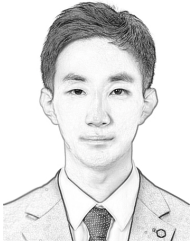


SK COMPANY Analysis



Analyst
박한샘

sam4.park@sk.com
02-3773-8477

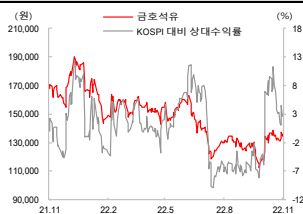
Company Data

자본금	168 십억원
발행주식수	3,234 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,987 십억원
주요주주	
박철완(외16)	26.06%
자사주	17.91%
외국인지분률	21.30%
배당수익률	7.40%

Stock Data

주가(22/11/04)	136,000 원
KOSPI	2348.43 pt
52주 Beta	1.27
52주 최고가	190,000 원
52주 최저가	112,500 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.8%	7.1%
6개월	-13.9%	-1.9%
12개월	-19.1%	2.8%

금호석유 (011780/KS | 매수(유지) | T.P 185,000 원(유지))

고무의 리딩, 페놀 약세

3Q 영업이익은 2,305 억원을 기록해 시장 기대치를 하회. 페놀 사업부의 BPA 등 제품 가격 조정이 실적에 부담. 반면, 합성고무는 BD(원재료) 하락으로 견조한 수익성을 유지. 특수고무 EPDM 을 판매하는 금호폴리켄도 높은 수익성을 유지해 이익을 방어. 업종 내 우수한 현금 창출 능력이 긍정적. Valuation 은 Target EV/EBITDA 4.2 배를 부여. 투자의견은 매수를 유지, 목표주가는 185,000 원을 제시함

페놀 약세, 고무의 방어

3분기 매출액 및 영업이익은 각각 1.9조원, 2,305 억원을 기록해 11/4 시장 기대치(OP 2,704 억원)대비 하회하는 실적을 시현했다. 범용 고무 및 고부가가치 제품인 EPDM 등에서 실적 방어가 있었으나 페놀의 약세 흐름이 강했다. 고무사업부는 합성고무가 2분기 평균 \$2,030/t 에서 3분기 평균 \$1,878/t 으로 상대적으로 약세를 보였으나 원재료 BD(부타디엔) 가격이 2분기 평균 약 \$1,420/t 에서 3분기 평균 \$1,050/t 으로 더 크게 빠져 수익성 측면의 방어가 우호적이었다. 그리고 특수고무(EPDM 등)를 판매하는 금호폴리켄이 지난 분기에 이어 OPM 26%를 기록해 높은 이익을 유지했다. 반면, 페놀사업부는 Epoxy 및 BPA 약세의 지속으로 OPM 은 전분기 대비 약 12%p 하락했다.

업황의 약세에도 견조한 현금 창출

화학 업황의 둔화에 따라 현재 이익의 방향성은 하반기 진입하며 아래를 향하고 있다. 그럼에도 동사가 보여주는 현금 창출 능력은 견조하다. 3분기 EBITDA 2,890 억원을 기록하며 높은 수익성(매출 대비 15%)을 유지하고 있다. 또한 재무구조에서도 부채 비율 40% 대를 유지하고 있는 점이 업황 둔화에도 상대적인 안정성을 보여줄 전망이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 18.5 만원 유지

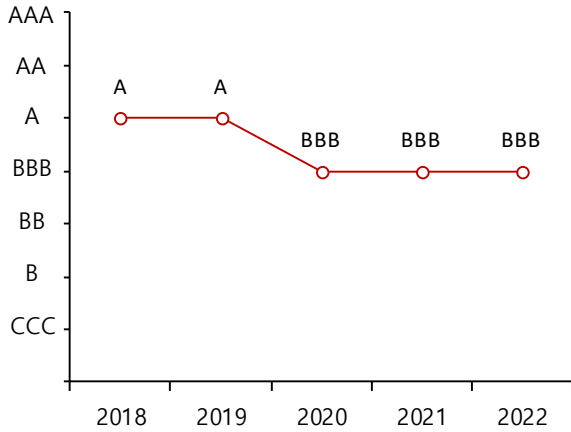
투자의견은 고무 중심의 수익성에 기반한 견조한 현금창출 능력 및 낮은 valuation 을 고려해 매수를 유지한다. Valuation 은 Target EV/EBITDA 은 4.2 배를 부여해 목표주가를 18.5 만원으로 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	4,961	4,810	8,462	8,239	7,678	7,227
yoy	%	-11.2	-3.1	75.9	-2.6	-6.8	-5.9
영업이익	십억원	365	742	2,407	1,251	855	897
yoy	%	-34.1	103.1	224.3	-48.0	-31.7	4.9
EBITDA	십억원	568	923	2,615	1,589	1,205	1,256
세전이익	십억원	377	767	2,618	1,426	1,021	1,066
순이익(지배주주)	십억원	295	583	1,965	1,066	773	808
영업이익률%	%	7.4	15.4	28.4	15.2	11.1	12.4
EBITDA%	%	11.5	19.2	30.9	19.3	15.7	17.4
순이익률	%	5.9	12.1	23.2	12.9	10.1	11.2
EPS(계속사업)	원	8,742	16,708	58,694	32,230	23,395	24,432
PER	배	8.9	8.7	2.8	4.2	5.8	5.6
PBR	배	1.0	1.5	1.1	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	6.1	5.4	1.8	2.1	2.5	2.1
ROE	%	11.8	20.2	47.8	19.7	12.9	12.2
순차입금	십억원	961	381	-729	-906	-1,216	-1,632
부채비율	%	72.6	59.6	59.7	49.6	42.2	37.7

ESG 하이라이트

금호석유의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
금호석유 종합 등급	BBB	C-	48.9
환경(Environment)	38.9	D	29.5
사회(Social)	46.7	C-	21.6
지배구조(Governance)	54.6	C+	95.5
<비교업체 종합 등급>			
롯데케미칼	A	C+	58.7
대한유화	A	NA	34.3
SKC	AA	C-	55.0
롯데정밀화학	AA	C+	68.0

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 금호석유 ESG 평가

이번 지속가능경영보고서에서 확인할 수 있는 점은 Scope 3에 있어서도 탄소배출을 분석 및 관리한다는 점. 그리고 환경 측면에서는 기후변화, 용수, 폐기물, 친환경 사업 포트폴리오 등 전범위에서의 노력이 긍정적

공급망 관리 측면에서도 Tier1~3의 단계 별 접근 및 ESG 평가가 긍정적

자료: SK 증권

금호석유의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

금호석유의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.05.30	환경 (Environment)	R&D 역량 키워 친환경 제품 개선
2022.04.28	지배구조 (Governance)	전 계열사 내부회계 관리 강화 시행
2021.07.20	사회 (Social)	금호석유화학, 여수상의 역대 회비 미납 구설
2021.07.07	환경 (Environment)	금호석유화학, 또 배출기록 허위기재 적발돼
2021.06.24	환경 (Environment)	전남도, 금호석유화학 롯데첨단소재 오염물질 배출했다 조사
2021.03.31	지배구조 (Governance)	금호석유화학, 박철완 상무 해임... "충실 의무 위반"

자료: 주요 언론사, SK 증권

1. Highlight View 3

(1) 원료 BD 약세. 방어한 고무

전체적인 제품 가격의 약세 흐름에도 원재료 가격의 하락이 수익성을 방어하고 있다. BD(부타디엔) 가격은 2 분기 평균 약 \$1,420/t 에서 3 분기 평균 \$1,050/t 으로 재차 하락했다. 현재도 그 흐름은 유사하다. 반면, 합성고무는 2 분기 평균 \$2,030/t 에서 3 분기 평균 \$1,878/t 으로 상대적으로 약세 폭이 제한됐다. 수익성 측면의 방어가 우호적이었다. 또한 폴리켄의 EPDM 등 고부가가치 제품이 OPM 26% 기록해 견조했다.

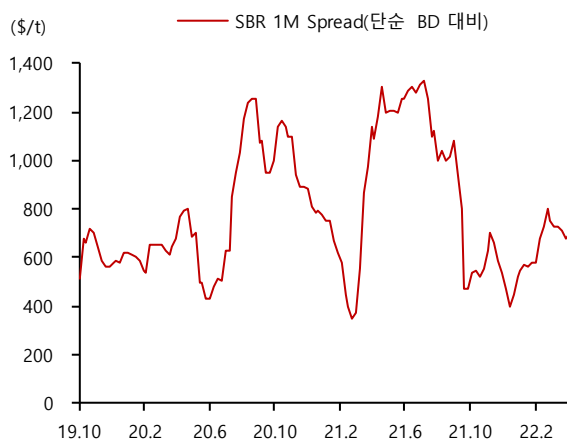
(2) 페놀 가격 하락

고무와 함께 축을 이루는 페놀은 약세가 지속되고 있다. 특히나 BPA 제품 가격은 2 분기 평균 \$2,034/t 에서 3 분기 평균 \$1,563/t 으로 하향 조정됐다. 그리고 현재는 소폭 반등한 상태를 유지 중이다. Epoxy 의 경우에는 수출평균 가격 기준 QoQ 약 -11% 가까이 조정됐다. 전반적인 수요 둔화로 제품 가격 및 수익성 측면의 부담이 발생 중이다. 이번 분기 페놀 OPM 은 4.6%를 기록해 QoQ -11.8%p 하락했다.

(3) 방향은 불편하나, 현금창출은 견조

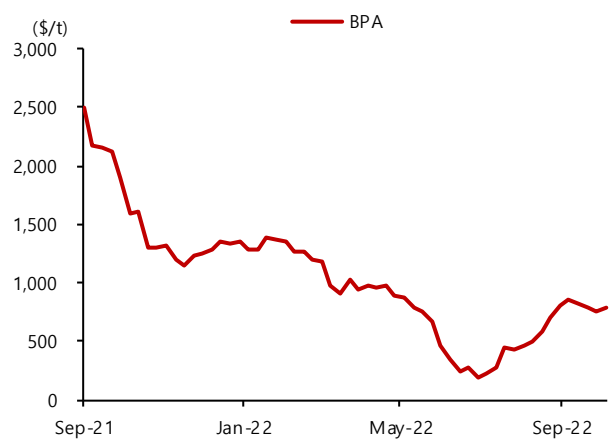
화학 업황의 둔화에 따라 현재 이익의 방향성은 하반기 진입하며 아래를 향하고 있다. 그럼에도 동사가 보여주는 현금 창출 능력은 견조하다. 3 분기 EBITDA 2,890 억원을 기록하며 높은 수익성(매출 대비 15%)을 유지하고 있다. 또한 재무구조에서도 부채 비율 40% 대를 유지하고 있는 점이 업황 둔화에도 상대적인 안정성을 보여줄 전망이다.

SBR 1M lagging spread 추이



자료: Cischem, SK 증권

BPA 1M lagging spread 추이



자료: Cischem, SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원 %)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	YoY	QoQ	2021	2022E	2023E
매출액	2,236.3	2,172.0	2,199.1	2,243.9	1,887.2	-15.6%	-15.9%	8,461.8	8,239.2	7,678.5
영업이익	625.3	415.3	449.1	354.0	230.5	-63.1%	-34.9%	2,406.8	1,250.9	854.8
영업이익률	28.0%	19.1%	20.4%	15.8%	12.2%	-15.7%	-3.6%	28.4%	15.2%	11.1%
세전이익	733.4	420.4	503.7	387.4	280.0	-61.8%	-27.7%	2,618.1	1,426.0	1,020.6
세전이익률	32.8%	19.4%	22.9%	17.3%	14.8%	-18.0%	-2.4%	30.9%	17.3%	13.3%
지배순이익	604.6	302.3	373.2	286.9	210.8	-65.1%	-26.5%	1,965.5	1,065.6	773.5
지배주주순이익률	27.0%	13.9%	17.0%	12.8%	11.2%	-15.9%	-1.6%	23.2%	12.9%	10.1%
사업부별 매출액										
합성고무	773	690	698	744	656	-15.2%	-11.9%	3,053	2,740	2,730
합성수지	457	472	473	464	332	-27.4%	-28.5%	1,830	1,618	1,392
금호P&B(폐놀기초유기)	680	666	635	599	469	-30.9%	-21.7%	2,617	2,215	2,056
금호폴리켄	163	185	209	225	196	20.2%	-12.8%		814	666
기타(정밀화학 등)	163	159	185	211	234	43.4%	10.8%	613	854	834
사업부별 영업이익										
합성고무	222.5	117.5	118.0	100.3	84.0	-62.2%	-16.3%	925.0	360.8	233.0
이익률	28.8%	17.0%	16.9%	13.5%	12.8%	-16.0%	-0.7%	30.3%	13.2%	8.5%
합성수지	71.4	52.8	54.9	31.6	-6.2	적전	적전	311.7	75.3	47.7
이익률	15.6%	11.2%	11.6%	6.8%	-1.9%	-17.5%	-8.7%	17.0%	4.7%	3.4%
금호P&B(폐놀기초유기)	267.2	213.1	166.8	98.6	21.8	-91.8%	-77.9%	1,008.7	331.8	186.7
이익률	39.3%	32.0%	26.3%	16.4%	4.6%	-34.7%	-11.8%	38.5%	15.0%	9.1%
금호폴리켄	29.7	23.5	45.6	48.5	50.8	71.0%	4.7%		186.4	145.2
이익률	18.2%	12.7%	21.8%	21.6%	25.9%	7.7%	4.4%		22.9%	21.8%
기타(정밀화학 등)	34.5	8.4	63.8	74.9	80.1	132.2%	6.9%	108.2	296.6	242.2
이익률	21.1%	5.3%	34.5%	35.5%	34.2%	13.1%	-1.2%	17.6%	34.7%	29.0%

자료 금호석유, SK 증권 추정

추정치 변경

(단위 : 십억원 %)

	변경전		변경후		변경률	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	8,597.6	8,060.3	8,239.2	7,678.5	-4.2%	-4.7%
영업이익	1,262.4	938.4	1,250.9	854.8	-0.9%	-8.9%
영업이익률	14.7%	11.6%	15.2%	11.1%	0.5%	-0.5%
세전이익	1,450.6	1,100.3	1,426.0	1,020.6	-1.7%	-7.2%
세전이익률	16.9%	13.7%	17.3%	13.3%	0.4%	-0.4%
지배순이익	1,091.0	834.0	1,065.6	773.5	-2.3%	-7.3%
지배주주순이익률	12.7%	10.3%	12.9%	10.1%	0.2%	-0.3%

자료 SK 증권 추정

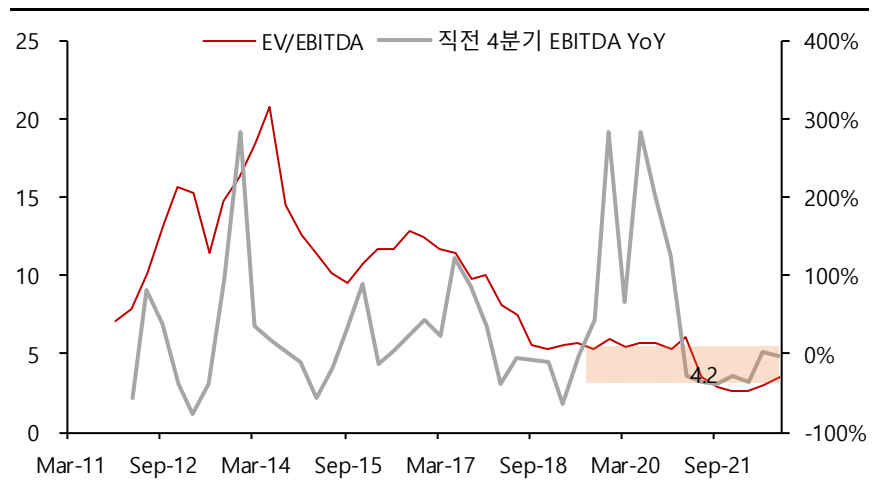
3. Valuation

EV/EBITDA Valuation

(단위: 십억원)	3Q23E	3Q24E
EBITDA	1,316	1,240
Weight	0.50	0.50
가중 EBITDA	1,278	
Target EV/EBITDA	4.24	
순차입 부채	393	*3Q22
우선주 시총	266	
관계주식	312	*2Q22
보통주(주)	24,066,726	
적정 주가 (단위: 원)	185,006	
Target Price (단위: 원)	185,000	
현재주가 (단위: 원)	136,000	
Upside	36%	

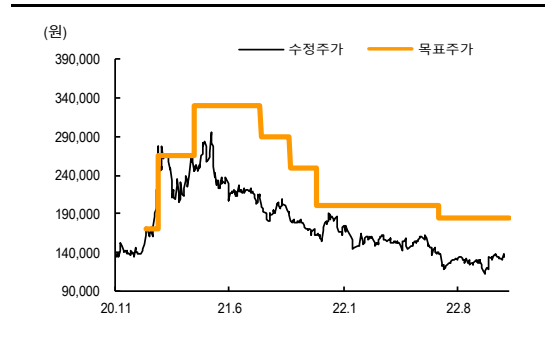
자료 SK 증권 추정

Historical EV/EBITDA



자료 SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.07	매수	185,000원	6개월		
2022.07.06	매수	185,000원	6개월	-30.42%	-24.86%
2022.05.05	매수	200,000원	6개월	-20.85%	-5.00%
2021.11.19	매수	200,000원	6개월	-19.32%	-5.00%
2021.10.01	매수	250,000원	6개월	-30.40%	-26.80%
2021.08.09	매수	290,000원	6개월	-32.91%	-28.10%
2021.07.01	매수	330,000원	6개월	-29.26%	-10.30%
2021.04.06	매수	330,000원	6개월	-26.87%	-10.30%
2021.01.28	매수	265,000원	6개월	-9.53%	4.53%
2021.01.05	중립	170,000원	6개월	3.84%	32.35%
2020.12.28	담당자 변경				



Compliance Notice

- 작성자(박한샘)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 7일 기준)

매수	95.58%	중립	4.42%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,705	3,445	3,643	3,775	4,141
현금및현금성자산	418	623	1,096	1,256	1,475
매출채권및기타채권	619	857	931	867	816
재고자산	532	780	898	837	788
비유동자산	3,322	4,670	4,908	5,200	5,435
장기금융자산	258	365	336	336	336
유형자산	2,280	3,416	3,533	3,674	3,752
무형자산	16	51	42	31	24
자산총계	5,027	8,116	8,551	8,975	9,576
유동부채	1,210	2,360	2,235	2,134	2,057
단기금융부채	382	720	608	618	630
매입채무 및 기타채무	571	711	722	673	633
단기충당부채	2	9	9	8	8
비유동부채	668	672	600	531	563
장기금융부채	538	315	257	197	237
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,878	3,033	2,835	2,665	2,620
지배주주지분	3,148	5,082	5,714	6,309	6,954
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	356	378	377	377	377
기타자본구성요소	-40	-38	-188	-188	-188
자기주식	-40	-38	-187	-187	-187
이익잉여금	2,727	4,565	5,364	5,959	6,605
비지배주주지분	1	1	1	1	2
자본총계	3,149	5,083	5,715	6,310	6,956
부채외자본총계	5,027	8,116	8,551	8,975	9,576

현금흐름표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	776	2,121	1,037	972	1,009
당기순이익(손실)	583	1,966	1,066	774	808
비현금성항목등	358	681	540	432	448
유형자산감가상각비	179	203	327	340	352
무형자산감가상각비	2	5	11	11	8
기타	3	-7	0	-27	-27
운전자본감소(증가)	-59	-280	158	14	11
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-48	-162	-59	63	51
재고자산감소(증가)	-67	-159	-116	61	49
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	79	69	-1	-49	-40
기타	-23	-28	334	-62	-50
법인세납부	-106	-245	-728	-247	-258
투자활동현금흐름	-178	-1,734	79	-560	-658
금융자산감소(증가)	-48	-1,020	485	-100	-250
유형자산감소(증가)	-175	-352	-429	-480	-430
무형자산감소(증가)	-3	-1	-1	-1	-1
기타	49	-361	23	21	23
재무활동현금흐름	-305	-186	-644	-252	-133
단기금융부채증가(감소)	-327	-65	-3	10	12
장기금융부채증가(감소)	87	14	-185	-60	40
자본의증가(감소)	0	0	-149	0	0
배당금의 지급	-41	-116	-281	-178	-162
기타	-23	-19	-26	-24	-23
현금의 증가(감소)	290	205	473	160	219
기초현금	128	418	623	1,096	1,256
기말현금	418	623	1,096	1,256	1,475
FCF	672	2,080	648	531	619

자료 : 금호석유, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	4,810	8,462	8,239	7,678	7,227
매출원가	3,859	5,764	6,690	6,545	6,066
매출총이익	951	2,698	1,550	1,134	1,161
매출총이익률 (%)	19.8	31.9	18.8	14.8	16.1
판매비와관리비	209	291	299	279	265
영업이익	742	2,407	1,251	855	897
영업이익률 (%)	15.4	28.4	15.2	11.1	12.4
비영업손익	25	211	175	166	169
순금융비용	25	18	15	10	7
외환관련손익	-3	9	12	12	12
관계기업투자등 관련손익	56	194	160	130	130
세전계속사업이익	767	2,618	1,426	1,021	1,066
세전계속사업이익률 (%)	16.0	30.9	17.3	13.3	14.8
계속사업법인세	207	653	360	247	258
계속사업이익	560	1,966	1,066	774	808
중단사업이익	23	0	0	0	0
*법인세효과	7	0	0	0	0
당기순이익	583	1,966	1,066	774	808
순이익률 (%)	12.1	23.2	12.9	10.1	11.2
지배주주	583	1,965	1,066	773	808
지배주주귀속 순이익률(%)	12.12	23.23	12.93	10.07	11.18
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	561	2,026	1,065	773	807
지배주주	560	2,026	1,065	773	807
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	923	2,615	1,589	1,205	1,256

주요투자지표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-3.1	75.9	-2.6	-6.8	-5.9
영업이익	103.1	224.3	-48.0	-31.7	4.9
세전계속사업이익	103.5	241.4	-45.5	-28.4	4.4
EBITDA	62.5	183.3	-39.2	-24.1	4.2
EPS(계속사업)	91.1	251.3	-45.1	-27.4	4.4
수익성 (%)					
ROE	20.2	47.8	19.7	12.9	12.2
ROA	12.2	29.9	12.8	8.8	8.7
EBITDA마진	19.2	30.9	19.3	15.7	17.4
안정성 (%)					
유동비율	140.9	146.0	163.0	176.9	201.3
부채비율	59.6	59.7	49.6	42.2	37.7
순차입금/자기자본	12.1	-14.4	-15.9	-19.3	-23.5
EBITDA/이자비용(배)	33.0	96.2	55.2	50.1	55.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	16,708	58,694	32,230	23,395	24,432
BPS	94,002	152,518	176,710	195,103	215,055
CFPS	22,810	64,909	42,450	34,003	35,310
주당 현금배당금	4,200	10,000	5,500	5,000	5,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.2	5.0	5.4	7.5	7.2
PER(최저)	2.6	2.6	3.5	4.8	4.6
PBR(최고)	1.6	1.9	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	0.5	1.0	0.6	0.6	0.5
PCR	6.4	2.6	3.2	4.0	3.9
EV/EBITDA(최고)	5.7	3.4	3.0	3.7	3.2
EV/EBITDA(최저)	2.0	1.6	1.7	2.0	1.6