한화투자증권

2023년 03월 28일
기업분석

금호석유 (011780)

1Q Preview: 원가 상승 + 더딘 전방의 수요 회복

▶Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 02-3772-7691

Buy (유지)

목표주가(유지): 170,000원

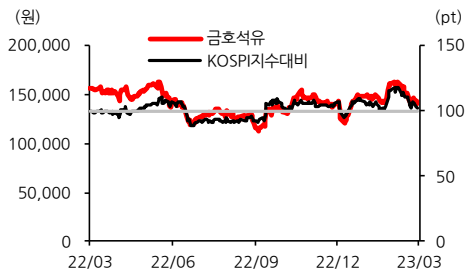
현재 주가(3/27)	139,200원
상승여력	▲22.1%
시가총액	40,806억원
발행주식수	29,314천주
52 주 최고가 / 최저가	163,000 / 112,500원
90 일 일평균 거래대금	138.47억원
외국인 지분율	21.2%
주주 구성	
박철완 (외 17 인)	26.1%
자사주 (외 1 인)	17.9%
국민연금공단 (외 1 인)	6.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-14.1	-2.3	21.0	-10.8
상대수익률(KOSPI)	-14.3	-5.6	12.7	1.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	8,462	7,976	6,844	7,199
영업이익	2,407	1,148	409	711
EBITDA	2,615	1,392	659	980
지배주주순이익	1,965	1,025	401	646
EPS	63,873	42,154	16,162	26,391
순차입금	-729	-356	-453	-721
PER	2.6	3.0	8.6	5.3
PBR	1.1	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	1.8	2.6	5.8	3.7
배당수익률	6.0	4.8	3.6	3.6
ROE	47.8	19.1	6.9	10.4

주가 추이



1Q23 영업이익 668억원 전망

금호석유 1Q23 영업이익은 668억원을 기록해 컨센서스 1,162억원을 -42.5% 하회할 전망이다. 역내 NCC 저율 가동에 따른 BD/SM 등 원재료 가격 상승했으나, 부진한 전방 수요로 제품 가격에 충분히 전가하지 못했기 때문이다. BD와 SM 가격은 각각 QoQ +40%, +9% 상승했다. 또한 페놀 사업부도 중국의 공급 증가 및 수요 약세에 스프레드(당사 추정)가 (4Q22)381$/톤→(1Q23)77$/톤으로 -80% 급락했다. 에너지 역시 2월까지 SMP 상한제가 작용되어 수익성이 다소 하락한 것으로 파악된다.

1Q23을 바닥으로 점진적인 시황 회복을 기대

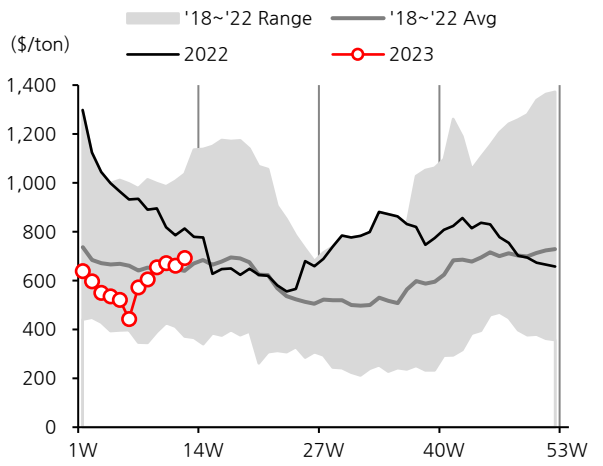
1Q23까지 4분기 연속 감익이 계속되겠으나, 2Q 이후 점진적인 시황 회복을 기대한다. NCC 가동률 상승에 따라 원재료 가격 상승이 둔화되고 있으며, 중국의 리오프닝 효과도 점진적으로 나타나고 있기 때문이다. SBR 마진은 과거 5년(2018~'22년) 평균을 상회하기 시작했는데, 2월 BD 가격 상승에 따른 가동률 조정 영향도 있겠지만, RE 타이어를 중심으로 전방 수요 회복도 관찰되고 있다. 2월 중국의 OE/RE 타이어 수요는 각각 YoY +4%, +38% 증가했다.

NB-Latex의 수출량 및 수출가는 각각 2개월, 3개월 연속 상승했으며, 스프레드도 5개월만에 반등했다. ABS, 페놀 및 유도체의 경우 마진이 약세를 시현하고 있으나 2Q 역내 정기 보수 증가로 추가적인 하락은 제한될 전망이다.

업황 회복 시기 더욱 빛날 증설 효과

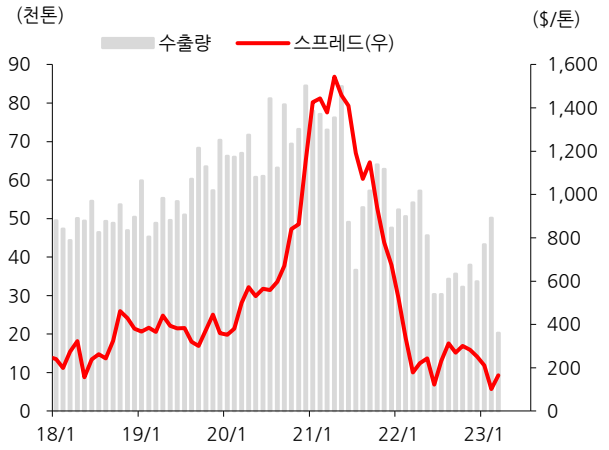
동사에 대한 투자의견 BUY 및 목표주가 17만원을 유지한다. 예상대비 느린 업황 회복 속도로 2023년 실적 추정을 하향 조정했지만, SBR의 제한된 증설 및 원료 가격 하향 안정화를 고려하면 업황은 저점을 통과했다고 판단하기 때문이다. 한편 4Q22 SSBR(+6만톤/년), 1Q23 ABS(+4만톤) 등 증설을 통해 과거 대비 이익 체력이 향상되었다. 그럼에도 불구하고 Valuation은 12M Fwd 기준 P/B 0.60배로 과거 3개년 평균 0.85배 대비 부담없는 수준이다. 단기 실적 부진보다는 이익 체력 향상과 Multiple을 감안시 투자 매력은 유효하다는 판단이다.

[그림1] SBR 스프레드 추이



자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

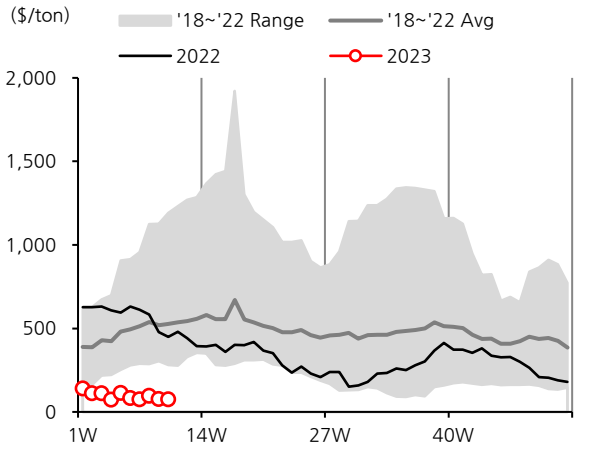
[그림2] NB-Latex 스프레드 추이



주: 3월 수출량은 3/1~3/20까지 잠정치

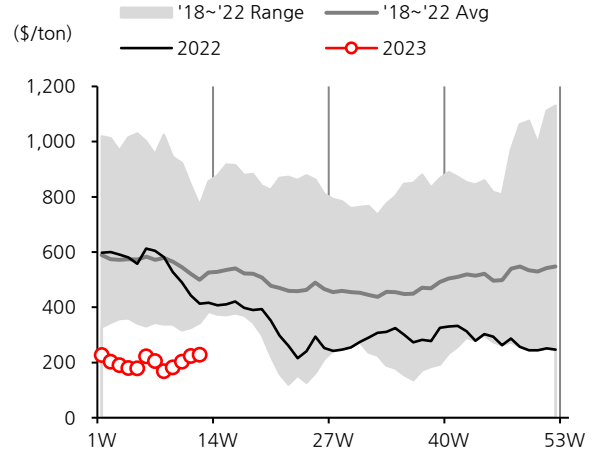
자료: KITA, Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] BPA 스프레드 추이



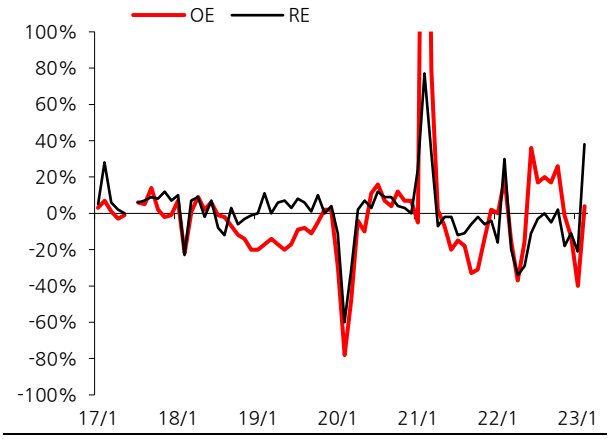
자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] ABS 스프레드 추이



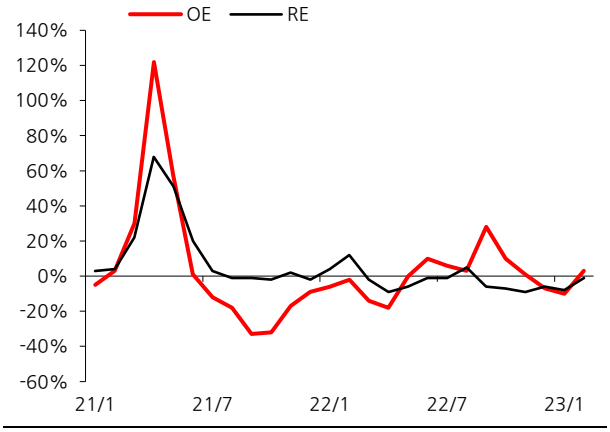
자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 중국 타이어 수요 YoY chg.



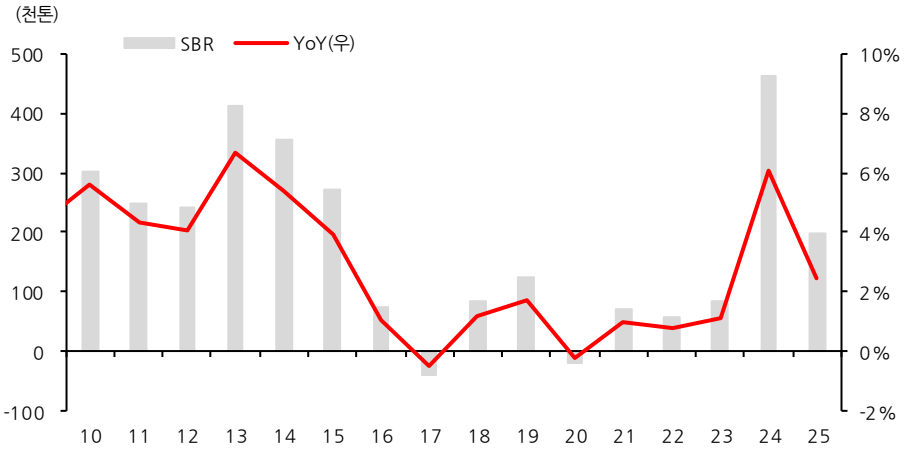
자료: Michelin, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 글로벌 타이어 수요 YoY chg.



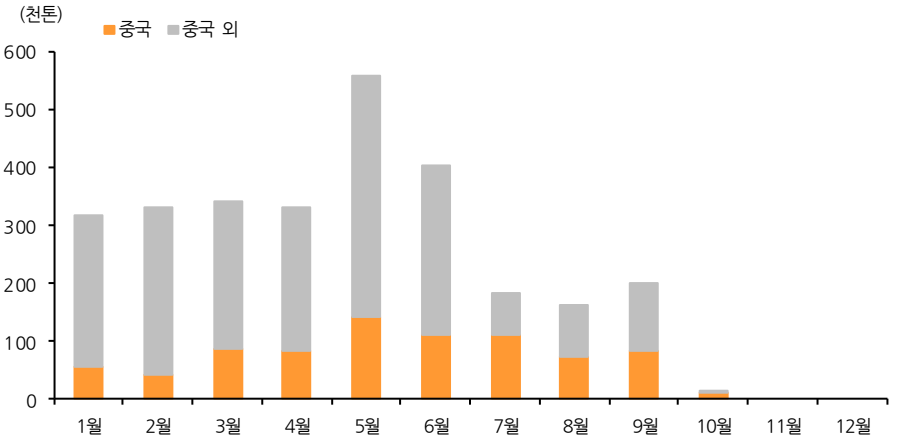
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] SBR 증설 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 2023 년 아시아 화학설비 정기보수 전망(에틸렌 기준)



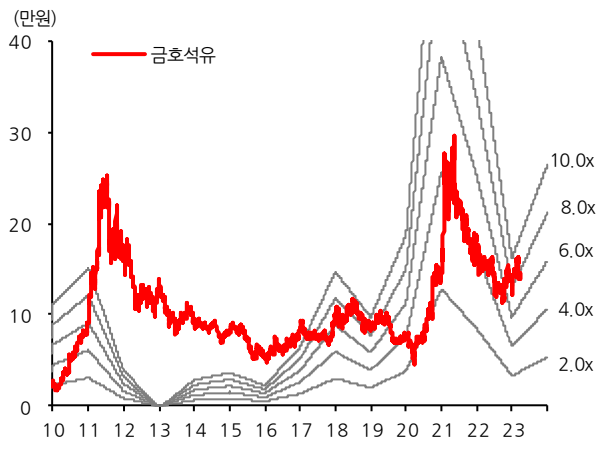
자료: ICIS, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 금호석유 실적 추이 (단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	2,199.1	2,243.9	1,887.2	1,645.5	1,695.0	1,666.8	1,774.5	1,707.7	8,461.8	7,975.6	6,843.9
QoQ(%)	*1.2%*	*2.0%*	*-15.9%*	*-12.8%*	*3.0%*	*-1.7%*	*6.5%*	*-3.8%*			
YoY(%)	*18.6%*	*2.0%*	*-15.6%*	*-24.2%*	*-22.9%*	*-25.7%*	*-6.0%*	*3.8%*	*75.9%*	*-5.7%*	*-14.2%*
합성고무/BD	698.2	744.3	655.9	481.8	612.7	629.2	668.8	643.7	3,053.2	2,580.2	2,554.4
합성수지	472.5	464.4	332.1	325.5	355.7	367.7	421.6	355.9	1,829.7	1,594.5	1,500.9
페놀(피앤비)	634.7	599.4	469.2	459.5	386.5	386.4	396.0	425.1	2,617.3	2,162.8	1,594.0
EPDM(폴리켐)	209.3	224.6	195.8	149.9	141.3	147.3	148.0	128.0	348.3	779.6	564.6
기타(정밀/열병합)	184.8	211.2	234.1	228.8	198.8	136.2	140.1	155.0	613.3	858.9	630.1
영업이익	449.1	354.0	230.5	114.3	66.8	91.5	119.6	131.0	2,406.8	1,147.4	409.0
영업이익률(%)	*20.4%*	*15.8%*	*12.2%*	*6.9%*	*3.9%*	*5.5%*	*6.7%*	*7.7%*	*28.4%*	*14.4%*	*6.0%*
QoQ(%)	*8.1%*	*-21.2%*	*-34.9%*	*-50.4%*	*-41.5%*	*37.0%*	*30.6%*	*9.6%*			
YoY(%)	*-26.7%*	*-53.0%*	*-63.1%*	*-72.5%*	*-85.1%*	*-74.1%*	*-48.1%*	*14.7%*	*224.3%*	*-52.3%*	*-64.4%*
합성고무/BD	118.0	100.3	84.0	9.1	21.1	39.3	57.0	38.9	925.0	311.4	156.2
영업이익률(%)	*16.9%*	*13.5%*	*12.8%*	*1.9%*	*3.4%*	*6.2%*	*8.5%*	*6.0%*	*30.3%*	*12.1%*	*6.1%*
합성수지	54.9	31.6	-6.2	-5.6	-8.0	-4.1	-6.0	-2.4	311.7	74.7	-20.4
영업이익률(%)	*11.6%*	*6.8%*	*-1.9%*	*-1.7%*	*-2.2%*	*-1.1%*	*-1.4%*	*-0.7%*	*11.9%*	*3.5%*	*-1.3%*
페놀(피앤비)	166.8	98.6	21.8	19.0	-17.5	-0.4	2.7	30.1	1,008.7	306.2	14.8
영업이익률(%)	*26.3%*	*16.4%*	*4.6%*	*4.1%*	*-4.5%*	*-0.1%*	*0.7%*	*7.1%*	*38.5%*	*14.2%*	*0.9%*
EPDM(폴리켐)	45.6	48.5	50.8	15.4	19.1	20.7	22.3	19.5	53.2	160.3	81.5
영업이익률(%)	*21.8%*	*21.6%*	*25.9%*	*10.3%*	*13.5%*	*14.0%*	*15.0%*	*15.2%*	*15.3%*	*20.6%*	*14.4%*
기타(정밀/열병합)	63.8	74.9	80.1	76.0	52.1	36.0	43.7	45.0	108.2	294.8	176.8
영업이익률(%)	*34.5%*	*35.5%*	*34.2%*	*33.2%*	*26.2%*	*26.5%*	*31.2%*	*29.0%*	*17.6%*	*34.3%*	*28.1%*
당기순이익	373.3	286.9	210.8	154.7	71.6	91.8	114.3	123.7	1,965.6	1,025.7	401.4
지배순이익	373.2	286.9	210.8	154.6	71.6	91.8	114.3	123.7	1,965.5	1,025.4	401.4
순이익률(%)	*17.0%*	*12.8%*	*11.2%*	*9.4%*	*4.2%*	*5.5%*	*6.4%*	*7.2%*	*23.2%*	*12.9%*	*5.9%*

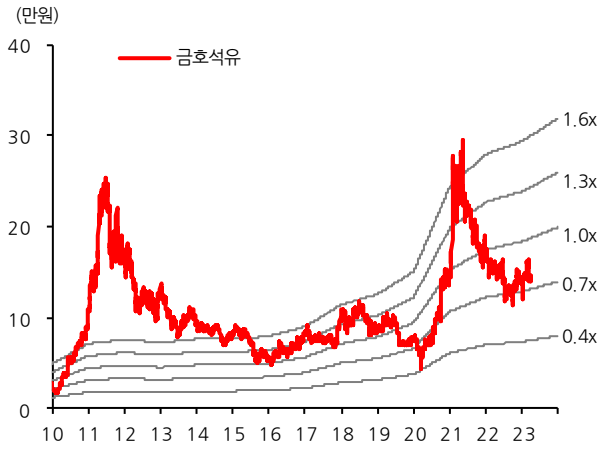
자료: 금호석유, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 금호석유 12M fwd. PER 밴드차트



자료: 금호석유, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 금호석유 12M fwd. PBR 밴드차트



자료: 금호석유, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	4,810	8,462	7,976	6,844	7,199
매출총이익	951	2,698	1,427	665	980
영업이익	742	2,407	1,148	409	711
EBITDA	923	2,615	1,392	659	980
순이자손익	-18	-15	7	-2	-2
외화관련손익	-3	9	-5	0	-3
지분법손익	56	172	118	108	121
세전계속사업손익	767	2,618	1,252	515	828
당기순이익	583	1,966	1,026	401	646
지배주주순이익	583	1,965	1,025	401	646
증가율(%)					
매출액	-3.1	75.9	-5.7	-14.2	5.2
영업이익	103.1	224.3	-52.3	-64.4	73.8
EBITDA	62.5	183.2	-46.8	-52.6	48.6
순이익	97.8	237.2	-47.8	-60.9	60.9
이익률(%)					
매출총이익률	19.8	31.9	17.9	9.7	13.6
영업이익률	15.4	28.4	14.4	6.0	9.9
EBITDA 이익률	19.2	30.9	17.4	9.6	13.6
세전이익률	15.9	30.9	15.7	7.5	11.5
순이익률	12.1	23.2	12.9	5.9	9.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	1,705	3,445	2,744	2,777	3,169
현금성자산	538	1,764	1,155	1,253	1,520
매출채권	622	866	721	710	790
재고자산	532	780	826	771	814
비유동자산	3,322	4,670	4,976	5,146	5,320
투자자산	1,026	1,203	1,295	1,306	1,316
유형자산	2,280	3,416	3,636	3,801	3,967
무형자산	16	51	44	40	36
자산총계	5,027	8,116	7,719	7,923	8,488
유동부채	1,210	2,360	1,463	1,370	1,416
매입채무	638	1,009	833	734	775
유동성이자부채	382	720	493	493	493
비유동부채	668	672	603	610	618
비유동이자부채	538	315	307	307	307
부채총계	1,878	3,033	2,066	1,980	2,034
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	356	378	378	378	378
이익잉여금	2,727	4,565	5,186	5,426	5,937
자본조정	-103	-29	-79	-29	-29
자기주식	-40	-38	-38	-38	-38
자본총계	3,149	5,083	5,653	5,943	6,454

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	772	2,127	514	572	723
당기순이익	583	1,966	1,026	401	646
자산상각비	181	208	244	250	269
운전자본증감	-59	-280	-209	-29	-78
매출채권 감소(증가)	-48	-162	128	11	-80
재고자산 감소(증가)	-67	-159	-44	55	-43
매입채무 증가(감소)	79	69	-136	-98	40
투자현금흐름	-200	-1,759	94	-337	-346
유형자산처분(취득)	-175	-352	-423	-411	-432
무형자산 감소(증가)	-3	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-50	-1,021	559	-24	-25
재무현금흐름	-279	-167	-661	-162	-135
차입금의 증가(감소)	-241	-51	-234	0	0
자본의 증가(감소)	-41	-116	-431	-162	-135
배당금의 지급	-41	-116	-281	-162	-135
총현금흐름	941	2,646	1,409	601	801
(-)운전자본증가(감소)	-100	-298	578	29	78
(-)설비투자	175	354	428	411	432
(+)자산매각	-3	1	4	0	0
Free Cash Flow	862	2,591	408	162	291
(-)기타투자	131	963	-327	-98	-111
잉여현금	731	1,628	735	259	402
NOPLAT	542	1,807	941	319	555
(+) Dep	181	208	244	250	269
(-)운전자본투자	-100	-298	578	29	78
(-)Capex	175	354	428	411	432
OpFCF	647	1,959	179	130	314

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

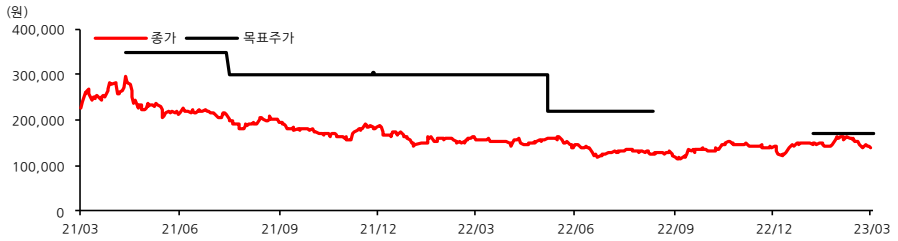
12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	18,710	63,873	42,154	16,162	26,391
BPS	94,002	152,518	174,781	183,742	199,547
DPS	4,200	10,000	6,000	5,000	5,000
CFPS	28,089	79,422	43,575	18,591	24,772
ROA(%)	12.2	29.9	13.0	5.1	7.9
ROE(%)	20.2	47.8	19.1	6.9	10.4
ROIC(%)	20.2	60.2	24.7	7.3	12.1
Multiples(x,%)					
PER	7.7	2.6	3.0	8.6	5.3
PBR	1.5	1.1	0.7	0.8	0.7
PSR	1.0	0.7	0.5	0.7	0.6
PCR	5.2	2.1	2.9	7.5	5.6
EV/EBITDA	5.4	1.8	2.6	5.8	3.7
배당수익률	2.9	6.0	4.8	3.6	3.6
안정성(%)					
부채비율	59.6	59.7	36.5	33.3	31.5
Net debt/Equity	12.1	-14.3	-6.3	-7.6	-11.2
Net debt/EBITDA	41.3	-27.9	-25.6	-68.8	-73.5
유동비율	140.9	146.0	187.6	202.7	223.7
이자보상배율(배)	26.5	88.5	39.3	25.6	44.5
자산구조(%)					
투하자본	62.8	53.2	63.5	63.5	62.3
현금+투자자산	37.2	46.8	36.5	36.5	37.7
자본구조(%)					
차입금	22.6	16.9	12.4	11.9	11.0
자기자본	77.4	83.1	87.6	88.1	89.0

[Compliance Notice] (공표일: 2023 년 03 월 28 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[금호석유 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.05.06	2021.05.06	2021.07.14	2021.08.09	2021.09.08
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		전우제	350,000	350,000	300,000	300,000
일 시	2021.11.08	2021.11.11	2021.12.10	2022.01.24	2022.02.11	2022.02.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2022.05.06	2022.05.12	2022.05.31	2023.01.31	2023.01.31	2023.03.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	220,000	윤용식	170,000	170,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.06	Buy	350,000	-35.84	-15.43
2021.08.09	Buy	300,000	-43.86	-30.50
2022.05.31	Buy	220,000	-37.91	-25.91
2023.01.31	Buy	170,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2022 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%