

Analyst : 최경진 (02-3770-5329)  
ckj@hygood.co.kr

**Rating Buy(Initiate)**  
Target Price 15,000 원  
Previous N/A

# 금호석유화학(011780)

합성고무 시장을 보면 주가 상승이 보인다.

**주가지표**

종합주가지수(6/10)	782.30 P
주가(6/10)	7,950 원
시가총액	2,021억 원
52주 최고	9,100 원
최저	2,080 원
3M 평균거래량	880,466 주
자본금	1,707.5억 원
최대주주 지분률	박철완 5.77 %
외국인 지분률	8.72 %

■ 동사는 국내는 물론이고 아시아지역 합성고무 시장을 주도하고 있는 업체임. 천연고무 가격의 급등과 더불어 아시아지역 합성고무의 수요증가로 주력 사업부문인 합성고무의 산업전망은 긍정적인. 중국지역으로 메이저 타이어업체들이 진출하면서 아시아지역의 합성고무 수요는 지속적으로 증가할 것으로 전망됨.

■ 2/4분기 SM, Butadiene의 가격 급등으로 2/4분기에는 제품의 수익성이 감소한 것으로 예상됨. 하지만, 이후부터는 이익기여도가 높은 합성고무 사업부문을 중심으로 제품가격 인상을 통해 수익성 회복을 이루어낼 것으로 전망됨.

■ 지분구조를 통해 볼 때 동사는 금호그룹의 지주회사 역할을 하고 있음. 과거 그룹의 구조조정을 이루는 과정에서 영업외적인 비용과 지배구조 리스크로 인해 동사의 주가는 할인요인이 있었음. 그룹 차원의 분사와 지분 및 부동산 매각의 과정을 거치면서 보유지분에 따른 영업외적인 리스크는 크게 감소한 것으로 판단됨.

■ LG(주)에 이어 그룹사들이 장기적으로 지주회사로의 전환을 시도하고 있다는 점에서 동사에 대한 관심도 높아질 수 있을 것으로 판단됨. 그룹 내에서 운수서비스산업의 중심축을 이루고 있는 금호산업과 계열사 지분에 대한 부담을 나눌 수 있다면 동사의 기업가치 재고에 긍정적일 것으로 사료됨.

■ 2004년도 예상 EPS 2,526원에 PER 6.0배를 적용하여 산출한 15,000원을 목표주가로 하고, 투자의견 Buy를 제시함. 관계회사의 지분가치에 대한 평가 및 주력 사업부문 위주의 성장을 감안하면 PER 6.0배 적용에 무리가 없을 것으로 판단됨.

**투자의견 변동추이**

일자	투자의견	목표주가
----	------	------

Relative Performance



주요 재무지표

(단위: 억원, 원, 배, %)

	2001	2002	2003	2004(E)	2005(F)
매출액(억원)	9,859	10,678	11,989	13,698	14,250
%yoy	118.0	8.3	12.3	14.2	4.0
영업이익(억원)	899	732	782	994	1,101
%yoy	589.3	-18.6	6.8	27.1	10.8
경상이익(억원)	-1,742	148	240	1,048	1,137
%yoy	적합	흑전	62.2	336.7	8.5
순이익	-1,335	109	210	756	819
%yoy	적합	흑전	91.4	260.0	8.3
EPS	-2,989	322	739	2,526	2,741
P/E(배)	N/A	13.5/6.6	9.3/2.8	3.1	2.9
EV/EBITDA(배)	5.1	5.8	4.5	4.5	4.3
부채비율(%)	186.3	215.0	157.0	145.0	148.0

EPS는 자사주를 가중평균 발행주식수에 포함하여 계산하였음.

투자의견	Strong Buy	향후 6개월간 시장대비 +40% 이상 상승	Marketperform	향후 6개월간 시장대비 -10~+10% 변동
	Buy	향후 6개월간 시장대비 +11~+40% 상승	Underperform	향후 6개월간 시장대비 -10 이상 하락
	Trading Buy	자료, 상황, 이슈에 따라 단기적으로 +11~+40% 상승		

\* 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다.  
\* 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1% 이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.  
\* 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며 홈페이지 공표 이전에 특정기관에 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2분기 이익은 원료가격 강세로 주춤, 3분기부터 회복 가능**

2/4분기 이익규모는 직전분기에 비해 감소할 것으로 예상됨. 원료가격 급등에도 불구하고 전년 동기와 비교하면 큰 폭으로 증가.

동사는 합성수지(ABS, PS 등)와 합성고무(SBR, BR 등)를 주력으로 하는 업체다. ABS 및 PS수지는 SM가격의 지속적인 강세와 제품의 공급과잉문제로 인해 안정적인 영업활동에 어려움을 겪고 있는 형편이다. 반면에 합성고무부문은 천연고무 가격의 강세와 더불어 합성고무의 주요 수요처인 타이어수요의 증가로 업황이 호전되면서 이익 기여도가 커지고 있다. 다만, 2/4분기에는 합성고무의 주요 원료인 부타디엔 가격이 비교적 큰 폭으로 상승함에 따라 지난 연말 이후 1/4분기까지 이어오던 수익개선 추세가 잠시 주춤할 것으로 예상된다.

일반적으로 Upstream 부문의 제품가격은 Spot가격의 상승에 따라 실제 판매가격에 즉각적으로 반영되는 반면 Downstream으로 갈수록 원료가격의 제품반영 속도가 느려진다. 동사의 경우에도 2/4분기에 크게 상승한 원료가격을 제품가격에 충분히 반영하지 못하고 있는 것으로 파악되며, 이로 인해 2/4분기 이익규모는 전 분기 대비 크게 축소될 것으로 판단된다. 특히 합성수지부문은 ABS 등의 공급과잉으로 인해 원료가격 상승부문에 대한 제품가격 전가가 용이하지 않을 것으로 보인다. 하지만, 합성고무부문의 2/4분기 원료가격 인상에 따른 수익성 악화 부문은 긍정적인 업황을 바탕으로 3/4분기 이후 회복할 것으로 예상된다.

동사의 2/4분기에 있어 매출은 매출량 증가와 원료가격 인상분이 제품가격에 소폭 반영되면서 전 분기 대비 미미하지만 증가세를 지속할 것으로 예상된다. 반면에 영업이익은 원료가격 인상이 제품가격에 충분히 반영되지 못하면서 비교적 큰 폭으로 감소할 것으로 추정된다. 하지만 전년 동기와 비교했을 때에는 대폭 증가한 실적이다. 2/4분기 예상실적을 정리하면 전년동기 대비 매출 및 영업이익은 22.9%, 153.1% 증가, 전분기 대비해서는 매출은 2.8% 증가, 영업이익은 29.6% 감소할 것으로 보인다.(자세한 수치는 아래 실적추정을 참고)

2/4분기 하락한 마진은 3/4분기부터 회복 가능

합성고무에 있어 세계적으로 타이어산업을 비롯한 전방산업이 활기를 띄면서 천연고무 및 합성고무의 제품가격은 물론 이들의 원료가격도 동반 강세를 나타내고 있다. 특히, 부타디엔, 스타일렌 모노머의 경우 생산업체들의 정기보수가 겹치면서 단기적으로 크게 상승했다. 큰 폭의 상승이 있었던 만큼 추가적인 상승은 제한적인 것으로 기대되는 상황이며 원료가격 상승에 따른 제품가격의 상승을 고려하면 3/4분기부터는 영업상황의 호조가 예상된다.

**금호석유화학 실적추정**

(단위 : 억원)

	03년					04년					05년(E)
	1Q	2Q	3Q	4Q	Total	1Q	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)	Total(E)	
매출액	2,958	2,824	2,887	3,320	11,989	3,374	3,470	3,427	3,427	13,698	14,250
합성고무	1,295	1,414	1,290	1,496	5,495	1,555	1,620	1,575	1,533	6,283	6,398
합성수지	1,388	1,151	1,354	1,557	5,450	1,549	1,582	1,564	1,610	6,305	6,325
기타	275	259	243	267	1,044	270	268	288	284	1,110	1,527
매출총이익	521	378	436	610	1,945	603	524	559	572	2,258	2,345
매출총이익율(%)	17.6%	13.4%	15.1%	18.4%	16.2%	17.9%	15.1%	16.3%	16.7%	16.5%	16.5%
영업이익	252	81	140	309	782	291	205	241	257	994	1,101
영업이익율(%)	8.5%	2.9%	4.8%	9.3%	6.5%	8.6%	5.9%	7.0%	7.5%	7.3%	7.7%
합성고무	119	103	109	197	528	167	129	153	155	604	622
영업이익율(%)	9.2%	7.3%	8.4%	13.2%	9.6%	10.7%	8.0%	9.7%	10.1%	9.6%	9.7%
합성수지	74	-76	10	46	54	34	8	17	24	83	95
영업이익율(%)	5.3%	-6.6%	0.7%	3.0%	1.0%	2.2%	0.5%	1.1%	1.5%	1.3%	1.5%
기타	59	54	21	66	200	90	68	71	78	307	384
영업이익율(%)	21.5%	20.8%	8.6%	24.7%	19.2%	33.3%	25.4%	24.7%	27.5%	27.7%	25.1%

자료 : 금호석유화학 사업보고서, 한양증권 리서치센터 추정

**합성고무부문 위주의 투자 전략추진**

합성수지 사업부문은 불확실성이 높은 상황, 반면에 합성고무 사업에 대한 전망은 긍정적임. 합성고무사업부문과 관련하여 투자확대

동사는 에너지 비용 절감 및 전략사업부문에 대한 설비 증설을 통해 수익성 확보에 주력하고 있다. 전술한바와 같이 동사는 ABS, PS로 대표되는 합성수지부문과 HBR, SBR로 대표되는 합성고무부문을 주력으로 하며 이 부문 매출이 전체 매출의 90%를 상회한다. 매출을 기준으로 하면 두 사업부문에 있어 매출수준은 비슷한 규모를 나타내지만, 이익 기여도에서는 큰 차이를 보이고 있다. 특히, ABS수지의 경우 국내외 생산 업체들의 공격적인 설비증설로 인하여 공급과잉 현상이 빚어지고 있어 향후에도 수익성 확보에 어려움을 겪을 것으로 판단된다. 이에 동사는 합성수지 사업부문에 대한 투자에는 유보적인 입장을 취하는 한편, 강점을 보유하고 있는 합성고무 관련 투자에 치중하면서 규모와 더불어 이익규모의 확대를 모색하고 있다.

국내 합성고무시장은 현대석유화학과 동사가 과점하고 있는 상황이며 생산 Capa를 기준으로 했을 때 현대석유화학과도 비교대상이 아니다. 단일기업으로는 아시아지역 최대 생산능력을 보유하고 있으며 국내 합성고무 생산의 85% 정도를 차지하고 있다. 규모를 바탕으로 국내는 물론 아시아지역의 합성고무 가격에도 상당한 영향력을 확보하고 있다. 동사는 이러한 우월한 시장을 지위를 기반으로 현재 58%인 부타디엔 자급율을 60%로 확대하면서 합성고무의 설비증설도 추진하고 있다.

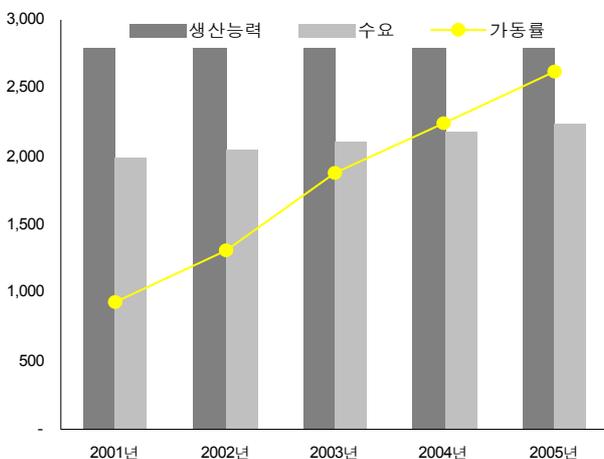
**금호석유화학 설비투자 내용**

	내 용	효 과
Coal Boiler 가동	* B-C Boiler → Coal Boiler 대체 * 투자비 : 509억원 (에너지자금 : 432억원)	* 톤당 스팀 제조원가 개선 (약 35%↓) * 손익개선효과 : 139억원/년
BD Revamping	* 투자비 : 64억원 * Capa. Up : 13천톤/Yr	* BD 자급율 재고 : 58% → 60.6% * 손익개선효과 : 30억원/년
SBR 증설	* 투자비 : 22억원 * Capa. Up : 10.5천톤/Yr (227.5천톤 → 238천톤)	* 매출증대 : 120억원/년 * 손익개선효과 : 18억원/년
HBR증설	* 투자비 : 28억원 * Capa. Up : 14천톤/Yr (95천톤 → 109천톤)	* 매출증대 : 120억원/년 * 손익개선효과 : 18억원/년
수지 가동을 제고	* 해외유통망 확충 (신규지사 설립) * Captive User 확보 (하이얼, 커룽) * 해외 T/S 활동 강화	* 판매량 증대 : 54천톤↑ * 손익개선효과 : 62억원/년

자료 : 금호석유화학 제공자료 참고

BR 수급상황 및 가동률추이

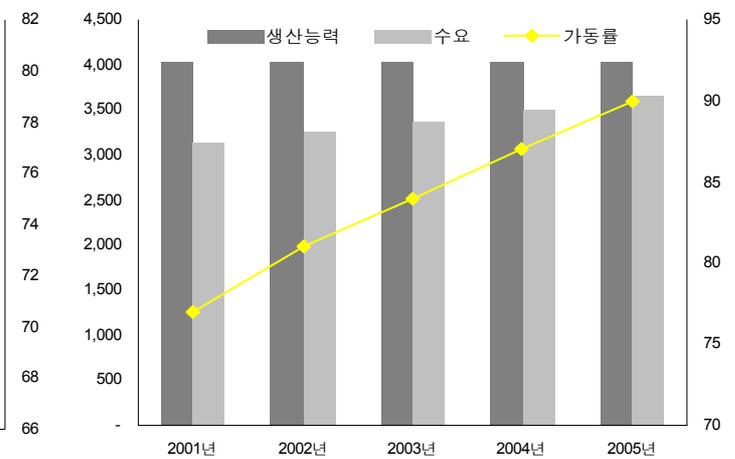
(단위 : 천톤, %)



자료 : IISRP자료 참고

SBR 수급상황 및 가동률추이

(단위 : 천톤, %)



자료 : IISRP자료참고

**관계회사 지분, 긴 안목으로 보면 동사의 가치를 높이는 요소**

최근 지주회사에 대한 관심이 높아지고 있는 것을 감안할 때 금호그룹의 지분구조 변화 가능성도 예상할 수 있음

동사는 금호그룹의 주력업체인 금호산업과 아시아나항공의 지분을 보유하고 있는 금호그룹에 있어 실질적인 지주회사다. 건설과 타이어부문의 합병에 이은 타이어부문의 분사와 지분매각, 부동산 매각의 과정을 거치면서 그룹 전반에 걸친 체질개선이 이루어졌으며, 이를 통해 지주회사 역할을 하고 있는 동사의 영업외적인 리스크도 크게 감소한 것으로 평가된다.

금호그룹은 운수서비스산업, 건설, 화학산업을 주력으로 하고 있다. 최근 지주회사에 대한 관심이 높아지면서 일부 그룹사들이 지주회사에 대한 장기적인 비전을 제시하고 있다. 금호그룹의 경우에도 지주회사체제로의 변화를 추구하는 그룹들과 유사한 단계를 거칠 것으로 예상된다. 덧붙이며 운수서비스 산업의 중심축을 이루고 있는 금호산업과 계열사 지분에 대한 부담을 나눌 가능성도 있다고 판단된다. 이에 비추어볼 때 장기적으로 동사는 관계회사 지분에 대한 부담을 덜 수 있을 것으로 보이며 유동성 확보를 통한 차입금 축소 및 핵심역량 강화에 보다 힘을 보탤 수 있을 것으로 판단된다. 동사가 보유하고 있는 관계회사 지분은 장차 새로운 평가가 가능할 것으로 보인다.

**주요 관계회사 현황**

(단위 : 억원, 원, %)

	기말장부잔액	지분율	순이익			전년도 주당배당금	시장가치
			03년도	02년도	YoY		
금호산업	1,036	45.34	206	-1,049	흑전	100(150)	1,237
아시아나항공	1,194	15.05	-382	1,751	적전		600
금호종합금융	21	1.99	-290	23	적전		3
금호개발	293	49.98	5	51	-90.2		
금호미쓰이화학	250	50.00	-5	44	적전	500	
금호폴리캠	54	50.00	63	99	-36.4	750	
금호생명	644	32.69	406	459	-11.5		
금호P&B화학	191	15.43	-195	-174	적지		

자료 : 금호석유화학 사업보고서 참고, ( )는 우선주 배당금

**목표주가 15,000원, 투자의견 Buy 제시**

2004년도 예상 EPS에 PER 6.0배를 적용하여 산출한 15,000원을 향후 6개월 목표주가로 제시

2004년도 예상 EPS 2,526원에 PER 6.0배를 적용하여 산출한 15,000원을 목표주가로 하고 투자의견 Buy를 제시한다.

합성고무 사업부문의 장기적인 전망이 긍정적이고, 합성고무 수요의 증가로 가격 강세가 예상되는 부타디엔의 증설을 통한 자급도 향상으로 양호한 수준의 외형 및 이익 증가가 예상된다. 2002년 이후 ABS를 비롯한 합성수지 사업부문의 이익기여도는 이미 현저히 낮아진 상태이므로 이 사업부문의 불확실성에 대해서 크게 고려하지 않아도 될 것으로 판단된다.

전술한 바와 같이 장기적인 안목으로 볼 때 관계회사의 지분가치는 점차 동사의 주가에 반영될 것으로 보이며, 이익기여도가 큰 합성고무 사업부문의 긍정적인 전망을 고려할 때 PER 6.0배 적용에 무리는 없을 것으로 보인다.

본 자료는 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거 작성되었지만, 당사와 분석담당자는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자이사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임 하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 및 결과에 대해 책임지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 무단으로 복제, 전송, 인용 및 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.