

**BUY (Maintain)**

주가(3/9) 132,500원  
목표주가 240,000원

**키움증권**

**Company Brief** 2011. 3. 10

# 금호석유 [011780]

**핵심은 천연고무 가격이 아니라 장기 사이클이다.**

화학 Analyst 정경희 02) 3787-5150 khchung@kiwoom.com  
RA 민경혁 02) 3787-5158 21keynes@kiwoom.com

- 최근 천연고무가격 조정에도 불구하고, 타이트한 합성고무 수급으로 2분기 판가 인상
- 타이어 성장 및 합성고무 사용비중 증가, 신규 Capa 감소로 2015년까지 호황 진입
- 장기 호황은 Discount 해소 견인, 'Buy(매수)' 및 목표주가 240,000원 유지

**천연고무가격 조정?  
판가는 추가 인상 진행중**

올들어 천정부지로 급등하던 천연고무가격이 일부 제품에서 최고 6,200USD/MT를 기준으로 약 1,300USD/MT 하락한 4,900USD/MT 수준을 기록함. 천연고무 가격 하락에 따른 합성고무 가격 하락 우려로 동사 주가는 단기 약세를 시현함. 그러나 천연고무 가격 조정에도 불구하고, 탐방 결과 2분기 동사의 합성고무 판매단가는 SBR, BR 각각 약 500~600USD/MT 추가 인상 진행중인 것으로 확인함.

천연고무 가격 조정에도 불구하고, 합성고무 가격은 오히려 인상되고 있는 이유는

- 1) 전방산업인 타이어 수요는 신흥시장의 교체타이어(RE) 수요 증가로 견조하고,
- 2) 타이어 생산비중에서 천연고무를 합성고무로 대체하는 노력이 지속되고 있으며,
- 3) '07년부터 '09년까지 신규 CAPA 감소로 현재 공급이 타이트하기 때문. 이에 따라 2월부터 상업가동을 시작한 금호석유의 BR 12만톤 증설에도 불구하고, BR 수급은 여전히 타이트하며, 이는 가격 인상으로 이어지고 있음.

**장기 호황 진입으로 Discount 탈피**

합성고무 시장은 글로벌 타이어업체와의 장기공급계약 구조, 원재료인 C4 및 BD의 확보 난제로 신규 진입이 용이하지 않은 독과점 구조. 또한 과거 3~4년간 수익성 감소 및 글로벌 경기 위축에 따른 증설 계획 감소로 2011년부터 2015년까지 신규 Capa 증가는 급감하는 것으로 나타남. 장기 Cycle 진입에 따른 이익의 안정성은 Valuation Discount를 견인할 것으로 판단함. 'Buy(매수)', Top Pick 의견 및 목표주가 240,000원을 유지함.

Company Data			
KOSPI (3/9)	2,001.47pt		
시가총액	34,747억원		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고최저가 대비	151,500원	20,800원	
등락률	-12.5%	537.0%	
수익률	절대	상대	
	1M	-6.7%	-4.6%
	6M	98.4%	76.8%
	1Y	552.7%	441.6%
발행주식수	28,448천주		
일평균 거래량(3M)	251천주		
외국인 지분율	9.9%		
배당수익률(10E)	0.8%		
BPS(10E)	37,046원		
주요 주주	박철완 외	39.7%	

투자지표	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액(억원)	31,825	28,017	38,863	54,223	60,659
증감율(%YoY)	49.8	-12.0	38.7	39.5	11.9
영업이익(억원)	2,813	1,162	3,645	9,085	11,003
증감율(%YoY)	75.0	-58.7	213.7	149.3	21.1
EBITDA(억원)	3,535	2,180	4,728	10,471	12,256
세전이익(억원)	-267	-8,419	6,085	10,525	13,411
순이익(억원)	-197	-6,148	4,668	7,978	10,166
EPS(원)	-694	-21,613	16,410	25,371	30,353
증감율(%YoY)	적전	적자유지	흑전	54.6	19.6
PER(배)	-56.0	-1.3	5.5	5.2	4.3
PBR(배)	1.0	1.4	2.4	2.2	1.4
EV/EBITDA(배)	8.5	13.1	8.7	4.4	3.0
영업이익률(%)	8.8	4.1	9.4	16.8	18.1
ROE(%)	-2.2	-52.9	87.2	75.7	50.0
순부채비율(%)	168.3	399.0	166.9	55.3	9.9

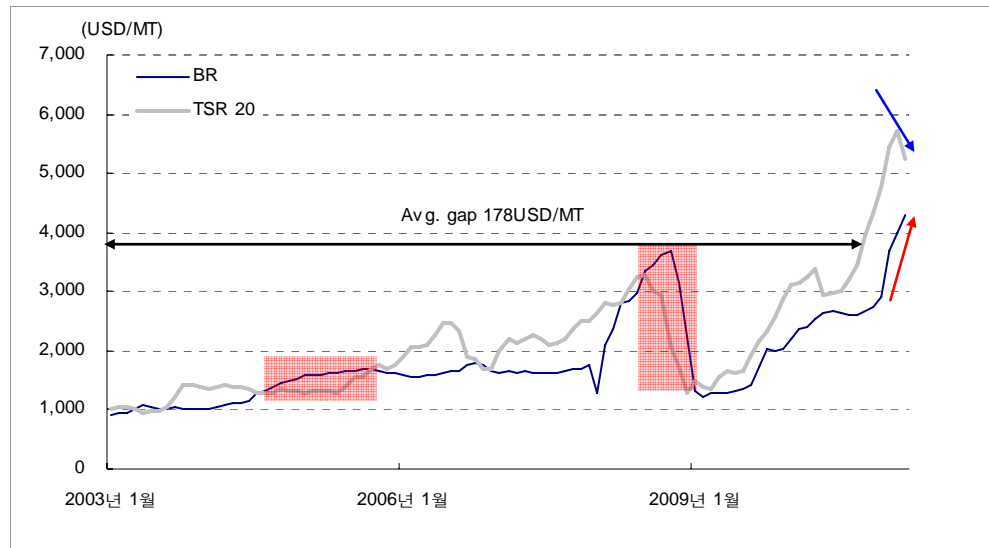
- 당사는 3월 9일 현재 금호석유 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**천연고무가격이 아니라  
BR가격과 자체수급이 중요하다**

지난 보고서(2.9일자)에서 전제한 바와 같이 최근 급등한 천연고무 가격 조정 가능성을 감안해도 따른 합성고무 가격은 현 구간에서 상승 압력이 더 큰 것으로 판단함. 3월이후 천연고무 가격은 TRS 20 Spot 월평균 기준 2월 5,721USD/MT에서 현재 5,239USD/MT까지 조정받았으나, 4월 판매하는 합성고무 판가 반등이 나타나는 것 또한 이를 반증하는 것으로 판단함. 천연고무 가격 하락, 합성고무 판가 상승에도 불구하고, 과거 격차 178.7USD/MT(7년 평균)대비 매우 높은 수준에 속함.

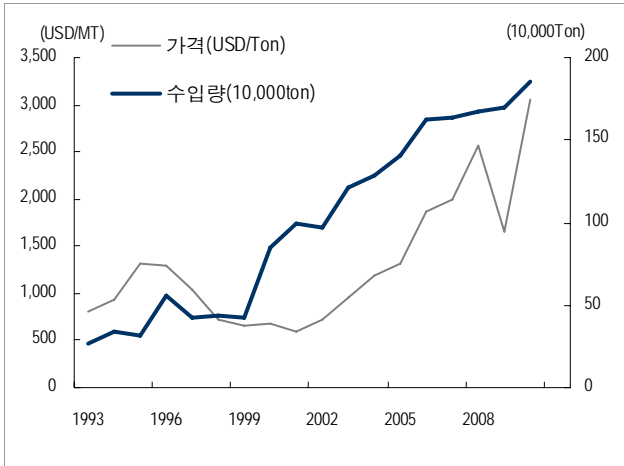
우리는 천연고무 자체의 가격 등락보다 합성고무의 수급과 원재료인 Butadiene의 가격에 관심을 가질 것을 권함. 합성고무는 천연고무와 수요는 타이어산업과 일치하는 측면이 있으나 공급은 다르기 때문에 최종 수급 역시 다를 수 밖에 없음. 또한 과거 합성고무 가격이 천연고무 가격을 상회한 기간을 상기하면 천연고무가격 등락만으로 합성고무 가격을 추정하기는 어려움. 합성고무의 판매단가 협상시 주요 변수는 천연고무 가격이 아니라 주요 원재료인 Butadiene 가격이기 때문. Butadiene 가격이 원유가격 상승 및 봄철 NCC 정기보수를 앞두고 연초 2,100USD/MT에서 현재 2,600USD/MT 수준으로 상승하였으며, 이는 실제로 판가 인상의 주요 요인으로 작용하고 있음. 단, BD 상승에도 불구하고, 합성고무 ASP 상승폭은 제품별로 약 700~1,100USD/MT로 마진은 기존 추정대비 2분기 오히려 확대된 상황. 현재의 천연고무 수급 또한 생산량은 적도 인근에 위치한 3국에 집중되어 있고, 수요는 중국중심의 신흥개발국에서 주도하는 상황으로 가격급락 가능성은 미미한 것으로 판단함.

**천연고무 VS 합성고무 가격추이 및 Gap**



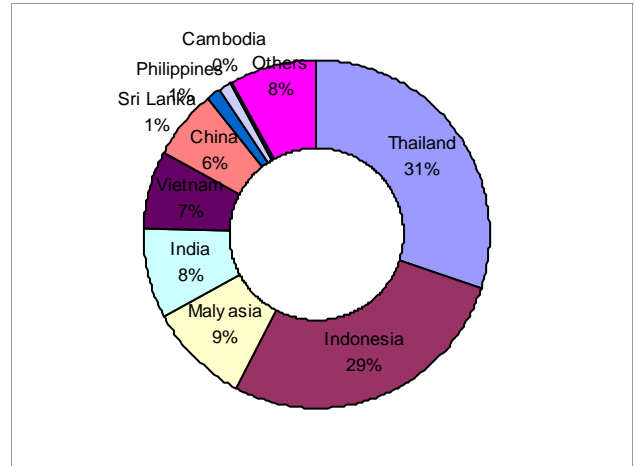
자료: Ciscem, KITA, 키움증권 리서치 추정

중국 연간 천연고무 수입량



자료: CEIC, 키움증권 리서치

국별 천연고무 생산량 분포(2010년 추정치 기준)



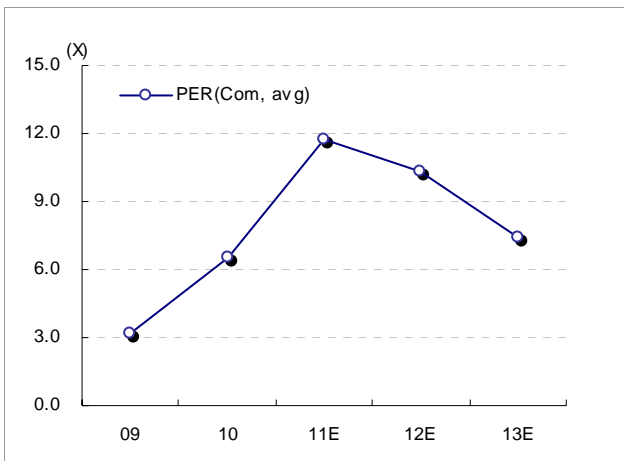
자료: Natural Rubber Trends & Statistics, 키움증권 리서치

2010년 호남석유 재연

2009년, 그리고 2010년 화학섹터는 KOSPI 평균 수익률을 상회, Outperform하였음. 주요 요인중 하나는 사이클산업인 화학에서 장기사이클 진입에 따른 이익의 안정성, 그리고 이에 따른 Valuation Discount 탈피였음. Ethylene Cycle로 대표되는 이 논리로 순수 화학의 대표종목인 호남석유는 저평가 국면을 탈피, PER 5~6배에서 10배 이상으로 변동됨.

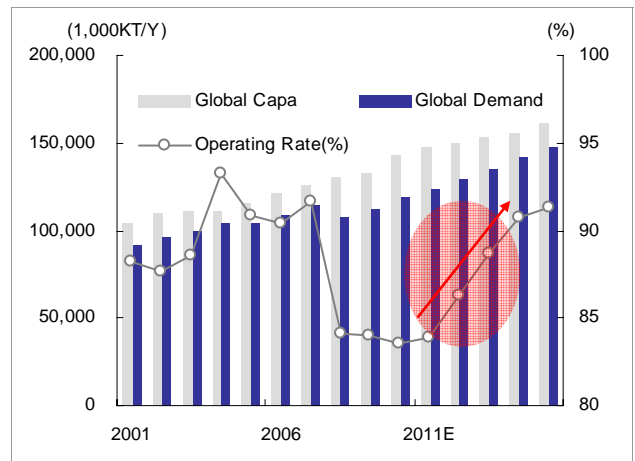
우리는 현재 합성고무 업황을 장기 호황의 진입기로 판단함. 이는 현재 금호석유의 Valuation이 PER 5~6배에서 10배 이상으로 갈 수 있는 근거가 될 것으로 판단함. 이에 더하여 금호석유는 기존 수익성을 갱아먹던 지분법손실 회사들과 결별, 금호산업군과 분리되었으며, '08년~'09년 2년 연속 순적자의 요인이던 자본법적자에서, 지분법 흑자로 석유화학사 3사로 계열사를 재편함. PBR 기준에서 시장대비 저평가 상황은 아니나, 이 역시 MOU상 명시된 졸업요건인 순차입금 감소 등을 통하여 서서히 탈피할 것으로 판단함.

호남석유 PER



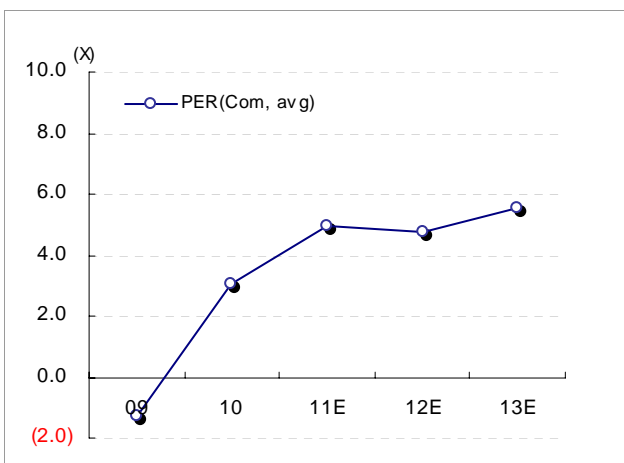
자료: 호남석유(호남석유 단독 기준), 키움증권 리서치

Ethylene Cycle



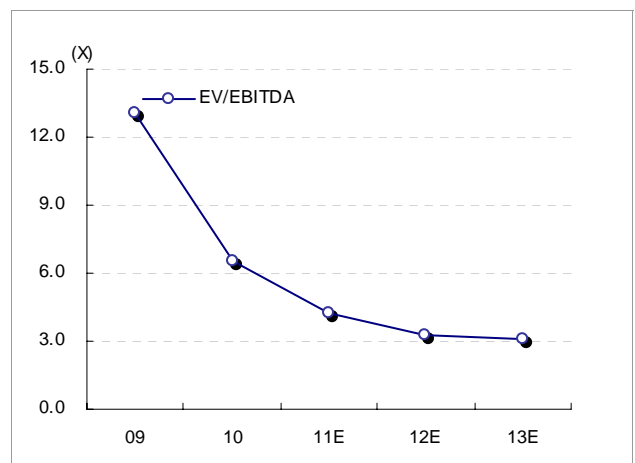
자료: 산업자료, 키움증권 리서치

금호석유 PER



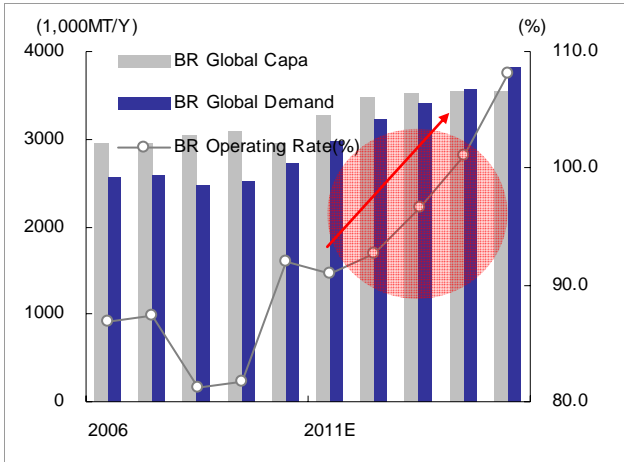
자료: 금호석유(금호석유 단독 기준), 키움증권 리서치

금호석유 EV/EBITDA



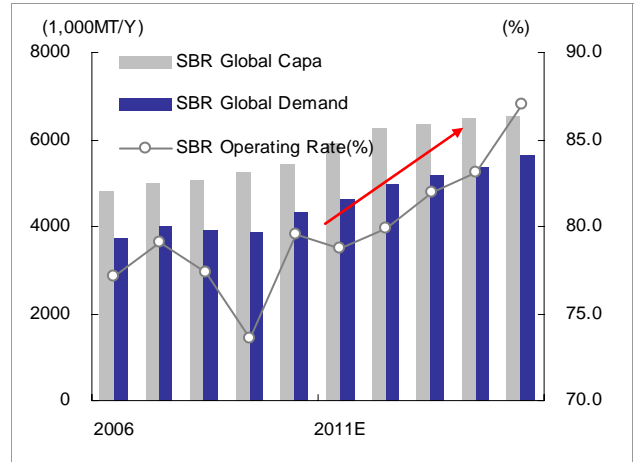
자료: 금호석유(금호석유 단독 기준), 키움증권 리서치

합성고무(BR) Cycle



자료: 산업 자료, 키움증권 리서치

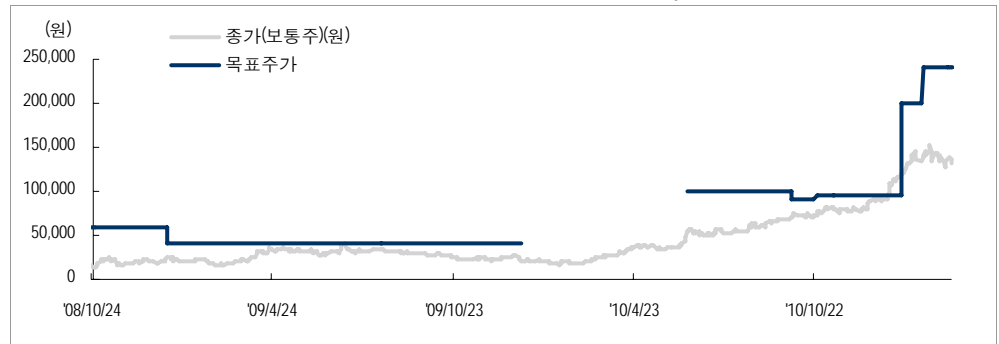
합성고무(SBR) Cycle



자료 : 산업 자료, 키움증권 리서치

**투자의견 변동내역 (2개년) 및 목표주가 추이**

종목명	일자	투자의견	목표주가
금호석유 (011780)	2008/09/24	Buy(Maintain)	60,000원
	2008/10/14	Buy(Maintain)	60,000원
	2008/11/19	Buy(Maintain)	60,000원
	2009/01/09	Buy(Maintain)	40,000원
	2009/02/05	Buy(Maintain)	40,000원
	2009/07/03	Buy(Maintain)	40,000원
	2009/12/30	Suspended	Suspended
	2010/06/16	Buy(Reinitiate)	100,000원
	2010/09/29	Buy(Maintain)	90,000원
	2010/10/25	Buy(Maintain)	95,000원
	2011/01/18	Buy(Maintain)	200,000원
	2011/01/19	Buy(Maintain)	200,000원
	2011/02/09	Buy(Maintain)	240,000원
	2011/03/10	Buy(Maintain)	240,000원



**투자의견 및 적용기준**

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~ -10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~ -20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상
업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상