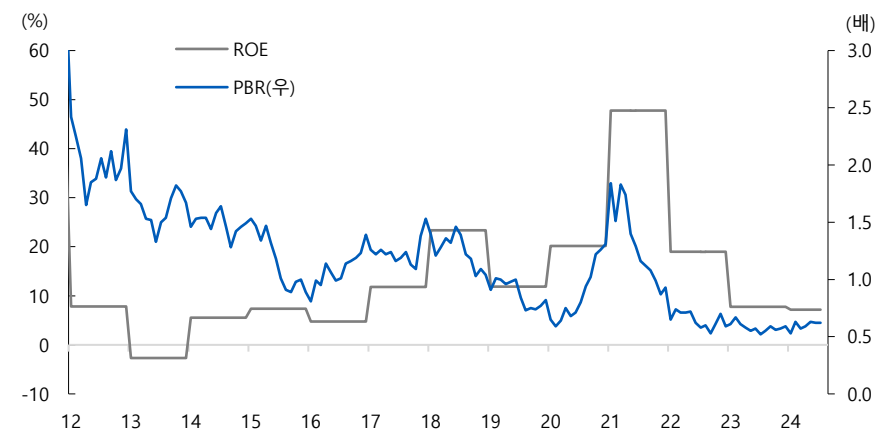
전유진 2122-9193 yujinjn@hi-ib.com

표1. 금호석유 목표주가 산정: PBR Valuation

(단위: 원, 배, %)	기존 (2024-05-08)	변경 (2024-07-09)	참고내용
2024년 BPS	199,265	200,866	24년 당사 BPS 추정치 기준
Target PBR	0.87	1.04	24년 이익 창출력(ROE 7.0%)과 유사했던 15년/23년 평균에서 +20% 할증
적정주가(원)	173,360	209,704	BPS * Target PBR
목표주가(원)	175,000	210,000	해당 목표주가 2023년 10월 4일 산정
현재주가(원)	142,300	157,700	2024년 07월 08일 종가 기준
상승여력(%)	23.0%	33.0%	

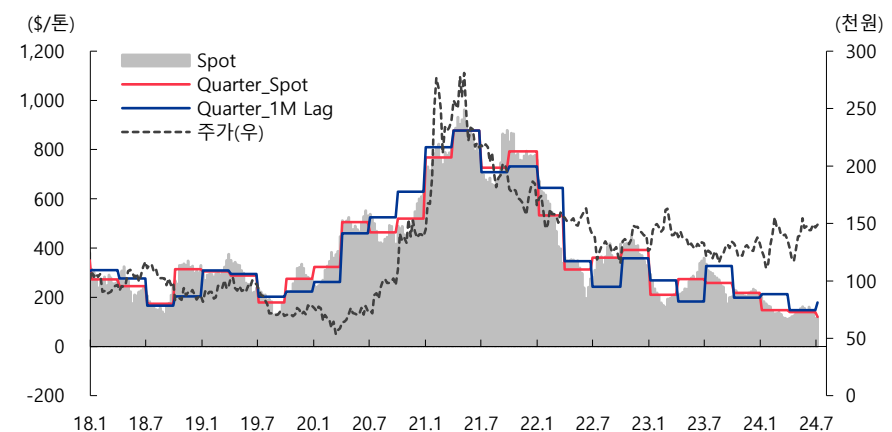
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. 금호석유 ROE-PBR 밸류에이션 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부
 주: 2024년 ROE는 당사 추정치임

그림2. 금호석유 가중평균 스프레드 추이



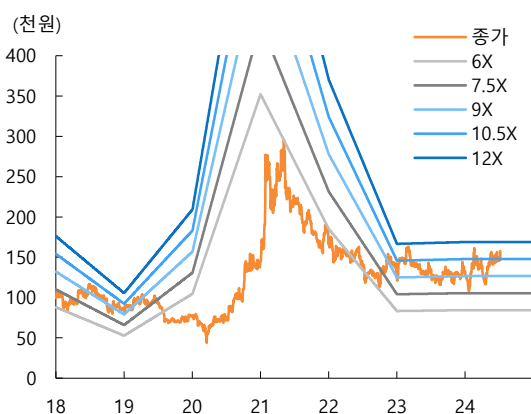
자료: 하이투자증권 리서치본부

표2. 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	1,835	1,985	1,847	7,976	6,323	7,335
영업이익	130.2	107.9	84.2	36.7	78.6	94.9	114.3	97.9	1,147.3	359.0	385.8
영업이익률	7.6%	6.8%	5.6%	2.4%	4.7%	5.2%	5.8%	5.3%	14.4%	5.7%	5.3%
합성고무											
매출액	576	547	507	532	596	725	812	743	2,580	2,162	2,876
영업이익	33.6	32.9	15.0	15.3	25.1	48.6	53.4	44.6	311.4	96.8	171.8
영업이익률	5.8%	6.0%	3.0%	2.9%	4.2%	6.7%	6.6%	6.0%	12.1%	4.5%	6.0%
합성수지											
매출액	347	317	301	285	322	362	319	283	1,595	1,250	1,286
영업이익	3.2	1.1	1.2	-11.5	-1.4	1.7	2.2	1.9	74.7	-6.0	4.4
영업이익률	0.9%	0.3%	0.4%	-4.0%	-0.4%	0.5%	0.7%	0.7%	4.7%	-0.5%	0.3%
금호P&B											
매출액	411	370	337	366	399	389	468	455	2,163	1,484	1,711
영업이익	11.3	6.0	-4.1	-10.4	-2.5	-2.0	-1.7	1.0	306.2	2.8	-5.1
영업이익률	2.8%	1.6%	-1.2%	-2.8%	-0.6%	-0.5%	-0.4%	0.2%	14.2%	0.2%	-0.3%
에너지/EPDM/기타											
매출액	387	343	362	333	351	360	386	365	1,639	1,426	1,462
영업이익	82.1	67.9	72.1	43.2	57.4	46.6	60.4	50.3	475.4	265.3	214.8
영업이익률	21.2%	19.8%	19.9%	13.0%	16.4%	13.0%	15.7%	13.8%	29.0%	18.6%	14.7%

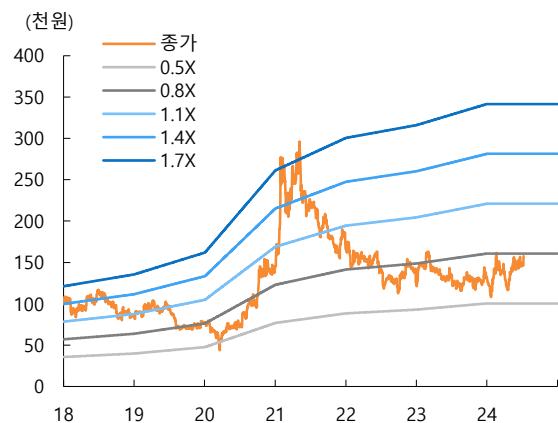
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림3. 금호석유 12M Forward 기준 PER 추이



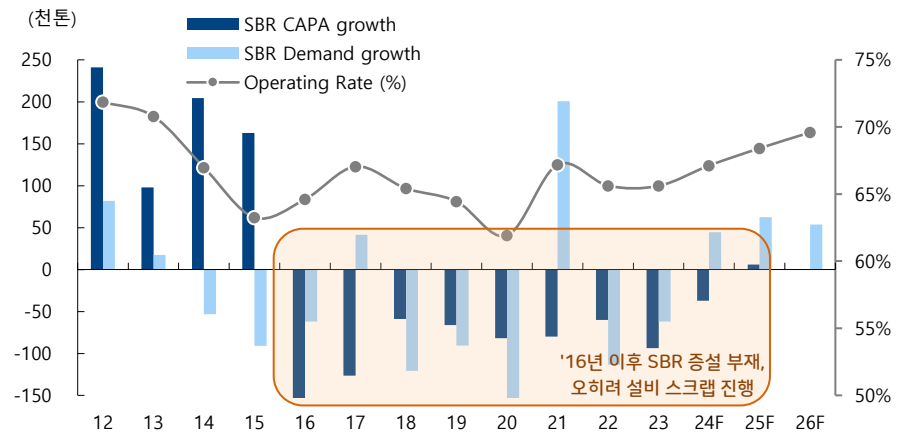
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림4. 금호석유 12M Forward 기준 PBR 추이



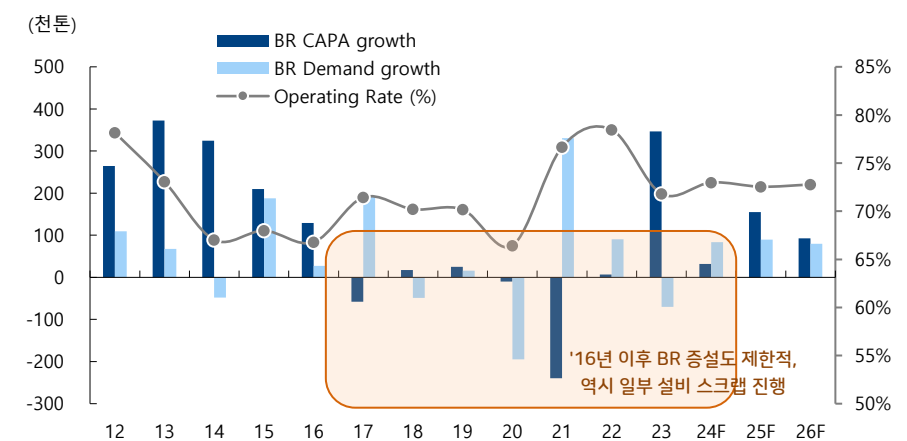
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림5. 글로벌 SBR 증설/수요 추이 및 전망



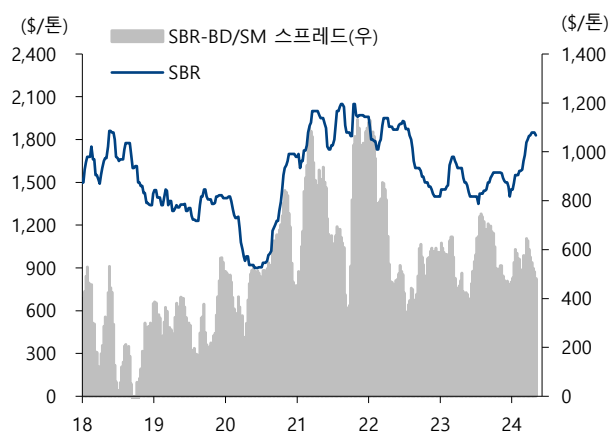
자료: IHS, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 글로벌 BR 증설/수요 추이 및 전망



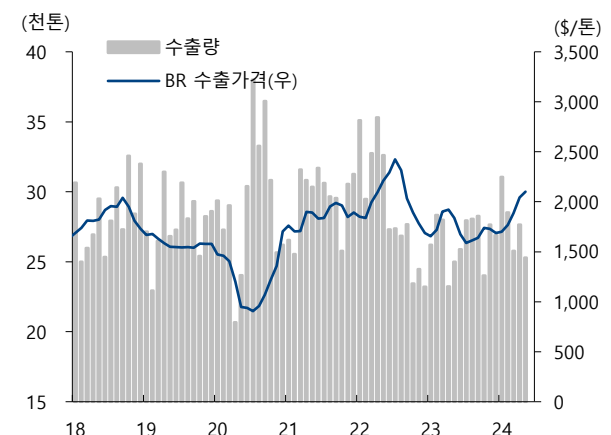
자료: IHS, 하이투자증권 리서치본부

그림7. SBR 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, 하이투자증권 리서치본부

그림8. BR 가격 및 수출량 추이



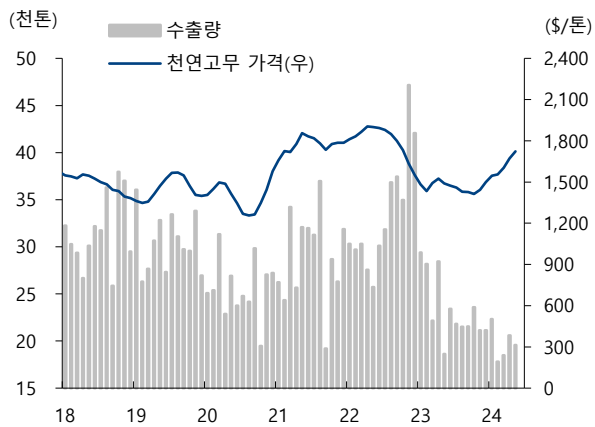
자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

그림9. ANRPC, 24년 글로벌 천연고무 생산 증가 +1.1% vs 수요 증가 +3.1% 전망치 제시

In this issue, ANRPC has revised its global outlook for NR in 2024, projecting demand to grow by 3.1%, which is relatively faster than a 1.1% increase in production. This upward revision of global demand and downward revision of global supply are largely due to last year's performance updates from non-ANRPC members. On lower global supply, reduced interest from rubber farmers in harvesting continued to slow down growth in production, particularly in traditional rubber-producing countries such as Thailand, Indonesia, and Malaysia. Additionally, challenges such as adverse climate conditions, leaf diseases, and persistently low rubber prices have also significantly impacted farmers' production.

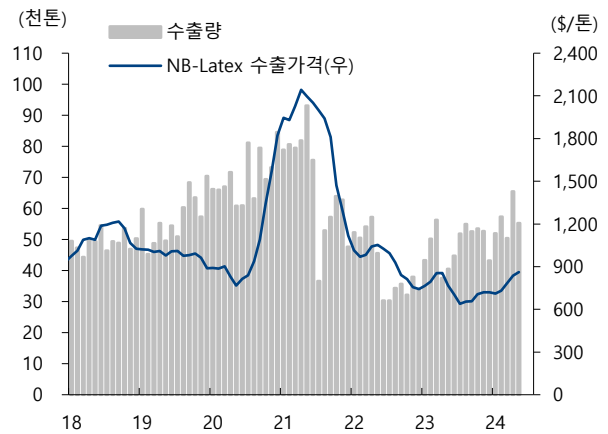
자료: ANRPC, 하이투자증권 리서치본부

그림10. 천연고무 가격 및 수출량 추이



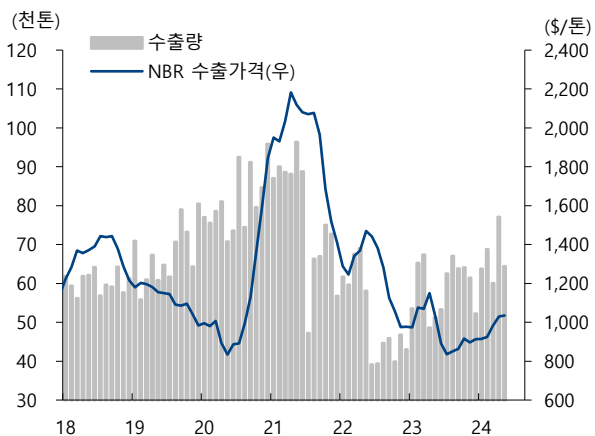
자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

그림11. NB-Latex 수출량 및 가격 추이



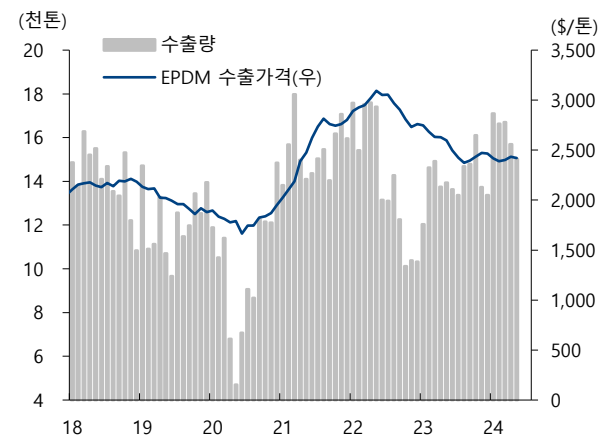
자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

그림12. NBR 수출량 및 가격 추이



자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

그림13. EPDM 수출량 및 가격 추이



자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

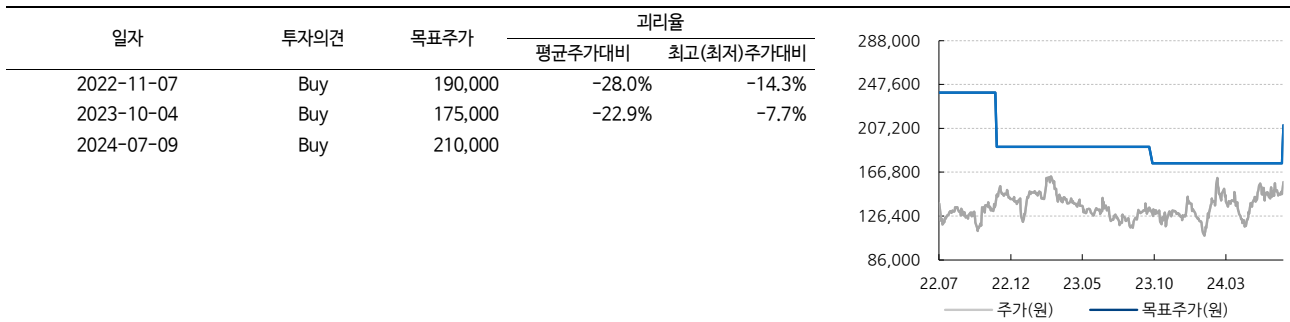
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,571	2,560	2,606	2,580	매출액	6,323	7,335	7,816	7,952
현금 및 현금성자산	452	424	363	302	증가율(%)	-20.7	16.0	6.6	1.7
단기금융자산	537	542	548	553	매출원가	5,677	6,644	7,034	7,116
매출채권	784	775	826	840	매출충이익	646	691	782	836
재고자산	746	766	816	830	판매비와관리비	287	306	342	342
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	8,374	8,752	9,051	영업이익	359	386	440	494
유동부채	1,530	1,538	1,601	1,464	증가율(%)	-68.7	7.5	14.0	12.2
매입채무	494	447	476	485	영업이익률(%)	5.7	5.3	5.6	6.2
단기차입금	346	396	426	276	이자수익	42	41	36	30
유동성장기부채	181	181	181	181	이자비용	30	34	29	25
비유동부채	616	666	616	646	지분법이익(손실)	111	142	126	126
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	1	7	7	7
장기차입금	295	345	295	325	세전계속사업이익	485	544	583	634
부채총계	2,146	2,203	2,217	2,110	법인세비용	38	110	117	128
지배주주지분	5,829	6,166	6,530	6,936	세전계속이익률(%)	7.7	7.4	7.5	8.0
자본금	167	163	163	163	당기순이익	447	435	465	506
자본잉여금	404	404	404	404	순이익률(%)	7.1	5.9	6.0	6.4
이익잉여금	5,392	5,750	6,132	6,555	지배주주귀속 순이익	447	435	465	506
기타자본항목	-133	-151	-168	-186	기타포괄이익	-49	-17	-17	-17
비지배주주지분	5	5	5	5	총포괄이익	398	417	448	489
자본총계	5,834	6,171	6,535	6,941	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	631	479	521	629	주당지표(원)				
당기순이익	447	435	465	506	EPS	13,880	14,070	15,157	16,489
유형자산감가상각비	244	255	272	282	BPS	184,646	200,866	212,737	225,941
무형자산상각비	8	7	5	4	CFPS	21,685	22,532	24,210	25,827
지분법관련손실(이익)	111	142	126	126	DPS	2,900	2,900	3,200	3,200
투자활동 현금흐름	-592	-595	-556	-556	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-588	-485	-475	-475	PER	9.6	11.2	10.4	9.6
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	0.7	0.8	0.7	0.7
금융상품의 증감	15	-40	-10	-10	PCR	6.1	7.0	6.5	6.1
재무활동 현금흐름	-153	12	-103	-210	EV/EBITDA	6.2	6.7	6.1	5.5
단기금융부채의증감	-100	50	30	-150	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	200	50	-50	30	ROE	7.8	7.2	7.3	7.5
자본의증감	-	-4	-	-	EBITDA이익률	9.7	8.8	9.2	9.8
배당금지급	-44	-44	-44	-44	부채비율	36.8	35.7	33.9	30.4
현금및현금성자산의증감	-115	-28	-61	-61	순부채비율	-2.9	-0.7	-0.1	-1.1
기초현금및현금성자산	567	452	424	363	매출채권회전율(x)	8.4	9.4	9.8	9.5
기말현금및현금성자산	452	424	363	302	재고자산회전율(x)	8.1	9.7	9.9	9.7

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 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. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 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 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%