

금호석유(011780)

주가 상승에 대한 강한 확신

페놀유도체 시장 우려에 대한 반론

페놀유도체(BPA/페놀)의 전방은 65%가 폴리카보네이트(PC)이며, 30%는 에폭시다. 미중 무역분쟁의 원만한 해결 가능성과 중국의 가전/자동차 부양책에 따라 Value Chain 전체가 누릴 이익의 파이는 재차 확대될 가능성이 높다. 다만, 원재료 업체인 정유사/NCC, 전방업체인 PC 업체가 그 동안 누렸던 이익은 수급 밸런스의 차이에 따라 중간원료를 생산하는 BPA/페놀업체로 이전될 것이다. 특히, 2019~20년에 예정된 BPA의 증설 물량은 전방 PC 증설에 따른 필요량을 충족하기 어려워 타이트한 BPA 수급 환경은 지속될 가능성이 높다. 참고로, 2019년 예정된 PC 증설은 58만톤으로 이를 충당하기 위한 BPA 필요량은 52.2만톤이나, 예정된 증설은 7.5만톤에 불과하다. 2020년 또한 마찬가지다. BPA는 어제(2/19) 5.4% 급등하며 연초 이후 20% 상승했다.

증설 부담 없는 합성수지, 다크호스 합성고무

2019년 ABS와 PS의 증설 증가율은 각각 1.3%와 0.2%에 불과해 증장기 증설 부담이 전혀 없다. 합성고무는 2020년까지 뚜렷한 개선을 전망한다. 3Q19부터 NB Latex가 15만톤/년(+40%) 증설되며 이익이 한 단계 레벨업 될 전망이다. 매출액 증대 효과는 연간 약 1,800~2,000억원으로, 2018년 합성고무 매출의 10% 가량이다. 전방 말레이시아 NB Latex 장갑 Top 4의 2018년 매출액이 YoY +19% 폭발적으로 성장했고 이익률 또한 10%초반~20%에서 안정적으로 유지된다는 점을 감안하면 NB Latex는 여전히 주목할 포인트다. 범용고무는 적자폭 축소가 예상된다. SBR/BR 증설은 2015년 이후 전무한 구간에 진입했으며, 천연고무의 수급밸런스도 2019년부터 2024년까지 본격적으로 좋아지기 때문이다. 중국 MDI 가격이 연초 대비 16% 상승하며 바닥권에서 탈출했다는 점도 심리적으론 긍정적인 포인트다.

업황/실적은 회복. 주가 반등만 남았다. Conviction BUY

업황과 실적은 4Q18을 바닥으로 1Q19부터 뚜렷한 개선이 예상되나, 밸류에이션은 12M Fwd PBR 1.0배로 과거 적자 수준까지 하락했다. 주가는 충분히 반등 가능한 구간에 진입했다고 판단한다. Conviction BUY 의견을 제시한다.

Company In-depth

BUY

TP(12M): 120,000원 | CP(2월19일): 89,900원

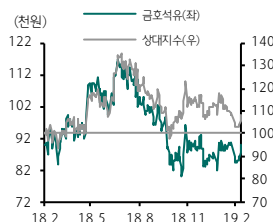
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,205.63
52주 최고/최저(원)	117,000/80,100
시가총액(십억원)	2,739.0
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	30,467.7
60일 평균 거래량(천주)	113.7
60일 평균 거래대금(십억원)	10.0
18년 배당금(예상, 원)	1,350
18년 배당수익률(예상, %)	1.55
외국인지분율(%)	33.30
주요주주 지분율(%)	
박찬구 외 5인	24.70
국민연금	8.45
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.9 (12.3) (5.4)
상대	(1.8) (10.6) 4.8

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	5,554.4	5,378.9
영업이익(십억원)	581.2	456.0
순이익(십억원)	520.9	373.8
EPS(원)	15,325	10,694
BPS(원)	84,364	94,620

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	3,970.4	5,064.8	5,584.9	5,060.4	5,535.3
영업이익	십억원	157.1	262.6	554.2	587.3	688.6
세전이익	십억원	112.9	289.8	616.1	605.7	708.1
순이익	십억원	73.2	213.6	491.4	449.5	525.5
EPS	원	2,187	6,377	14,672	13,422	15,690
증감률	%	(38.4)	191.6	130.1	(8.5)	16.9
PER	배	37.49	15.60	5.95	6.70	5.73
PBR	배	1.65	1.77	1.25	1.09	0.93
EV/EBITDA	배	12.52	10.04	5.27	4.63	3.67
ROE	%	4.61	12.34	23.69	17.89	17.74
BPS	원	49,559	56,215	70,073	82,365	96,926
DPS	원	800	1,000	1,350	1,350	1,350



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 김정현
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com

CONTENTS

1. 페놀유도체 시장 우려에 대한 반론	3
BPA/페놀 시장을 전망하려면 PC뿐 아니라, 에폭시도 살펴야	3
원재료/최종재 업체가 누렸던 파이가 BPA/페놀로 이동한다	4
PC증설 대비 BPA/페놀 증설이 부족하기 때문에 파이의 이동이 가능	6
2. 합성수지, 부담없는 공급과 기대되는 중국 부양책	10
주요 제품 ABS/PS, 종장기 증설 부담없어. 중국 부양책은 업황 반등의 트리거	10
3. 다크호스는 합성고무. 2020년까지 뚜렷한 개선세 전망	12
특수고무의 비중 70%로 확실하게 변화된 사업부 구조	12
하반기, NB Latex 증설로 기초 체력은 추가로 Level-Up	13
NB Latex 장갑업체의 연간 매출액은 YoY 20%씩 폭발적으로 증가 중	14
NB Latex 장갑업체, NB Latex 경쟁업체의 주가는 바닥권에서 반등 중	16
전방업체/경쟁사와 비교해도 글로벌 No.1의 Valuation은 너무 가혹한 편	16
SBR/BR 여기서 더 나빠지기 힘들다. 2019년 이후 천연고무 수급 개선도 긍정적	17
4. MDI의 턴어라운드도 긍정적	19
5. 실적 추정 및 Valuation 차트	20

1. 페놀유도체 시장 우려에 대한 반론

BPA/페놀 시장을 전망하려면 PC뿐 아니라, 에폭시도 살펴야

페놀유도체의 실질적인 매출 비중은 BPA 40%, 페놀 30%, 아세톤 10%, 에폭시 15%

금호석유 페놀유도체 사업부의 이익 방향성을 보기 위해서는 PC뿐 아니라, 에폭시 시장도 살펴야

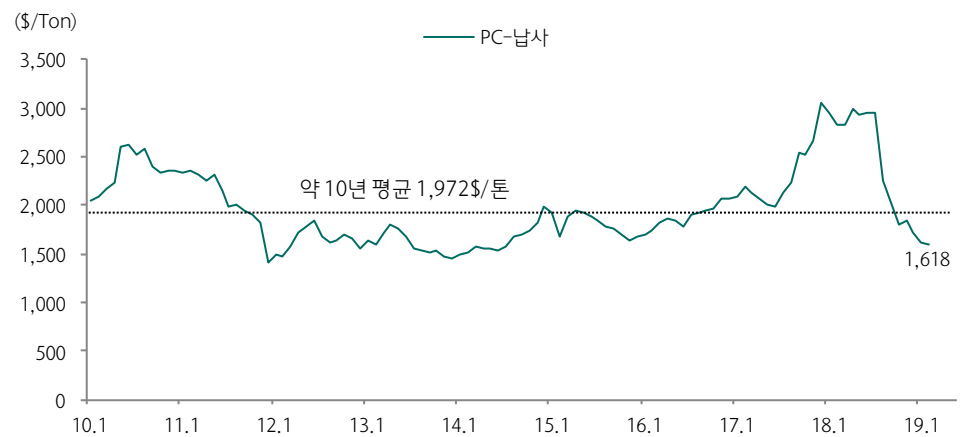
PC-납사는 최근 큰 폭 축소되어 과거 10년 평균을 하회하나, 에폭시는 오히려 10년 평균 상회

금호석유 페놀유도체(금호 P&B)의 주요 제품은 연산 페놀 68만톤, 아세톤 42만톤, BPA 45만톤, 에폭시 15.2만톤, MIBK 6만톤이다. 페놀/아세톤, BPA의 일부는 자가 소비용으로 사용되기 때문에, 실질적인 매출 비중은 BPA 40%, 페놀 30%, 아세톤 10%, 에폭시 15%, MIBK 5% 수준이다. 따라서, BPA, 페놀/아세톤, 에폭시가 주요 드라이버다.

BPA의 전방 수요처는 폴리카보네이트(PC)가 65%, 에폭시가 30%다. 또한 페놀의 전방수요처는 BPA가 45%, 페놀수지(건설용)가 30%, 나머지는 카프로락탐, 알킬페놀 등이다. 따라서, 금호석유 페놀유도체 사업부의 이익 방향성을 보기 위해서는 폴리카보네이트 뿐 아니라, 에폭시의 시장도 살펴야 한다.

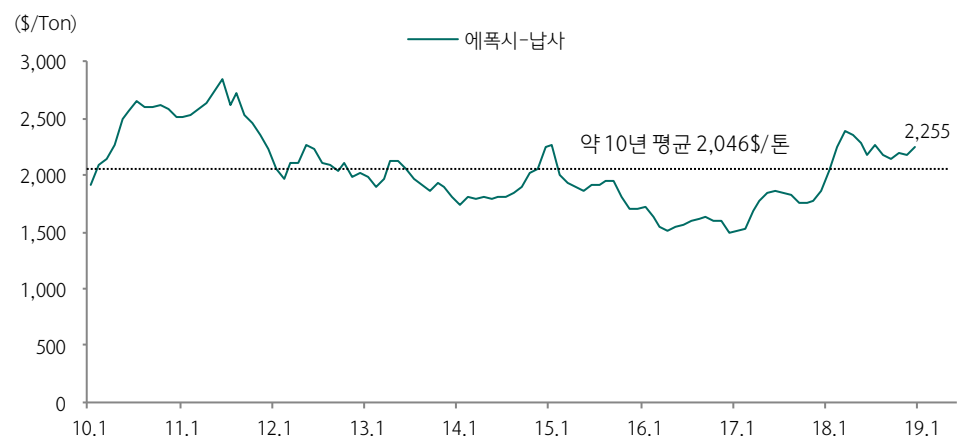
〈그림 1~2〉는 PC-납사, 에폭시-납사 간의 스프레드다. 이는 원재료 납사부터 시작해 PC, 에폭시에 이르기까지의 체인 상에 위치한 업체가 누릴 수 있는 전체 파이의 크기를 의미한다. PC는 최근 큰 폭 축소되어 과거 10년 평균을 하회하나, 에폭시는 오히려 10년 평균을 상회한다.

그림 1. 폴리카보네이트(PC)-납사 스프레드



자료: KITA, 하나금융투자

그림 2. 에폭시-납사 스프레드



자료: KITA, 하나금융투자

PC-납사 스프레드는 최근 약세이나 바닥권에서 반등을 전망함

에폭시-납사 스프레드는 10년 평균을 상회하는 상황

원재료/최종재 업체가 누렸던 파이가 BPA/페놀로 이동한다

에폭시 파이 유지 혹은 개선
PC체인 파이 증가 가능성

〈그림 3~4〉는 납사에서 시작해 PC/에폭시를 생산할 때, 각 제품의 단계별 마진을 Break Down 한 것이며, 이는 곧 Value Chain 상의 각 생산업체가 누릴 수 있는 파이의 크기를 의미한다. 에폭시는 최근 전방 글로벌 조선 업황 호조와 인프라투자 증가 등 영향으로 전체 체인의 파이가 현 수준에서 유지되거나 개선될 가능성이 높다고 판단하며, PC체인의 전체 파이 또한 중국 가전/자동차 부양책 등 영향으로 현 수준에서 증가될 가능성이 높다.

원재료 측면에서 BPA/페놀 업체가
정유업체/NCC업체의 벤젠-납사 파
이를 가져올 수 있는 환경

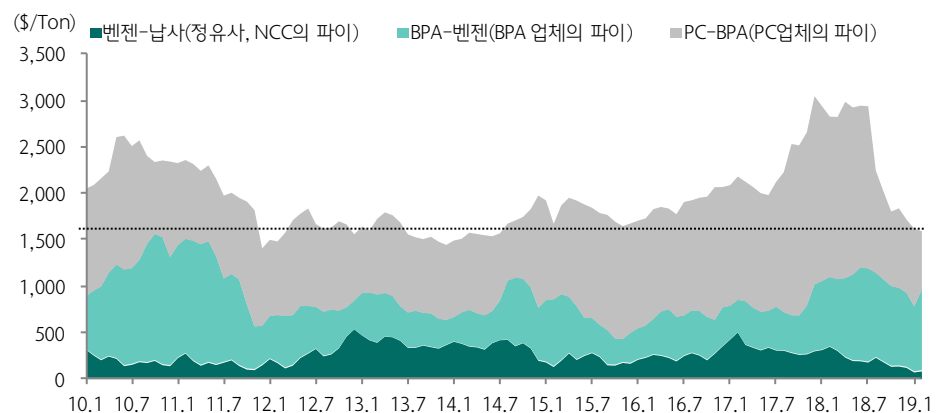
이러한 가정 하에 2019년, BPA/페놀 업체의 입장에서 누리는 파이의 방향성은 어떻게 될까? 우선, 원재료 측면에서는 정유업체/NCC업체가 누리는 벤젠-납사 간의 파이를 가져올 수 있는 환경이 전개될 것이다. 즉, BPA/페놀 업체 입장에서는 벤젠 약세의 수혜를 누린다는 의미다. 이는 중장기 휘발유 약세에 따라 정유사가 Reformate를 BTX제조용으로 사용하는 비중을 늘리면서 중장기적으로 벤젠의 공급과잉이 지속될 것이기 때문이다.

에폭시는 현재 전체 체인의 파이
크기가 매우 양호. PC는 전체
파이가 커지더라도 PC업체가
가져가가는 파이, 즉 PC-BPA
간의 스프레드는 확대되기 힘들어

그렇다면, BPA/페놀의 전방인 PC와 에폭시 업체의 파이는 어떻게 될까? 이는 PC와 에폭시의 수급에 달려있다. 우선 에폭시는 현재 전체 체인의 파이 크기가 매우 양호하기에 BPA/페놀업체 입장에서 늘어난 파이를 공유하는데 큰 문제가 없다. 걱정은 PC다. PC 수요는 매년 6~8% 성장하나 2019년~21년에 예정된 글로벌 증설은 각각 10%, 11%, 5%로 2019~21년까지 PC의 수급은 둔화될 전망이다. 이는 곧 미중 무역분쟁이 해빙 국면에 접어들면서 전방 수요가 회복되어 PC-납사로 대변되는 전체 파이가 커지더라도 PC업체가 가져가가는 파이, 즉 PC-BPA 간의 스프레드는 확대되기 힘들다는 의미다.

정유사/NCC, PC업체의 파이는 줄고
BPA/페놀 업체의 파이가 증가

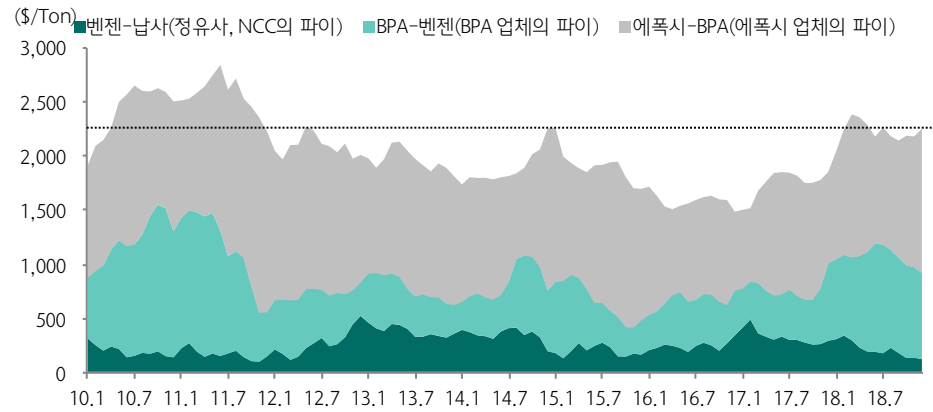
그림 3. 납사에서 PC가 생산되기까지 각 플레이어가 누리는 파이의 크기 변화



자료: KITA, Ciscem, 하나금융투자

전체 파이가 증가하는 가운데
에폭시/BPA/페놀 업체의
파이도 증가. 다만, 정유사/NCC의
파이는 축소

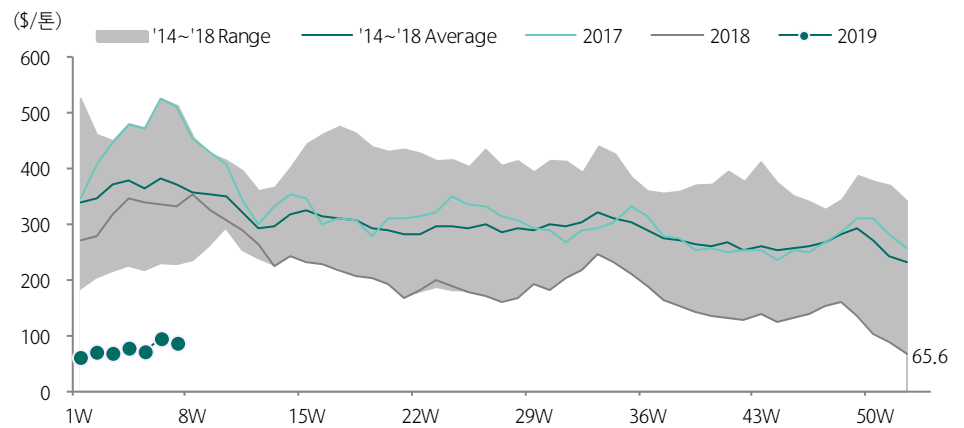
그림 4. 납사에서 에폭시가 생산되기까지 각 플레이어가 누리는 파이의 크기 변화



자료: KITA, Cischem, 하나금융투자

정유사/NCC가 누리는
파이는 축소되고
벤젠의 다운스트림
페놀/BPA 업체로 파이가 이동

그림 5. 벤젠-납사 마진 추이



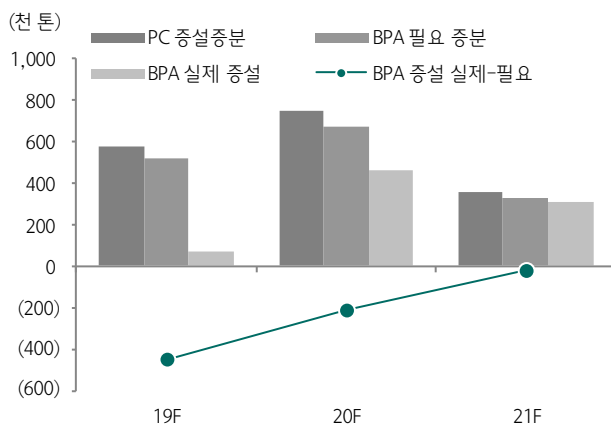
자료: KITA, 하나금융투자

PC증설 대비 BPA/페놀 증설이 부족하기 때문에 파이의 이동이 가능

2019~20년 예정된 PC 증설보다
필요한 BPA의 양은 모자라
PC 업체가 누린 파이를
BPA/페놀 업체가 가져올 전망

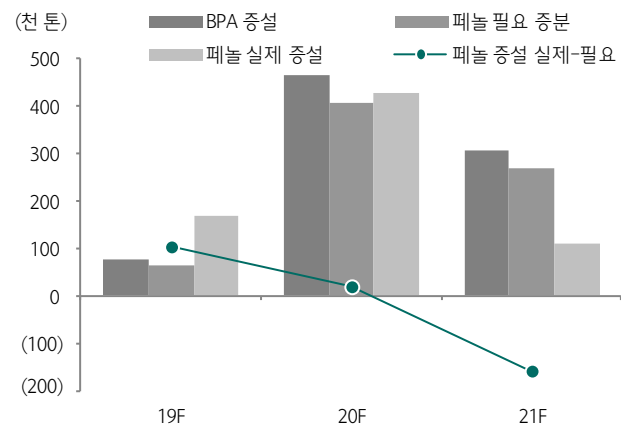
줄어드는 PC업체의 파이를 BPA/페놀 업체가 가져올 수 있을까? 이 또한 PC/BPA/페놀 간의 증설과 이에 따른 상대적 수급에서 해답을 찾을 수 있다. 2019년 예정된 PC 증설은 58만톤으로 이를 충당하기 위한 BPA 필요량은 52.2만톤이다. 하지만, 실제 증설은 7.5만톤에 불과해 필요량 대비 실제 증설은 턱 없이 부족하다. 2020년 예정된 PC증설은 75만톤이며 BPA 필요량은 67.5만톤이나 실제 예정된 증설은 46.5만톤에 불과하다. 즉, 2019~20년에는 전방 PC 증설 대비 BPA가 부족한 상황이 전개될 가능성이 높다. 이는 곧 BPA업체가 원재료 벤젠과 전방 PC업체의 파이를 가져올 수 있다는 의미다. 페놀의 2019~20년 증설은 BPA 증설분을 충분히 충당할 정도이기에 견조한 흐름이 예상된다.

그림 6. 2019~20년 신규 PC 증설 대비 BPA 증설이 모자라



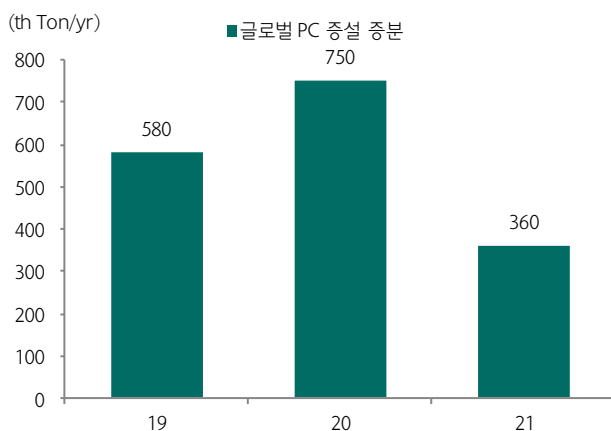
자료: 하나금융투자

그림 7. 2020~21년 신규 BPA 증설 대비 페놀 증설이 모자라



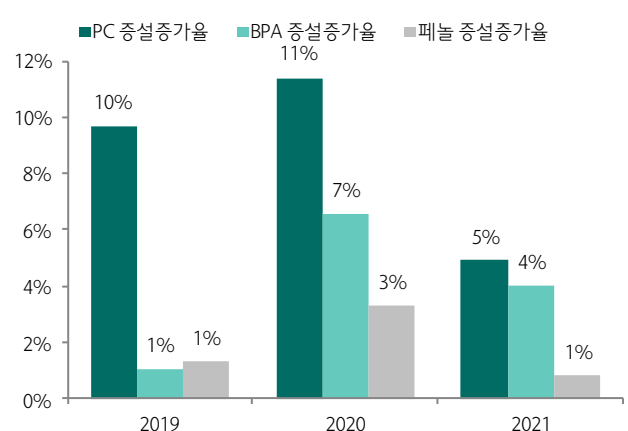
자료: 하나금융투자

그림 8. 글로벌 PC 증설 증분 추이



자료: 하나금융투자

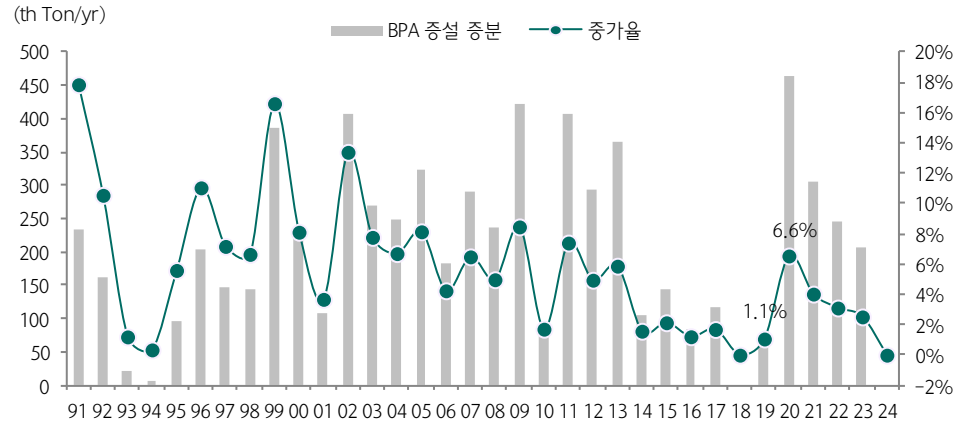
그림 9. 글로벌 PC/BPA/페놀 증설증가율 비교



자료: 하나금융투자

그림 10. 글로벌 BPA 중설 증분 추이

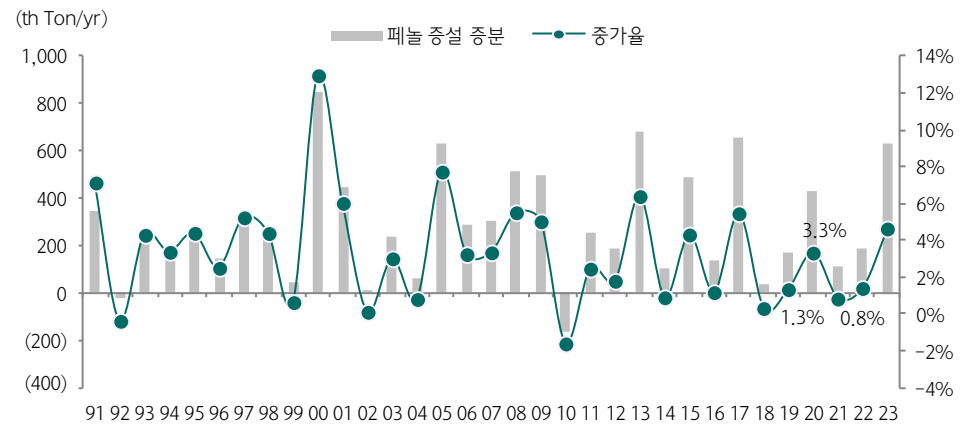
글로벌 BPA 중설은
2019년 1.1%, 2020년 6.6%



자료: 하나금융투자

그림 11. 글로벌 페놀 중설 증분 추이

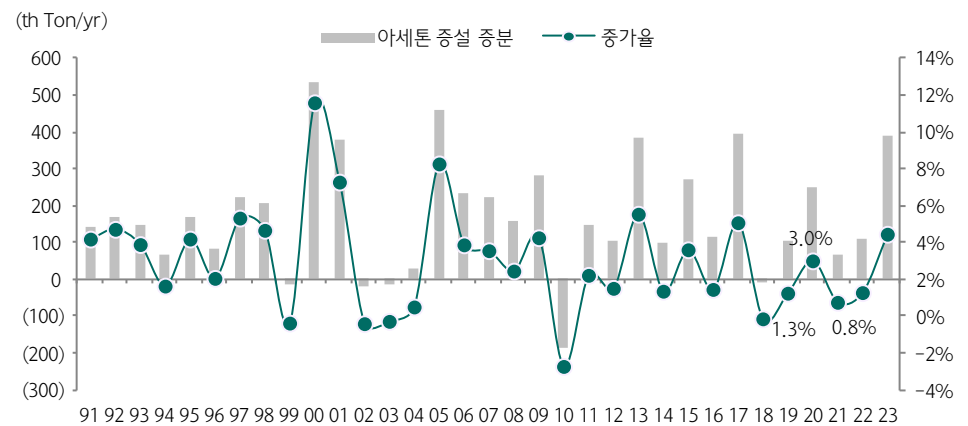
글로벌 페놀 중설은
2019년 1.3%, 2020년 3.3%



자료: 하나금융투자

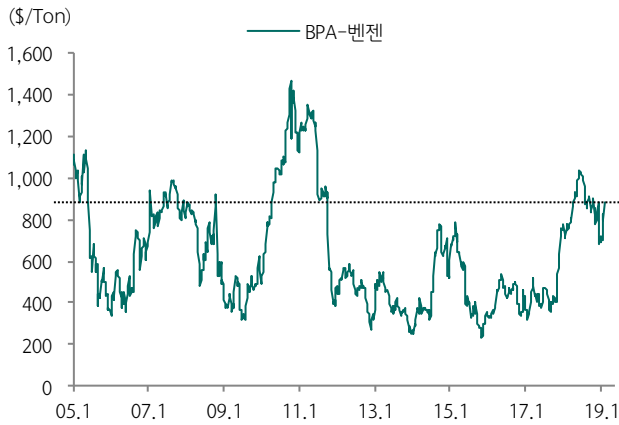
그림 12. 글로벌 아세톤 중설 증분 추이

글로벌 페놀 중설은
2019년 1.3%, 2020년 3.0%



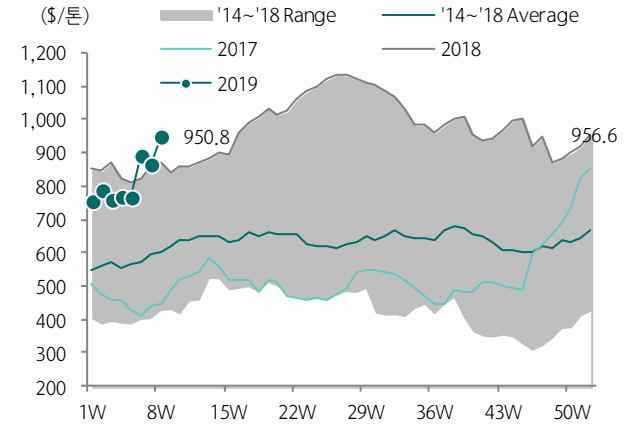
자료: 하나금융투자

그림 13. BPA-벤젠 장기시계열 추이



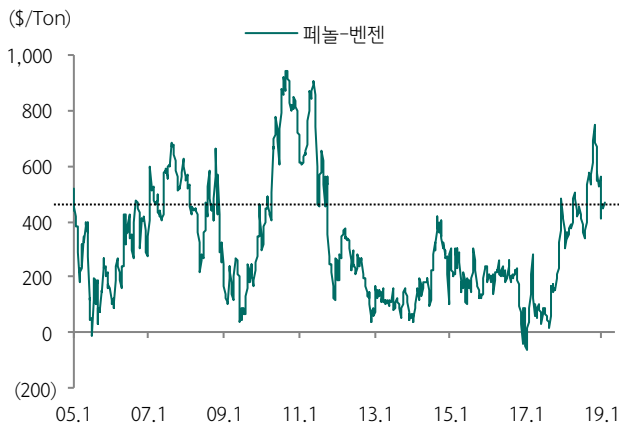
자료: 하나금융투자

그림 14. BPA-벤젠 5년 밴드



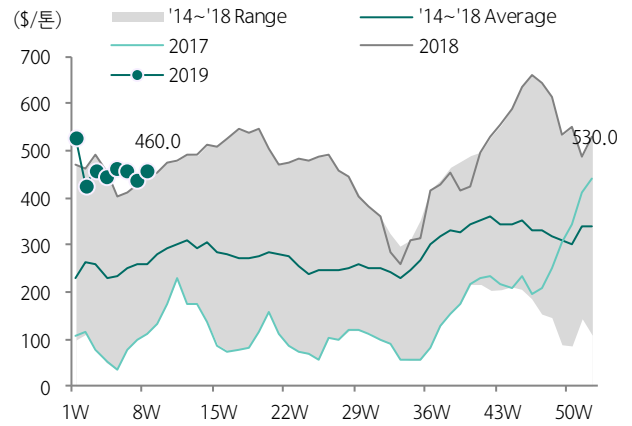
자료: 하나금융투자

그림 15. 페놀-벤젠 장기시계열 추이



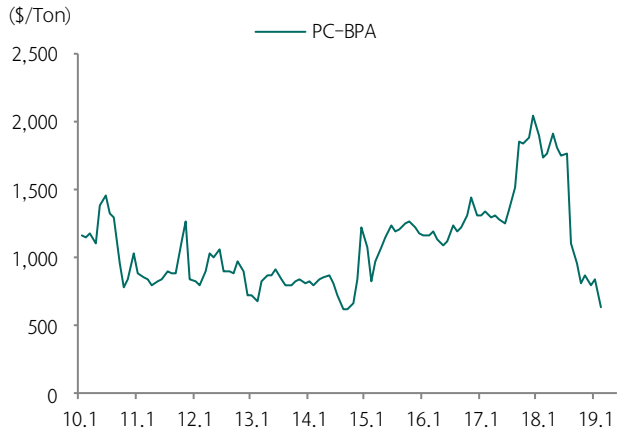
자료: 하나금융투자

그림 16. 페놀-벤젠 5년 밴드



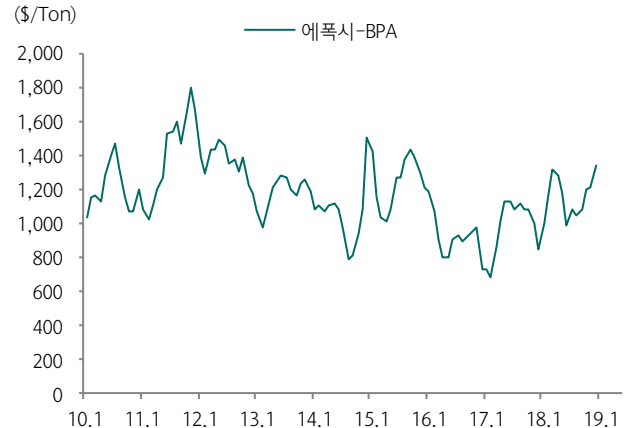
자료: 하나금융투자

그림 17. PC-BPA 마진 추이



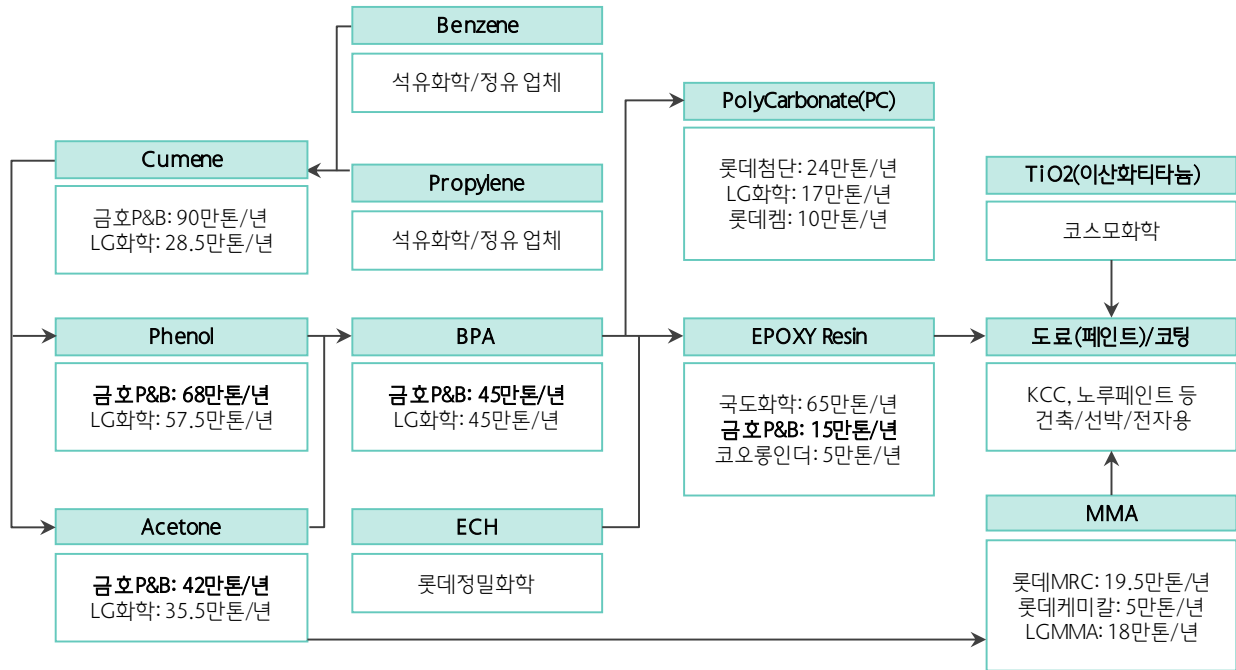
자료: 하나금융투자

그림 18. 에폭시-BPA 마진 추이



자료: 하나금융투자

그림 19. 도료/코팅 관련 체인 계통도



자료: 하나금융투자

2. 합성수지, 부담없는 공급과 기대되는 중국 부양책

주요 제품 ABS/PS, 중장기 증설 부담없어. 중국 부양책은 업황 반등의 트리거

주요 제품은 ABS와 PS로
각각 25만톤/년, 23만톤/년 보유

2019년 ABS와 PS의 증설 증가율은
각각 1.3%와 0.2%에 불과

중국의 가전/자동차 부양책과
미중 무역 분쟁의 긍정적인 흐름은
ABS의 점진적인 회복 요인

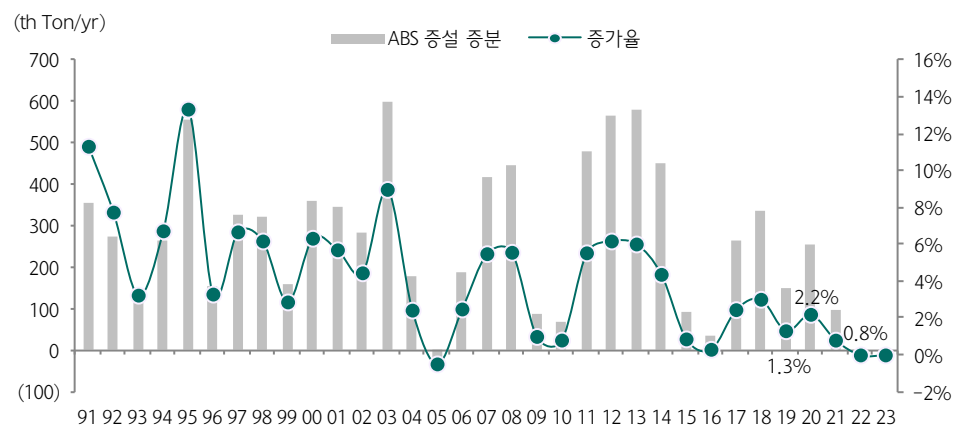
금호석유의 합성수지 사업부의 주요 제품은 ABS와 PS로 각각 25만톤/년, 23만톤/년의 설비 규모를 갖추고 있으며, 주로 가전/자동차용 플라스틱의 원재료로 사용된다. 참고로, PPG 14.1만톤/년과 EPS 8만톤/년도 보유 중이다. 이익의 대부분은 ABS/PS에서 창출되는 것으로 추정되는데, 긍정적인 점은 ABS/PS의 글로벌 증설이 중장기적으로 매우 제한적이라는 것이다.

2019년 ABS와 PS의 증설 증가율은 각각 1.3%와 0.2%에 불과하며, 2020년 증설 증가율은 각각 2.2%, -0.7%를 정상적인 플라스틱 수요 성장을 2~3%를 제외하면 증설에 대한 부담은 지극히 낮다.

특히, 2018년 하반기 ABS의 부진은 공급적인 요인이자기보다 미중 무역 분쟁에 따른 전방업체의 구매 지연에 따른 영향이 크므로, 이번 중국의 가전/자동차 부양책과 미중 무역 분쟁의 긍정적인 흐름은 ABS의 점진적인 회복을 기대케 하는 부분이다.

그림 20. 글로벌 ABS 증설 증분

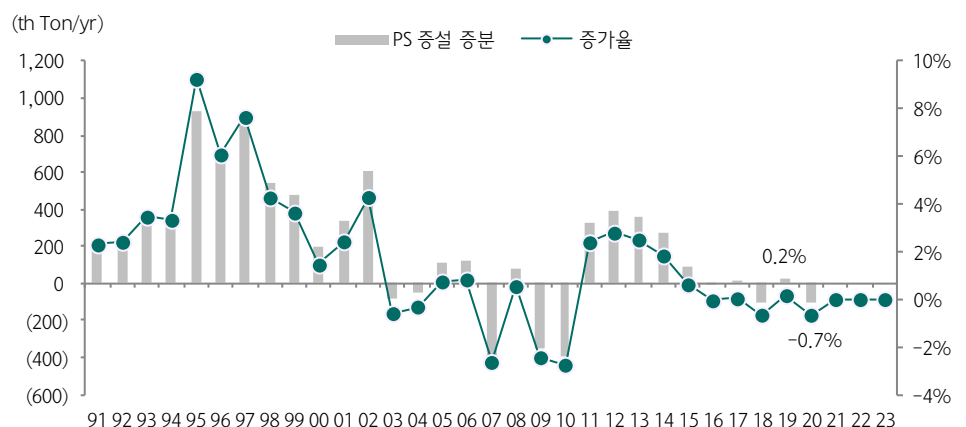
글로벌 라텍스장갑 수요는 매년
8~10% 가량 강한 수요 성장세가
나타나고 있음



자료: Industry Data, 하나금융투자

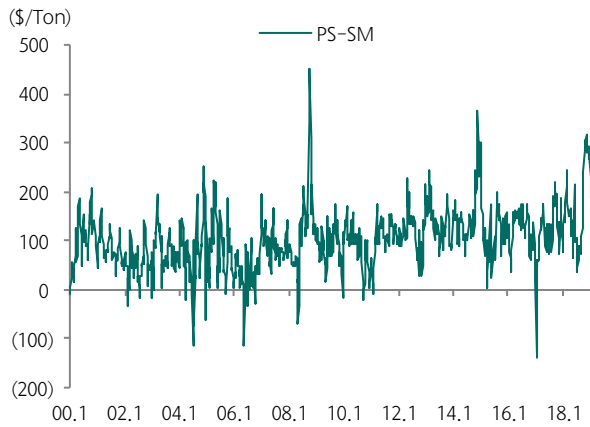
그림 21. 글로벌 PS 증설 증분

글로벌 라텍스장갑 수요는 매년
8~10% 가량 강한 수요 성장세가
나타나고 있음



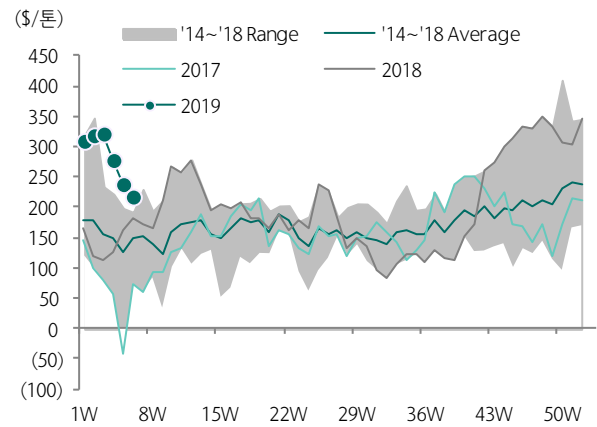
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 22. PS-SM마진 장기시계열 추이



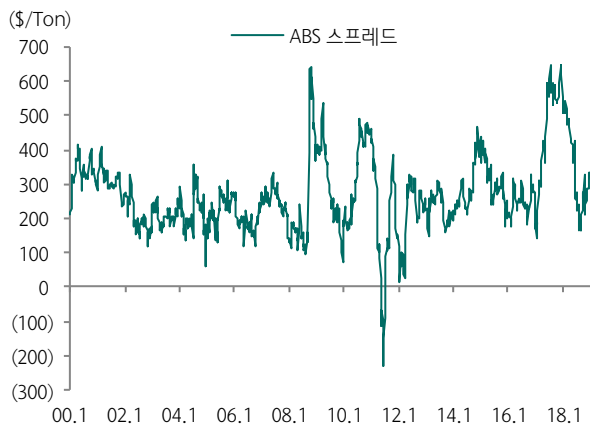
자료: 하나금융투자

그림 23. PS-SM마진 5년 밴드



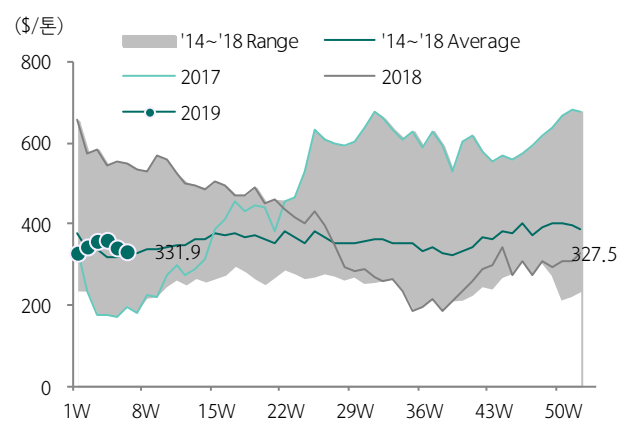
자료: 하나금융투자

그림 24. ABS 마진 장기시계열 추이



자료: 하나금융투자

그림 25. ABS 마진 5년 밴드



자료: 하나금융투자

3. 다크호스는 합성고무. 2020년까지 뚜렷한 개선세 전망

특수고무의 비중 70%로 확실하게 변화된 사업부 구조

실질적인 매출 비중은 SBR/BR이 30%, 특수고무가 약 70% 차지

합성고무 사업부의 영업이익은 2014년 소폭 적자를 기록한 이후, 2018년까지 2015년부터 매년 두 배 가량 꾸준히 증가

금호석유 합성고무 사업부의 주요 제품은 NB Latex 40만톤/년, SBR/BR 각각 38.4만톤/년, 33.8만톤/년, NBR 8.7만톤/년, SBS 8.4만톤/년, SB Latex 8.28만톤/년 등이다. SBR/BR의 가동률은 현재 60~70%에 그치고 있어, 실질적인 매출 비중은 SBR/BR이 30%, 기타 특수고무가 약 70%를 차지한다. 이러한 매출 구성은 2009~2011년 SBR/BR의 급등 시와는 현저하게 달라진 부분이다.

합성고무 사업부의 영업이익은 2014년 소폭 적자를 기록한 이후, 2018년까지 2015년부터 매년 두 배 가량 꾸준히 증가하고 있다. 특히, 2018년 영업이익률은 2017년(OPM 2.8%) 대비 약 두 배 가량 개선된 5.5%를 기록했다. SBR/BR의 극심한 부진(적자추정)에도 불구하고 최근 4년 간 꾸준한 이익 증가세를 시현한 배경은 바로 특수고무에 있다. 2017년에는 NB Latex의 Capa가 기존 20만톤/년에서 40만톤/년으로 두 배 증가했으며, 여타 특수 고무 제품 또한 증설이 부재한 국면에 진입하며 점진적인 이익 개선세를 시현했기 때문이다.

그림 26. 금호석유 합성고무 사업부 내 고무제품 구성과 Capa

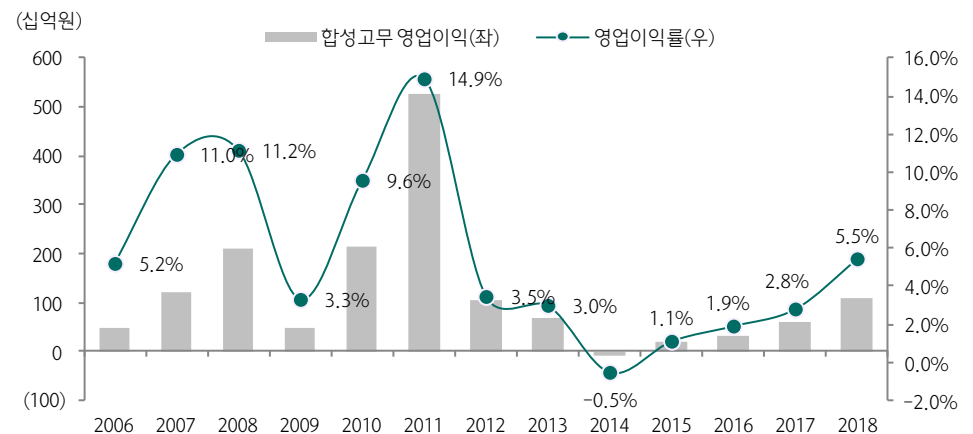
2019년 하반기에는 NB Latex의 capa가 단일 제품으로는 가장 커짐



자료: 금호석유, 하나금융투자

그림 27. 금호석유 합성고무 사업부 영업이익과 영업이익률 추이

2014년을 바닥으로 2018년까지 4년 연속 개선세 보여



자료: 금호석유, 하나금융투자

하반기, NB Latex 증설로 기초 체력은 추가로 Level-Up

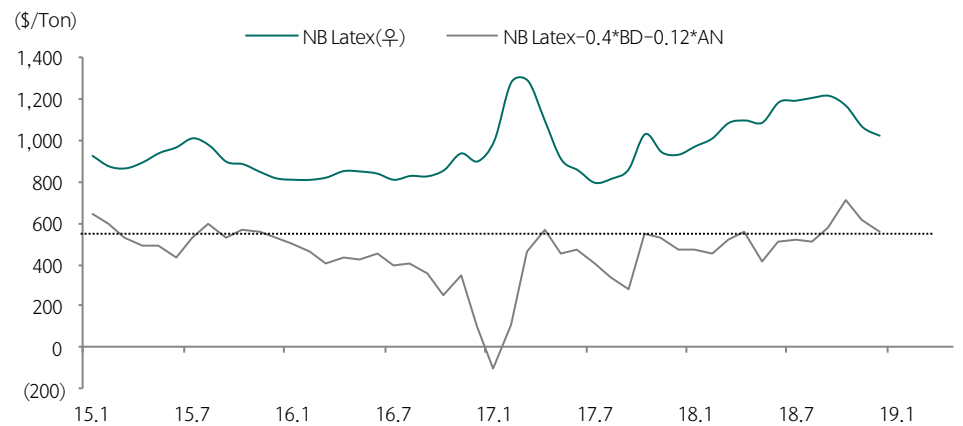
NB Latex Capa는 40만톤/년이나, 2019년 3분기부터는 약 40%에 해당하는 15만톤/년이 추가로 증설될 예정

추가 증설을 통해 연간 약 1,800~2,000억원의 매출 증대 효과가 기대

현재 금호석유의 NB Latex Capa는 40만톤/년이나, 2019년 3분기부터는 약 40%에 해당하는 15만톤/년이 추가로 증설될 예정이다. 이는 글로벌 NB Latex 장갑 생산의 80%를 차지하는 주요 생산국인 말레이시아 업체들이 2019~20년 약 10% 내외에 해당하는 수준의 Capa 증설을 예정하고 있어, 이에 발맞추어 금호석유의 증설도 진행되는 것이다

무역데이터 기준 NB Latex의 가격은 약 1,000~1,100\$/톤 수준이기에, 추가 증설을 통해 기대되는 매출액 증대 효과는 연간 약 1,800~2,000억원에 해당한다. 이는 2018년 기준 합성고무 사업부 매출 약 2조원의 10% 가량에 해당하는 금액이며, 이익 기준으로도 매출액 증분과 유사한 수준만큼의 기여가 예상된다.

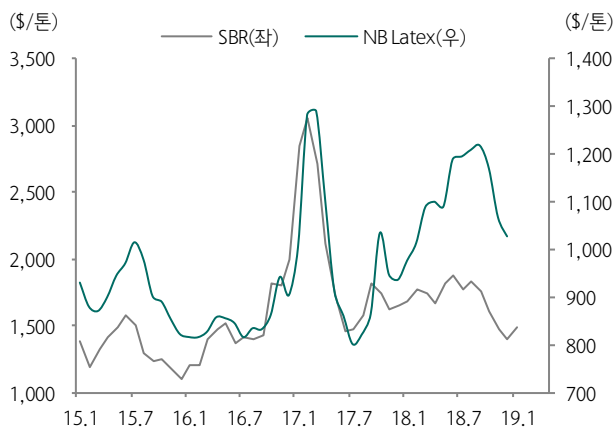
그림 28. NB Latex 가격과 마진 추이



자료: KITA, 하나금융투자

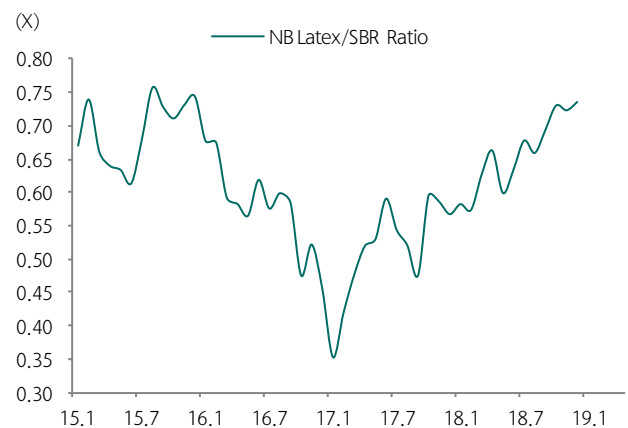
최근 유가 급락에도 불구하고 NB Latex 마진은 견조한 수준

그림 29. NB Latex, SBR 가격 추이 비교



자료: KITA, 하나금융투자

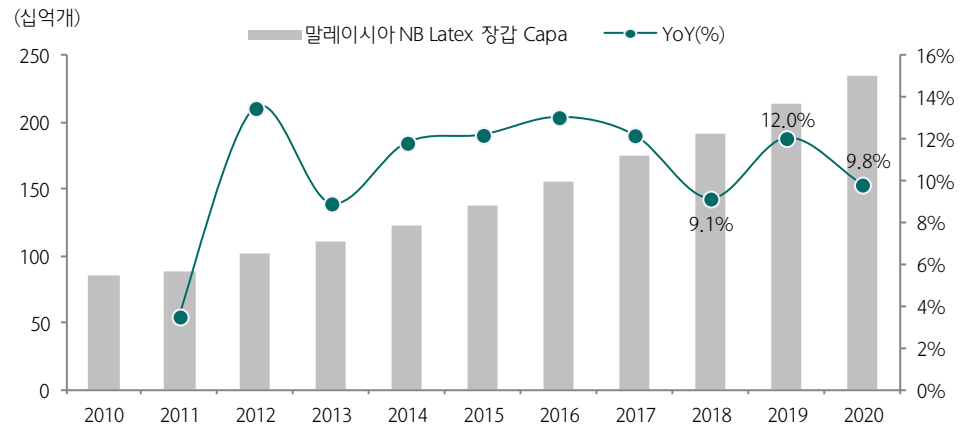
그림 30. NB Latex/SBR Ratio 지속 상승 중



자료: KITA, 하나금융투자

말레이시아 NB Latex 장갑 업체의 Capa는 2020년까지 연 10% 가량 추가로 확장될 전망

그림 31. 말레이시아의 NB Latex 장갑 Capa 추이



자료: Industry Data, 하나금융투자

NB Latex 장갑업체의 연간 매출액은 YoY 20%씩 폭발적으로 증가 중

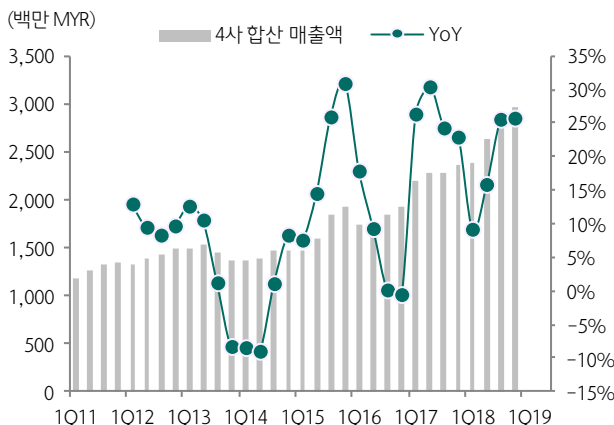
NB Latex 장갑업체의 연간 매출액은 YoY 20%씩 폭발적으로 증가 중

최근 글로벌 NB Latex 장갑의 글로벌 Top 4의 위치를 점하는 말레이시아 업체(Top Glove, Hartalega, Kossan, Supermax)의 4Q18 실적이 발표되었다. 4Q18 기준 4사 합산 매출액은 YoY +26% 가량 폭발적으로 성장했다. 연간 기준으로도 4사 합산 매출액 성장률은 2018년 YoY +19%를 기록하며 2017년 YoY +26%에 이어 20% 내외의 성장세를 지속하고 있다.

NB Latex 장갑업체의 연간 매출액은 YoY 20%씩 폭발적으로 증가 중

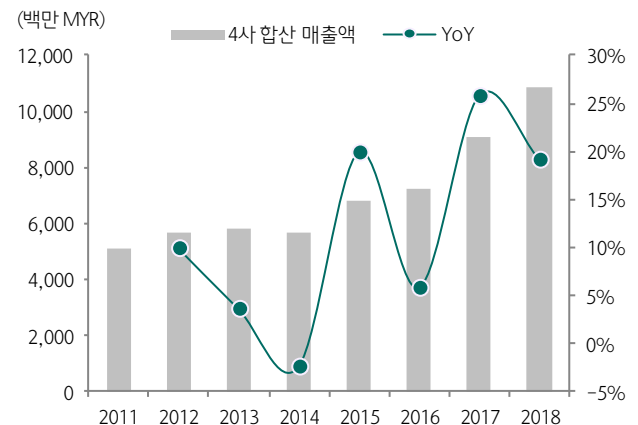
글로벌 Top 4의 영업이익이익률은 회사별로 조금씩 상이하나 대부분 10~20% 수준의 영업이익이익률을 시현 중에 있다. 이처럼 전방 고객사의 영업이익이익률이 높은 수준에서 안정적으로 유지되고 있다는 점은 원재료를 공급하는 금호석유 입장에서는 NB Latex의 이익률을 유지하기에 최적의 환경이라 판단된다. 참고로, 글로벌 NB Latex 3위 업체인 대만 Nantex는 최근 4개 분기 연속으로 14% 수준의 영업이익이익률을 꾸준히 유지한 것으로 파악된다. 금호석유의 NB Latex 사업부 또한 유사한 수준 혹은 더욱 높은 수준이 유지되었을 것으로 추정한다.

그림 32. NB Latex 글로벌 Top 4의 매출액 합산. 고속 성장세 지속



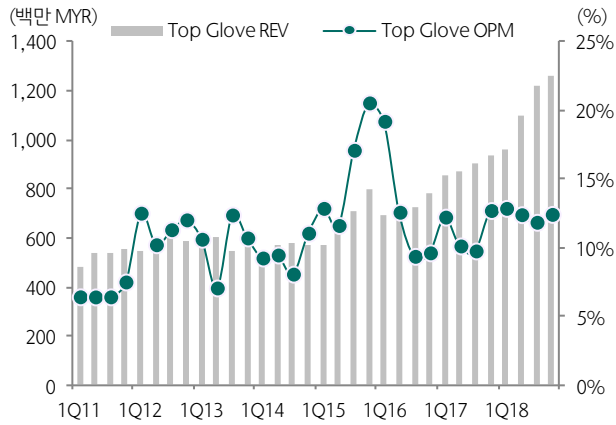
자료: 하나금융투자

그림 33. NB Latex Top 4 매출액 합산. 2017~18년 20~25% 성장



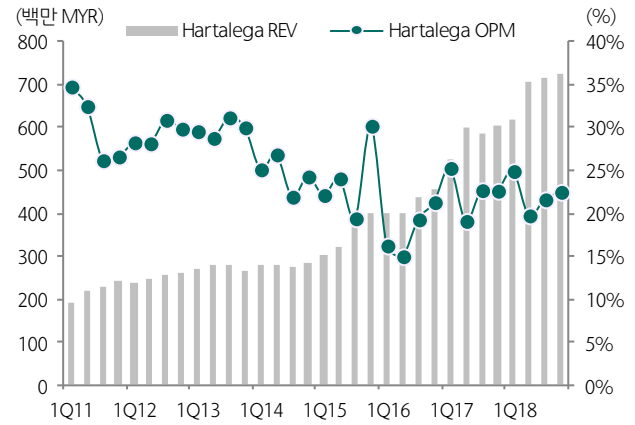
자료: 하나금융투자

그림 34. Top Glove의 매출액과 영업이익률 추이



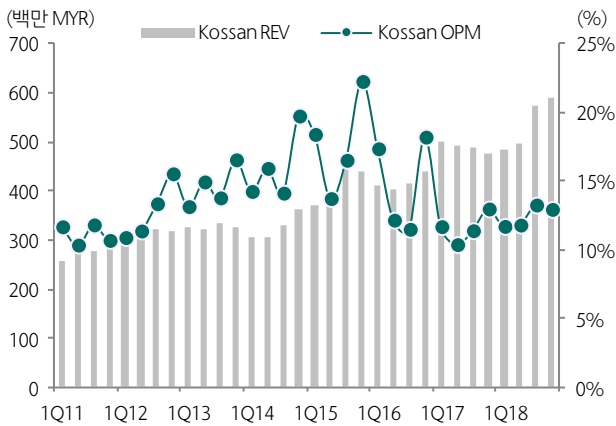
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 35. Hartalega의 매출액과 영업이익률 추이



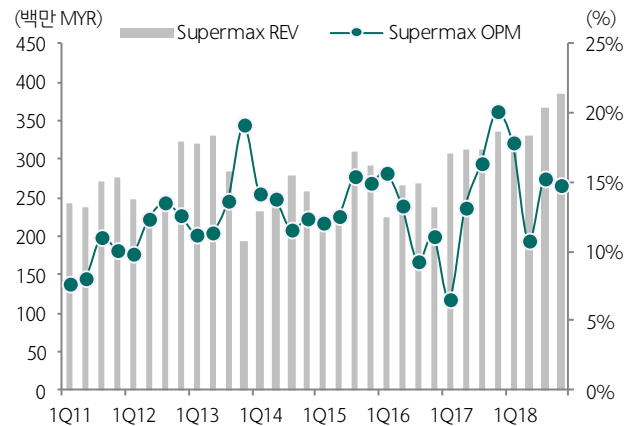
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 36. Kossan의 매출액과 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

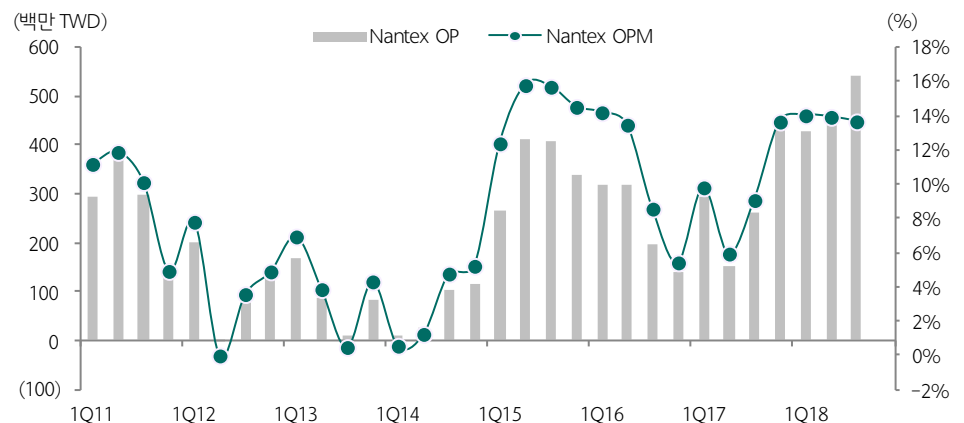
그림 37. Supermax의 매출액과 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 38. 글로벌 NB Latex 3위 업체인 대만 Nantex의 영업이익률 추이

최근 4개 분기 연속 14%
내외 수준에서
영업이익률이 안정적으로 유지됨



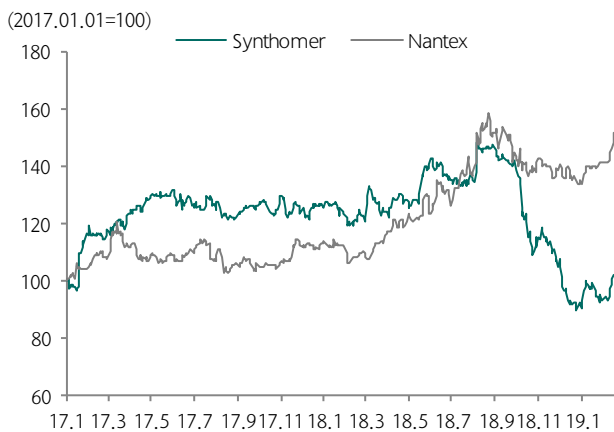
자료: Bloomberg, 하나금융투자

NB Latex 장갑업체, NB Latex 경쟁업체의 주가는 바닥권에서 반등 중

NB Latex 장갑업체 및 원재료
경쟁업체의 주가 상승 중

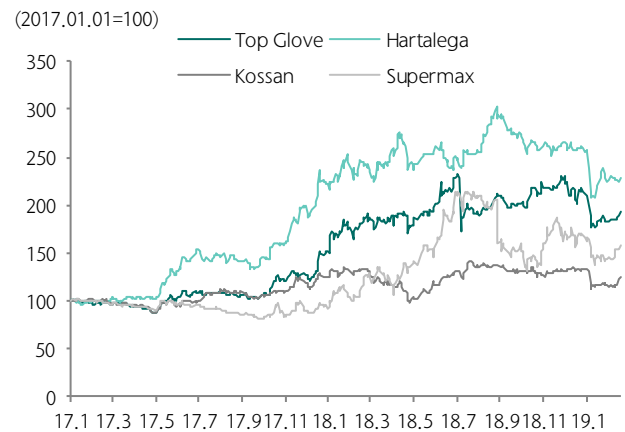
최근 글로벌 주식시장의 심리 개선과 함께 NB Latex 장갑업체 및 원재료 경쟁업체의 주가도 동반해서 상승 중에 있다. NB Latex 경쟁업체인 Nantex와 Synthomer는 연초 대비 각각 13%/10% 가량 뚜렷한 상승세를 시현 중이며, NB Latex 장갑업체인 말레이시아 Top 4 업체는 약 1~11% 가량 주가 상승세가 나타나고 있다.

그림 39. 글로벌 NB Latex No.2~3 업체의 주가 추이



자료: 하나금융투자

그림 40. 글로벌 NB Latex 장갑 Top 4 업체의 주가 추이



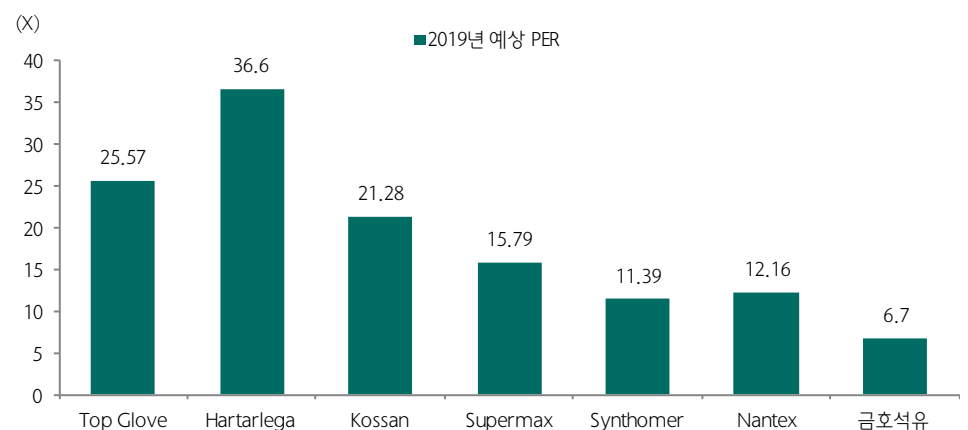
자료: 하나금융투자

전방업체/경쟁사와 비교해도 글로벌 No.1의 Valuation은 너무 가혹한 편

NB Latex 장갑업체의 연간
매출액은 YoY 20%씩
폭발적으로 증가 중

글로벌 NB Latex 장갑업체의 2019년 예상 PER은 16~36배에 달하며, NB Latex 경쟁업체인 No.2 Synthomer와 No.3 Nantex의 예상 PER은 약 12배 수준이다. 하지만, 금호석유는 현재 6.7배에 불과하다. 물론, 금호석유는 여타 사업에 대한 불확실성 및 SBR/BR의 적자가 Valuation 할인의 요인이 될 수는 있다. 하지만, 그러한 요인을 감안하더라도 NB Latex 글로벌 No.1에게는 너무나 가혹한 Valuation이라고 판단한다.

그림 41. 글로벌 NB Latex 관련 업체의 Valuation



자료: Bloomberg, 하나금융투자

NB Latex 관련 업체 중
가장 저평가

SBR/BR 증설은 2015년 이후
전무한 구간에 진입

천연고무의 수급밸런스가
2019년부터 2024년까지
본격적으로 좋아질 것

2016년부터 일부 설비의 스크랩이
나타났으며, 2018년부터는 증설이
전무한 구간에 진입함

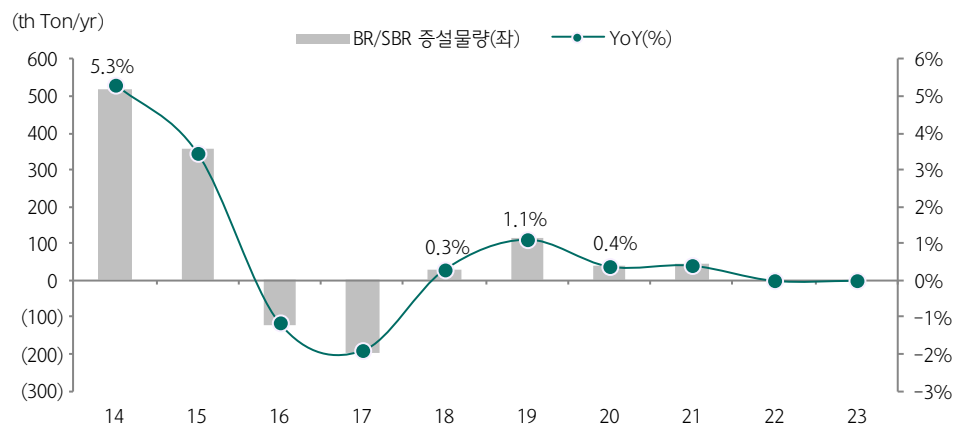
2019년부터 2024년까지
천연고무 수급밸런스는
개선될 전망

SBR/BR 여기서 더 나빠지기 힘들다. 2019년 이후 천연고무 수급 개선도 긍정적

SBR/BR 증설은 2015년 이후 전무한 구간에 진입했다. 글로벌 타이어 수요는 연간 2~3% 가량의 꾸준히 성장하기에 범용 합성고무의 누적된 공급과잉은 완만히 개선될 가능성이 높다. 특히, SBR/BR 기준 글로벌 No.1인 금호석유도 큰 폭의 적자를 내는 상황에서 원가구조가 불리한 중국 일부 업체는 향후 가동률 조정 및 구조조정 등이 나타날 가능성이 높다. SBR/BR 시황은 추가 악화 가능성보다 개선될 가능성이 더 높다.

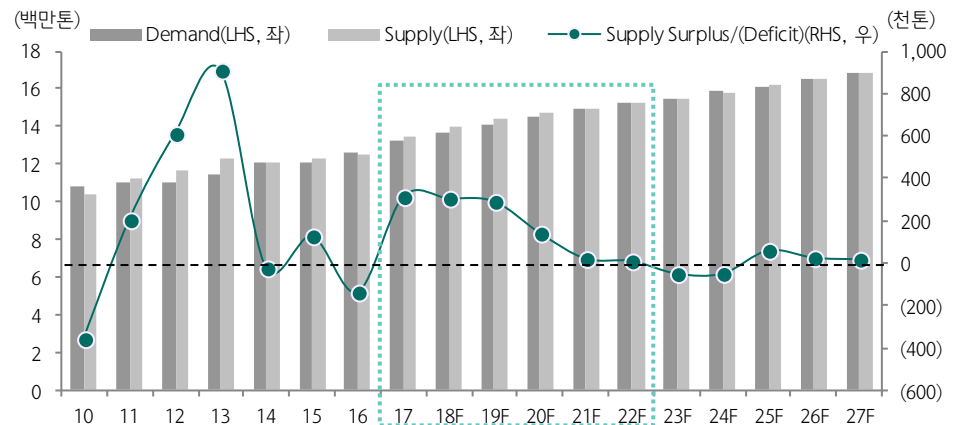
추가적으로 기대할 포인트는 천연고무의 수급밸런스가 2019년부터 2024년까지 본격적으로 좋아진다는 점이다. 이는 천연고무 업황이 본격적으로 Down-turn에 진입하기 시작한 2012년을 기점으로 재배 면적이 현저히 줄어 2019년을 마지막으로 2020년부터는 재배되는 천연고무 물량이 현저하게 줄어들기 때문이다.

그림 42. 글로벌 BR/SBR 증설물량 추이



자료: 하나금융투자

그림 43. 글로벌 천연고무 수급밸런스 추이



자료: Sri Trang, 하나금융투자

표 1. SBR/BR 규모 기준 글로벌 업체 순위 비교

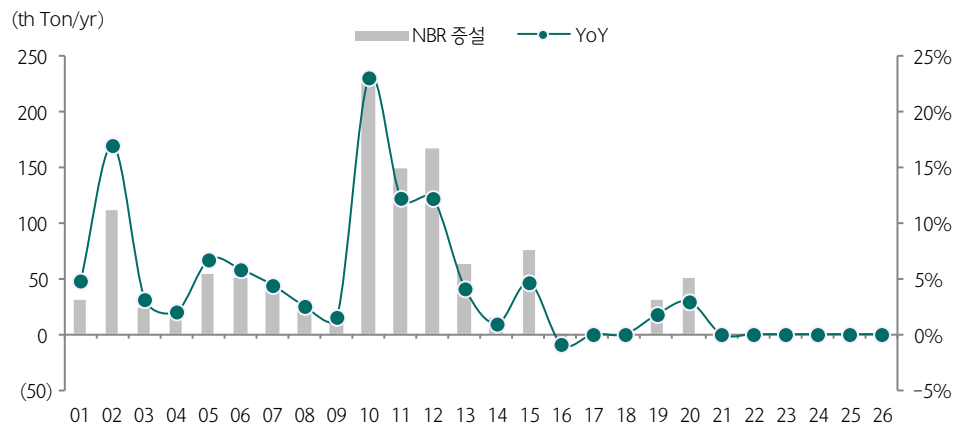
	SBR Capa기준 순위	2018년 기준(천톤/년)	비중
1	금호석유	360	6.84%
2	Lion Copolymer	340	6.46%
3	Arlanxo	285	5.42%
4	Goodyear	271	5.15%
5	Qilu PC	250	4.75%
6	Fushun PC	200	3.80%
7	Synthos Dwory	185	3.52%
8	Shen Hua Chem	180	3.42%
9	Yangzi PC/GPRO	180	3.42%
10	LG화학	160	3.04%
	기타	2,849	54.16%
	총계	5,260	100.00%

	BR Capa기준 순위	2018년 기준(천톤/년)	비중
1	금호석유	395	7.78%
2	Lanxess	355	7.00%
3	Goodyear	260	5.12%
4	NKNK	200	3.94%
5	LG화학	196	3.86%
6	Arlanxo	175	3.45%
7	Bridg/Firestn	165	3.25%
8	PetroChina Daqing PC	160	3.15%
9	Voronsynkchk	155	3.05%
10	Sichuan PC	150	2.96%
	기타	2,863	56.42%
	총계	5,074	100.00%

자료: 하나금융투자

그림 44. 글로벌 NBR 중설 추이

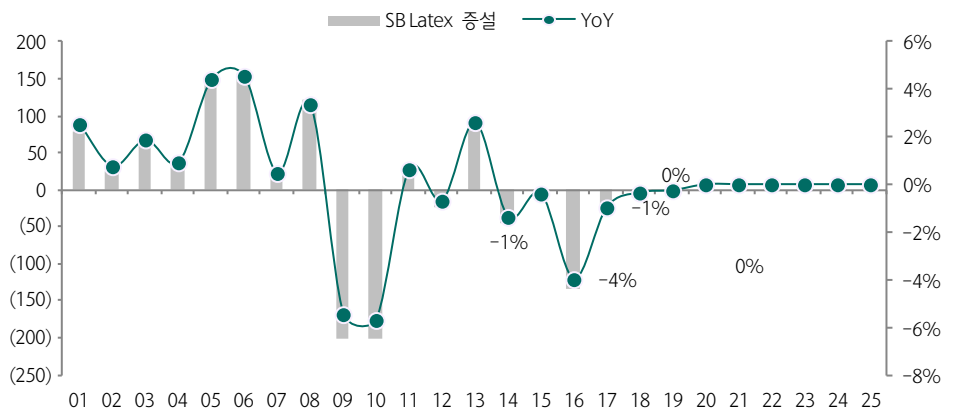
글로벌 NBR 중설은 향후 전무한
구간에 진입.
NBR(Acrylonitrile Butadiene
Rubber, 아크릴로니트릴
부타디엔고무)'은
다른 합성고무 제품에 비해
내유성(耐油性)이 탁월한 제품으로
패킹, 가스켓, 호스, 신발,
가전제품 등에 사용.
금호석유는 M/S 16% 수준으로
글로벌 No.3



자료: 하나금융투자

그림 45. 글로벌 SB Latex 중설 추이

글로벌 SB Latex 중설은 향후
전무한 구간에 진입



자료: 하나금융투자

4. MDI의 턴어라운드도 긍정적

MDI 반등은 주가 반등을 위한
심리 개선에 일부 긍정적인
영향을 줄 것으로 예상

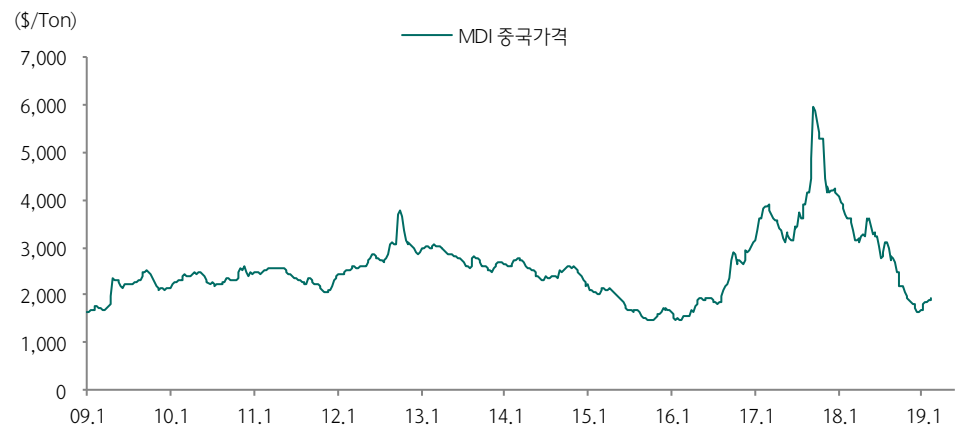
금호미쓰이는 MDI 호조와 맞물린 증설(2017년 하반기 Capa를 기존 25만톤/년에서 35만톤/년으로 약 40% 증설)로 인해 지분법에 대한 기여가 매우 높았다. 이로 인해 2017~2018년 지분법이익은 약 900~1,000억원 내외에서 유지되었다. 하지만, 중국 MDI 가격은 2018년 이후 1년 이상 내리막길을 걸었고, 현재는 지분법의 기여도가 현저히 낮아진 상황이다. 하지만, 중국 MDI가격은 연초 이후 바닥을 찍고 약 16% 가량 반등했다. 현 수준의 가격에서는 과거와 같은 높은 수준의 지분법 기여는 어렵겠으나, 주가 반등을 위한 심리 개선에 일부 긍정적인 영향을 줄 것으로 예상된다.

MDI는 현재가 바닥일 가능성이
높아 보인다

MDI 업황과 관련해서는 최근 Huntsman CEO의 실적 컨콜에서의 코멘트가 눈에 띈다. 중국의 MDI가격이 1Q19 중으로 Bottom-Out 할 것이란 점을 강조했으며, 미중 무역 분쟁이 긍정적으로 해결될 경우 고객사의 낮은 재고 수준을 감안할 때 눈에 띄는 수요 개선이 나타날 수 있다고 언급했다. 또한 2018년 MDI의 글로벌 가동률은 80% 중반을 기록하며 2018년 90% 중반에서 현저하게 하락했으나, 2019년에는 80% 중후반, 2020년에는 80%후반~90%초반을 기록하며 뚜렷한 수급 개선이 이루어질 것으로 보고 있는 것으로 파악된다. MDI는 현재가 바닥일 가능성이 높아 보인다.

그림 46. 중국 MDI 가격 추이

중국 MDI 가격은
연초 대비 16% 상승



자료: Cischem, 하나금융투자

5. 실적 추정 및 Valuation 차트

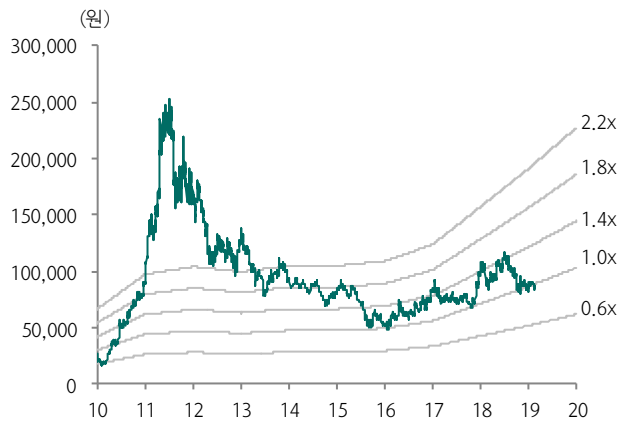
표 2. 금호석유 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2018				FY2018				FY2016	FY2017	FY2018P	FY2019F
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F				
매출액	1,339.9	1,441.8	1,450.6	1,352.6	1,217.0	1,227.4	1,264.6	1,351.4	3,970.4	5,064.8	5,584.9	5,060.4
QoQ(%)	10.5%	7.6%	0.6%	-6.8%	-10.0%	0.9%	3.0%	6.9%				
YoY(%)	-4.9%	16.4%	20.4%	11.6%	-9.2%	-14.9%	-12.8%	-0.1%	0.9%	27.6%	10.3%	-9.4%
합성고무	474.5	516.6	539.5	484.8	464.3	466.5	484.5	523.1	1,559.2	2,068.1	2,015.4	1,938.4
합성수지	299.6	324.1	320.7	281.3	218.3	224.4	234.9	255.4	1,035.7	1,205.5	1,225.7	933.1
에너지/정밀화학	149.6	148.2	136.8	153.0	157.8	157.5	155.7	156.1	516.0	610.2	587.6	627.0
페놀(금호 P&B)	416.2	452.9	453.6	433.5	376.6	379.1	389.5	416.8	859.5	1,180.9	1,756.2	1,561.9
영업이익	165.8	153.5	151.0	83.9	119.0	134.8	156.4	177.1	157.1	262.6	554.2	587.3
영업이익률(%)	12.4%	10.6%	10.4%	6.2%	9.8%	11.0%	12.4%	13.1%	4.0%	5.2%	9.9%	11.6%
QoQ(%)	74.6%	-7.4%	-1.7%	-44.4%	41.8%	13.3%	16.0%	13.2%				
YoY(%)	152.2%	247.5%	161.4%	-11.6%	-28.3%	-12.2%	3.6%	111.1%	-4.2%	67.2%	111.0%	6.0%
합성고무	33.2	42.9	28.1	5.8	15.2	24.7	35.9	43.8	29.9	58.3	110.0	119.6
영업이익률(%)	7.0%	8.3%	5.2%	1.2%	3.3%	5.3%	7.4%	8.4%	1.9%	2.8%	5.5%	6.2%
QoQ(%)	41.7%	29.1%	-34.6%	-79.3%	161.6%	62.3%	45.2%	22.0%				
YoY(%)	94.8%	560.3%	149.1%	-75.2%	-54.2%	-42.4%	27.9%	652.8%	72.0%	94.9%	88.8%	8.8%
합성수지	24.0	16.2	9.6	-8.4	4.9	11.1	13.9	16.0	42.9	59.6	41.4	45.9
영업이익률(%)	8.0%	5.0%	3.0%	-3.0%	2.3%	4.9%	5.9%	6.3%	4.1%	4.9%	3.4%	4.9%
QoQ(%)	33.5%	-32.4%	-40.6%	적전	흑전	124.5%	25.4%	15.4%				
YoY(%)	172.3%	62.2%	-57.9%	적전	-79.4%	-31.7%	44.3%	흑전	-18.9%	38.9%	-30.6%	11.0%
에너지/정밀화학	42.0	25.5	35.1	41.0	40.5	40.4	40.5	40.4	67.5	114.0	143.7	161.8
영업이익률(%)	28.1%	17.2%	25.7%	26.8%	25.7%	25.7%	26.0%	25.9%	13.1%	18.7%	24.5%	25.8%
QoQ(%)	7.8%	-39.3%	37.7%	16.7%	-1.2%	-0.1%	0.1%	0.0%				
YoY(%)	41.9%	8.3%	61.4%	5.1%	-3.7%	58.4%	15.2%	-1.4%	-20.6%	68.8%	26.1%	12.6%
페놀(금호 P&B)	66.6	68.9	78.2	45.5	58.3	58.6	66.2	76.9	16.1	30.7	259.2	259.9
영업이익률(%)	16.0%	15.2%	17.2%	10.5%	15.5%	15.5%	17.0%	18.4%	1.9%	2.6%	14.8%	16.6%
QoQ(%)	361.0%	3.5%	13.4%	-41.8%	28.1%	0.5%	13.0%	16.1%				
YoY(%)	552.6%	1566.2%	4085.1%	215.1%	-12.4%	-15.0%	-15.3%	68.9%	27.6%	89.8%	745.6%	0.3%
당기순이익	143.6	175.4	122.5	61.7	90.9	104.4	123.3	141.8	80.8	217.6	503.3	460.3
당기순이익률(%)	10.7%	12.2%	8.4%	4.6%	7.5%	8.5%	9.7%	10.5%	2.0%	4.3%	9.0%	9.1%
QoQ(%)	170.8%	22.1%	-30.2%	-49.7%	47.3%	14.9%	18.1%	15.0%				
YoY(%)	103.9%	368.0%	116.2%	16.3%	-36.7%	-40.5%	0.6%	129.8%	-33.7%	169.5%	131.2%	-8.5%
지배순이익	132.1	175.3	122.4	61.5	88.7	102.0	120.4	138.4	73.2	213.6	491.4	449.4

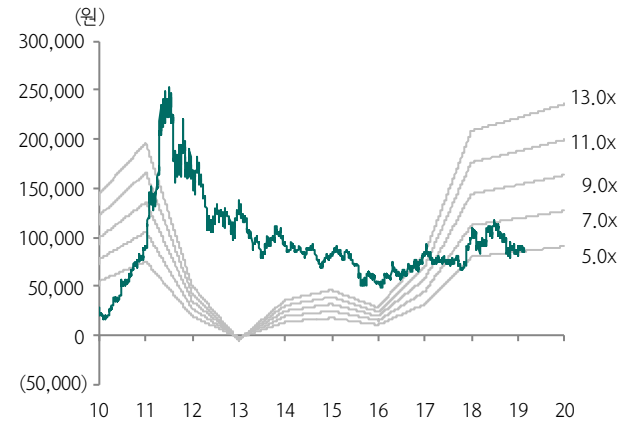
자료: 하나금융투자

그림 47. 금호석유 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료: 하나금융투자

그림 48. 금호석유 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	3,970.4	5,064.8	5,584.9	5,060.4	5,535.3
매출원가	3,637.5	4,636.5	4,811.1	4,250.1	4,624.4
매출총이익	332.9	428.3	773.8	810.3	910.9
판관비	175.8	165.6	219.6	223.0	222.3
영업이익	157.1	262.6	554.2	587.3	688.6
금융손익	(67.2)	(27.5)	(59.2)	(23.1)	(22.0)
종속/관계기업손익	27.6	89.1	117.6	40.0	40.0
기타영업외손익	(4.6)	(34.4)	3.4	1.5	1.5
세전이익	112.9	289.8	616.1	605.7	708.1
법인세	32.1	72.1	112.8	145.4	170.0
계속사업이익	80.8	217.6	503.3	460.4	538.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	80.8	217.6	503.3	460.4	538.2
비지배주주지분손익	7.5	4.1	11.9	10.9	12.7
지배주주순이익	73.2	213.6	491.4	449.5	525.5
지배주주지분포괄이익	87.1	245.0	491.4	449.5	525.5
NOPAT	112.4	197.2	452.7	446.3	523.3
EBITDA	363.0	480.5	765.1	791.0	886.1
성장성(%)					
매출액증가율	0.9	27.6	10.3	(9.4)	9.4
NOPAT증가율	(4.6)	75.4	129.6	(1.4)	17.3
EBITDA증가율	6.8	32.4	59.2	3.4	12.0
영업이익증가율	(4.2)	67.2	111.0	6.0	17.2
(지배주주)순이익증가율	(38.4)	191.8	130.1	(8.5)	16.9
EPS증가율	(38.4)	191.6	130.1	(8.5)	16.9
수익성(%)					
매출총이익률	8.4	8.5	13.9	16.0	16.5
EBITDA이익률	9.1	9.5	13.7	15.6	16.0
영업이익률	4.0	5.2	9.9	11.6	12.4
계속사업이익률	2.0	4.3	9.0	9.1	9.7

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,187	6,377	14,672	13,422	15,690
BPS	49,559	56,215	70,073	82,365	96,926
CFPS	11,666	15,767	22,706	23,723	26,565
EBITDAPS	10,840	14,347	22,845	23,617	26,459
SPS	118,552	151,227	166,757	151,097	165,275
DPS	800	1,000	1,350	1,350	1,350
주가지표(배)					
PER	37.5	15.6	5.9	6.7	5.7
PBR	1.7	1.8	1.2	1.1	0.9
PCR	7.0	6.3	3.8	3.8	3.4
EV/EBITDA	12.5	10.0	5.3	4.6	3.7
PSR	0.7	0.7	0.5	0.6	0.5
재무비율(%)					
ROE	4.6	12.3	23.7	17.9	17.7
ROA	1.7	4.7	10.0	8.2	8.7
ROIC	3.8	6.7	15.7	15.5	18.0
부채비율	163.1	134.0	115.2	98.8	89.2
순부채비율	107.0	80.2	47.2	24.1	7.8
이자보상배율(배)	2.7	4.0	8.8	8.9	9.9

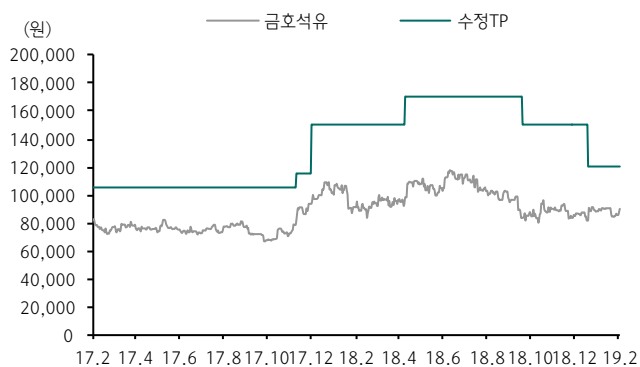
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,255.3	1,332.7	1,959.4	2,539.8	3,178.9
금융자산	232.6	250.3	772.6	1,332.8	1,859.4
현금성자산	197.0	234.4	755.1	1,316.9	1,842.0
매출채권 등	566.8	621.2	680.9	746.3	818.0
재고자산	445.5	426.8	470.6	426.4	466.4
기타유동자산	10.4	34.4	35.3	34.3	35.1
비유동자산	3,290.8	3,247.1	3,275.7	3,137.8	3,171.4
투자자산	664.7	768.6	847.5	767.9	840.0
금융자산	247.0	280.7	309.5	280.4	306.8
유형자산	2,564.8	2,440.3	2,392.2	2,335.9	2,299.0
무형자산	17.3	14.9	12.6	10.6	9.0
기타비유동자산	44.0	23.3	23.4	23.4	23.4
자산총계	4,546.1	4,579.8	5,235.1	5,677.7	6,350.3
유동부채	2,145.6	1,913.9	2,080.5	2,113.3	2,274.2
금융부채	1,521.1	1,233.2	1,333.9	1,433.2	1,533.8
매입채무 등	596.3	625.6	689.9	625.1	683.7
기타유동부채	28.2	55.1	56.7	55.0	56.7
비유동부채	672.7	709.1	721.7	709.0	720.5
금융부채	560.5	586.9	586.9	586.9	586.9
기타비유동부채	112.2	122.2	134.8	122.1	133.6
부채총계	2,818.2	2,623.0	2,802.2	2,822.3	2,994.6
지배주주지분	1,619.7	1,842.7	2,306.8	2,718.4	3,206.1
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	266.5	266.5	266.5	266.5	266.5
자본조정	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)
기타포괄이익누계액	18.2	46.1	46.1	46.1	46.1
이익잉여금	1,207.9	1,403.0	1,867.1	2,278.8	2,766.4
비지배주주지분	108.2	114.1	126.0	136.9	149.6
자본총계	1,727.9	1,956.8	2,432.8	2,855.3	3,355.7
순금융부채	1,849.0	1,569.8	1,148.2	687.3	261.4

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	296.8	421.0	579.6	508.7	639.0
당기순이익	80.8	217.6	503.3	460.4	538.2
조정	236.2	242.9	102.2	147.7	141.7
감가상각비	206.0	217.9	210.9	203.7	197.6
외환거래손익	16.5	(12.3)	9.1	(15.9)	(15.9)
지분법손익	(36.6)	(88.7)	(117.7)	(40.0)	(40.0)
기타	50.3	126.0	(0.1)	(0.1)	(0.0)
영업활동자산부채변동	(20.2)	(39.5)	(25.9)	(99.4)	(40.9)
투자활동 현금흐름	(250.7)	(106.0)	(132.5)	(8.3)	(176.7)
투자자산감소(증가)	29.4	(14.9)	38.8	119.6	(32.1)
유형자산감소(증가)	(271.1)	(100.8)	(160.5)	(145.4)	(159.1)
기타	(9.0)	9.7	(10.8)	17.5	14.5
재무활동 현금흐름	103.6	(276.7)	73.4	61.4	62.9
금융부채증가(감소)	165.4	(261.5)	100.7	99.3	100.7
자본증가(감소)	(1.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(38.0)	6.9	0.0	(0.1)	(0.0)
배당지급	(22.5)	(22.1)	(27.3)	(37.8)	(37.8)
현금의 증감	149.7	37.5	520.6	561.9	525.1
Unlevered CFO	390.7	528.1	760.4	794.5	889.7
Free Cash Flow	24.0	315.1	419.1	363.3	479.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

금호석유



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.7	BUY	120,000		
18.10.8	BUY	150,000	-41.91%	-36.07%
18.4.28	BUY	170,000	-38.20%	-31.18%
17.12.19	BUY	150,000	-35.44%	-27.67%
17.11.28	BUY	115,000	-22.13%	-18.78%
17.2.19	BUY	105,000	-28.30%	-21.81%
16.12.15	BUY	95,000	-12.08%	-2.84%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.2%	5.9%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 2월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 02월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 02월 20일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.