



2018년 7월 23일 | Equity Research

금호석유 (011780)

고속 성장하는 NB Latex 시장의 글로벌 No.1

고성장하는 NB Latex 장갑업체의 주가와 Valuation 주목

NB Latex는 의료용 장갑의 원재료로 주로 사용되는데, 전방 NB Latex 장갑시장이 최근 3년 간 연간 8~10% 가량 가파르게 성장함에 따라 원재료인 NB Latex 또한 동반하여 고속성장하고 있다. 가파른 수요 성장의 배경은 비닐 장갑/천연고무 장갑 시장을 NB Latex 장갑이 대체하기 시작했기 때문이다. 말레이시아는 글로벌 NB Latex 장갑 생산의 70~80%를 차지하는 압도적인 글로벌 No.1 생산지역으로 Top 3 업체가 위치하고 있다. Top 3(Top Glove, Hartalega, Kossan)의 최근 1년 주가수익률은 약 100~150%, 2017년 기준 PER은 20~30배 수준으로 최근 성장하는 NB Latex 장갑시장의 성장성이 그대로 투영되고 있다.

NB Latex 경쟁업체의 주가와 Valuation 또한 팔목할 만

금호석유는 NB Latex 40만톤/년을 보유해 M/S 30%를 상회하는 글로벌 No.1이다. 2위는 영국 Synthomer, 3위는 대만 Nantex다. 2~3위 업체의 1년 주가 수익률은 30~40% 수준이며, 3년 평균 기준 PER은 12배를 상회하며 최근 전방시장 성장성을 그대로 반영하고 있다. 참고로, 영업이익률은 10%에 육박해 금호석유 또한 비슷한 수준 혹은 더 높은 수준에서 이익률이 형성될 것으로 추정된다.

NB Latex, 현재 이익기여도도 높지만 향후 추가 상승할 것

금호석유 합성고무 매출 중에서 현재 NB Latex가 차지하는 비중은 20% 수준이나 2019년에는 30% 수준으로 상승할 것이다. 2019년 초 추가적으로 15만톤/년 설비가 증설되며, 판가 또한 전방 성장에 따라 가파르게 상승하고 있기 때문이다. 2017년 기준 NB Latex의 매출액/영업이익은 각각 4,300억원/400~500억원으로 추정되는데, 2019년에는 각각 7,000억원/800~1,000억원으로 큰 폭 증가하며 합성고무 사업부의 실적을 견인할 것으로 전망된다. NBR, SB Latex, SBS등 여타 특수고무도 향후 증설이 전무한 구간에 진입하며, 현재 부진한 실적을 시현 중인 SBR/BR 또한 원가부진 설비의 가동률 조정에 따라 점진적 회복이 예상되어 합성고무 실적은 개선세가 뚜렷할 전망이다. 타이어만 보는 시각이 바뀌지 않는다면 합성고무는 지속적으로 이익 서프라이즈를 기록할 가능성이 높다. 섹터 내 Top Pick 의견을 유지한다.

In-depth Report

BUY

| TP(12M): 170,000원 | CP(7월 20일): 114,000원

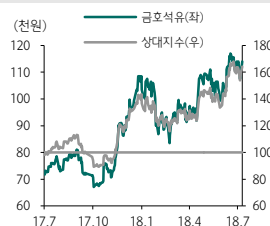
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,289.19
52주 최고/최저(원)	117,000/67,100
시가총액(십억원)	3,473.3
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	30,467.7
60일 평균 거래량(천주)	148.4
60일 평균 거래대금(십억원)	16.0
18년 배당금(예상, 원)	1,000
18년 배당수익률(예상, %)	0.88
외국인지분율(%)	29.62
주요주주 지분율(%)	
박찬구 외 5인	24.70
국민연금	10.38
주가상승률	1M 6M 12M
절대	9.1 7.0 52.4
상대	12.7 17.8 62.6

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	5,573.3	5,775.6
영업이익(십억원)	571.8	545.5
순이익(십억원)	468.6	450.1
EPS(원)	13,298	12,699
BPS(원)	80,279	94,076

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	3,970.4	5,064.8	5,605.1	5,846.0	6,020.3
영업이익	십억원	157.1	262.6	642.2	699.0	740.2
세전이익	십억원	112.9	289.8	742.8	801.2	844.4
순이익	십억원	73.2	213.6	519.3	560.1	590.3
EPS	원	2,187	6,377	15,506	16,725	17,626
증감률	%	(38.4)	191.6	143.2	7.9	5.4
PER	배	37.49	15.60	7.35	6.82	6.47
PBR	배	1.65	1.77	1.61	1.31	1.10
EV/EBITDA	배	12.52	10.04	5.66	4.81	4.08
ROE	%	4.61	12.34	24.86	21.54	18.75
BPS	원	49,559	56,215	70,906	86,794	103,582
DPS	원	800	1,000	1,000	1,000	1,000



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

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

CONTENTS

1. 글로벌 NB Latex 장갑 수요는 연 8~10% 고속 성장 중	3
NB Latex 장갑의 고속성장은 대체효과에 따른 어플리케이션 확장에 기인	3
2. NB Latex 장갑 시장의 구조와 Top-Player의 성장성 분석	6
1) NB Latex 장갑 생산의 압도적 No.1 말레이. 향후 2~3년 간 증설 10% 내외	6
2) NB Latex 생산의 글로벌 No.1 금호석유	8
3) 장갑업체의 폭발적 매출성장과 주가상승, PER 20~30배의 높은 멀티플 주목	9
4) NB Latex 2~3위 업체의 이익률 호조와 PER 12배 이상의 Valuation에 주목	11
3. 금호석유의 NB Latex, 현재와 중장기 이익기여도 분석	13
1) 합성고무 사업 내 NB Latex의 매출비중은 20%에서 향후 30%까지 증가	13
2) NB Latex는 합성고무 이익의 상당 부분 차지. 향후 이익기여 추가 상승할 것	13
3) 여타 특수고무 또한 증설이 없어 이익기여도 상승 지속될 것	13
4. 범용고무(SBR/BR)는 더 이상 나빠지기 힘들다	17
SBR/BR, 천연고무 수급 밸런스는 개선 중	17
5. 실적 추정치 및 Valuation	19
[Appendix] 페놀유도체 관련 데이터 정리	21

1. 글로벌 NB Latex 장갑 수요는 연 8~10% 고속 성장 중

NB Latex 장갑의 고속성장은 대체효과에 따른 어플리케이션 확장에 기인

전방 NB Latex 장갑시장의 성장에 따라 원재료인 NB Latex 또한 동반하여 고속성장 중

최근 가파른 수요 성장의 배경은 비닐 장갑/천연고무 장갑 시장을 NB Latex 장갑이 대체하기 시작했기 때문이라 판단

천연고무 장갑도 NB Latex 장갑이 대체하는 것으로 추정

글로벌 장갑 시장은 중장기적으로 큰 폭의 성장이 나타날 것

최근 글로벌 NB Latex 시장이 고속성장 중이다. NB Latex는 의료용 장갑의 원재료로 주로 사용되는데, 전방 NB Latex 장갑시장이 최근 3년 간 연간 8~10% 가량 가파르게 성장함에 따라 원재료인 NB Latex 또한 동반하여 고속성장하고 있는 것이다.

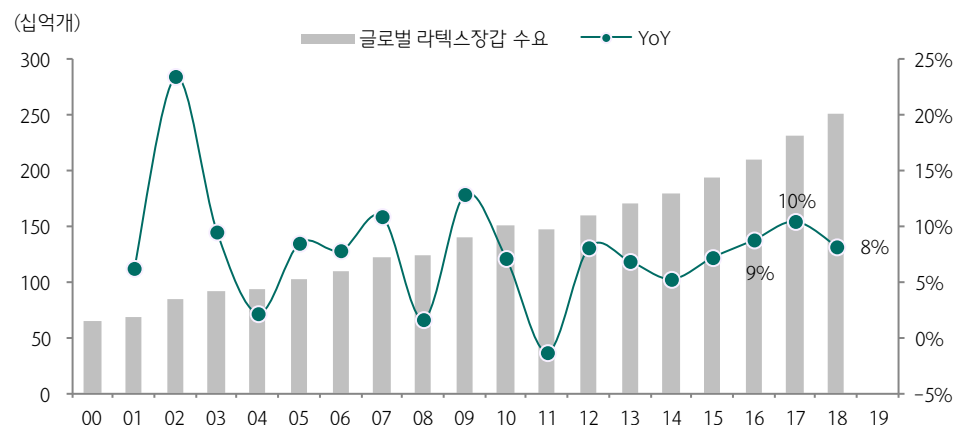
최근 가파른 수요 성장의 배경은 비닐 장갑/천연고무 장갑 시장을 NB Latex 장갑이 대체하기 시작했기 때문이라 판단된다. 우선, 기존 조리용/가정용으로 흔하게 사용되는 비닐장갑(원재료 PVC, 글로벌 M/S 30% 추정)시장의 점유율이 점차 축소되고 있는 것으로 추정된다. 실제 <그림 2>에서 보는 바와 같이, 글로벌 장갑 수요의 35~40%를 차지하는 미국의 고무류(NB Latex+천연고무)장갑 수입은 약 10% 이상 증가하나, 비닐장갑의 수입량은 오히려 감소세가 나타나고 있다. 또한 미국의 장갑 수입 중에서 중국의 비중이 감소하고 말레이시아의 비중이 늘어나는 점도 눈에 띈다<그림3>. 중국은 주로 비닐 장갑을 주로 생산하나, 말레이시아는 고무류(NB Latex+천연고무) 장갑을 주로 생산한다는 점을 감안하면 미국의 비닐장갑 시장점유율 축소가 데이터로도 확인되는 셈이다.

천연고무 장갑(원재료 천연고무, M/S 33%) 또한 NB Latex 장갑(원재료 NB Latex, M/S 32%)이 대체하는 움직임이 나타나는 것으로 추정한다. 천연고무의 경우 분말이 발생함에 따라 조리용으로 부적합하기 때문이며, 의료용으로 사용되는 천연고무 장갑은 일부에서 알러지 반응이 발생함에 따라 알러지 반응이 나타나지 않는 NB Latex로 대체되기 시작한 것이다.

글로벌 장갑 시장은 중장기적으로도 큰 폭의 성장이 나타날 것으로 생각된다. 왜냐하면, 선진국과 개발도상국 간의 인당 장갑 사용량은 큰 폭의 차이가 존재하기에 향후 개발도상국의 수요 성장세는 필연적이라 판단하기 때문이다. 특히, 중국/인도/인도네시아는 인구 규모로는 글로벌 No.1, 2, 4위를 차지하나 인당 장갑 사용량은 1~4개 수준에 불과해 향후 폭발적인 수요 성장이 기대된다. 이러한 장갑 시장의 중장기 성장성 하에서 NB Latex 장갑은 자체적인 장점을 바탕으로 꾸준히 장갑 시장 내 M/S를 확대하면서 가파른 성장세를 이어나갈 것으로 예상된다.

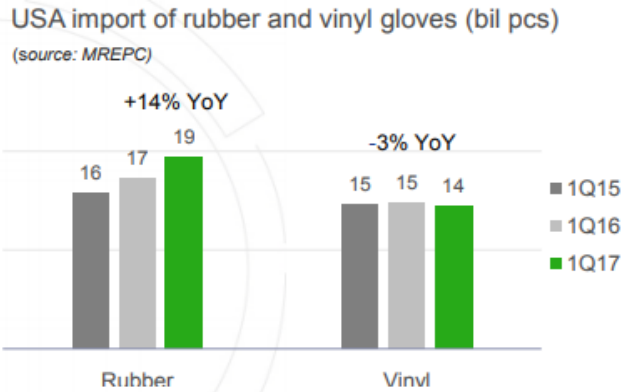
그림 1. 글로벌 라텍스장갑 수요 추이

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



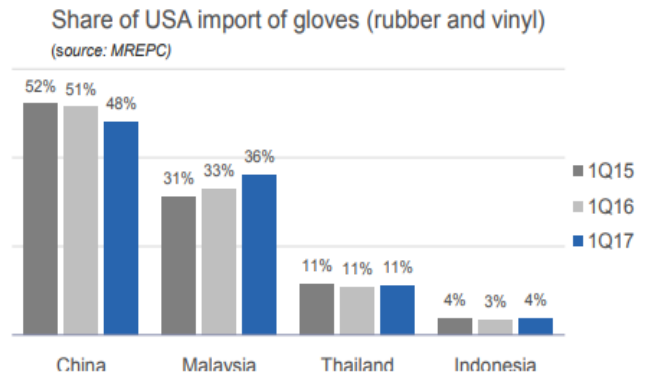
자료: Hartalega, 하나금융투자

그림 2. 미국의 고무류/비닐장갑 수입 추이



자료: Hartalega, 하나금융투자

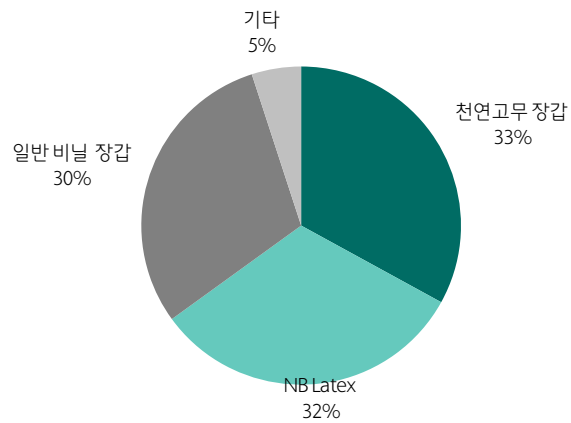
그림 3. 미국의 고무류/비닐장갑 수입 중 국가별 비중 추이



자료: Hartalega, 하나금융투자

그림 4. 전체 장갑 시장에서 비닐/천연고무/NB Latex 장갑이 차지하는 비중

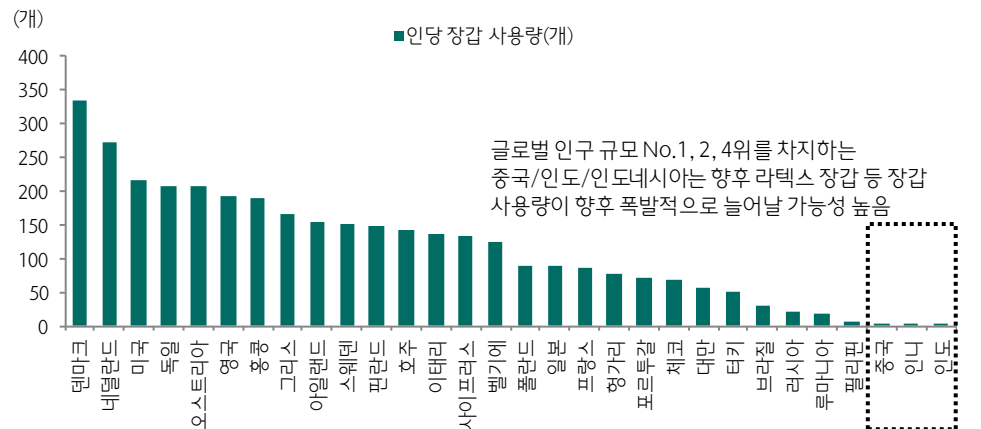
현재 전체 장갑시장의 M/S 32%를 차지하는 NB Latex가 나머지 63%에 해당하는 일반 비닐, 천연고무 장갑 시장을 대체하고 있는 것으로 추정됨



자료: Hartalega, 하나금융투자

그림 5. 국가별 인당 장갑 사용량

선진국/개발도상국 간의 인당 장갑 사용량은 큰 폭의 차이 존재
인구가 가장 많은 중국/인도/인니를 중심으로 향후 큰 폭의 수요 성장이 나타날 것으로 전망됨



자료: Hartalega, 하나금융투자

표 1. 일회용 장갑의 분류와 특징

	NB Latex 장갑	천연고무 장갑	일반 비닐 장갑
예시			
용도	▶ 의료용으로 주로 사용되며 조리용 등으로도 용도 확대 중	▶ 의료용. 제품 특성상 분말이 발생할 수 있어서 조리용으로는 부적합	▶ 조리용. 가정용
특징	▶ 얇고 가벼우며 라텍스 장갑에 비해 신체 밀착도 높아 착용감이 좋음. ▶ 천연고무 장갑에 비해 내구성과 내화학성이 높아 의료용으로 더욱 적합	▶ 얇고 탄력성이 좋아 착용감 우수 ▶ 장시간 사용 가능. 내구성 좋음 ▶ 위험 물질에 대한 저항성이 있어서 의료용으로 적합	▶ 가정에서 흔하게 접할 수 있는 1회용 장갑. 위험 물질에 대한 저항성은 낮아 조리용 이상의 용도로는 부적합
인체 유해성	▶ 의료용으로 승인될 만큼 안전성은 입증되었으며 알려지 반응 없음	▶ 천연고무의 단백질 성분때문에 사람에게 따라 알려지 유발 가능	▶ 환경호르몬 논란
원료	▶ NB Latex	▶ Natural Rubber	▶ PVC
비용	▶ 가장 비쌈	▶ 중간	▶ 가장 저렴

자료: Industry Data, 하나금융투자

2. NB Latex 장갑 시장의 구조와 Top-Player의 성장성 분석

1) NB Latex 장갑 생산의 압도적 No.1 말레이. 향후 2~3년 간 증설 10% 내외

NB Latex 장갑 생산의 글로벌 Top 은 대부분 말레이시아 업체

말레이시아의 NB Latex 장갑 Capa는 2020년까지 10% 내외로 증가할 것으로 예상. 금호석유의 증설 또한 이에 발맞추기 위함

NB Latex 장갑시장의 최대 수요처는 북미(미국)/유럽으로 추정됨

NB Latex 장갑 생산의 글로벌 Top-Player는 대부분 말레이시아 업체이며, Top 4 업체는 각각 Top Glove(티커: TOPG MK Equity), Hartalega(티커: HART MK Equity), Kossan(티커: KRI MK Equity), Supermax(티커: SUCB MK Equity)이다. 말레이시아의 NB Latex 장갑 생산규모는 약 1,800억개 수준으로 글로벌 수요 2,300억개의 70~80%를 차지하는 압도적인 글로벌 No.1 생산지역이다.

NB Latex 장갑 시장의 폭발적인 성장성을 감안하여 말레이시아 Top 4 업체들은 2020년까지 연간 10% 내외 수준의 추가적인 Capa 확장을 지속할 것으로 예상된다. 금호석유는 NB Latex 생산의 No.1업체로 M/S는 약 30%를 상회하는 것으로 추정된다. 금호석유의 NB Latex 증설이 2017년(+20만톤/년)과 2019년(+15만톤/년)에 지속되는 것은 추정컨대 이러한 전방 업체의 증설에 발맞추기 위함이 아닐까 생각된다.

NB Latex 장갑을 포함한 전체 장갑시장의 수요 점유율은 미국과 유럽이 압도적 비중을 차지한다. 2016년 기준 미국이 32.5%, 유럽이 31.7%이니 두 지역의 합산 비중은 60%에 달해 압도적인 비중을 차지한다. 이는 글로벌 No.1 NB Latex 규모를 보유한 Top Glove의 판매량 분석에서도 확인된다. Top Glove의 2017.9월~2018.5월 누적 판매량 중에서 유럽의 비중은 30%, 북미는 25%로 절반 이상을 차지하며, 이외 아시아(일본포함)비중은 23% 가량이다.

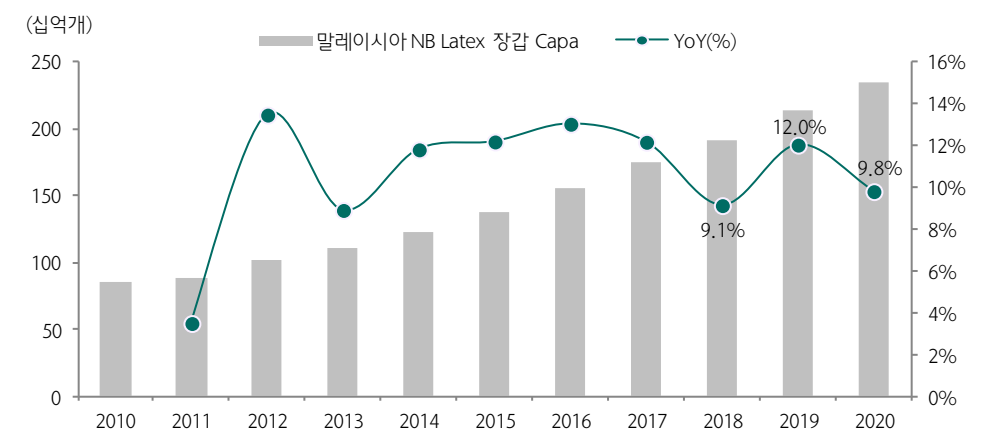
표 2. 주요 NB Latex 장갑 생산업체의 Capa 및 증설 추이(모두 말레이시아 소재)

	Top Glove	Hartalega	Kossan	Supermax
블룸버그 티커	TOPG MK Equity	HART MK Equity	KRI MK Equity	SUCB MK Equity
현재 Capa(십억개)	48.0	27.0	22.0	21.0
증설 계획(십억개)	4.7(2017년 5월)	2.8(2017년 7월)	3(2017년 7월)	2.2(2017년 12월)
	4.7(2018년 4월)	3(2018년 1월)	4.5(2018)	3.4(2019년 12월)
	4.7(2019년 4월)	4.8(2018년 12월)	3.0(2018)	

자료: 각사, 하나금융투자

그림 6. 말레이시아의 NB Latex 장갑 Capa 추이

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



자료: Industry Data, 하나금융투자

표 3. 글로벌 NB Latex 장갑 수요와 말레이시아의 NB Latex 장갑 생산 Capa 추이

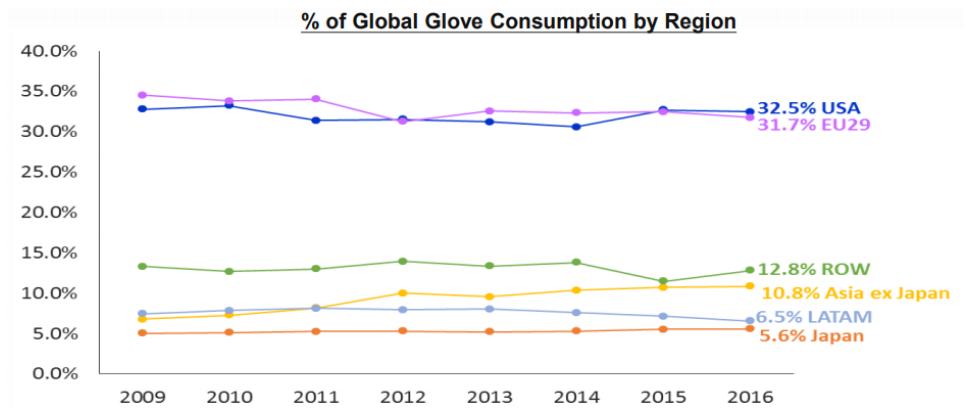
(단위: 십억개, %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
글로벌 NB Latex 장갑 수요(십억개)	150	148	160	171	180	194	210	227	242	257	274
YoY(%)		-1.3%	8.1%	6.9%	5.3%	7.8%	8.2%	8.1%	6.5%	6.5%	6.5%
말레이시아 NB Latex 장갑 Capa(십억개)	86	89	101	110	123	138	156	175	191	214	235
글로벌 수요 점유율(%)	57%	60%	63%	64%	68%	71%	74%	77%	79%	83%	86%
YoY(%)		3.5%	13.5%	8.9%	11.8%	12.2%	13.0%	12.2%	9.1%	12.0%	9.8%
Top Glove	32	34	37	40	41	43	45	48	54	61	64
Hartalega	6	8	9	11	13	14	18	22	27	33	37
Kossan	10	10	12	16	18	22	22	24	25	28	34
Supermax	18	18	18	18	18	18	20	24	24	32	40
기타	20	20	25	25	33	41	50	57	60	60	60

자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 7. 글로벌 장갑시장의 지역별 수요 비중

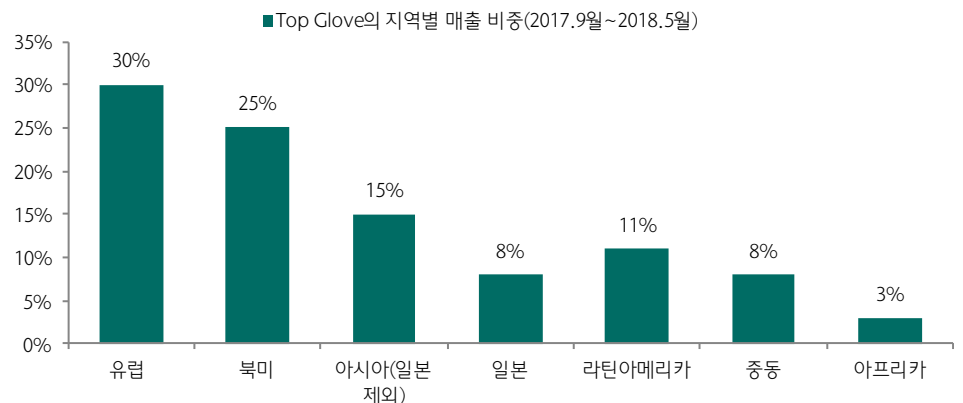
글로벌 장갑수요의 60% 이상은
미국과 유럽이 차지함



자료: Top Glove, 하나금융투자

그림 8. Top Glove의 2017.9월~2018.5월 누적판매량 지역별 비중

Top Glove의 판매량의 80%
가량은 유럽/북미/아시아향



자료: Top Glove, 하나금융투자

NB Latex 생산의 글로벌 No.1 금호석유

한국의 NB Latex의 수출은 최근 2~3년 간 20% 내외 수준으로 폭발적으로 늘어 대부분 말레이를 향해

한국의 NB Latex 수출은 연간 20% 내외의 폭발적 성장 중 대부분의 수출은 말레이시아향

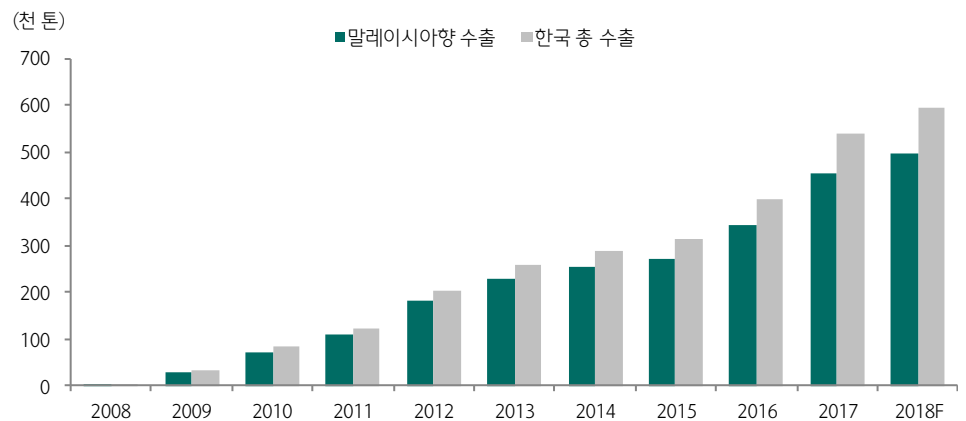
한국의 NB Latex 수출 중 말레이시아향 비중은 80%를 상회할 정도로 압도적

2) NB Latex 생산의 글로벌 No.1 금호석유

NB Latex의 글로벌 Capa는 130~140만톤으로 추정된다. 이 중 글로벌 No.1은 금호석유로 현재 Capa 40만톤으로 글로벌 M/S는 30%를 상회한다. 2위는 영국 Synthomer(티커: SYNT LN Equity)로 Capa는 30만톤 중반 가량으로 추정되며, 말레이시아에 Revertex라는 자회사를 보유하고 있다. 3위는 대만 Nantex(티커: 2108 TT EQUITY)로 Capa는 20만톤 중반 가량이다.

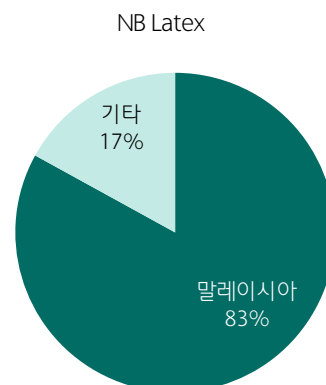
한국에서 NB Latex를 생산하는 업체는 금호석유와 LG화학이 있다. Capa는 압도적으로 금호석유가 높다. 따라서 한국의 NB Latex의 수출 중 대부분은 금호석유의 물량일 것으로 추정된다. 한국의 NB Latex 수출량은 최근 2~3년 간 20% 내외 수준으로 폭발적으로 늘어나고 있는데 이 중 80% 이상은 전방 장갑 메이커가 집중되어 있는 인도네시아를 향하는 것으로 파악된다. 금호석유는 전방 수요처에 대한 영업 강화 등을 목적으로 2016년 5월 말레이시아 쿠알라룸푸르에 영업사무소를 신설했고, 이를 통해 추가 증설 물량에 대한 판매를 위한 고객 영업력을 강화하고 있는 것으로 파악된다.

그림 7. 한국 NB Latex 전체 및 말레이시아향 수출량 추이



주: 2018년 연간 수치는 6월까지 누적 데이터를 연율화함 / 자료: KITA, 하나금융투자

그림 8. 한국의 NB Latex 수출 중 말레이시아향 비중



자료: KITA, 하나금융투자

NB Latex 장갑 메이커 Top 3의
1년 주가수익률은 약 100~150%
본격적 주가 상승 시점은
뚜렷한 매출액 성장세가 확인되는
시점과 일치함

2017년 기준 글로벌 Top 4의
PER은 20~30배 수준에서 형성
PBR은 3.5~4.8배 가량

말레이시아 Top 4 장갑업체의
주가는 최근 1년 간
약 2배 이상 상승함

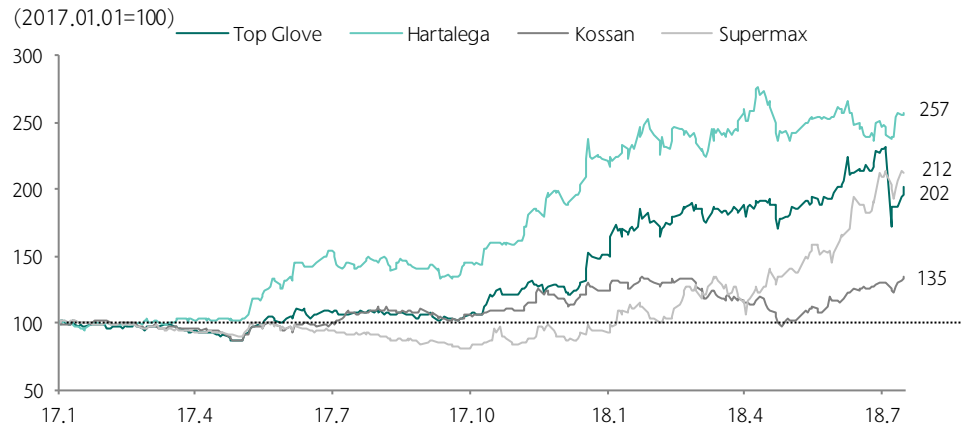
말레이시아 Top 4의 1Q17
매출액 합산은 YoY +26% 성장
매출액 성장이 확인된 2017년
5월부터 관련업체의 주가가
상승하기 시작함

3) 장갑업체의 폭발적 매출성장과 주가상승, PER 20~30배의 높은 멀티플 주목

NB Latex 장갑 메이커 Top 3(Top Glove, Hartalega, Kossan, 모두 말레이시아 업체)의 최근 주가 상승세가 가파르다. Top 3의 1년 주가수익률은 약 100~150% 수준이다. 본격적인 주가 상승은 Top Glove와 Hartalega를 중심으로 2017년 5월부터 나타났는데, 이는 Top Glove와 Hartalega의 뚜렷한 매출액 성장세가 확인되는 시점과 거의 일치한다. 즉, Top 3 업체의 매출액 성장이 확인된 순간부터 NB Latex 장갑시장의 성장성에 대한 중장기 확신을 더욱 강화되고 있는 것으로 판단된다.

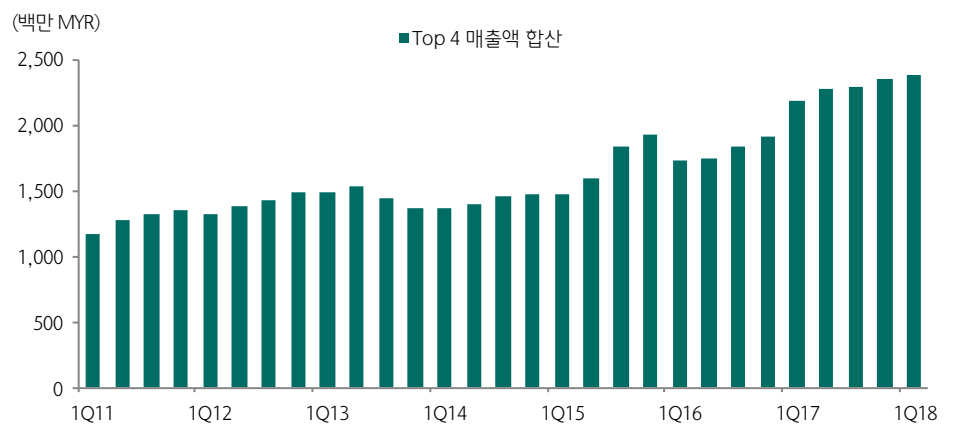
NB Latex 장갑시장의 높은 성장성에 대한 확신과 이에 대한 프리미엄은 해당 업체의 Valuation에서도 확인된다. 2017년 기준 글로벌 Top 4 업체의 PER은 20~30배 수준에서 형성되어 있으며, PBR은 3.5~4.8배(Supermax 제외)에 달한다. 즉, 시장은 NB Latex 장갑의 성장성에 대해 매우 높은 가치를 부여하고 있다고 판단된다.

그림 9. 말레이시아 NB Latex 장갑 Top 4 업체의 주가 추이(2017년 초=100 index)



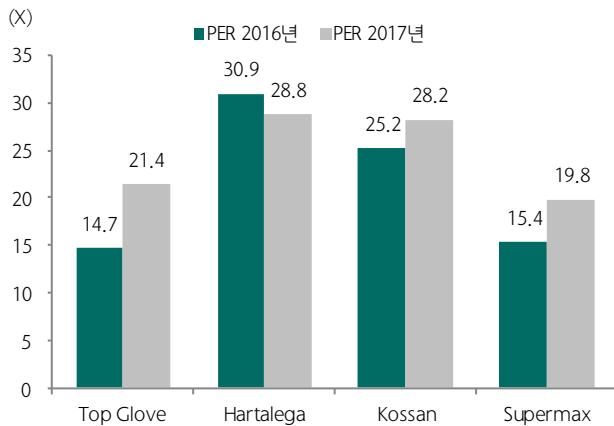
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 10. 말레이시아 NB Latex 장갑 Top 4 업체의 매출액 합산



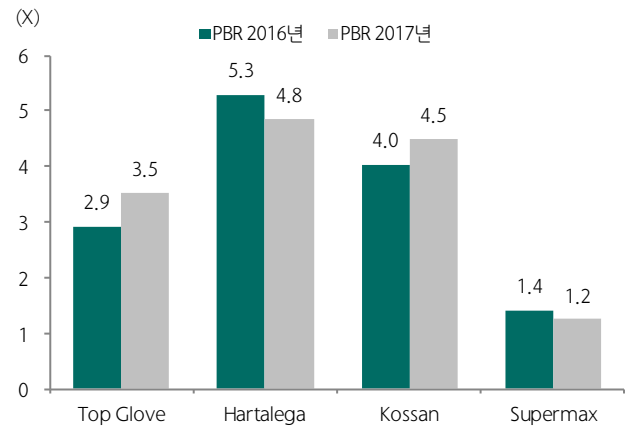
주: Top 4는 Top Glove, Hartalega, Kossan, Supermax / 자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 15. 말레이 Top 4의 2016~17년 PER은 20~30배 내외



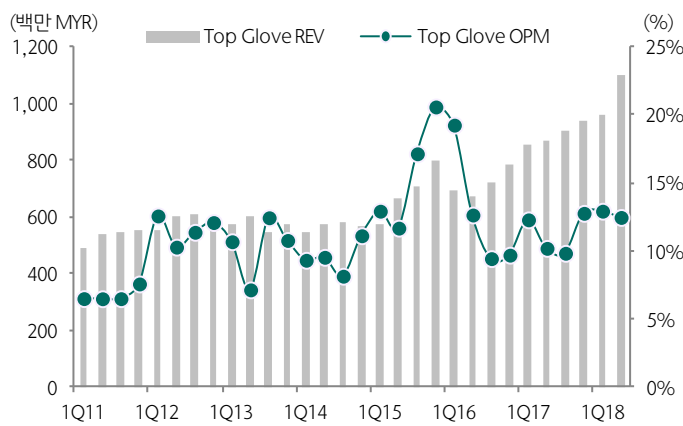
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 16. 말레이 Top 4의 2016~17년 PBR은 3~5배 내외



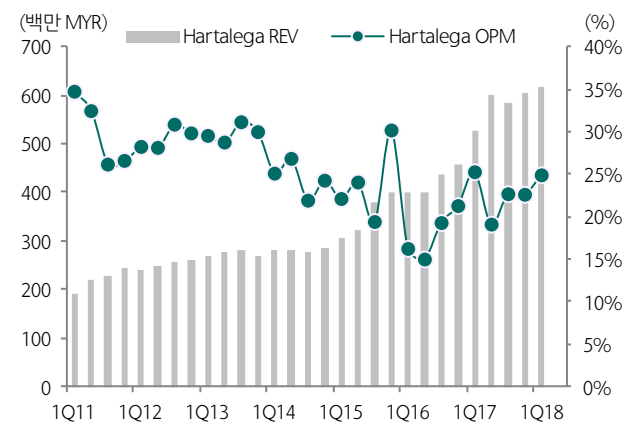
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 11. 말레이 Top Glove의 매출액과 영업이익률 추이



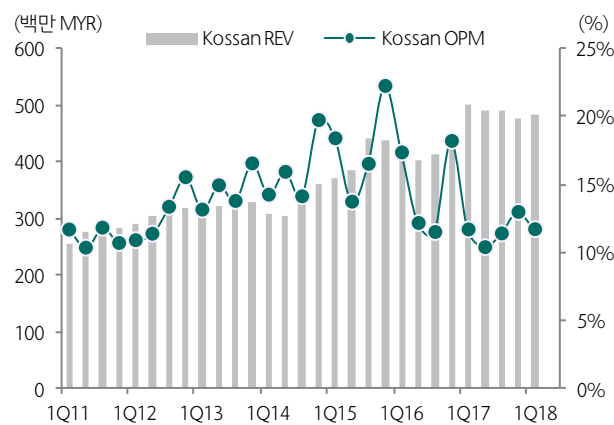
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 12. 말레이 Hartalega의 매출액과 영업이익률 추이



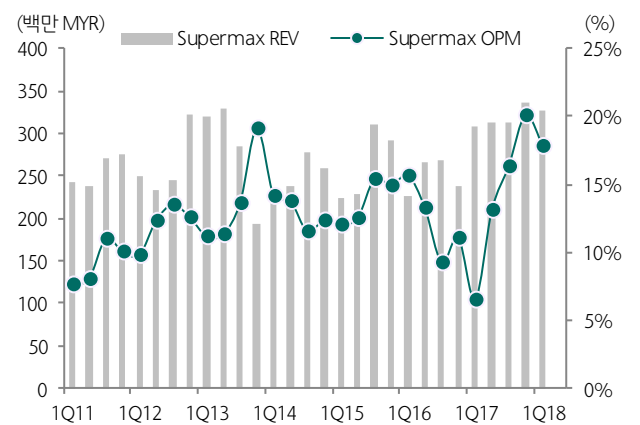
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 13. 말레이 Kossan의 매출액과 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 14. 말레이 Supermax의 매출액과 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

No.2~3업체의 최근 1년 주가는
약 30~40% 가량 상승
특히 No.3 업체인 대만 Nantex는
2018년 연초부터 현재까지
뚜렷한 주가 상승세

경쟁업체의 영업이익률과
Valuation 분석

NB Latex 2~3위 업체의
주가는 최근 30~40% 상승함

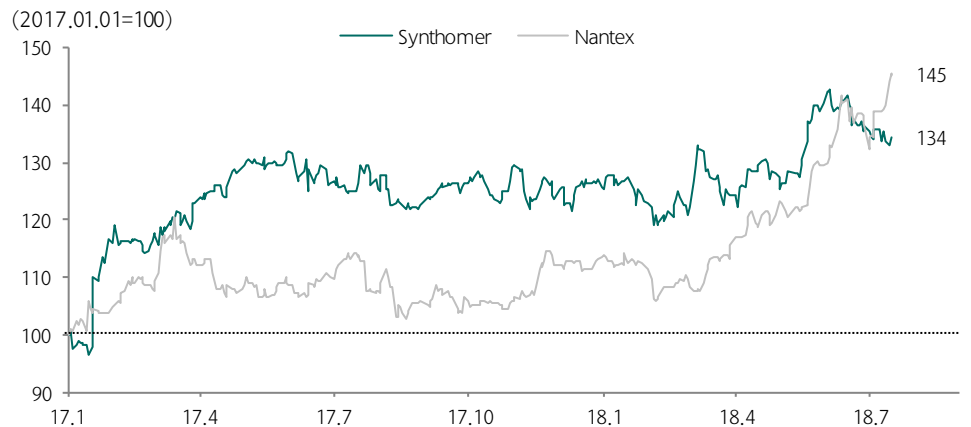
말레이시아 Top 4의 1Q17
매출액 합산은 YoY +26% 성장
매출액 성장이 확인된 2017년
5월부터 관련업체의 주가가
상승하기 시작함

4) NB Latex 2~3위 업체의 이익률 호조와 PER 12배 이상의 Valuation에 주목

NB Latex의 글로벌 No.1은 금호석유(Capa 40만톤/년)이며, 2위는 영국 Synthomer(티커: SYNT LN Equity, 30만톤/년 중반)로 말레이시아에 Revertex라는 자회사를 보유하고 있다. 3위는 대만 Nantex(2108 TT EQUITY, Capa 20만톤/년 중반)이다. No.2~3업체의 최근 1년 주가는 약 30~40% 가량 상승했는데, 특히 No.3 업체인 대만 Nantex는 2018년 연초부터 현재까지 뚜렷한 주가 상승세를 나타내고 있다. 물론 금호석유도 같은 기간 뚜렷한 주가 상승세가 나타나기는 했다. 하지만, 이는 폐놀유도체의 실적 서프라이즈에 기반한 것이었으며, NB Latex에 기인한 것은 아니었으므로 NB Latex의 호조에 대한 부분을 금호석유의 주가는 전혀 반영하고 있지 않다고 생각된다.

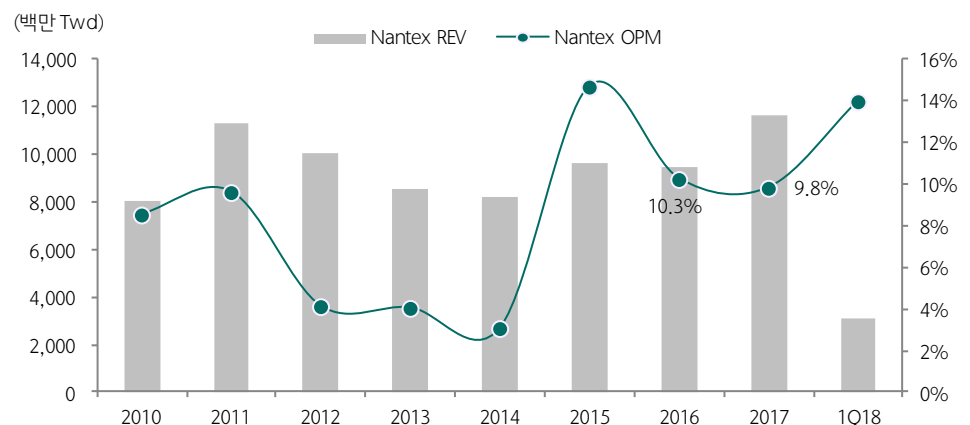
글로벌 2~3위 NB Latex 업체인 영국 Synthomer와 대만 Nantex의 영업이익률은 2017년 각각 6.4%와 9.8%를 기록했다. 특히, 대만 Nantex는 1Q18 영업환경이 추가적으로 개선되어 영업이익률이 14%를 기록한 것으로 파악된다. 금호석유 또한 글로벌 No.1로서의 규모의 경제, C4를 통한 일부 BD 확보, 자체적인 전기/스팀 조달 등을 원가적 이점을 감안할 때, 경쟁사의 이익률 수준인 10% 내외는 충분히 달성하고 있는 것으로 판단한다. 특히 주목할 점은, 경쟁사의 높은 Valuation이다. Synthomer/Nantex 모두 3년 평균 기준으로 PER 12배 이상에서 거래되어 왔다. 금호석유의 상대적인 저평가가 부각될 수 있는 경쟁사의 Valuation이라 판단된다.

그림 15. NB Latex 업체의 주가 추이(2017년 초=100 index)



자료: Bloomberg, 하나금융투자

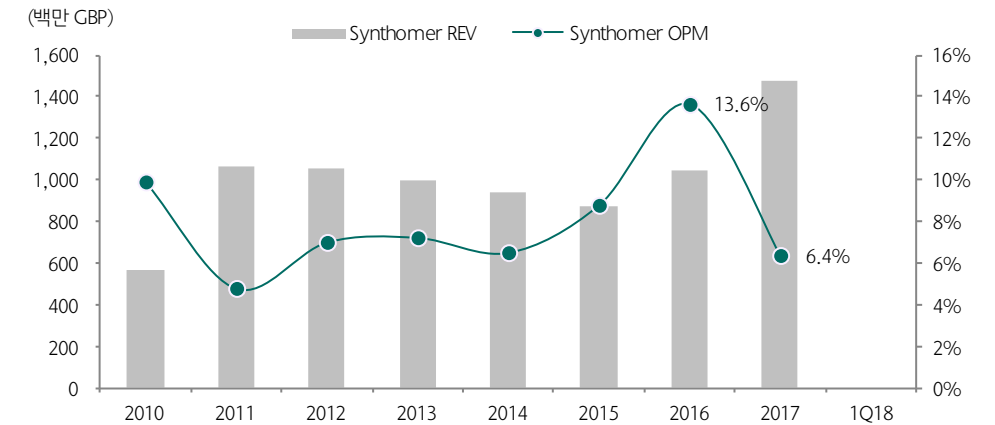
그림 16. 글로벌 3위 NB Latex 업체 Nantex의 매출액과 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

말레이시아 Top 4의 1Q17
매출액 합산은 YoY +26% 성장
매출액 성장이 확인된 2017년
5월부터 관련업체의 주가가
상승하기 시작함

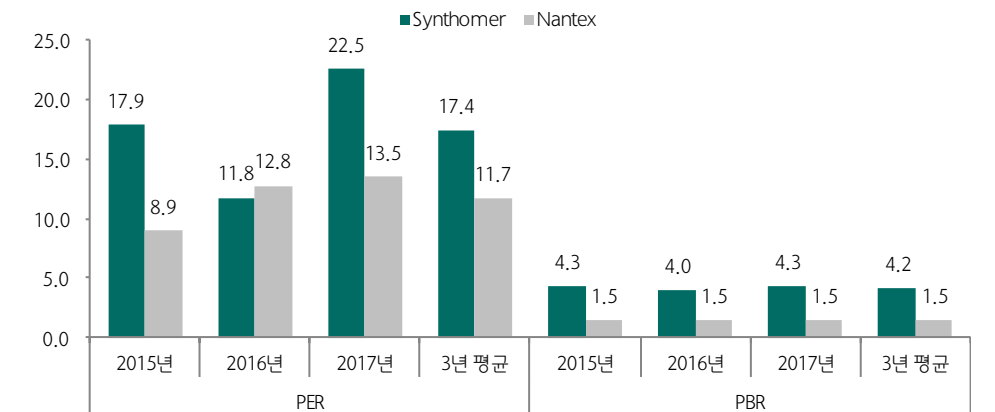
그림 17. 글로벌 2위 NB Latex 업체 Synthomer의 매출액과 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

NB Latex 2~3위 업체의
PER은 12배 이상에서 형성

그림 18. NB Latex 2~3위 업체의 2015~2017년 PER/PBR Valuation 비교



자료: Bloomberg, 하나금융투자

3. 금호석유의 NB Latex, 현재와 중장기 이익기여도 분석

1) 합성고무 사업 내 NB Latex의 매출비중은 20%에서 향후 30%까지 증가

합성고무 사업 내 NB Latex의
매출비중은 20%에서 향후 30%
까지 증가. Capa증설과 판가
상승 영향

2017년 기준 금호석유의 합성고무 사업 내 범용고무(SBR/BR)의 비중은 50%를 소폭 상회하며 나머지는 특수고무(NB Latex/NBR/SBS 등)가 차지하고 있다. 특수고무 매출 중에서 NB Latex의 비중은 약 40%에 달하기 때문에, 전체 합성고무 매출에서 NB Latex가 차지하는 비중은 20% 수준이다. 하지만, NB Latex의 매출 비중은 2019년에는 30%에 달할 것으로 예상된다. 이는 NB Latex의 1) Capa 증설 2) 판가 상승에 기인한다. 2017년 기준 금호석유의 NB Latex Capa는 40만톤/년으로 2016년 대비 2배 증가했다. 2019년 1분기 말에는 추가적으로 15만톤/년 설비를 증설할 것으로 예상된다. 이는 글로벌 Capa의 약 10%의 증설에 해당하며, 이는 전방 수요 성장률과 유사한 Capa 증가에 해당한다. 2017년 NB Latex의 판가는 KITA 수출 가격 기준 약 1,000\$/톤 수준이었다. 2018년 6월 가격은 타이트한 수급에 따라 가파르게 상승해 1,200\$/톤 수준에서 형성되어 있으며, 중장기 타이트한 수급 상황을 감안할 때 추가적인 상승 또한 가능해 보인다.

2) NB Latex는 합성고무 이익의 상당 부분 차지. 향후 이익기여 추가 상승할 것

2017년 기준 NB Latex의
매출액 4,300억원, 영업이익은
4~500억원으로 추정됨
2019년에는 매출 7,000억원
영업이익 800~1,000억원까지
상승할 전망

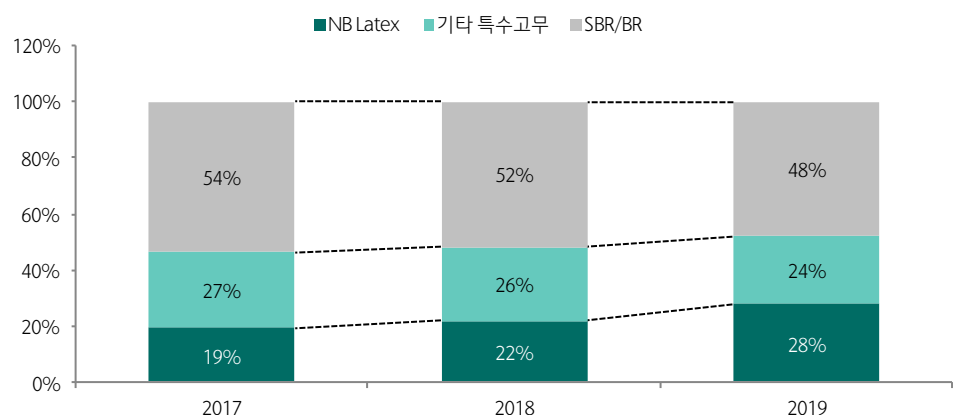
2017년 기준 NB Latex의 매출은 Capa 40만톤/년, 가동률 95%, 가격 1,000\$/톤을 가정했을 때, 약 4,300억원 수준이다. 2017년 글로벌 2~3위 업체의 마진율이 10%에 육박했다는 점을 감안할 때, 동일한 이익률을 기준으로 NB Latex의 영업이익은 400~500억원 수준으로 전체 합성고무 사업부 영업이익의 대부분을 차지했을 것으로 추정된다. 여타 특수고무 또한 견조한 흐름이었음을 감안할 때, 범용고무(SBR/BR)은 2017년에 BEP수준 혹은 소폭 적자에 그쳤을 것으로 짐작된다. 2019년 초 NB Latex의 추가 증설 이후 NB Latex의 매출은 7,000억원을 상회할 것으로 추정되는데, 이 경우 연간 영업이익은 800~1,000억원에 육박하는 수준까지 상승할 수 있을 것으로 예상된다.

3) 여타 특수고무 또한 증설이 없어 이익기여도 상승 지속될 것

NBR, SB Latex, SBS등 여타 특수
고무도 향후 증설이 전무한
구간에 진입해 이익기여도가
상승할 것으로 기대

NBR, SB Latex, SBS등 여타 특수고무도 향후 증설이 전무한 구간에 진입해 이익기여도가 상승할 것으로 기대된다. 현재 부진한 실적을 시현 중인 SBR/BR 또한 원가부진 설비의 가동률 조정에 따라 점진적 회복이 예상된다. 따라서, 금호석유의 합성고무 사업부의 영업이익은 NB Latex를 중심으로 향후 뚜렷한 개선이 나타날 것이다. 타이어만 보는 시각이 바뀌지 않는다면 합성고무는 지속적으로 이익 서프라이즈를 기록할 가능성이 높다.

그림 19. 합성고무 사업부 내 주요 제품별 매출 비중 추이 추정

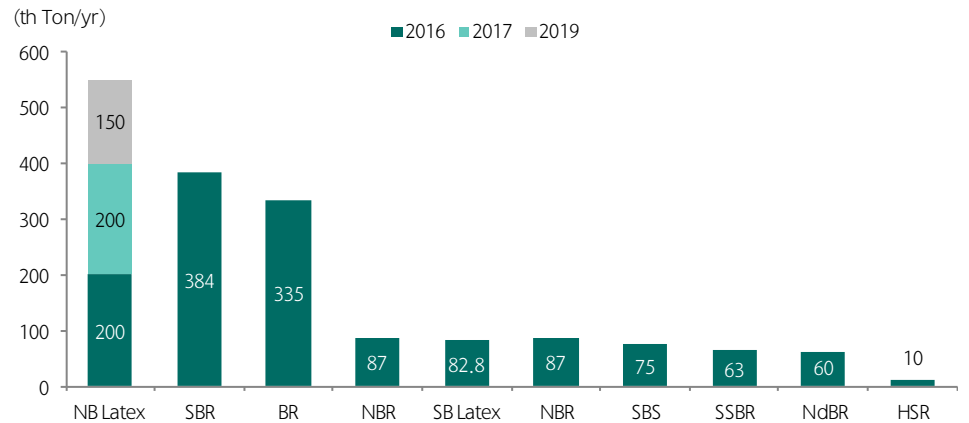


자료: Platts, KITA, 하나금융투자

Capa 증설과 판가 상승에 따라
NB Latex의 합성고무 사업부 내
매출 비중 추가 향상될 전망

금호석유의 합성고무 Capa는 NB Latex > SBR > BR > NBR > SB Latex 순서임

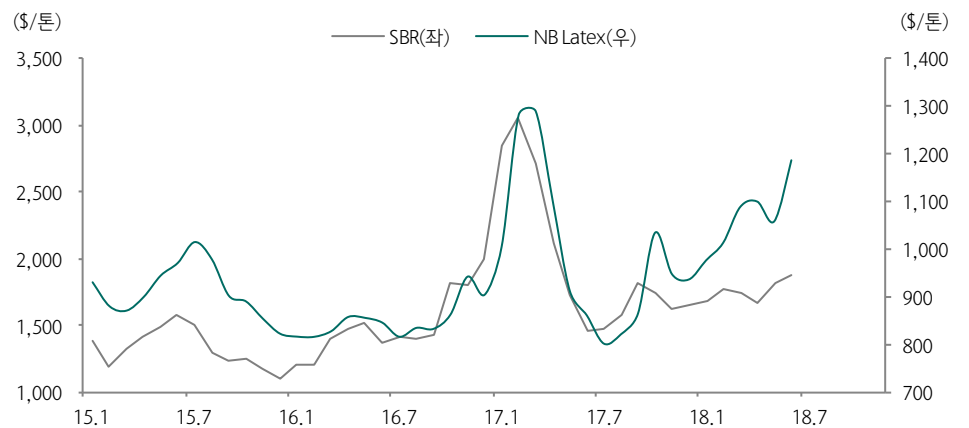
그림 20. 금호석유의 합성고무 Capa 비교



자료: 금호석유, 하나금융투자

최근 NB Latex의 가격이 SBR 대비 가파르게 상승 중

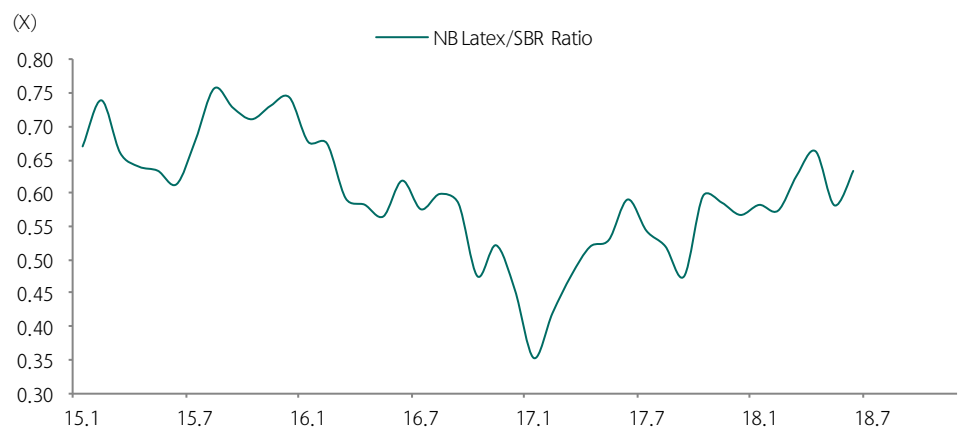
그림 21. NB Latex와 SBR 가격 추이 비교



자료: Platts, KITA, 하나금융투자

최근 NB Latex/SBR Ratio 또한 가파르게 상승 중

그림 22. NB Latex/SBR Ratio 추이



자료: Platts, KITA, 하나금융투자

표 4. 금호석유의 2017년 매출액 기준 제품별 매출 비중 Break Down(추정)

	(\$/톤)	(천 톤)	(%)	(천 톤)	(억 원)	(%)
	가격(일부 추정)	설비규모	가동률	실제 생산(추정)	매출(추정)	매출 비중
NB Latex	1,000	400	90%	360	3,852	19%
SBR	1,982	384	80%	307	6,515	32%
BR	1,982	335	60%	201	4,263	21%
NBR	1,500	87	90%	78	1,257	6%
SB Latex	1,500	83	90%	75	1,196	6%
SBS	1,500	75	90%	68	1,083	5%
SSBR	1,500	63	90%	57	910	5%
NdBR	1,500	60	90%	54	867	4%
HSR	1,500	10	90%	9	144	1%
합계(추정)					20,086	100%
합계(2017 실제)					20,681	

자료: 하나금융투자

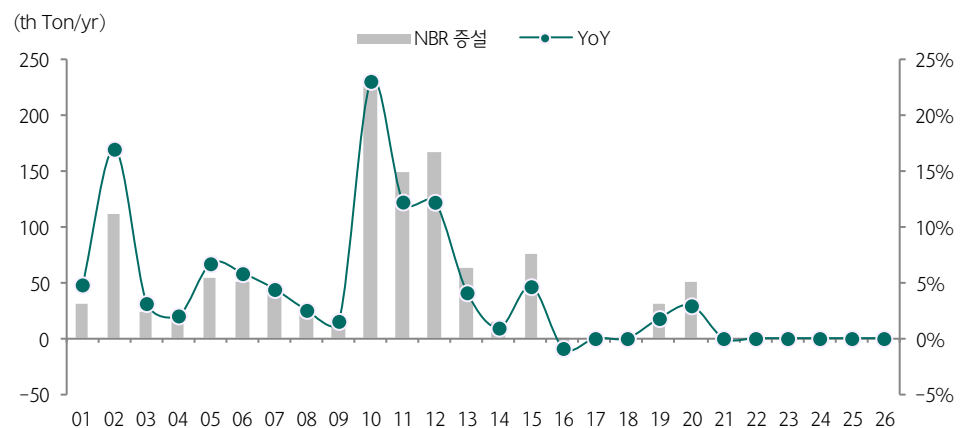
표 5. 금호석유의 2019년 매출액 기준 제품별 매출 비중 Break Down(추정)

	(\$/톤)	(천 톤)	(%)	(천 톤)	(억 원)	(%)
	가격(일부 추정)	설비규모	가동률	실제 생산(추정)	매출(추정)	매출 비중
NB Latex	1,200	550	90%	495	6,356	28%
SBR	2,000	384	80%	307	6,574	29%
BR	2,000	335	60%	201	4,301	19%
NBR	1,518	87	90%	78	1,272	6%
SB Latex	1,518	83	90%	75	1,211	5%
SBS	1,518	75	90%	68	1,097	5%
SSBR	1,518	63	90%	57	921	4%
NdBR	1,518	60	90%	54	877	4%
HSR	1,518	10	90%	9	146	1%
합계(추정)					22,755	100%
합계(2019 추정)					22,317	

자료: 하나금융투자

그림 23. 글로벌 NBR 중설 추이

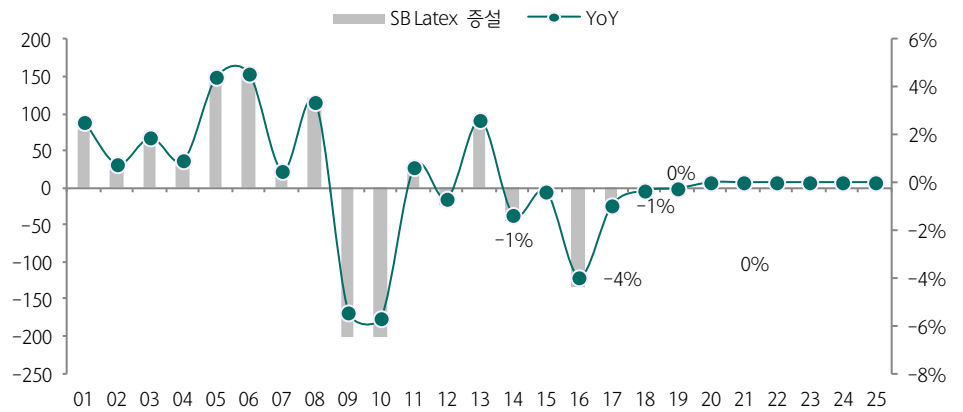
글로벌 NBR 중설은 향후 전무한 구간에 진입. NBR(Acrylonitrile Butadiene Rubber, 아크릴로니트릴 부타디엔고무)은 다른 합성고무 제품에 비해 내유성(耐油性)이 탁월한 제품으로 패킹, 가스켓, 호스, 신발, 가전제품 등에 사용. 금호석유는 M/S 16% 수준으로 글로벌 No.3



자료: 하나금융투자

그림 24. 글로벌 SB Latex 증설 추이

글로벌 SB Latex 증설은 향후 전무
한 구간에 진입



자료: 하나금융투자

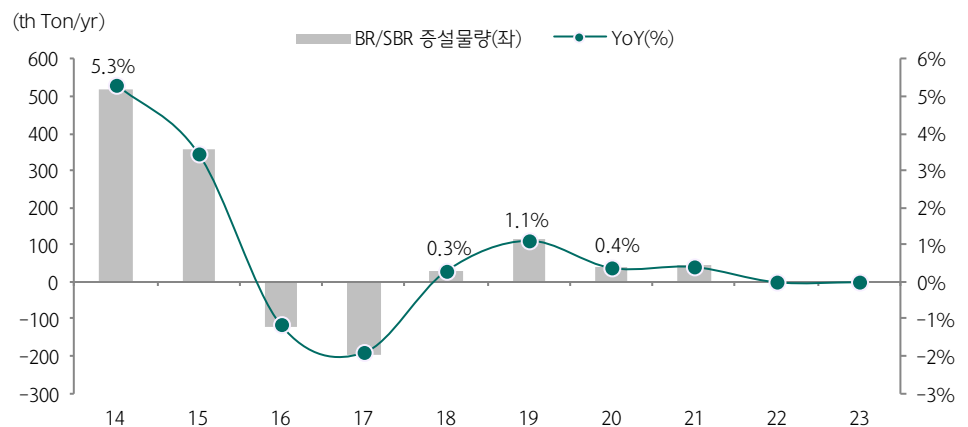
4. 범용고무(SBR/BR)는 더 이상 나빠지기 힘들다

SBR/BR, 천연고무 수급 밸런스는 개선 중

범용 합성고무의 누적된 공급과잉은 빠르지는 않지만 꾸준히 개선될 가능성이 높음

SBR/BR 증설은 2015년 이후 전무한 구간에 진입했다. 지나친 공급과잉에 따른 후유증 때문이다. 시장에서는 타이어 수요 부진을 걱정하나 글로벌 타이어 수요는 역성장하지 않는다. 연간 2~3% 가량의 성장은 꾸준히 나타나고 있다. 즉, 이는 범용 합성고무의 누적된 공급과잉은 빠르지는 않지만 꾸준히 개선될 가능성이 높다는 얘기다. 특히, 금호석유는 글로벌 SBR/BR Capa기준 No.1 인데다 앞서 살펴본 NB Latex등 특수고무에 대한 이익기여도 높아 원가구조 상 여러모로 유리하다. 따라서, 여타 합성고무 업체 대비 위기에서 살아남을 가능성도 높고, 업황이 좋아지는 국면에서는 여타 업체보다 빨리 실적이 좋아질 가능성이 높다. 즉, 금호석유 합성고무 추가적으로 악화될 가능성보다 개선될 가능성이 더 높다는 생각이다.

그림 25. 글로벌 BR/SBR 증설물량 추이



자료: 하나금융투자

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

표 6. SBR/BR 규모 기준 글로벌 업체 순위 비교

SBR Capa기준 순위			BR Capa기준 순위		
	2018년 기준(천톤/년)	비중		2018년 기준(천톤/년)	비중
1 금호석유	360	6.84%	1 금호석유	395	7.78%
2 Lion Copolymer	340	6.46%	2 Lanxess	355	7.00%
3 Arlanxeo	285	5.42%	3 Goodyear	260	5.12%
4 Goodyear	271	5.15%	4 NKNK	200	3.94%
5 Qilu PC	250	4.75%	5 LG화학	196	3.86%
6 Fushun PC	200	3.80%	6 Arlanxeo	175	3.45%
7 Synthos Dwory	185	3.52%	7 Bridg/Firestn	165	3.25%
8 Shen Hua Chem	180	3.42%	8 PetroChina Daqing PC	160	3.15%
9 Yangzi PC/GPRO	180	3.42%	9 Voronsynchk	155	3.05%
10 LG화학	160	3.04%	10 Sichuan PC	150	2.96%
기타	2,849	54.16%	기타	2,863	56.42%
총계	5,260	100.00%	총계	5,074	100.00%

자료: 하나금융투자

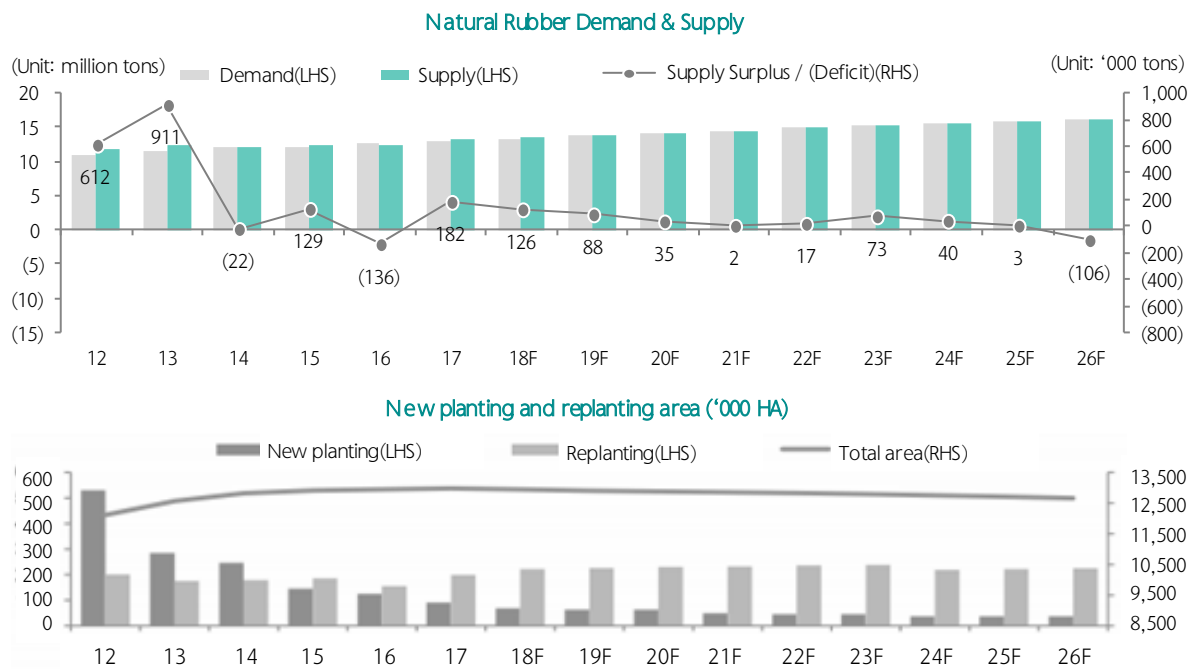
표 7. 글로벌 합성고무 증설 추이

(th Ton/yr, %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
BR Capa	4,470	4,784	5,006	5,092	5,019	5,074	5,174	5,214	5,257	5,257	5,257
YoY(th Ton/yr)		314	222	86	-73	55	100	40	43	0	0
YoY(%)		7%	5%	2%	-1%	1%	2%	1%	1%	0%	0%
SBR	5,282	5,486	5,619	5,411	5,285	5,260	5,275	5,275	5,275	5,275	5,275
YoY(th Ton/yr)		204	133	-208	-126	-25	15	0	0	0	0
YoY(%)		4%	2%	-4%	-2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
SSBR	1,468	1,625	1,771	1,869	1,958	2,134	2,291	2,341	2,341	2,341	2,341
YoY(th Ton/yr)		157	146	98	89	176	158	50	0	0	0
YoY(%)		11%	9%	6%	5%	9%	7%	2%	0%	0%	0%
BR/SBR 합산	9,752	10,270	10,625	10,503	10,304	10,334	10,449	10,489	10,532	10,532	10,532
YoY(th Ton/yr)		518	355	-122	-199	30	115	40	43	0	0
YoY(%)		5%	3%	-1%	-2%	0%	1%	0%	0%	0%	0%
BR/SBR/SSBR 합산	11,220	12,413	12,751	12,251	12,063	12,498	12,855	12,870	12,916	12,873	12,873
YoY(th Ton/yr)		1,193	338	-500	-188	435	358	15	46	-43	0
YoY(%)		11%	3%	-4%	-2%	4%	3%	0%	0%	0%	0%

자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 26. 2018년 이후 천연고무 수급 밸런스는 점진적으로 개선세 예상



자료: Sri Trang, 하나금융투자

5. 실적 추정치 및 Valuation

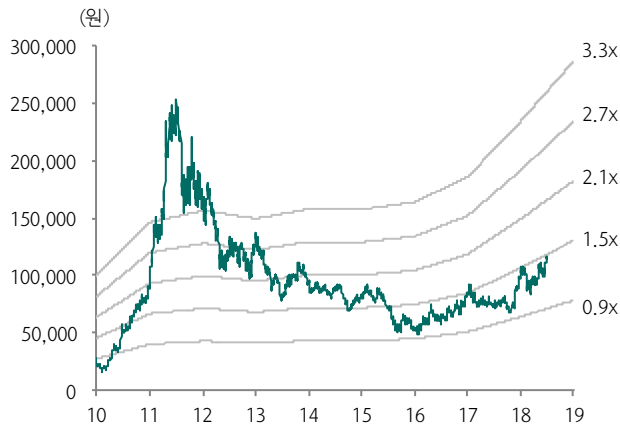
표 8. 금호석유 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2017				FY2018				FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F				
매출액	1,408.2	1,239.1	1,205.2	1,212.3	1,339.9	1,409.7	1,453.7	1,401.7	3,970.4	5,064.8	5,605.1	5,846.0
QoQ(%)	28.8%	-12.0%	-2.7%	0.6%	10.5%	5.2%	3.1%	-3.6%				
YoY(%)	61.6%	22.5%	21.2%	10.9%	-4.9%	13.8%	20.6%	15.6%	0.9%	27.6%	10.7%	4.3%
합성고무	636.2	499.5	463.5	468.9	474.5	548.0	556.1	538.5	1,559.2	2,068.1	2,117.1	2,231.7
합성수지	303.5	293.8	308.9	299.3	299.6	312.6	319.1	302.6	1,035.7	1,205.5	1,234.0	1,285.0
에너지/정밀화학	159.3	150.3	145.4	155.2	149.6	143.0	156.4	155.4	516.0	610.2	604.4	619.7
페놀(금호 P&B)	309.2	295.5	287.3	288.9	416.2	406.2	422.1	405.2	859.5	1,180.9	1,649.6	1,709.6
영업이익	65.7	44.2	57.8	94.9	165.8	150.2	167.9	158.3	157.1	262.6	642.2	699.0
영업이익률(%)	4.7%	3.6%	4.8%	7.8%	12.4%	10.7%	11.5%	11.3%	4.0%	5.2%	11.5%	12.0%
QoQ(%)	200.2%	-32.8%	30.7%	64.4%	74.6%	-9.4%	11.7%	-5.7%				
YoY(%)	42.0%	-32.5%	146.1%	333.5%	152.2%	240.0%	190.6%	66.7%	-4.2%	67.2%	144.5%	8.8%
합성고무	17.1	6.5	11.3	23.4	33.2	30.2	33.3	33.1	29.9	58.3	129.8	158.2
영업이익률(%)	2.7%	1.3%	2.4%	5.0%	7.0%	5.5%	6.0%	6.1%	1.9%	2.8%	6.1%	7.1%
QoQ(%)	흑전	-61.9%	73.5%	108.2%	41.7%	-9.1%	10.4%	-0.7%				
YoY(%)	32.8%	-72.1%	2869.4%	흑전	94.8%	364.8%	196.0%	41.3%	72.0%	94.9%	122.9%	21.8%
합성수지	8.8	10.0	22.9	18.0	24.0	15.6	19.0	19.0	42.9	59.6	77.6	88.6
영업이익률(%)	2.9%	3.4%	7.4%	6.0%	8.0%	5.0%	6.0%	6.3%	4.1%	4.9%	6.3%	6.9%
QoQ(%)	69.5%	13.5%	128.8%	-21.4%	33.5%	-34.8%	21.6%	-0.1%				
YoY(%)	-59.8%	-8.1%	361.2%	245.7%	172.3%	56.6%	-16.8%	5.8%	-18.9%	38.9%	30.2%	14.1%
에너지/정밀화학	29.6	23.6	21.8	39.0	42.0	27.4	35.0	35.0	67.5	114.0	139.4	139.9
영업이익률(%)	18.6%	15.7%	15.0%	25.1%	28.1%	19.2%	22.4%	22.5%	13.1%	18.7%	23.1%	22.6%
QoQ(%)	24.8%	-20.5%	-7.6%	79.3%	7.8%	-34.9%	27.8%	-0.1%				
YoY(%)	137.5%	31.6%	62.5%	64.4%	41.9%	16.3%	60.8%	-10.4%	-20.6%	68.8%	22.3%	0.4%
페놀(금호 P&B)	10.2	4.1	1.9	14.4	66.6	77.0	80.5	71.2	16.1	30.7	295.3	312.3
영업이익률(%)	3.3%	1.4%	0.7%	5.0%	16.0%	19.0%	19.1%	17.6%	1.9%	2.6%	17.9%	18.3%
QoQ(%)	흑전	-59.5%	-54.9%	673.5%	361.0%	15.6%	4.6%	-11.5%				
YoY(%)	흑전	-69.1%	-61.2%	흑전	552.6%	1761.3%	4211.0%	393.2%	27.6%	89.8%	863.5%	5.8%
당기순이익	70.4	37.5	56.7	53.0	143.6	131.0	144.4	145.5	80.8	217.6	564.5	608.9
당기순이익률(%)	5.0%	3.0%	4.7%	4.4%	10.7%	9.3%	9.9%	10.4%	2.0%	4.3%	10.1%	10.4%
QoQ(%)	흑전	-46.8%	51.2%	-6.4%	170.8%	-8.8%	10.2%	0.8%				
YoY(%)	83.5%	-21.8%	207.2%	흑전	103.9%	249.4%	154.8%	174.3%	-33.7%	169.5%	159.4%	7.9%
지배순이익	69.1	36.7	56.5	51.3	132.1	120.5	132.8	133.9	73.2	213.6	519.3	560.1

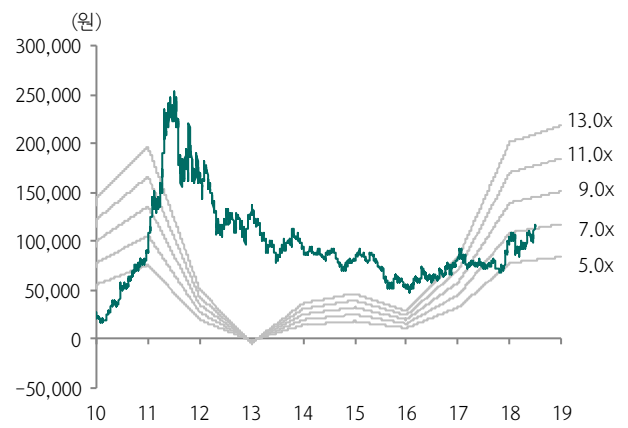
자료: 하나금융투자

그림 27. 금호석유 12M Fwd PBR 밴드차트



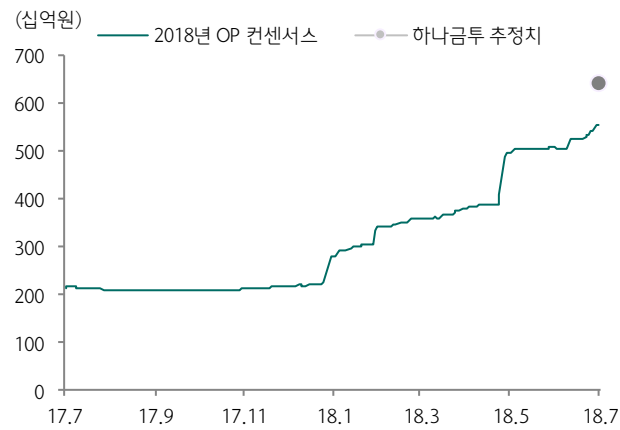
자료: 하나금융투자

그림 28. 금호석유 12M Fwd PER 밴드차트



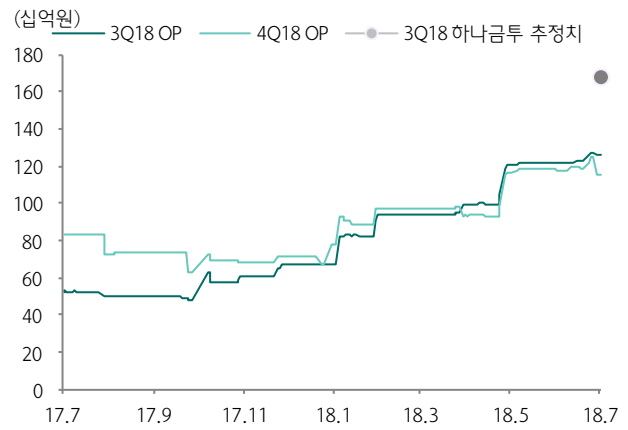
자료: 하나금융투자

그림 29. 금호석유 2018년 OP 컨센 추이와 하나금투 추정치 비교



자료: 하나금융투자

그림 30. 금호석유 하반기 OP 컨센 추이와 하나금투 추정치 비교

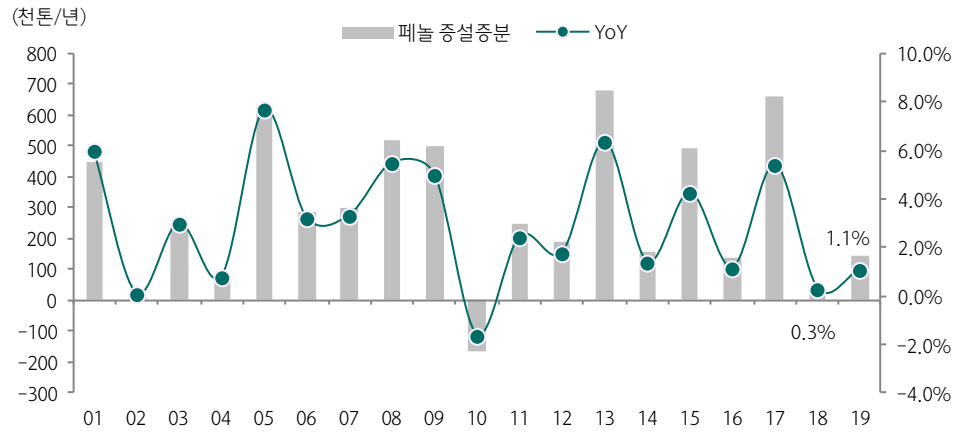


자료: 하나금융투자

[Appendix] 페놀유도체 관련 데이터 정리

그림 31. 글로벌 페놀 증설 추이

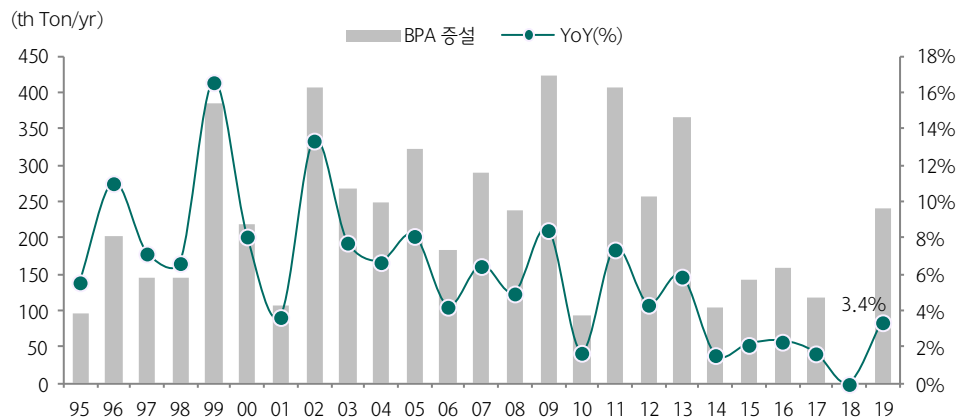
2018~19년 글로벌 페놀 증설은
매우 미미한 수준



자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 32. 글로벌 BPA 증설 추이

2018년 BPA 증설은 없음
2019년의 증설분은 대부분
폴리카보네이트 증설에 사용될 것
BPA 시황에 미치는 영향 제한적



자료: Industry Data, 하나금융투자

표 9. 2018년 중국 신규 Polycarbonate(PC) 물량

회사	위치	설비 규모	가동 시작 일정
Lihuayi Group	Shandong	10만톤/년	6월말-7월초
Luxi Group	Shandong	13만톤/년	8월-9월
Sichuan Lutianhua	Sichuan	10만톤/년	9월-10월
Wanhua Chemical	Shandong	13만톤/년	연말

자료: Industry Data, 하나금융투자

주정 재무제표

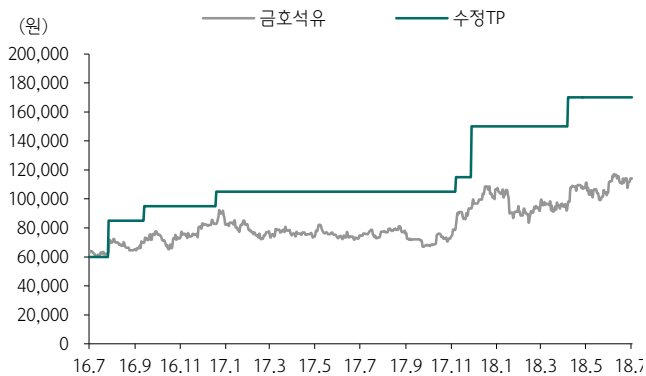
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	3,970.4	5,064.8	5,605.1	5,846.0	6,020.3
매출원가	3,637.5	4,636.5	4,742.8	4,904.5	5,045.7
매출총이익	332.9	428.3	862.3	941.5	974.6
판관비	175.8	165.6	220.1	242.6	234.4
영업이익	157.1	262.6	642.2	699.0	740.2
금융손익	(67.2)	(27.5)	(23.9)	(22.3)	(20.4)
중속/관계기업손익	27.6	89.1	150.0	150.0	150.0
기타영업외손익	(4.6)	(34.4)	(25.5)	(25.5)	(25.5)
세전이익	112.9	289.8	742.8	801.2	844.4
법인세	32.1	72.1	178.3	192.3	202.6
계속사업이익	80.8	217.6	564.5	608.9	641.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	80.8	217.6	564.5	608.9	641.7
비지배주주지분순이익	7.5	4.1	45.2	48.8	51.4
지배주주순이익	73.2	213.6	519.3	560.1	590.3
지배주주지분포괄이익	87.1	245.0	551.3	594.6	626.6
NOPAT	112.4	197.2	488.1	531.2	562.5
EBITDA	363.0	480.5	853.0	904.1	941.1
성장성(%)					
매출액증가율	0.9	27.6	10.7	4.3	3.0
NOPAT증가율	(4.6)	75.4	147.5	8.8	5.9
EBITDA증가율	6.8	32.4	77.5	6.0	4.1
영업이익증가율	(4.2)	67.2	144.6	8.8	5.9
(지배주주)순이익증가율	(38.4)	191.8	143.1	7.9	5.4
EPS증가율	(38.4)	191.6	143.2	7.9	5.4
수익성(%)					
매출총이익률	8.4	8.5	15.4	16.1	16.2
EBITDA이익률	9.1	9.5	15.2	15.5	15.6
영업이익률	4.0	5.2	11.5	12.0	12.3
계속사업이익률	2.0	4.3	10.1	10.4	10.7
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,187	6,377	15,506	16,725	17,626
BPS	49,559	56,215	70,906	86,794	103,582
CFPS	11,666	15,767	24,770	26,295	27,400
EBITDAPS	10,840	14,347	25,471	26,995	28,100
SPS	118,552	151,227	167,360	174,554	179,759
DPS	800	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	37.5	15.6	7.4	6.8	6.5
PBR	1.7	1.8	1.6	1.3	1.1
PCR	7.0	6.3	4.6	4.3	4.2
EV/EBITDA	12.5	10.0	5.7	4.8	4.1
PSR	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
재무비율(%)					
ROE	4.6	12.3	24.9	21.5	18.8
ROA	1.7	4.7	10.5	9.9	9.2
ROIC	3.8	6.7	17.0	18.4	19.3
부채비율	163.1	134.0	112.5	95.7	83.2
순부채비율	107.0	80.2	43.7	18.1	0.1
이자보상배율(배)	2.7	4.0	10.2	10.6	10.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,255.3	1,332.7	2,019.9	2,738.0	3,479.7
금융자산	232.6	250.3	831.4	1,463.4	2,118.4
현금성자산	197.0	234.4	813.9	1,445.1	2,099.5
매출채권 등	566.8	621.2	680.9	746.3	818.0
재고자산	445.5	426.8	472.3	492.6	507.3
기타유동자산	10.4	34.4	35.3	35.7	36.0
비유동자산	3,290.8	3,247.1	3,279.4	3,278.8	3,277.4
투자자산	664.7	768.6	850.6	887.2	913.6
금융자산	247.0	280.7	310.6	324.0	333.6
유형자산	2,564.8	2,440.3	2,392.8	2,357.7	2,331.4
무형자산	17.3	14.9	12.6	10.6	9.0
기타비유동자산	44.0	23.3	23.4	23.3	23.4
자산총계	4,546.1	4,579.8	5,299.3	6,016.9	6,757.1
유동부채	2,145.6	1,913.9	2,083.1	2,214.0	2,336.3
금융부채	1,521.1	1,233.2	1,333.9	1,434.3	1,534.5
매입채무 등	596.3	625.6	692.4	722.1	743.6
기타유동부채	28.2	55.1	56.8	57.6	58.2
비유동부채	672.7	709.1	722.1	728.0	732.2
금융부채	560.5	586.9	586.9	586.9	586.9
기타비유동부채	112.2	122.2	135.2	141.1	145.3
부채총계	2,818.2	2,623.0	2,805.3	2,942.0	3,068.5
지배주주지분	1,619.7	1,842.7	2,334.6	2,866.8	3,429.1
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	1,895.0	2,427.1	2,989.4
비지배주주지분	108.2	114.1	159.4	208.1	259.5
자본총계	1,727.9	1,956.8	2,494.0	3,074.9	3,688.6
순금융부채	1,849.0	1,569.8	1,089.4	557.8	3.0
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	296.8	421.0	584.8	598.4	616.3
당기순이익	80.8	217.6	564.5	608.9	641.7
조정	236.2	242.9	44.9	39.3	35.0
감가상각비	206.0	217.9	210.8	205.1	200.9
외환거래손익	16.5	(12.3)	(15.9)	(15.9)	(15.9)
지분법손익	(36.6)	(88.7)	(150.0)	(150.0)	(150.0)
기타	50.3	126.0	0.0	0.1	0.0
영업활동자산부채변동	(20.2)	(39.5)	(24.6)	(49.8)	(60.4)
투자활동 현금흐름	(250.7)	(106.0)	(78.9)	(39.4)	(34.1)
투자자산감소(증가)	29.4	(14.9)	68.0	113.4	123.6
유형자산감소(증가)	(271.1)	(100.8)	(161.1)	(168.0)	(173.0)
기타	(9.0)	9.7	14.2	15.2	15.3
재무활동 현금흐름	103.6	(276.7)	73.5	72.3	72.2
금융부채증가(감소)	165.4	(261.5)	100.8	100.3	100.2
자본증가(감소)	(1.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(38.0)	6.9	0.0	0.0	0.0
배당지급	(22.5)	(22.1)	(27.3)	(28.0)	(28.0)
현금의 증감	149.7	37.5	579.4	631.2	654.4
Unlevered CFO	390.7	528.1	829.6	880.6	917.7
Free Cash Flow	24.0	315.1	423.8	430.3	443.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

금호석유



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.4.28	BUY	170,000		
17.12.19	BUY	150,000	-35.44%	-27.67%
17.11.28	BUY	115,000	-22.13%	-18.78%
17.1.9	BUY	105,000	-27.20%	-12.10%
16.10.4	BUY	95,000	-20.61%	-10.11%
16.8.17	BUY	85,000	-19.63%	-14.71%
16.6.30	Neutral	60,000	4.79%	10.17%

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	93.3%	5.8%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 7월 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 2018년 07월 23일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2018년 07월 23일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.