



# 금호석유화학(011780.KS)

화학/에너지 곽진희

Tel. 368-6170 / jhkwak@eugenefn.com

## 태국에는 비가 내리고, 중국은 타이어교체를 시작

### ■ 투자 의견 BUY, 목표주가 94,000원 제시

금호석유화학에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 94,000원을 제시하며 커버리지를 개시. 목표주가는 2011년 EPS 14,582원에 6.5배를 적용하여 산출. 동사 2004년 이후 평균 PER 인 8.5배에 24% 할인 적용함. 보수적 관점에서 과거 대표적인 워크아웃 사례인 SK네트웍스의 할인을 반영했는데, 2003~2007년 워크아웃 기간 중 SK 주요 그룹 3사의 할인이 24%였음

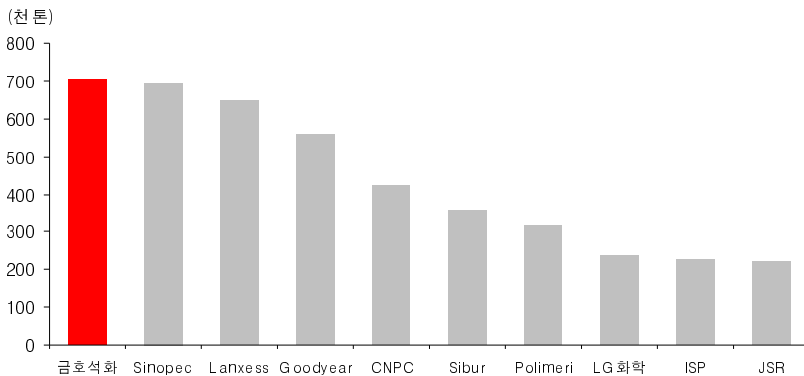
### ■ 보유자산 매각을 통한 차입금 감소, 투자지분 정리에 따라 본업 매력 더욱 부각될 것

동사는 1) 합성고무 시장 호조와 2) 동사의 글로벌 1위업체로서의 안정적 실적, 3) 자회사 금호 피앤비의 어닝 서프라이즈를 고려할 때, 본업의 측면에서는 2005년 이후 평균 PER 8.5배를 적용해도 무방. 다만 보수적 관점에서 그룹사 할인을 SK 워크아웃 당시의 할인을 인 24%를 적용. 현 주가 대비해서 상승여력은 31%이며, 보유자산 매각을 통한 순차입금 감소, 투자지분 정리에 따라 본업 매력도는 더욱 확대될 전망

### ■ 천연고무가격 상승, 중국 중심의 고무수요 증가로 합성고무 시장 긍정적

천연고무 가격 상승의 이유는 1) 이상 기후로 인한 작황 저조, 2) 주요 생산국인 태국, 말레이시아의 통화 절상에 따른 제품가격 상승, 3) 유가 상승에 따른 상품가격 상승이 복합적으로 작용하기 때문. 천연고무 사용량 대체로 합성고무 사용 증가가 예상되며, 합성고무 대표주인 금호석유화학을 매수 추천함

### 금호석화 BR/SBR 생산능력: 70만톤으로 세계 1위, BR 12만톤 증설 후 82만톤



자료: 유진투자증권

## BUY(신규)

목표주가(12M, 신규) 94,000원  
현재주가(10/25) 71,800원

### Key Data (기준일: 2010. 10. 25)

KOSPI(pt)	1,915.7
KOSDAQ(pt)	525.9
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	1,825.5
52주 최고/최저(원)	75,000 / 16,100
52주 일간 Beta	2.01
발행주식수(천주)	25,424
평균거래량(3M, 천주)	205
평균거래대금(3M, 백만원)	13,069
배당수익률(10F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	8.1
주요주주 지분율(%)	
박철완의 9인	46.5

### Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.7	34.5	93.5	179.4
KOSPI 대비 상대수익률	2.0	25.5	83.2	162.6

### Financial Data

결산기(12월)	2009P	2010F	2011F
매출액(십억원)	2,801.7	3,795.4	4,194.0
영업이익(십억원)	116.2	362.3	404.1
세전계속사업손익(십억원)	(841.9)	409.6	484.6
당기순이익(십억원)	(614.8)	316.7	370.7
EPS(원)	-24,183	12,455	14,582
증감률(%)	na	흑전	17.1
PER(배)	na	5.8	4.9
ROE(%)	-72.4	43.7	33.7
PBR(배)	1.2	2.3	1.6
EV/EBITDA(배)	12.4	8.3	7.4

자료: 유진투자증권



## 투자 의견 및 목표주가

금호석유화학에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 94,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2011년 EPS 14,582원에 6.5배를 적용하여 산출하였다. 통상적으로 화학업체는 장치산업의 특성을 고려하여 EV/EBITDA 배수를 밸류에이션에 적용하지만 동사는 PER로 산출하였다. 현재 금호석유화학은 그룹사가 워크아웃을 진행하고 있어 보유 자산 매각으로 순차입금을 줄이는 데 있어 채권단과의 협력이 필요하여, 그 일정을 유의미하게 전망하기 어렵다. 이에 따라 영업의 항목인 기타자산, 순차입금 등을 주가 산정에 반영함으로써 발생하는 변동성을 줄이기 위해 PER을 사용하였다.

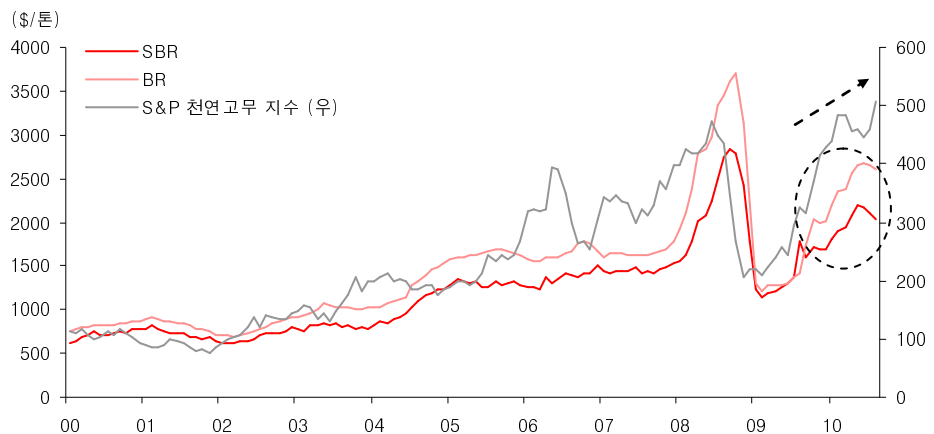
배수는 6.5배를 적용하였다. 과거 대표적인 워크아웃 사례인 SK네트웍스를 통해 반영했는데, 2003~2007년 워크아웃 기간 중 SK 주요 그룹 3사의 과거 평균 PER 대비 동기기간의 할인율은 24%였다. 금호석유화학은 1) 합성고무 시황 호조와 2) 동사의 글로벌 1위업체로서의 안정적 실적, 3) 자회사 금호 피엔비의 어닝 서프라이즈를 고려할 때, 본업의 측면에서는 2005년 이후 평균 PER인 8.5배를 적용해도 무방하나, 보수적 관점에서 그룹사 할인을 SK 워크아웃 당시의 할인율로 적용하였다. 현 주가 대비해서 상승여력은 31%이며, 천연고무 상승에 대한 대표 대체주인 금호석유화학을 매수 추천한다.

### 도표 64 금호석유화학 목표주가 산정

EPS (원)	14,582	2011년 기준
PER 배수	6.5	04년 이후 평균인 8.5배에서 24% 디스카운트 적용 (2003~07년 SK네트웍스 워크아웃시 그룹 3사의 평균 할인율 적용)
주당가치 (원)	94,201	

자료: 유진투자증권

### 도표 65 천연고무 가격 상승에 따라 대체재 합성고무 가격 상승 불가피 → 금호석화 긍정적



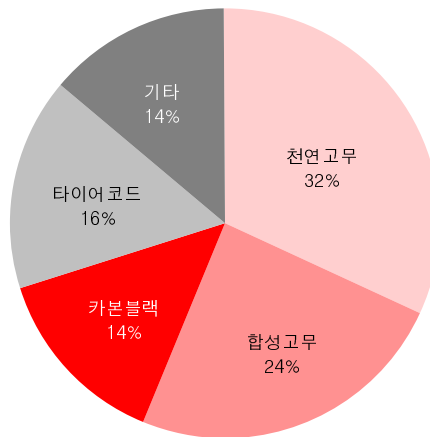
자료: ANRPC, Bloomberg, 유진투자증권



### 합성고무, 천연고무를 대체

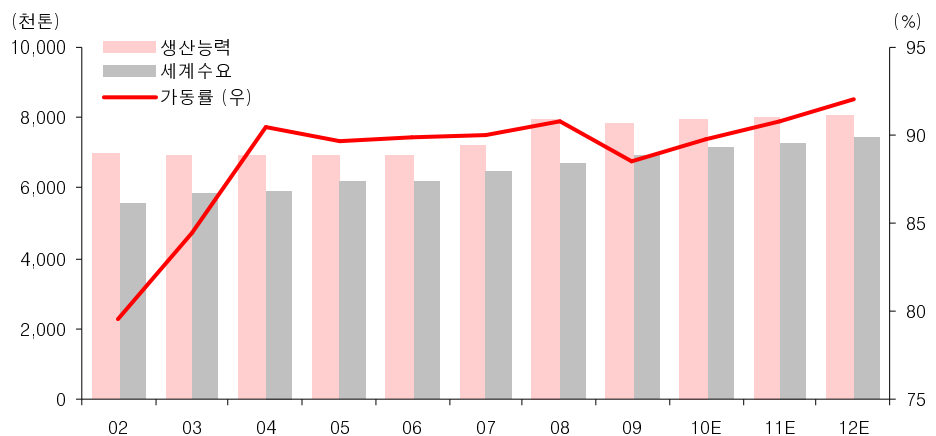
2011년 글로벌 경기회복으로 의복, 자동차, 전자제품 등의 소비재 수요 증가가 예상되는 상황 하에서, 천연고무가격 상승으로 인해 합성고무로의 대체가 이루어질 것으로 예상된다. 일반적으로 타이어 원재료 비중에서 천연고무는 32%, 합성고무는 24% 차지하는데, 천연고무 가격 상승에 따라 합성고무 배합 비율을 늘릴 수 있다. 타이어업체의 기술 수준에 따라 천연고무 사용량의 2%에서 10%까지 대체 가능한데, 고무 수요의 59%가 타이어용이기 때문에, 천연고무 사용량 대체 시 11만톤~56만톤 합성고무 사용량 증가가 예상된다. 따라서, 글로벌 합성고무 생산능력 1위인 금호석유화학에 긍정적이다.

**도표 66 타이어 원재료 비중: 천연고무 가격 상승으로 합성고무 대체율 확대 예상**



자료: 켐코코스, 유진투자증권

**도표 67 세계 합성고무 수급 전망**



자료: ANRPC, Bloomberg, 유진투자증권

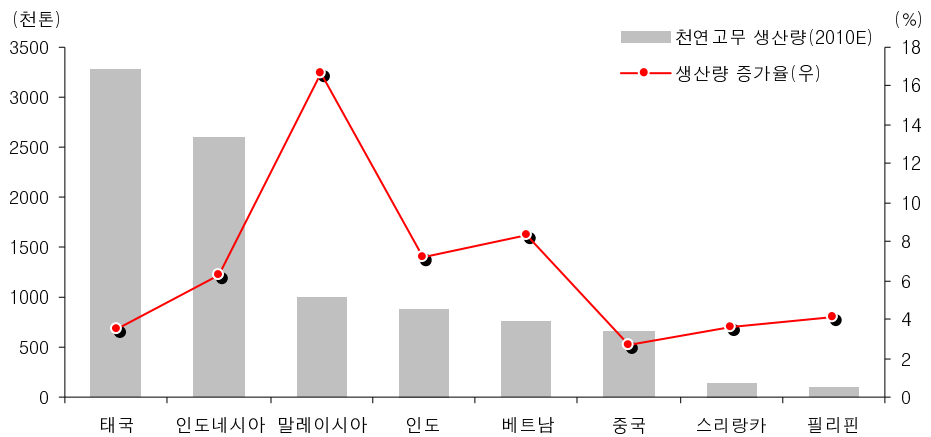


## 천연고무 가격이 상승하는 이유

천연고무협회(ANRPC)에 따르면 2010년 고무 생산량 1위국인 태국의 천연고무 생산량은 전년대비 3.5% 증가에 머무는 328만톤으로 예상되는데 예년에 비해 긴 겨울기간과 많은 강수량으로 예상치 대비 생산량 감소가 예상되기 때문이다. 인도네시아 또한 전년대비 6.2% 증가에 그칠 것으로 예상되는데, 비가 많이 와서 생산량이 당초 예상보다 줄게 되는 것이 그 이유이다. 즉, 천연고무 가격 상승의 이유는 1) 이상 기후로 인한 작황 저조, 2) 주요 생산국인 태국, 말레이시아의 통화 절상에 따른 제품가격 상승, 3) 유가 상승에 따른 상품가격 상승이 복합적으로 작용하기 때문이다.

### 1) 이상 기후로 인한 작황 저조

도표 68 이상기후로 주요 천연고무 생산국인 태국, 말레이시아의 생산량 증가율 감소

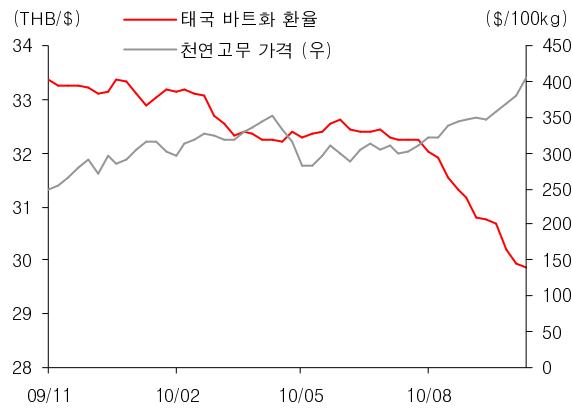


자료: ANRPC, 유진투자증권



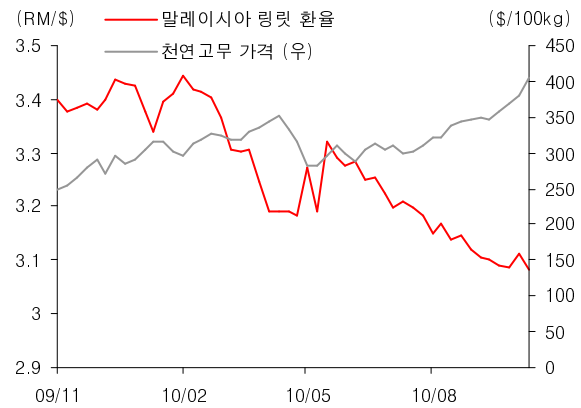
2) 중국 위안화강세는 천연고무 주 수출국인 태국, 말레이시아 지역의 화폐절상  
→ 달러화 약세로 인한 수출국의 환율 절상시, 천연고무 가격에 상승압력 작용

도표 69 주요 생산국인 태국의 환율 상승→고무가 상승



자료: ANRPC, Bloomberg, 유진투자증권

도표 70 말레이시아 환율 상승 → 고무가격 상승 압력

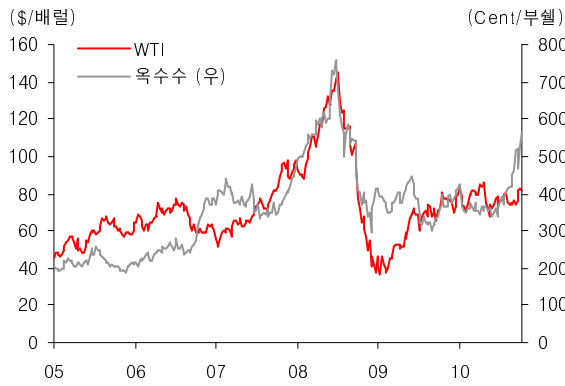


자료: ANRPC, Bloomberg, 유진투자증권



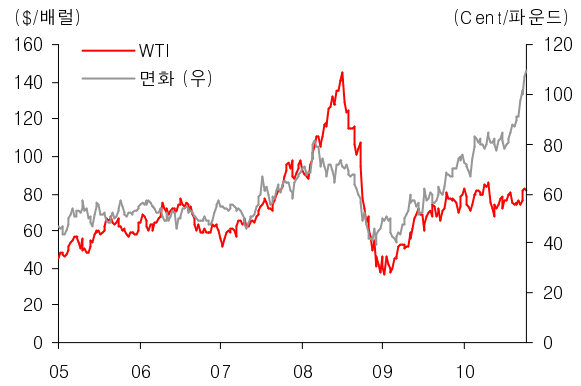
**3) 유가 상승과 천연상품 가격은 상관관계 높음**  
→ 유가 상승에 따라 천연고무 가격 상승

**도표 71** 과거 WTI와 옥수수 가격 추이는 동행



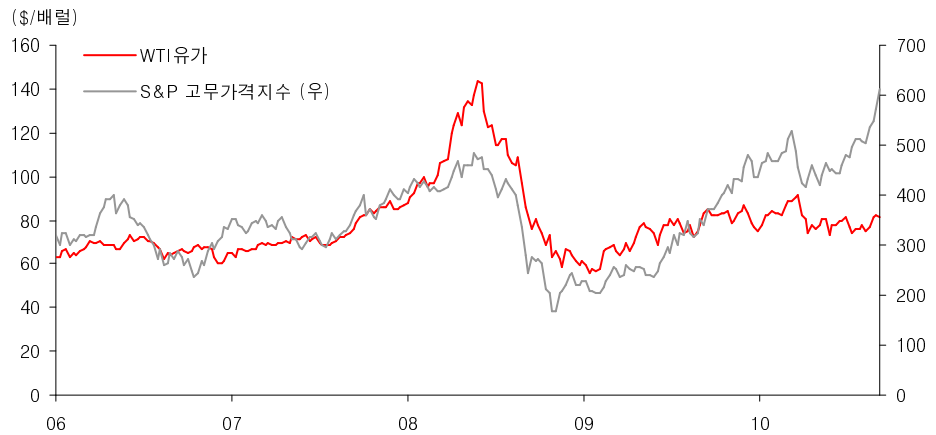
자료: ANRPC, Bloomberg, 유진투자증권

**도표 72** 과거 WTI와 면화 가격 추이는 동행



자료: ANRPC, Bloomberg, 유진투자증권

**도표 73** 과거 WTI와 천연고무지수 추이는 동행, 고무 수요 증가로 고무 가격상승세 지속



자료: ANRPC, Bloomberg, 유진투자증권

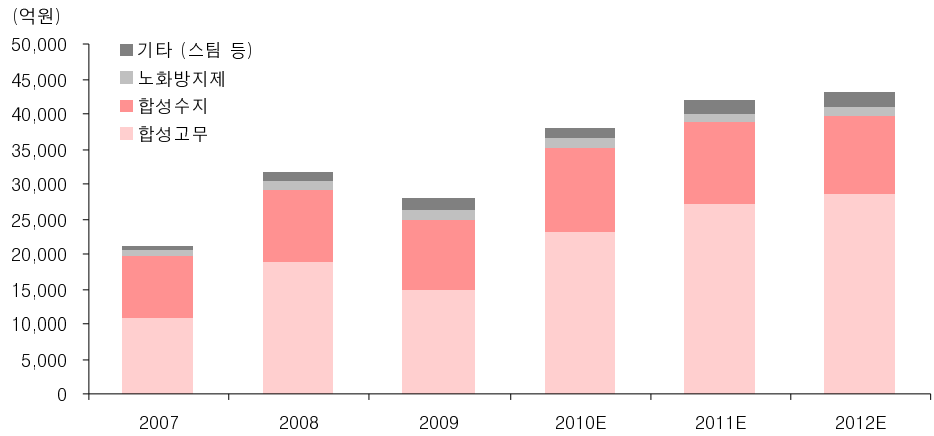


**도표 74 금호석유화학 실적 전망**

(십억원, 원, 배)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	3,182	2,802	3,795	4,194	4,313
영업이익	281	116	362	404	438
EBITDA	353	218	470	525	575
당기순이익	-20	-615	317	371	400
EPS	-777	-24,183	12,455	14,582	15,748
PER	na	na	5.8	4.9	4.6
PBR	0.5	1.2	2.3	1.6	1.2
EV/ EBITDA	6.9	12.4	8.3	7.4	6.7

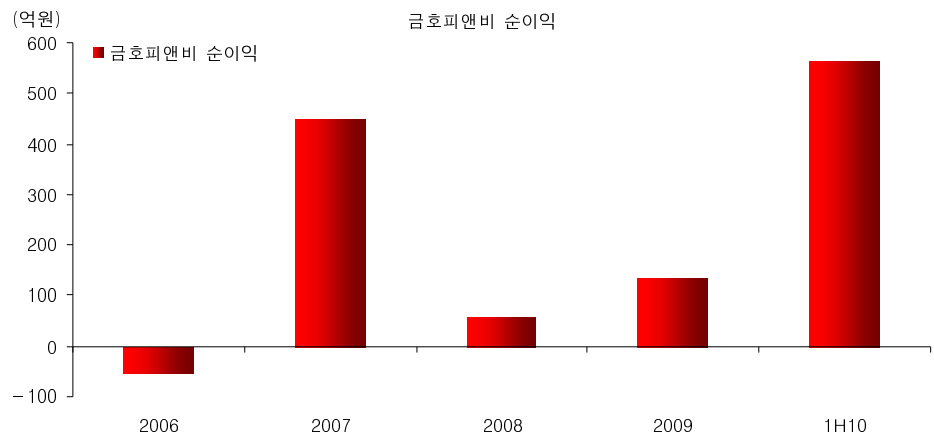
자료: 유진투자증권

**도표 75 금호석유 매출액 추이 및 전망**



자료: 금호석유화학, 유진투자증권

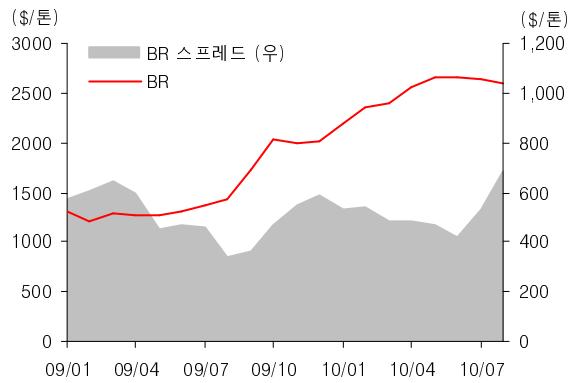
**도표 76 금호석유 주요 자회사 금호피엔비 실적: BPA 시황 호조로 어닝 서프라이즈  
→ 현재 31만톤 생산능력이며 15만톤 증설 예정**



자료: 금호석유화학, 유진투자증권

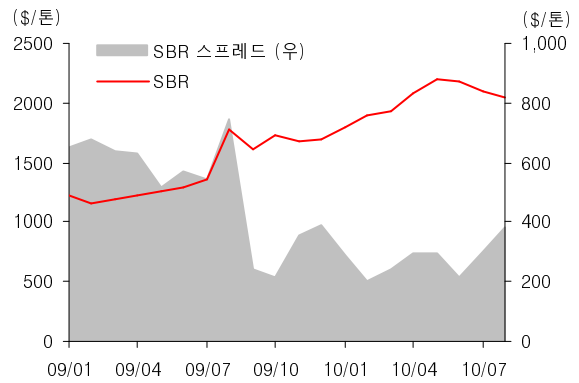


**도표 77 고무 수요 확대로 견조한 스프레드 유지중**



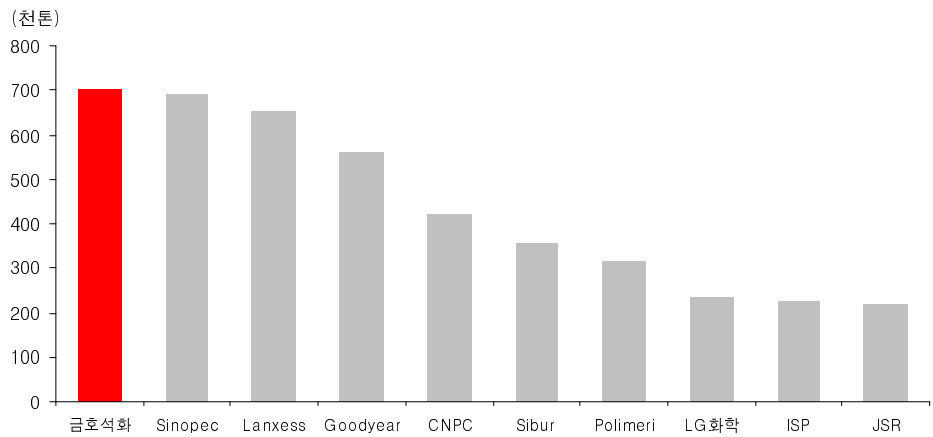
자료: KITA, 유진투자증권

**도표 78 미국 고무 수요증가로 스프레드 개선 전망**



자료: KITA, 유진투자증권

**도표 79 금호석화 합성고무 생산능력: 70만톤으로 세계 1위, BR 12만톤 증설 후 82만톤**



자료: 금호석유화학, 유진투자증권



## 금호석유화학(011780.KS) 재무제표

### 대차대조표

12월결산 (십억원)	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
유동자산	783	776	964	899	998
연금성자산	13	80	172	24	91
매출채권	337	299	341	380	395
재고자산	369	321	375	417	434
비유동자산	2,932	2,424	2,593	2,913	3,229
투자자산	1,613	1,032	1,039	1,081	1,125
유형자산	1,273	1,357	1,526	1,810	2,087
무형자산	45	36	28	22	17
<b>자산총계</b>	<b>3,715</b>	<b>3,200</b>	<b>3,557</b>	<b>3,812</b>	<b>4,227</b>
유동부채	1,117	2,059	1,496	1,529	1,542
매입채무	213	263	273	305	317
단기차입금	168	770	535	535	535
유동성장기부채	493	876	535	535	535
비유동부채	1,435	606	1,146	997	998
사채및장기차입금	1,309	585	1,113	963	963
기타비유동부채	126	21	33	34	35
<b>부채총계</b>	<b>2,552</b>	<b>2,665</b>	<b>2,642</b>	<b>2,526</b>	<b>2,541</b>
자본금	142	142	142	142	142
자본잉여금	303	303	90	90	90
자본조정	310	316	366	366	366
자기주식	-40	-40	-40	-40	-40
이익잉여금	408	-227	317	687	1,088
<b>자본총계</b>	<b>1,163</b>	<b>535</b>	<b>915</b>	<b>1,286</b>	<b>1,686</b>
총차입금	1,970	2,231	2,183	2,033	2,033
순차입금(순현금)	1,957	2,150	2,012	2,009	1,942
투자자본	1,565	1,796	2,001	2,331	2,626

### 손익계산서

12월결산 (십억원)	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
<b>매출액</b>	<b>3,182</b>	<b>2,802</b>	<b>3,795</b>	<b>4,194</b>	<b>4,313</b>
증가율 (%)	50	-12	35	11	3
매출총이익	480	314	576	640	681
매출총이익율 (%)	15	11	15	15	16
판매비와관리비	199	198	214	236	243
증가율 (%)	31	-0	8	10	3
<b>영업이익</b>	<b>281</b>	<b>116</b>	<b>362</b>	<b>404</b>	<b>438</b>
증가율 (%)	75	-59	212	12	8
<b>EBITDA</b>	<b>353</b>	<b>218</b>	<b>470</b>	<b>525</b>	<b>575</b>
증가율 (%)	62	-38	116	12	10
<b>영업외손익</b>	<b>-308</b>	<b>-958</b>	<b>47</b>	<b>81</b>	<b>85</b>
이자수익	8	7	12	13	13
이자비용	89	110	121	117	112
외환관련손익	-110	27	-16	0	0
지분법손익	-169	-734	138	197	197
기타영업외손익	53	-148	35	-13	-13
<b>세전계속사업손익</b>	<b>-27</b>	<b>-842</b>	<b>410</b>	<b>485</b>	<b>523</b>
법인세비용	-7	-227	93	114	123
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-20</b>	<b>-615</b>	<b>317</b>	<b>371</b>	<b>400</b>
증가율 (%)	적전	적지	흑전	17	8
당기순이익률 (%)	-1	-22	8	9	9
<b>EPS</b>	<b>-777</b>	<b>-24,183</b>	<b>12,455</b>	<b>14,582</b>	<b>15,748</b>
증가율 (%)	적전	적지	흑전	17	8
완전희석EPS			12,455	14,582	15,748
증가율 (%)				17	8

### 현금흐름표

12월결산 (십억원)	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-34</b>	<b>282</b>	<b>204</b>	<b>242</b>	<b>318</b>
당기순이익	-20	-615	317	371	400
유무형자산상각비	72	102	108	121	137
기타비현금손익가감	159	856	-168	-201	-201
운전자본의변동	-258	-65	-54	-50	-19
매출채권감소(증가)	-147	35	-41	-39	-15
재고자산감소(증가)	-112	48	-53	-43	-16
매입채무증가(감소)	19	49	9	31	12
기타	-18	-198	31	1	1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-384</b>	<b>-468</b>	<b>-65</b>	<b>-239</b>	<b>-252</b>
단기투자자산처분(취득)	0	-3	-1	-0	-0
장기투자증권처분(취득)	-32	-169	207	160	158
설비투자	-335	-264	-267	-395	-407
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	-6	-5	-3	-3	-3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>419</b>	<b>252</b>	<b>-48</b>	<b>-150</b>	<b>0</b>
차입금증가(감소)	435	129	-48	-150	0
자본증가(감소)	-17	-17	0	0	0
배당금지급	17	17	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>1</b>	<b>65</b>	<b>91</b>	<b>-147</b>	<b>67</b>
기초현금	11	12	78	168	21
기말현금	12	77	168	21	88
Gross cash flow	224	347	257	291	337
Gross investment	642	531	118	289	270
<b>Free cash flow</b>	<b>-418</b>	<b>-184</b>	<b>140</b>	<b>3</b>	<b>67</b>

### 주요투자지표

12월결산	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-777	-24,183	12,455	14,582	15,748
BPS	39,292	17,557	31,188	44,444	58,671
DPS	750	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	na	na	5.8	4.9	4.6
PBR	0.5	1.2	2.3	1.6	1.2
PCR	2.3	1.7	7.9	7.0	6.1
EV/ EBITDA	6.9	12.4	8.3	7.4	6.7
배당수익률	4.1	0.0	na	na	na
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	8.8	4.1	9.5	9.6	10.2
EBITDA이익율	11.1	7.8	12.4	12.5	13.3
순이익율	-0.6	-21.9	8.3	8.8	9.3
ROE	-1.9	-72.4	43.7	33.7	26.9
ROIC	17.4	5.0	14.8	14.3	13.5
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기 자본	168.2	401.8	219.8	156.2	115.2
유동비율	70.1	37.7	64.4	58.8	64.7
이자보상배율	3.5	1.1	3.3	3.9	4.4
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	1.0	0.8	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	11.9	8.8	11.9	11.6	11.1
재고자산회전율	10.2	8.1	10.9	10.6	10.1
매입채무회전율	15.4	11.8	14.2	14.5	13.9

자료: 유진투자증권