

보 고 일 : 05. 5. 21(토)
작 성 자 : 김 영 태
안 치 선

기 업 분 석

금 호 석 유 화 학

요 약	1
I. 산 업 분 석	2
II. 기 업 현 황	4
III. 기 업 전 망 과 리 스 크	9
IV. V a l u a t i o n	15

기업분석 05.5.21

금호석유화학(011780)

Buy

Analyst 김영태(017-420-3948)
augustus2030@hanmail.net
안치선(011-9826-6219)
crazird@hanmail.net

현재가 17,400원
12개월 적정주가 19,700원
KOSPI 952.09

시가총액 4423억원
발행주식수 25,424천주
액면가 5,000원

120일 평균주가 18,600원
52주 최고가 22,700원
52주 최저가 5,100원
배당수익률 4.9%(04)
유동주식비율 30.8%
외국인지분율 18.59%

주요주주
최대주주및특수관계인 40.03%
CRMC 7.55%

기대수익률 E(R) 16.66%
위험 (σ) 22%
베타 (β) 1

Turn Around !

- 동사는 지난 2004년 하반기부터 유화경기 강세와 구조조정 마무리, 낮은 Valuation을 바탕으로 강한 Re-rating을 기록
- 국내 합성고무 1위 기업이며 금호아시아나 그룹의 실질적인 지주회사임. 주력 제품은 합성고무와 합성수지.
- 유화경기는 금년 고점을 확인하고 내년부터 하강세로 접어들 전망. 그러나 합성고무는 중국발 수요 증가로 견조한 상승세를 지속할 것으로 예상됨. 더불어 금년 최악의 상황을 겪은 합성수지 마진도 주원료인 SM 공급량 확대에 따라 개선될 전망.
- 98년 이후부터 실시한 구조조정 성과의 시현으로 지주회사 리스크는 완화된 것으로 보임. 구조조정 이후의 그룹사 실적개선으로 지분법 평가손익의 대폭 증가
- 부채비율 하락, 신용등급상승등 안정적 재무구조 구축과 정기 IR실시, 자사주 소각등 주주가치 제고노력으로 인한 투자매력 상승

12월31일 결산기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EVITDA (배)	배당수익률 (%)	부채비율 (%)
2002	1067.8	73.2	10.9	720	3.05	0.14	2.5	6.36	0	215
2003	1198.9	78.2	21.0	1150	4.51	0.27	3.8	8.01	4.81	157
2004	1507.7	114.6	134.4	7092	1.97	0.49	18.7	4.75	3.57	126.2

참고: 공시자료,

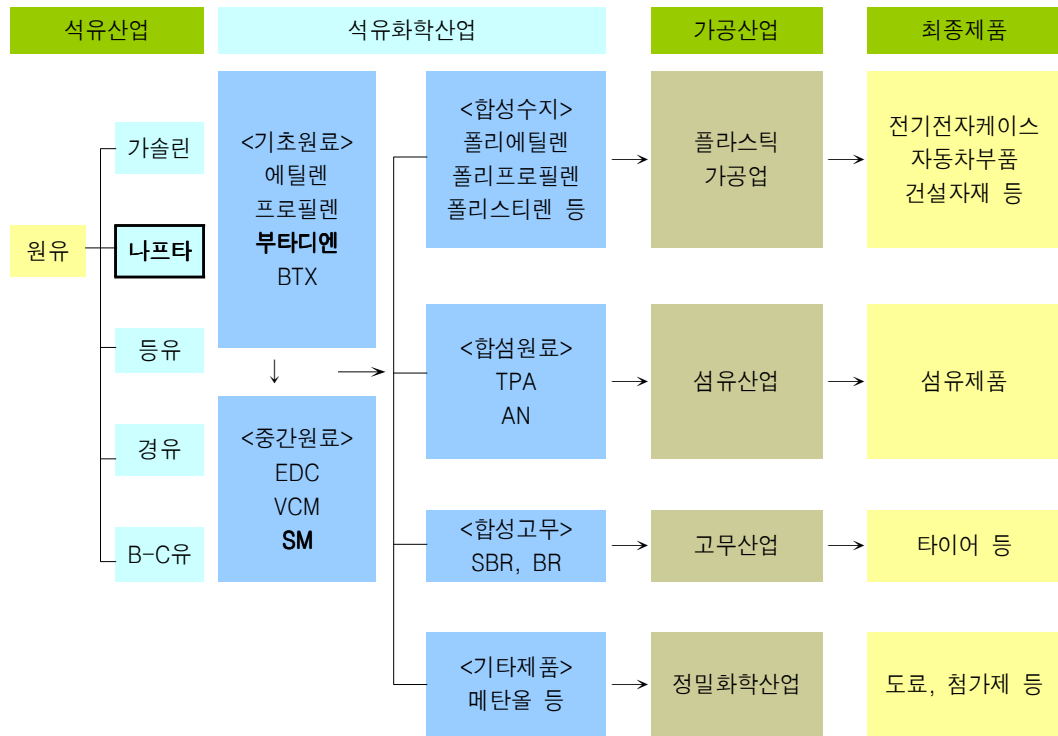
I. 산업 분석

■ 석유화학 산업은

석유(나프타 등) 또는 천연가스 등을 원료로 하여 합성수지, 합성섬유원료, 합성고무 등 화학제품을 제조하는 산업으로 한국표준산업분류상 기초유기화학물질제조업, 기타기초화학물질제조업, 합성고무제조업, 합성수지제조업을 말한다.

석유화학 제품의 주요 원재료는 나프타로 원유정제과정에서 추출되며, NCC(Naphtha Cracking Center)에서 생산되는 기초원료를 바탕으로 <그림 1>과 같이 수직계열화된 제조과정을 통해 가공된다. 특히, 석유화학 제품은 천연소재의 대체품으로서 가전, 컴퓨터, 전기전자, 자동차, 타이어, 섬유, 건축소재, 비료, 농약, 페인트, 화장품 등의 기초소재 및 중간원료로 사용되어 산업 전반에 사용되지 않는 곳이 없을 정도로 용도가 다양하고 필수적인 산업이다.

<그림 1> 석유화학 산업의 제품 제조과정과 용도



출처 : 한국석유화학공업협회

■ 산업의 특징

- 1) 자본집약형
- 2) 수직계열화 필수
- 3) Cyclic 업황 전개

석유화학산업은 NCC 설비를 기본으로 하여 기초유분과 관련유도제품 공장들이 수직 계열화를 이루는 전형적인 자본집약형 장치산업으로 초기 투자비용이 매우 크며(1개단지 건설시 20억\$ 전후 소요) 이에 따라 대기업 위주의 대량생산 체제가 자리 잡고 있다. 또한 파이프 라인을 통한 일괄 수직 생산 체계로 관련 유도품을 생산하는 방향으로 사업을 전개하므로 유도품의 다양화와 용도 개발을 통한 수요 확대로 사업을 확장하고 있다.

대규모의 시설 투자 비용은 일정 주기의 계단식 공급 증가를 유도하게 되어, 수요나 가격 변동에 따른 공급 탄력성이 작은 편이다. 이는 결국 수급여건에 따라 심한 가격변동을 초래하게 되고, 일정한 산업 업황 Cycle(7~10년)을 갖게 된다.

이에 따라 통상적으로 석유화학 업체들의 실적도 기술이나 품질 측면보다는 1)제품의 수급상황에 따른 가격변동, 2)수직계열화의 완성도 및 가동률에 결정적인 영향을 받게 된다. 특히 원재료인 나프타가 원유가격과 밀접하게 연동됨에 따라 유가 향방에 따른 원가 부담을 얼마나 해소할 수 있느냐인 3)가격 전가(Cost-push) 능력에 수익성이 결정된다.

4) 낮은 기술 장벽

석유화학산업은 생산 기술의 표준화 및 범용화로 기술 장벽이 낮은 반면, 대규모 생산체제에 의한 규모의 경제가 적용되고 있어 수직계열화된 Complex의 조성과 항만 등의 유틸리티 공동 이용을 통한 부단한 생산원가 절감 노력이 요구되며 이에 따른 가격경쟁력이 국제 경쟁의 주요 변수로 작용한다. 덧붙여 세계 수출입 규모가 확대되면서 국내 경기는 물론 수출 대상국 경기 에 대한 의존도가 높아지고 있다.

5) 규모의 경제

■ (주)금호석유화학이 영위하는 하위 산업

합성고무

합성고무산업은 천연고무와 유사한 성상을 지니는 합성고무를 이용하여 타이어, 신발, 기타산업용 고무제품의 주원료를 생산하는 사업으로 후방산업부문으로는 정유산업 등이 있으며 전방 산업부문으로는 타이어, 신발제조산업 등이 있다.

90년대 중반 과점체제가 형성되며 가격경쟁이 심화되었으며, 전세계적으로 공급과잉상태이나, 수 년째 공급량이 정체된 반면 자동차산업의 성장 및 그에 따른 타이어산업의 성장세로 수요는 꾸준한 증가세를 유지하고 있다.

합성수지

합성고분자물질의 총칭인 합성수지를 제조하는 산업으로 소위 플라스틱, 스티로폼 등의 주원료가 되는 제품을 생산하며 전방산업으로는 주로 가전, 자동차의 플라스틱소재 산업 등이 있으며, 합성고무와 더불어 석유화학의 대표적인 산업이다. 전방산업 제품의 복합화, 첨단화 및 고부가가치화로 인해 첨단 기술과 고객의 다양한 Needs가 요구되며 이를 위한 기술서비스가 발전되고 있다.

현재 범용위주의 생산에서 고부가가치 산업으로의 이전이 지속적으로 이루어지고 있는 추세이나 품목별로 평균 5-6개사간의 완전경쟁이 벌어지고 있으며 가격경쟁과 공급초과로 인한 채산성이 급격히 악화되어 있다. 특히 유화, 가전시장을 중심으로 중국의 고속성장세가 지속되고 있으며, IT산업의 급성장으로 관련제품의 수요가 증가 추세이나 중국을 비롯한 동남아 주요개도국의 시설능력 증가로 수출경쟁력이 점차 심화되고 있다.

고무약품

최대 수요처는 타이어업계와 합성고무업계, 고무부품업계이며, 주로 자동차 업계의 경기에 영향을 받는 한편 기술집약성을 타 분야보다 높게 요구되는바 시장이 지속적으로 확대되고 있다. 국내시장은 물론 해외시장 모두 공급과잉 상태로 향후 선도업체 위주로 업계가 재편될 때까지 가격경쟁이 예상된다.

II. 기업 현황

■ 일반개요

(주)금호석유화학(KumhoPetrochem, A011780)

본사 : 서울시 종로구 신문로 1가 57번지 금호아시아나빌딩 / 주식담당자 : 02-6303-3153

업종	[화학]기초 화학물 제조업	http://www.kkpc.com
대표자	김흥기	전일종가(05.5.20) 17,400원
계열명	금호아시아나	시가총액 4423억원
설립일	1970/12/28	외부감사인 삼일회계법인(적정)
상장일	1988/01/22	PER 2.45배
종업원수	932	PBR 0.59배

■ 사업동향

주력제품 :
합성고무, 합성수지

동사는 SBR, BR, SB-Latex, NBR 등이 주력제품인 합성고무 생산업체로 2000년말 ABS, PS 등의 합성수지 계열을 주력으로 한 금호케미칼을 흡수합병, 현재에 이르고 있으며 금호아시아나 그룹의 실질적인 지주회사이다.

합성고무 강세

합성고무의 경우 SBR, BR의 생산능력은 각각 23.8만톤, 15.5만톤으로 국내 생산능력의 75%, 80% 이상을 점유하고 있어 사실상 독과점 상태이다. 또한 수년째 중국을 제외한 국내외에 대규모 공장증설 및 증설 계획이 없고, 전 세계 생산능력이 정체된 상태에서 중국발 수요의 꾸준한 증가(7~8%)와 중동, 동유럽, 아시아의 견조한 수요 증가(3~4%)가 지속되고 있어 수익성이 개선되고 있다.

합성수지 약세

그러나 합성수지 부문은 생산능력 점유율이 ABS 16.1%, PS 20.3%에 그쳐 가격선도 및 시장지배력이 합성고무보다 많이 떨어진다. 특히 경쟁사와 비교시 1)동사가 Captive-Market을 보유하지 못한 반면 LG화학, 제일모직은 각각 LG전자, 삼성전자라는 강력한 Captive-Market을 보유, 고부가가치제품 비중이 높은 IT업계에 납품하고 있다. 2)또한 제품의 수직계열화를 통한 원가 절감이 절실한 석유화학업계에서 합성수지의 주 원료인 SM을 LG화학은 전량 자급, 제일모직이 계열사인 삼성중합화학으로부터 조달하는 것에 비해 열위인 상태이다.

금호석유화학 주요 제품 생산능력 및 생산능력 점유율

04. 6월 기준

구분	합성고무				고무원재료 BD	합성수지			
	SBR	SB-Latex	BR	NBR		ABS	PS	EPS	PPG
생산능력(천톤)	180	70	155	30	227	220	177	90	40
국내 점유율(%)	75.0	35.9	81.7	65.2	-	16.1	20.3	-	14.0

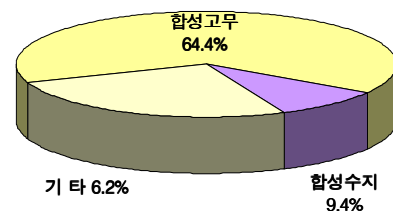
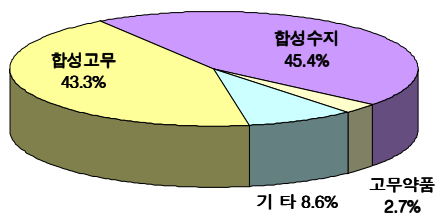
출처 : 석유화학공업협회

매출액 구성비

(단위:억원)

영업이익구성비

(단위:억원, (영업이익률,%))



구분	2002	2003	2004	2005 1Q	구분	2003	2004	2005 1Q
합성고무	4436	5473	6958	2244	합성고무	528 (9.6)	702 (10.1)	266 (11.9)
합성수지	5191	5407	6936	1651	합성수지	54 (1.0)	136 (2.0)	-56 (-3.4)
고무약품	353	283	405	351	기타	200 (13.5)	308 (16.1)	86 (24.5)
기타	698	1199	1508		합계	782 (6.3)	1146 (7.2)	296 (7.0)
합계	10678	12362	15807	4246				

■ 기업 지배 구조

동사의 주요 주주 현황은 다음과 같이 대주주가 안정적인 지분을 확보하고 있으며, CRMC, SMALLCAP world fund, inc는 단순투자목적용대량투자자이다.

주요 주주 현황(보통주)

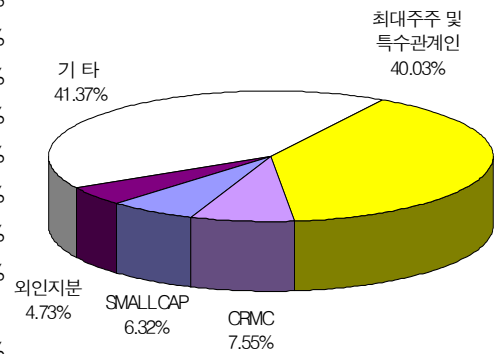
05. 3. 31기준

발행주식총수 25424447주 (우선주 3023486주 제외)

안정적인 대주주 지분을

최대주주 및 특수관계인

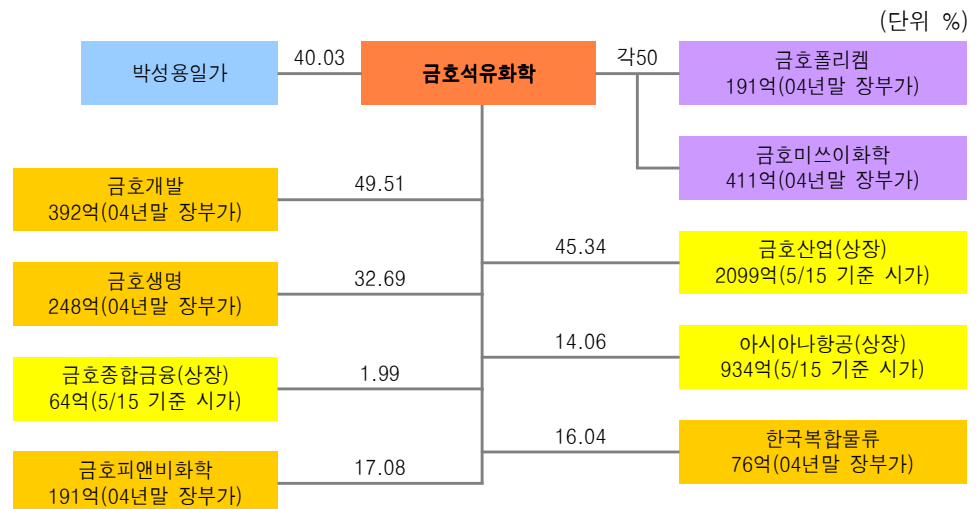
박성용	1362512주	5.36%
박삼구	1346512	5.30%
박찬구	1346512	5.30%
박재영	1182050	4.65%
박철완	2544562	10.01%
박세창	1198050	4.71%
박준경	1198050	4.71%
합계	10,178,248	40.03%
대량보유자		
CRMC	1919150	7.55%
SMALLCAPworldfund	1606960	6.32%



출처 : 금융감독원전자공시

동사는 금호아시아나 그룹의 실질적 지주회사로 금호산업, 아시아나항공 등 주력회사와 금호폴리켄, 금호미쓰이화학, 금호피앤비화학 등의 화학계열사, 그리고 금호생명, 금호개발 등의 지분을 보유하고 있다. 현재 계열사 지분보유 현황 및 각 투자자산의 가치는 아래와 같다. 이러한 투자유가증권의 대량보유(04년 기준, 총자산의 42%)는 계열사에 대한 지분출자로 차입금 부담을 증가시키고 지분법손익의 반영으로 경산손익의 변동성을 크게 하여 투자판단에 유의할 필요가 있다.

금호아시아나그룹의 실질적 지주회사



■ B / S

(단위: 억원)

항 목	2001	2002	2003	2004
유동자산	2,964.3	2,923.2	2,684.8	3,667.2
현금과 예금	111.4	29.1	17.5	23.6
시장성유가증권	26.9	16.9	20.2	40.0
매출채권	1,342.4	1,261.4	1,224.8	1,279.0
재고자산	1,237.7	1,289.0	1,233.7	2,064.7
기타유동자산	245.9	326.8	188.6	259.9
고정자산	11,387.4	11,106.7	11,468.6	12,599.8
유형자산	5,520.6	5,306.3	4,968.7	4,888.9
토지/기계장치/건물등	8,048.5	8,279.4	8,139.0	8,853.0
(감가상각누계액)	2,970.7	3,590.7	4,034.3	4,406.1
순유형고정자산	5,077.8	4,688.7	4,104.7	4,446.9
건설중인 자산	442.8	617.6	864.0	442.0
투자자산	5,521.8	5,356.4	6,065.0	7,304.0
무형자산(영업권등)	345.0	444.0	434.9	406.9
기타자산(이연자산등)	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	14,351.7	14,029.9	14,153.4	16,267.0
유동부채	8,126.5	7,205.3	6,042.9	5,018.3
매입채무	1,112.0	1,305.7	1,283.8	1,619.2
미지급금	709.3	638.4	685.9	891.6
단기차입금	3,891.8	2,763.9	2,090.4	1,468.0
유동성장기부채	2,270.3	1,577.3	990.7	945.8
기타유동부채	143.1	920.0	992.1	93.7
고정부채	1,395.9	2,370.4	2,603.8	4,058.0
사채	0.0	147.5	649.2	2,926.4
장기차입금	989.5	741.8	800.2	764.7
부채성충당금	234.6	206.3	238.9	291.7
기타고정부채	171.8	1,274.8	915.5	75.2
부채총계	9,522.4	9,575.7	8,646.7	9,076.3
자본금	1,707.5	1,707.5	1,707.5	1,422.4
자본잉여금	3,281.2	3,281.2	3,019.5	3,035.3
이익잉여금	-314.5	-261.7	199.9	1,481.0
자본조정	155.1	-272.8	579.8	1,252.0
자본총계	4,829.3	4,454.2	5,506.7	7,190.7
부채 및 자본총계	14,351.7	14,029.9	14,153.4	16,267.0

항 목	2001	2002	2003	2004
매출액	9,859.0	10,678.0	11,989.4	15,077.5
(매출액증가율)	-	0.083	0.123	0.258
매출원가	7,871.4	8,843.2	10,043.8	12,681.3
제품매출원가	7,856.6	8,771.8	9,957.3	12,613.0
상품매출원가	14.8	71.4	86.5	68.3
매출총이익	1,987.6	1,834.8	1,945.6	2,396.2
판관비	1,087.9	1,102.7	1,163.3	1,249.7
인건비	109.9	112.0	110.2	144.1
일반관리비	204.9	218.4	222.6	184.4
판매비	605.8	622.9	693.5	789.8
기타	167.3	149.4	137.0	131.4
영업이익	899.7	732.1	782.3	1,146.5
영업외수익	152.4	708.9	599.9	1,399.5
이자수익	32.7	40.1	25.9	32.7
외환이익	49.7	101.8	85.9	121.0
기타	70.0	567.0	488.1	1,245.8
영업외비용	2,793.8	1,292.9	1,141.8	900.4
이자비용	807.6	752.2	495.3	359.9
외환손실	58.5	111.6	74.5	113.9
기타	1,927.7	429.1	572.0	426.6
(지분법평가손익)	-1,812.0	528.0	359.0	1,171.0
(영업외수지)	-2,641.4	-584.0	-541.9	499.1
경상이익	-1,741.7	148.1	240.4	1,645.6
특별이익	0.0	0.0	0.0	0.0
특별손실	0.0	0.0	0.0	0.0
세전순이익	-1,741.7	148.1	240.4	1,645.6
법인세	-406.6	38.4	30.3	300.9
당기순이익	-1,335.1	109.7	210.1	1,344.7
감가상각비	13.4	16.8	15.5	14.7
EBITDA	913.1	748.9	797.8	1,161.2

■ 재무지표

구 분			계산식	2001	2002	2003	2004
수익성	총자산이익률(ROA)	총자산 영업이익률	영업이익/ 총자산	0.063	0.052	0.055	0.070
		총자산 경상이익률	경상이익/ 총자산	-0.121	0.011	0.017	0.101
		총자산 순이익률	순이익/ 총자산	-0.093	0.008	0.015	0.083
	자기자본이익률(ROE)	자기자본 영업이익률	영업이익/ 자기자본	0.186	0.164	0.142	0.159
		자기자본 경상이익률	경상이익/ 자기자본	-0.361	0.033	0.044	0.229
		자기자본 순이익률	순이익/ 자기자본	-0.276	0.025	0.038	0.187
	매출액이익률(ROS)	매출액 영업이익률	영업이익/ 매출액	0.091	0.069	0.065	0.076
		매출액 경상이익률	경상이익/ 매출액	-0.177	0.014	0.020	0.109
		매출액 순이익률	당기순이익/ 매출액	-0.135	0.010	0.018	0.089
활동성	총자산 회전율	매출액/ 총자산	0.687	0.761	0.847	0.927	
	자기자본 회전율	매출액/ 자기자본	2.041	2.397	2.177	2.097	
안정성	유동성 비율	유동 비율	유동자산/ 유동부채	0.365	0.406	0.444	0.731
		당좌 비율	당좌자산/ 유동부채	0.212	0.227	0.240	0.319
	레버리지 비율	부채 비율	총부채/ 자기자본	1.972	2.150	1.570	1.262
		이자보상 비율	(영업이익+감가상각비) / 이자비용	1.131	0.996	1.611	3.226
성장성	매출액 증가율	(당기매출액-전기매출액) / 전기매출액		0.083	0.123	0.258	
	영업이익 증가율	(당기영업이익-전기영업이익) / 전기 영업이익		-0.186	0.069	0.466	
	경상이익 증가율	(당기경상이익-전기경상이익) / 전기 경상이익		-1.085	0.623	5.845	
	순이익 증가율	(당기순이익-전기순이익) / 전기 순이익		-1.082	0.915	5.400	
	총자산 증가율	(기말총자산-기초총자산) / 기말 총자산		-0.022	0.009	0.149	

출처 : S.T.A.R.

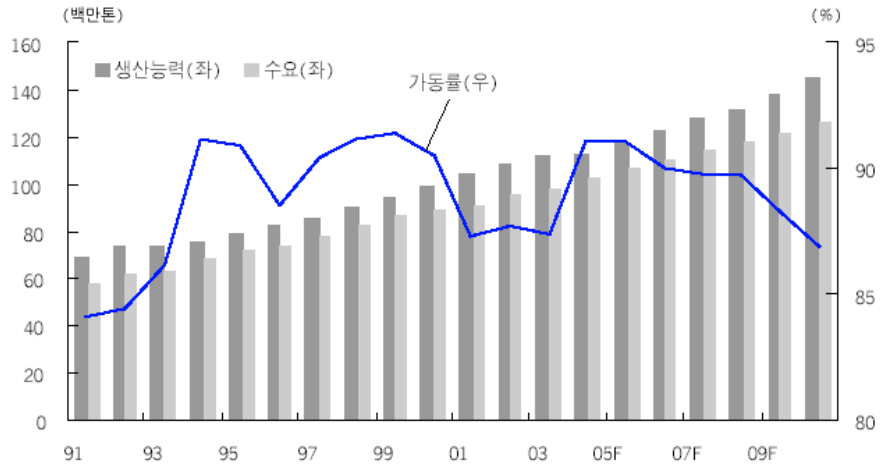
Ⅲ. 기업 전망과 리스크

■ 사업부문별 매출/이익 추이 및 전망

유화경기는 금년을 고점으로 내년부터 하강세

석유화학경기는 통상 에틸렌의 세계생산능력과 수요/가동률, 순수요 증분을 지표로 삼고 있다. 이는 에틸렌이 거의 모든 유화제품의 기초원료로 투입되어 유화제품의 전반적인 수급을 나타내기 때문인데 아래의 그래프를 바탕으로 유화경기가 금년을 고점으로 내년부터 본격적인 하강국면에 접어들 것으로 판단된다.

세계 에틸렌 생산능력과 수요, 가동률 추이 및 전망



자료: 업계 자료를 근거로 동원증권 작성

유화경기 고점일 금년은 합성고무와 수지의 마진이 크게 양극화

이러한 유화경기의 하강 국면은 동사에 미치는 영향은 사업부문별로 다르다. 합성고무 부문은 원유가 - BD - SBR, BR 등으로 이어지는 에 의한 가격전가(Cost-Push) 구조로 인해 유화경기의 국면에 별다른 영향을 받지 않는다. 또한 동사는 BD 자체 수요량의 60%를 자체 수급하고 있고, 자체조달 규모 확대를 위한 계획을 갖고 있어 수직계열화를 통한 원가 절감을 기대한다.

한편 합성수지를 비롯한 다운스트림 부문의 가격은 "Demand-Pull" 요인에 의해 크게 좌우되기 때문에 유화경기가 상승 국면일 경우 1)국제유가 및 나프타 가격상승에 따른 원가상승시 2)국내외 최종 수요자들의 강한 가격저항에 막혀 원가상승분 만큼의 판매가 상승이 힘들다. 그러므로 유화경기의 고점이 될 금년에 동사의 합성고무와 합성수지 부문 마진은 크게 양극화될 것으로 예상된다. 더군다나 국내 경쟁사에 비해 수직계열화된 사업부문이 없어 마진축소와 원가상승의 이중고는 당분간 심화될 것이다.

이는 금년 1분기에 합성고무가 매출 및 영업이익이 뚜렷하게 동반상승을 이어가는 반면, 합성수지는 매출이 작년대비 6.6% 증가했음에도 매출액 대비 3.4%의 영업손실을 기록한 사실에서도 확인할 수 있다. 따라서 유화경기가 하강세에 접어들 06년도 이후에 혹은, 합성수지의 주원료인 SM가격의 뚜렷한 하향 안정화 추세를 확인 후에야 합성수지 부문의 안정을 기대할 수 있다.

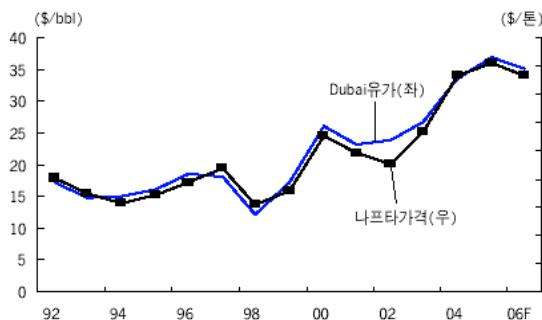
내년 이후의 실적은 전적으로 국제유가의 향방에 달려 있음

장기적으로 유화경기 하강에 따른 가격의 하락폭은 전적으로 국제유가의 향방에 달려 있다. 합성고무 사업의 경우 통상적으로 기초유분인 BD 가격이 하락시 수요자들의 즉각적인 가격인하 요구가 있었던 점을 감안하면, 추가적인 마진 확대는 기대하기 어렵다.

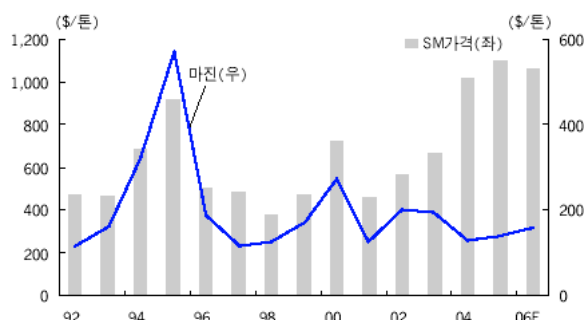
국제유가는 단기적으로 계절적 비수기에 진입한 점, 세계경기의 경기 하강화 우려, OPEC의 5월부터 예정된 증산계획으로 보아 하락할 가능성이 있으나 BRICs 국가들의 수요 급증세, 달러약세에 따른 OPEC의 고유가 정책을 감안했을 때, 점차 상승할 것으로 예상된다.

	2003					2004					2005E	2006E	2007E
	1Q	2Q	3Q	4Q	합계	1Q	2Q	3Q	4Q	합계			
합성고무													
매출액	1,295	1,414	1,290	1,496	5,495	1,555	1,565	1,878	1,960	6,958	9,045	9,498	9,688
영업이익	119	103	109	197	528	167	100	239	196	702	951	856	971
영업이익률	9.2%	7.3%	8.4%	13.2%	9.6%	10.7%	6.4%	12.7%	10.0%	10.1%	10.5%	9.0%	10.0%
합성수지													
매출액	1,388	1,151	1,354	1,557	5,450	1,549	1,691	2,059	1,637	6,936	7,051	7,544	8,148
영업이익	74	-76	10	27	35	34	28	107	-33	136	35	149	246
영업이익률	5.3%	-6.6%	0.7%	1.7%	0.6%	2.2%	1.7%	5.2%	-2.0%	2.0%	0.5%	2.0%	3.0%
기 타													
매출액	275	259	243	267	1044	270	270	274	370	1184	1302	1433	1532
영업이익	59	54	21	85	219	90	82	72	64	308	300	330	360
합계													
매출액	2,958	2,824	2,887	3,320	11,989	3,374	3,526	4,211	3,966	15,077	17,398	18,475	19,368
영업이익	252	81	140	309	782	291	210	418	227	1,146	1,286	1,335	1,577
영업이익률	8.3%	-4.5%	2.2%	15.0%	12.3%	1.6%	4.5%	19.4%	-5.8%	258.0%	15.4%	6.2%	4.8%

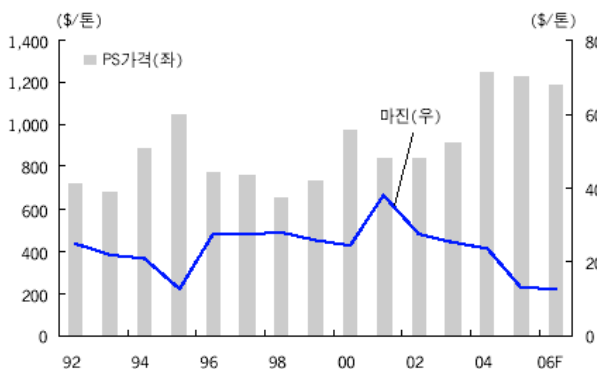
Dubai유 나프타 가격 추이 및 전망



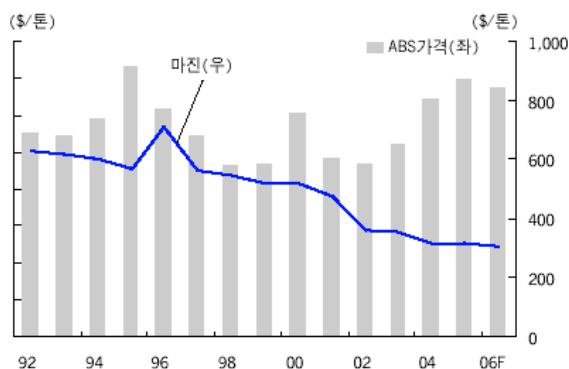
SM 가격, 마진 추이 및 전망



PS 가격, 마진 추이 및 전망(非수직계열화)



ABS 가격, 마진 추이 및 전망(非수직계열화)



■ 불안정한 수급 리스크

산업분석에서도 언급했듯이 국내 합성고무 및 합성수지 생산 업체는 원재료 및 제품의 수급상황에 크게 좌우된다. 전세계적으로 전반적인 공급과잉인 석유화학제품 시장에서 제품의 가격은

수요의 중국 의존도 심화

중국을 비롯한 BRICs 신흥시장의 성장세에 따라 좌우된다고 해도 과언이 아니다. 특히 중국은 세계 최대 수입국으로 2010년까지 수입물량의 지속적 증가가 예상되고 있으며, 자급률은 40%대로 부족분을 수입에 의존한다. 이에 따라 다국적 거대 석유화학 기업인 BASF, Shell, BP, ExxonMobil의 프로젝트(약 300만톤)가 2006년까지 계획되어 있어 국내기업들의 수요 증가세가 이어질지는 미지수로 남아 있다.

■ 지주회사 리스크

그룹 차원의 성공적인 구조조정 및 실적 개선

동사가 포함된 금호아시아나 그룹은 지난 98년 유동성 위험에 직면하였으나 03년까지 구조조정을 통해 자산유동화를 성공적으로 이루어냈고, 향후 향후 아시아나항공서비스, 자기주식등 전체 9540억원어치의 매각계획을 가지고 있다. 아래와 같이 강도 높은 구조조정을 통해 금호그룹 전체의 실적은 꾸준히 개선되었다.

금호그룹 구조조정 내역 (단위: 억원)

구 분	98-00	01	02	03	계
사업부 매각	2,298	-	100	4,150	6,548
부동산 매각	6,229	5,219	2,398	1,204	15,050
유가증권 매각	4,600	623	1,859	1,853	8,935
유상증자	8,178		100	501	8,779
기타자산 매각	2,804	188	986	1	3,979
계	24,109	6,030	5,443	7,709	43,291

출처 : 금호그룹

금호아시아나 그룹 전체 실적 추이 (단위: 억원.%)

구 분	99	00	01	02	03	04
매출액	53,995	62,237	64,903	68,284	70,169	85,434
영업이익	6,260	5,137	4,242	5,610	3,452	6,647
자산총액	111,707	113,857	101,774	91,507	101,270	111,664
부채총액	76,983	82,131	80,531	71,517	74,206	74,636
부채비율	221%	258%	379%	357%	274%	201%

출처 : 금호그룹

금호그룹 전체적으로 유동성이 커지고, 부채비율이 줄어들고, 매출액이 늘어나는 등 실적이 개선됨에 따라 그동안 금호석유화학 투자에 걸림돌로 작용하던 지주회사부담은 상당히 줄어든 것으로 보인다. 그러나 기업안정성 지표로 쓰이는 알트만모형에 의한 경우 시장평균(약 3.3)에 비해 상당히 낮은점은 여전히 그룹차원의 리스크가 존재함을 보여준다.

금호아시아나 그룹 알트만 지수

구 분	적용계수(1)	실제비율(2)	(1)×(2)
운전자본 구성비율	0.717	-0.079	-0.056
유보이익 구성비율	0.847	0.011	0.009
총자본 영업이익률	3.107	0.044	0.1367
부채비율의 역수	0.420	0.186	0.078
총자산 회전율	0.998	0.658	0.656
합 계(Z)			0.824

출처 : 금호그룹연결재무제표 (참고: z<1.20 부실기업판정, z>=2.90 건전기업판정, 그사이는 회색지대)

2004년도 지분법
평가이익 급증

동사가 보유하고 있는 계열사들의 실적개선은 금호석유화학에 지분법 평가이익으로 이어졌으며 2004년 금호석유화학의 순이익 급증의 주요원인으로 그룹의 주력계열사이며 금호석유화학이 많은 지분을 보유하고 있는 금호산업, 아시아나, 금호개발에서 많은 지분법평가이익을 얻었다.

기간별 지분법 평가손익 추이(공시자료)

(단위: 백만원)

구 분	2001		2002		2003		2004	
금호산업	-69,968	46.05%	20,413	46.42%	47,379	46.42%	50,836	45.34%
금호종합금융	138	1.93%	-311	1.78%	-89	1.99%	189	1.99%
아시아나항공	-42,887	15.51%	22,004	15.51%	-4,343	15.51%	41,844	14.61%
아시아나공항서비스	133	7.14%	270	7.14%	223	7.14%	당기처분	-
금호폴리켄	64,22()	50%	4,984	50%	2,958	50%	2,145	50%
한국복합물류	-	-	-	-	-	-	당기취득	16.04%
금호미쓰이화학	6,561	50%	2,205	50%	-182	50%	10,542	50%
금호피앤비화학	1,012	13.8%	-2,845		-2,724	15.43%	659	17.08%
금호개발	-49,009	99.47%	0	49.98%	-3,458	49.98%	12,757	49.51%
금호생명	-4,022	32.69%	3,843	32.69%	-5,061	32.69%	-1,914	32.69%
남경금호운태유한공사	1,849	15.3%	2,187	15.3%	1,214	15.3%	당기처분	-
합계	-149771		52750		35918		117058 (전년대비225%증가)	

2003년과 2004년의 지분법 손익 비교시 눈에 띄는 계열사는 아시아나항공, 금호미쓰이화학, 금호개발이다. 아래는 세 기업의 2개년 비교 요약재무제표이다.

3개사 요약재무제표

(단위: 억원)

구분	아시아나항공		금호미쓰이화학		금호개발	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
매출액	25,061	29,921	1,081	1,489	1,203	1,678
영업이익	333	1,423	69	260	138	164
영업이익률	1.3%	4.8%	6.4%	17.5%	11.5%	9.8%
경상이익	-221	2,801	-5	300	28	91
당기순이익	-382	2,681	-5	213	5	87
자산총계	38,493	37,626	1,526	1,451	3,108	4,084
부채총계	32,624	28,859	885	623	2,894	3,461
자본총계	5,869	8,767	641	828	214	623
부채비율	555.9%	329.2%	138.3%	75.2%	1351.5%	555.5%

출처: 금호그룹

지분법 평가이익에 대한
평가 및 전망

동사 자체의 영업이익(114,648백만원)보다 더 많은 지분법평가이익을 얻었다는 점이 우선 눈에 띈다.

지분법 평가이익 비중이 높은 것은 일시적으로 화학산업이 부진하더라도 지분법 이익을 통해 이익창출을 가능하게한다는 점은 긍정적일 수 있지만, 현금흐름과 직접적인 상관이 없는 지분법손익의 반영으로 경상손익의 변동성을 크게 한다는 점은 부정적으로 보인다. 특히 환율이나 유가등 영업 외적요소에 민감하게 반응하는 아시아나 항공의 보유가 이러한 변동성을 특히 크게 하고 있다.

향후 지분법 이익에 대한 전망은 구조조정을 통한 계열사들의 실적개선이 2004년부터 본격반 영되는 것으로 생각되어 앞으로 실적이 크게 악화될것으로 보이지 않으며, 2005년 하반기 이후 경기회복 전망과 맞물려 보수적으로 추정해도 금호석유화학의 지분법평가이익이 크게 악화되지는 않을 것으로 보인다. 다만 투자유가증권의 대량 보유 리스크를 줄이기 위해 양적, 질적 측면을 고려한 구조조정은 있어야 할 것으로 보인다.

■ 개선되는 재무구조와 향상되는 대외인지도

부채비율의 하락 및 이자보상배율의 상승

부채비율과 이자보상배율의 하락은 구조조정기간 중에 자산 매각을 통해 2001년 64억, 2002년 98억, 2003년에 235억원의 자금을 조달하여 차입금 감축에 사용한다에 기인한다. 앞으로 추가적인 대규모 자산매각은 없을 전망이다, 영업상황의 호전에 따른 현금흐름의 개선으로 인해 부채비율이 계속 줄어드는 등 재무구조가 개선될 것으로 보인다.

구 분	2001	2002	2003	2004
부채비율	1.972	2.150	1.570	1.262
이자보상배율	1.131	0.996	1.611	3.226

신용등급상향 조정

2005년 5월16일 금호석유화학의 신용등급이 BBB-에서 BBB로 상향조정되었다. 이는 금호석유화학의 실적호전 및 그룹차원의 실적개선에 의한 것으로 보인다. 신용등급의 상향으로 금리하락에 따른 이자비용감소와 차입금에서 단기차입금 비중은 줄어들고 장기차입금 비중은 늘어나는 안정적인 재무구조가 될 것으로 보인다.

개선된 알트만점수

2004년 금호석유화학의 알트만 점수는 1.4819로 시장평균에 비해 낮은 점은 리스크이지만, 2003년 부실기업 수준인 1.1243에서 개선된 점과 점차적으로 개선되어 가는 추세는 주목할 점이다.

구 분	2001	2002	2003	2004
알트만 점수	0.7566	0.9048	1.1243	1.4819

주주가치 제고정책

금호석유화학이 주주가치에 대한 관심표명과 주주가치 증대노력은 금호석유화학의 주주가치에 긍정적인 영향을 미칠것으로 보인다.

1)정기적인 IR

2003년말 구조조정이 끝나가면서 이후 그룹차원의 IR은 년 1회, 회사IR은 분기별 1회 실시하고 있다.

2)자사주 소각

2004년 보유 자사주 1189만주중 394만주를 소각하였으며, 나머지 자사주 564만주도 추후 소각가능성이 높아 주주가치는 증대될 것으로 보인다.(보통주만 반영)

3)배당금의 증가

2000년이후 3년만인 2003년 주당 250원의 배당을 실시한데 이어 2004년 주당 500원의 배당을 실시하였다. 주주가치에 관심을 기울이는 현 상황과 향후 실적이 개선될 것으로 보여 2005년 이후 배당금은 주당 600원으로 상향될 가능성이 있어보인다.

■ 기 타

환율에 중립적 위치

최근의 원화강세로 수출비중이 높은 업체들의 실적이 많이 악화되고 있다. 금호석유화학의 경우 전체 매출중 수출 차지 비중은 55%로 대부분 달러로 결제하고 있어 원화강세가 매출에 많은 영향을 끼치고 있다. 그러나 전체매출의 71%수준의 원재료 비용중 70%가량을 수입하고 있어 원화강세로 인한 영향은 중립적이라고 볼수 있다.

외화자산과 외화부채의 양을 봤을때도 달러표시 외화부채가 외화자산보다 조금 많은 수준으로 원화강세로 인해 오히려 외화환산이익이 외화환산손실보다 조금 많은 수준이다.

통 화	외화자산	외화부채
US\$	66,797,486.96	80,773,230.99
EUR	2,417,824.19	3,927.00
¥	7,243,000.00	11,506,647.96
CHF	0	88,000.00
합계(원화환산,단위:천원)	73,236,988	84,514,253

2004년 화폐성 외화자산 및 부채 발생 외화환산이익:5533백만원, 외화환산손실: 1352백만원

V. Valuation

DCF를 이용한 적정주가의 추정

1) WACC추정

추정변수	추정치	비 고
무위험이자율(Rf)	0.0369	3년만기 국고채 수익률
Yield Spread	0.0246	신용등급 : BBB Yield Spread=2.46%(한신평자료)
법인세율(t)	0.2500	
세후부채비용(Kd)	0.0461	$Kd = (Rf + Yield\ Spread)(1 - \text{법인세율})$
베타(B)	1.0000	증권사자료
시장위험프리미엄((E(Rm)-Rf)	0.0700	증권사자료
자기자본비용(Ke)	0.1069	$Ke = Rf + \text{베타} * (\text{시장위험프리미엄})$
부채의 시장가치비율	0.5580	장부가
자기자본의 시장가치비율	0.4420	장부가
가중평균자본비용(WACC)	0.0730	$WACC = Kd * (\text{부채의 시장가치비율}) + Ke * (\text{자기자본의 시장가치비율})$
성장률(g)	0.0100	

2) 영업가치

구 분(단위:억)	05년	06년	07년	08년이후
FCF	474	889.1	696.8	
(현가요소)	0.9320	0.8686	0.8095	
현가	441.7	772.3	564.1	
FCF의 현가	1778.1			
CV 값				11009.7
CV의 현가	8912.2			
영업기업가치	10690.3			

3) 영업 외 기업가치

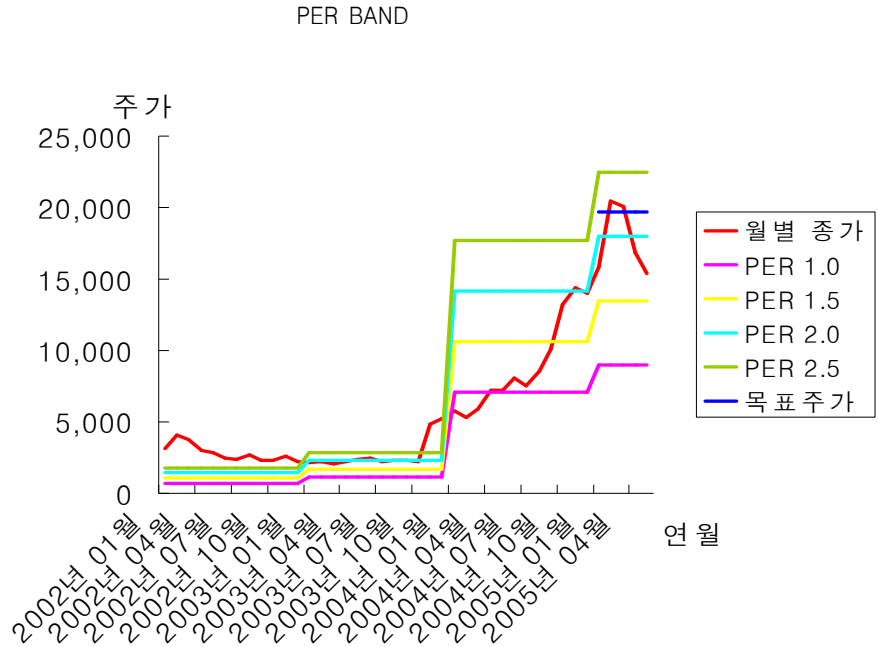
구 분	가치(단위:억)	비 고
금호산업	2145.7	5/19일 기준시가
아시아나	1019.6	5/19일 기준시가
금호종금	67.3	5/19일 기준시가
금호개발	392	04년말 장부가
금호미쓰이	411.5	04년말 장부가
금호생명	248.8	04년말 장부가
금호폴리켄	197.5	04년말 장부가
금호피앤비	191.6	04년말장부가
한국복합물류	76.9	04년말 장부가
합계	4751.2	

4) 기업가치의 산정

기업가치 및 주가	수치(단위:억, 주, 원)	비고
영업기업가치	10690.3	127%
영업외 기업가치	4751.2	57%
(-)순차입금과 지급보증	7078.3	84%
총기업가치	8363.2	100%
발행주식수	25,424,447	
적정주가	32,984	
목표주가	19,700	지주회사 위험 할인율40%적용

■ PER 밴드

금호석유화학의 PER는 5/13일 기준으로 2.23배로 유화4사의평균인 4.01배에 비해 저평가되어있다. (유화4사:LG화학, 호남석유화학, LG석유화학, 한화석유화학)



■ PBR 분석

PBR 역시 0.51배(5/13일 기준)로 유화4사의 평균인 1.1배에 비해 저평가되어있음을 볼 수 있다.

구 분	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년 1Q
PBR	0.1605	0.1451	0.2773	0.4950	0.5142

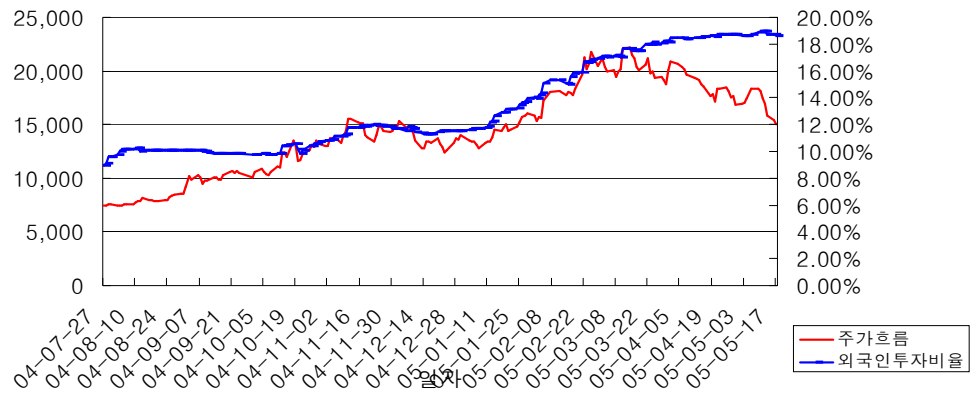
■ 재무비율(괄호안은 LG석유화학수치임)

구 분	2001년	2002년	2003년	2004년
자기자본순이익률	-0.276	0.025	0.038	0.187(0.328)
총자산회전율	0.687	0.761	0.847	0.927(2.09)
유동비율	0.365	0.406	0.444	0.731(1.783)
부채비율	1.972	2.150	1.570	1.262(0.394)

위에서 계속 비교되는 유화4사중 하나인 LG석유화학과 비교해본 바 모든 면에서 현저하게 처지고 있음을 볼 수 있어 현재 상태를 긍정적인 상태로 낙관하기에는 무리가 있어 보인다. 금호석유화학이 앞으로 기업체질 개선의 노력을 꾸준히 해야할 것으로 보이고 위의 PER나 PBR수치가 무조건 저평가된 것으로 보기에 무리가 있어 보인다.

그러나 2001년부터 2004년까지 추세적인 개선세가 뚜렷한 점은 주목할 점으로 보인다. (참고적으로 위에서 산정한 19,700의 목표주가를 대입하여 구한 PER와 PBR은 각각 PER 2.77배, PBR 0.67배정도로 여전히 유화4사에 비해 저평가상태임).

■ 주가, 외국인 비율



■ 참 고

- [http://www.kpia.or.kr/ 한국석유화학공업협회](http://www.kpia.or.kr/)
- [http://www.petroleum.or.kr/ 대한석유협회](http://www.petroleum.or.kr/)
- [http://www.kkpc.co.kr/ 금호석유화학주식회사](http://www.kkpc.co.kr/)
- [http://www.petronet.co.kr/ 페트로넷](http://www.petronet.co.kr/)
- [http://www.kita.net/ 한국무역협회](http://www.kita.net/)

석유화학제품 계열도



석유화학제품 계열도 (2004.5 기준)
<총괄>

한국석유화학공업협회 제공

