

화학/정유

Overweight
(Maintain)

2017. 10. 16

다시 보자. NCC

올해 말과 내년 초에 450만톤 규모의 미국 에탄 크래커들의 완공에도 불구하고, 현재 호조세의 화학 업황에는 큰 영향을 미치지 못할 전망이다. 올해와 내년 세계 에틸렌 수요 증가분이 연평균 700만톤을 상회할 전망이며, 국내 NCC 업체의 생산 익스포저가 큰 비에틸렌 계열의 수급 개선이 중장기적으로 이어질 것으로 예상되기 때문이다.

또한 증설의 또 다른 한 축인 중국은 석탄 가격 상승 및 환경 규제강화로 기존 계획 대비 신증설 확대가 지연되고 있다.



화학/정유

Analyst 이종욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751

Jaydenlee@kiwoom.com

키움증권 

Contents



I. 투자의견 및 실적 전망	3
> 화학: 호황 사이클의 지속	3
> 정유: 3분기, 비수기 패턴이 깨지다	13
> 실적 전망 및 투자포인트 요약	20
II. 올레핀 이슈	23
> 미국 에틸렌 자체 수출은 의미 없다	23
> 미국 에탄크래커의 치명적인 약점	25
> 에탄 수출 확대	26
> 부타디엔, 가격의 반등	29
> PP 스프레드, 강세 지속	32
> CTO/MTO, 약점이 너무 많다	34
> 이전가격과 수직계열화 효과	37
> 하비 관련 이슈	38
III. 아로마틱 이슈	39
> PX, 중국의/중국에 의한/중국을 위한	39
> 중국 PET 가격, 반등 전망	41
> Hengyi의 야심	41
> 방향족/휘발유/에틸렌의 합주	42
IV. 정유 이슈	45
> 유희기유, 통합정제마진 개선에 기여	45
> Bottom의 귀환	49
> 정유주 컨셉의 화학주	51
기업분석	53
> LG화학(051910)	54
> 롯데케미칼(011170)	62
> 금호석유(011780)	68
> 대한유화(006650)	74
> 효성(004800)	80
> 코오롱인더(120110)	86
> SKC(011790)	92
> 휴켄스(069260)	98
> 롯데정밀화학(004000)	102
> 이수화학(005950)	108
> 코오롱플라스틱(138490)	114
> SK이노베이션(096770)	118
> S-Oil(010950)	124

Compliance Notice

- 당사는 10월 13일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료 상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

다시 보자. NCC

>>> 화학: 호황 사이클의 지속

북미 공급 증가에도 불구하고 에틸렌의 호황은 중장기적으로 이어질 전망이다. 저유가 및 투자비 증가 등의 요인으로 기존에 계획된 북미 프로젝트 등의 신증설(특히 2차 Wave)이 지연되거나 재검토되고 있기 때문이다. 또한 공급 증가의 또 다른 한 축인 중국의 CTO/MTO도 저유가로 인한 경제성 하락 및 환경 이슈 등으로 신증설이 급격히 감소하고 있다. 한편 작년과 올해는 에틸렌 계열 호황이 국내 화학 업체의 실적 개선을 이끌었지만, 향후 3~4년은 부타디엔, ABS, MEG, PVC, 합성고무 등 비에틸렌 계열 수급 개선이 국내 화학 업체 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다.

>>> 정유: 3분기, 비수기 패턴이 깨지다

올해 3분기 정제마진은 계절적 비수기 영향에도 불구하고, 강세를 기록하였다. 역내/외 정기보수 확대, 디젤/B-C유 크랙 개선 및 허리케인 하비 영향으로 미국 정제설비의 생산 차질 현상이 발생하였기 때문이다. 한편 향후 3년간은 견고한 정제마진이 이어질 것으로 예상된다. 저유가 및 환경 규제 등으로 기존에 계획된 정제설비 신증설이 지연되며, 2017~2019년 아시아/중동 평균 CDU 증설분이 39.5만B/D에 불과하기 때문이다. 또한 최근 수요 호조로 세계 주요 지역 정제설비 가동률이 90% 중반을 기록하고 있는 가운데, 재고 감소로 견조한 정제마진이 이어질 전망이다.

>>> Top Picks: 롯데케미칼, SK이노베이션

화학 업종의 Top Pick은 롯데케미칼이다. 동사는 최근 사이클 호조에 따른 수혜를 영리하게 이용하고 있다. 동사는 미국/우즈베키스탄 에탄크래커 건설을 통해 원료 다변화를 추진하고 있으며, 삼성 화학부문 인수 등을 진행하여 그 동안 미진하였던 다운스트림 생산능력을 공격적으로 확대하고 있다. 정유 업종의 Top Pick은 SK이노베이션이다. 동사는 중국 NCC 투자 등 화학부문의 지역적 다각화를 확대하고 있으며, Peer 그룹 대비 앞선 기술을 바탕으로 배터리 생산능력을 올해 말 1.9GWh에서 내년 3.9GWh로 증설 중에 있다.

I. 투자의견 및 실적 전망

>>> 화학: 호황 사이클의 지속

에틸렌, 건조한 흐름 지속 전망

최근 시장의 북미 향 공급 증가 및 일부 지연된 크래커 가동에 대한 우려 섞인 시각에도 불구하고, 우리는 에틸렌의 호황이 중장기적으로 이어질 것으로 예상한다. 주된 이유는 크게 4가지이다.

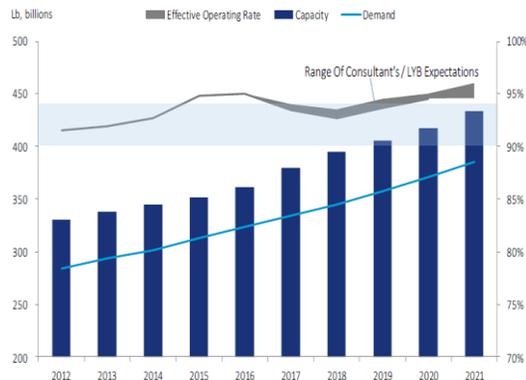
첫째, 우선 미국 에틸렌 신증설이 업황에 큰 영향을 미치지 못할 전망이다. 허리케인 하비로 올해 하반기 가동 예정이었던 북미 크래커 가동이 지연되었지만, 올해 말에서 내년 초에는 가동할 것으로 보인다. 다만 450만톤(3개 크래커)의 신설 설비 가동에도 불구하고, 세계 올해/내년 에틸렌 수요 증가분(평균)은 약 700만톤을 상회할 전망이기 때문이다.

둘째, 기존에 계획된 잠재적 신증설(특히 2차 Wave)이 취소되거나 지연될 가능성이 크다. 1) 최근 원유 가격의 변동성 심화는 북미 셰일가스 기반의 크래커 마진 변동성에도 영향을 미쳐 기존 북미 크래커 투자에 대한 유인이 감소할 가능성이 크다. 참고로 LyondellBasell에 따르면 2012년 Greenfield 크래커 신설에 따른 IRR은 12%를 기록하였으나, 2014년 이후 유가 하락에 따른 경제성 악화 및 투자비 증가 등으로 2014년 IRR은 5%까지 감소하였다. 2) 중국의 경우 높은 생산원가를 기록하고 있는 CTO/MTO 등 석탄화학 방식은 경제성 열위로 중국 정부 승인이 제한될 가능성이 크다. 또한 장기적인 측면에서 중국의 CTO 방식은 CO₂ 세금에 대한 리스크도 상존한다.

셋째, 일본 내 크래커 폐쇄에 따른 생산능력 손실로 역내/외 에틸렌 공급은 타이트하게 지속될 전망이다. 현재 일본 석유화학 산업에서 진행되고 있는 합리화 작업으로 인해 다수의 생산 업체들이 영향을 받으면서 올해 일본의 화학 제품 수출량은 감소하고 있다.

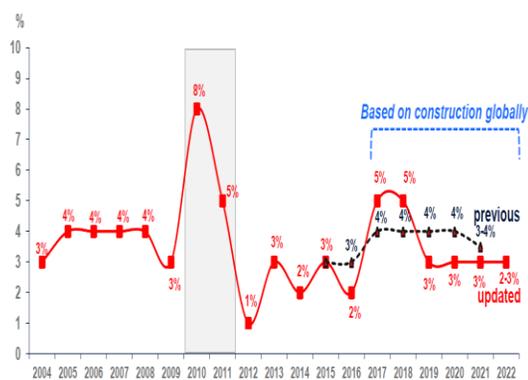
넷째, 중국은 2012년부터 환경 문제로 인하여 재활용 산업의 구조를 제한하고 조정하기 시작하였다. 특히 지난 7월 중순에 환경 보호 활동을 촉진하기 위하여 올해 말까지 24가지 종류의 쓰레기 수입(PE, PS/EPS, PVC, PET 등)을 금지할 것이라고 WTO에 밝혔다. 중국 관세청에 따르면 중국은 2016년 253만톤의 리사이클 PE를 수입하였다. 이는 2015년 대비 200만톤 감소한 수치이다. 향후 폴리머 폐기물 및 스크랩 수입 금지 확대로 메가 크래커 4~5개 규모의 중국의 Virgin 플라스틱 수요가 증가하여, 현재의 석유화학 사이클은 북미 ECC 확대에도 불구하고, 중장기적으로 호조세를 이어갈 전망이다.

세계 에틸렌 수급 전망(LYB)



자료: LYB, 키움증권 리서치

세계 에틸렌 공급 전망(SCG)



자료: SCG, 키움증권 리서치

세계 스팀 크래커 신증설 계획 (단위: 천톤)

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
북미	미국		Chevron PhillipsChemical 1,500천톤, 에탄 Dow Chemical 1,500천톤, 에탄 ExxonmobilChemical 1,500천톤, 에탄 Indorama Ventures 375천톤, 에탄 Ingleside Ethylene 545천톤, 에탄	Shintech 500천톤, 에탄	Sasol 1,500천톤, 에탄	LACC - Lotte/Axiall 1,000천톤, 에탄	Shell 1,500천톤, 에탄
	멕시코	BraskemIdesa 1,050천톤, 에탄					
아프리카	이집트	EgyptEthydco 460천톤, 에탄				TahrirPetrochemicals 1,500천톤, 나프타	
중동	이란	KavianPetrochemical 1,000천톤, 에탄		GachsaranPetrochem 1,100천톤, 에탄 IlamPetrochemical 490천톤, 에탄 /LPG			
	오만					ORPIC 800천톤, 나프타	
	사우디아라비아	SadaraChemical 1,500천톤, 에탄/나프타					
CIS	카자흐스탄						Kazakhstan PC 850천톤, 에탄
	러시아						Zapsibneftekhim 1,500천톤, LPG
CIS	투르크메니스탄				Turkmenneftegaz 390천톤, LPG		
	우즈베키스탄	UZ-KOR Gas Chemical 400천톤, 에탄					
동북아시아	중국			CNOOC and Shell PC 1,200천톤, 나프타			
기타아시아	인도	BCPL 220천톤, 에탄 GAIL 400천톤, 에탄 OPaL 1,100천톤, 에탄 /나프타	Reliance 1,100천톤, 에탄				
	말레이시아						PETRONAS 1,200천톤, 나프타
	태국					PTTGC 500천톤, 나프타	
	베트남						Long Son 1,100천톤, 나프타

자료: 업계, 키움증권 리서치

비에틸렌 계열, 수급 개선 전망

2015년과 2016년은 에틸렌/PE 계열의 수익 개선이 주를 이어갔다면, 향후 3~4년은 부타디엔, ABS, 합성고무, MEG 등 비에틸렌 계열 제품군이 화학 업종의 실적 개선에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 이 제품들은 중동 에탄크래커 증설에 대응한 역내 2011~2013년 사이 공급 증가로 재작년까지 전반적인 플랜트의 가동률이 좋지 않았으나, 향후 신규 투자 제한으로 2018~2019년까지 수급 개선이 이어질 전망이다. 한편 국내 석유화학 업체의 경우 나프타 투입 비중이 큰 영향으로 북미/중동 업체 대비 C4 이하 부산물 비중이 커서 비에틸렌 계열 제품의 익스포저가 크다.

부타디엔은 작년을 바닥으로 2020년까지 수급이 개선될 전망이다. 주된 이유는 1) 중상류층 확대로 인하여 향후 10~15년 동안 신흥국 내에서 자동차 판매량이 증가하여, 세계 부타디엔 수요는 2020년까지 연간 약 3%의 성장률을 지속할 것으로 예상되고, 2) 나프타 및 부타디엔 가격의 불안정성으로 일부 신증설이 연기되거나 취소될 것으로 판단되기 때문이다. 참고로 올해 아시아 부타디엔 순증 물량은 12만톤으로 작년에 이어 공급 증가가 제한적이다.

ABS는 원재료인 부타디엔의 가격 변동성 심화 및 2011년 이후 공급 확대로 마진의 약세가 2014년까지 이어졌다. 하지만 재작년부터 수급 측면의 개선으로 본격적인 업황 턴어라운드가 진행 중에 있다. 세계 수요가 2018년까지 연평균 30~40만톤 증가가 예상되는 가운데, 증설은 2015년 13.5만톤, 2016년 7.5만톤에 불과하였기 때문이다. 이에 따라 중국 업체의 공격적 증설로 2014년 67%까지 떨어진 세계 ABS 가동률은 2015년 71%, 2016년 72%까지 상승하였다. LG화학의 경우 연결 기준 ABS 생산능력은 165만톤으로 대만 Chi Mei에 이어 세계 2위이나, 원재료 통합 이점을 통해 실제 판매는 1위를 기록하고 있는 등 ABS 수급 개선의 대표 수혜주이다. 한편 중국은 19차 당대회 이전에 장수 지역의 위험 화학 물질의 선박 도착을 제한할 전망이다. 장수는 중국 전체 SM 수입의 60%를 차지하고 있다. 중국의 SM 재고가 낮은 상황을 유지하고 있는 가운데, ABS의 주요 원재료인 SM 수입 제한으로 ABS 스프레드는 추가 상승이 전망된다.

합성고무 수요는 신흥국 자동차 판매 대수 증가, 타이어 라벨링 효과, 유가 하락에 따른 휘발유 수요 증가로 연평균 3~4%씩 증가하는 가운데, 세계 범용 합성고무(BR/ESBR) 신증설은 작년부터 급감하였다. BR의 경우 2015년과 2016년 순증 물량은 각각 40만톤, 4만톤 수준에 그쳤고, ESBR은 2015년 6만톤 증가, 2016년 오히려 -11만톤의 생산능력이 감소하였다. 이에 따라 2012년부터 이어진 합성고무 공급 과잉은 작년 하반기를 기점으로 점진적으로 해소될 전망이다. 한편 미쉐린 데이터에 따르면 유가 하락에 따른 휘발유 가격 동반 하락으로 유럽/북미의 타이어 수요는 회복세를 보이고 있는 추세이다. 다만 SBR/EPDM 등 일부 고기능성 합성고무는 기존 및 신규 진출 업체의 공급 경쟁으로 수급 상황이 중기적으로도 좋지 않을 전망이다.

MEG는 우려했던 중국 CTMEG 설비가 유가 하락으로 원가경쟁력을 상실했다. TPA와 같은 중국 자급률의 급격한 상승은 제한될 전망이다. 이에 2016년과 2017년 공급 증가(+4%)가 수요 증가(5~6%)에 미달하며 스프레드의 개선이 지속될 전망이다. 한편 최근 MEG 가격은 톤당 \$900을 돌파하였다. 이는 1) 리사이클 PET 플랜트 규제 및 환경 규제 강화로 중국 PET 플랜트 가동률이 상승하는 등 중국의 MEG 수요가 증가하고 있고, 2) 중국 MEG 재고가 수요 증가 및 PET 플랜트의 원료 재판매 확대로 2015년 이후 최저치에 근접하고 있으며, 3) 중국 석탄 가격 상승으로 전반적인 석유화학 제품의 가격이 동반 상승하며 일부 투기적 수요도 발생하고 있기 때문이다.

한편 올해 3분기 인도 Reliance의 75만톤 MEG 설비(아시아 생산능력의 5%)가 재가동에 들어갔지만, 다만 Nan Ya Plastics(No.3/4, 총 108만톤), 사우디 Sharq(70만톤), 쿠웨이트(61.5만톤) 등이 올해 하반기 대규모 정기보수를 진행하여 MEG 가격/스프레드는 올해 하반기에도 견조한 수준을 유지할 전망이다. 한편 국내 MEG의 총 생산능력은 166.5만톤이며, 업체별로는 롯데케미칼이 67.9%(113만톤), 대한유화가 12.0%(20만톤), LG화학이 10.8%(18만톤), 한화토탈이 9.3%(15.5만톤)를 점유하고 있다.

PVC는 인도 수요 증가, 유가 하락 및 환경 문제에 따른 중국 카바이드 공법 가동률 축소 등으로 최근 스프레드가 호조세를 지속하고 있다. 또한 중기적으로도 PVC는 올해 이후 대규모 신증설이 제한되고, 일부 중국 카바이드 PVC 설비 구조조정 효과로 2020년까지 업황이 점진적으로 개선될 전망이다. 참고로 작년 세계 PVC 순증 물량은 100만톤 미만이었으며, 올해는 유럽 지역 설비 폐쇄로 추가적인 공급 증가가 제한될 것으로 예상된다.

PC는 2010년 경기 침체에서의 반등으로 수요 증가 가속화가 나타날 것이라는 예상으로 동북아시아와 중동에서 신규 생산 설비에 대한 투자가 확대되었었다. 이에 2011~2013년 수요 대비 공급 증가가 큰 공급 과잉 상태로 전환되어 2014년까지 스프레드가 악화되었으나, 2015년 이후 신증설 제한으로 스프레드 및 마진이 급격히 개선되고 있다.

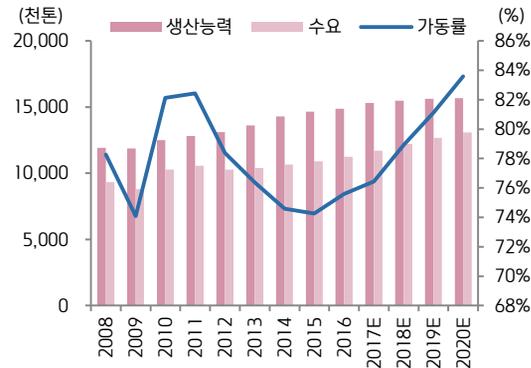
가성소다는 가격 강세를 지속하고 있다. 향후 5년 동안 추가 생산능력의 증가가 제한된 가운데, 유럽의 수은법/석면 기반 격막 설비 등이 멤브레인 설비로 전환되고 있고, 중국 정부의 석탄 채굴 제한에 따른 석탄 가격 상승으로 중국 PVC/가성소다 생산이 축소되어 역내/외 가성소다가 수급 타이트로 전환되었기 때문이다. 가성소다 수요는 일반적인 경제 활동 방향으로 움직이고 내구재와 건설부문의 활동 수준에 대해 염소보다 덜 의존적이다. 제조 활동과 가성소다 수요 사이에는 강한 상관관계가 있다. 향후 5년 동안 3% 정도의 정상 성장률이 예상된다. 아주 높은 수준은 아니지만 5년마다 약 20개의 세계적인 규모의 클로르알카리 설비가 필요한 수준이다. 한편 원료염/전기비용 등 원가의 변동이 제한적인 가운데 가성소다 가격 상승으로 국내 가성소다 업체의 실적 호조세가 전망된다. 참고로 한화케미칼은 울산 전해조 설비를 유니드에게 매각하였지만, 올해 CA5 설비를 건설하며 85만톤의 가성소다 생산능력을 확보하는 등 Formosa/Tosoh에 이어 역내 3위권 업체의 지위를 유지하고 있다.

TDI는 재차 가격 강세로 전환되었다. 중국 가격은 현재 톤당 \$6,000 수준에서 거래되고 있다. 재고가 부족하기 때문이다. 내수 물량의 가용성이 제한되면서 공급이 갑작스럽게 타이트해진데 따른 것으로 보인다. 특히 Gansu Yinguang을 제외하고는 대부분의 생산업체들이 공장을 정상적으로 가동했음에도 공급이 크게 타이트해지는 상황이 벌어졌다. 구매업체들은 TDI 재고 수준이 낮다는 점에서 공급업체의 가격 인상을 수용할 수밖에 없었고, 수급 타이트를 반영한 트레이더들의 투기적 수요가 추가되었기 때문이다. 한편 내년 TDI 가격은 사우디 Sadara의 20만톤 TDI 플랜트 가동(올해 9월 16일) 및 BASF 신규 리액터 추가 등으로 올해 대비 하향 안정화될 것으로 전망된다. 다만 평균 TDI 공장 크기가 늘어나면서 다수의 소형 공장들이 문제에 노출되고 있는 상황이다. 생산능력이 작은 중국 내 일부 TDI 공장들의 경우, 최근 들어 극도로 낮은 가동률을 기록하고 있다. 이들 공장들은 현재 TDI 비용 곡선 상에서 상당히 높은 곳에 위치해 있다.

PO 가격도 강세를 지속하고 있다. 다른 폴리우레탄의 원재료인 이소시아네이트 가격이 급등하고 있는 가운데, 1) 중국의 환경 규제 강화로 Chlorohydrination 공법의 가동률이 높지 않은 상황이며, 2) 일부 플랜트의 저위 가동 지속 및 정기보수 돌입으로 중국 내 PO가 수급 타이트로 전환되었고, 3) 석탄 가격 상승으로 중국 로컬 석유화학 제품 가격이 반등하고 있기 때문이다. 한편 중국은 환경 오염이 큰 염소법 PO 생산 비중을 줄이기 위하여 타 공법 PO를 확대 검토하고 있으나, POSM 공법은 SM 수요가 PO만큼 빠르게 성장하지 않고 있으며, PO/TBA 공법은 라이선스를 LyondellBasell이 ARCO/Huntsman 등 기술 보유업체를 매입하며 장악하고 있고, 부산물을 만들지 않고 비용 효율적인 HPPO 공법은 중국이 일부 플랜트를 가동하였지만, 도시 밖 새로운 산업 지대로 플랜트 이전 이슈(Dagu Chemical), 낮은 품질(Sinopec Changling) 및 플랜트 운전 미숙(Jishen Chemical) 등으로 가동률이 전반적으로 저조한 상황으로 보인다.

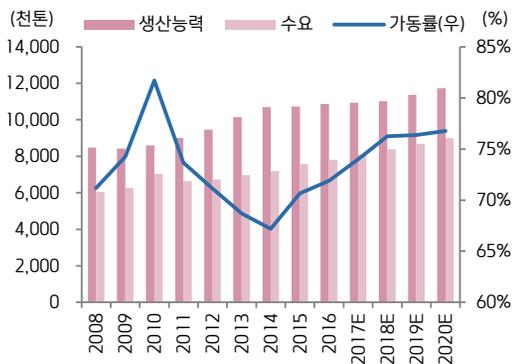
페놀은 작년을 저점으로 점진적 가동률 개선이 전망된다. 중국/국내 등 역내 페놀 업체 증설 확대로 페놀 시장은 과거 5년 이상 낮은 가동률/마진율을 지속하였다. 다만 올해 이후 신증설 감소 및 신규 다운스트림 플랜트 확대가 전망되기 때문이다. 국내 페놀 시장은 금호피앤비화학(금호석유화학 연결 자회사)와 LG화학이 독과점하고 있으며, 주요 유도체는 BPA, 페놀수지, PCB, 알킬벤젠, 접착제 등이다.

세계 부타디엔 수급 전망



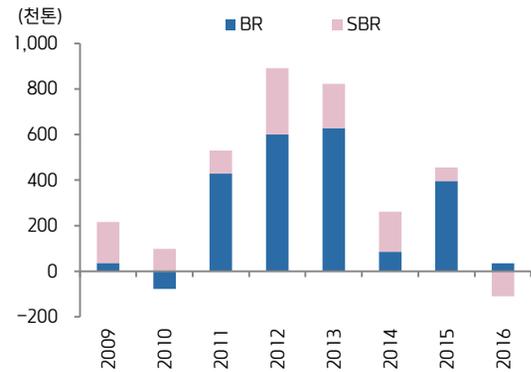
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

세계 ABS 수급 전망



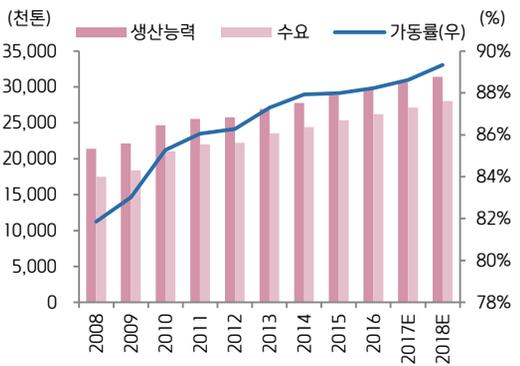
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

세계 BR/SBR 순증 추이



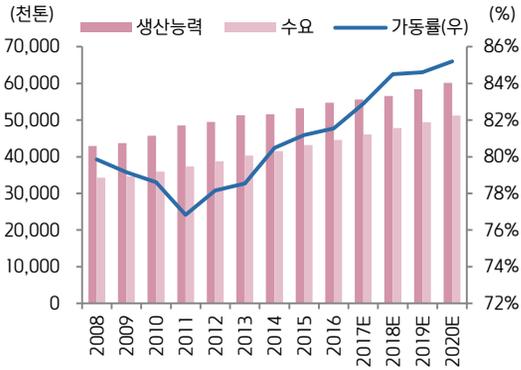
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

세계 MEG 수급 전망



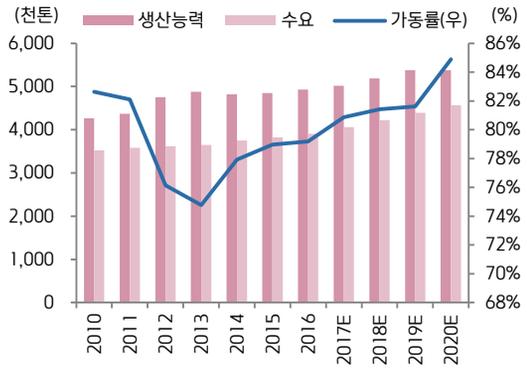
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

세계 PVC 수급 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

세계 PC 수급 전망

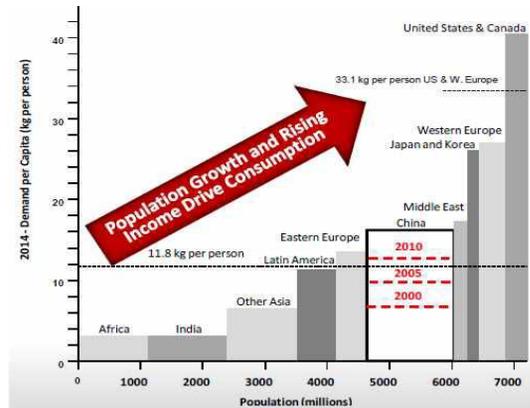


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

수요, 신흥국 중심의 성장 지속

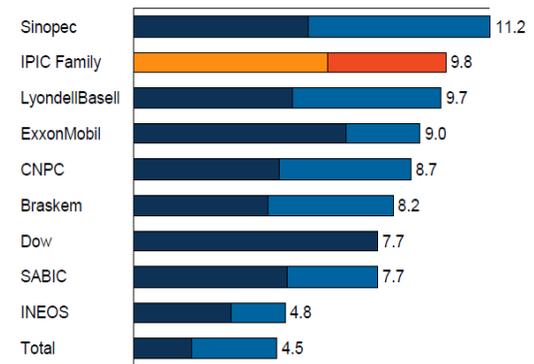
중국의 경우 이미 1인당 합성수지(PE) 소비량이 세계 평균을 넘어서고 있지만, 인도, 아프리카, 동남아, 중남미 등은 여전히 1인당 소비량이 절대적으로 낮다는 점에서 향후 화학 수요 증가율은 견조하게 유지될 전망이다. 특히 저유가 국면이 지속될 것으로 보여 화학 수요 확대에 일조할 것으로 판단된다. 또한 중국 등 역내 시장의 경쟁 심화에 따른 국내 업체의 대응도 점차 가시화되고 있다. 즉 국내 석유화학 수출의 중국 의존도가 여전히 높은 수준이나 과거 대비로는 지속적으로 낮아지고 있으며, 미주 지역의 경기 회복에 따른 공급 부족 여파로 국내 업체의 남미, 터키 등 역외 시장 진출이 확대되고 있다. 일례로 HDPE의 경우 유럽, 남미 지역의 수출 비중이 이미 30%를 넘어가고 있다.

세계 지역별 1인당 PE 소비량 비교



자료: Dow Chemical, 키움증권 리서치

세계 PE/PP 10대 업체 생산능력 비교



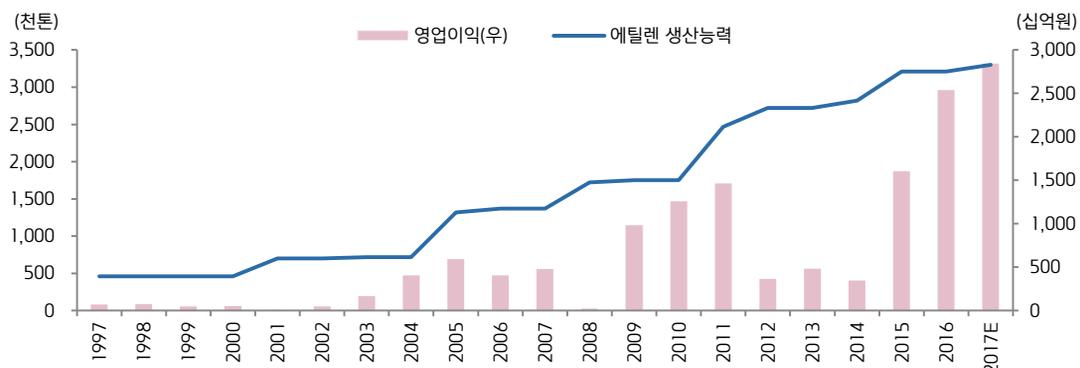
자료: IPIC, 키움증권 리서치

Top Picks

화학 섹터에 대해 투자의견 Overweight를 유지한다. Top Pick은 롯데케미칼(Buy, TP 550,000원)이고, 차선호주는 대한유화(Buy, TP 360,000원)이다.

롯데케미칼: 동사는 작년과 올해 벌어들인 현금과 우수한 재무구조를 바탕으로 원료 다변화와 다운스트림 다각화를 동시에 진행하고 있다. 이에 다음 사이클에서는 이익 레벨이 한 단계 더 업그레이드될 것으로 전망되고 있다. 특히 빠른 의사결정과 리스크 부담을 줄이기 위하여 JV 형태의 투자를 취한 점도 긍정적이라 판단된다. 한편 작년부터 기존 삼성의 ABS/PC/EP 사업이 실적에 본격 반영되고, 작년 말 콘덴세이트 스플리터 완공으로 경질 나프타와 MX의 자급률이 상승함에 따라 내년에도 실적 개선이 가능할 것으로 전망된다. 또한 2019년에는 미국 에탄 크래커가 실적에 추가되며, 전사 측면의 원료 다변화 효과도 기대된다. 한편 미국 에탄 크래커 프로젝트는 미국의 에탄 수출 확대 전망으로 기존의 예상보다는 경제성이 감소하였지만, Axiall의 부지와 유틸리티를 활용하여 상대적으로 타 경쟁 신규 에탄 크래커 대비 적은 Capex가 들어갈 것으로 예상된다.

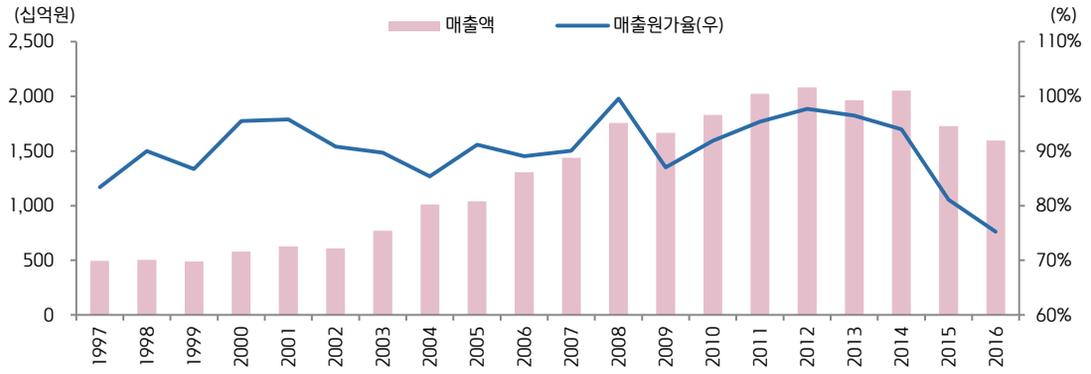
롯데케미칼 에틸렌 생산능력과 영업이익 추이



자료: 롯데케미칼, Fnguide, 키움증권 리서치

대한유화: 과거 NCC 신설 시 5천억원이 넘는 Capex 투입 후 업황이 급격히 하락하면서, 회사의 존폐 위기까지 겪었다. 동사는 이후 이를 교훈 삼아 Capex 타이밍을 정교하게 진행하고 있다. 약 2천억원이 투입된 MEG/HPEO 공장은 2014년 말에 건설되었는데, 작년과 재작년 올레핀 업황의 급격한 개선으로 그 투자비는 이미 다 회수된 상태이다. 또한 현재 동사는 올해/작년의 저유가 상황의 영업 환경을 정확히 추정해, 축적한 현금을 바탕으로 NCC의 증설을 추진하였다. 이는 향후 동사의 규모의 경제 효과뿐만 아니라 추가적으로 다운스트림 진출을 위한 지렛대가 될 가능성이 크다. 한편 동사는 온산에 유희부지 약 13.8만평(추정)을 보유하고 있다. 실제 울산 화학단지의 활용 가능한 부지가 부족하다는 점을 감안하면 그 가치에 프리미엄을 주는 것이 합당하다.

대한유화 매출액과 매출원가율 추이



자료: 대한유화, 키움증권 리서치

국내 NCC 업체의 최근 전략적 움직임

국내 모노머 기준 올레핀 생산능력은 1,881만톤으로 중국, 미국, 사우디에 이어 세계 4위권 지위를 유지하고 있는 등 국내 NCC 업체는 세계 화학 산업에서 영향력이 우리의 생각보다 훨씬 크다. 이에 향후 국내 크래커의 신증설 및 다운스트림 전략 추진 방향은 세계 경쟁 화학 업체가 오히려 더욱 민감하게 받아들이고 있는 실정이다. 아래는 최근 국내 주요 NCC 업체의 신증설 등 경쟁력 강화 전략에 대한 우리의 생각을 부연한다.

롯데케미칼: 동사의 연결 법인인 Lotte Chemical Titan은 IPO 자금을 활용해 올해 하반기까지 NCC 리밸런싱을 추진하고 있다. 이번 증설은 KBR의 K-COT 기술을 적용하여 프로필렌 수율이 기존 NCC 대비 높은 것으로 보인다. 에틸렌은 9.3만톤, 프로필렌은 17만톤, BTX는 13.4만톤의 생산능력이 증가할 전망이다. 한편 PE 설비만 보유하고 있는 인도네시아에 신규 NCC를 건설하여, 동남아시아 수요 증가세 및 에틸렌 공급 부족을 대응할 것으로 보인다. 인도네시아 통합 석유화학 단지 프로젝트는 현재 FEED Study 중이다. 약 \$35억을 투자하여 2023년에 에틸렌 100만톤, 프로필렌 60만톤, 부타디엔 13만톤, BTX 37만톤 등을 생산할 계획이다. 다운스트림은 아직 미정이나, PE 60만톤, PP 40만톤 등을 검토하고 있는 것으로 보인다. 또한 타이탄은 동사와 협력을 통해 개발된 자체 촉매 기술로 인도네시아 플랜트에서 mLLDPE(메탈로센 PE)를 생산하는데 성공하였다. 메탈로센 PE는 기존 PE 대비 투명성 및 강도가 높아, 산업용 필름, 포장, 파이프 등에 활용되고 있다. 또한 타이탄은 2018년 하반기 상업화를 목표로 PP 20만톤 플랜트를 건설하고 있다.

한편 언론 보도에 따르면 중기적으로 동사는 국내에서 셰일가스를 기반으로 한 크래커의 신증설 등을 검토하고 있는 것으로 판단된다.

LG화학: 카자흐스탄 에탄크래커 등 업스트림에 대한 투자 철회 이후 작년과 올해 양호한 Cash Flow를 바탕으로 바이오/배터리 등 비화학부문 비중을 확대하고 있다. 그럼에도 불구하고 중장기적으로도 동사의 Cash Cow는 화학부문이 될 전망이다. 동사는 향후 도래할 화학 사이클 저점을 선제적으로 대비 및 향후 중국/중동 등과 범용 제품 경쟁 심화를 고려하여 고부가 제품 중심으로 사업구조를 개편하고 있다. 동사는 엘라스토머, ABS/EP, 고부가 합성고무 제품 등의 신증설을 통하여 현재 3조원대의 고부가 제품 매출액을 2020년까지 7조원까지 확대할 계획이다. 이를 위하여 현재 2018년까지 대산 공장에 약 4,000억원을 투자하여 20만톤 규모의 엘라스토머 공장을 증설하고 있으며, 올해 초 국내 ABS 공장 증설 후 내년부터 추가 증설할 중국 합작 ABS 설비도 본격 상업화할 전망이다.

한편 롯데케미칼과 같이 대규모의 크래커 건설/인수를 추진하고 있지는 않지만, 크래커의 증설을 꾸준히 진행하고 있다. 작년 10월 중순 동사는 대산 크래커의 증설을 발표하였다. 2019년까지 총 2,870억원을 투자하여 대산 크래커의 생산능력을 기존 104만톤에서 127만톤으로 확대할 것으로 보인다. 이에 동사의 대산 크래커는 단일 크래커 기준 NCC 중에서는 세계적으로도 큰 생산능력을 확보하게 될 전망이다. 참고로 동사에 따르면 이번 증설은 기존 보다 설비 효율이 높은 공정을 도입하여 신규 크래커를 건설하는 것 대비 투자 효율성이 2배 이상 높은 것으로 보인다. 또한 에틸렌 생산 증가에 따른 부산물(프로필렌 등)의 동반 생산 증가로 외형(매출액)은 연간 4,000억원 이상 증가할 것으로 추정된다. 동사는 이번 증설할 에틸렌 등 모노머를 엘라스토머 등 고부가 유도체에 투입할 것으로 보인다.

참고로 동사의 여수 크래커는 세계 NCC 최초로 3,000대kcal 에너지 원단위를 달성하는 등 원가 경쟁력에서 타 크래커 대비 차별적이다. 세계 평균은 7,500kcal 수준이다.

SK종합화학: 동사는 노후화된 No.1 크래커 경제성 열위 및 국내 경쟁사 대비 작은 NCC 규모를 보완하기 위하여 부곡동 부지에 에틸렌/프로필렌 생산 설비를 2018년 말까지 건설하기로 한 계획을 철회한 후 차이나 인사이드 전략을 적극적으로 추진하고 있다. 동사는 이미 Sinopec과 합작한 NCC를 2014년 1월부터 상업화하였다. 중국 허베이성 우한시에 위치한 중한석화는 동사와 Sinopec이 각각 3.5: 6.5의 지분율로 총 3.3조원이 투입된 대형 NCC 프로젝트로 재작년 상업 가동을 시작한 후 실적 개선 추세를 보이고 있다. 에틸렌 스프레드 강세에 따른 우호적 환경 요인이 가장 큰 요인이었지만, 우한NCC에 생산된 제품은 대부분 중국 내에서 소비되기 때문에 안정적인 수요처를 확보하고 있고, 동사의 핵심 인력 투입으로 운영비용, 수선효율, 에너지원단위, 장치손실을 개선을 통하여 설비 조기 안정화를 꾀한 결과로 보인다. 또한 최근 언론 보도에 따르면 우한NCC는 에틸렌 생산능력을 기존 80만톤에서 110만톤으로 확대할 것으로 보인다.

여천NCC: NCC 규모는 191만톤이나, 크래커가 3개로 나누어져 있어 크래커 경제성 고려 시 추가 증설이 필요해 보인다. 현재 동사는 여수산단 내 공장 부지를 확보한 상태이며, 시기는 미정이지만 향후 기초유분을 사용할 주주사(한화케미칼, 대림산업)와 합의 또는 도래할 정기보수 시기를 고려하여 크래커 규모를 확대할 가능성이 있어 보인다. 한편 OCU 완공 이후 추가적인 프로필렌 증설 등도 검토하고 있는 것으로 보인다.

한화토탈: 대한유화, LG화학, 롯데케미칼의 NCC 추가 증설 발표 및 검토에 이어 한화토탈도 NCC 생산능력을 추가적으로 확대할 계획이다. 한화토탈은 1991년 35만톤의 NCC를 신설한 후 지속적인 증설 및 디보틀넥킹을 통하여 현재 109만톤의 NCC 생산능력을 보유하고 있다. 동사는 작년과 올해의 호실적을 바탕으로 2019년까지 총 4천억원을 투자하여 NCC 규모를 140만톤으로 확대를 검토하고 있는 것으로 보인다. 이로써 동사의 NCC 생산능력은 단일 기준 NCC 기준으로 세계에서 가장 큰 규모를 확보하게 되는 등 규모의 경제 효과가 지속될 전망이며, 증설을 통한 에너지 효율화 등으로 2009년 이후 LG화학 등에게 뺏긴 국내 NCC 중 가장 낮은 에너지 원단위 달성도 가능해질 전망이다.

동사는 서산 앞바다 매립 공사 후 루머스의 기술을 도입한 1991년 신설 당시에도 NCC에 LPG, NGL 등 대체원료 사용 시설을 갖추고 있어, 나프타 가격의 이상 강세가 지속될 경우 대체원료의 투입 비중을 높였었다. 이번 증설분도 LPG 등 프로판을 100%까지 투입할 수 있는 설비로 현재 15% 정도의 LPG 혼합 비중(LPG 50만톤 사용 추정)이 2019년 크래커 증설 이후에는 동남아 크래커 수준인 30% 이상까지 높아질 것으로 추정된다. 또한 동사는 타 크래커 대비 큰 방향족 공장도 동시에 디보틀넥킹하였다. 한편 한화그룹의 주력 사업군인 화학부문에 새로 합류한 동사 및 한화종합화학은 화학적으로 통합 작업 이후 그룹의 화학부문 성장을 주도할 주력이 될 것으로 전망된다.

>>> 정유: 3분기, 비수기 패턴이 깨지다

중기적 정제마진 강세 지속 전망

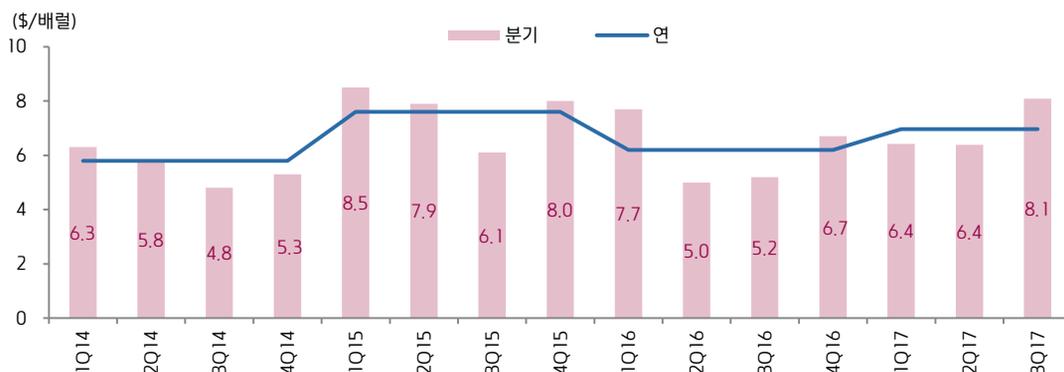
올해 3분기 정제마진은 \$8.1/배럴로 전 분기 대비 큰 폭의 개선세를 보였다. 계절적 비수기 영향에도 불구하고, 1) 허리케인 하비 영향으로 약 300만B/D(세계 생산능력의 3~4%)의 미국 정제설비가 생산 차질 현상이 발생하였고, 2) 역내/외 정제설비 정기보수가 확대되는 가운데, 디젤 크랙 마진이 수요 호조로 강세를 지속하였으며, 3) 러시아 컨버전 유닛 확대 및 발전용 수요 증가로 Fuel oil 크랙 마진이 개선세를 보이고 있고, 4) 베트남/중국 등 신규 프로젝트들의 가동 지연으로 올해 역내 CDU 순증 물량이 작년 대비 크게 감소하는 등 수급 타이트 현상이 지속되고 있기 때문이다. 또한 9~10월 역내/외 정제설비 정기보수 확대 및 계절적 성수기 효과 등으로 올해 3분기에 이어 4분기에도 정제마진은 견고한 수준을 유지할 것으로 보인다.

한편 향후 3년간은 견고한 정제마진이 이어질 전망이다. 이는 1) 일부 유럽/일본 정제설비의 폐쇄가 예상되는 가운데, 2014년 하반기부터 시작된 저유가 및 환경 규제 등으로 인하여 기존에 계획되었던 정제설비 신증설이 상당 부분 지연되고 있기 때문이다. 한편 2017~2019년 아시아/중동 정제설비 평균 순증 물량은 39.5만B/D로 향후 3년간 공급 증가가 제한될 전망이다.

2) 작년 정제마진은 전년 대비 축소되었는데, 가장 큰 이유는 중국의 석유제품 수출 증가에 기인한다. 중국의 Teapot은 작년분부터 원유를 수입할 수 있게 되어, 이로 인하여 가동률을 급격히 올렸다. Teapot의 가동률 상승은 중국 석유제품 공급 과잉을 발생시켰고, 이를 해소하기 위하여 중국의 석유제품 수출량도 동반 증가하게 되었다. 올해도 중국의 석유제품 수출은 지속될 것으로 전망되지만, 수출 물량의 증가는 제한적으로 보인다. Teapot의 가동률이 정체되고 있기 때문이다. Teapot은 높은 원가율로 인하여 현재 저유가 상황에서는 낮은 수익성을 기록하고 있고, 2) 고도화 설비 부족 및 잦은 정기보수를 고려하면 추가적인 가동률 개선이 제한되기 때문이다.

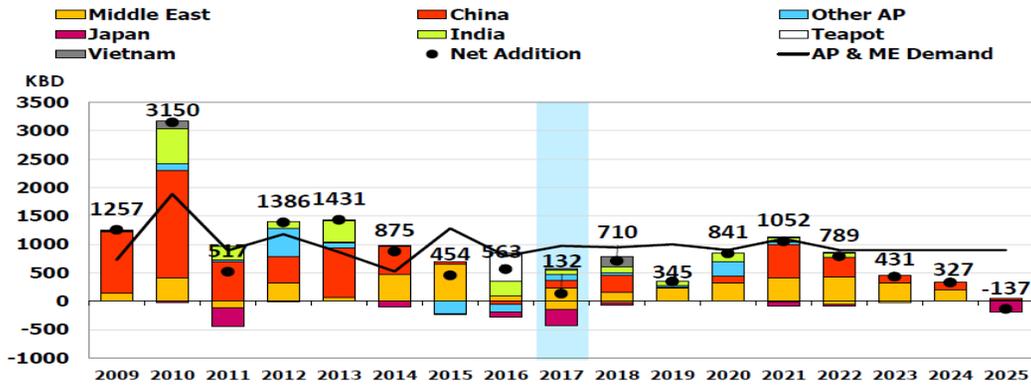
3) 세계 주요 정제설비의 가동률이 90% 중반 수준에 있는 것으로 보이는데, 전반적인 수요 개선에 따라 가동률 호조세를 지속하고 있다. 또한 미국/유럽의 등/경유 재고가 급감하고 있다. 최근 역내/외 업체의 정제처리 가동률이 높아진 상태에서 이러한 재고 제한은 견조한 정제마진을 더욱 촉발하게 될 전망이다.

싱가폴 크래킹마진 추이



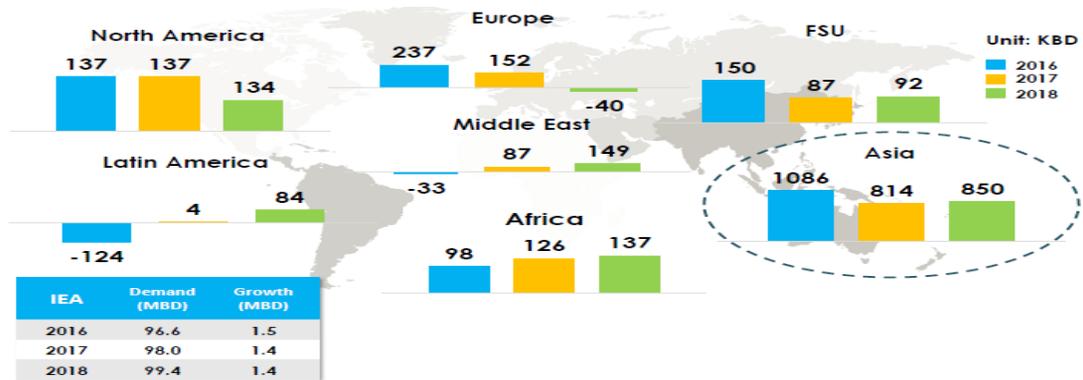
자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아/중동 정제설비 순증 물량 추이



자료: IEA, TO, 키움증권 리서치

세계 원유 수요 전망



자료: TO, 키움증권 리서치

세계 주요 정제설비 생산능력 현황 (단위: 천배럴/일)

업체	위치	생산능력
Paraguana Refining Center	Cardon/Judibana, Falcon, Venezuela	940
SK Innovation	Ulsan, Korea	840
GS Caltex	Yeosu, Korea	785
S-Oil	Onsan, Korea	669
Reliance	Jamnagar, India	660
ExxonMobil	Jurong, Singapore	592.5
Reliance	Jamnagar, India	580
ExxonMobil	Baytown, Texas, USA	560.5
Saudi Aramco	Ras Tanura, Saudi Arabia	550
Formosa Petrochemical	Mailiao, Taiwan	540
Marathon Petroleum	Garyville, LA, USA	522
ExxonMobil	Baton Rouge, LA, USA	502.5
Kuwait National Petroleum	Mina Al-Ahmadi, Kuwait	466
Shell Eastern Petroleum	Pulau Bukom, Singapore	462
Marathon Petroleum	Galveston Bay, Texas, USA	451

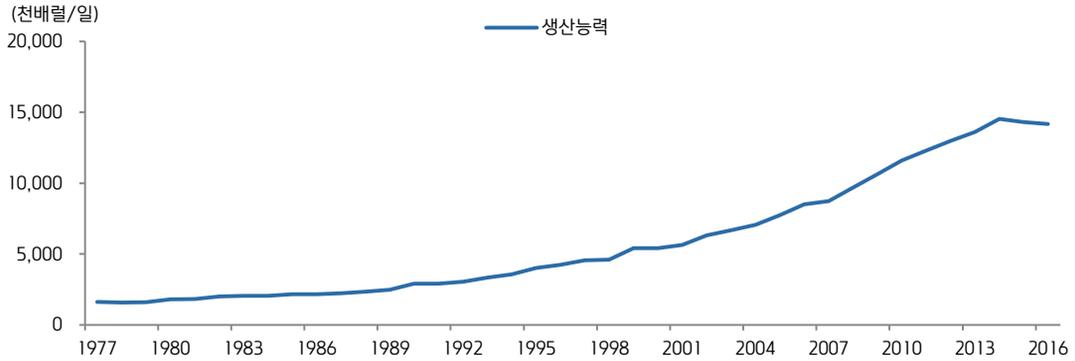
자료: OGI, 키움증권 리서치

세계 주요 정제설비 생산능력(지역별) (단위: 개, 천배럴/일)

	순위	업체	정제설비 수	정제설비 생산능력
아시아	1	Sinopec	27	3,971.0
	2	CNPC	25	2,675.0
	3	ExxonMobil	9	1,831.5
	4	Indian Oil	12	1,614.6
	5	JX NOE	7	1,423.2
	6	Reliance	2	1,240.0
	7	RDS	11	1,135.9
	8	SK Innovation	2	1,115.0
	9	Pertamina	7	1,007.1
	10	GS Caltex	1	775.0
	11	Chinese Petroleum	3	770.0
	12	S-Oil	1	669.0
	13	Tonen/General Sekiyu Seisei KK	4	629.3
	14	Idemitsu Kosan	4	608.0
	15	Cosmo Oil	4	565.3
중동	1	Saudi Aramco	8	2,496.0
	2	National Iranian Oil	8	1,167.0
	3	Kuwait National Petroleum	3	936.0
	4	Takreer	2	500.0
	5	Oil Refineries Administration	6	485.5
	6	Bahrain Petroleum	1	253.7
	7	National Oil Distribution	1	200.0
미국	1	Valero Energy	12	2,096.5
	2	Phillips 66	12	2,069.2
	3	ExxonMobil	7	2,044.5
	4	RDS	8	1,892.0
	5	Marathon Oil	8	1,731.0
	6	Chevron	5	960.0
	7	Petroleos de Venezuela SA	4	849.4
	8	BP	5	795.9
	9	Motiva	3	772.0
	10	Tesoro	5	673.0
	11	Flint Hills Resources	2	582.4
	12	Saudi Aramco	3	410.0
	13	Encana	2	276.0
	14	LyondellBasell	1	268.0
	15	Alon	3	241.0
서유럽	1	Total	14	2,025.6
	2	RDS	9	1,550.0
	3	ExxonMobil	9	1,567.5
	4	AgipPetroli	10	876.1
	5	BP	8	544.4
	6	Repsol	5	709.2
	7	Turkish Petroleum	4	613.3
	8	CEPSA	3	427.0
	9	Petrolneous Refining	2	402.8
	10	OMV	3	396.5
	11	ERG	4	396.2
	12	Phillips 66	3	350.1
	13	Preem Raffinaderi	2	316.0
	14	Hellenic Petroleum	3	313.0
	15	Neste Oil	6	311.1

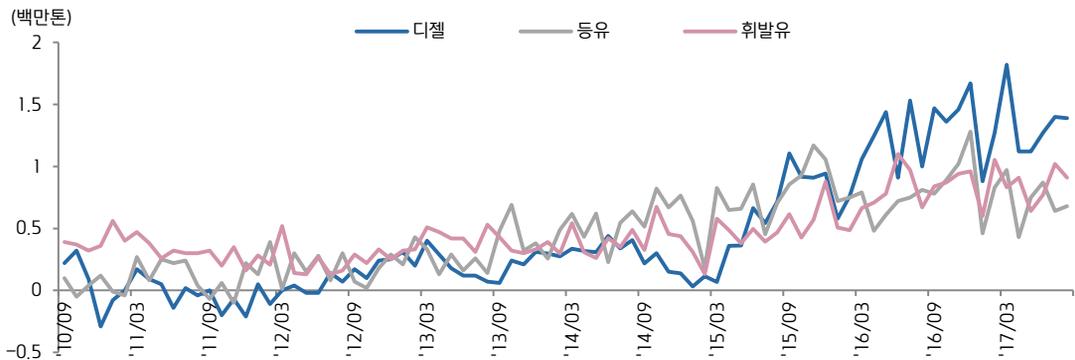
자료: OG, 키움증권 리서치

중국 정제설비 생산능력 추이



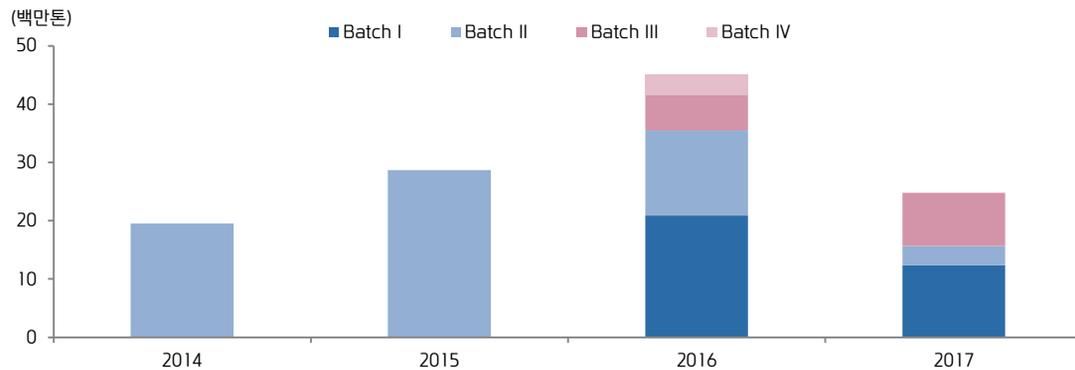
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 석유제품 순수출 추이



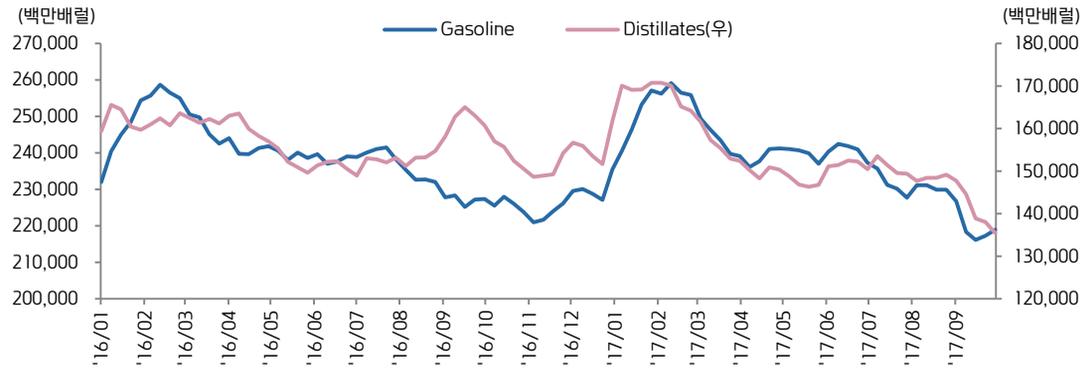
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 석유제품 수출 쿼터 추이



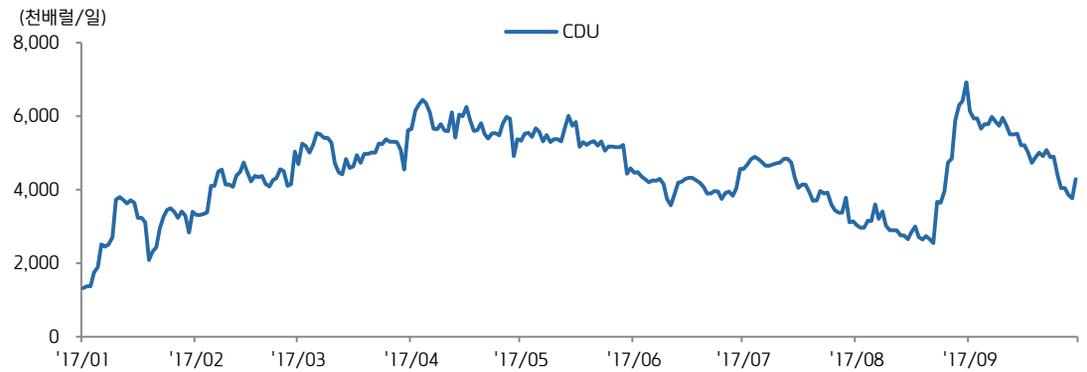
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 석유제품 재고 추이



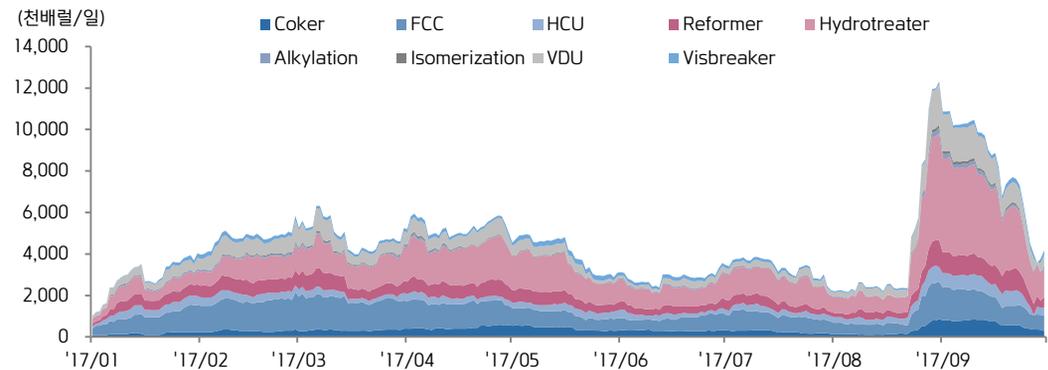
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2017년 세계 정제설비(CDU) 생산차질 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

2017년 세계 정제설비(기타) 생산차질 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

벤젠 및 그 다운스트림은 안정적 마진 기대

올해 중국의 신규 벤젠 공급 증가는 108만톤이며, 역내 업체를 포함한 벤젠 공급 증가는 289만톤으로 작년의 타이트한 역내 수급 상황이 다소 완화될 전망이다. 다만 올해 벤젠 유도체의 증가(벤젠 수요 90만톤 규모)로 견조한 수급 상황은 이어질 것으로 예상된다. 또한 중장기적으로도 2018~2021년 중국 벤젠 생산능력은 364만톤 증가하지만, 벤젠 유도체 수요는 455만톤을 상회하며 공급 타이트 현상이 지속될 것으로 보인다.

국내의 벤젠 주요 수출국은 미국/대만/중국 등이다. 현재 국내는 세계 최대 규모의 벤젠 순수출국 지위를 유지하고 있다. 한편 중국은 벤젠 공급 능력 확대에도 불구하고, 콜 베이스의 낮은 가동률 지속 및 수요 증가로 여전히 대규모 수입국 지위를 유지할 전망이다.

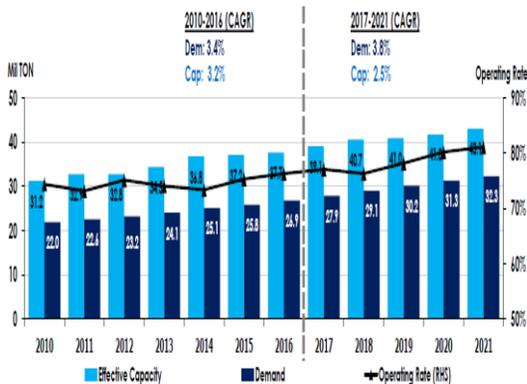
참고로 벤젠은 정제설비와 스팀 크래커의 부산물로 주로 생산된다. 약 35~50% 정도가 정제설비 내 리포머로 주로 생산되고, 35~40% 정도가 스팀 크래커에서 생산된다. 벤젠은 리포메이트 스트림과 열분해 가솔린 스트림에서 주로 추출된다. 다른 비율이기는 하지만 벤젠과 자일렌을 생산하는 여러 공정들이 있다. TDP, STDP, TA 공정 등이 여기에 속한다. 게다가 전 세계 철강 생산능력의 50% 이상을 점유하고 있는 중국은 코크 오븐 라이트 오일 스트림으로부터 상당량을 공급 받는다. 코크 오븐 라이트 오일은 점결탄을 생산할 때 나오는 부산물이다. 더불어 HDA 등 On-Purpose 공정도 존재한다.

PX, 점진적 개선 전망

2014년과 2015년 9백만톤 이상의 PX 신증설 이후 올해와 내년 5백만톤에 가까운 PX 생산능력이 추가될 전망이다. 다만 올해와 내년 TPA 가동률 상승 등 PX 수요의 증가로 2014~2015년 70% 초반에 불과하였던 PX 가동률은 2016~2017년 79%까지 올라갈 전망이다. 올해 하반기 인도에서 규모가 되는 생산능력 증가가 있었으나, 중국 PX 자급률 부족으로 PX는 여전히 견고한 업황이 예상된다.

한편 올해 하반기 PX 시황은 인도 릴라이언스 220만톤 플랜트의 가동에도 불구하고, 계절적 성수기 수요 확대로 인하여 3분기에는 밸런스 상태를 유지하고 있다. 하지만 지연된 신규 플랜트(사우디 130만톤, 베트남 80만톤)의 가동 여부에 따라 4분기 업황은 영향을 받을 것으로 보인다.

아시아/중동 벤젠 수급 추이



자료: TO, 키움증권 리서치

중국 TPA 신증설 계획 (단위: 천톤)

프로젝트	위치	상업화 시기	생산능력(천톤)
Huabin	Shaoxing	2017	1,400
Xianglu	Xiamen		4,500
Tongkun	Tongxiang		2,200
Hengli	Dalian	2019	4,800
Xinfengming	Tongxiang		2,400
Shengda	Sichuan	2020	1,200
합계			16,500

자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 PX 신증설 계획 (단위: 천톤)

프로젝트	위치	상업화 시기	생산능력
Reliance	India	2017	2,200
Petro Rabigh	Rabigh	2017~2018	1,340
Nghi Son	Thanh Hoa	2017	680
Zhongjin No.2	Ningbo	2019	1,000
Zhejiang Zhoushan No.1	Zhoushan	2019	4,000
Sinochem Hongrun	Shandong	2019	800
Hengyi	Brunei	2019	1,500
Hengli	Dalian	2020	3,000
sinopec	Hainan	2020	800
Shenghong	Lianyugang	2020	2,800
Sinochem Quanzhou No.2	Quanzhou	2020	800
Ningxia Baota	Ningxia	2020	800
CNOOC No.2	Huizhou	2020	1,000
Zhejiang Zhoushan No.2	Zhoushan	2021	4,000
CNOOC Ningbo Daxie	Daxie	2021	1,600
Sinopec Zhenhai	Ningbo	2021	1,000
Chengxing	Tianjian	2021	1,600
합계			28,920

자료: 업계, 키움증권 리서치

Top Pick

정유 섹터에 대해 투자 의견 Overweight를 유지하고, Top Pick은 SK이노베이션(Buy, TP 260,000원)이다.

SK이노베이션: 동사의 인천 CDU 가동률은 2013년 이후 지속적으로 상승하고 있다. 이는 1.6조원이 투자된 PX설비의 신설로 정유/화학을 통합한 최적화를 통하여 가동률이 개선세를 보이고 있기 때문이다. 한편 동사는 중국 NCC 투자 등 화학부문의 지역적 다각화를 확대하고 있다. 중국 허베이성 우한시에 위치한 중한석화는 SK종합화학과 Sinopec이 각각 35대 65의 지분율로 총 3.3조원을 투입한 대형 NCC로 2014년 1월 상업 생산에 들어간 이후 빠른 실적 개선 추세를 보이고 있다. 또한 동사는 비정유부문(화학, 배터리 등) 포트폴리오 확대를 지속 추진하고 있다. 언론 보도에 따르면 NCM 811 EV 배터리 생산을 내년 3분기부터 생산할 계획이다. 또한 Peer Group 대비 앞선 기술을 바탕으로 배터리 생산능력을 현재 1.9GWh에서 내년 3.9GWh로 증설 중에 있다.

>>> 실적 전망 및 투자포인트 요약

키움 화학/정유 커버리지 실적 전망 (단위: 십억원)

구분	2016				2017				2015	2016E	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual
매출액	27,046	30,257	29,042	31,260	34,463	32,759	33,683	34,139	127,093	117,606	135,043
LG 화학	4,874	5,219	5,054	5,512	6,487	6,382	6,050	5,921	20,207	20,659	24,839
롯데케미칼	2,684	3,441	3,427	3,671	3,996	3,853	4,119	4,140	11,713	13,224	16,108
금호석유	872	1,012	994	1,093	1,408	1,239	1,259	1,222	3,935	3,970	5,128
대한유화	394	405	361	437	435	224	548	601	1,727	1,596	1,808
효성	2,813	3,082	2,842	3,192	2,871	3,108	3,032	3,511	12,458	11,929	12,523
코오롱인더	1,150	1,134	1,037	1,240	1,150	1,124	1,107	1,225	4,857	4,562	4,606
SKC	557	574	587	642	587	615	601	736	2,466	2,359	2,539
휴켄스	138	157	154	150	188	185	193	199	600	598	765
롯데정밀화학	286	293	285	248	287	323	295	267	1,162	1,111	1,171
이수화학	331	400	405	380	405	412	391	387	1,471	1,515	1,596
코오롱플라스틱	60	63	56	60	63	66	59	64	250	238	252
SK 이노베이션	9,458	10,280	9,703	10,079	11,387	10,561	11,196	10,816	48,356	39,521	43,960
S-OIL	3,428	4,198	4,138	4,557	5,200	4,665	4,832	5,050	17,890	16,322	19,747
영업이익	2,753	3,757	2,092	2,912	3,513	2,344	3,666	3,403	8,176	11,513	12,926
LG 화학	458	612	460	462	797	727	739	719	1,824	1,992	2,982
롯데케미칼	474	694	643	734	815	632	813	703	1,611	2,544	2,963
금호석유	46	65	23	22	66	44	50	52	164	157	212
대한유화	78	98	69	98	108	-12	85	101	271	343	283
효성	222	331	248	215	232	220	261	228	950	1,016	941
코오롱인더	86	77	48	65	46	54	47	79	280	277	227
SKC	45	45	18	41	38	44	47	58	218	149	188
휴켄스	11	22	19	26	42	41	33	42	44	77	157
롯데정밀화학	-21	25	10	16	22	34	26	14	3	30	96
이수화학	12	21	17	16	6	15	19	16	0	65	56
코오롱플라스틱	6	6	5	1	4	6	6	5	14	18	20
SK 이노베이션	845	1,120	415	849	1,004	421	1,038	919	1,980	3,228	3,383
S-OIL	492	641	116	368	333	117	501	468	818	1,617	1,419
영업이익률	10.2%	12.4%	7.2%	9.3%	10.2%	7.2%	10.9%	10.0%	6.4%	9.8%	9.6%
LG 화학	9.4%	11.7%	9.1%	8.4%	12.3%	11.4%	12.2%	12.1%	9.0%	9.6%	12.0%
롯데케미칼	17.6%	20.2%	18.8%	20.0%	20.4%	16.4%	19.7%	17.0%	13.8%	19.2%	18.4%
금호석유	5.3%	6.5%	2.4%	2.0%	4.7%	3.6%	4.0%	4.2%	4.2%	4.0%	4.1%
대한유화	19.7%	24.3%	19.1%	22.4%	24.8%	-5.2%	15.6%	16.9%	15.7%	21.5%	15.7%
효성	7.9%	10.7%	8.7%	6.7%	8.1%	7.1%	8.6%	6.5%	7.6%	8.5%	7.5%
코오롱인더	7.5%	6.8%	4.6%	5.2%	4.0%	4.8%	4.3%	6.5%	5.8%	6.1%	4.9%
SKC	8.2%	7.8%	3.1%	6.4%	6.4%	7.2%	7.8%	7.9%	8.8%	6.3%	7.4%
휴켄스	7.6%	14.1%	12.1%	17.1%	22.5%	22.0%	16.9%	20.9%	7.3%	12.9%	20.5%
롯데정밀화학	-7.4%	8.4%	3.5%	6.6%	7.7%	10.4%	8.9%	5.2%	0.2%	2.7%	8.2%
이수화학	3.5%	5.2%	4.2%	4.2%	1.5%	3.7%	4.8%	4.1%	0.0%	4.3%	3.5%
코오롱플라스틱	9.6%	10.0%	8.9%	1.4%	5.9%	8.9%	10.4%	7.0%	5.7%	7.5%	8.0%
SK 이노베이션	8.9%	10.9%	4.3%	8.4%	8.8%	4.0%	9.3%	8.5%	4.1%	8.2%	7.7%
S-OIL	14.3%	15.3%	2.8%	8.1%	6.4%	2.5%	10.4%	9.3%	4.6%	9.9%	7.2%

자료: 각사, 키움증권 리서치

키움 화학/정유 커버리지 2017년 Financial Data

구분	LG 화학	롯데케미칼	금호석유	대한유화	효성	코오롱인더	SKC
매출액(십억원)	248,392	161,084	51,284	18,077	125,229	46,065	25,387
보고영업이익(십억원)	29,821	29,627	2,119	2,830	9,415	2,265	1,875
핵심영업이익(십억원)	29,821	29,627	2,119	2,830	9,415	2,265	1,875
EBITDA(십억원)	41,641	35,362	4,025	3,440	15,047	4,096	3,046
세전이익(십억원)	27,846	31,482	2,563	2,962	7,994	2,281	2,066
순이익(십억원)	21,967	23,572	1,977	2,203	5,928	1,744	1,624
지배주주지분순이익(십억원)	21,431	22,598	1,937	2,224	5,692	1,769	1,481
EPS(원)	27,381	65,931	5,783	34,216	16,207	6,337	3,945
증감율(%YoY)	57.9	23.1	164.4	-18.3	24.9	3.9	243.1
PER(배)	13.8	6.0	11.6	7.6	8.6	11.1	10.2
PBR(배)	1.9	1.2	1.3	1.1	1.2	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	7.2	4.2	10.1	5.0	7.6	9.0	9.4
보고영업이익률(%)	12.0	18.4	4.1	15.7	7.5	4.9	7.4
핵심영업이익률(%)	12.0	18.4	4.1	15.7	7.5	4.9	7.4
ROE(%)	14.7	22.4	10.9	15.8	14.6	8.1	10.2
순부채비율(%)	4.8	7.6	99.8	4.3	149.7	84.8	72.3

구분	휴켄스	롯데정밀화학	이수화학	코오롱플라 스틱	SK 이노베이션	S-OIL
매출액(십억원)	7,649	11,712	15,957	2,525	439,603	197,471
보고영업이익(십억원)	1,572	956	561	203	33,825	14,194
핵심영업이익(십억원)	1,572	956	561	203	33,825	14,194
EBITDA(십억원)	1,876	1,669	672	292	42,429	16,921
세전이익(십억원)	1,551	1,039	468	274	33,479	14,811
순이익(십억원)	1,196	805	374	203	25,184	11,550
지배주주지분순이익(십억원)	1,212	805	351	203	24,277	11,550
EPS(원)	2,964	3,118	2,297	535	25,905	9,906
증감율(%YoY)	181.0	N/A	204.9	3.6	45.3	-4.2
PER(배)	7.9	13.4	7.3	12.8	8.1	13.3
PBR(배)	1.6	0.9	0.8	1.4	1.0	2.3
EV/EBITDA(배)	4.4	6.4	9.0	9.4	4.8	11.0
보고영업이익률(%)	20.5	8.2	3.5	8.0	7.7	7.2
핵심영업이익률(%)	20.5	8.2	3.5	8.0	7.7	7.2
ROE(%)	22.0	7.0	10.4	11.1	13.1	17.6
순부채비율(%)	-18.7	-0.2	87.3	7.7	-0.5	48.6

자료: 각사, 키움증권 리서치

키움 화학/정유 커버리지 투자포인트 요약

구분	투자포인트	리스크요인
LG 화학	<ol style="list-style-type: none"> 1. 중국 및 유럽 등 일부 PVC 설비 폐쇄로 PVC 스프레드 개선 추세 2. ABS/PC는 향후 증설 제한으로 수급 타이트 지속 전망 3. 배터리부문 수직계열화 구축 	1. 중국 배터리 보조금 관련
롯데케미칼	<ol style="list-style-type: none"> 1. 미국/우즈베키스탄 에탄크래커 건설로 적극적 원료 다변화 추구 2. 콘덴세이트 스플리터 건설로 MX/경질 나프타 통합 효과 3. 성장성이 큰 동남아시아 시장 확대 	1. 대규모 Capex 투자로 인한 투자 부담
금호석유	<ol style="list-style-type: none"> 1. 향후 범용 합성고무 신증설 제한으로 수급 개선 전망 2. 증설한 열병합발전소 본격 가동 3. 자체 부타디엔 플랜트 가동을 상승 전망 	1. SMP 약세 지속
대한유화	<ol style="list-style-type: none"> 1. NCC 증설로 규모의 경제 및 원가 절감 효과 동시 기대 2. 원료 통합 효과로 예상보다 좋은 PP 마진 3. 수익성이 높은 모노머 판매 확대 전망 	1. 범용 화학 제품 비중이 커서 스프레드 변동성이 큼.
효성	<ol style="list-style-type: none"> 1. 스판덱스, 중국 등 증설 확대에도 불구하고, Mix 다변화로 수익성 유지 2. 타이어코드, 중장기 호조세 지속 3. PDH/NF3 신증설 확대 	1. 중국 고기능성 섬유 증설 확대
코오롱인더	<ol style="list-style-type: none"> 1. 올해 하반기부터 주력 제품군들의 증설 효과 등을 고려할 필요 2. 필름/전자재료부문, 올해 하반기부터 점진적 개선 전망 3. CPI 필름 등 향후 신규 성장 모멘텀 보유 	1. 자회사 실적 감소세
SKC	<ol style="list-style-type: none"> 1. 시장의 우려에도 불구하고, PO/PG 등 동사 화학부문 마진율 유지 2. SKC 솔믹스, SK 텔레시스 등 자회사 실적 턴어라운드 3. PG/CMP Pad/무선충전 등 고부가 제품군 확대 계획 	1. 국내 경쟁사 PO 증설
휴켄스	<ol style="list-style-type: none"> 1. 탄소배출권 가격/물량 확대에 의한 실적 개선 2. 세계 TDI 수급 타이트로 인한 동사 DNT 부문 가동률 개선 추세 3. 올해 실적 개선으로 배당 확대 전망 	1. 예상보다 지연되고 있는 말레이시아 프로젝트
롯데정밀화학	<ol style="list-style-type: none"> 1. 주력 제품인 셀룰로스에테르, 턴어라운드 시작 2. 한화케미칼-유니드의 울산 전해조 등 자산양수도 최대 수혜주 3. 국내 에폭시 업체 증설 확대에 ECH 실적 개선 전망 	1. 환율 변동
이수화학	<ol style="list-style-type: none"> 1. 알킬벤젠, 구조적 호조세 지속 2. 이수건설/이수엠피스 등 자회사 실적 개선 3. 알킬벤젠 등 중국 선제적 진출 효과 존재 	1. 유가 변동 및 환율 변동에 따른 실적 변동
코오롱플라스틱	<ol style="list-style-type: none"> 1. POM 증설로 내년 중의 추세 지속 2. 경쟁사 대비 낮은 반덤핑 관세율 3. POM 수급 타이트 지속 예상 	1. 메탄올/CPL 등 주요 원재료 변동성 심화
SK 이노베이션	<ol style="list-style-type: none"> 1. 배터리 및 정보전자 소재 생산능력 확대 2. NCC 및 윤활기유 등 해외 진출 효과 가시화 3. 중국 NCC의 실적 개선 	1. 유가 변동에 따른 외형 변화
S-OIL	<ol style="list-style-type: none"> 1. 잔사유고도화 및 올레핀 하류 시설 투자로 제품 포트폴리오 개선 2. 기술적/규모적 우위를 통한 윤활기유 경쟁력 보유 3. 3단계 디보틀벙킹 작업 등으로 전자 생산성 증가 	1. 유가 변동에 따른 외형 변화

자료: 각사, 키움증권 리서치

II. 올레핀 이슈

>>> 미국 에틸렌 자체 수출은 의미 없다

미국의 에틸렌 수출 가능한가?

북미 에틸렌 가격과 아시아 에틸렌 가격의 갭이 톤당 \$600 수준으로 그 괴리가 커지고 있다. 아시아는 상대적으로 수요와 가동률이 견조한 가운데, 북미 NGL 중 에탄 가격 하향 안정화에 따라 북미 에틸렌 가격의 약세가 지속되고 있기 때문이다. 이에 운송비에도 불구하고 낮아진 북미 에틸렌 가격으로 북미에서 아시아로 재정거래 증가를 전망하는 투자가가 많아 지고 있다.

다만 우선 미국 석유화학 업체의 주요 수출처인 남미는 아직 에틸렌 유도체의 공급이 부족한 상태에서 PE 등 유도체를 파는 것이 에틸렌을 파는 것 보다 더 유리한 상황이다. 이에 운송비가 비싼 모노머 상태를 파는 것은 합리적이지 않다. 특히 크래커의 경우 기본 설계 단계에서 유도체의 생산설비를 동시에 건설하기 때문에 에틸렌을 전량 팔 수도 없지만, 팔 수 있다고 하더라도 유도체 설비를 놀리게 되는 운영 상의 손실이 발생하게 된다.

실제적인 수치로 확인해보자. 에탄 가격 하락으로 미국의 에틸렌 수출이 증가하였지만, 그 수량은 미미하다. 2015년 연간 미국의 에틸렌 수출량은 16만톤에 불과하다. 이는 월간 수출량이 아닌 연간 수출량으로 국내 연간 에틸렌 생산량의 약 1.8% 수준이다. 반복해서 언급하지만 그렇게 의미 있는 수치가 아니다.

한편 미국의 Enterprise Product Partners(EPD) 등 미드스트림 업체 등은 NGL 가격 하락에 따른 Frac 스프레드 동반 하락으로 프로판에 이어 에틸렌 등 석유화학 제품 수출을 검토하고 있다. 다만 EPD 등의 신규 플랜트 진출은 기존 에탄 수요처인 크래커의 반발로 상당 부분 제한된 상황이며, 기존 수출 파이프 라인 변경 또는 신설, 에틸렌 액화 설비/저장 설비 필요 등을 고려 시 최소 10년 이상의 시간이 필요할 것으로 판단된다.

미국의 에탄 크래커가 증설되더라도 에틸렌 자체로 수출되는 양은 대단히 한정적이고, 대부분은 공 컨테이너의 회수를 이용한 저운임 방식에 따라 풀리머 상태의 고상으로 외부로 출하될 전망이다.

지역별 에틸렌 가격 추이



자료: Cischem, 키움증권 리서치

미국 스팀 크래커 원재료 믹스 현황 (단위: 천톤, %)

업체	위치	생산능력	원재료 믹스					
			에탄	프로판	부탄	나프타	가스오일	기타
BASF Fina Petrochemicals	Port Arthur, Tex.	860				100		
Chevron Phillips Chemical	Cedar Bayou, Tex.	835	30	20	25	25		
Chevron Phillips Chemical	Port Arthur, Tex.	855		80	15	5		
Chevron Phillips Chemical	Sweeny, Tex.	1,950						
Dow Chemical Co.	Freeport (LHC 7), Tex.	630	50	50				
Dow Chemical Co.	Freeport (LHC 8), Tex.	1,010	10	20		70		
Dow Chemical Co.	Plaquemine (LHC 2), La.	520	75	25				
Dow Chemical Co.	Plaquemine (LHC 3), La.	740		70	10	20		
Dow Chemical Co.	Taft 1, La.	590	20	40		40		
Dow Chemical Co.	Taft 2, La.	410						
DuPont	Orange, Tex.	680	100					
Eastman Chemical Co.	Longview, Tex.	781	25	67	7	1		
LyondellBasell	Channelview, Tex.	875	5			95		
LyondellBasell	Channelview, Tex.	875	5			95		
LyondellBasell	Clinton, Iowa	476	80	20				
LyondellBasell	Corpus Christi, Tex.	771	10	30		60		
LyondellBasell	LaPorte, Tex.	1,189	60	20		20		
LyondellBasell	Morris, Ill.	550	80	20				
ExxonMobil Chemical Co.	Baton Rouge, La.	1,000	9	8	8	25	25	25
ExxonMobil Chemical Co.	Baytown, Tex.	2,200	58	8	9	25		
ExxonMobil Chemical Co.	Beaumont, Tex.	900	8	8	9	75		
Flint Hills Corp.	Port Arthur, Tex.	635				60		40
Formosa Plastics Corp. USA	Point Comfort, Tex.	816	45	15		40		
Formosa Plastics Corp. USA	Point Comfort, Tex.	725	45	15		40		
Huntsman Corp.	Port Neches, Tex.	180						
INEOS Olefins and Polymers USA	Chocolate Bayou, Tex.	1,752	50	35		15		
Javelina Co.	Corpus Christi, Tex.	151						100
Sasol North America Inc.	Lake Charles, La.	472	100					
Shell Chemicals Ltd.	Deer Park, Tex.	1,179						
Shell Chemicals Ltd.	Norco, La.	1,451	5			35	60	
Westlake Petrochemicals	Calvert City Ky.	286	100					
Westlake Petrochemicals	Sulphur #1, La.	567	100					
Westlake Petrochemicals	Sulphur #2, La.	631	70	30				
Williams Olefins	Geismar, La.	884	92	8				
합계		28,426						

자료: OG, 카움증권 리서치

>>> 미국 에탄 크래커의 치명적인 약점

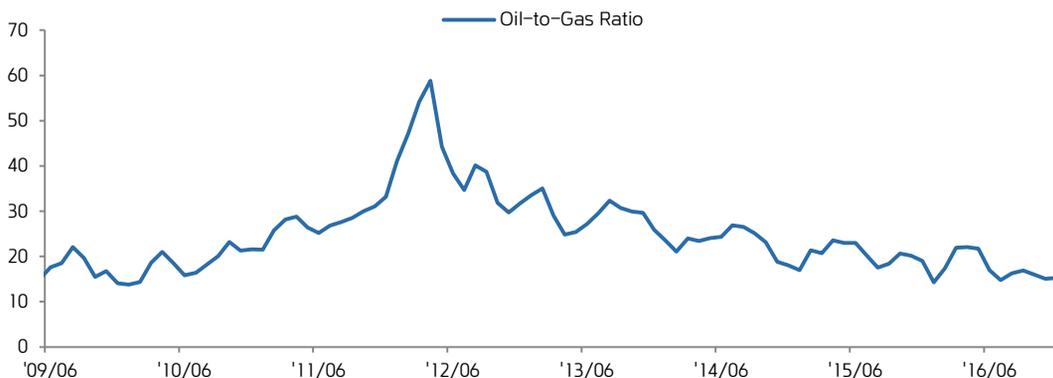
유가 하락으로 에탄 크래커 자본투자 이익 예상치 하락

과거 이야기를 해보자. 미국 화학 산업이 20세기 하반기에 번영할 수 있었던 것은 천연가스를 통해 비용 측면에서 우위를 누렸기 때문이다. 그러나 1990년대부터 미국의 천연가스 매장량이 감소하기 시작하면서, 가스 가격은 가파르게 치솟았다. 1995년 mcf당 \$1.55에 지나지 않던 미국의 평균 천연가스 가격은 2000년에 \$3.69로 뛰어올랐으며 2005년에는 \$8.8에 이르렀다. 비용이 상승함에 따라 미국 내 화학 제품 생산 설비들은 가동을 중단하기 시작했고, 생산은 점차 경쟁력이 높은 해외로 이전되기 시작했다. 이 시기 미국 화학 산업의 황금기는 확실히 끝난 듯 보였다.

그러나 혁신적인 업스트림 기업들은 미국의 셰일층에 매장되어 있는 오일과 가스를 추출할 수 있는 방법(수평시추법, 수압파쇄법 등)을 찾기 시작하였다. 이들 기업의 활동은 2008년 커다란 결실을 맺기에 이르렀으며, 이후 미국의 원유/가스 생산량은 급속히 증가하였다. 초기에는 셰일로부터 자원을 생산하는 일은 미국 원유 가격에 별 다른 영향을 미치지 않았었다. 원유는 해외로의 수송이 용이하며 지역별 가격 차이는 빠르게 대등해지지만, 천연가스의 경우 해상운송이 원유 대비 상대적으로 까다롭기 때문이다. 이에 미국의 셰일가스 공급량은 크게 증가했으며, 가스 가격은 급격히 하락하기 시작하였다. 값 싼 가스는 곧 값 싼 원료, 연료(에너지), 유리한 마진을 의미한다. 북미 화학 기업들은 저렴한 에탄을 활용하고자 기존의 유틸리티 설비 재가동, 디보틀넥킹 확대 및 신규 에탄크래커 건설 등 20여개의 미국 크래커 프로젝트가 제안되었다. 반면 역외 경쟁 업체의 경우 에틸렌 생산능력 확대보다는 유도체를 강화하거나, 에탄크래커의 수율이 낮은 프로필렌/부타디엔/BTX 등 비에틸렌 생산능력을 늘리는 전략으로 선회하는 움직임을 보였다.

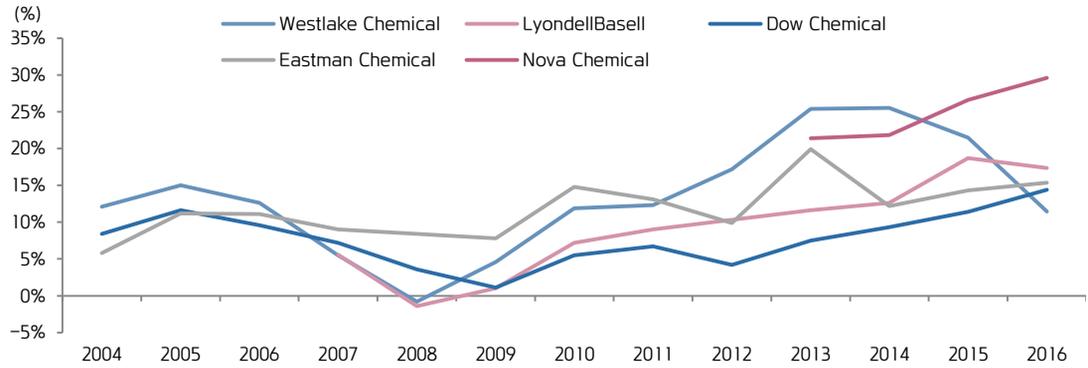
최근 몇 년 동안은 미국 등 북미의 석유화학 생산 업체들에게는 매우 좋은 시기였다. 셰일 혁명은 이들에게 최저가 gas와 NGLs를 공급해주었으며, 지나치게 높은 원유 가격으로 이익은 오히려 강화되었다. 그 결과 마진은 견조해졌으며, 자본투자 붐이 발생하였다. 그러나 2014년 이후 유가가 절반 이상 하락하면서, 계획된 자본투자의 이익 예상치와 계획의 불확실성이 확대되었다. 우리는 계획된 크래커가 모두 나오긴 힘들 것으로 판단하고 있으며, 실제로 유가 하락과 인건비 증가로 인해 미국의 메탄올, PDH, 크래커, 콘덴세이트 스플리터 등의 일부 계획들이 취소되거나 지연되는 사례가 발생하고 있다.

Oil-to-Gas Ratio 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

북미 화학 업체 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

>>> 에탄 수출 확대

에탄 가격 상승할까?

2017년 이후 미국의 에탄 크래커가 신규로 가동되고, 에탄 수출이 초과 공급을 흡수하기 시작하는 2017년까지는 에탄 가격은 현재의 저렴한 수준을 유지할 전망이다. 하지만 미국의 첫 번째 수출 선적은 펜실베이니아 Marcus Hook에 있는 터미널에서 이미 시작되었다. 이 곳에서 선적된 에탄은 유럽의 Ineos 같은 유럽 스팀 크래커에게 수출되고 있다.

유럽은 미국 에탄의 첫 수출 시장이자 주된 시장이 될 것으로 보이며, 이후 남미와 아시아 쪽으로 확대될 전망이다. 또한 중국도 에탄을 원료로 사용하는 문제를 검토 중에 있어 관련 수요 증가가 예상된다. 한편 발전용 연료로서 에탄은 에너지 전량을 해외 수입에 의존하고 있는 동북아에서 나프타 크래커를 교체하는 것보다 더 경제성이 있다. 에탄은 천연가스의 주 구성 요소인 메탄 보다 일반적으로 더 많은 에너지를 포함하고 있다.

사우디 SABIC은 미국 에탄을 영국에 있는 크래커로 선적하기로 계획하고 있고, Ineos는 스코틀랜드와 노르웨이 공장에서 수입 에탄을 사용할 계획이다. 또한 아부다비가 투자한 유럽 Borealis는 미국 에탄을 스웨덴 스팀 크래커에서 사용할 계획이다.

인도 릴라이언스는 작년 11월, 첫 번째 초대형 에탄 운반선(VLEC)을 인도 받았다. 나머지 VLEC 선박들은 올해 상반기 중 모두 인도 받은 것으로 보인다.

한편 Braskem은 브라질 Camacari 지역에 위치해 있는 자사 크래커 업그레이드 작업을 위하여 \$1.5억을 투자 중에 있다. 올해 하반기 중 이번 투자가 완료되어, 해당 크래커에서 에탄 취급이 가능해질 것으로 예상된다. Braskem은 Mont Belvieu 지역과 연계된 가격에 Enterprise로부터 연간 20만톤의 에탄을 구매하는 계약을 체결해 놓은 상태이다.

한편 2014년 하반기 이후 크래커 마진이 계속 확대하고 있는 상황으로 아시아 지역 내 에틸렌 공급 부족 현상으로 인해 2018~2019년에도 현 추세가 계속 이어질 것으로 예상된다. 아시아 지역 내 스팀 크래커들은 크래커 경제성에 따라 LPG와 나프타 사이에서 원료를 유연하게 선택할 수 있다는 이점을 보유하고 있다. 1년 내내 크래커 마진을 극대화하기 위해 아시아 지역 내에서 더 많은 크래커들이 Capex 투입을 통해 원료 유연성 확대에 나설 것으로 예상된다.

인도를 포함하여 현재 아시아 지역에서 에탄 크래킹이 가능한 크래커는 총 6곳으로 인도에 3곳, 태국에 2곳, 말레이시아에 1곳이 위치해 있다. 인도, 태국, 말레이시아 내 모든 스팀 크래커에 공급이 가능할 정도로 충분한 물량은 아니지만, 이들 업체들은 모두 자국 내에서 자체 가스 자원을 보유하고 있다.

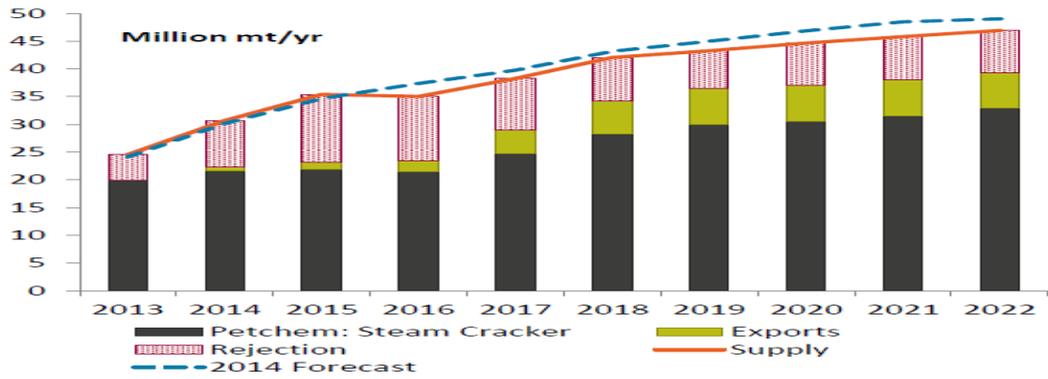
중국에서는 최근 들어 에탄 크래커 신설 사업 발표가 이루어졌다. SP Chemical의 에탄 크래커의 경우 현재 중국 Taixing 지역에서 공사가 진행되고 있는데, 2019년 가동 개시에 들어갈 것으로 예상된다. 이외에도 현재 중국 내에서는 오는 2020~2025년 기간 중 가동 개시를 목표로 여러 건의 에탄 크래커 사업 계획이 추진되고 있다. 중국 내 신규 사업들의 경우 수입 에탄을 기반으로 하고 있다는 점에서 향후 에탄 구매 및 물류 부문이 핵심 과제로 떠오를 것으로 예상된다.

작년에 동북아시아 지역에 에탄 크래커가 존재하였다면, 동북아시아 지역 내에서 각각의 원료를 이용하여 가장 낮은 평균 현금 비용으로 에틸렌 생산이 이루어졌을 것으로 예상되지만, 원료를 변경할 만큼 각 원료 간의 가격 차이가 크게 나타나지는 않았었다.

북미에서 동북아시아 지역으로 에탄을 운반하는 수송 비용에 대한 기준이 마련되어 있지 않은 상태지만, 북미에서 인도까지 에탄 운반 시 COA 운임 가격이 현재 톤당 약 \$80 수준에서 형성되고 있는 상황이다. 이 해운 운임이 스팟 화물 운임을 바탕으로 결정되는 경우 동북아시아 지역 내 에탄 크래커들의 현금 비용이 크게 달라질 것으로 예상된다. 참고로 동북아시아 지역 내 에탄 크래커가 북미 지역을 통해 톤당 \$200 보다 적은 해운 운임으로 에탄을 공급 받을 수 있게 된다면, 지역 내 에틸렌 생산업체 중 가장 높은 가격 경쟁력을 가지게 될 것으로 보인다.

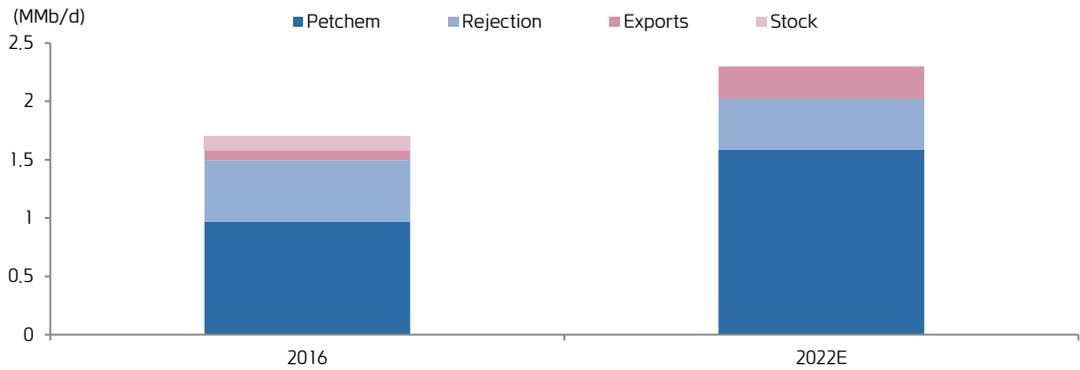
현재 북미 크래커의 경우 별 일 아닌 것처럼 태연한 척하지만, 그들은 세계 다른 곳에서의 변화를 심각하게 받아들일 필요가 있어 보인다.

미국 에탄 수요/공급 전망



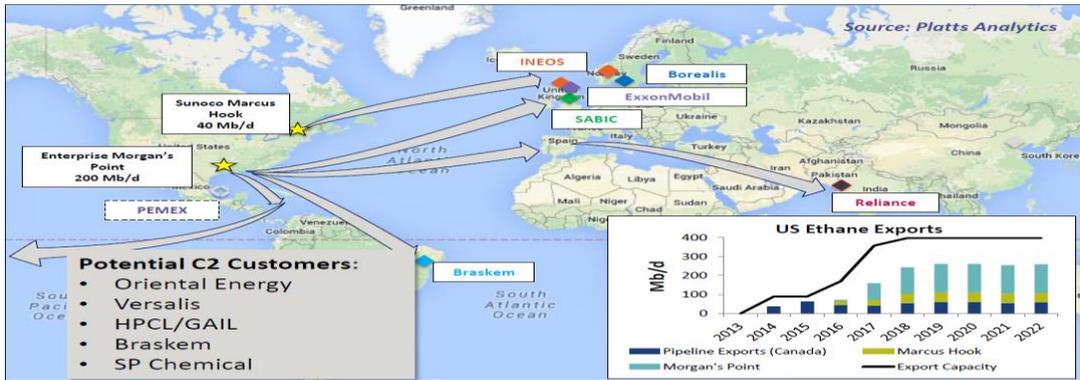
자료: 업계, 키움증권 리서치

미국 에탄 수요 비중 변화



자료: 업계, 키움증권 리서치

미국 에탄 수출 루트 추정



자료: 업계, 키움증권 리서치

>>> 부타디엔, 가격의 반등

미국 B/E 비율 감소 추세

세계 부타디엔 시장은 지난 4년 동안 비용 기준의 급격한 변화, 수급 역학 및 엘라스토머 대체의 위험 등으로 인하여 급격하게 변동했다. 부타디엔 시장은 지난 2년간 부진한 수요 증가, 천연고무 공급 과잉, 경기 침체 훨씬 전부터도 본적이 없는 가격 수준으로의 나프타 가격 하락 등이 이어졌다. 이러한 추세 중 일부는 조만간 변화할 것으로 판단되고, 일부는 좀 더 시간이 걸릴 것으로 판단된다.

따라서 최근 시장이 직면하고 있는 근본적인 질문은 향후 수년 동안 변화의 시기가 어떻게 될 것인가에 관한 것이다. 이 근본적인 질문은 또 하부 단위로 나뉠 수 있다. 1) 천연고무가 조만간 다시 반등하고 합성고무 마진이 증가할까? 2) 우리가 현재 직면하고 있는 저유가 환경이 에틸렌 크래커 피드 슬레이트에 어떤 영향을 미칠까? 3) 현재 건설되고 있는 On-Purpose 부타디엔 프로젝트는 조만간 경제성을 회복할까? 4) 자동차 시장의 추세와 같이 근본적인 수요 동인들은 어떠한가? 등으로 나뉠 수 있다.

공급 측면에서 B/E 비율보다 부타디엔 시장에 중요한 변수는 없다. 역사적으로 이는 에틸렌 크래커 피드 슬레이트의 함수였다. 그러나 이례적인 에틸렌 생산 증가는 이 수식에 복잡성과 중요도를 높였다. 이 비율은 총 에틸렌 생산으로 나눈 크루드 C4에 포함된 부타디엔으로 이 비율을 정의하는 것이 중요하다. 이는 에틸렌 수요가 생산 기술에 민감하지 않기 때문이다. CTO나 MTO 등 On-purpose 방법은 생산 에틸렌 1톤마다 스팀 크래커에서 생산되는 톤도 적고 부산물인 크루드 C4도 적다.

2007년 이후 글로벌 B/E 비율은 10% 정도 감소한 후 비교적 꾸준히 유지되어 왔다. 그러나 2015년을 시작으로 이 비율은 꾸준히 감소하였고, 2019년이 되면 2007년 대비 20% 정도 감소할 것이다. 이러한 추세의 주요 동인은 셰일가스 기반의 에탄 역학으로 인한 북미 지역의 강력한 하향 추세에 있다. 그러나 이는 전체 이야기의 일부에 지나지 않는다. 중국의 On-Purpose 에틸렌 생산은 더욱 중요해지고 있고, B/E 비율은 2014~2019년 동안 약 30% 정도 감소할 전망이다. 에틸렌 수요 증가세가 부타디엔 수요 증가세보다 다소 둔화되면서, On-Purpose 부타디엔 생산은 장기적으로 균형을 잡아야 할 것이고, B/E 비율은 감소할 것이다.

크루드 C4 생산은 부타디엔 시장 추세와 완전히 독립적인 에틸렌 시장 역학의 함수이다. 역사적으로 세계 크루드 C4 잉여가 있었다. 그래서 지역별 격차가 존재하는 가운데, 부타디엔 수요를 충족할 만큼 공급이 충분했다. 앞서 설명한 B/E 추세는 왜 그것이 변화하고 크루드 C4 공급이 세계적으로 제한이 될 수 있는지에 대해 보여준다.

부족에 대한 궁극적인 해결책은 앞서 언급한 On-Purpose 생산이 될 수 있는데, 현재 저유가 상황에서는 On-Purpose 부타디엔은 생산 업체들이 투자를 정당화할 수 없는 한 현실화가 되지 않을 것이다. On-Purpose 부타디엔 생산은 2000년 이후 여러 차례 미국과 중국 모두에서 경제적이었고, 특히 중국에서는 종종 실속이 있을 때가 있었다. 그러나 현재로서는 두 지역 모두 저유가로 인한 경제성 악화로 기존에 계획된 프로젝트는 적어도 향후 5년간은 나올 가능성이 없어 보인다.

일본 NCC의 생산능력 감소 추세

일본은 2010년 8개 지역에서 연간 800만톤의 에틸렌 생산능력을 갖춘 크래커 14개를 보유했다. 그러나 2008년 금융 위기 이후 전체 생산능력은 수출 경쟁국 대비 규모의 열위와 노후화 진행 및 인구와 노동력 감소에 따른 수요 축소 등의 요인으로 감소하기 시작했고, 2014년 740만톤에서 2015년 698만톤, 2016년에 650만톤까지 감소하였다. 이에 일본은 에틸렌과 직접 연관되는 PE/PP 설비도 동시에 철수하였으나, 비교적 경쟁력이 있고 고유 기술을 가진 부타디엔 및 합성고무, 아크릴계, C5계 등은 향후에도 투자를 지속하고 있는 상황이다. 향후 일본은 에틸렌 보다는 부타디엔 공급 부족이 심화될 전망이다.

부타디엔, 높은 마진을 유지 중

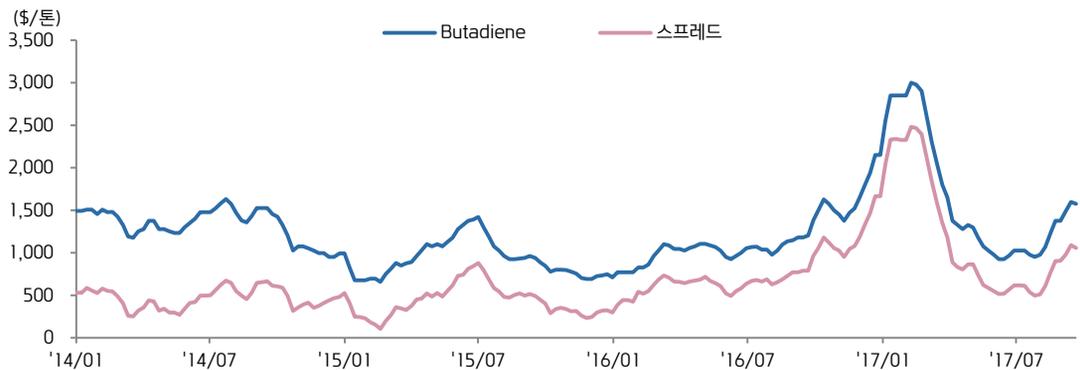
최근 부타디엔 스프레드는 톤당 \$900 수준을 기록하며 재차 급등하고 있다. 부타디엔 가격이 톤당 \$1,500인 것을 고려하면 감가상각비 및 일부 변동/고정비를 고려하더라도 부타디엔 생산 업체(크래커 통합)는 40% 이상의 높은 영업이익률을 기록하고 있는 것으로 보인다. 여전히 에틸렌 스프레드가 견조한 수준을 유지하고 있는 가운데, 부타디엔 등 부산물(By-Products)의 가격/스프레드 상승으로 국내 NCC 경제성의 주요 벤치마크인 에틸렌 Cash Margin은 상승하는 추세를 보이고 있다.

한편 올해 하반기 부타디엔 가격/스프레드는 추가적인 개선이 전망된다. 이는 1) 동남아시아를 제외한 타 지역의 나프타 투입 크래커의 비중 축소로 세계 부타디엔 산출량이 감소하고 있는 가운데, 올해 아시아 부타디엔 순증 물량은 약 12만톤으로 작년에 이어 공급 증가가 제한적이며, 2) 올해 하반기(7~10월) Formosa 등 약 100만톤 이상의 부타디엔 추출 설비가 정기보수에 들어가기 때문이다. 참고로 부타디엔은 기체 상태의 특성 상 재고 처리/보관 비용이 많이 들어 타 모노머/폴리머 대비 재고 비축이 제한되어, 수급이 타이트해질 경우 스프레드 및 마진이 급속히 개선되고, 공급 과잉이 발생할 경우 제조업체 및 트레이더의 투매 현상이 발생하는 등 가격 변동성이 크다.

On-Purpose BD, 대안이 되지 못하고 있다

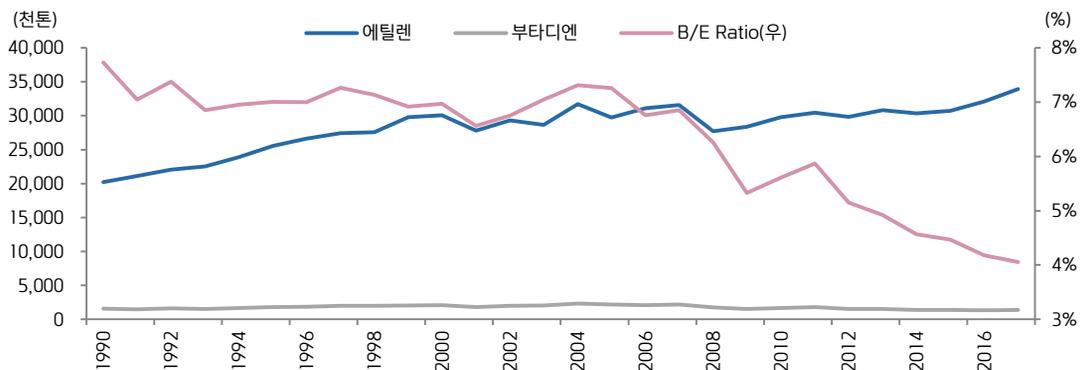
일부 정기보수 크래커의 재가동 및 역대 1위 합성고무 업체 정기보수로 10월 이후 부타디엔 스프레드의 일부 축소가 예상되지만, 중장기 스프레드 개선세는 지속될 전망이다. 북미 크래커의 경질 원료 투입 증가, 북미 에탄 활용 증가에 따른 유럽 크래커 개조 확대, 중국 CTO/MTO 신증설 등으로 부타디엔은 작년을 바닥으로 2020년까지 수급이 개선될 전망이기 때문이다. 한편 프로필렌과 다르게 On-Purpose 방식의 부타디엔은 아직까지는 Capex(예: 40만톤 플랜트, 1조원 이상 투자)가 크고, 제조원가가 현재 부타디엔 가격 보다 톤당 \$200~300 이상 높은 상황이다.

부타디엔 가격 및 스프레드 추이



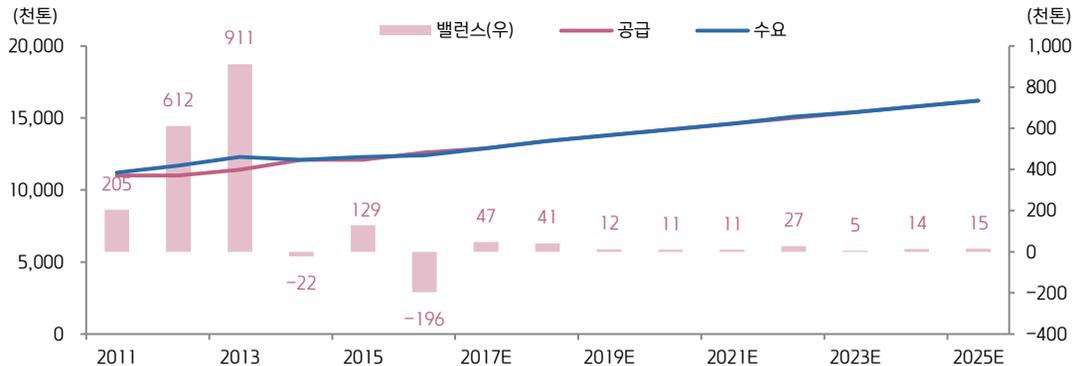
자료: Cischem, 키움증권 리서치

미국 B/E Ratio 추이(연별)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

세계 천연고무 수급 추이



자료: IRSG, 키움증권 리서치

>>> PP 스프레드, 강세 지속

PP, 석탄가격 강세/정기보수/환경 규제 등으로 높은 스프레드 지속 전망

최근 PP 스프레드는 \$614/톤으로 높은 수준을 유지하고 있다. 이는 1) 중국 석탄 가격 상승으로 중국 CTO/MTO 업체가 원가 부담을 해소하고자 로컬 PP 가격을 상향 조정하고 있고, 2) 중국의 폐 플라스틱 수입 규제로 Virgin PP 수요가 확대되고 있으며, 3) 최근 Shandong 지역의 정기보수 및 환경 조사 등으로 중국 내 PP 수급/재고가 타이트한 상황을 지속하고 있기 때문이다. 또한 올해 하반기 Formosa 등 역내 크래커 정기보수 확대도 최근 PP 시황에 긍정적으로 작용하고 있다.

한편 국내 PP 생산능력은 448.7만톤으로 국내 PE 생산능력(526.3만톤)의 85% 수준을 기록하고 있는 등 PP의 수익성은 국내 화학 업체 실적에도 큰 영향을 미치고 있다.

최근 PE-에틸렌의 역전 현상 발생으로 PE Alone 설비의 마진 악화를 화학 업황 전체로 대입하여, 공포감을 조장하는 일부 시장의 의견이 존재하나, 국내 폴리머 제조 업체는 대부분 크래커를 통합하였기 때문에 PE-에틸렌 스프레드 역전 현상은 국내 NCC 업체 실적에 의미 있게 작용하지 않는다.

국내 NCC 업체, LPG 대체 투입 비중 확대 추세

롯데케미칼, LG화학, 한화토탈 등 국내 NCC 업체는 최근 가격이 낮아진 LPG를 크래커에 나프타와 혼용하는 비중이 확대되고 있는 상황이다. 이는 1) 난방유 수요가 제한된 4~9월 등 하절기에는 LPG 가격이 나프타 대비 할인 거래되어 크래커에 LPG 투입 비중을 높이게 되면 전사 에틸렌 마진이 상승하고, 2) LPG 투입 비중을 높이게 되면 일부 부산물 생산 비중은 감소하지만 최근 시황이 좋은 에틸렌 산출 비중은 커지기 때문이다. 일반적으로 LPG를 사용(40%)하면 에틸렌 산출 비중이 나프타 사용(25%) 대비 약 17%가 증가한다.

한편 현재 롯데케미칼, LG화학, 한화토탈 등은 지속적인 설비 개조 및 탱크 확보를 통하여 크래커의 LPG 대체 투입 비중을 10~20%까지 확대가 가능한 상황이다. 원료 다변화 측면에서 미진하였던 대한유화도 최근 NCC 리빙핑과 동시에 LPG를 원료로 투입할 수 있는 비중을 높였다. 참고로 LPG 가격이 나프타 가격의 95% 수준이거나, 톤당 \$50 수준에서 할인 거래될 때 통상적으로 LPG가 대체 원료로 경제성을 가지는 것으로 보인다.

PP를 통합한 PDH는 경제성이 견고한 상황

중국 및 국내 On-Purpose 설비 확대로 인하여 프로필렌 가격이 하락하여 최근 국내 PDH 업체 경제성에 대한 우려가 존재하였다. 하지만 파나마 운하 확장에 따른 미국 LPG 수출 확대 및 이란의 아시아 수출 증가로 역내/외 LPG 시장의 경쟁이 심화되고 있어, 역내 LPG 가격의 벤치마크이자 기준 가격인 사우디의 LPG 계약 가격이 하락 기조에 있다.

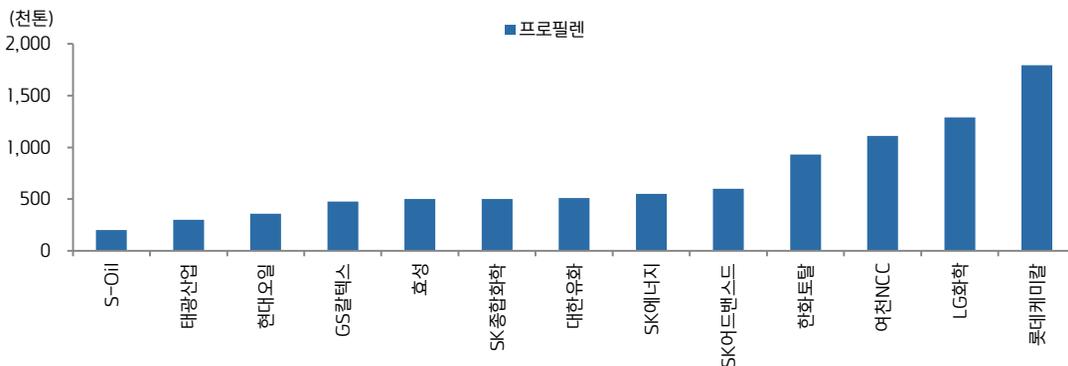
이에 따라 효성, SK어드밴스드 등 PDH 업체는 설비 특성 상 원래 석유화학 원료가 아닌 프로판이라는 연료를 유일한 원료로 사용하기 때문에 동절기에는 마진을 훼손이 일부 존재하나, 프로판 가격 안정화 지속으로 연간 전체로는 견조한 실적 흐름을 지속할 전망이다. 한편 효성의 경우 다운스트림 PP를 통합하고 있어, PP를 통합한 NCC와 유사한 고 마진율을 기록하고 있는 것으로 추정된다.

프로필렌 가격 및 스프레드 추이



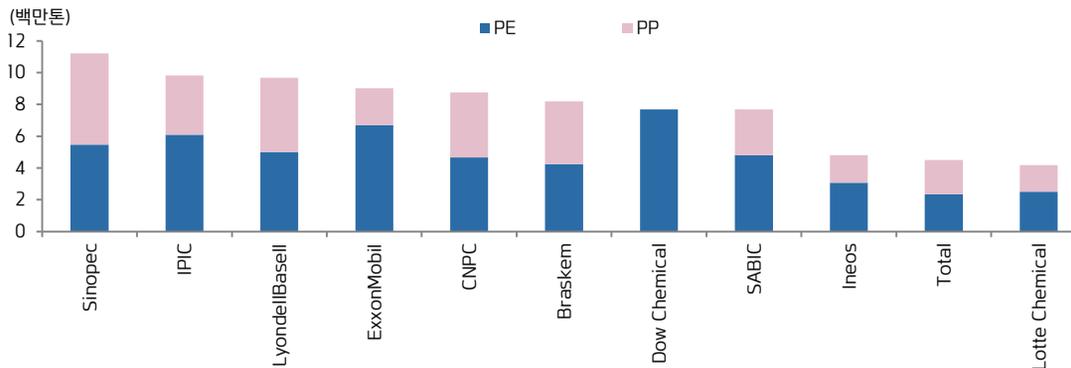
자료: Cischem, 키움증권 리서치

국내 프로필렌 생산능력 현황



자료: KPIA, 키움증권 리서치

세계 폴리올레핀(PE/PP) 생산능력 현황



자료: Borealis, 키움증권 리서치

>>> CTO/MTO, 약점이 너무 많다

중국의 실수

중국의 석유화학 산업은 다양한 면에서 전환기를 맞이하고 있다. 과거 나프타 분해를 중심으로 한 에틸렌 플랜트가 중국 석유화학의 기초를 이루고 있었으며, 이에 원유 가격 급등과 동시에 미국의 셰일가스 개발에 따른 에탄 크래커 확대는 나프타 크래커를 기반으로 한 중국 석유화학에 위협 존재가 되었다. 이에 따라 기존 PVC/메탄올 등의 성공 사례도 있고, 중국은 풍부하게 보유하고 있는 석탄의 활용을 강력하게 추진하면서 올레핀 등에서도 석탄화학 개발에 주력해 왔다. 하지만 2014년 말 유가 급락으로 상황이 급변하고 있다. 석탄화학의 개발을 추진해 온 배경으로는 나프타계 석유화학의 경쟁력 저하에 대해 저렴한 석탄의 이용을 통해 경쟁력을 확보한다는 의도가 있었다. 또한 석유화학 측면으로는 수입 의존도가 높아 자체 제작을 추진한다는 목적도 있었다.

중국은 당초 석탄의 가스화로부터 합성가스, 메탄올을 통해 에틸렌/프로필렌을 제조하는 공정은 중동과 미국에 버금가는 경쟁력을 지니고 있었다. 이에 나프타계 에틸렌보다 충분히 경쟁력이 있으며 미국의 차기 신증설에도 대응할 수 있다고 판단하였다. 하지만 나프타 가격 하락으로 나프타 기반의 경쟁력이 급격히 되살아나며, 중국 입장에서는 상황이 꼬이기 시작하였다.

최근 역내 PE 가격 반등으로 중국 CTO도 변동비가 커버 가능해지는 등 다소 숨통이 트이고 있는 양상이다. 다만 CTO 프로젝트는 동일 규모의 나프타 크래커 대비 3배 이상의 투자비가 필요하여, 감가상각비 등을 고려한 손익은 여전히 적자로 추정된다. 한편 PE 설비는 그래도 경제성이 유지 가능하다고 한발 양보하겠다. 그러나 PP(특히 MTP)의 경우 PE 대비 가격 약세를 지속하고 있어 그 경제성은 더욱 심각한 상황이다. 저유가가 유지되는 가운데, 배럴 당 \$100이 넘는 유가에서 설계한 CTO 프로젝트가 계획했던 시점에 모두 나올 수 있을까? 가능성이 희박하다고 본다.

한편 최근 가스/석탄/원유 가격 하락으로 메탄올 가격도 동반 하락하며, MTO의 경제성도 조금은 호전된 상황이다. 하지만 일반적인 MTO 설비의 경우 메탄올 3톤을 활용해 에틸렌 0.5톤, 프로필렌 0.5톤을 만들어, 중국의 MTO 플랜트들은 전 세계에서 생산 비용이 가장 높은 플랜트에 속한다.

만약 중국이 CTO/MTO 대신 정공법인 나프타 크래커의 신증설로 올레핀 자급률을 높일 계획을 추진했다면, 지금 국내 NCC의 상황은 완전히 다른 스토리가 되었을 가능성이 크다. 국내 나프타 크래커의 일련의 행운도 있었다고 본다. 한편 중국은 13차 5개년 계획에서는 과열 경향을 보이고 있는 신형 석탄화학 공업 등에서 환경 문제, 설비 과잉 문제에 대해 규제를 강화하고 있는 추세이다.

중국의 석탄 가격이 재상승하고 있다

중국의 석탄 가격은 최근 중국 정부가 작은 항구에서 석탄 수입을 허용하지 않기로 하면서 재차 반등하고 있다. 중국의 메이저 석탄 판매 업체는 지역의 수요가 공급 감소로 강세를 보이고 있다고 전하고 있다. 또한 이 같은 중국 및 아시아 석탄 가격 상승에는 북한에 대한 제재 확대가 상당 부분 영향을 미치고 있다.

중국은 작년 2,240만톤의 무연탄을 북한에서 수입하였는데, 미국/유엔의 대북 제재 압박으로 올해 수입은 270만톤까지 감소한 것으로 보인다. 이에 중국은 줄어든 대북 수입 석탄을 호주와 몽골에서 대체 구매하면서 역내 석탄 가격 상승을 유발하고 있다.

중국의 석탄 가격 상승 영향은 연료 시장뿐만 아니라 중국의 PE/PP/PVC 등 석유화학 제품 시장에도 큰 영향을 미치고 있다. 지난 3개월 이상 중국의 석유화학제품 재고가 감소 추세를 기록한 가운데, 석탄 가격 상승으로 인한 중국 CTO/MTO 업체의 경제성 악화로 중국 내수 석유화학제품 가격은 추가적으로 상승할 전망이다. 특히 중국 전석법(아세틸렌 베이스) PVC의 가격 상승도 지속되고 있다.

중국의 석탄 가격 상승으로 중국 CTO/MTO/MTP/CTMEG 등 석탄화학 프로젝트의 지연/폐쇄가 확대될 전망이다. 이에 국내 NCC 업체의 반사 수혜가 지속될 것으로 보인다.

중국 CTO/MTO Based PE 생산능력 증설 지연 (단위: 천톤)

업체, 위치	PE 생산능력	상업화 시기
Zhongtian Hechuang Energy, Inner Mongolia	CTO LDPE: 250, 120	2017
Shenhua Ningxia, Ningxia	CTO HDPE/LLDPE: 430	2017
Jiangsu Sailboat, Jiangsu	MTO LDPE: 150	2017
Zhong'an Lianhe Coal Chemical, Anhui	CTO HDPE/LLDPE: 350	2018
Shanxi Coking, Shanxi	CTO: HDPE/LLDPE: 300	2019
Qinghai Mining, Qinghai	CTO HDPE/LLDPE: 300	2020~
Jiutai Energy, Inner Mongolia	CTO HDPE/LLDPE: 250	2020~
Yan'an Energy and Petrochemical, Shaanxi	CTO HDPE/LLDPE: 450	2020~
Sinopec Guizhou, Guizhou	CTO LLDPE: 300	2020~
China Power Investment Corp, Inner Mongolia	CTO HDPE/LLDPE: 300	2020~
Shaanxi Yanchang Petroleum, Shaanxi	CTO HDPE/LLDPE: 300	2020~
Huahong Hongjin Coal Chemical, Gansu	CTO HDPE/LLDPE: 200	2020~
Qinghai Damei Coal Industry, Qinghai	CTO HDPE/LLDPE: 300	2021

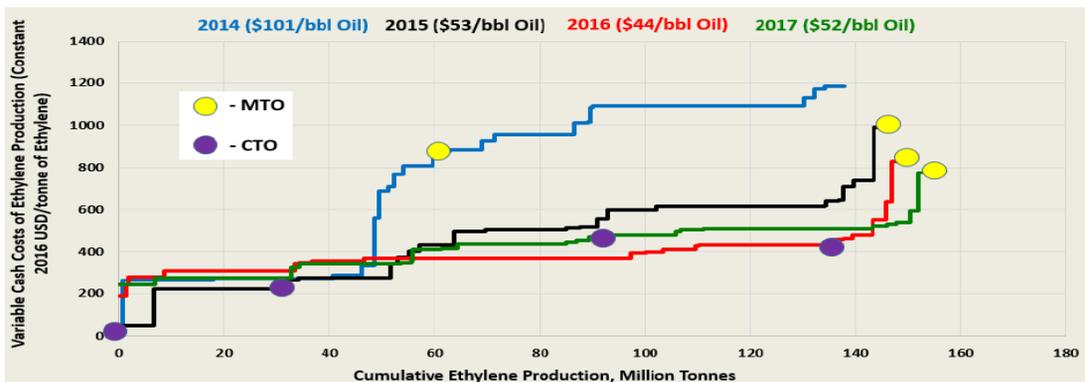
자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 CTO/MTO/MTP 프로젝트 위치



자료: 업계, 키움증권 리서치

지역별 에틸렌 Cash Cost Curve



자료: 업계, 키움증권 리서치

>>> 이전가격과 수직계열화 효과

사업 통합 과정서 원료와의 모순 심화 등 고려

PE, PP는 에틸렌, 프로필렌을 원료로 투입한다. PE, PP는 거의 같은 양의 에틸렌, 프로필렌을 원료로 사용한다. 즉 원단위가 1에 가깝다. 이 점이 다른 올레핀 유도체와 다른 점이다. PE, PP는 에틸렌 크래커의 유력한 유도체로 석유화학 콤플렉스에 포함되어 있다. 구체적으로 에틸렌 플랜트 측면에서 보면 에틸렌, 프로필렌의 최대 소비처는 PE, PP이며 필수불가결한 유도체이다. 또 반대로 PE, PP 플랜트 측면에서 보면 에틸렌, 프로필렌은 주요 원료로서 없어서는 안 될 요소이다. 즉 올레핀(업스트림)과 폴리올레핀(다운스트림)은 서로 필요로 하는 불가분의 관계에 놓여 있다.

따라서 석유화학 콤플렉스를 건설할 때 업체는 올레핀과 폴리올레핀의 생산 규모를 조정하며 최적화를 도모한다. 여기서 문제가 되는 것은 올레핀을 폴리올레핀으로 이전하는 가격이다. 올레핀과 폴리올레핀을 동일 회사가 운영할 경우, 즉 양 부문이 동일 회사로 통합되어 있는 경우에는 문제가 크게 발생하지는 않는다. 회사에 따라서는 올레핀을 원가로 이관하고 폴리올레핀부문에서 이익을 합해 표시하는 곳도 있을 것이고, 올레핀의 사내 이관가격을 설정하고 올레핀부문의 손익과 올레핀 이관가격을 기준으로 폴리올레핀부문의 손익을 각각 표시하는 곳도 있을 것이다.

그러므로 올레핀과 폴리올레핀이 동일한 회사에서 운영되는 한 올레핀과 폴리올레핀을 더한 수익성에 역점을 두기 때문에 이 둘의 이관가격을 둘러싼 문제는 크지 않다. 다만 사내 이관가격을 어떻게 설정하느냐에 따라 올레핀부문과 폴리올레핀부문의 손익에 직접적인 영향이 미치기 때문에 각 부문의 결정자들은 사업부 실적과 인센티브 때문에 신경을 쓸 수밖에 없을 것이다.

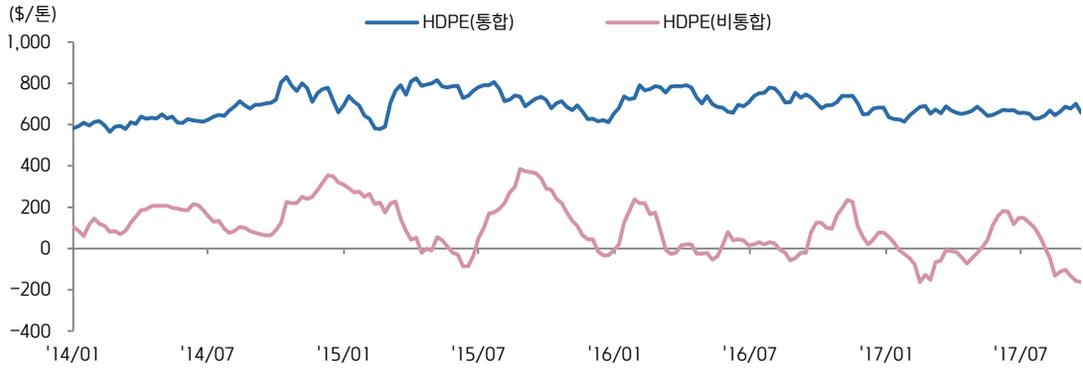
이관가격 문제가 본질적으로 문제가 되는 것은 올레핀과 폴리올레핀 사업을 각각 다른 회사에서 운영하는 경우다. 에틸렌, 프로필렌 등 올레핀은 기타 유도체용 시장에서 어느 정도는 거래되기 때문에 시가가 존재하기 때문이다.

폴리올레핀 회사의 원료와의 통합 문제

그렇다면 폴리올레핀 회사는 올레핀을 어떻게 조달해왔는지, 또 이렇게 고가격권을 보이는 시가의 올레핀을 누가 구입하고 있는 것인지에 대해, 우선 후자부터 살펴보기로 하자. 시장에서 시가에 거래되고 있는 올레핀은 VCM, EDC, SM, EG, AA 등 올레핀 사용 원단위가 1보다 훨씬 작은 유도체용이 중심이며, 북미든 아시아든 거래량은 그다지 많지 않다. 이들 유도체는 올레핀 원단위가 작기 때문에 높은 가격의 올레핀이라도 비용의 일부에 불과하며 비용 흡수력이 있다. 올레핀 원단위가 작은 이들 제품의 수요가 올레핀 시가를 일반적으로 견인하고 있다.

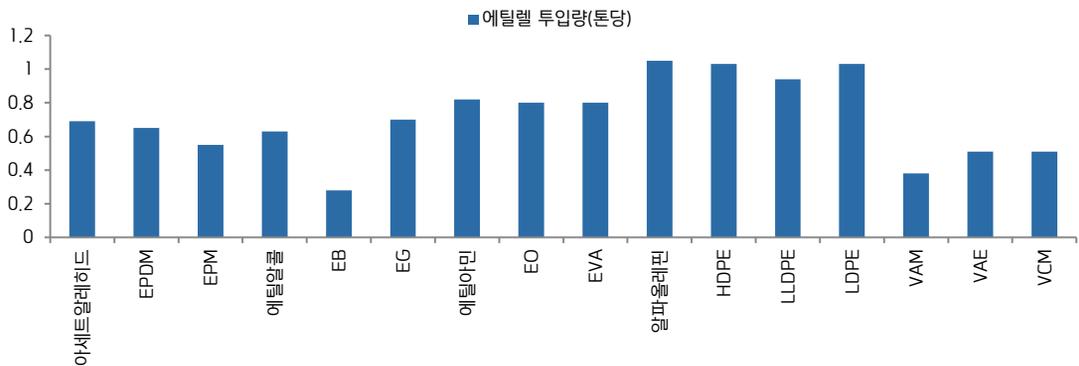
한편 폴리올레핀은 원단위가 1이기 때문에 올레핀 비용은 그대로 폴리올레핀 비용에 직접적인 영향을 미친다. 그렇다면 폴리올레핀을 생산하는 회사는 올레핀을 어떻게 조달하고 있는가? 이들은 올레핀을 스스로 생산하거나, 올레핀 회사와 자본 관계를 구축하여 시가 기준이 아닌 올레핀을 구입하는 체계, 즉 통합에 가까운 구조를 확립하는 조치를 취한다. 바꿔 말하면 VCM 등 올레핀 소화가 적은 유도체를 생산하는 회사는 올레핀 통합 관계가 없어도 존속할 수 있으나, 올레핀을 동일한 규모로 소비하는 폴리올레핀 회사는 통합 관계가 없으면 존속이 불가능하다.

HDPE 원료 통합/비통합 스프레드 추이



자료: Cischem, 키움증권 리서치

에틸렌 다운스트림 에틸렌 원단위



자료: 업계, 키움증권 리서치

>>> 하비 관련 이슈

미국 멕시코만 연안지역 내 생산 시설 중 10%는 가동 중단 상태 지속

미국 멕시코만 연안지역의 석유화학 생산업체들이 대부분 시설에서 가동 재개에 들어간 것으로 나타났다. 하지만 지상 물류부문의 경우 여전히 과부가 걸린 상태로 에탄올 및 알파 올레핀과 같은 핵심 부산물들의 경우 공급 부족을 겪고 있으며, 에틸렌 및 프로필렌과 같은 업스트림 제품까지도 일부 공급 부족 상태가 이어지고 있다.

허리케인 하비가 지난 8월 29일 미국 멕시코만 연안지역을 강타한지 3주가 지난 시점에서 미국 내 에틸렌 생산능력 중 약 10%가 여전히 가동을 멈춘 상태인 것으로 보인다. 하지만 몇 일 전 생산 차질이 50%에 육박했던 것과 비교해서 크게 낮아진 수치이다. 3~4개의 스팀 크래커가 여전히 유휴 상태에 있거나 가동 개시 단계에 있는 것으로 파악되고 있다. 한편 외신 등에 따르면 이번 허리케인 영향으로 향후 6개월 내에 가동 개시에 들어갈 예정에 있던 신규 에틸렌 크래커들의 가동 개시 일정이 최소 30일 정도 연기될 것으로 예상된다.

III. 아로마틱 이슈

>>> PX, 중국의/중국에 의한/중국을 위한

중국 PX 수입 증가

2010년 이후 Oil-to-Gas 상승으로 인한 북미 경질 원료 확대에 대한 위협을 대처하고, 중국 TPA 증설에 대응하고자 국내 정유 및 화학 업체는 에탄 크래커의 수율이 낮은 방향족 생산능력을 공격적으로 확대하였다. 특히 PX의 경우 생산능력 증가가 상당했다.

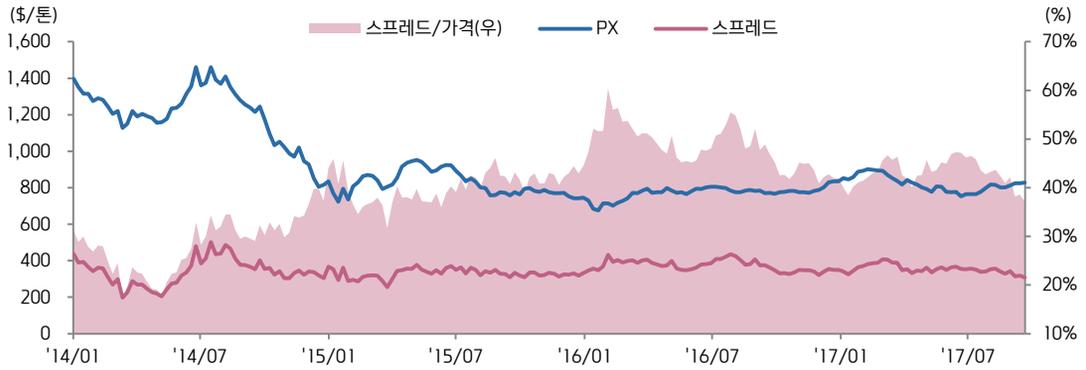
2015년 들어 중국으로 다량의 PX가 유입되었는데, 매달 백만톤을 넘거나 백만톤에서 크게 벗어나지 않는 양의 PX가 중국으로 수입되었다. 중국 내 생산능력 중 25% 이상이 가동 중단에 들어가면서 최근 들어 수입 확대 압박이 커지고 있다. Dragon Aromatics, Zhongjin Petrochemical의 경우 현재 생산을 중단한 상태이다. 특히 Dragon Aromatics는 언제 가동 재개에 나설지 아직은 불확실한 상황이다.

또한 중국의 경우 PX 신증설의 큰 걸림돌은 중국에서 급속히 증가하고 있는 환경 의식의 고조다. 중국에서는 실제로 PX 생산 계획이 알려질 경우 주민의 대규모 반대 운동이 일어나는 빈도가 늘어나고 있다. 설비투자를 추진하는 업체도 주민에게 안정감을 주고 나머지 설비 계획 전체를 진행하기 위해 PX 설비 계획에서 제외하는 일도 많아지고 있으며, 건설을 하더라도 인구 밀집지역을 피해 설비의 건설을 추진하고 있다.

중국 국영 정유 공장들은 높은 경유 재고 수준으로 인하여 PX 생산량 감축에 들어간 상태이다. 물론 블렌딩부문의 경제성을 고려했을 때 정유 업체들이 휘발유 보다 PX 생산에 나서는 것이 낫다고 판단되지만, 현재 휘발유부문 내 수요가 압도적인 상황으로 휘발유 마진이 견조한 수준을 유지함에 따라 정유 공장들이 PX 생산을 통한 마진 확대 전략을 포기할 가능성도 높은 상황이다. 이로 인하여 중국 내 PX 총 생산량이 감소하면서 수입 확대의 필요성이 커지고 있는 상황이다.

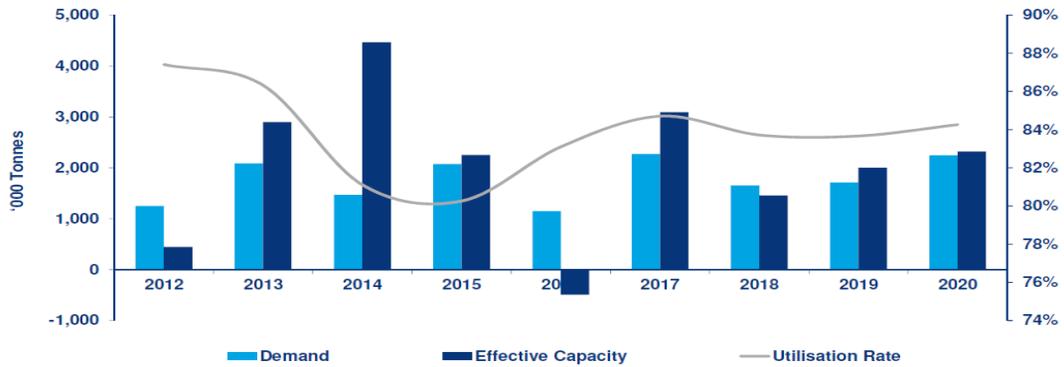
논쟁이 있지만, 휘발유 수요는 앞으로도 견조세를 유지할 것으로 예상된다. 특히 PX와 부산물보다 판매가 훨씬 용이하다는 점에서 통합 정유 업체들이 PX 보다 휘발유 생산에 우호적인 모습을 보일 것으로 예상됨에 따라 PX 설비의 경우 향후 휘발유와 치열한 경쟁을 펼쳐야 할 것으로 보인다.

PX 가격 및 스프레드 추이



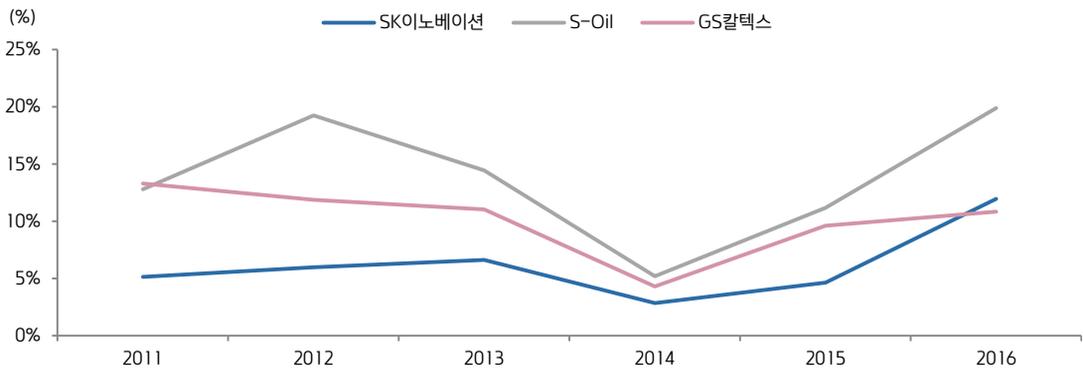
자료: Cischem, 키움증권 리서치

세계 PX 시장 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 정유사 화학부문 영업이익률 추이



자료: 각사, 키움증권 리서치

>>> 중국 PET 가격, 반등 전망

중국, 리사이클 PET에 대한 포괄적인 환경 규제 시작

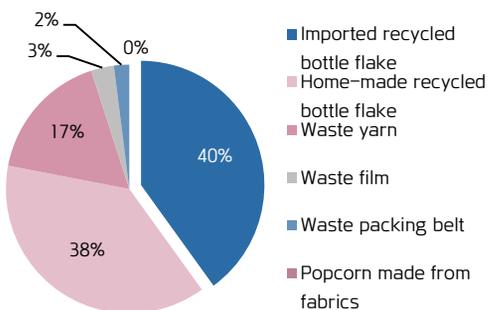
중국 정부는 광둥, 절강, 산둥, 강소, 천진, 복건, 허베이, 랴오닝, 상하이, 장시, 안후이, 광시, 후난, 허난, 산시, 길림, 헤이룽장, 충칭 등 대부분의 성에 있는 리사이클 PET 공장에 대한 현장 점검을 하였다. 7월 4일부터 14일 동안 600개의 현장 점검하였고, 7월 15일부터 31일까지 추가적인 현장을 점검 완료하였다. 주로 폐수 배출, 환경 보호 절차, 고형 폐기물 관리 형태 등을 점검하고, 관련 법규를 심각하게 위반하는 플랜트는 리사이클 PET 수입 허가를 취소할 계획으로 보인다.

중국 리사이클 PET, 수입 감소

중국 정부는 지난 4월 중순에 환경, 안전 및 국민 복지를 보장하기 위하여 고형 폐기물 수입량을 감축하기로 발표하였다. 이 법안은 향후 재활용 폴리에스터 섬유 산업에 의미 있는 환경 변화를 가져다 줄 전망이다. 현재 중국의 재활용 PET 수입은 전체 재활용량의 40%를 차지하며, 내수 재활용 Bottle flake와 동일한 비중을 나타내고 있다. 특히 재생 폴리에스터 섬유 생산을 위하여 약 87%의 리사이클 PET가 사용되기 때문에 원료 수입 금지는 다운스트림 시장에도 큰 영향을 미치고 있다.

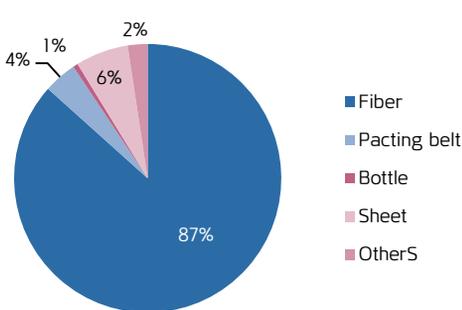
최근 10년 동안 중국의 PET 재수입은 평균 200만톤으로 시장의 40~50% 수입 의존성을 보여줬다. 수입이 완전히 금지되었을 때 PET의 재활용이 별다른 개선이 보이지 않는다면, 재활용 폴리에스터 섬유 플랜트는 원료 수급에 문제가 생겨 리사이클 PET 가격이 상승하게 될 것이다. 이에 경쟁 관계에 있는 Virgin PET 가격 및 수요도 동반 개선될 것으로 판단된다.

중국 재생 폴리에스터 원재료 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 재생 폴리에스터 사용 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

>>> Hengyi의 야심

Hengyi 그룹, 중국 최대 폴리에스터 업체 등극

최근 경매 시장에 나온 Jiangsu Minghui Chemical Fiber Science and Technology의 폴리에스터 자산은 Hengyi 그룹(恒逸集团)이 100% 소유한 Taicang Yifeng Chemical Fiber에 7.71억위안에 인수되었다. 이로써 Hengyi 그룹의 폴리에스터 생산능력은 연산 460만톤 규모로 증가하며 중국 최대가 되었다. Hengyi 그룹은 올해 들어 Minghui를 포함하여 총 3개의 섯다운되었던 폴리에스터 설비를 인수하면서 업계를 놀라게 하였다. 이번 인수/합병을 통하여 Hengyi는 폴리에스터 생산능력 확대 및 지역별 레이아웃을 재조정하였다.

한편 중국 폴리에스터 업황은 작년 4분기부터 급격히 개선되고 있다. Hengyi는 신규 플랜트 건설 시 들어가는 자본 확충, 정부 승인, 장기간 건설 기간 및 신속한 이익 향유 등을 고려하여, 신규 플랜트 건설보다 기존 유휴 폴리에스터 설비를 인수하는 전략을 취한 것으로 보인다. 또한 Hengyi는 최근 인수한 폴리에스터 유닛이 대부분 최신 기술을 장착 및 원가 효율이 좋다는 장점도 고려한 것으로 판단된다.

업스트림의 전개도 적극적으로 추진

Hengyi와 Rongsheng의 합작 회사인 Zhejiang Yisheng Petrochemical은 중국 TPA 생산능력의 1/3를 점유하고 있는 세계 최대의 TPA 업체이다. 또한 Hengyi는 브루나이에서 \$34.5억을 투자하는 정제업과 통합한 석유화학 단지를 건설 중에 있다. 2018년 말에 콤플렉스가 완공될 예정이며, 2019년 초부터 가동할 예정이다. Hengyi의 브루나이 프로젝트의 생산능력은 PX 150만톤, 벤젠 50만톤, 디젤 150만톤, 가솔린 40만톤, 항공유 100만톤, 경질 나프타 150만톤이다.

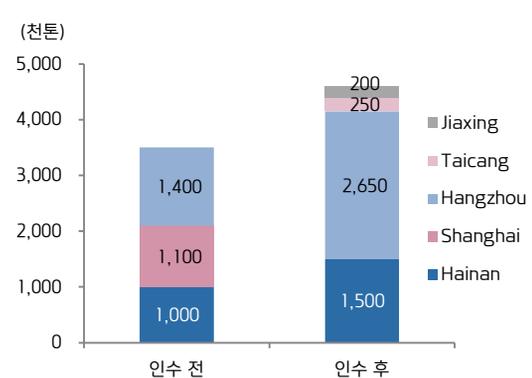
또한 Hengyi는 Caprolactam 설비를 보유하고 있으며, 향후 업스트림 통합 및 다운스트림 추가 합병 등을 통하여 생산 극대화를 추구할 전망이다. 중국의 폴리에스터뿐만 아니라 PX/정제설비에서도 대규모화 흐름 및 시점 등을 투자 판단에 고려할 필요가 있어 보인다.

Hengyi의 2017년 폴리에스터 자산 인수 현황

인수 회사	생산능력	인수 규모	인수자	인수 시기
Longteng	200kt/yr direct-spun PFY and 50kt/yr chip-spun PFY	722 mln yuan	Jiaxing Yipeng Chemical Fiber Co., Ltd.	Feb, 2017
Hongjian	250+400kt/yr direct-spun PFY and some chip-spun PFY	623 mln yuan	Hangzhou Yijing Chemical Fiber Co. Ltd.	Mar, 2017
Minghui	250kt/yr direct-spun PFY	771 mln yuan	Taicang Yifeng Chemical Fiber Co.,Ltd	Jul, 2017

자료: 업계, 키움증권 리서치

Hengyi 폴리에스터 플랜트 레이아웃



자료: 업계, 키움증권 리서치

>>> 방향족/휘발유/에틸렌의 합주

나프타란?

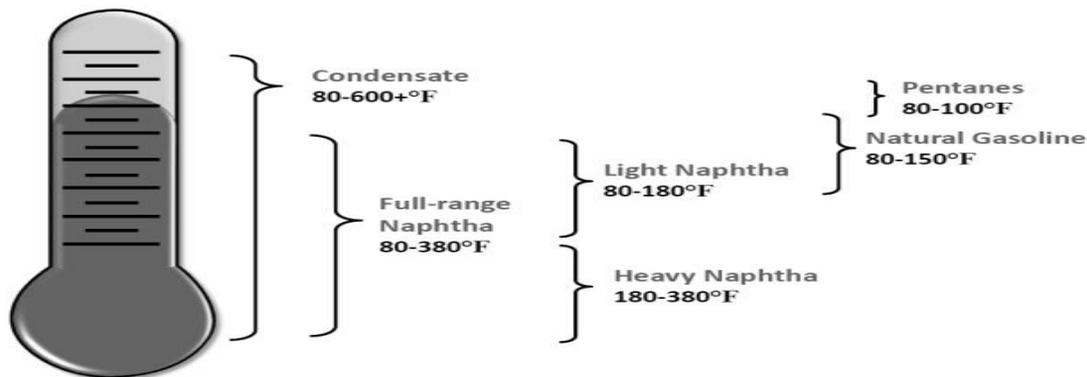
나프타는 크게 Paraffinic Naphtha(이하 경질 나프타), Napthenic Naphtha(이하 중질 나프타)로 나누어진다. 나프타 크래커의 원료로 사용되는 경질 나프타의 경우 올레핀 제품 생산이라는 비교적 명확한 용도가 있으며, 주로 올레핀 유도체 수급 및 경제성에 영향을 받는 상대적으로 투명한 시장 환경이 존재한다.

반면 중질 나프타의 경우 방향족(BTX) 생산 및 휘발유 블렌딩(Refomer Feed) 등 다양한 용도로 사용되므로 고려해야 할 변수(휘발유 재고, 대체재 방해)가 상대적으로 많다. 이로 인하여 대부분의 정제설비의 경우 마진의 변동성을 줄이고, 부산물인 석유제품을 활용하기 위하여 중질 나프타를 자가소비에 활용하는 비중이 일반적으로 크다.

휘발유 강세가 나프타 가격 동반 상승?

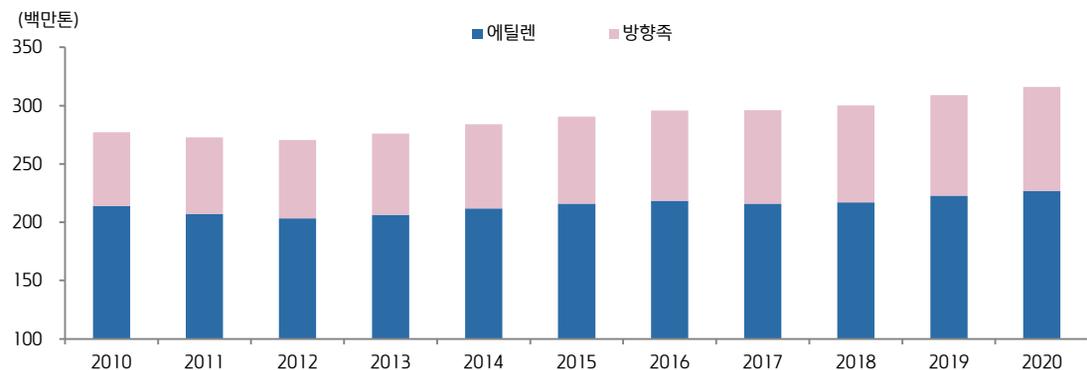
휘발유에는 직류휘발유, 접촉개질휘발유, 접촉분해휘발유 등이 있으며, 모두 끓는점 25~200도의 범위에 있다. 직류휘발유는 원유를 상압 증류하여 얻은 것이고, 접촉개질휘발유는 나프타유분을 수소기류 중에서 고온/고압하에 촉매로 개질하여 옥탄값이 높은 나프타로 한 것이며, 접촉분해휘발유는 고체촉매 존재하에서 탈아스팔트된 중질유를 분해하여 옥탄값이 높은 휘발유유분으로 한 것이다. 모두 내연기관 연료로서 자동차/항공기 등에 이용되며, 발전용/공업용 연료로도 쓰인다.

나프타 분류



자료: B&O, 키움증권 리서치

세계 나프타(화학부문) 수요 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

가솔린/나프타 크랙 추이



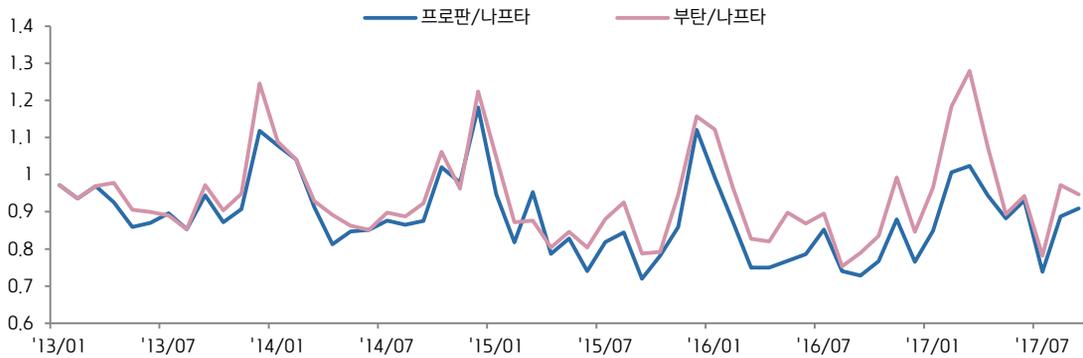
자료: Petronet, 키움증권 리서치

각 공법별 BTX 성분 비중

	Reformat	Pygas	COLO
Benzene	3~12%	25~34%	60~80%
Toluene	12~25%	15~22%	9~14%
Xylene	16~30%	5~12%	1~3%
Total	35~65%	45~65%	70~96%

자료: B&O, 키움증권 리서치

LPG/나프타 Ratio 추이



자료: Petronet, Bloomberg, 키움증권 리서치

IV. 정유 이슈

>>> 윤활기유, 통합정제마진 개선에 기여

공급 과잉에도 고부가 제품 비중 확대

윤활유 완제품의 주요 원재료인 윤활기유는 원유 정제과정 중 고도화 설비인 Hydrocracker에서 생산되는 UCO(Unconverted Oil: 미전환유)를 추가 공정(감압, 증류, 촉매 등)을 통해 생산하고 있기 때문에 기본적으로 대규모 시설 투자가 가능한 정유업체 이외에는 시장 진입이 어려운 것이 특징이다.

이러한 윤활기유 시장은 품질과 성상 등에 따라 시장을 구분할 수 있으며, 그룹별로 상이한 수요 성장을 나타내고 있다. 제품의 성능 및 사용 수명이 떨어지는 그룹I 윤활기유는 성장성이 둔화되면서 시장 규모가 축소되고 있으나, 고급기유(그룹II/그룹III) 시장은 환경 규제와 수요 성향의 변화에 힘입어 성장세를 유지하고 있는 상황이다.

국내 윤활기유 시장은 정제설비와 고도화설비를 갖추고 있는 4대 정유사가 참여 중으로 국내 시장은 공급 초과 시장이 형성되면서, 대부분의 생산 제품을 미주/유럽 및 기타 아시아 등으로 수출하고 있다.

중동, 중국, 러시아 등에서의 추가 설비 증설로 윤활기유는 향후 공급 부담 요인이 상존한다. 다만 국내 정유사의 윤활기유 제품은 고급 윤활기유에 집중되어 있는 가운데, 낮은 품질의 윤활기유 수요가 고급 윤활기유로 전환되고 있고, 주요 메이저 거래처와의 오랜 영업관계 구축과 검증된 품질 등이 수요 변동성을 제한하고 있어, 국내 정유사의 전반적인 윤활기유 영업 여건은 여전히 견조한 흐름을 이어가고 있다.

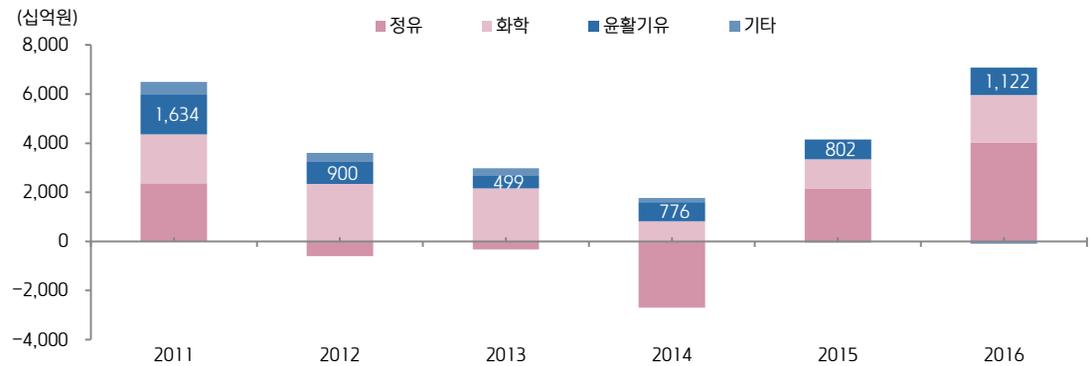
한편 국내 정유사의 경우 일관화된 생산체제를 보유하고 있고, 최근 유가 하락에 따른 원가 개선 및 환경 보전을 위한 강화된 규제 강화 및 미국/유럽 시장에서의 고품질 윤활기유에 대한 수요 성장으로 윤활기유부문에서 양호한 마진율을 지속하고 있다.

국내 정유사들은 세계 윤활기유 시장에서 시장점유율이 높은 상황이다. 국내 윤활기유 일일 생산량은 약 16만배럴로 세계 윤활기유 일일 수요(약 68만배럴)의 24%를 점유하고 있다. SK이노베이션의 자회사 SK루브리컨츠는 작년 윤활기유 사업부문에서 약 2.5조원의 매출액을 기록하였고, S-Oil도 작년 매출액이 1.3조원을 넘었다.

SK이노베이션은 현재 전 세계 윤활기유 그룹III 분야에서 시장점유율 42%를 점유하고 있는 세계 1위 업체다. 세계 50여개국에 자체 브랜드(Yubase)를 수출하고 있으며, 매출액의 약 85%가 해외에서 이루어지고 있다. 동사는 인도네시아 공장에 이어 재작년 스페인 렘솔과 합작법인인 ILBOC의 스페인 카르타헤나 윤활기유 공장을 준공하며, 원료 도입처와 판매에 따른 시차를 획기적으로 줄였다.

S-Oil은 그룹I~III 윤활기유를 모두 생산하는 업체로 하루 4.2만 배럴을 생산할 수 있는 세계 최대의 단일 공장 생산규모를 바탕으로 그룹II 윤활기유부문에서 세계 3위의 점유율을 보유하고 있다.

국내 정유사 영업이익 추이



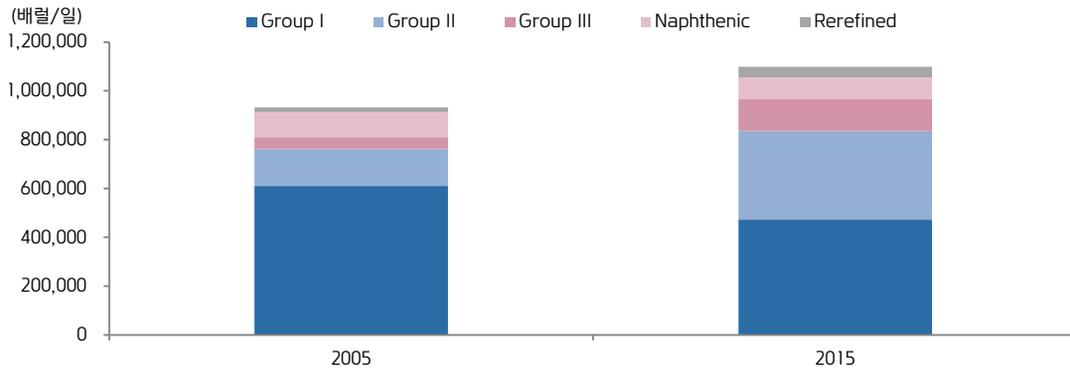
자료: 각사, 키움증권 리서치

세계 윤활기유 생산능력 현황 (단위: 배럴/일)

순위	업체	국가	위치	생산능력
1	S-Oil	Korea	Onsan	41,800
2	Motiva	USA	Tex.	40,300
3	SK Lubricants	Korea	Ulsan	40,000
4	ExxonMobil	Singapore	Jurong	31,000
5	ExxonMobil	USA	Tex.	28,500
6	Shell-Qatar Petroleum	Qatar	Ras Laffan	28,000
7	GS Caltex	Korea	Yeosu	26,000
8	Chevron	USA	Miss.	25,000
9	PetroChina	China	Karamay	24,800
10	Excel Paralubes	USA	La.	22,200

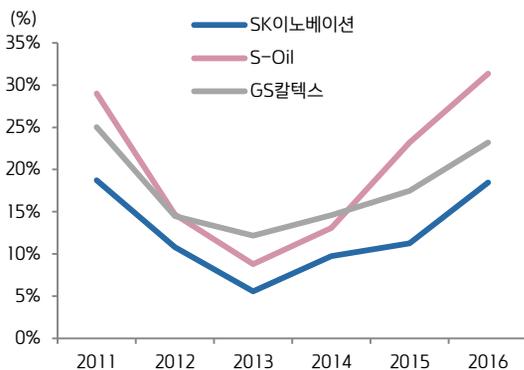
자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 윤활기유 생산능력 변화



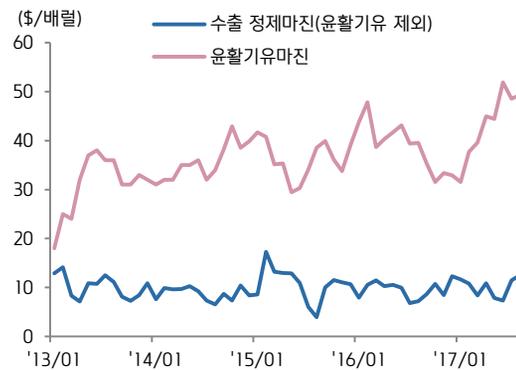
자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 정유사 윤활기유부문 영업이익률 추이



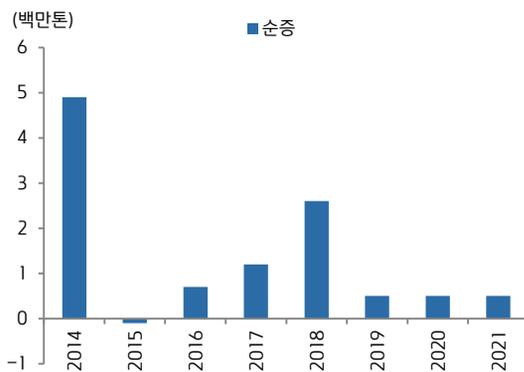
자료: 각사, 키움증권 리서치

국내 원유도입가 대비 수출 정제마진과 윤활기유 마진 추이



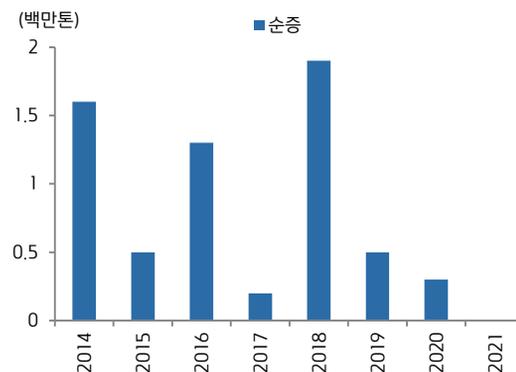
자료: Petronet, 키움증권 리서치

세계 윤활기유 생산능력 순증 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아 윤활기유 생산능력 순증 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 윤활기유 증설/확장/업그레이드 현황 (단위: 천톤)

기간	국가	업체	생산능력	그룹	비고
1Q17	Korea	S-Oil	190	2	Expansion
1Q17	Germany	Paralube	-50	2	Convert
1Q17	Germany	Paralube	50	3	Convert
2Q17	Russia	Slaveft(Yaroslavl)	100	3	New
3Q17	Saudi Arabia	Luberef	715	2	New
4Q17	Finland	Neste	200	3	Expansion
1Q18	Vietnam	VN Oil	50	2	Re-refinery
2018	China	Hengli Petrochemical	683	2/3	New
2018	China	Hainan Handi	1000	2/3	New
2018	Netherlands	Exxon Mobil	500	2	New
2018	Kazakhstan	Petrokazakhstan Oil	200	2/3	New
2018	Russia	Rosneft	200	2	Expansion
2019	Singapore	ExxonMobil	500	2	Expansion
2020	Russia	Rosneft	-200	1	Convert
2020	Russia	Rosneft	128	2	Convert
2020	Russia	Rosneft	86	3	Convert
2020	Russia	Gazprom Neft	45	1	Expansion
2020	Russia	Gazprom Neft	150	2	New
2020	Russia	Gazprom Neft	75	3	New
2020	Kazakhstan	HILL	250	2/3	New
2021	USA	Sasol	380	GTL	New
2021	Mexico	Pemex	165	2	Expansion

자료: 업계, 키움증권 리서치

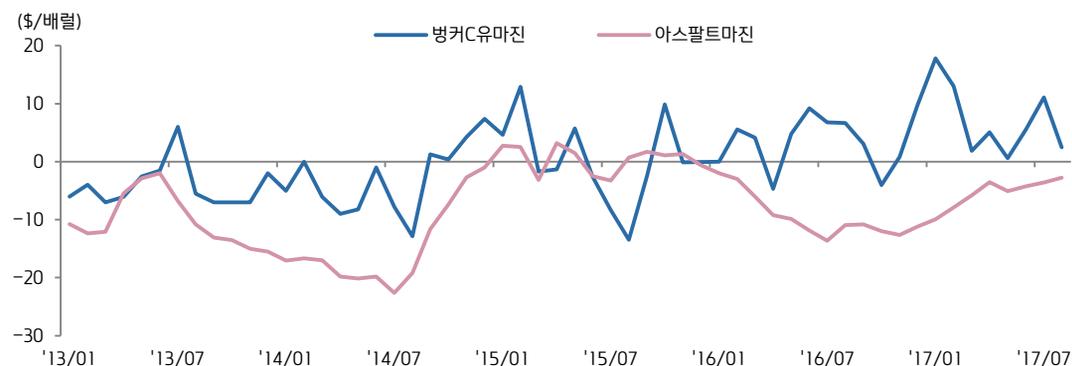
>>> Bottom의 귀환

저부가가치 제품의 수익성 증가

B-C유와 아스팔트는 2004년 이후 유가와 큰 폭의 마이너스 스프레드를 나타내며 정유설비의 경제성을 크게 훼손했던 제품이다. 하지만 2015년 이후 유가와외의 스프레드가 큰 폭으로 개선되고 있다. 이러한 중질 석유제품의 강세는 역내 고도화 설비 증가 및 중국 Teapot 가동률 증가에 따른 FO(Fuel Oil) 수급 개선, 중동 전력 부족에 따른 중유 발전량 증가 등의 구조적 요인 때문으로 판단된다.

또한 아스팔트의 경우 CDU 및 VDU 잔사유를 통해 생산되는 제품이나, 세계 정유설비의 고도화 설비 투자 확대 등으로 향후 공급 증가 요인은 낮을 것으로 판단된다. 국내 정유사의 경우 1993년에 처음 중국에 아스팔트를 수출한 후 품질, 거리적 이점을 바탕으로 수출이 급속히 증가하고 있다. 중국/동남아시아의 인프라 수요가 지속되는 한 아스팔트의 호황 기조는 중기적으로 지속 가능할 전망이다.

병커C유/아스팔트 마진 추이



자료: Petronet, 기름증권 리서치

국내 주요 정유사 고도화 비율 현황 (단위: 천배럴/일, 개)

	SK 에너지	SK 인천석유화학	GS 칼텍스	S-Oil	현대오일뱅크
상업증류시설	840	275	785	580	390
콘덴세이트 스플리터		100		89	140
중질유분해시설	199		274	148	153
고도화 비율	24%		35%	22%	29%
주유소개수	3,789		2,585	2,047	2,242

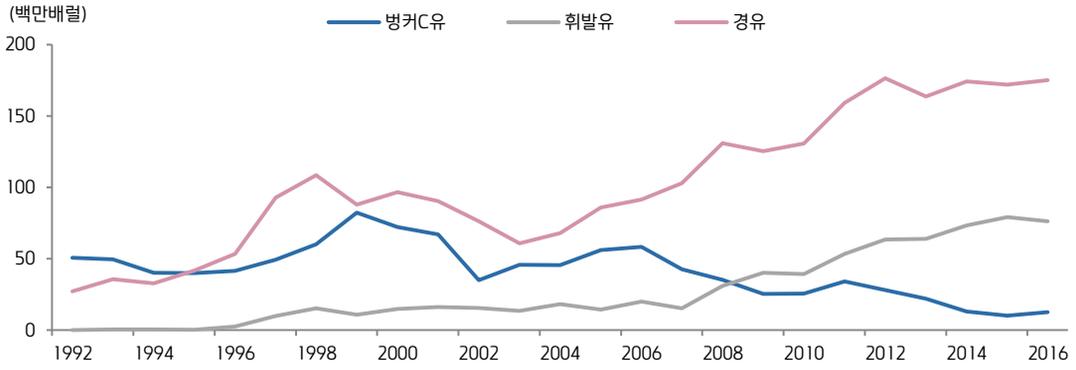
자료: 각사, 기름증권 리서치

싱가폴 석유제품 수출 현황

Volume % Yield	HS	HS	HC/FCC + VB	HC/FCC + VB
	Dubai	Tapis	Dubai	Tapis
LPG	2.52%	1.77%	4.10%	4.14%
Gasoline	10.05%	17.02%	19.52%	26.04%
Naphtha	6.50%	6.08%	6.50%	6.08%
Kerosene	12.41%	20.99%	13.46%	23.42%
Diesel	22.98%	28.93%	37.44%	36.79%
HSFO	42.26%	0.00%	15.63%	0.00%
LSFO	0.00%	21.22%	0.00%	0.37%

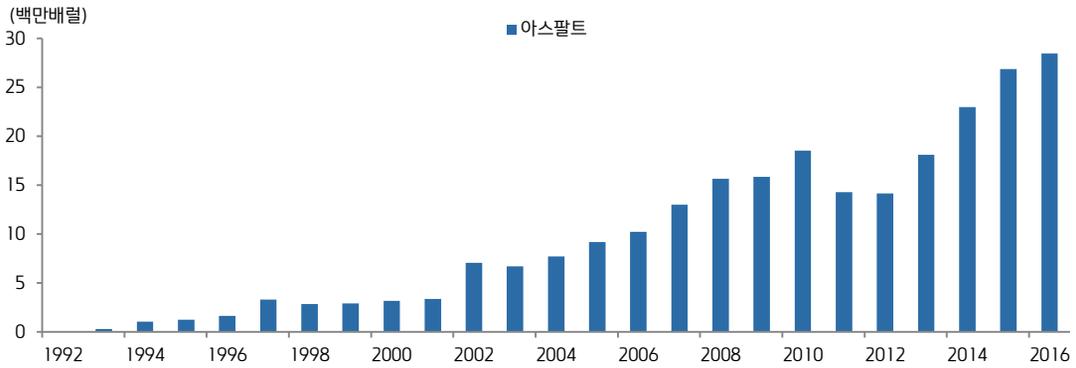
자료: IEA, 기름증권 리서치

국내 휘발유/경유/병커C유 수출 추이



자료: Petronet, 키움증권 리서치

국내 아스팔트 수출 추이



자료: Petronet, 키움증권 리서치

>>> 정유주 컨셉의 화학주

콘덴세이트 스플리터 신증설 확대

콘덴세이트는 천연가스에서 나오는 휘발성 액체탄화수소로 정제를 거치면 원유보다 저렴한 가격으로 나프타를 생산할 수 있고, PX/MX 등 방향족 제품 등도 생산할 수 있다.

이에 국내 정유 및 화학 업체는 급격히 중국의 수요가 늘고 있는 PX 등 석유화학제품을 고려하여 콘덴세이트 스플리터 설비를 확대하거나, 추가 확대할 계획을 가지고 있다. 한화토탈과 SK인천석유화학의 경우 2014년 각각 15만톤/일, 10만톤/일 규모의 신규 스플리터를 건설하였고, 현대오일뱅크와 롯데케미칼의 합작 법인인 현대케미칼도 대산에 13만배럴/일을 정제할 수 있는 신규 스플리터를 작년 하반기에 완공하였다.

특히 한화토탈(한화케미칼 지분법에 계상)은 2014년 이전에는 다른 NCC 업체처럼 나프타를 구입해 제품을 생산했다. 하지만 콘덴세이트 스플리터 건설 후 콘덴세이트를 구매/분해하여 직접 나프타를 생산하는 등 정유와 화학 사업 통합 효과를 누리고 있으며, 콘덴세이트 스플리터를 통하여 기존 올레핀에 집중된 사업 포트폴리오에 방향족 제품군과 석유 제품군(에너지)이 의미 있게 추가되었다.

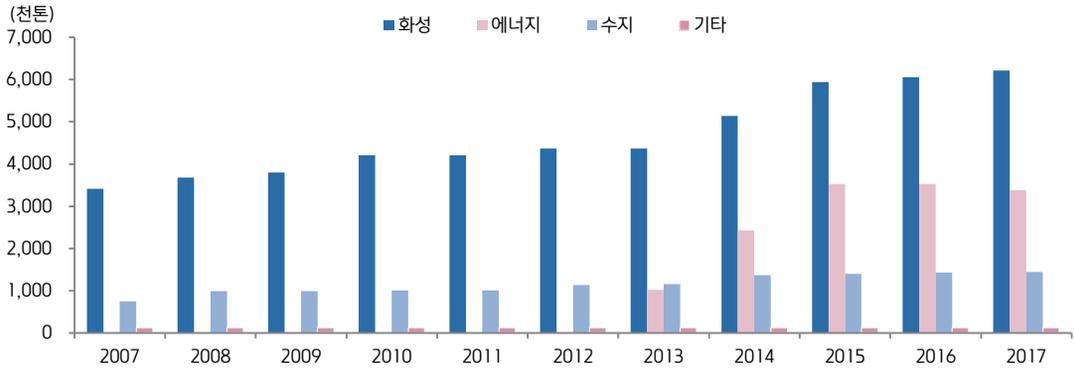
한편 롯데케미칼의 콘덴세이트 스플리터는 작년 하반기 완공되었다. 이를 통하여 기존 PX 공장의 MX 자급률 확대 등이 기대된다. 한편 현재 MX를 구입해 생산한 PX의 Cash Cost가 콘덴세이트 통합 PX 대비 톤당 약 \$300~400 수준의 열위에 있어, 거기에 따른 추가적 원가 절감 효과도 예상된다. 또한 대산 크래커의 연간 나프타 구매량의 약 1/3 정도를 이번 콘덴세이트 스플리터 건설을 통해 자체 조달 가능해졌다.

아시아/중동 콘덴세이트 스플리터 생산능력 (단위: 천톤)

구분	생산능력(천배럴/일)	비고
기존		
아시아	827	
중동	892	
신규		
SK 인천석유화학	100	2014
한화토탈	145	2014
JAC	110	2014
Qatar Laffan	145	2016
현대/롯데케미칼	130	2016
Brunei Hengyi	200	2018

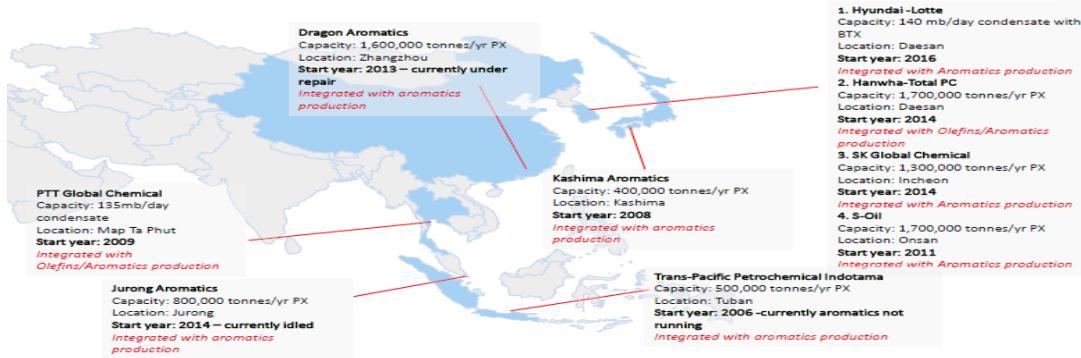
자료: 업계, 키움증권 리서치

한화토탈 생산능력 추이



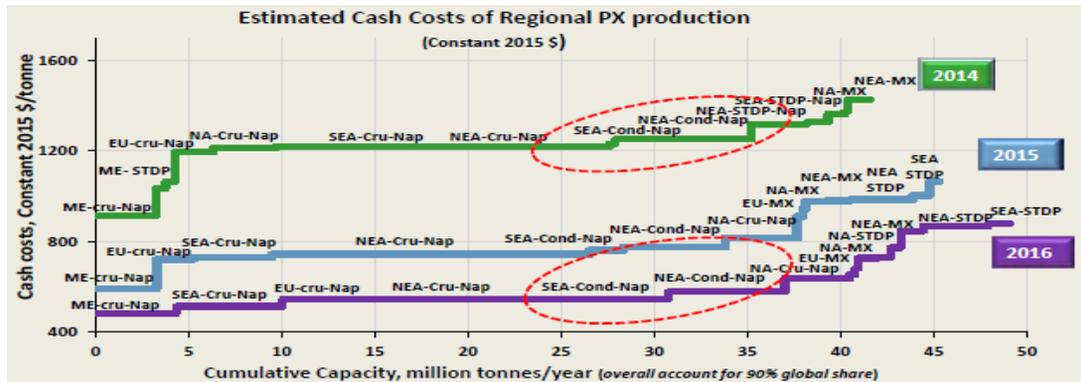
자료: 한화토탈, 키움증권 리서치

PX 통합 콘덴세이트 스플리터 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

PX Cash Cost 곡선



자료: 업계, 키움증권 리서치



기업분석

LG화학
(051910)

롯데케미칼
(011170)

금호석유
(011780)

대한유화
(006650)

효성
(004800)

코오롱인더
(120110)

SKC
(011790)

휴켄스
(069260)

롯데정밀화학
(004000)

이수화학
(005950)

코오롱플라스틱
(138490)

SK이노베이션
(096770)

S-Oil
(010950)

BUY(Maintain)/목표주가 450,000원
배터리부문, 수직계열화 구축

BUY(Maintain)/목표주가 550,000원
동남아시아 시장 지배력 강화

OUTPERFORM(Maintain)/목표주가 93,000원
고무 시황 반등에 대한 고려 필요

BUY(Maintain)/목표주가 360,000원
모노머 판매 확대 전망

BUY(Maintain)/목표주가 200,000원
주요 제품, 증설 추진

BUY(Maintain)/목표주가 94,000원
필름부문, 턴어라운드 전망

BUY(Maintain)/목표주가 52,000원
국내 대표 스페셜티 케미칼 업체

BUY(Maintain)/목표주가 32,000원
배당 vs 성장

BUY(Maintain)/목표주가 52,000원
롯데 프리미엄

BUY(Maintain)/목표주가 24,000원
올해 EPS, 큰 폭의 성장 전망

BUY(Maintain)/목표주가 10,000원
POM 공급 타이트 지속

BUY(Maintain)/목표주가 260,000원
배터리, 신항강자

BUY(Maintain)/목표주가 155,000원
내년 대규모 Capex 완료

LG화학 (051910)



BUY(Maintain)

주가(10/13) 375,000원

목표주가 450,000원

전사 영업이익 중 대부분의 비중을 차지하는 기초소재부문은 저가 원재료 투입 및 수급 타이트 지속 효과로 견고한 마진율이 유지될 전망이다. 또한 동사는 화학 싸이클 저점에 대비해 엘라스토머, 자동차용 EP 등 고부가 제품 비중을 확대하고 있다.

Stock Data

KOSPI (10/13)	2,473.62pt		
시가총액	283,674억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	407,500원	219,500원	
최고/최저가대비 등락율	-7.98%	70.84%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-8.0%	-12.2%
	6M	36.9%	18.9%
	1Y	62.7%	32.6%

Company Data

발행주식수	78,281천주
일평균 거래량(3M)	289천주
외국인 지분율	40.64%
배당수익률(17.E)	1.32%
BPS (17.E)	201,035원
주요 주주	LG 외 4인 33.38%
	국민연금공단 8.19%

Price Trend



배터리부문, 수직계열화 구축

>>> PVC, 세계 6위권 생산능력 보유

LG화학의 에틸렌 체인 중 PE를 제외하면 에틸렌 투입 비중이 가장 큰 것이 PVC(약 30%)이다. PVC는 인도 수요 증가, 유가 하락 및 환경 문제에 따른 중국 카바이드 공법 가동률 축소 등으로 최근 스프레드가 개선 추세를 보이고 있다. 또한 중기적으로도 PVC는 올해 이후 대규모 신증설이 제한되고, 일부 중국 카바이드 PVC 설비의 구조조정 효과로 2020년까지 업황이 점진적으로 개선될 전망이다.

참고로 작년 세계 PVC 순증 물량은 100만톤 미만이었으며, 올해는 유럽 지역 설비 폐쇄로 오히려 공급이 감소할 전망이다. 동사는 국내 및 중국 등에 생산 거점을 보유하고 있으며, 생산능력은 약 130만톤으로 세계 6위권 PVC 업체이다.

>>> 국내 최대 PE 생산자 지위 보유

에틸렌 수급 타이트로 인한 PE 스프레드 개선은 동사 실적에도 충분히 호재로 작용하고 있다. 1) 동사의 PE 생산능력은 연산 108만톤으로 국내 생산거점 기준으로는 국내에서 가장 크고, 2) 동사는 메탈로센 엘라스토머/High VAM EVA 등 고부가/차별화 PE 제품 생산능력 비중이 경쟁사 대비 크며, 3) 나프타 통합 PE 설비 보유로 중국 CTO/MTO 등에 비해 원가 우위를 지속하고 있기 때문이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	202,066	206,593	248,392	244,008	246,636
보고영업이익(억원)	18,236	19,919	29,821	34,012	35,473
핵심영업이익(억원)	18,236	19,919	29,821	34,012	35,473
EBITDA(억원)	30,797	33,286	41,641	47,226	49,144
세전이익(억원)	15,496	16,598	27,846	32,430	34,109
순이익(억원)	11,485	12,810	21,967	25,295	26,605
지배주주지분순이익(억원)	11,530	12,811	21,431	24,728	26,008
EPS(원)	15,602	17,336	27,381	31,589	33,224
증감율(%YoY)	32.8	11.1	57.9	15.4	5.2
PER(배)	21.1	15.1	13.8	12.0	11.4
PBR(배)	1.9	1.4	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	7.6	5.8	7.2	6.0	5.4
보고영업이익률(%)	9.0	9.6	12.0	13.9	14.4
핵심영업이익률(%)	9.0	9.6	12.0	13.9	14.4
ROE(%)	9.1	9.4	14.7	14.9	13.9
순부채비율(%)	-0.4	4.7	4.8	-6.1	-14.8

LG화학, 팜한농 인수로 농화학 진출

동사는 그 동안 추진했던 사업 포트폴리오 다각화 전략에 부합되게, 작년 4월 국내 최대 농화학 업체인 팜한농을 4,245억원에 인수하고 3,000억원 규모의 유상증자를 하면서 7,000억원이 넘는 금액을 팜한농에 투입하였다. 그 경제적 효과는 아래와 같다.

1) 농약과 비료 사업 진출로 석유화학 사업군에 정밀화학과 무기화학 사업군이 추가로 결합되며 기존 유기화학에 집중된 제품 포트폴리오가 다각화되었다. 특히 농약은 국내 시장점유율 1위를 바탕으로 안정적인 실적이 유지되는 가운데, 원제를 생산하는 LG화학 생명과학사업본부와의 협업을 통해 사업 시너지가 발생될 가능성이 크며, 기존 클로르알카리, 리튬 화합물, 필터, 유리, CNT 등 기존 무기화학 사업군에 비료 사업이 추가되었다.

2) 팜한농은 과거 동부전자를 합병하면서 내부적 지원 확대 등으로 안정적인 Cash Flow를 창출하는 농화학 사업에 대한 투자는 일부 소규모 경상투자로 제한되었었다. 하지만 안정적인 재무구조를 보유한 동사에 인수된 후, 상대적으로 작은 Capex를 투자하더라도 기존의 국내 농화학 경쟁사를 압도할 가능성이 크다.

3) 동사의 국내 생산 설비의 경우 대부분 크래커가 집중된 충청/전라권에 집중되었는데, 팜한농 인수를 통하여 일부 가소제(울산), 김천(SAP)에 이어 경상권 지역(구미, 울산)에 생산 거점이 생기게 되는 등 국내 생산 거점 포트폴리오가 다각화되었다. 특히 팜한농은 울산에 유희부지 등을 보유하고 있어, 동사의 경상권 지역 사업 확대 및 물류 시너지 등에서 큰 장점으로 작용할 전망이다.

ABS 수급 개선의 대표 수혜주

ABS는 수급 측면에서 2015년부터 턴어라운드가 진행 중에 있다. 세계 수요가 2018년까지 연평균 30~40만톤씩 증가가 예상되는 가운데, 증설은 2018년까지 제한적이기 때문이다. 과거 중국 업체의 공격적 증설로 2014년 67%까지 떨어진 세계 ABS 가동률은 2015년 71%, 2016년 72%까지 상승하였다. 동사의 ABS 생산능력은 165만톤으로 대만 Chi Mei에 이어 세계 2위이나, 원재료 통합 이점을 통해 실제 판매는 1위를 기록하고 있는 등 세계 ABS 수급 개선의 대표 수혜주이다.

내년까지 크래커 정기보수 제한

동사는 2014년 여수 크래커, 2015년 대산 크래커 정기보수를 완료하여 향후 2~3년간 정기보수로 인한 물량 훼손이 제한될 전망이다. 또한 여수/대산 크래커 정기보수 시 디보틀넥킹을 동시에 추진하였으며, 크래커의 일부 개조를 통해 LPG 수용 능력을 확대하였다. 참고로 동사는 지속적인 증설로 단일 크래커(에탄/나프타) 기준으로 세계 18~20위권 생산능력을 보유하는 등 규모의 경제 및 유틸리티 비용 절감을 지속적으로 실현 중에 있다.

아크릴/SAP 체인, 원재료 통합 효과 존재

경쟁 업체 공급 경쟁으로 현재 동사의 아크릴/SAP부문은 과거와 같은 차별화된 마진율은 기록하고 있지 못하나, 동사는 나프타로부터 이어지는 수직계열화 구축, 독자적 제조공정/촉매 사용, 지속적 증설로 인한 단위당 원가 하락으로 타 경쟁사 대비 경쟁력 우위를 이어가고 있다. 동사는 공격적 증설을 통하여 SAP(고흡수성수지)의 매출액을 5천억원 수준에서 2018년까지 1조원 수준으로 확대할 계획이다. 한편 대부분의 경쟁사 SAP 공장은 연간 라인 생산성이 4~6만톤에 불과하지만, 동사는 자체 기술을 바탕으로 라인당 8만톤의 생산성을 기록하고 있다.

타 화학 업체 대비 프리미엄이 정당한가?

동사는 국내 경쟁사 대비 에틸렌/프로필렌/부타디엔 등 올레핀 유도체의 다각화 매력을 보유하고 있으며, 지속적인 NCC 증설을 통하여 크래커 당 평균 생산능력도 약 108만톤으로 국내 경쟁사 대비 규모의 경제를 유지하고 있다. 또한 동사의 작년 연구개발비는 6,780억원으로 국내 NCC 업체의 총 연구개발비를 합한 것보다 2.5배 이상을 투자하고 있으며, 올해는 1조원 수준까지 확대할 계획이다. 이에 지속적인 연구개발비 투자로 선도제품 개발 및 제품 구조 고도화 확대가 예상된다. 한편 동사의 여수 공장은 세계 NCC 공장 최초로 3,000대kcal 에너지 원단위를 달성했다. 참고로 세계 평균은 7,500kcal(에틸렌 1톤 생산) 수준에 불과하는 등 타 경쟁 화학 업체 대비 프리미엄 부여가 정당한 것으로 보인다.

동사는 범용 제품의 경쟁 심화 등을 고려해 2018년까지 대산 공장에 약 4,000억원을 투자하여 20만톤 규모의 엘라스토머 공장을 증설할 계획이다. 이에 따라 현재 연산 9만톤의 생산능력은 2018년에 3배 이상 증가하며, 다우케미칼/엑슨모빌에 이어 세계 3위권 엘라스토머 업체에 등극할 전망이다. 엘라스토머는 고무와 플라스틱 성질을 모두 보유한 폴리에틸렌계 탄성중합체로 자동차용 범퍼나 신발 바닥, 건물 차음재 등에 합성고무 대신 사용되는 고부가 합성수지이다. 동사는 원재료/축매 및 공정 기술/최종 제품까지 엘라스토머의 수직계열화를 구축하고 있다.

배터리부문, 수직계열화 구축

동사는 최근 코발트 가격 상승에도 불구하고, 원재료 가격을 제품 판가에 일부 반영하고 있으며, 작년 GS이엠의 익산 공장 양극재 관련 유/무형 자산 인수(NCM 1.5천톤)를 통하여 양극재 내재화 비중을 확대하는 등 전구체-양극재-배터리로 이어지는 배터리 수직계열화를 구축하였다. 한편 동사의 중대형전지부문은 ESS 시장 성장 및 2세대 이후 전지 수주 물량 판매 증가 등으로 실적 개선세가 이어질 전망이다. 참고로 동사는 총 29개 글로벌 자동차 업체로부터 83개 프로젝트를 수주하며, 총 누적 수주 금액 36조원을 돌파하였다.

실적 전망

동사의 3분기 영업이익은 7,394억원으로 실적 호조세를 이어갈 전망이다. 화학부문의 경우 ABS/PVC 등 주력 제품 스프레드 강세 및 하비 영향으로 인한 타 석유화학 제품 가격 반등으로 호실적이 예상된다. 배터리/정보전자소재부문은 전 분기와 유사할 것으로 전망된다. 팜한농/생명과학부문은 계절적 비수기 및 일부 비용 발생으로 전 분기 대비 실적이 감소할 것으로 보인다.

Valuation

동사에 대해 투자의견 Buy는 유지하고, 목표주가는 450,000원으로 상향한다. 동사의 목표주가 산정은 영업가치와 투자자산가치를 합산한 Sum of the Parts 방식을 적용하였다. 동사의 영업가치 32조2,437억원은 12개월 Forward EBITDA에 Target EV/EBITDA 7.0배를 적용하였다. Target Multiple은 세계 석유화학 업체 평균치를 할인 없이 그대로 적용하였는데, 동사는 지속적인 증설 및 차별화된 다운스트림 보유 등으로 세계적으로도 사업 포트폴리오가 다각화된 화학 업체이기 때문이다. 또한 투자자산가치는 연결 중속기업을 제외한 투자자산의 올해 2분기 장부가치를 고려하여 계산하였다.

PVC 가격 및 스프레드 추이



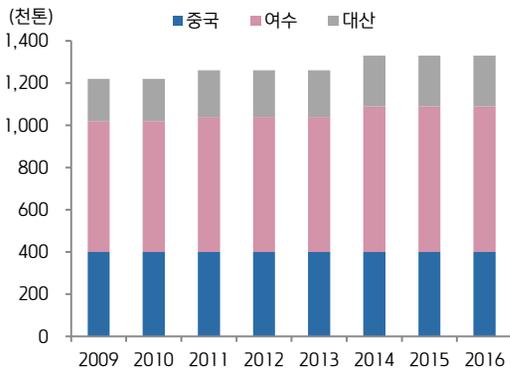
자료: Ciscem, 키움증권 리서치

중국 PVC 수요/공급 전망

Index	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Capacity ('000mt/yr)	21,840	22,630	23,380	26,010	24,470	22,710	23,620	23,150	22,450
Capacity growth rate	+25.88%	+3.62%	+3.31%	+11.25%	+5.92%	-7.19%	+4.01%	-1.99%	-3.02%
Output ('000mt)	11,319.0	12,636.6	13,219.7	15,268.5	16,205.3	16,053.2	16,614.6	16,823.5	16,952.3
Run rate	69%	72%	72%	74%	81%	78%	83%	82%	85%
Import ('000mt)	1,202.2	1,050.9	940.2	760.0	678.1	711.6	648.1	604.5	542.5
Export ('000mt)	218.3	367.6	355.8	656.2	1,105.8	774.1	1,038.8	1,085.5	1,137.8
Apparent Consumption ('000mt)	12,302.9	13,319.9	13,809.3	15,245.7	15,777.6	15,990.7	16,229.9	16,496.1	16,584.9
Gap between supply and demand ('000mt)	9,537.1	9,310.1	9,570.7	9,571.0	8,692.4	6,719.3	7,396.1	7,683.9	9,225.1

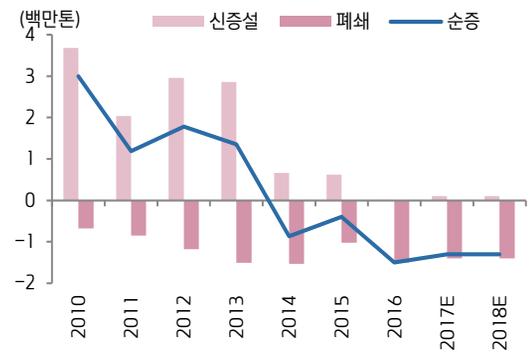
자료: 업계, 키움증권 리서치

LG화학 PVC 생산능력 추이



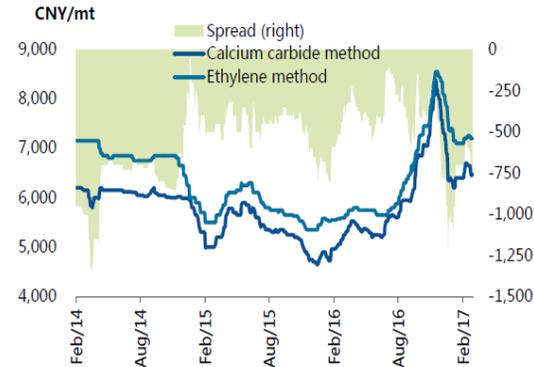
자료: LG화학, 키움증권 리서치

중국 PVC 생산능력 순증 추이



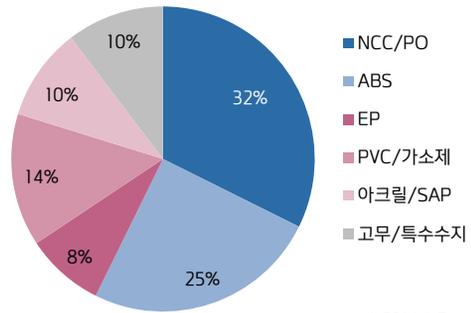
자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 에틸렌/카바이드 공법 PVC 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

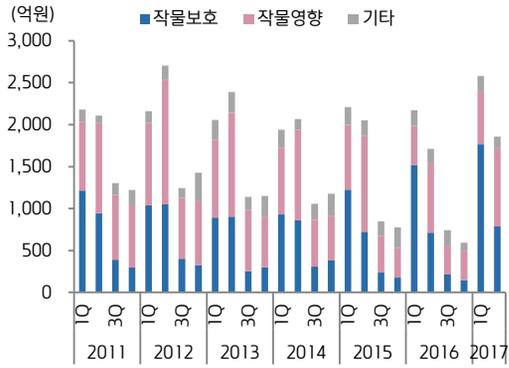
LG화학 기초소재부문 Sales Breakdown



* 2016년 기준

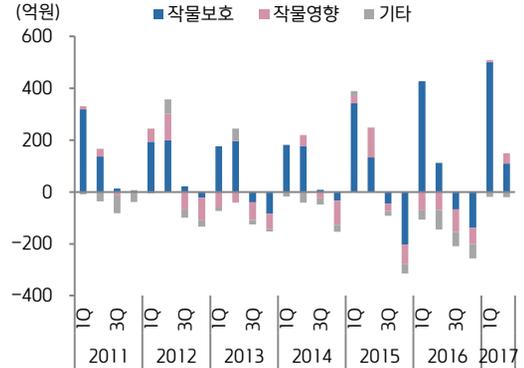
자료: LG화학, 키움증권 리서치

팜한농 매출액 추이



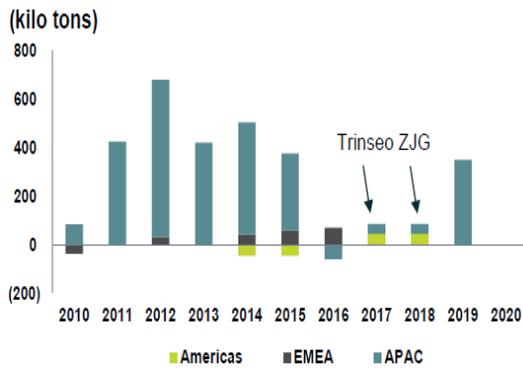
자료: 팜한농, 키움증권 리서치

팜한농 영업이익 추이



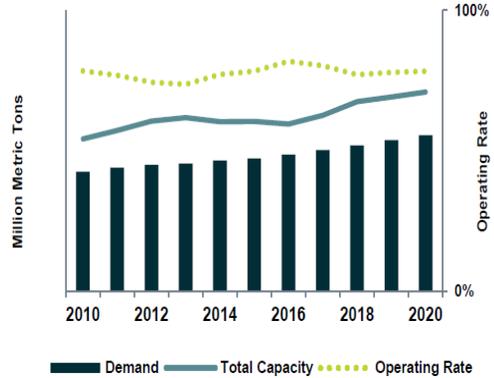
자료: 팜한농, 키움증권 리서치

세계 ABS 생산능력 순증 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 PC 수요/공급/가동률 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

LG화학 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E
매출액	4,874	5,219	5,054	5,512	6,487	6,382	6,050	5,921	20,207	20,659	24,839
기초소재	3,512	3,653	3,525	3,758	4,495	4,319	4,094	4,022	14,633	14,447	16,930
정보전자소재	627	650	641	739	855	883	674	677	2,764	2,656	3,360
전자	814	809	879	1,059	999	1,120	1,043	1,023	3,150	3,562	4,184
생명과학					129	135	135	135			535
팜한농		189	87	50	254	186	93	54		326	586
영업이익	458	612	460	462	797	727	739	719	1,824	1,992	2,982
%	9.4%	11.7%	9.1%	8.4%	12.3%	11.4%	12.2%	12.1%	9.0%	9.6%	12.0%
기초소재	466	649	517	506	734	686	710	697	1,677	2,139	2,826
정보전자소재	-8	-15	-16	-16	29	23	22	19	146	-55	93
전자	-0	-31	-14	-4	-10	8	9	15	1	-49	22
생명과학					21	19	13	18			71
팜한농		-2	-19	-31	50	14	-15	-30		-52	19

자료: LG화학, 키움증권 리서치

국내 폴리머 업체 시장점유율 현황(단위: 천톤,%)

구분	LDPE	LLDPE	HDPE	PP	PS	EPS	ABS	PVC	SBR	SSBR	BR	SBLatex	NBR	PC
롯데케미칼	9%	20%	26%	26%										20%
롯데첨단소재						16%	29%							47%
LG화학	31%	6%	23%	9%	14%	17%	44%	61%	23%	50%	33%		41%	33%
한화토탈	28%	9%	7%	17%										
한화케미칼	32%	25%						39%						
대림산업		11%	12%											
SSNC		16%												
SK 종합화학		13%	9%	9%										
대한유화			22%	11%										
GS칼텍스				4%										
폴리미래				16%										
효성				8%										
금호석유					31%	16%	13%		77%	50%	67%	65%	59%	
한국이네오스스티몰루션					36%		14%							
현대이피					19%	12%								
한국바스프						17%								
SH에너지화학						23%								
한국트린지오												35%		
합계	1,412	1,426	2,385	4,257	736	515	1,936	1,532	626	120	591	123	135	510

자료: 각사, 키움증권 리서치

LG화학 Valuation (단위: 억원, 배, 천주)

사업부	EBITDA	Multiple	비고
화학 등	46,062	7.0	322,437
영업가치 합(A)			322,437
투자자산가치(B)			2,534
순차입금(C)			-7052
우선주(D)			18,913
시가총액(E=A+B+C-D)			313,110
주식수(F)			68,940
적정주가(E/F)			454,179
목표주가			450,000
현재주가			375,000
상승여력			20%

자료: LG화학, 키움증권 리서치

LG화학 중대형전지 단순모델

	2013E	2014E	2015E	2016E	2017F	2018F	2019F	2020F
환율	1,095	1,050	1,100	1,170	1,150	1,150	1,150	1,150
생산능력(시차조정)	2	2	4	8	10	19	26	35
생산능력(연말)	2	4	6	10	15	22	30	40
가동률	45%	50%	43%	40%	60%	60%	60%	60%
생산량(GWh)	1	1	2	3	6	11	16	21
단가(\$/Kwh)	400	381	363	330	227	211	197	184
%	-5%	-5%	-5%	-9%	-31%	-7%	-7%	-7%
매출액(십억원)	473	480	687	1,174	1,566	2,693	3,534	4,444
원재료비(십억원)	222	221	309	516	689	1,158	1,484	1,866
%	47%	46%	45%	44%	44%	43%	42%	42%
자산(십억원)	144	240	336	600	900	1,320	1,800	2,400
감가상각(십억원)	24	40	56	130	150	220	300	400
감가상각누계액(십억원)	48	88	144	274	424	644	944	1,344
원재료비/감가상각비 외 비용	273	277	330	469	533	870	1,107	1,337
%	58%	58%	48%	40%	34%	32%	31%	30%
R&D 비용	66	67	96	164	204	350	389	355
%	14%	14%	14%	14%	13%	13%	11%	8%
영업이익	-113	-125	-104	-106	-9	95	254	485
영업이익률	-24%	-26%	-15%	-9%	-1%	4%	7%	11%
기타비용(이자비용)	0	-4	-4	-11	-12	-17	-19	-24
세전이익	-113	-129	-108	-117	-21	78	235	461
TAX	0	0	0	0	0	-16	-47	-92
세후이익	-113	-129	-108	-117	-21	63	188	369

* 주요 가정

	2013E	2014E	2015E	2016E	2017F	2018F	2019F	2020F
자동차(천대)	87,300	87,342	89,102	90,884	92,701	94,555	96,447	98,375
YoY	4%	0%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
전기차(천대)	211	321	550	774	1,007	1,411	1,881	2,633
YoY	71%	52%	72%	41%	30%	40%	33%	40%
전기차 비중	0%	0%	1%	1%	1%	1%	2%	3%
배터리(KWh)	22	26	30	32	42	63	76	91
연간배터리(GWh)	5	8	17	25	43	89	143	240
LG 화학 생산량	1	1	2	3	6	11	16	21
LG 화학 점유율	23%	14%	10%	12%	14%	12%	11%	9%

자료: LG화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	202,066	206,593	248,392	244,008	246,636
매출원가	165,405	165,951	190,682	183,940	185,756
매출이익	36,660	40,642	57,710	60,068	60,880
판매비및일반관리비	18,425	20,723	27,889	26,056	25,406
영업이익(보고)	18,236	19,919	29,821	34,012	35,473
영업이익(핵심)	18,236	19,919	29,821	34,012	35,473
영업외손익	-2,739	-3,321	-1,975	-1,582	-1,365
이자수익	375	403	374	536	536
배당금수익	0	0	2	1	1
외환이익	4,537	5,958	7,836	7,466	7,615
이자비용	581	769	1,024	934	934
외환손실	5,487	6,972	7,671	7,154	7,078
관계기업지분손익	-1,289	-450	99	95	94
투자및기타자산처분손익	-823	-179	-425	-373	-368
금융상품평가및기타금융이익	-1	-45	3	2	2
기타	529	-1,266	-1,169	-1,220	-1,233
법인세차감이익	15,496	16,598	27,846	32,430	34,109
법인세비용	4,011	3,788	5,880	7,135	7,504
유효법인세율 (%)	25.9%	22.8%	21.1%	22.0%	22.0%
당기순이익	11,485	12,810	21,967	25,295	26,605
지배주주지분손익(억원)	11,530	12,811	21,431	24,728	26,008
EBITDA	30,797	33,286	41,641	47,226	49,144
현금순이익(Cash Earnings)	24,046	26,177	33,787	38,509	40,276
수정당기순이익	12,096	12,983	22,389	25,667	26,882
증감율(% YoY)					
매출액	-10.5	2.2	20.2	-1.8	1.1
영업이익(보고)	39.1	9.2	49.7	14.1	4.3
영업이익(핵심)	39.1	9.2	49.7	14.1	4.3
EBITDA	25.1	8.1	25.1	13.4	4.1
지배주주지분 당기순이익	32.8	11.1	67.3	15.4	5.2
EPS	32.8	11.1	57.9	15.4	5.2
수정순이익	38.5	7.3	72.4	14.6	4.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	31,721	25,167	29,369	42,762	43,200
당기순이익	15,496	16,598	21,967	25,295	26,605
감가상각비	12,152	12,824	11,324	12,760	13,256
무형자산상각비	409	543	497	454	415
외환손익	665	162	-165	-312	-537
자산처분손익	974	385	425	373	368
지분법손익	-110	38	-99	-95	-94
영업활동자산부채 증감	1,608	-3,821	-8,015	903	-445
기타	528	-1,563	3,436	3,383	3,632
투자활동 현금흐름	-16,978	-17,368	-28,760	-20,244	-20,544
투자자산의 처분	-100	28	-1,704	179	-107
유형자산의 처분	1,637	175	0	0	0
유형자산의 취득	-16,334	-13,985	-23,600	-17,000	-17,000
무형자산의 처분	-595	-736	0	0	0
기타	-1,586	-2,850	-3,456	-3,423	-3,437
재무활동 현금흐름	-7,575	-10,073	-3,183	-3,761	-3,668
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-4,517	-6,738	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-3,094	-3,465	-3,681	-3,900	-3,900
기타	37	130	497	139	231
현금및현금성자산의순증가	7,169	-2,306	-2,574	18,757	18,987
기초현금및현금성자산	9,880	17,049	14,744	12,170	30,927
기말현금및현금성자산	17,049	14,744	12,170	30,927	49,914
Gross Cash Flow	30,114	28,988	37,384	41,859	43,644
Op Free Cash Flow	10,755	10,199	10,027	31,129	23,115

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	86,556	92,269	105,381	122,493	142,466
현금및현금성자산	17,049	14,744	12,170	30,927	49,914
유동금융자산	10,012	7,540	9,065	8,906	9,001
매출채권및유동채권	35,886	40,153	48,277	47,425	47,935
재고자산	23,386	29,652	35,651	35,022	35,399
기타유동비금융자산	223	181	218	214	216
비유동자산	99,231	112,601	125,073	128,868	132,304
장기매출채권및기타비유동채권	1,139	2,154	2,590	2,544	2,572
투자자산	3,308	3,513	3,589	3,444	3,305
유형자산	88,672	96,801	109,078	113,318	117,062
무형자산	5,019	8,321	7,825	7,371	6,956
기타비유동자산	1,094	1,811	1,992	2,191	2,410
자산총계	185,787	204,871	230,454	251,361	274,770
유동부채	47,990	54,469	60,959	60,341	60,808
매입채무및기타유동채무	22,998	29,645	35,643	35,014	35,391
단기차입금	18,397	16,339	16,339	16,339	16,339
유동성장기차입금	3,111	5,787	5,787	5,787	5,787
기타유동부채	3,484	2,697	3,190	3,200	3,291
비유동부채	6,762	9,892	10,480	10,609	10,847
장기매입채무및비유동채무	295	446	536	526	532
사채및장기차입금	5,079	6,780	6,780	6,780	6,780
기타비유동부채	1,388	2,667	3,164	3,303	3,534
부채총계	54,752	64,361	71,439	70,950	71,655
자본금	3,695	3,695	3,914	3,914	3,914
주식발행초과금	8,974	8,974	8,974	8,974	8,974
이익잉여금	115,325	124,628	142,408	163,276	185,431
기타자본	1,920	2,077	2,077	2,077	2,077
지배주주지분자본총계	129,915	139,374	157,373	178,241	200,396
비지배주주지분자본총계	1,121	1,136	1,642	2,170	2,720
자본총계	131,035	140,510	159,015	180,411	203,116
순차입금	-474	6,623	7,671	-10,926	-30,009
총차입금	26,587	28,906	28,906	28,906	28,906

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	15,602	17,336	27,381	31,589	33,224
BPS	175,798	188,597	201,035	227,694	255,995
주당EBITDA	41,673	45,042	53,203	60,329	62,779
CFPS	32,539	35,422	43,168	49,194	51,450
DPS	4,500	5,000	5,000	5,000	5,000
주가배수(배)					
PER	21.1	15.1	13.8	12.0	11.4
PBR	1.9	1.4	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	7.6	5.8	7.2	6.0	5.4
PCFR	10.1	7.4	8.8	7.7	7.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.0	9.6	12.0	13.9	14.4
영업이익률(핵심)	9.0	9.6	12.0	13.9	14.4
EBITDA margin	15.2	16.1	16.8	19.4	19.9
순이익률	5.7	6.2	8.8	10.4	10.8
자기자본이익률(ROE)	9.1	9.4	14.7	14.9	13.9
투자자본이익률(ROIC)	10.6	11.5	19.6	20.8	16.1
안정성(%)					
부채비율	41.8	45.8	44.9	39.3	35.3
순차입금비율	-0.4	4.7	4.8	-6.1	-14.8
이자보상배율(배)	31.4	25.9	29.1	36.4	38.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	5.4	5.6	5.1	5.2
재고자산회전율	8.0	7.8	7.6	6.9	7.0
매입채무회전율	8.5	7.8	7.6	6.9	7.0

롯데케미칼 (011170)



BUY(Maintain)

주가(10/13) 395,000원

목표주가 550,000원

동사는 사이클 호조에 따른 수혜를 영리하게 이용하고 있다. 미국/우즈베키스탄 에탄 크래커 건설을 진행해 원료 다변화를 추진하고 있으며, 자회사 타이탄 성장을 통하여 인도네시아/말레이시아 등 성장성이 큰 동남아시아 투자를 확대할 계획이다.

Stock Data

KOSPI (10/13)	2,473.62pt		
시가총액	135,388억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	416,500원	288,500원	
최고/최저가대비	등락		
율	-5.16%	36.92%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-4.6%	-9.0%
	6M	14.0%	-1.0%
	1Y	33.2%	8.5%

Company Data

발행주식수	34,275천주
일평균 거래량(3M)	125천주
외국인 지분율	30.86%
배당수익률(17.E)	1.01%
BPS(17.E)	335,188원
주요 주주	롯데물산 외 3인 53.51%
	국민연금공단 10.00%

Price Trend



동남아시아 시장 지배력 강화

>>> 성장성이 큰 동남아시아 시장 지배력 강화

롯데케미칼은 종속회사인 롯데케미칼 타이탄을 상장하였다. 성장을 통하여 확보된 자금을 통하여 향후 인도네시아 NCC 신설, 말레이시아 PP를 증설하여 수요 성장에 큰 동남아시아 시장에 대응할 계획이다.

또한 동사는 현재 말레이시아 NCC를 리밸류하고 있다. K-COT 기술을 활용하여 프로필렌 수율이 높을 것으로 보인다. 리밸류 완료 후 말레이시아 NCC의 에틸렌 생산 능력은 기존 대비 13.3% 증가한 79.3만톤, 프로필렌 생산 능력은 33.5% 증가한 50.6만톤, BTX 생산 능력은 86.5% 증가할 전망이다. 한편 증설된 에틸렌/프로필렌 등 노모머는 기존에 가동을 못하던 OCU, 내년 하순에 증설되는 PP 플랜트 및 인도네시아 PE 설비 등에 투입될 전망이다.

계획 대비 공모 규모의 감소로 인도네시아 NCC 신설에 대한 자체 투입 자금이 증가할 전망이지만, 싱가포르 JAC 인수 무산 및 기존 양호한 재무구조를 바탕으로 그 영향은 크지 않을 전망이다. 한편 동사는 올해 하반기까지 부지매입/FS를 완료한 후 2019년부터 인도네시아 NCC 착공을 시작하여 2022~2023년 사이에 완공을 목표로 하고 있는 것으로 보인다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	117,133	132,235	161,084	174,062	188,280
보고영업이익(억원)	16,111	25,443	29,627	31,131	34,017
핵심영업이익(억원)	16,111	25,443	29,627	31,131	34,017
EBITDA(억원)	20,988	31,734	35,362	37,789	41,506
세전이익(억원)	14,214	24,874	31,482	32,876	35,789
순이익(억원)	9,907	18,372	23,572	24,693	26,881
지배주주지분순이익(억원)	9,925	18,358	22,598	22,718	24,731
EPS(원)	28,957	53,561	65,931	66,279	72,153
증감율(%YoY)	575.8	85.0	23.1	0.5	8.9
PER(배)	8.4	6.9	6.0	6.0	5.5
PBR(배)	1.1	1.4	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA(배)	3.8	4.5	4.2	3.9	3.2
보고영업이익률(%)	13.8	19.2	18.4	17.9	18.1
핵심영업이익률(%)	13.8	19.2	18.4	17.9	18.1
ROE(%)	14.1	21.7	22.4	19.3	17.6
순부채비율(%)	5.7	16.1	7.6	-0.5	-7.6

콘덴세이트 스플리터 건설로 정유 통합 크래커 지위 보유

동사는 현대오일뱅크와 콘덴세이트 스플리터(13만 배럴/일) 및 혼합자일렌 합작 플랜트 건설을 완료하였다. 동 프로젝트는 작년 8월 완공 후 테스트 작업을 거쳐 작년 4분기에 본격 상업가동을 시작하였다. 양사는 이번 합작을 통하여 기존에 보유한 PX 공장 및 나프타 크래커의 원재료 통합 효과가 발생하고 있다.

일반적으로 혼합자일렌을 연간 100만톤 생산할 경우 원유는 50만 배럴이 필요한 반면, 콘덴세이트는 13~14만 배럴이 필요하다. 참고로 동사는 엑슨모빌과 연간 150만톤 규모의 MX 장기공급계약(20년)이 작년을 기점으로 마무리되었다.

삼성 화학부문 인수로 포트폴리오 다각화 구축

제작년 10월 동사는 삼성SDI 케미칼 사업부와 삼성정밀화학의 주식을 약 2.8조원에 인수하였다. 일부 재무적 부담에도 불구하고, 사업 시너지 등 긍정적 효과가 발생하고 있다. 아래에 이에 대한 우리의 생각을 부연한다.

동사는 이번 인수를 통하여 외형의 성장, SM/BD의 수직계열화, 정밀화학 등 제품 포트폴리오 강화 및 고객선 다변화 효과가 발생하고 있다.

1) 삼성 화학부문 인수로 동사의 연결 매출액(2014년 화학 계열 합산 기준)은 17.1조원에서 21.2조원으로 증가하며 외형 측면에서 글로벌 19위, 아시아 7위 화학 업체로 등극하였다. 또한 ABS 수급 개선, PC 대규모화 등으로 보수적으로도 연간 2천억원 이상의 영업이익이 연결 실적에 추가되었다.

2) 동사의 기존 SM(50만톤)/BD(40만톤)는 유도체를 통합하지 못하여 대부분 모노머 형태로 외부에 판매되었다. 하지만 말레이시아 BR 공장 가동, 국내 SBR 등 엘라스토머 JV 진행 및 세계적으로 규모가 되는 ABS 등 스타이렌계 설비 인수를 통하여 기존 모노머 밸류 체인의 확장 효과가 발생하고 있다. 특히 기존 삼성SDI의 케미칼부문은 글로벌 1위 기업과 협업을 통하여 시너지 효과를 창출하였으나, SM/BD와 같은 원료 생산시설이 없어 원료 가격 변동 위험에 꾸준히 노출되어 왔다. 하지만 제작년 동사의 인수로 매출액의 60~70%를 차지하는 원재료비의 경우 모노머를 내부이전가격으로 투입도 가능하여 기존 대비 절감이 되고 있는 것으로 보인다. 참고로 롯데케미칼 여수 공장과 과거 삼성SDI 여수 공장은 지리적으로 붙어 있어 유틸리티 등 타 변동비의 추가적 감축 가능성도 고려할 필요가 있다. 한편 BD는 여수에 공장이 있지만, SM은 여수에 공장이 없어 수직계열화 효과가 상대적으로 떨어져 보인다. 다만 추가적 여수 공장 신설/기존 대신 SM 생산능력 활용/타사와 SM 스왑 등을 통해 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 보인다. 동사는 현재 56~57만톤의 ABS 생산능력을 추가 증설할 계획으로 보인다.

3) 동사는 기존 우즈베키스탄/미국 에탄크래커 건설 등 공격적 원료 다변화 움직임에 비하여 다운스트림 다각화와 같은 제품 포트폴리오 개선은 상대적으로 소극적이었다. 하지만 이번 인수를 통하여 합성수지부문에서 그 동안 노출도가 큰 PE/PP 매출 비중이 큰 폭으로 감소하였다.

4) 동사는 삼성SDI의 케미칼부문 인수를 통하여 삼성전자 등 삼성 향 EP 매출 비중이 큰 폭으로 확대될 것으로 보이며, 기존 해외 28개의 생산/판매 거점 등을 통하여 삼성SDI의 침투가 제한되었던 비 삼성 향 매출이 확대되고 있다.

적극적 원료 다변화 추진

동사는 우즈베키스탄과 미국에서 에탄 크래커 건설하여 에탄 투입 에틸렌 생산 비중이 2014년 0%에서 2019년 32%까지 증가할 전망이다. 기존 원료인 나프타에 대한 의존성을 줄이고, 가스 원료 비중이 커지며 원료 다변화를 적극적으로 추진하고 있기 때문이다.

동사의 우즈베키스탄 에탄 크래커는 2016년 초부터 본격적으로 상업 가동하였는데, 동 프로젝트의 생산능력은 PE 38.7만톤, PP 8.3만톤 수준으로 폴리머 기준 매출액 규모는 크지 않다. 다만 동 프로젝트는 가스전/GSP 등을 보유한 업스트림/다운스트림을 통합한 가스 화학 프로젝트로 미국의 신규 비통합 에탄 크래커 대비 경제성 측면에서 오히려 우위를 가지고 있다. 하지만 동 프로젝트의 지분율은 24.5%로 연결 실적이 아닌 지분법손익에 계상되고 있다.

또한 동사는 Axiall과 합작으로 미국 루이지애나주에 에탄 크래커 100만톤과 MEG 공장 70만톤을 건설하고 있다. 약 3조원을 투입하여 2018년 말 기계적 준공 완료 후 2019년 초부터 상업화를 계획하고 있다. 동 프로젝트는 JV 파트너(Axiall)의 부지와 인프라를 활용하여 북미 타 신규 건설 크래커 대비 투자비에서 절감 효과가 큰 것으로 보인다.

실적 전망

동사의 올해 3분기 영업이익은 8,128억원(YoY +26.4%, QoQ +28.6%)으로 올해 1분기에 이어 8,000억원대 영업이익을 재차 달성할 전망이다. 타이탄 No.1 크래커 정기보수, 여수 PP 저장 사일로 및 타이탄 소규모 화재로 인한 일회성 비용 발생에도 불구하고, 올해 3분기 영업이익은 시장 기대치를 상회하는 호실적을 기록할 것으로 보인다.

첫째, 3분기 이후 중국의 전반적인 석유화학 제품 재고 부족 현상이 발생하는 가운데, 페플라스틱 수입 금지로 폴리머 제품 가격 상승세가 기존 예상 보다 뚜렷해질 가능성이 크다. 참고로 중국의 페플라스틱 수입 금지로 메가 크래커 4~5개 분량의 Virgin 플라스틱 수요가 증가할 것으로 예상된다.

둘째, 동사의 주력 제품군 중 하나인 부타디엔은 올해 역대 순증 물량(+12만톤)이 크지 않은 가운데, 올해 7~10월 역대 100만톤 이상의 부타디엔 수출 설비가 정기보수에 들어간다. 이에 최근 부타디엔 가격이 반등하고 있다. 태국, 인도네시아 등 ITRC 회원국들은 9월/10월 방콕에서 천연고무 생산 감축 계획을 논의할 예정이다. 고무 생산량을 10~15% 감축할 계획으로 보여, 대체재인 합성고무 및 그 원재료인 부타디엔 가격은 재차 반등할 전망이다.

셋째, MEG는 올해 3분기 인도 릴라이언스 플랜트(75만톤) 가동에도 불구하고, 중국 리싸이클 PET 플랜트 규제에 따른 Virgin PET 수요 증가 등으로 추가적인 스프레드 개선이 예상된다.

넷째, 전체 매출 비중의 13%를 차지하고 있는 PTA/PET부문도 중국/파키스탄 업황 개선 및 합작사 콘덴세이트 스플리터 가동으로 실적 개선이 전망된다.

다섯째, 지난 7월 초 중국 정부는 작은 항구에서 석탄 수입을 허용하지 않기로 결정하였는데, 이에 석탄 가격이 급등하면서 역대 제품 가격이 반등하고 있다. 또한 미국 허리케인 하비/어마 영향으로 미국의 석유화학 플랜트 생산 차질이 확대되어, 역외 제품 가격 마저도 급등하였다.

롯데케미칼 에틸렌/PE/MEG 생산능력 추이 (단위: 천톤)

구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019
에틸렌	2,820	3,210	3,210	3,302	4,302	4,302
국내	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
말레이시아	720	720	720	812	812	812
우즈베키스탄(지분율 24.5%)		390	390	390	390	390
미국(지분율 90%)					1,000	1,000
가스 비중	0%	12%	12%	12%	32%	32%
PE	2,115	2,505	2,505	2,505	2,505	2,505
국내	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
말레이시아	565	565	565	565	565	565
인도네시아	450	450	450	450	450	450
우즈베키스탄(지분율 24.5%)		390	390	390	390	390
가스 비중	0%	16%	16%	16%	16%	16%
MEG	1,040	1,040	1,040	1,040	1,740	1,740
국내	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040
미국(지분율 70%)					700	700
에탄 투입 비중	0%	0%	0%	0%	40%	40%

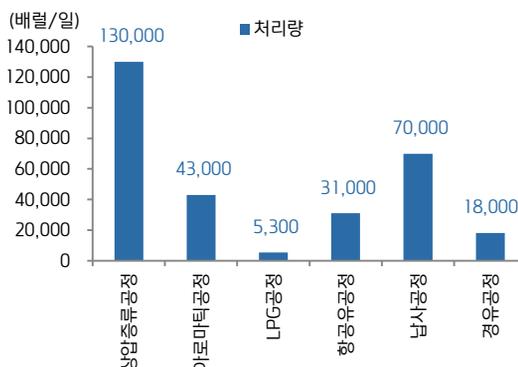
주: 지분율 미 고려, 인도네시아 NCC 투자 제외 가정
 자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

현대케미칼 생산시설 전경



자료: 현대케미칼, 키움증권 리서치

현대케미칼 공정별 시설 규모



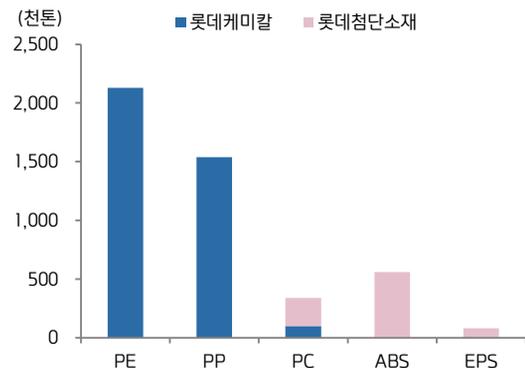
자료: 현대케미칼, 키움증권 리서치

국내 PC 스프레드 추이



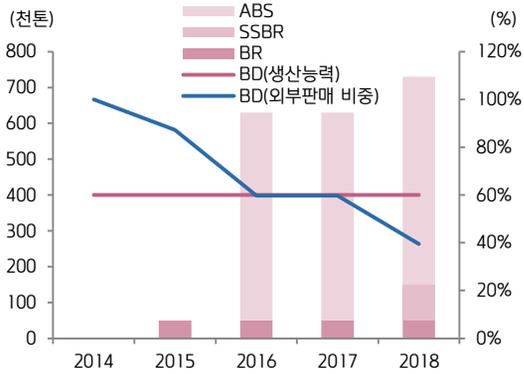
자료: KITA, 키움증권 리서치

롯데케미칼 연결 주요 폴리머 생산능력 현황



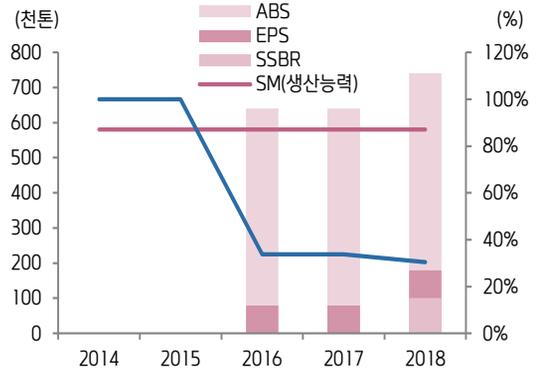
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

롯데케미칼 연결 부타디엔 밸런스 추정



자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

롯데케미칼 연결 SM 밸런스 추정



자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

롯데케미칼 타이탄 PP3 프로젝트 진행 상황



자료: 롯데케미칼 타이탄, 키움증권 리서치

롯데케미칼 타이탄 NCC 리베팅 진행 상황



자료: 롯데케미칼 타이탄, 키움증권 리서치

롯데케미칼 실적 전망 (단위: 십억원)

	2016				2017				2015	2016	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual
매출액	2,684	3,441	3,427	3,671	3,996	3,853	4,119	4,140	11,713	13,224	16,108
Olefin	1,651	1,683	1,751	1,895	2,170	1,931	1,954	1,933	7,241	6,980	7,989
Aromatics(LCPL/LCUK 포함)	465	555	478	578	724	751	832	833	2,070	2,076	3,140
LC Titan	559	580	556	590	496	457	548	621	2,395	2,285	2,122
롯데첨단소재		653	651	647	705	710	745	708		1,951	2,868
영업이익	474	694	643	734	815	632	813	703	1,611	2,544	2,963
Olefin	365	436	422	479	601	398	517	415	1,342	1,702	1,932
Aromatics(LCPL/LCUK 포함)	11	49	26	57	102	114	112	117	-64	142	445
LC Titan	90	153	126	145	69	53	97	93	328	513	312
롯데첨단소재	0	89	83	68	71	78	86	78		240	313

주: 연결 조정 제외
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	117,133	132,235	161,084	174,062	188,280
매출원가	96,463	99,568	122,748	133,532	144,096
매출총이익	20,670	32,667	38,336	40,530	44,184
판매비및일반관리비	4,559	7,225	8,709	9,399	10,167
영업이익(보고)	16,111	25,443	29,627	31,131	34,017
영업이익(핵심)	16,111	25,443	29,627	31,131	34,017
영업외손익	-1,898	-569	1,855	1,745	1,773
이자수익	385	288	374	318	343
배당금수익	6	7	8	0	0
외환이익	2,272	3,158	3,974	3,670	3,656
이자비용	699	765	1,427	2,002	2,366
외환손실	2,719	3,529	4,006	3,792	3,798
관계기업지분손익	-234	714	3,259	3,894	4,283
투자및기타자산처분손익	-223	-199	23	-44	-53
금융상품평가및기타금융이익	345	93	-233	-128	-109
기타	-1,029	-336	-117	-171	-185
법인세차감전이익	14,214	24,874	31,482	32,876	35,789
법인세비용	4,307	6,502	7,910	8,183	8,908
유효법인세율 (%)	30.3%	26.1%	25.1%	24.9%	24.9%
당기순이익	9,907	18,372	23,572	24,693	26,881
지배주주지분순이익(억원)	9,925	18,358	22,598	22,718	24,731
EBITDA	20,988	31,734	35,362	37,789	41,506
현금순이익(Cash Earnings)	14,783	24,663	29,307	31,351	34,371
수정당기순이익	9,822	18,450	23,782	24,865	27,004
증감률(% YoY)					
매출액	-21.2	12.9	21.8	8.1	8.2
영업이익(보고)	359.1	57.9	16.4	5.1	9.3
영업이익(핵심)	359.1	57.9	16.4	5.1	9.3
EBITDA	149.1	51.2	11.4	6.9	9.8
지배주주지분 당기순이익	575.8	85.0	23.1	0.5	8.9
EPS	575.8	85.0	23.1	0.5	8.9
수정순이익	661.9	87.9	28.9	4.6	8.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	25,846	26,821	22,785	26,044	28,553
당기순이익	9,907	18,372	23,572	24,693	26,881
감가상각비	4,848	5,612	5,097	6,052	6,921
무형자산상각비	28	679	639	605	569
외환손익	265	347	31	122	142
자산처분손익	290	283	-23	44	53
지분법손익	234	-714	-3,259	-3,894	-4,283
영업활동자산부채 증감	7,280	-1,572	-3,233	-1,448	-1,587
기타	2,993	3,815	-38	-130	-142
투자활동현금흐름	-12,693	-35,787	-17,327	-16,307	-16,417
투자자산의 처분	-7,459	-1,547	-1,875	-840	-921
유형자산의 처분	532	109	0	0	0
유형자산의 취득	-3,554	-15,881	-15,500	-15,500	-15,500
무형자산의 처분	-84	-69	-80	0	0
기타	-2,129	-18,399	127	34	4
재무활동현금흐름	-3,270	11,331	10,709	10,111	10,206
당기차입금의 증가	-1,384	6,747	0	0	0
장기차입금의 증가	-847	6,211	10,850	10,850	10,850
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-337	-842	-1,348	-1,348	-1,348
기타	-701	-785	1,207	608	703
현금및현금성자산의순증가	9,929	2,607	16,167	19,848	22,341
기초현금및현금성자산	9,493	19,422	22,029	38,197	58,045
기말현금및현금성자산	19,422	22,029	38,197	58,045	80,386
Gross Cash Flow	18,565	28,393	26,018	27,493	30,140
Op Free Cash Flow	19,749	7,561	16,549	20,840	16,187

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	54,055	58,517	82,644	106,073	132,338
현금및현금성자산	19,422	22,029	38,197	58,045	80,386
유동금융자산	9,042	4,664	5,682	6,139	6,641
매출채권및유동채권	10,349	15,683	19,105	20,644	22,330
재고자산	11,627	14,772	17,994	19,444	21,032
기타유동비금융자산	3,614	1,368	1,667	1,801	1,948
비유동자산	60,623	100,152	114,015	127,064	139,721
장기매출채권및기타비유동채권	0	0	0	0	0
투자자산	20,004	26,313	30,443	34,733	39,442
유형자산	39,649	55,467	65,870	75,318	83,897
무형자산	376	17,924	17,365	16,760	16,191
기타비유동자산	594	448	337	254	191
자산총계	114,678	158,668	196,659	233,138	272,059
유동부채	21,461	34,488	38,170	39,833	41,654
매입채무및기타유동채무	10,483	13,095	15,952	17,237	18,645
단기차입금	4,448	14,147	14,147	14,147	14,147
유동성장기차입금	4,666	3,312	3,312	3,312	3,312
기타유동부채	1,865	3,934	4,760	5,137	5,550
비유동부채	17,661	30,172	42,257	53,727	65,294
장기매입채무및비유동채무	126	126	154	166	180
사채및장기차입금	15,008	24,396	35,246	46,096	56,946
기타비유동부채	2,528	5,650	6,857	7,465	8,169
부채총계	39,122	64,660	80,427	93,560	106,948
자본금	1,714	1,714	1,714	1,714	1,714
주식발행초과금	229	229	229	229	229
이익잉여금	67,393	84,870	106,126	127,511	150,926
기타자본	5,911	6,818	6,818	6,818	6,818
지배주주지분자본총계	75,248	93,631	114,887	136,273	159,687
비지배주주지분자본총계	308	377	1,345	3,305	5,424
자본총계	75,556	94,008	116,232	139,578	165,111
순차입금	-4,343	15,161	8,826	-630	-12,623
총차입금	24,121	41,854	52,704	63,554	74,404

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	28,957	53,561	65,931	66,279	72,153
BPS	219,538	273,173	335,188	397,581	465,895
주당EBITDA	61,233	92,585	103,170	110,250	121,097
CFPS	43,131	71,956	85,504	91,467	100,278
DPS	2,500	4,000	4,000	4,000	4,000
추가배수(배)					
PER	8.4	6.9	6.0	6.0	5.5
PBR	1.1	1.4	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	3.8	4.5	4.2	3.9	3.2
PCFR	5.6	5.1	4.6	4.3	3.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	13.8	19.2	18.4	17.9	18.1
영업이익률(핵심)	13.8	19.2	18.4	17.9	18.1
EBITDA margin	17.9	24.0	22.0	21.7	22.0
순이익률	8.5	13.9	14.6	14.2	14.3
자기자본이익률(ROE)	14.1	21.7	22.4	19.3	17.6
투자자본이익률(ROIC)	19.7	28.1	33.9	31.4	23.7
안정성(%)					
부채비율	51.8	68.8	69.2	67.0	64.8
순차입금비율	-5.7	16.1	7.6	-0.5	-7.6
이자보상배율(배)	23.0	33.3	20.8	15.6	14.4
활동성(배)					
매출채권회전율	9.2	10.2	9.3	8.8	8.8
재고자산회전율	8.7	10.0	9.8	9.3	9.3
매입채무회전율	12.1	11.2	11.1	10.5	10.5

금호석유 (011780)



Outperform(Maintain)

주가(10/13) 67,100원

목표주가 93,000원

세계 1위 업체인 Lanxess도 합성고무 사업부문의 지분 일부를 사우디 아람코에 넘기는 등 합성고무 업황은 저점이라는 판단이다. 향후 범용 합성고무의 신증설이 제한된다는 점에서 중장기적으로 동사에 대한 투자 타이밍을 고려해야 할 시점이다.

Stock Data

KOSPI (10/13)	2,473.62pt		
시가총액	21,260억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	92,300원	65,500원	
최고/최저가대비 등락율	-27.30%	2.44%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-17.1%	-20.9%
	6M	-14.2%	-25.5%
	1Y	-6.7%	-24.0%

Company Data

발행주식수	33,491천주	
일평균 거래량(3M)	121천주	
외국인 지분율	26.31%	
배당수익률(17.E)	2.24%	
BPS(17.E)	53.517원	
주요 주주	박철완 외 6인	24.68%
	금호석유 자사주	18.36%

Price Trend



고무 시황 반등에 대한 고려 필요

>>> 합성고무 수급, 작년이 바닥이다

세계 합성고무 수요가 신흥국 자동차 판매 대수의 증가/타이어 라벨링 등으로 연평균 3~4%씩 꾸준히 증가하는 가운데, 범용 합성고무(BR/SBR)의 순증 물량은 작년 오히려 8만톤 감소하는 등 지난 3~4년간 지속되었던 합성고무 공급 과잉은 작년을 기점으로 점진적으로 축소되고 있다.

또한 합성고무의 대체재이자 보완재인 천연고무도 2009년 이후 신규 플랜팅 제한으로 향후 천연고무 공급 과잉도 점진적으로 축소될 가능성이 크다.

>>> 열병합발전소 증설로 사업 안정성 강화

동사는 변동성이 큰 다운스트림 특유의 사업 특성을 헛지하고자, 에너지 사업을 공격적으로 확대하였다. 작년 2분기 여수 제2에너지 증설(스탐: 910 -> 1,710T/h, 전기: 155 -> 300MWH)이 완료되어 전사 안정적 실적 유지 및 화학 계열사의 원가절감에 기여하고 있다.

참고로 증설된 발전소의 사용 연료는 석탄/TDF/바이오매스로 동 발전소는 혼소 발전소이다. 다만 최근 유가 하락에 따른 SMP 가격의 동반 하락으로 기존 계획 대비 증설의 경제적 효과는 감소한 상황이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	39,345	39,704	51,284	52,183	52,453
보고영업이익(억원)	1,640	1,571	2,119	2,663	2,831
핵심영업이익(억원)	1,640	1,571	2,119	2,663	2,831
EBITDA(억원)	3,399	3,630	4,025	4,537	4,675
세전이익(억원)	1,696	1,129	2,563	2,991	3,127
순이익(억원)	1,219	808	1,977	2,333	2,439
지배주주지분순이익(억원)	1,189	732	1,937	2,285	2,389
EPS(원)	3,550	2,187	5,783	6,823	7,132
증감율(%YoY)	27.6	-38.4	164.4	18.0	4.5
PER(배)	14.7	37.5	11.6	9.8	9.4
PBR(배)	1.1	1.7	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	10.6	12.9	10.1	8.7	8.1
보고영업이익률(%)	4.2	4.0	4.1	5.1	5.4
핵심영업이익률(%)	4.2	4.0	4.1	5.1	5.4
ROE(%)	7.4	4.8	10.9	11.7	11.1
순부채비율(%)	111.6	107.0	99.8	84.6	70.8

페놀 유도체, 점진적 개선 전망

작년 부진한 실적을 기록하였던 동사의 페놀유도체부문도 올해부터 실적 개선이 예상된다. 이는 1) 역대 PC 수급 개선으로 BPA의 수요 증가가 전망되며, 2) 작년 큐멘 플랜트 증설로 원재료 통합 효과가 예상되며, 3) 올해 유도체 증설(에폭시수지 +1.7만톤)로 추가적인 마진 개선이 전망되기 때문이다.

자체 부타디엔 플랜트 가동률 상승 전망

동사는 크래커를 통합하지는 못했지만, 외부에서 Mixed C4를 구입하여 부타디엔을 생산하고 있다. 다만 Mixed C4 수급 타이트 확대 및 역대/외 부타디엔 추출 유닛 건설 증가에 따른 Mixed C4 구입 감소로 작년 동사의 부타디엔 플랜트의 가동률은 70~80% 수준에 불과하였다. 하지만 국내 주요 원료 공급처인 대한유화의 NCC 리빙핑 원료로 올해 하반기부터 원재료인 Mixed C4가 추가 확보되어 동사 자체 부타디엔 플랜트의 가동률 개선이 전망된다.

NBR Latex, 세계 1위 등극

동사는 올해 상반기 부타디엔 가격 상승에 따른 원가 부담에도 불구하고, 합성고무부문(Latex 포함)의 가동률이 73% 수준을 기록하였다. 업스트림을 통합한 중국 등 경쟁 업체의 가동률은 40~50% 수준에 불과하였지만, 동사는 기존 일부 범용 합성고무 플랜트를 NBR Latex로 전환할 수 있었기 때문이다. NBR Latex는 의료용 고무 장갑의 원료로 사용되는데, 내구성, 내마모성, 인장강도 등이 우수하면서도 VOC가 없는 등 친환경성이 뛰어나 최근 천연 라텍스를 빠르게 대체하고 있다.

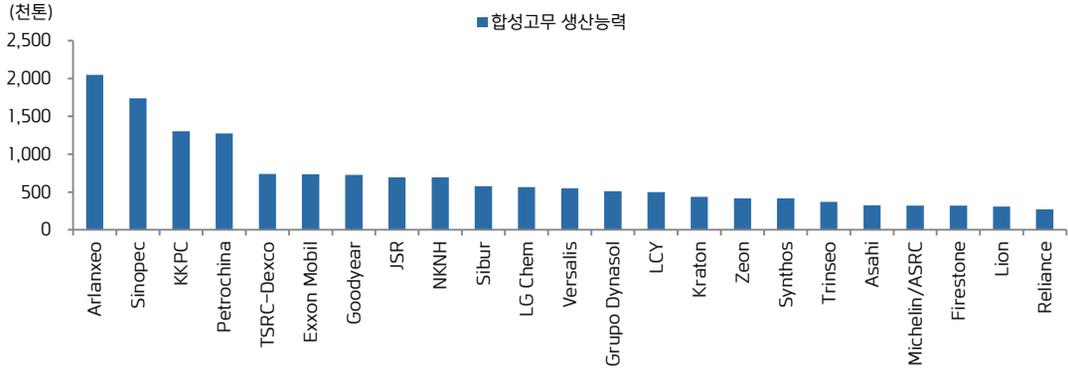
동사는 2009년 NBR Latex 생산기술을 독자적으로 개발에 성공한 후 3년 만에 세계 2위 M/S를 달성하였다. 한편 동사는 세계 3대 합성 라텍스 장갑 업체인 Safeskin(태국), Kossan(말레이시아), YTY Group(말레이시아)에 제품을 공급하고 있으며, 작년 하반기 추가적 증설을 통하여 NBR Latex 생산능력을 40만톤으로 확대하며 Synthomer(영국)를 제치고 세계 1위 NBR Latex 업체(생산능력 기준 M/S: 2015년 21% → 2016년 35%)가 되었다.

실적 전망

금호석유화학의 올해 3분기 영업이익은 503억원을 기록하며 전 분기 대비 13.8% 증가할 전망이다.

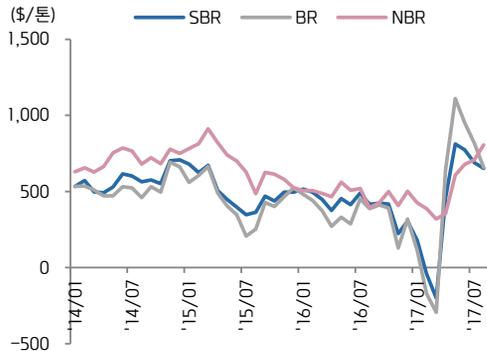
1) 합성고무부문은 전 분기 대비 증익이 예상된다. 최근 부타디엔 가격 급등에도 불구하고 스프레드는 소폭 개선되었으며, 전방 산업 가동률이 전 분기 대비 상승하는 등 판매가 견조한 수준을 유지하고 있기 때문이다. 현재 동사의 합성고무 플랜트 가동률은 SBR 80%, BR 60~70% 수준으로 추정된다. 2) 에너지 및 페놀 유도체부문은 전 분기 대비 감익이 예상된다. SMP 가격이 전 분기 대비 4.3% 감소한 가운데, 현물 석탄 구입량 확대로 제조원가가 상승하였고, 페놀 유도체는 여전히 공급 과잉이 지속되고 있기 때문이다. 다만 허리케인 하비로 인한 역외 수급 차질로 페놀 및 그 유도체 가격이 반등하여 우리의 보수적 추정보다 실적이 좋을 가능성도 있다. 3) 합성수지부문은 전 분기 대비 큰 폭의 증익이 예상된다. 원재료 가격이 상승하는 가운데, ABS 수급 타이트 현상이 발생하여 최근 ABS/PS 등 주력 제품의 스프레드가 전 분기 대비 30% 이상 상승하였고, 판매 물량도 중국 가전/전자기기 수요 개선으로 증가하고 있기 때문이다. 또한 PS도 중국의 폐플라스틱 수입 금지로 최근 ABS와 마찬가지로 스프레드가 개선되고 있다. 현재 동사의 ABS 플랜트 가동률은 90%를 상회하고 있는 것으로 보인다. 한편 지분법이익은 MDI 가격 급등에 따른 금호미쓰이화학 실적 개선으로 전 분기에 이어 증익 추세를 이어갈 전망이다.

주요 합성고무 업체 생산능력 현황



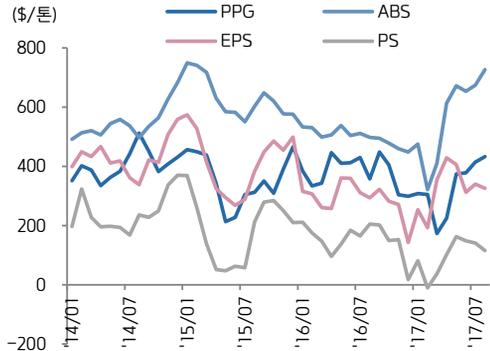
자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 합성고무 스프레드 추이



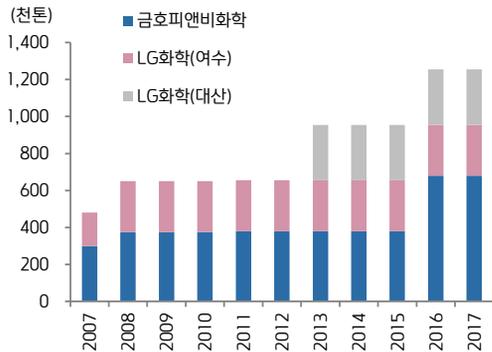
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 합성수지 스프레드 추이



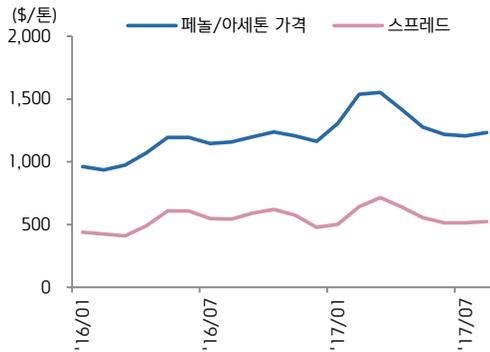
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 페놀 생산능력 추이



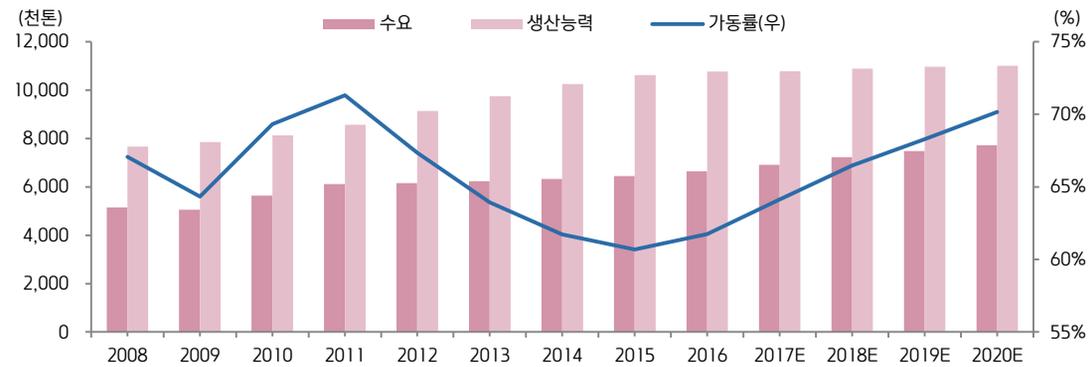
자료: 각사, 키움증권 리서치

국내 페놀/아세톤 가격 및 스프레드 추이



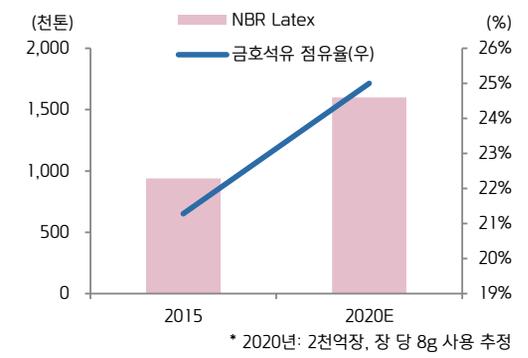
자료: KITA, 키움증권 리서치

세계 BR/ESBR 수급 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

세계 NBR Latex 시장 및 금호석유화학 점유율 전망



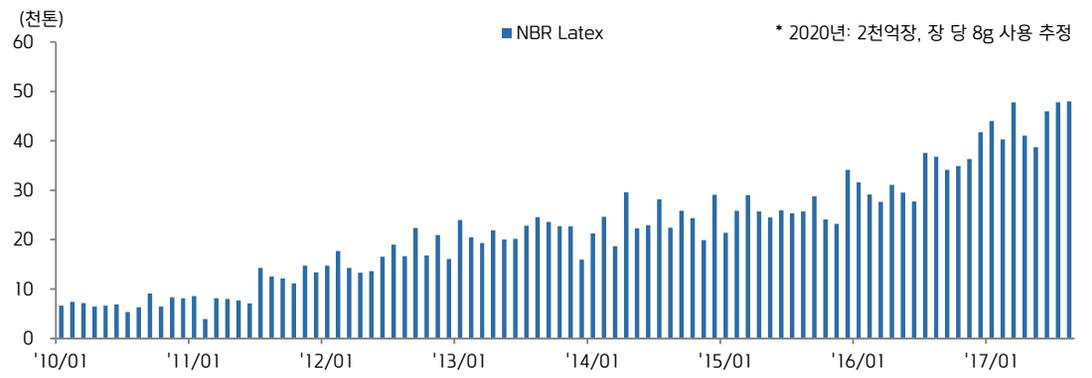
자료: 업계, 키움증권 리서치

의료용 장갑 무게 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 NB Latex 수출 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

금호석유 실적 전망 (단위: 십억원)

	2016				2017				2015	2016	2017E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	
매출액	합성고무	347	388	379	445	636	499	533	477	1,553	1,559	2,146
	합성수지	257	272	248	260	303	294	295	295	1,079	1,036	1,187
	정밀화학	29	28	31	34	34	36	29	38	141	122	136
	유틸리티 등	77	107	108	130	137	126	130	136	386	421	528
	금호피앤비	169	232	250	247	324	309	296	298	839	898	1,227
	기타(연결조정등)	-7	-16	-21	-23	-25	-25	-23	-22	-64	-66	-96
	합계	872	1,012	994	1,093	1,408	1,239	1,259	1,222	3,935	3,970	5,128
영업이익	합성고무	14	24	0	-2	15	5	8	7	18	36	35
	합성수지	16	11	5	5	9	9	18	18	46	37	54
	정밀화학	0	0	0	0	1	1	1	1	6	1	3
	유틸리티 등	17	16	13	20	32	26	20	23	82	66	101
	금호피앤비	-1	14	6	-2	9	3	2	2	17	17	17
	기타(연결조정등)	0	0	-1	1	0	1	1	1	-5	0	4
	합계	46	65	23	22	66	44	50	52	164	157	212

자료: 금호석유, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	39,345	39,704	51,284	52,183	52,453
매출원가	36,006	36,375	47,300	47,611	47,021
매출총이익	3,339	3,329	3,985	4,573	5,432
판매비및일반관리비	1,700	1,758	1,866	1,910	2,601
영업이익(보고)	1,640	1,571	2,119	2,663	2,831
영업이익(핵심)	1,640	1,571	2,119	2,663	2,831
영업외손익	57	-442	444	328	296
이자수익	43	18	17	17	17
배당금수익	54	68	53	57	58
외환이익	729	826	1,647	1,484	1,458
이자비용	514	588	675	699	722
외환손실	952	997	1,369	1,350	1,343
관계기업지분손익	540	366	809	815	814
투자및기타자산처분손익	21	156	23	28	29
금융상품평가및기타금융이익	83	65	-87	-10	0
기타	53	-356	26	-15	-15
법인세차감전이익	1,696	1,129	2,563	2,991	3,127
법인세비용	478	321	587	658	688
유효법인세율 (%)	28.2%	28.4%	22.9%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,219	808	1,977	2,333	2,439
지배주주지분순이익(억원)	1,189	732	1,937	2,285	2,389
EBITDA	3,399	3,630	4,025	4,537	4,675
현금순이익(Cash Earnings)	2,978	2,867	3,882	4,207	4,283
수정당기순이익	1,144	649	2,041	2,315	2,416
증감율(% YoY)					
매출액	-17.4	0.9	29.2	1.8	0.5
영업이익(보고)	-11.3	-4.2	34.9	25.7	6.3
영업이익(핵심)	-11.3	-4.2	34.9	25.7	6.3
EBITDA	-6.2	6.8	10.9	12.7	3.0
지배주주지분 당기순이익	27.6	-38.4	164.4	18.0	4.5
EPS	27.6	-38.4	164.4	18.0	4.5
수정순이익	48.1	-43.2	214.3	13.4	4.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,832	2,968	1,745	3,207	3,347
당기순이익	1,219	808	1,977	2,333	2,439
감가상각비	1,738	2,028	1,879	1,851	1,826
무형자산상각비	22	32	27	22	19
외환손익	90	165	-278	-134	-114
자산처분손익	25	29	-23	-28	-29
지분법손익	-432	-276	-809	-815	-814
영업활동자산부채 증감	2,174	-202	-1,238	-103	-36
기타	-3	385	210	81	57
투자활동현금흐름	-3,913	-2,507	-2,239	-1,506	-1,465
투자자산의 처분	-19	109	-793	-62	-18
유형자산의 처분	8	16	0	0	0
유형자산의 취득	-3,898	-2,727	-1,500	-1,500	-1,500
무형자산의 처분	-16	-15	0	0	0
기타	10	110	54	55	53
재무활동현금흐름	-2,584	1,036	621	313	332
단기차입금의 증가	-4,707	-521	0	0	0
장기차입금의 증가	2,541	1,839	750	750	750
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-420	-225	-225	-420	-420
기타	2	-57	96	-17	2
현금및현금성자산의순증가	-1,664	1,497	127	2,014	2,214
기초현금및현금성자산	2,136	473	1,970	2,096	4,110
기말현금및현금성자산	473	1,970	2,096	4,110	6,325
Gross Cash Flow	2,658	3,169	2,982	3,310	3,383
Op Free Cash Flow	1,198	240	1,287	2,933	2,454

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,676	12,553	15,767	18,020	20,306
현금및현금성자산	473	1,970	2,096	4,110	6,325
유동금융자산	107	356	460	468	470
매출채권및유동채권	4,869	5,772	7,456	7,586	7,626
재고자산	3,947	4,455	5,755	5,856	5,886
기타유동비금융자산	280	0	0	0	0
비유동자산	32,430	32,908	34,100	34,626	35,147
장기매출채권및기타비유동채권	281	215	277	282	283
투자자산	6,620	6,597	8,163	9,085	9,972
유형자산	25,057	25,648	25,269	24,917	24,592
무형자산	162	173	146	124	105
기타비유동자산	311	276	246	218	194
자산총계	42,106	45,461	49,867	52,647	55,453
유동부채	15,413	21,456	23,247	23,379	23,414
매입채무및기타유동채무	4,880	6,069	7,839	7,976	8,018
단기차입금	6,969	9,718	9,718	9,718	9,718
유동성장기차입금	3,354	5,493	5,493	5,493	5,493
기타유동부채	210	175	197	192	185
비유동부채	10,055	6,727	7,588	8,323	9,076
장기매입채무및비유동채무	44	55	71	72	73
사채및장기차입금	8,823	5,595	6,345	7,095	7,845
기타비유동부채	1,188	1,076	1,172	1,155	1,157
부채총계	25,468	28,182	30,836	31,702	32,490
자본금	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675
주식발행초과금	2,762	2,762	2,762	2,762	2,762
이익잉여금	11,457	12,079	13,805	15,695	17,686
기타자본	-329	-318	-318	-318	-318
지배주주지분자본총계	15,565	16,197	17,923	19,813	21,804
비지배주주지분자본총계	1,073	1,082	1,108	1,131	1,158
자본총계	16,637	17,279	19,031	20,944	22,963
순차입금	18,566	18,481	19,001	17,728	16,262
총차입금	19,146	20,807	21,557	22,307	23,057

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,550	2,187	5,783	6,823	7,132
BPS	46,474	48,363	53,517	59,159	65,105
주당EBITDA	10,149	10,840	12,017	13,546	13,958
CFPS	8,892	8,561	11,592	12,561	12,788
DPS	800	800	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	14.7	37.5	11.6	9.8	9.4
PBR	1.1	1.7	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.6	12.9	10.1	8.7	8.1
PCFR	5.9	9.6	5.8	5.3	5.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	4.0	4.1	5.1	5.4
영업이익률(핵심)	4.2	4.0	4.1	5.1	5.4
EBITDA margin	8.6	9.1	7.8	8.7	8.9
순이익률	3.1	2.0	3.9	4.5	4.6
자기자본이익률(ROE)	7.4	4.8	10.9	11.7	11.1
투자자본이익률(ROIC)	4.0	3.8	7.0	8.7	7.1
안정성(%)					
부채비율	153.1	163.1	162.0	151.4	141.5
순차입금비율	111.6	107.0	99.8	84.6	70.8
이자보상배율(배)	3.2	2.7	3.1	3.8	3.9
활동성(배)					
매출채권회전율	7.0	7.5	7.8	6.9	6.9
재고자산회전율	8.5	9.5	10.0	9.0	8.9
매입채무회전율	7.7	7.3	7.4	6.6	6.6

대한유화 (006650)



BUY(Maintain)

주가(10/13) 259,500원

목표주가 360,000원

이번 사이클 호조의 대표 수혜주이다. 동사는 작년과 올해 우호적 Cash Flow 를 바탕으로 기존 NCC의 생산능력을 70% 늘리는 작업을 완료하였다. 이에 올해 하반기에는 규모의 경제 효과뿐만 아니라 추가적인 원가 절감 및 다운스트림 진출 확대가 기대된다.

Stock Data

KOSPI (10/13)	2,473.62pt		
시가총액	16,868억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	293,500원	197,500원	
최고/최저가대비	등락		
율	-11.58%	31.39%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-4.1%	-8.5%
	6M	9.7%	-4.7%
	1Y	26.9%	3.4%

Company Data

발행주식수	6,500천주	
일평균 거래량(3M)	53천주	
외국인 지분율	8.88%	
배당수익률(17.E)	1.54%	
BPS(17.E)	228,290원	
주요 주주	이순규 외 12인	41.37%
	국민연금공단	11.70%

Price Trend



모노머 판매 확대 전망

>>> NCC 증설로 인한 긍정적 효과

동사는 온산 NCC 증설을 올해 6월에 완료하였다. NCC 규모가 현재 47만톤에서 80만톤으로 약 70%가 증가하였다. 이에 따라 에틸렌 생산 시 부산되는 프로필렌 /Mixed C4/BTX 생산능력도 기존 대비 약 50~63%까지 증가하는 등, 동사는 외형 측면에서 규모의 경제 효과가 기대된다.

또한 추가적으로 1) 규모의 확대에 에너지 원단위/비용의 감소 등 연료/유틸리티비 절감, 2) 2014년 말 MEG 신설에 따른 자체 에틸렌 밸런스 부족으로 감소한 PE/PP 등 폴리머 플랜트의 가동률 상승도 기대된다.

>>> PP, 시장 예상보다 수익성이 높다

투자자들이 동사에 투자를 꺼려하는 이유 중 하나는 중국 등 역내에서 On-Purpose 방식의 프로필렌 신증설 확대에 향후 동사 PP(47만톤)부문의 수익성에 대한 의심이 많기 때문이다.

하지만 1) 저유가로 인한 중국의 CTO/MTO 가동률 저하, 2) 에틸렌 가격 상승에 따른 Metathesis 설비 등 에틸렌 이합체 공정의 경제성 하락 등이 발생하고 있는 상황으로 동사와 같은 나프타 통합 PP 업체는 오히려 경제성이 유지되고 있다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	17,270	15,964	18,077	24,075	24,436
보고영업이익(억원)	2,712	3,430	2,830	4,358	4,553
핵심영업이익(억원)	2,712	3,430	2,830	4,358	4,553
EBITDA(억원)	3,352	4,074	3,440	5,050	5,277
세전이익(억원)	2,687	3,602	2,962	4,714	4,950
순이익(억원)	2,008	2,729	2,203	3,460	3,633
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,224	3,514	3,690
EPS(원)	30,846	41,867	34,216	54,062	56,770
증감율(%YoY)	212.7	35.7	-18.3	58.0	5.0
PER(배)	5.6	6.6	7.6	4.8	4.6
PBR(배)	1.1	1.4	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	3.7	4.6	5.0	3.0	2.3
보고영업이익률(%)	15.7	21.5	15.7	18.1	18.6
핵심영업이익률(%)	15.7	21.5	15.7	18.1	18.6
ROE(%)	21.4	23.4	15.8	21.0	18.4
순부채비율(%)	12.2	6.9	4.3	-9.0	-19.9

PE/MEG, 동시 생산의 안정성

동사는 2014년 말 MEG 플랜트의 본격 가동으로 PE에 집중된 마진 변동성이 축소되고 있다. 실제로 동사의 생산능력 및 원단위를 고려한 나프타 기준 HDPE/MEG 가중평균 스프레드는 HDPE 스프레드와 MEG 스프레드 중간에 위치하고 있다. 참고로 MEG 플랜트(Design 생산능력 20.5만톤)의 풀 가동 가정 시 생산된 에틸렌의 약 30%(증설 전 기준)가 MEG에 투입된다.

현재 MEG의 주요 전방 제품군인 PET(섬유/필름/Chip) 생산 업체들은 동사의 MEG 플랜트가 위치한 경상권 내에 80% 이상 포진되어 있어, 동사는 2014년 말 이후 플랜트 신규 가동에도 불구하고 안정적으로 MEG 시장에 침투하였다. 한편 MEG는 폴리에스터 시황에 민감한데, 동사는 HPEO 공장을 동시 보유하여 운영자의 의지 및 시황에 따라 EG 투입 Crude EO의 자가소비 비중을 조절 가능하다.

알짜인 울산권 부동산을 동시에 보유하게 되는 효과

동사는 온산 공장 부지에 MEG/HPEO 플랜트를 건설(약 2만평 사용)했음에도 불구하고 약 13.8만평(추정) 이상의 유휴부지가 남아 있다. 실제 울산 화학단지의 활용 가능한 부지가 부족하다는 점을 감안하면 그 가치에 프리미엄을 주는 것이 합당하다. 실제로 2014년 2월 한국석유공사의 온산 공단 부지 매각 사례(S-Oil)를 고려할 경우 동사의 온산 공장 유휴부지의 대체가치는 약 2,600억원 수준까지 올라간다.

수익성이 높은 모노머 판매 확대 전망

외신 등에 따르면 대한유화는 지난 6월 말 리벤핑/정기보수를 완료한 온산 크래커의 가동률이 현재 92%를 기록하였고, 현재는 풀 가동하고 있는 것으로 보인다. 이에 1) 지난 2분기 크래커 재가동의 지연에 따른 일회성 비용 증가 및 2분기 한달 반 이상 정기보수 진행으로 인한 판매 물량 감소 등 동사 실적에 부정적으로 작용하였던 이슈가 해소가 되었으며, 2) MEG 플랜트 신규 건설 후 작년 69%에 불과하였던 동사의 HDPE/PP 플랜트 가동률이 올해 3분기부터는 80% 이상으로 상승하며, 연간 10만톤 이상의 HDPE/PP 판매 증가가 전망된다.

또한 현재 PE-에틸렌 스프레드를 고려할 경우, 에틸렌을 PE로 전환해서 판매하는 것 보다, 에틸렌을 외부 판매하는 것이 수익성 측면에서 훨씬 좋은 상황이다. 동사는 계획된 고부가 HDPE/PP 플랜트 증설 전까지는 에틸렌/프로필렌 등 모노머의 외부 판매를 확대할 계획으로 보인다. 외신 등에 따르면 동사는 8월부터 에틸렌의 정기 수출에 나섰다. 참고로 국내 경쟁 NCC의 경우 에틸렌을 외부 판매하기 보다는 자체(또는 관계사) 유도체 및 해외 PVC 법인 등에 공급하고 있다. 최근 에틸렌 가격이 MEG/SM 등 유도품 수요 증가로 반등하는 것은 3분기 이후 동사 실적에 호재로 작용할 전망이다.

한편 최근 PP 업황 개선 및 크래커 리벤핑 완료에 따른 원재료 투입 확대로 동사는 가동률이 부진하였던 OCU 가동률을 상향 조정하고 있는 것으로 보인다. 이에 일부 외부에서 조달하던 프로필렌도 롱 포지션, 즉 외부 판매로 전환될 전망이다. 동사의 제품 포트폴리오 밸런스를 고려할 경우, 이번 크래커 리벤핑으로 우리는 동사가 수익성이 높은 연간 20~30만톤의 에틸렌/프로필렌을 외부 판매할 것으로 판단하고 있다.

실적 전망

동사의 올해 3분기 영업이익은 853억원으로 전 분기 대비 큰 폭의 흑자전환이 전망된다. 또한 4분기 영업이익은 1,014억원으로 3분기만에 천억원대 영업이익을 기록할 전망이다. 크래커 가동률이 풀 가동하고 있는 가운데, 마진율이 높은 모노머 판매가 확대되기 때문이다. 또한 올해 상반기 크래커 리밸핑으로 기존 폴리머(PE/PP) 가동률도 80% 이상으로 상승하며, 실적 개선에 기여를 할 전망이다.

투자의견 Buy(유지), 목표주가 360,000원(유지)

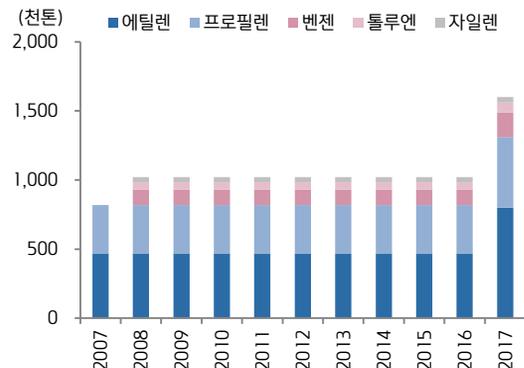
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 360,000원을 유지한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 일부 북미 에탄크래커 건설에도 불구하고, 에틸렌 체인의 호조세가 이어질 전망이며, 2) 동사는 올해 상반기 NCC 리밸핑을 완료하여 하반기부터 추가적 물량의 증가가 예상되고, 3) 부타디엔 등 비에틸렌 제품의 공급이 점진적으로 개선될 것으로 전망되기 때문이다. 현 주가는 내년 기준 PER 4.8배, PBR 0.9배로 ROE 21.0%를 감안하면 여전히 저평가되어 있다고 판단된다.

국내 NCC 생산능력 현황 (단위: 천톤)

구분	완공시기	기술선	초기 생산능력	2017년 생산능력	CAGR(~2017)
SK1	1972	Kellogg	100	200	1.6%
SK2	1989	Kellogg	400	660	1.8%
여천 NCC(대림 1)	1979	Lummus	350	860	2.4%
여천 NCC(대림 2)	1989	Lummus	250	470	2.3%
여천 NCC(한화)	1992	Stone&Webster	350	580	2.0%
LG 화학(여수)	1991	Lummus	350	1,150	4.7%
대한유화	1991	Lummus	250	800	4.6%
롯데케미칼(여수)	1998	Lummus	350	1,000	5.7%
한화토탈	1991	Lummus	350	1,000	4.1%
LG 화학(대산)	1991	Kellogg	350	1,050	4.3%
롯데케미칼(대산)	1997	Kellogg	580	1,110	3.3%

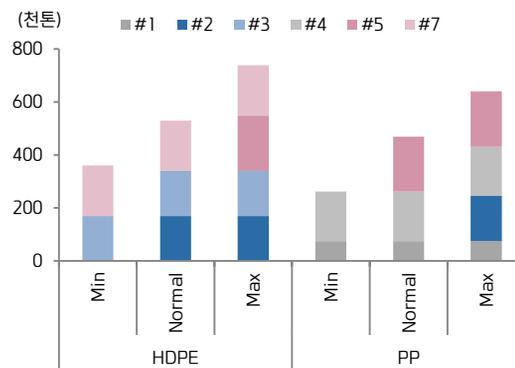
자료: 각사, 키움증권 리서치

대한유화 모노머 생산능력 추이



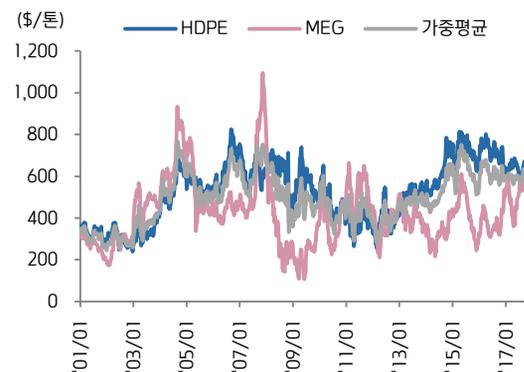
자료: 대한유화, 키움증권 리서치

대한유화 HDPE/PP 생산능력 시뮬레이션



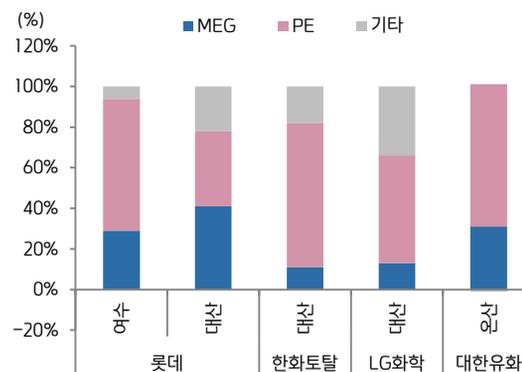
자료: 대한유화, 키움증권 리서치

HDPE/MEG 스프레드 추이



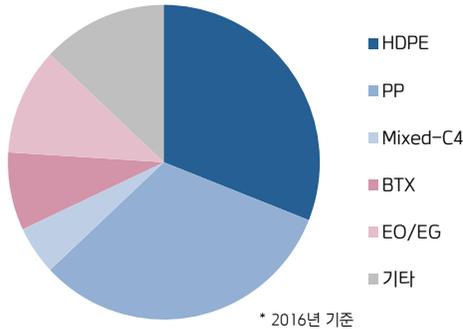
자료: Cischem, 키움증권 리서치

국내 크래커 생산제품 비중(MEG 생산지역 에틸렌 익스포저)



자료: 각사, 키움증권 리서치

대한유화 Sales Breakdown



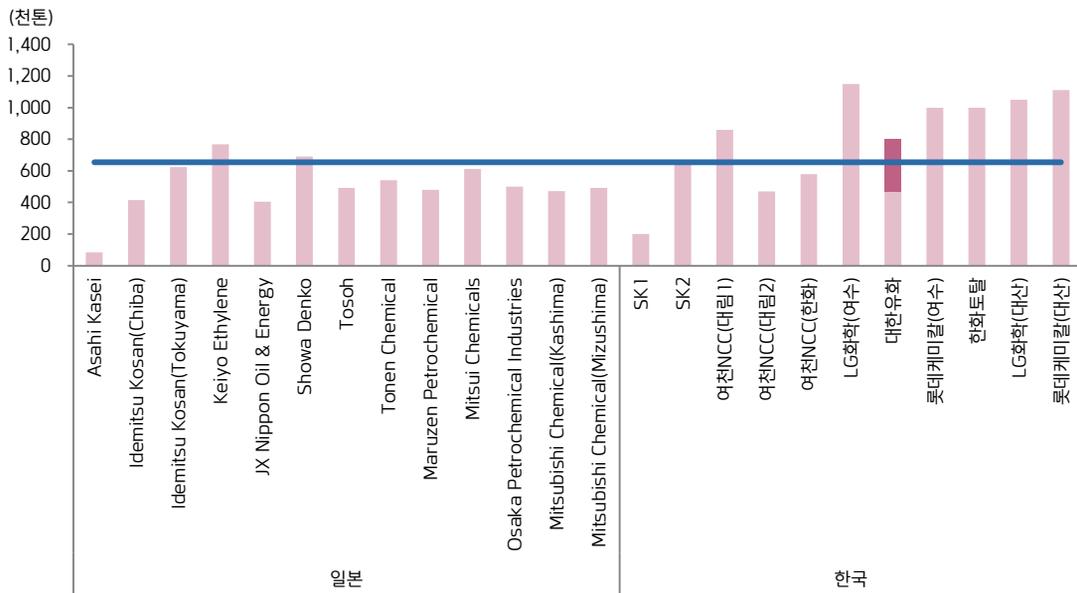
자료: 대한유화, 키움증권 리서치

대한유화 투자 현황

투자 사업	주요 내용	
ONE Project (NCC Expansion)	▶ 사업 목적	- 기존 사업 시너지 확대 (코스트 절감 & 제품 믹스 개선) - 수익 다변화 및 신규 사업 교두보 마련
	▶ 투자 비용	4,950억원
	▶ 사업 기간	2015.3.13 ~ 2017. 1H
	▶ 상업 생산 시기	2017. 7월 ~
HDPE/PP Expansion	▶ 생산능력 변화	- 예틸렌 : 47만톤 → 80만톤(70% up) - 프로필렌 : 35만톤 → 50만톤(43% up)
	▶ 사업 목적	- 고부가 HDPE/PP 생산 및 판매 증대
	▶ 투자 비용	- 1,066억원
	▶ 사업 기간	- 2016.10 ~ 2018.3Q
	▶ 상업 생산 시기	- 2018.4Q ~
▶ 생산능력 변화	- HDPE/PP : +10만톤	

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

국내/일본 NCC 규모 현황



자료: 각사, 키움증권 리서치

대한유화 실적 추이 (단위: 십억원)

	2016				2017				2015	2016	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual
매출액	394	405	361	437	435	224	548	601	1,727	1,596	1,808
영업이익	78	98	69	98	108	-12	85	101	271	343	283
%	19.7%	24.3%	19.1%	22.4%	24.8%	-5.2%	15.6%	16.9%	15.7%	21.5%	15.7%

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,270	15,964	18,077	24,075	24,436
매출원가	14,007	12,006	14,667	18,917	19,071
매출총이익	3,263	3,958	3,410	5,157	5,365
판매비및일반관리비	551	528	580	799	811
영업이익(보고)	2,712	3,430	2,830	4,358	4,553
영업이익(핵심)	2,712	3,430	2,830	4,358	4,553
영업외손익	-25	172	132	356	396
이자수익	26	27	12	27	30
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	74	96	66	73	75
이자비용	110	39	17	38	46
외환손실	80	77	73	73	74
관계기업지분손익	70	75	69	100	140
투자및기타자산처분손익	8	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	10	11	12
기타	-12	89	65	256	260
법인세차감전이익	2,687	3,602	2,962	4,714	4,950
법인세비용	679	873	759	1,254	1,317
유효법인세율 (%)	25.3%	24.2%	25.6%	26.6%	26.6%
당기순이익	2,008	2,729	2,203	3,460	3,633
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,224	3,514	3,690
EBITDA	3,352	4,074	3,440	5,050	5,277
현금순이익(Cash Earnings)	2,648	3,373	2,813	4,151	4,357
수정당기순이익	2,002	2,729	2,193	3,448	3,624
증감율(% YoY)					
매출액	-15.9	-7.6	13.2	33.2	1.5
영업이익(보고)	287.9	26.5	-17.5	54.0	4.5
영업이익(핵심)	287.9	26.5	-17.5	54.0	4.5
EBITDA	220.6	21.5	-15.6	46.8	4.5
지배주주지분 당기순이익	212.7	35.7	-18.3	58.0	5.0
EPS	212.7	35.7	-18.3	58.0	5.0
수정순이익	210.7	36.3	-19.6	57.3	5.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,237	3,226	2,558	3,524	4,185
당기순이익	2,687	3,602	2,203	3,460	3,633
감가상각비	640	644	610	692	724
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-2	7	0	-1
자산처분손익	5	1	0	0	0
지분법손익	-70	-75	-69	-100	-140
영업활동자산부채 증감	40	-154	-186	-528	-32
기타	-65	-790	-7	0	1
투자활동현금흐름	-1,138	-2,780	-2,198	-1,391	-1,315
투자자산의 처분	-311	-128	-28	-80	-5
유형자산의 처분	8	1	0	0	0
유형자산의 취득	-844	-2,627	-2,170	-1,311	-1,311
무형자산의 처분	0	-26	0	0	0
기타	8	1	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,359	-919	960	755	429
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,255	-740	1,085	655	655
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-93	-185	-247	-247	-247
기타	-11	6	122	347	21
현금및현금성자산의순증가	741	-473	1,321	2,889	3,299
기초현금및현금성자산	603	1,344	870	2,191	5,080
기말현금및현금성자산	1,344	870	2,191	5,080	8,379
Gross Cash Flow	3,197	3,380	2,744	4,051	4,217
Op Free Cash Flow	1,863	434	1,085	3,211	2,833

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,105	4,283	6,055	10,226	13,602
현금및현금성자산	1,344	870	2,191	5,080	8,379
유동금융자산	0	100	113	151	153
매출채권및유동채권	1,473	1,925	2,180	2,903	2,946
재고자산	1,287	1,387	1,571	2,092	2,124
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	11,186	13,354	14,998	15,763	16,492
장기매출채권및기타비유동채권	11	10	11	15	15
투자자산	1,525	1,679	1,763	1,905	2,047
유형자산	9,600	11,612	13,172	13,791	14,377
무형자산	50	53	53	53	53
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	15,291	17,636	21,053	25,989	30,094
유동부채	2,688	3,189	3,441	4,157	4,200
매입채무및기타유동채무	687	1,316	1,490	1,984	2,014
단기차입금	500	430	430	430	430
유동성장기차입금	905	855	855	855	855
기타유동부채	596	589	667	888	902
비유동부채	2,247	1,517	2,725	3,733	4,409
장기매입채무및비유동채무	73	13	15	20	20
사채및장기차입금	1,199	580	1,665	2,320	2,975
기타비유동부채	975	924	1,046	1,393	1,414
부채총계	4,935	4,706	6,167	7,889	8,609
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	7,276	9,844	11,823	15,091	18,533
기타자본	2,142	2,141	2,141	2,141	2,141
지배주주지분자본총계	10,293	12,861	14,839	18,107	21,549
비지배주주지분자본총계	62	70	48	-7	-65
자본총계	10,356	12,931	14,887	18,099	21,485
순차입금	1,260	894	645	-1,626	-4,272
총차입금	2,603	1,865	2,949	3,605	4,260

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	30,846	41,867	34,216	54,062	56,770
BPS	158,361	197,854	228,290	278,563	331,531
주당EBITDA	51,567	62,675	52,926	77,687	81,192
CFPS	40,737	51,887	43,275	63,867	67,033
DPS	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	5.6	6.6	7.6	4.8	4.6
PBR	1.1	1.4	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.7	4.6	5.0	3.0	2.3
PCFR	4.2	5.3	6.0	4.1	3.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.7	21.5	15.7	18.1	18.6
영업이익률(핵심)	15.7	21.5	15.7	18.1	18.6
EBITDA margin	19.4	25.5	19.0	21.0	21.6
순이익률	11.6	17.1	12.2	14.4	14.9
자기자본이익률(ROE)	21.4	23.4	15.8	21.0	18.4
투자자본이익률(ROIC)	17.9	21.5	20.3	28.3	21.2
안정성(%)					
부채비율	47.7	36.4	41.4	43.6	40.1
순차입금비율	12.2	6.9	4.3	-9.0	-19.9
이자보상배율(배)	24.6	88.5	167.1	113.4	99.2
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	9.4	8.8	9.5	8.4
재고자산회전율	11.6	11.9	12.2	13.1	11.6
매입채무회전율	22.6	15.9	12.9	13.9	12.2

효성 (004800)



BUY(Maintain)

주가(10/13) 139,000원

목표주가 200,000원

약점으로 작용하였던, 동사의 재무구조가 빠르게 개선되고 있다. 또한 폴리에스터 타이어코드/스판덱스의 사례를 볼 때, 공격적 증설을 통하여 목표한 제품 시장지배력을 강화하는 것은 동사의 우월한 역량으로 보인다.

Stock Data

KOSPI (10/13)	2,473.62pt		
시가총액	48,813억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	176,000원	123,000원	
최고/최저가대비 등락율	-21.02%	13.01%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-7.9%	-12.2%
	6M	4.9%	-8.9%
	1Y	1.8%	-17.0%

Company Data

발행주식수	35,117천주
일평균 거래량(3M)	163천주
외국인 지분율	25.48%
배당수익률(17.E)	3.60%
BPS (17.E)	114,804원
주요 주주	조현준 외 7인 37.48%
	국민연금공단 10.95%

Price Trend



주요 제품, 증설 추진

>>> 스판덱스, 양호한 수익성 유지 전망

올해 중국 업체 및 동사의 신증설로 효성의 주력 제품인 스판덱스는 일부 마진을 둔화가 예상된다.

하지만 1) 중국, 베트남, 브라질 등 해외 공장의 지속적인 증설로 동사는 스판덱스 글로벌 1위 시장 지위를 유지하고 있고, 2) 에코소프트, 컬러플러스, 컴포트 등 스판덱스 관련 다양한 차별화 제품을 생산하고 있으며, 3) 세계 스판덱스 수요는 신규 활용 범위 확대 및 기존 의류 혼용률 증가로 아시아 시장을 중심으로 연평균 7~8%씩 성장하고 있어 스판덱스는 올해도 작년과 유사한 양호한 수익성을 유지할 전망이다.

>>> 타이어코드, 중장기 호조세 지속

동사의 폴리에스터 타이어코드는 세계 시장점유율 45%를 차지하고 있으며, 2000년대 초반 이후 세계 1위를 지속하고 있다.

현재 폴리에스터 타이어코드 시장은 최근 3년간 글로벌 메이커의 신증설이 없는 가운데, 2013년 도요보 설비 폐쇄, 2014년 Shenma 설비 폐쇄 및 미국 Dura Fiber의 가동률 저하로 공급이 개선된 상황이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	124,585	119,291	125,229	129,527	130,029
보고영업이익(억원)	9,502	10,163	9,415	10,631	11,341
핵심영업이익(억원)	9,502	10,163	9,415	10,631	11,341
EBITDA(억원)	15,202	16,397	15,047	16,635	17,726
세전이익(억원)	5,973	6,965	7,994	8,842	9,279
순이익(억원)	5,259	4,754	5,928	6,785	7,120
지배주주지분순이익(억원)	4,927	4,555	5,692	6,464	6,784
EPS(원)	14,030	12,971	16,207	18,407	19,317
증감율(%YoY)	83.0	-7.5	24.9	13.6	4.9
PER(배)	8.4	11.2	8.6	7.6	7.2
PBR(배)	1.3	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	7.6	7.3	7.6	6.7	5.9
보고영업이익률(%)	7.6	8.5	7.5	8.2	8.7
핵심영업이익률(%)	7.6	8.5	7.5	8.2	8.7
ROE(%)	16.5	13.0	14.6	15.0	14.1
순부채비율(%)	207.0	170.7	149.7	125.4	98.9

PDH 설비, 경제성 개선

동사는 1999년 세계 2번째로 PDH 설비를 가동한 후 자체 공정기술과 고효율 백금촉매(HDC-300)의 개발을 통해 2015년 No.2 PDH 설비를 신설하였다. 이에 현재 동사의 PDH 설비의 생산능력은 연산 48만톤이다. 당초 국내 및 중국의 PDH 신증설 확대로 프로필렌 업황에 대한 부정적인 의견이 대두되었으나, 미국의 LPG 수출 확대에 따른 LPG 가격 하향 안정화 및 중국 석탄 가격 상승으로 인한 내수 프로필렌 판매 가격 상승으로 동사를 포함한 국내 PDH 설비의 경제성이 급격히 개선되었다. 특히 동사는 PP 등 유도체를 통합하여, 유도체 비통합 PDH 보다 높은 수익성을 유지하고 있다. 한편 동사는 PDH 자체 기술 보유 등을 바탕으로 올해부터 약 \$12억을 투입하여 베트남에도 PDH/PP/LPG저장소/부두 등을 건설하여 수요 성장성이 큰 베트남, 중국 및 동남아시아 PP/프로필렌 시장에 침투할 계획이다.

NF3 증설 확대

동사의 NF3 생산능력은 2015년 2,000톤에서 올해 말에 5,750톤으로 증가할 전망이다. 작년 3월 울산 1,300톤, 올해 1분기 중국 1,200톤 증설을 완료하였고, 올해 3분기에 울산 1,250톤의 추가 증설이 완료될 것으로 보인다. NF3는 각종 전자기기에 들어가는 반도체나 LCD 및 태양전지의 제조공정에서 발생하는 이물질이 묻어 있는 장비 세척에 사용되는 무색의 비반응성 세정 가스이다. 동사 및 국내 경쟁사의 추가 증설로 NF3 가격 약세 및 원재료 모노불산의 가격 상승으로 기존 대비 마진율이 훼손되고 있지만, 전방 산업 호조세 지속 등으로 동사의 신규 NF3 설비 가동률은 올해 하반기부터 점진적으로 개선될 전망이다.

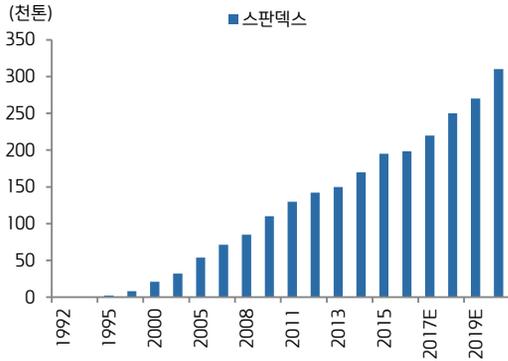
실적 전망

동사의 올해 3분기 영업이익은 2,611억원으로 전 분기 대비 18.8% 증가할 전망이다. 1) 지난 2분기에서 이연된 중공업부문의 매출액이 3분기에 발생할 전망이다, 2) 전 분기에 반영된 화학부문의 폴리케톤 재고평가손실 등 일회성 비용이 제거되고, 3) 폴리에스터/나일론의 호조세 지속 및 터키(+0.5만톤)/취저우(+1.5만톤) 스판덱스 증설 효과 등으로 섬유부문의 증익이 전망되며, 4) 일부 고객사 이슈로 지난 2분기 판매량이 감소하였던 PET 타이어코드도 올해 3분기에는 판매량이 정상화될 것으로 예상되고, 5) 무역 외부문은 지난 2분기에서 이연된 일부 BOA/모건 향 매출액이 반영되며, 6) 건설부문은 주택에서 실적 호조세가 예상되고, 7) 화학부문 NF3 증설 효과가 본격적으로 반영될 것으로 전망되기 때문이다.

투자의견 Buy(유지), 목표주가 200,000원(유지)

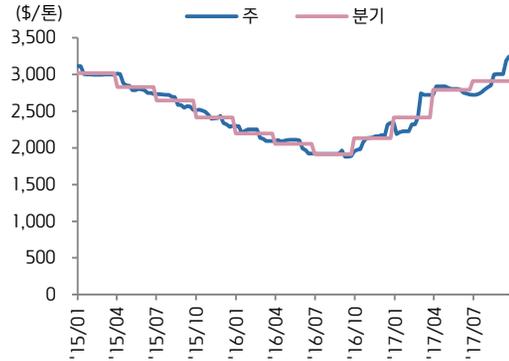
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 200,000원 유지한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 스판덱스는 중국 취저우/터키 스판덱스 증설에 이어, 하반기에는 베트남(+1.5만톤), 중국(+2.4만톤)의 추가 증설로 물량 측면의 증가 효과가 예상되며, 2) 스틸코드도 하반기 증설(베트남)할 계획이고, 3) 올해 영업단의 실적 개선은 제한되지만, 환손실 등 영업외단의 일회성 비용의 감소로 순이익은 개선될 것으로 예상되어, 동사의 DPS 추정치는 5,000원으로 배당수익률은 3-4%를 기록하며 배당주로서의 매력을 지속할 것으로 예상되기 때문이다.

효성 스판덱스 생산능력 전망



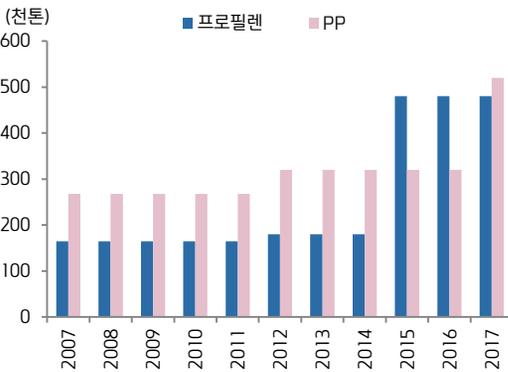
자료: 효성, 키움증권 리서치

스판덱스 원가 추이



자료: Cischem, 키움증권 리서치

효성 PP/PDH 생산능력 추이



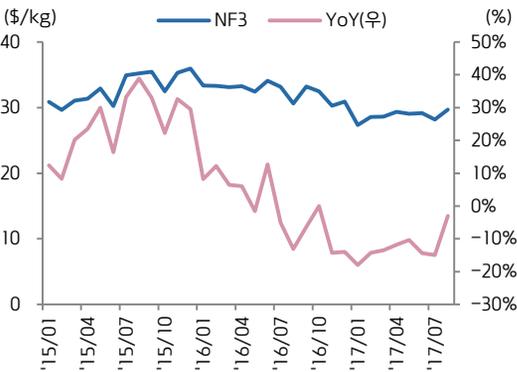
자료: KITA, 키움증권 리서치

효성 스판덱스 제품



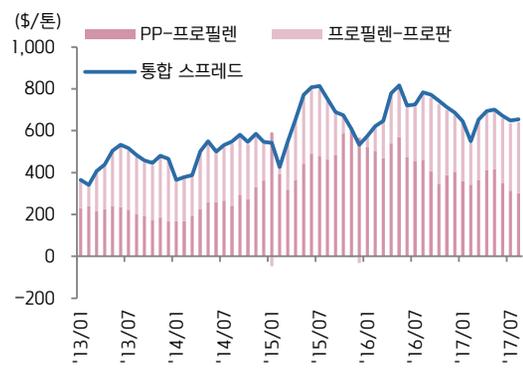
자료: 효성, 키움증권 리서치

국내 NF3 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 PP 스프레드(프로판) 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

효성 NF3 제품



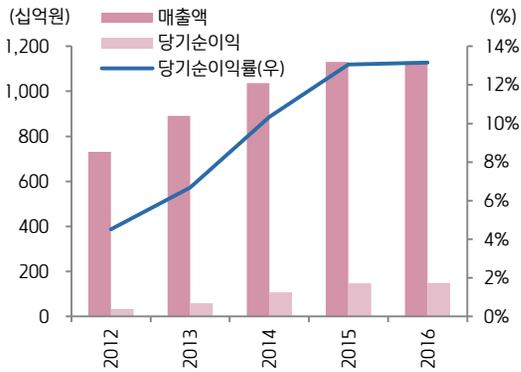
자료: 효성, 키움증권 리서치

효성 부문별 영업이익 추이



자료: 효성, 키움증권 리서치

효성 베트남 실적 추이



자료: 효성, 키움증권 리서치

효성 베트남 타이어코드 공장 전경



자료: 효성, 키움증권 리서치

효성 실적 전망 (단위: 십억원)

	2016				2017				2015	2016	2017E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4E	Annual	Annual	Annual	
매출액	석유	485	516	480	499	480	549	564	692	2,105	1,979	2,286
	산업자재	627	622	568	567	620	604	597	566	2,375	2,384	2,387
	화학	281	305	308	300	366	349	352	348	1,068	1,194	1,416
	중공업	542	703	547	766	488	545	532	761	2,493	2,557	2,326
	건설	204	198	214	278	222	286	218	284	891	892	1,010
	무역 외	675	739	725	783	695	776	768	860	3,527	2,922	3,099
	합계	2,813	3,082	2,842	3,192	2,871	3,108	3,032	3,511	12,458	11,929	12,523
영업 이익	석유	87	93	67	65	70	73	79	78	426	312	300
	산업자재	44	74	54	47	66	53	64	60	147	219	242
	화학	17	40	42	49	32	22	32	32	101	147	118
	중공업	42	84	24	39	24	27	32	39	152	189	123
	건설	18	19	30	12	19	25	30	13	43	78	86
	무역 외	14	22	32	4	21	20	24	7	81	72	73
	합계	222	331	248	215	232	220	261	228	950	1,016	941

자료: 효성, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	124,585	119,291	125,229	129,527	130,029
매출원가	104,298	97,710	104,374	107,067	106,010
매출총이익	20,287	21,581	20,854	22,460	24,019
판매비및일반관리비	10,785	11,418	11,440	11,829	12,678
영업이익(보고)	9,502	10,163	9,415	10,631	11,341
영업이익(핵심)	9,502	10,163	9,415	10,631	11,341
영업외손익	-3,529	-3,198	-1,421	-1,789	-2,062
이자수익	58	73	45	46	47
배당금수익	6	2	0	0	0
외환이익	3,009	3,889	3,950	3,800	3,792
이자비용	1,793	1,703	1,734	1,989	2,200
외환손실	4,519	4,669	3,840	3,861	3,886
관계기업지분법손익	115	283	56	58	58
투자및기타자산처분손익	634	119	35	38	38
금융상품평가및기타금융이익	-610	-160	458	226	196
기타	-428	-1,032	-391	-107	-107
법인세차감전이익	5,973	6,965	7,994	8,842	9,279
법인세비용	714	2,211	2,066	2,057	2,159
유효법인세율 (%)	12.0%	31.7%	25.8%	23.3%	23.3%
당기순이익	5,259	4,754	5,928	6,785	7,120
지배주주지분손이익(억원)	4,927	4,555	5,692	6,464	6,784
EBITDA	15,202	16,397	15,047	16,635	17,726
현금순이익(Cash Earnings)	10,960	10,988	11,561	12,789	13,505
수정당기순이익	5,237	4,783	5,556	6,584	6,942
증감율(% YoY)					
매출액	2.3	-4.2	5.0	3.4	0.4
영업이익(보고)	58.3	7.0	-7.4	12.9	6.7
영업이익(핵심)	58.3	7.0	-7.4	12.9	6.7
EBITDA	35.6	7.9	-8.2	10.5	6.6
지배주주지분 당기순이익	83.0	-7.5	24.9	13.6	4.9
EPS	83.0	-7.5	24.9	13.6	4.9
수정순이익	210.0	-8.7	16.2	18.5	5.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	13,565	18,310	13,399	15,796	18,405
당기순이익	5,973	6,965	5,928	6,785	7,120
감가상각비	5,701	6,234	5,633	6,004	6,385
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	1,235	223	-110	61	94
자산처분손익	20	20	-35	-38	-38
지분법손익	0	0	-56	-58	-58
영업활동자산부채 증감	661	3,542	2,438	3,612	5,504
기타	-24	1,326	-400	-569	-602
투자활동현금흐름	-7,086	-9,074	-10,283	-10,384	-9,515
투자자산의 처분	-170	-903	-1,332	-947	-68
유형자산의 처분	452	487	0	0	0
유형자산의 취득	-7,022	-9,033	-9,484	-9,959	-9,959
무형자산의 처분	-260	-258	0	0	0
기타	-85	633	534	522	511
재무활동현금흐름	-6,774	-10,182	7,079	7,457	7,361
단기차입금의 증가	-4,831	-7,385	0	0	0
장기차입금의 증가	-985	-1,454	8,536	8,963	8,963
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-878	-1,349	-1,663	-1,663	-1,663
기타	-81	7	207	158	62
현금및현금성자산의순증가	-137	-816	10,195	12,870	16,251
기초현금및현금성자산	5,269	5,133	4,317	14,512	27,382
기말현금및현금성자산	5,133	4,317	14,512	27,382	43,633
Gross Cash Flow	12,904	14,768	10,960	12,185	12,901
Op Free Cash Flow	7,445	7,422	5,685	7,715	10,527

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	42,172	40,484	52,480	66,653	83,056
현금및현금성자산	5,133	4,317	14,512	27,382	43,633
유동금융자산	787	545	572	592	594
매출채권및유동채권	21,269	20,354	21,368	22,101	22,187
재고자산	14,983	15,248	16,007	16,556	16,620
기타유동비금융자산	0	20	21	22	22
비유동자산	97,960	100,724	106,081	111,142	114,886
장기매출채권및기타비유동채권	2,585	2,702	2,837	2,934	2,945
투자자산	33,787	34,514	35,794	36,703	36,750
유형자산	56,288	58,450	62,302	66,256	69,830
무형자산	4,527	4,201	4,201	4,201	4,201
기타비유동자산	774	856	947	1,048	1,160
자산총계	140,132	141,208	158,561	177,795	197,942
유동부채	67,183	68,831	72,981	77,832	83,480
매입채무및기타유동채무	19,283	22,728	26,788	31,574	37,216
단기차입금	33,602	27,381	27,381	27,381	27,381
유동성장기차입금	13,622	16,423	16,423	16,423	16,423
기타유동부채	677	2,299	2,388	2,453	2,461
비유동부채	38,228	33,965	42,903	52,166	61,207
장기매입채무및비유동채무	3,867	3,933	4,128	4,270	4,287
사채및장기차입금	30,559	26,622	35,158	44,120	53,083
기타비유동부채	3,801	3,411	3,617	3,775	3,837
부채총계	105,411	102,796	115,884	129,998	144,687
자본금	1,756	1,756	1,756	1,756	1,756
주식발행초과금	1,308	1,308	1,308	1,308	1,308
이익잉여금	26,604	29,963	34,087	38,980	44,190
기타자본	2,914	3,165	3,165	3,165	3,165
지배주주지분자본총계	32,583	36,192	40,316	45,209	50,419
비지배주주지분자본총계	2,139	2,220	2,360	2,589	2,835
자본총계	34,721	38,412	42,676	47,798	53,254
순차입금	71,863	65,564	63,877	59,950	52,660
총차입금	77,783	70,426	78,962	87,925	96,887

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	14,030	12,971	16,207	18,407	19,317
BPS	92,782	103,060	114,804	128,737	143,574
주당EBITDA	43,290	46,692	42,849	47,369	50,477
CFPS	31,209	31,288	32,920	36,417	38,457
DPS	3,500	5,000	5,000	5,000	5,000
주가배수(배)					
PER	8.4	11.2	8.6	7.6	7.2
PBR	1.3	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.6	7.3	7.6	6.7	5.9
PCFR	3.8	4.7	4.2	3.8	3.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.6	8.5	7.5	8.2	8.7
영업이익률(핵심)	7.6	8.5	7.5	8.2	8.7
EBITDA margin	12.2	13.7	12.0	12.8	13.6
순이익률	4.2	4.0	4.7	5.2	5.5
자기자본이익률(ROE)	16.5	13.0	14.6	15.0	14.1
투자자본이익률(ROIC)	11.5	9.6	9.9	11.1	12.0
안정성(%)					
부채비율	303.6	267.6	271.5	272.0	271.7
순차입금비율	207.0	170.7	149.7	125.4	98.9
이자보상배율(배)	5.3	6.0	5.4	5.3	5.2
활동성(배)					
매출채권회전율	5.8	5.7	6.0	6.0	5.9
재고자산회전율	8.7	7.9	8.0	8.0	7.8
매입채무회전율	6.5	5.7	5.1	4.4	3.8

KIWOOM 

ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

코오롱인더 (120110)



BUY(Maintain)

주가(10/13) 70,400원

목표주가 94,000원

투자를 발목잡았던 듀폰과의 소송이 끝난 가운데, 전 사업부문의 안정적 성장을 바탕으로 향후 전 사업부문의 신증설이 점진적으로 증가할 전망이다. 또한 필름/전자재료부문은 PET필름 공급과잉이 지속되고 있으나, CPI필름 등 신규 제품 등장으로 실적의 반등이 예상된다.

Stock Data

KOSPI (10/13)	2,473.62pt		
시가총액	18,554억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	81,500원	65,300원	
최고/최저가대비 등락율	-13.62%	7.81%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-12.4%	-16.5%
	6M	2.0%	-11.4%
	1Y	-9.0%	-25.9%

Company Data

발행주식수		27,920천주
일평균 거래량(3M)		169천주
외국인 지분율		18.98%
배당수익률(17.E)		1.49%
BPS (17.E)		70,954원
주요 주주	코오롱 외 17인	37.63%
	국민연금공단	12.76%

Price Trend



필름부문, 턴어라운드 전망

>>> 올해 하반기부터 증설 효과 등을 고려할 필요가 있다

코오롱인더는 듀폰과의 소송 이후 주력 제품의 생산능력을 점진적으로 확대하고 있다. 이 증설분들이 올해 하반기부터 내후년까지 이어질 것으로 보인다.

1) 높은 마진율을 기록하고 있는 폴리에스터 스판본드의 증설이 올해 말에 완료된다. 이에 동사의 스판본드 생산능력은 1.6만톤에서 2.2만톤까지 확대되며, 기존 스판본드 매출액이 700억원 수준에서 내년 1,000억원을 상회할 것으로 전망된다.

2) 동사의 연결 자회사 코오롱플라스틱은 내년 중순 이후 코오롱바스프이노폼 합작 플랜트 및 고점도 플랜트 증설을 완료할 계획이다. POM 수급이 타이트한 상황을 지속하는 가운데, 독일 바스프 POM 플랜트 폐쇄로 증설분의 빠른 시장 침투가 가능할 전망이다.

3) 내년 하반기 동사의 베트남 1차 폴리에스터 타이어코드 플랜트가 완공된다. 생산능력은 1.8만톤이며, 2차 폴리에스터 타이어코드 플랜트(1.8만톤)는 2020년에 완공될 전망이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	48,565	45,622	46,065	52,016	55,944
보고영업이익(억원)	2,805	2,767	2,265	3,506	4,009
핵심영업이익(억원)	2,805	2,767	2,265	3,506	4,009
EBITDA(억원)	4,743	4,753	4,096	5,430	6,020
세전이익(억원)	-1,377	2,389	2,281	3,460	3,926
순이익(억원)	-1,451	1,760	1,744	2,699	3,062
지배주주지분순이익(억원)	-1,443	1,702	1,769	2,680	3,041
EPS(원)	-5,177	6,102	6,337	9,599	10,893
증감율(%YoY)	N/A	N/A	3.9	51.5	13.5
PER(배)	-12.1	12.1	11.1	7.3	6.5
PBR(배)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	7.0	7.8	9.0	6.9	6.2
보고영업이익률(%)	5.8	6.1	4.9	6.7	7.2
핵심영업이익률(%)	5.8	6.1	4.9	6.7	7.2
ROE(%)	-7.3	8.6	8.1	11.8	12.0
순부채비율(%)	85.1	80.1	84.8	77.9	68.7

베트남 빈증성에 위치한 동사의 신규 타이어코드 공장은 원사 생산부터 제직, 열처리, 완제품에 이르는 일괄 생산체계를 갖출 전망이며, 투자비 규모를 고려할 경우 법인세 면제, 법인세율 감면, 수출입 관세 혜택, 부지 이용 등 추가적인 인센티브 조항이 존재할 가능성이 커 보인다.

한편 베트남의 인건비는 한국의 1/5 수준에 불과하다. 해외 경쟁사의 타이어코드 원가 중 인건비가 차지하는 비중이 15% 수준인 점을 고려하면, 베트남 타이어코드 공장은 국내 공장 대비 약 12% 수준의 총 원가 개선(기타 원가 동일 가정)이 가능해질 전망이다.

4) 동사는 올해 11월 기계적 완공 후 내년 1분기에 폴더블 디스플레이의 핵심 부품인 윈도우 커버용 CPI필름 양산 라인을 가동할 전망이다. 폴더블폰 개화 시기에 대한 시장의 노이즈가 확대된 상황이나, 동사의 경우 양산 라인 건설 및 국내/외 특허 보유 등으로 타 경쟁사 대비 경쟁력 우위를 확보하고 있는 것으로 보인다.

올해 11월에 기계적으로 완공되는 동사의 양산 라인은 풀 가동 시 약 3,000억원의 매출액이 예상되며, 기존 PI필름 대비 더 높은 마진율을 기록할 것으로 추정된다. 한편 동사는 Pilot 설비를 활용해 인폴딩/아웃폴딩/인앤아웃폴딩 등 다양한 방식의 CPI필름을 고객사와 테스트 중에 있는 것으로 보인다.

5) 동사는 자동차 전장과 통신용 서버 시장 확대에 발맞춰 약 300억원을 투자하여, 전자재료용 특수 에폭시수지와 경화제용 페놀수지 생산능력을 확대할 계획이다. 증설 라인은 김천 공장 내에 내년 9월에 완공될 전망이다. 이에 전자재료용 특수 에폭시수지 매출액은 약 1,000억원 수준에서 600억원이 증가할 전망이다. 동사의 특수 에폭시수지는 에폭시수지 제조에 사용되는 중간체도 자체 생산하고 있어, 범용 에폭시수지 대비 높은 마진율을 기록하고 있는 것으로 보인다.

6) 동사는 올해 하반기 중 중국 안타와 코오롱스포츠 관련 합작회사를 설립할 계획이다. 신규 설립 합작 법인은 동사, 코오롱, 안타 등 3개사가 참여할 전망이다. 동사는 2006년 중국에 진출해 1선 도시등에 작년 말 기준 214개의 매장을 운영하고 있었지만, 2/3선 도시 진출 확대를 위하여 중국 내 인지도 및 영업력이 뛰어난 안타와 합작함으로써 내년 이후 사업 시너지가 발생할 전망이다. 한편 이번 합작사 설립으로 중국뿐만 아니라 대만/홍콩/마카오 등 중화권 전체로 사업 영역을 확장해 전개할 전망이다. 다만 올해 3분기 이후 중국 코오롱스포츠부문은 지분법업체로 전환될 것으로 보인다.

DuraFiber, 미국 PET 타이어코드 공장 폐쇄 전망

Performance Fibers는 아시아 지역 설비를 매각 후 DuraFiber로 사명을 변경하였다. DuraFiber는 미국/프랑스/독일/멕시코에 생산거점을 보유하고 있으며, 폴리에스터 고강력사를 제조하고 있다. 아시아 지역 설비 매각 전에는 효성에 이어 세계 폴리에스터 타이어코드 2위의 점유율을 보유하고 있었다. 하지만 DuraFiber는 미국 North Carolina/South Carolina 공장에 대해 올해 9월 11일까지 매수자가 없을 경우 공장 폐쇄를 취할 것이라고 밝혔다. 30년이 넘은 노후화된 설비이며, 인건비/에너지/수송/원재료 비용 등을 고려하면 채산성이 부족하기 때문이다.

한편 DuraFiber의 미국 산업용 폴리에스터 원사 생산능력은 연산 8만톤이며, 그 중 폴리에스터 타이어코드는 3만톤으로 추정된다. DuraFiber의 노후화 폴리에스터 타이어코드 폐쇄로 동사 및 효성 등 국내 PET 타이어코드 업체의 반사수혜가 전망된다.

필름/전자재료부문, 올해 하반기부터 점진적 개선 전망

작년 3분기 이후 동사의 필름/전자재료부문은 적자를 지속하고 있다. 하지만 올해 하반기부터 점진적 실적 개선이 전망된다. 1) DFR을 생산하는 हे주 법인의 경우 스피드 업 등을 통하여 물량이 확대되면서 적자폭을 줄일 전망이고, 2) 내년부터 일부 PET필름 라인의 오버헤드 코스트 감소 효과가 예상되며, 3) 판가가 높은 MLCC용 PET필름의 판매가 확대되고 있기 때문이다.

삼성전자, 내년 폴더블 스마트폰 출시 목표

삼성전자는 기존 보수적 스탠스에서 벗어나, 갤럭시노트8 미디어데이에서 폴더블 스마트폰 관련 언급을 하였다. 삼성전자는 폴더블 스마트폰도 갤럭시 노트 시리즈 개발 로드맵에 들어 있으며, 일부 기술 장벽을 극복해 내년에 출시하는 것으로 목표로 개발 중에 있는 것으로 보인다. 이는 Lenovo, ZTE 등 중국 업체 및 Microsoft(Surface Phone)가 최근 언론 등으로 통하여 폴더블 디바이스 진출 움직임 확대에 따른 선제적 대응으로 판단된다.

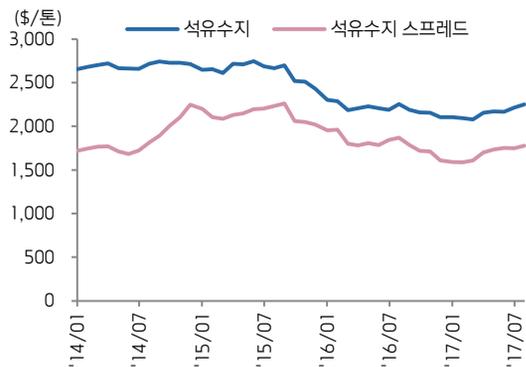
실적 전망

동사의 내년 영업이익은 3,506억원으로 올해 대비 큰 폭의 실적 개선이 전망된다. 베트남 PET 타이어코드, 스판본드, 특수 에폭시/페놀수지, 미주/동남아시아 에어백, POM 합작 및 고점도 POM 등의 신증설이 내년부터 실적에 반영되기 시작할 것으로 예상되기 때문이다.

투자의견 Buy(유지), 목표주가 94,000원(유지)

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 94,000원 유지한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 동사는 주력 제품군의 국내/외 독과점적 시장점유율을 지속하고 있으며, 2) 타이어코드/스판본드/에어백 등의 증설로 내년 실적 개선폭이 클 것으로 예상되며, 3) CPI필름 등 향후 모멘텀이 큰 신규 성장동력을 확보하고 있기 때문이다.

국내 석유수지 가격 및 스프레드 추이



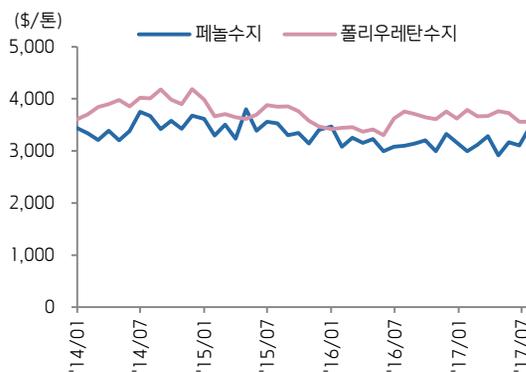
자료: KITA, Bloomberg, 키움증권 리서치

코오롱인더 석유수지 생산능력 추이



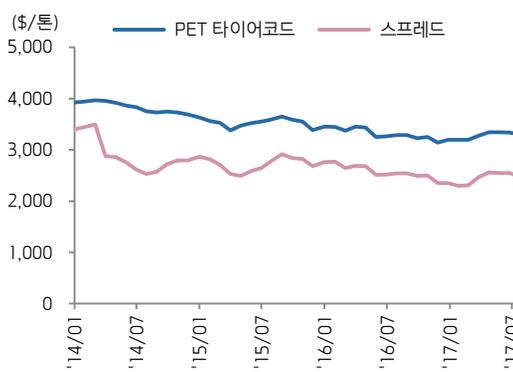
자료: 코오롱인더, 키움증권 리서치

국내 페놀/폴리우레탄수지 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 PET 타이어코드 가격 및 스프레드 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

코오롱인더 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E
매출액	1,150	1,134	1,037	1,240	1,150	1,124	1,107	1,225	4,857	4,562	4,606
산업자재	453	438	400	450	428	423	426	436	1,759	1,740	1,713
화학	216	200	196	205	234	204	204	205	1,019	817	848
필름/전자재료	118	119	122	115	122	121	139	142	502	474	524
패션	263	275	230	370	258	264	247	350	1,152	1,137	1,120
의류소재 외	101	103	90	101	108	111	92	92	425	395	402
영업이익	86	77	48	65	46	54	47	79	280	277	227
산업자재	39	41	31	34	27	32	33	33	144	145	126
화학	29	27	25	24	23	23	23	20	117	104	90
필름/전자재료	3	0	-1	-3	-4	-3	1	2	-3	0	-4
패션	15	16	-2	26	10	12	-3	28	60	55	47
의류소재 외	0	-7	-5	-16	-11	-10	-7	-4	-37	-27	-32

자료: 코오롱인더, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	48,565	45,622	46,065	52,016	55,944
매출원가	35,745	32,817	34,128	35,674	37,306
매출총이익	12,820	12,805	11,937	16,343	18,638
판매비및일반관리비	10,015	10,038	9,672	12,837	14,629
영업이익(보고)	2,805	2,767	2,265	3,506	4,009
영업이익(핵심)	2,805	2,767	2,265	3,506	4,009
영업외손익	-4,181	-379	15	-46	-83
이자수익	64	68	79	85	93
배당금수익	5	11	41	49	54
외환이익	556	647	727	639	630
이자비용	702	624	655	719	786
외환손실	799	801	698	680	685
관계기업지분법손익	293	400	595	613	634
투자및기타자산처분손익	10	138	-35	-28	-26
금융상품평가및기타금융이익	78	25	-66	-5	3
기타	-3,686	-243	28	0	0
법인세차감전이익	-1,377	2,389	2,281	3,460	3,926
법인세비용	75	629	537	761	864
유효법인세율 (%)	-5.4%	26.3%	23.5%	22.0%	22.0%
당기순이익	-1,451	1,760	1,744	2,699	3,062
지배주주지분손이익(억원)	-1,443	1,702	1,769	2,680	3,041
EBITDA	4,743	4,753	4,096	5,430	6,020
현금순이익(Cash Earnings)	487	3,746	3,574	4,622	5,072
수정당기순이익	-1,544	1,639	1,844	2,732	3,080
증감율(% YoY)					
매출액	-9.0	-6.1	1.0	12.9	7.6
영업이익(보고)	66.1	-1.3	-18.1	54.8	14.4
영업이익(핵심)	66.1	-1.3	-18.1	54.8	14.4
EBITDA	31.6	0.2	-13.8	32.6	10.9
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	3.9	51.5	13.5
EPS	N/A	N/A	3.9	51.5	13.5
수정순이익	N/A	N/A	12.5	48.1	12.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,658	3,396	1,890	2,805	3,629
당기순이익	-1,451	1,760	1,744	2,699	3,062
감가상각비	1,880	1,892	1,742	1,842	1,933
무형자산상각비	58	95	88	82	77
외환손익	149	41	-29	41	54
자산처분손익	52	141	35	28	26
지분법손익	-288	-400	-595	-613	-634
영업활동자산부채 증감	2,291	-731	-88	-1,192	-786
기타	966	600	-1,007	-82	-103
투자활동현금흐름	-3,766	-2,618	-3,064	-3,424	-3,287
투자자산의 처분	-1,702	-506	0	-354	-217
유형자산의 처분	64	163	0	0	0
유형자산의 취득	-2,017	-2,431	-3,000	-3,000	-3,000
무형자산의 처분	-162	-82	0	0	0
기타	51	237	-64	-71	-71
재무활동현금흐름	411	-185	1,908	2,152	1,994
단기차입금의 증가	330	-712	0	0	0
장기차입금의 증가	-215	1,016	2,100	2,100	2,100
자본의 증가	98	304	0	0	0
배당금지급	-146	-149	-308	-169	-253
기타	345	-645	116	221	146
현금및현금성자산의순증가	315	536	734	1,533	2,336
기초현금및현금성자산	621	935	1,472	2,205	3,738
기말현금및현금성자산	935	1,472	2,205	3,738	6,074
Gross Cash Flow	1,367	4,128	1,979	3,997	4,416
Op Free Cash Flow	5,007	780	1,007	1,238	1,263

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	19,447	20,676	21,596	25,634	29,623
현금및현금성자산	935	1,472	2,205	3,738	6,074
유동금융자산	1,191	701	708	800	860
매출채권및유동채권	8,772	10,535	10,637	12,012	12,919
재고자산	8,527	7,948	8,025	9,062	9,747
기타유동비금융자산	21	19	19	22	23
비유동자산	30,414	31,816	33,622	35,764	37,708
장기매출채권및기타비유동채권	1,167	823	831	938	1,009
투자자산	5,248	6,825	7,453	8,412	9,295
유형자산	21,529	22,023	23,281	24,439	25,506
무형자산	1,970	1,918	1,830	1,748	1,671
기타비유동자산	499	227	227	227	227
자산총계	49,861	52,491	55,217	61,397	67,331
유동부채	18,284	19,649	19,730	20,809	21,521
매입채무및기타유동채무	7,157	7,630	7,704	8,700	9,356
단기차입금	7,736	6,637	6,637	6,637	6,637
유동성장기차입금	2,909	4,731	4,731	4,731	4,731
기타유동부채	483	651	658	742	797
비유동부채	11,933	11,589	13,824	16,395	18,807
장기매입채무및비유동채무	2,291	1,918	1,937	2,187	2,352
사채및장기차입금	8,198	7,824	9,924	12,024	14,124
기타비유동부채	1,443	1,847	1,963	2,184	2,330
부채총계	30,217	31,239	33,554	37,204	40,328
자본금	1,394	1,396	1,396	1,396	1,396
주식발행초과금	8,028	8,045	8,045	8,045	8,045
이익잉여금	7,421	8,788	10,270	12,792	15,595
기타자본	452	556	556	556	556
지배주주지분자본총계	18,320	19,810	20,267	22,789	25,592
비지배주주지분자본총계	1,324	1,443	1,397	1,404	1,411
자본총계	19,644	21,253	21,664	24,193	27,003
순차입금	16,716	17,019	18,378	18,854	18,557
총차입금	18,843	19,192	21,292	23,392	25,492

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-5,177	6,102	6,337	9,599	10,893
BPS	65,694	70,954	72,589	81,622	91,663
주당EBITDA	17,013	17,039	14,669	19,448	21,560
CFPS	1,749	13,427	12,801	16,556	18,168
DPS	500	1,100	600	900	900
주가배수(배)					
PER	-12.1	12.1	11.1	7.3	6.5
PBR	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.0	7.8	9.0	6.9	6.2
PCFR	35.9	5.5	5.5	4.3	3.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.8	6.1	4.9	6.7	7.2
영업이익률(핵심)	5.8	6.1	4.9	6.7	7.2
EBITDA margin	9.8	10.4	8.9	10.4	10.8
순이익률	-3.0	3.9	3.8	5.2	5.5
자기자본이익률(ROE)	-7.3	8.6	8.1	11.8	12.0
투자자본이익률(ROIC)	9.0	6.4	6.8	10.1	8.2
안정성(%)					
부채비율	153.8	147.0	154.9	153.8	149.3
순차입금비율	85.1	80.1	84.8	77.9	68.7
이자보상배율(배)	4.0	4.4	3.5	4.9	5.1
활동성(배)					
매출채권회전율	5.3	4.7	4.4	4.6	4.5
재고자산회전율	5.7	5.5	5.8	6.1	5.9
매입채무회전율	7.0	6.2	6.0	6.3	6.2

KIWOOM 

ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

SKC (011790)



BUY(Maintain)

주가(10/13) 40,350원

목표주가 52,000원

S-Oil 등의 신증설로 향후 동사 화학부문의 마진율에 대한 시장의 우려가 크다. 하지만 신규 플랜트 가동에 대한 학습효과를 고려하면, 이 물량이 의미있게 나오는 시기는 2019년이다. 한편 동사는 전 사업부문의 차별화 및 고부가 제품 비중을 공격적으로 확대하고 있다.

Stock Data

KOSPI (10/13)	2,473.62pt		
시가총액	15,145억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	43,400원	27,050원	
최고/최저가대비 등락			
율	-7.03%	49.17%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-1.9%	-6.4%
	6M	40.1%	21.7%
	1Y	46.5%	19.3%

Company Data

발행주식수	37,535천주	
일평균 거래량(3M)	249천주	
외국인 자본율	12.30%	
배당수익률(17.E)	1.86%	
BPS (17.E)	40,738원	
주요 주주	SK 외 11인	41.70%
	국민연금공단	12.95%

Price Trend



국내 대표 스페셜티 케미칼 업체

>>> 화학, 견고한 스프레드 유지

올해 Sadara 등 일부 신증설로 작년과 같은 대규모 PO 수급 차질 현상은 제한될 것으로 보인다. 하지만 PO의 차별화된 국내 시장점유율 보유, PG/PPG 등 유도체 비중 확대 및 원재료인 프로필렌 가격 하향 안정화에 따른 스프레드 건조세 지속 등으로 동사 화학부문은 내년에도 양호한 실적 흐름이 지속될 전망이다.

한편 미쓰이케미칼과 합작한 폴리우레탄 사업은 경쟁 열위인 TDI/MDI 일부 플랜트 폐쇄 효과로 인하여 추가적인 실적 개선이 예상된다.

>>> 내년 필름부문, 본격적인 턴어라운드

동사의 필름부문 영업이익률은 올해 1.2% 수준에서 내년 5% 이상으로 상승할 전망이다. 이는 1) 재고 처리, 로열티 지급 및 제품 믹스 전환에 따른 SKC Inc의 200억원 이상의 적자가 내년부터는 크게 감소할 전망이고, 2) 통합 작업 등으로 올해 이익이 크지 않을 것으로 전망되는 SKC HT&M가 내년에는 보수적으로도 200억원 수준의 영업이익을 기록할 것으로 예상되며, 3) TAC 대체, PVB, Co-PET, CPI필름 등 고부가 필름의 판매 확대가 전망되기 때문이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	24,657	23,594	25,387	27,162	28,568
보고영업이익(억원)	2,179	1,493	1,875	2,426	2,693
핵심영업이익(억원)	2,179	1,493	1,875	2,426	2,693
EBITDA(억원)	3,607	2,741	3,046	3,616	3,901
세전이익(억원)	4,155	1,196	2,066	2,267	2,596
순이익(억원)	2,456	293	1,624	1,768	2,025
지배주주지분순이익(억원)	2,722	428	1,481	1,627	1,863
EPS(원)	7,426	1,150	3,945	4,334	4,963
증감율(%YoY)	287.6	-84.5	243.1	9.9	14.5
PER(배)	4.6	28.7	10.2	9.3	8.1
PBR(배)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	7.2	7.6	9.4	7.7	6.9
보고영업이익률(%)	8.8	6.3	7.4	8.9	9.4
핵심영업이익률(%)	8.8	6.3	7.4	8.9	9.4
ROE(%)	17.2	1.9	10.2	10.2	10.7
순부채비율(%)	95.6	80.5	72.3	62.2	51.8

국내 PO 경쟁 심화?

현재 S-Oil의 PO 신증설 계획으로 향후 PO 시장에 대한 공급 과잉 및 동사의 PO 독점구조가 깨지고 출혈경쟁이 심화될 것이라는 시장의 우려 섞인 시각이 존재한다. 국내 독과점적인 시장에 업스트림을 통합한 경쟁사의 출현은 일견 동사 실적에 부정적인 것은 맞다. 다만 2019년까지 PO 업황과 수급은 현재와 큰 변화가 없을 것으로 보인다. 우선 동사는 PG 등 PO 다운스트림 생산능력을 확대하며 향후 PO 소싱에 대한 전략을 탄력적으로 운영할 계획이며, S-Oil이 2018년 상반기 PO 30만톤을 신설하더라도 원활한 가동률을 달성하기 위해서는 일정 기간의 플랜트 안정화가 필요할 것으로 보이기 때문이다. 또한 동사는 JV인 MCNS의 PU 시스템하우스 확대를 통하여 PO 자가소비분을 높일 것으로 보여, 향후 PO 가격 변동에 따른 실적 변동성이 상당 부분 줄어들 가능성도 상존한다.

실적 전망

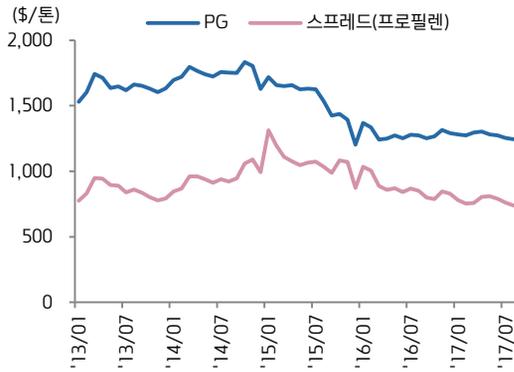
동사는 올해 상반기에 이어 하반기에도 증익 추세를 이어갈 전망이다. 이는 1) 올해 2분기 SKC HT&M 지분 인수로 고부가 소재 밸류 체인 확보 효과가 예상되고, 2) 마진율이 견고한 PG의 증설(+5만톤)이 올해 4분기 화학부문 실적에 계상될 전망이며, 3) New Biz 및 기타부문도 전방 산업 성장에 따라 반도체 부품/소재 사업(CMP, 자성소재 등)의 추가적인 실적 개선이 전망되기 때문이다. 한편 무선충전 관련 제품은 올해 상반기에는 매출액이 크지 않았지만, 올해 하반기에는 글로벌 메이저 휴대폰 업체와 협력을 통하여 약 300억원 수준의 매출액을 달성할 전망이다. 향후 동사는 마그네틱 소재뿐만 아니라 무선충전 관련 밸류 체인의 추가 진출도 검토하고 있는 것으로 보인다.

또한 지분법 업체인 MCNS는 전 분기 정기보수 진행에 따른 기저효과 및 최근 TDI 가격 급등으로 올해 3분기 증익 폭이 클 것으로 예상된다.

투자의견 Buy(유지), 목표주가 52,000원(유지)

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 52,000원 유지한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 화학부문은 마진 피크 우려 속에서도 다운스트림 확대 등 제품 포트폴리오 개선(PG 추가 증설, CMP Pad 진출 검토 등)으로 여전히 견고한 마진율을 유지하고 있고, 2) SK텔레시스, SKC솔믹스 등 투자사의 실적 개선세가 올해부터 본격적으로 나타나고 있으며, 3) SKC HT&M 지분 인수 및 SKC Inc 제품믹스 개선으로 필름부문 실적이 내년부터 본격적으로 턴어라운드할 것으로 전망되기 때문이다.

국내 PG 가격 및 스프레드 추이



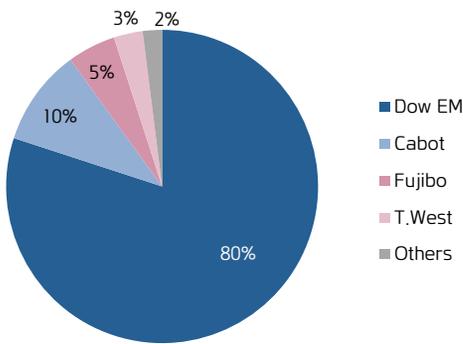
자료: KITA, 키움증권 리서치

PO 체인 용도

구분	용도
PO	Polyol, PG, PG Ether, 계면활성제, 난연제
Propylene Glycol	PG: 윤활제, 부동액, 보습제, 화장품 Unsaturated Polyester Resin: FRP 용(육조, 물탱크), Non-FRP 용(도장, 악기)
Polyol PU	Flexible Foam: 자동차, 침구류 및 신발 쿠션제
	Semi Rigid Foam: 자동차 내장재, 가구
	Rigid Foam: 냉장고 및 냉동 컨테이너, 단열재, 건축재, 포장재
Non Foam	엘라스토머, 코팅제, 바닥재, RIM
PG Ether	광택제, 윤활제, 용제, 계면활성제

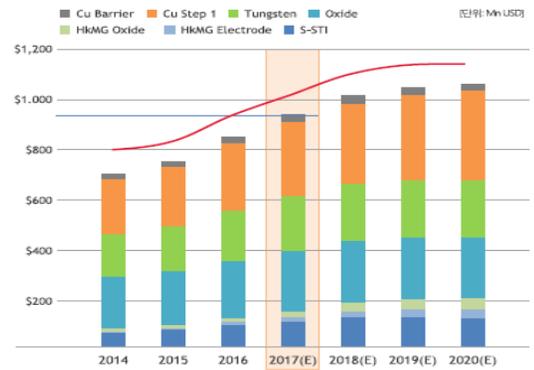
자료: Cischem, 키움증권 리서치

세계 CMP 패드 시장점유율



자료: SKC, 키움증권 리서치

세계 CMP 시장 추이



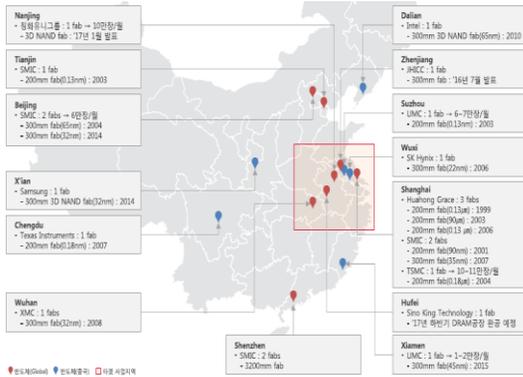
자료: SKC, 키움증권 리서치

아시아 지역 PG 생산능력 현황 (단위: 천톤)

업체명	공장위치	생산능력
Dow Chemical	Map Ta Phut, Thailand	150
Nihon Oxirane	Sodegaura, Japan	100
SKC Chemicals	Ulsan, Korea	100
Shell Eastern Petroleum	Seraya, Singapore	80
CNOOC/Shell Petrochemicals	Huizhou, China	60
Asahi Glass	Kashima, Japan	42
Asahi Denka	Sodegaura, Japan	33
Manail Petrochemical	Chennai, India	20

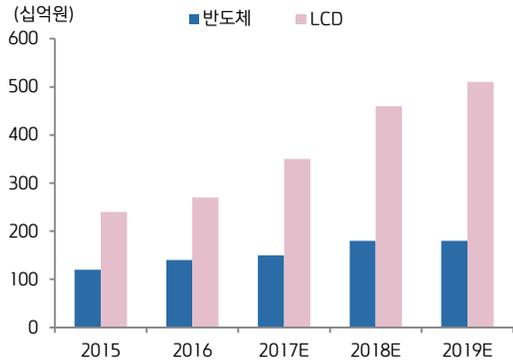
주: higher glycols 포함. * MPG(monopropylene glycol) 생산능력
 자료: Cischem, 키움증권 리서치

중국 반도체/LCD 신증설 추진



자료: SKC, 키움증권 리서치

중국 반도체/LCD 공정용 Chemical 시장 전망



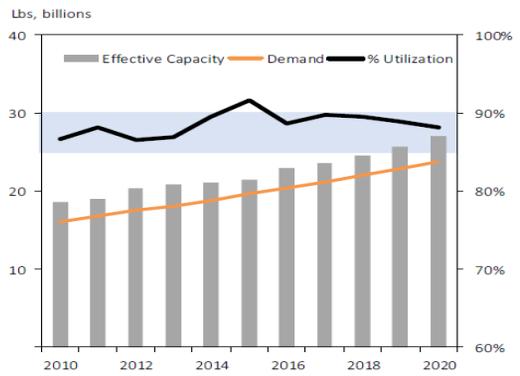
자료: SKC, 키움증권 리서치

SKC 무선충전 사업 현황(제품 라인업)

사업화	14년	15년			16년	17년
소재	Ni-Zn Ferrite	Mn-Zn Ferrite	PMS: Polymer Magnet Sheet	Amorphous	Nanocrystal	MARCEL 복합소재
SKC 품목	SKFS GF Series	SKFS MN Series	PMS S Series (Sensat)	PMS CP Series	Amorphous + Ferrite Sheet	SKVN Series, SKMAG Series
적용 Application	NFC	WPC Tx	WPC Rx	NFC	RF Noise 흡수	WPC Rx, WPC Tx, NFC+RAY
적용제품	• NFC / RFID • 쿨러/모뎀 다수 • 무선충전 Rx • 고주파 부품 • Ni-Zn Ferrite → 해외이수	• 무선충전 Tx • S6, S7, S8 Tx • Accessory • 차량용 Tx • 가구용 Tx	• 무선충전 Rx • MID • Watch • Accessory	• NFC / RFID • Tablet PC용 • WME 필터	• 고주파 전자파 흡수재 • 무선충전 Rx Hybrid Type • S6 Rx	• 무선충전 Rx • NFC+RAY • 3CombiII • NFC+RAY+WPC • S7, S8 Rx • 복합소재 • PCB+가성소재 → 17.A Series

자료: SKC, 키움증권 리서치

세계 PO 수급 추이



자료: LYB, 키움증권 리서치

SKC 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E
매출액	557	574	587	642	587	615	601	736	2,466	2,359	2,539
화학사업	180	197	178	166	198	192	183	208	907	722	781
필름사업	238	227	241	220	225	221	229	238	963	926	913
New Biz.	139	150	168	256	164	202	189	290	596	712	844
영업이익	45	45	18	41	38	44	47	58	218	149	188
화학사업	33	33	28	16	32	33	30	38	178	110	133
필름사업	4	1	-21	10	-1	3	5	5	19	-7	11
New Biz.	9	11	11	15	7	9	12	16	21	46	44

자료: SKC, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	24,657	23,594	25,387	27,162	28,568
매출원가	19,726	19,495	21,060	22,120	23,124
매출충이익	4,931	4,100	4,327	5,042	5,444
판매비및일반관리비	2,752	2,607	2,452	2,616	2,752
영업이익(보고)	2,179	1,493	1,875	2,426	2,693
영업이익(핵심)	2,179	1,493	1,875	2,426	2,693
영업외손익	1,976	-297	191	-159	-97
이자수익	26	10	20	33	35
배당금수익	0	4	0	0	0
외환이익	247	246	248	247	247
이자비용	501	431	436	435	457
외환손실	317	310	323	480	480
관계기업지분법손익	-151	268	697	480	560
투자및기타자산처분손익	3,808	-11	3	0	0
금융상품평가및기타금융이익	19	23	-11	-4	-2
기타	-1,154	-96	-6	0	0
법인세차감전이익	4,155	1,196	2,066	2,267	2,596
법인세비용	1,209	585	442	499	571
유효법인세율 (%)	29.1%	48.9%	21.4%	22.0%	22.0%
당기순이익	2,456	293	1,624	1,768	2,025
지배주주지분손이익(억원)	2,722	428	1,481	1,627	1,863
EBITDA	3,607	2,741	3,046	3,616	3,901
현금순이익(Cash Earnings)	3,884	1,541	2,795	2,958	3,232
수정당기순이익	-258	287	1,631	1,772	2,027
증감율(% YoY)					
매출액	-12.0	-4.3	7.6	7.0	5.2
영업이익(보고)	43.0	-31.5	25.6	29.4	11.0
영업이익(핵심)	43.0	-31.5	25.6	29.4	11.0
EBITDA	24.7	-24.0	11.1	18.7	7.9
지배주주지분 당기순이익	291.7	-84.3	245.6	9.9	14.5
EPS	287.6	-84.5	243.1	9.9	14.5
수정순이익	N/A	N/A	468.7	8.6	14.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,085	2,491	1,991	2,431	2,659
당기순이익	2,456	293	1,624	1,768	2,025
감가상각비	1,362	1,201	1,129	1,151	1,172
무형자산상각비	66	47	43	39	35
외환손익	46	38	75	233	233
자산처분손익	22	47	-3	0	0
지분법손익	126	-268	-697	-480	-560
영업활동자산부채 증감	-1,775	749	-150	-147	-113
기타	-1,218	386	-29	-133	-133
투자활동현금흐름	-962	-39	-1,509	-1,514	-1,510
투자자산의 처분	-287	29	-28	-28	-22
유형자산의 처분	54	34	0	0	0
유형자산의 취득	-681	-803	-1,500	-1,500	-1,500
무형자산의 처분	-52	-47	0	0	0
기타	4	747	19	13	12
재무활동현금흐름	-264	-1,818	522	564	557
단기차입금의 증가	-2,812	-3,974	0	0	0
장기차입금의 증가	2,718	2,673	750	750	750
자본의 증가	124	205	0	0	0
배당금지급	-232	-301	-270	-266	-266
기타	-63	-421	42	79	72
현금및현금성자산의순증가	-131	665	1,004	1,480	1,706
기초현금및현금성자산	516	385	1,050	2,054	3,535
기말현금및현금성자산	385	1,050	2,054	3,535	5,240
Gross Cash Flow	2,860	1,742	2,142	2,578	2,772
Op Free Cash Flow	465	1,910	1,396	1,969	2,287

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	7,871	8,015	9,548	11,553	13,673
현금및현금성자산	385	1,050	2,054	3,535	5,240
유동금융자산	161	167	179	192	202
매출채권및유동채권	4,469	4,261	4,585	4,905	5,159
재고자산	2,838	2,535	2,727	2,918	3,069
기타유동비금융자산	18	2	2	2	3
비유동자산	29,011	27,273	28,268	28,976	29,741
장기매출채권및기타비유동채권	233	210	225	241	254
투자자산	6,395	6,825	7,491	7,886	8,358
유형자산	20,791	18,661	19,032	19,381	19,708
무형자산	1,458	1,462	1,420	1,381	1,346
기타비유동자산	133	115	100	87	75
자산총계	36,882	35,288	37,817	40,529	43,414
유동부채	10,564	8,626	8,962	9,297	9,565
매입채무및기타유동채무	3,555	4,176	4,493	4,807	5,056
단기차입금	3,621	2,495	2,495	2,495	2,495
유동성장기차입금	3,004	1,741	1,741	1,741	1,741
기타유동부채	383	214	233	253	272
비유동부채	10,755	11,423	12,261	13,136	13,995
장기매입채무및비유동채무	590	611	657	703	739
사채및장기차입금	8,799	9,249	9,999	10,749	11,499
기타비유동부채	1,367	1,564	1,605	1,685	1,757
부채총계	21,319	20,049	21,223	22,433	23,560
자본금	1,840	1,877	1,877	1,877	1,877
주식발행초과금	1,223	1,398	1,398	1,398	1,398
이익잉여금	11,296	11,464	12,695	14,077	15,695
기타자본	80	-679	-679	-679	-679
지배주주지분자본총계	14,439	14,059	15,291	16,673	18,291
비지배주주지분자본총계	1,124	1,180	1,302	1,423	1,564
자본총계	15,563	15,239	16,593	18,096	19,855
순차입금	14,878	12,268	12,001	11,258	10,293
총차입금	15,424	13,485	14,235	14,985	15,735

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	7,426	1,150	3,945	4,334	4,963
BPS	39,240	37,457	40,738	44,420	48,731
주당EBITDA	9,840	7,356	8,116	9,634	10,392
CFPS	10,595	4,135	7,448	7,881	8,612
DPS	750	750	750	750	750
주가배수(배)					
PER	4.6	28.7	10.2	9.3	8.1
PBR	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.2	7.6	9.4	7.7	6.9
PCFR	3.2	8.0	5.4	5.1	4.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	8.8	6.3	7.4	8.9	9.4
영업이익률(핵심)	8.8	6.3	7.4	8.9	9.4
EBITDA margin	14.6	11.6	12.0	13.3	13.7
순이익률	10.0	1.2	6.4	6.5	7.1
자기자본이익률(ROE)	17.2	1.9	10.2	10.2	10.7
투자자본이익률(ROIC)	6.1	3.4	8.8	11.1	12.1
안정성(%)					
부채비율	137.0	131.6	127.9	124.0	118.7
순차입금비율	95.6	80.5	72.3	62.2	51.8
이자보상배율(배)	4.3	3.5	4.3	5.6	5.9
활동성(배)					
매출채권회전율	6.1	5.4	5.7	5.7	5.7
재고자산회전율	8.1	8.8	9.6	9.6	9.5
매입채무회전율	6.0	6.1	5.9	5.8	5.8

KIWOOM 

ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

휴켄스 (069260)



BUY(Maintain)

주가(10/13) 23,300원

목표주가 32,000원

탄소배출권 가격 상승 및 판매 물량 증가로 동사의 탄소배출권 수익이 급증하고 있으며, 전방 업체 구조조정 효과로 동사의 주력 제품군의 플랜트 가동률도 최근 의미 있게 상승하고 있다. 한편 올해 실적 개선으로 배당도 큰폭으로 동반 증가할 전망이다.

Stock Data

KOSPI (10/13)	2,473.62pt		
시가총액	9,525억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	27,100원	20,150원	
최고/최저가대비	등락		
율	-14.02%	15.63%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-1.1%	-5.6%
	6M	-0.2%	-13.3%
	1Y	5.7%	-13.9%

Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	102천주
외국인 자본율	12.66%
배당수익률(17.E)	4.29%
BPS (17.E)	14,554원
주요 주주	태광실업 외 7인
	국민연금공단
	41.31%
	10.19%

Price Trend



배당 vs 성장

>>> 공업용 기준 희질산 세계 4위 업체

휴켄스가 남해화학에서 분사 후 경쟁력을 확고히 유지할 수 있었던 이유는 질산 생산능력의 선제적 증설을 통하여 국내 경쟁사의 추격 의지를 좌절시키며, 내수 시장점유율을 확대하였기 때문이다. 현재 동사의 질산 생산능력은 희질산 기준으로 약 104만톤으로 세계 17위, 아시아 1위를 차지하고 있으며, 질산 수요의 20%를 차지하는 공업용으로 한정하면 Yara, Orica, BASF에 이어 세계 4위권 업체이다.

>>> 배당 vs 성장

최근 국내 암모니아 수입 가격이 톤당 \$250 수준에 형성되고 있다. 이는 현재 질산 및 그 다운스트림 제조원가 감소 및 고객사 수요 증가에 큰 기여를 하고 있는 상황이다. 하지만 암모니아 가격 하락으로 1조원 수준의 Capex가 투입될 것으로 예상되는 동사의 신규 성장 동력인 말레이시아 프로젝트의 경제성은 과거 발표 시점 대비 큰 폭으로 감소한 상황이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	6,004	5,982	7,649	8,396	8,406
보고영업이익(억원)	436	769	1,572	1,378	1,525
핵심영업이익(억원)	436	769	1,572	1,378	1,525
EBITDA(억원)	802	1,111	1,876	1,670	1,807
세전이익(억원)	421	591	1,551	1,368	1,506
순이익(억원)	342	399	1,196	1,066	1,173
지배주주지분순이익(억원)	366	431	1,212	1,076	1,184
EPS(원)	896	1,055	2,964	2,631	2,896
증감율(%YoY)	-9.7	17.7	181.0	-11.2	10.0
PER(배)	17.1	20.6	7.9	8.9	8.0
PBR(배)	1.3	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	6.3	7.0	4.4	4.7	3.9
보고영업이익률(%)	7.3	12.9	20.5	16.4	18.1
핵심영업이익률(%)	7.3	12.9	20.5	16.4	18.1
ROE(%)	7.2	8.3	22.0	17.0	16.8
순부채비율(%)	-16.0	-9.1	-18.7	-24.3	-31.5

우리는 동사의 말레이시아 프로젝트가 시장의 기존 예상 보다 상당 기간 동안 지연될 가능성이 클 것으로 전망하고 있다. 다만 올해 높은 수익성이 지속되는 가운데, 대규모 Capex가 동반되는 프로젝트의 지연으로 1) 올해 배당 규모는 기존 배당 성향을 고려 시 작년 대비 최소 2배 이상 증가할 전망이며, 2) 순현금 기초도 더욱 강화될 것으로 보인다.

실적 전망

휴켄스의 올해 3분기 영업이익은 325억원으로 작년 대비 73.8% 증가하는 호실적을 기록할 전망이다. 올해 3분기에는 마진율이 높은 탄소배출권 판매가 없을 것으로 보이지만, 1) 중국 이소시아네이트 재고 축적 확대로 TDI/MDI 가격이 급등세를 기록하며, 고객사 및 동사 수요 확대가 발생하고 있고, 2) 유럽 BASF의 저위 가동이 지속되고 있는 가운데, 역내 Gansu Yinguang, Southeast Electrochemical, 역외 BorsodChem 등의 정기보수 진행으로 글로벌 TDI 수급 타이트 현상이 지속되고 있으며, 3) 최근 암모니아 투입 가격 하락으로 원료비 등 동사의 제조원가 감축 효과가 발생하고 있기 때문이다.

한편 올해 동사의 4분기 영업이익은 고객사(한화케미칼 10월 중 2주, TDI 5만톤) 정기보수 진행과 성과급 지급 등 일회성 비용 증가에도 불구하고, 견조한 이소시아네이트 업황 지속 및 100만톤 수준의 탄소배출권 판매로 재차 400억원대 영업이익으로 복귀할 전망이다.

Valuation

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 32,000원 유지한다. 동사의 목표주가 산정은 영업가치, 투자자산가치 및 순차입금 등을 합산하여 산정하였다.

TDI 가격 추이



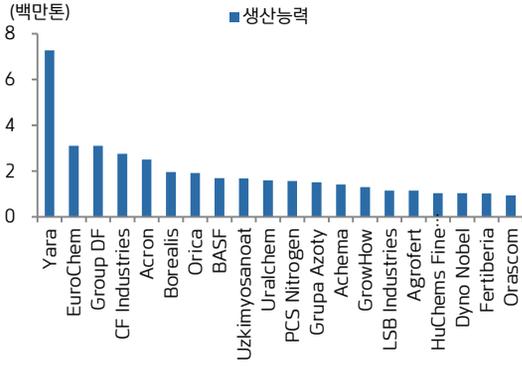
자료: KITA, 키움증권 리서치

DNT 제조공정의 원료/유틸리티 현황

구분	톤당 소요량	
원료	Toluene	0.5258ton
	Nitric acid(in 60%)	0.178ton
	Nitric acid 99%	0.544ton
	Sulfuric acid	0.027ton
유틸리티	냉각수	24 m³
	수증기	0.22ton
	전기	49kwh
	Fuel	1,111T-cal

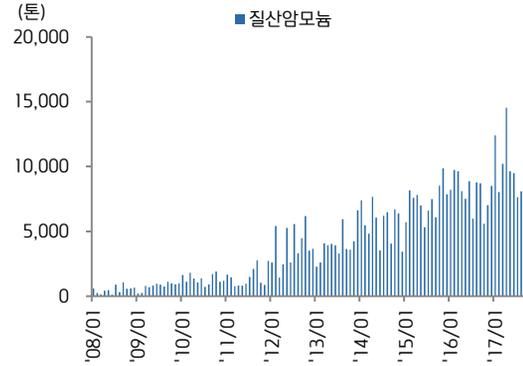
자료: Cischem, 키움증권 리서치

주요 질산 업체 생산능력 현황



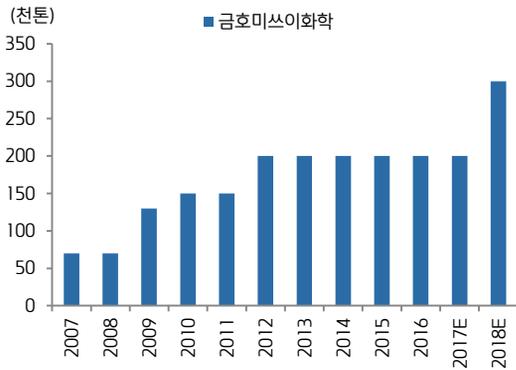
자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

국내 질산암모늄 수출 추이



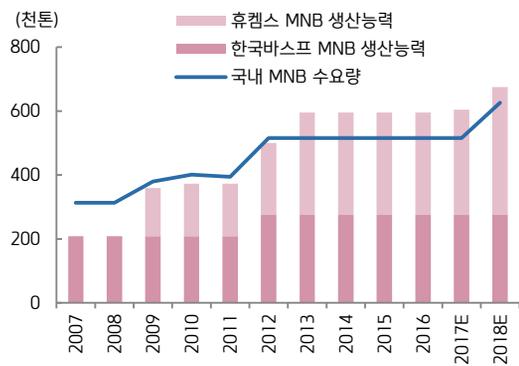
자료: KITA, 키움증권 리서치

금호미쓰이화학 MDI 생산능력 추이



자료: 금호석유, 키움증권 리서치

휴켄스 MNB 생산능력과 국내 MNB 수요량 추이



자료: 각사, 키움증권 리서치

휴켄스 실적 전망 (단위: 십억원)

	2016				2017				2015	2016	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual
매출액	138	157	154	150	188	185	193	199	600	598	765
DNT	23	38	43	47	58	62	73	66	116	151	258
MNB	58	55	59	44	64	55	72	65	253	216	257
질산	32	24	28	33	33	33	25	27	135	117	118
초안	15	12	12	13	13	12	11	11	57	52	48
기타/CDM	10	27	13	12	21	23	11	30	39	62	85
영업이익	10.5	22	19	26	42	41	33	42	44	77	157
%	7.6%	14.1%	12.1%	17.1%	22.5%	22.0%	16.9%	20.9%	7.3%	12.9%	20.5%

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,004	5,982	7,649	8,396	8,406
매출원가	5,107	4,679	5,437	6,323	6,184
매출총이익	898	1,304	2,212	2,074	2,221
판매비및일반관리비	462	535	640	696	697
영업이익(보고)	436	769	1,572	1,378	1,525
영업이익(핵심)	436	769	1,572	1,378	1,525
영업외손익	-15	-177	-20	-9	-19
이자수익	51	45	57	61	64
배당금수익	1	2	0	0	0
외환이익	67	77	89	81	81
이자비용	77	74	80	80	90
외환손실	53	76	104	89	88
관계기업지분손익	-23	-28	45	45	45
투자및기타자산처분손익	14	-35	-13	-18	-19
금융상품평가및기타금융이익	-3	-41	-20	-28	-30
기타	9	-49	3	17	17
법인세차감전이익	421	591	1,551	1,368	1,506
법인세비용	79	192	356	303	333
유효법인세율 (%)	18.8%	32.5%	22.9%	22.1%	22.1%
당기순이익	342	399	1,196	1,066	1,173
지배주주지분손익(억원)	366	431	1,212	1,076	1,184
EBITDA	802	1,111	1,876	1,670	1,807
현금순이익(Cash Earnings)	708	741	1,500	1,358	1,455
수정당기순이익	333	450	1,228	1,111	1,221
증감율(% YoY)					
매출액	-16.2	-0.4	27.9	9.8	0.1
영업이익(보고)	-17.4	76.4	104.4	-12.4	10.7
영업이익(핵심)	-17.4	76.4	104.4	-12.4	10.7
EBITDA	-10.3	38.6	68.9	-11.0	8.2
지배주주지분 당기순이익	-9.7	17.7	181.0	-11.2	10.0
EPS	-9.7	17.7	181.0	-11.2	10.0
수정순이익	-13.3	35.0	172.8	-9.5	9.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	665	1,155	1,380	1,293	1,430
당기순이익	342	399	1,196	1,066	1,173
감가상각비	350	331	294	283	274
무형자산상각비	16	11	10	9	9
외환손익	-6	-4	14	8	7
자산처분손익	50	67	13	18	19
지분법손익	0	0	-45	-45	-45
영업활동자산부채 증감	-62	133	-87	-39	0
기타	-25	218	-14	-6	-5
투자활동현금흐름	-262	-551	-1,011	-616	-314
투자자산의 처분	-105	-385	-766	-346	-8
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-150	-176	-200	-200	-200
무형자산의 처분	-2	0	0	0	0
기타	-5	10	-45	-70	-106
재무활동현금흐름	-532	-510	13	-190	-179
단기차입금의 증가	-344	-45	0	0	0
장기차입금의 증가	161	-261	200	210	220
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-217	-193	-193	-406	-406
기타	-132	-11	6	7	7
현금및현금성자산의순증가	-136	58	382	487	937
기초현금및현금성자산	223	87	145	527	1,015
기말현금및현금성자산	87	145	527	1,015	1,952
Gross Cash Flow	727	1,022	1,467	1,332	1,430
Op Free Cash Flow	506	818	1,589	1,431	1,607

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,689	3,193	4,424	5,292	6,234
현금및현금성자산	87	145	527	1,015	1,952
유동금융자산	2,350	1,709	2,186	2,399	2,402
매출채권및유동채권	932	1,066	1,363	1,496	1,498
재고자산	320	272	348	382	382
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,417	4,296	4,583	4,729	4,783
장기매출채권및기타비유동채권	81	85	109	120	120
투자자산	333	1,406	1,738	1,911	1,956
유형자산	2,794	2,620	2,527	2,444	2,370
무형자산	174	128	117	108	99
기타비유동자산	35	57	91	148	239
자산총계	7,106	7,489	9,007	10,021	11,017
유동부채	1,165	1,391	1,697	1,844	1,866
매입채무및기타유동채무	591	953	1,218	1,337	1,338
단기차입금	262	223	223	223	223
유동성장기차입금	257	72	72	82	102
기타유동부채	55	145	185	203	203
비유동부채	1,212	1,164	1,374	1,582	1,789
장기매입채무및비유동채무	14	13	17	18	18
사채및장기차입금	961	886	1,086	1,276	1,456
기타비유동부채	238	265	271	288	315
부채총계	2,377	2,556	3,071	3,426	3,655
자본금	409	409	409	409	409
주식발행초과금	1,763	1,763	1,763	1,763	1,763
이익잉여금	2,913	3,143	4,162	4,830	5,606
기타자본	-355	-384	-384	-384	-384
지배주주지분자본총계	4,730	4,931	5,950	6,618	7,394
비지배주주지분자본총계	-1	2	-14	-23	-32
자본총계	4,729	4,933	5,936	6,595	7,362
순차입금	-759	-451	-1,109	-1,600	-2,320
총차입금	1,678	1,404	1,604	1,814	2,034

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	896	1,055	2,964	2,631	2,896
BPS	11,570	12,062	14,554	16,190	18,088
주당EBITDA	1,961	2,717	4,589	4,086	4,421
CFPS	1,731	1,813	3,668	3,323	3,560
DPS	500	500	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	17.1	20.6	7.9	8.9	8.0
PBR	1.3	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.3	7.0	4.4	4.7	3.9
PCFR	8.8	12.0	6.4	7.0	6.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.3	12.9	20.5	16.4	18.1
영업이익률(핵심)	7.3	12.9	20.5	16.4	18.1
EBITDA margin	13.3	18.6	24.5	19.9	21.5
순이익률	5.7	6.7	15.6	12.7	14.0
자기자본이익률(ROE)	7.2	8.3	22.0	17.0	16.8
투자자본이익률(ROIC)	9.6	15.6	51.5	45.6	51.7
안정성(%)					
부채비율	50.3	51.8	51.7	51.9	49.7
순차입금비율	-16.0	-9.1	-18.7	-24.3	-31.5
이자보상배율(배)	5.6	10.4	19.7	17.3	17.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	6.0	6.3	5.9	5.6
재고자산회전율	19.9	20.2	24.7	23.0	22.0
매입채무회전율	8.9	7.7	7.0	6.6	6.3

롯데정밀화학 (004000)



BUY(Maintain)

주가(10/13) 41,800원

목표주가 52,000원

작년을 끝으로 이제는 더 이상의 일회성 비용의 추가는 제한될 전망이다. 또한 주력 제품군의 경우 향후 신증설이 없어 추가적인 이익 증가가 전망된다. 한편 흑독한 인력/자산 구조조정 완료로 경영 효율성의 증가도 고려할 필요가 있으며, 단기/중기적으로 롯데와의 시너지 효과가 기대된다.

Stock Data

KOSPI (10/13)	2,473.62pt	
시가총액	10,784억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	44,950원	27,050원
최고/최저가대비 등락율	-7.01%	
주가수익률	절대	상대
	1M	0.2%
	6M	9.1%
	1Y	37.0%

Company Data

발행주식수	25,800천주
일평균 거래량(3M)	81천주
외국인 지분율	22.11%
배당수익률(17.E)	1.56%
BPS (17.E)	45,910원
주요 주주	롯데케미칼 31.13%
	국민연금공단 8.20%

Price Trend



롯데 프리미엄

>>> 주력 제품인

셀룰로스에테르, 턴어라운드 시작

롯데정밀화학은 전형적인 중간재 생산 업체로 다각화된 제품 포트폴리오를 가지고 있으나, 이 중 이익기여도가 큰 제품은 정밀화학부문의 셀룰로스에테르, ECH, 고성소다로 볼 수 있다. 동사는 2012년 2분기 요소 공장 구조조정 완료 후 고부가가치 사업 확대 및 주력 제품의 세계 시장점유율 강화를 위해 메셀로스, 애니코트 등 셀룰로스에테르 제품군의 생산능력을 공격적으로 확대하였다.

하지만 2012~2013년 동사의 증설로 인한 공급 과잉 대응, 주력 시장인 유럽 지역 건설 경기 악화 및 엔저로 인한 일본 경쟁 업체 수혜로 악화되었으나, 현재 세계 셀룰로스에테르 업체의 신증설 제한으로 오히려 수급이 완연하게 개선세로 전환되었다.

>>> 다시 안정화된 재무제표

동사는 폴리실리콘 합작사/삼성종합화학/STM 지분 등 비핵심 자산의 매각 및 실적 개선으로 올해 2분기 말 기준 3,358억원의 현금을 보유하고 있으며, 연결 부채비율도 47.9% 수준에 불과하다. 올해 이후 영업단의 실적 개선 및 정밀화학의 선제적 증설 효과로 추가적인 재무구조의 개선이 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	11,619	11,107	11,712	12,864	13,628
보고영업이익(억원)	26	297	956	1,229	1,149
핵심영업이익(억원)	26	297	956	1,229	1,149
EBITDA(억원)	758	1,113	1,669	1,920	1,828
세전이익(억원)	1,127	-504	1,039	1,225	1,147
순이익(억원)	900	-435	805	945	885
지배주주지분순이익(억원)	939	-435	805	945	885
EPS(원)	3,638	-1,688	3,118	3,665	3,431
증감율(%YoY)	53.4	N/A	N/A	17.5	-6.4
PER(배)	9.8	-18.2	13.4	11.4	12.2
PBR(배)	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	12.9	7.7	6.4	5.3	5.2
보고영업이익률(%)	0.2	2.7	8.2	9.6	8.4
핵심영업이익률(%)	0.2	2.7	8.2	9.6	8.4
ROE(%)	7.6	-3.8	7.0	7.7	6.8
순부채비율(%)	8.3	5.5	-0.2	-5.3	-10.0

한화케미칼-유니드의 울산 전해조 등 자산양수도 최대 수혜주

한화케미칼은 유니드에게 울산 클로르알카리(가성소다/염소) 및 수소 공장과 관련 부지를 작년 말 매각 완료하였다. 한화케미칼 입장에서는 국내 가성소다 공급 과잉 지속에 따른 수급 악화 대응 및 울산 보다 MDI/TDI/PC 등 염소 유도체 생산능력이 큰 여수 지역의 생산능력을 확대하여 PVC/TDI 제조원가 경쟁력 강화를 모색한 것으로 보이며, 유니드 입장에서는 인천도시개발 시행을 앞두고 인천 공장의 이전이 필요한 상황에서 한화케미칼의 울산 전해조 설비를 인수 후 가성칼륨 설비로 전환하면 설비를 신설하는 것 보다 생산/영업 공백 및 건설 비용을 줄일 수 있는 선택으로 보인다.

한화케미칼의 울산 가성소다 생산능력은 약 20만톤 수준으로 국내 가성소다 생산능력(210만톤)의 약 9~10% 수준이다. 이번 울산 가성소다 공장의 가성칼륨 전환으로 국내 가성소다 업체의 반사 수혜가 발생하고 있다. 국내에서는 동사를 비롯해 LG화학, 한화케미칼, 백광산업, OCI 등이 가성소다를 생산하고 있는데, 그 중 울산에 전해조 설비(100% 기준 가성소다 생산능력 40만톤)를 보유하고 있는 동사의 반사 수혜가 가장 크다.

핵심사업이 돌아서는 가운데, 손해를 감당하고 육성해야 할 제품이 이제는 없다

동사는 양극활물질, BTP 등 저수익 제품의 매각으로 더 이상 전자재료부문에서 적자를 부담할 필요가 없어진 가운데, 지분투자 회사 매각으로 기존에 상계되던 유틸리티 등의 외부판매가 확대되는 등 전자재료부문의 영업손익은 작년 및 재작년과는 상이한 패턴을 보일 것으로 보인다.

ECH, 실적 개선 전망

기존의 예상보다는 ECH의 실적 턴어라운드 가 지연되고 있으나, 올해 하반기부터 ECH의 실적 및 스프레드가 점진적으로 개선될 것으로 예상된다. 1) 우선 국내 에폭시 생산량이 늘고 있다. ECH의 수요처는 대부분 에폭시에 집중되는데, 국내 국도화학, 금호피앤비화학, 코오롱인더 등 ECH 수요 업체의 경우 원재료 가격 하락에 따른 원가 개선 및 자체 보유 체인 수직계열화 확대를 위하여 에폭시 생산량을 늘리고 있다. 작년의 경우 국내 에폭시 생산량은 43.6만톤으로 전년 대비 18% 생산량이 증가했으며, 국도화학, 금호피앤비화학, 코오롱인더 등의 신증설로 국내 에폭시 생산량은 올해도 추가적으로 늘어날 전망이다. 2) 2010년 이후 프로필렌 루트가 아닌 글리세린 루트의 ECH 생산량이 확대되었으나, 최근 유가 하락으로 글리세린 루트 ECH 경제성이 급감하여 Solvay 및 중국 내 글리세린 기반 ECH 공장들이 가동을 감축에 나서면서 국내/외 ECH 수급은 타이트해질 가능성이 존재하고, 3) 향후 ECH 공장의 신설이 제한된 가운데, 원재료인 프로필렌은 On-Purpose 방식(PDH, MTO)의 증설 확대로 하락세가 유지되어, ECH-프로필렌 스프레드는 반등할 가능성도 있기 때문이다.

롯데케미칼과 시너지 확대

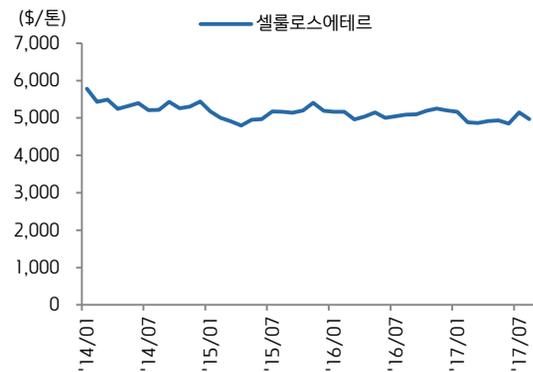
동사는 정밀화학 등 다운스트림 비즈니스를 영위하여 주주사인 롯데케미칼과는 사업 중복이 없고, 향후 다양한 사업시너지가 기대된다. 동사는 공장이 울산/인천 등에 위치하여 롯데케미칼의 여수/대산 올레핀 공장과 지리적 근접성이 상대적으로 떨어진다. 하지만 타 울산 지역 업체와 프로필렌 스팅 등을 통하여 동사 ECH 설비는 원재료 통합 및 운송비 절감 등의 효과가 기대되며, 비록 도입 규모는 작지만 메셀로스 제조 시 EO(에틸렌옥사이드) 등도 롯데케미칼로부터 원재료 통합이 가능해진다.

한편 롯데케미칼은 TPA/PET/EVA 생산 시 투입되는 가성소다/초산/VAM 등을 동사 및 롯데BP화학에게 조달 받을 수 있는 등 동사와 롯데케미칼은 원재료 및 제품 수직계열화 시너지 효과가 있다. 한편 동사는 TMAC 등을 삼성 전자계열의 경쟁사 고객에 판매가 가능해지며, 가성소다/유록스/생분해성수지/애니코트 등은 롯데 그룹 향 관련 추가 수요 증가가 전망된다.

투자의견 Buy(유지), 목표주가 52,000원(상향)

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 실적 개선을 고려해 52,000원으로 상향 조정한다. 동사의 목표주가 산정은 영업가치, 투자자산가치 및 순차입금 등을 합산하여 산정하였다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 Ashland, Solvay, Akzo Nobel 등과 유사한 스페셜티 화학 제품군을 보유하고 있고, 대부분의 제품들이 국내외 독과점 사업구조를 가지고 있다는 장점이 있으며, 사업구조 개편으로 전자재료부문에서 더 이상 적자가 발생하지 않고 있기 때문이다.

국내 셀룰로스에테르 가격 추이



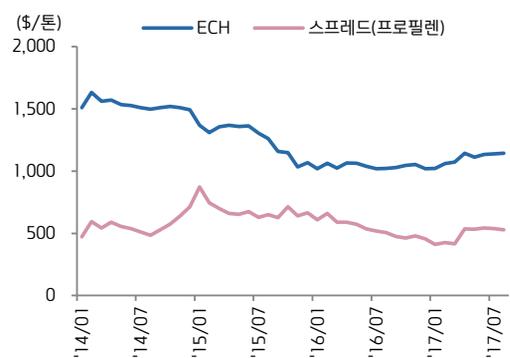
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 가성소다 가격 추이



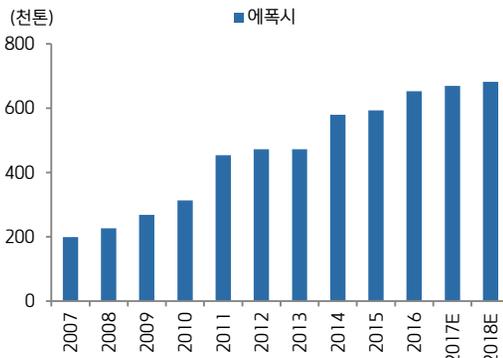
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 ECH 가격 및 스프레드 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 에폭시 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

롯데정밀화학 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E
매출액	286	293	285	248	287	323	295	267	1,162	1,111	1,173
염소/셀룰로스 계열	153	169	160	145	172	190	196	168	628	626	727
전자재료 부문	31	23	24	22	26	26	24	24	136	99	100
암모니아 계열	102	101	101	81	89	108	74	75	398	386	345
영업이익	-21	25	10	16	22	34	26	14	3	30	96
%	-7.4%	8.4%	3.5%	6.6%	7.7%	10.4%	8.9%	5.2%	0.2%	2.7%	8.2%

자료: 롯데정밀화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,619	11,107	11,712	12,864	13,628
매출원가	10,311	9,479	9,745	10,349	11,116
매출총이익	1,308	1,628	1,968	2,515	2,512
판매비및일반관리비	1,282	1,330	1,011	1,286	1,363
영업이익(보고)	26	297	956	1,229	1,149
영업이익(핵심)	26	297	956	1,229	1,149
영업외손익	1,102	-801	82	-3	-2
이자수익	47	33	39	30	32
배당금수익	49	15	8	0	0
외환이익	151	159	49	0	0
이자비용	134	102	96	89	92
외환손실	155	160	52	0	0
관계기업지분법손익	124	150	81	0	0
투자및기타자산처분손익	1,087	-16	7	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-13	-64	-6	0	0
기타	-54	-816	52	55	58
법인세차감전이익	1,127	-504	1,039	1,225	1,147
법인세비용	227	-68	234	280	262
유효법인세율 (%)	20.2%	13.6%	22.5%	22.8%	22.8%
당기순이익	900	-435	805	945	885
지배주주지분손이익(억원)	939	-435	805	945	885
EBITDA	758	1,113	1,669	1,920	1,828
현금순이익(Cash Earnings)	1,633	380	1,518	1,637	1,565
수정당기순이익	42	-366	804	945	885
증감율(% YoY)					
매출액	-4.0	-4.4	5.4	9.8	5.9
영업이익(보고)	N/A	1,064.7	221.5	28.5	-6.5
영업이익(핵심)	N/A	1,064.7	221.5	28.5	-6.5
EBITDA	65.1	46.8	50.0	15.0	-4.8
지배주주지분 당기순이익	53.4	N/A	N/A	17.5	-6.4
EPS	53.4	N/A	N/A	17.5	-6.4
수정순이익	-82.3	N/A	N/A	17.6	-6.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	590	993	1,439	1,539	1,556
당기순이익	900	-435	805	945	885
감가상각비	687	703	640	644	649
무형자산상각비	46	113	73	47	31
외환손익	3	-16	3	0	0
자산처분손익	75	27	-7	0	0
지분법손익	-109	-150	-81	0	0
영업활동자산부채 증감	-52	-516	-126	-239	-159
기타	-959	1,269	132	142	150
투자활동현금흐름	912	-472	-707	-759	-739
투자자산의 처분	-783	-339	-31	-59	-39
유형자산의 처분	1,052	10	0	0	0
유형자산의 취득	-841	-312	-683	-700	-700
무형자산의 처분	14	4	0	0	0
기타	1,469	165	7	0	0
재무활동현금흐름	-280	-613	26	-32	-25
단기차입금의 증가	332	-448	0	0	0
장기차입금의 증가	-536	-37	137	140	140
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-76	-127	-76	-166	-166
기타	0	0	-34	-6	0
현금및현금성자산의순증가	1,222	-92	757	749	792
기초현금및현금성자산	971	2,193	2,101	2,858	3,607
기말현금및현금성자산	2,193	2,101	2,858	3,607	4,399
Gross Cash Flow	642	1,509	1,564	1,778	1,715
Op Free Cash Flow	-126	249	861	980	970

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,834	5,692	6,645	7,766	8,805
현금및현금성자산	2,193	2,101	2,858	3,607	4,399
유동금융자산	10	301	318	349	369
매출채권및유동채권	1,959	1,836	1,936	2,126	2,252
재고자산	1,520	1,368	1,443	1,585	1,679
기타유동비금융자산	152	86	90	99	105
비유동자산	11,008	9,618	9,550	9,448	9,339
장기매출채권및기타비유동채권	202	32	34	37	39
투자자산	2,822	1,950	1,911	1,796	1,664
유형자산	7,609	7,171	7,214	7,270	7,321
무형자산	336	241	168	121	91
기타비유동자산	40	223	223	223	223
자산총계	16,842	15,309	16,195	17,213	18,143
유동부채	1,853	2,028	2,083	2,188	2,258
매입채무및기타유동채무	1,540	937	989	1,086	1,150
단기차입금	129	17	17	17	17
유동성장기차입금	11	999	999	999	999
기타유동부채	174	74	78	86	91
비유동부채	3,353	2,165	2,267	2,401	2,541
장기매입채무및비유동채무	30	0	0	0	0
사채및장기차입금	3,032	1,998	2,134	2,274	2,414
기타비유동부채	291	167	132	126	127
부채총계	5,206	4,193	4,350	4,589	4,799
자본금	1,290	1,290	1,290	1,290	1,290
주식발행초과금	3,029	3,029	3,029	3,029	3,029
이익잉여금	7,130	6,611	7,339	8,119	8,839
기타자본	186	187	187	187	187
지배주주지분자본총계	11,636	11,117	11,845	12,625	13,344
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	11,636	11,117	11,845	12,625	13,344
순차입금	968	612	-25	-665	-1,338
총차입금	3,171	3,014	3,150	3,290	3,430

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,638	-1,688	3,118	3,665	3,431
BPS	45,100	43,088	45,910	48,933	51,723
주당EBITDA	2,939	4,314	6,471	7,441	7,087
CFPS	6,328	1,473	5,882	6,343	6,065
DPS	500	300	650	650	650
주가배수(배)					
PER	9.8	-18.2	13.4	11.4	12.2
PBR	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	12.9	7.7	6.4	5.3	5.2
PCFR	5.6	20.8	7.1	6.6	6.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.2	2.7	8.2	9.6	8.4
영업이익률(핵심)	0.2	2.7	8.2	9.6	8.4
EBITDA margin	6.5	10.0	14.3	14.9	13.4
순이익률	7.7	-3.9	6.9	7.3	6.5
자기자본이익률(ROE)	7.6	-3.8	7.0	7.7	6.8
투자자본이익률(ROIC)	0.2	2.6	9.8	12.4	11.4
안정성(%)					
부채비율	44.7	37.7	36.7	36.3	36.0
순차입금비율	8.3	5.5	-0.2	-5.3	-10.0
이자보상배율(배)	0.2	2.9	9.9	13.9	12.4
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	5.9	6.2	6.3	6.2
재고자산회전율	7.5	7.7	8.3	8.5	8.4
매입채무회전율	8.3	9.0	12.2	12.4	12.2



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

이수화학 (005950)



BUY(Maintain)

주가(10/13) 16,850원

목표주가 24,000원

그룹사의 화학업체 특성 상 동사는 과거 자회사의 실적 악화 시 직간접적 지원이 많았지만, 최근 자회사 실적이 본격 턴어라운드를 시작하고 있다. 또한 핵심 제품인 LAB는 작년 태국 경쟁사 설비의 신설 이후 신증설이 향후 몇 년간 제한되는 등 공급 상의 추가 개선이 전망된다.

Stock Data

KOSPI (10/13)	2,473.62pt		
시가총액	2,574억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	18,350원	13,950원	
최고/최저가대비 등락			
율	-8.17%	20.79%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	2.1%	-2.6%
	6M	0.0%	-13.1%
	1Y	-4.8%	-22.4%

Company Data

발행주식수	15,278천주	
일평균 거래량(3M)	96천주	
외국인 지분율	6.58%	
배당수익률(17.E)	3.56%	
BPS (17.E)	21,179원	
주요 주주	이수 외 11인	39.23%
	자사주 펀드	4.93%

Price Trend



올해 EPS, 큰 폭의 성장 전망

>>> 주력 제품, 국내 독과점 생산

이수화학은 노말파라핀(이하 NP)과 연성알킬벤젠(이하 LAB)을 주제품으로 하는 회사로써 국내 독점생산하고 있으며, 생산능력에서 세계 3~4위권을 유지하고 있다. 이에 따라 동사는 규모의 경제를 갖추고 있을 뿐만 아니라 일관생산에 의한 양호한 경쟁력을 유지하고 있다. 주 제품인 NP는 S-Oil에서 등유를 파이프 라인으로 받아 추출하고(남은 등유는 파이프라인으로 반환), NP와 벤젠을 합성하여 LAB를 생산하며, 부산물 등을 활용해 기타 용제 및 정밀화학 제품을 생산하고 있다.

동사는 국내 독점 생산이기 때문에 LAB 등 생산에 자가 소비하고 남은 NP를 전량 수출하고 있으며, 세제용으로 사용하고 있는 LAB는 생산량의 85% 정도를 수출하는 등 수출의존도가 매우 높은 편이다.

>>> 중국 선제적 진출 효과

동사는 2012년에 이미 인도네시아 살림그룹과 JV를 통하여 중국 태창시에 LAB 10만톤 플랜트 건설했다. 생산된 LAB의 50%는 중국에 공급되고 나머지는 인도네시아 및 동남아시아에 공급되고 있다. 한편 동사는 중국 동명석화와 합작으로 4만톤의 MEK 플랜트를 2013년에 완공하는 등 중국에 선제적으로 진출 완료하였다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	14,712	15,154	15,957	15,769	16,047
보고영업이익(억원)	1	650	561	688	741
핵심영업이익(억원)	1	650	561	688	741
EBITDA(억원)	107	767	672	801	856
세전이익(억원)	-426	206	468	686	738
순이익(억원)	-546	102	374	544	585
지배주주지분순이익(억원)	-434	115	351	510	548
EPS(원)	-2,840	753	2,297	3,336	3,589
증감율(%YoY)	N/A	N/A	204.9	45.2	7.6
PER(배)	-3.6	21.6	7.3	5.1	4.7
PBR(배)	0.5	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	52.8	7.2	9.0	7.0	6.2
보고영업이익률(%)	0.0	4.3	3.5	4.4	4.6
핵심영업이익률(%)	0.0	4.3	3.5	4.4	4.6
ROE(%)	-15.1	2.9	10.4	13.6	13.1
순부채비율(%)	104.6	96.0	87.3	67.9	53.7

알킬벤젠의 구조적 개선 추세 지속

NP 및 LAB 시장은 구조적으로 개선되어 수급 타이트 현상이 이어질 전망이다. 1) LAB의 수요는 향후에도 연 2~4% 정도로 꾸준히 증가할 것으로 전망된다. 전량 생필품인 세제의 원료로 사용되기 때문이다. 2) 공급이 제한적으로 증가함으로써 이미 개선되기 시작한 수급 상황이 추가적으로 개선될 것으로 전망된다. 공급의 제한적 증가는 설비의 제한적 증가 예상에 기인한다.

Thai Oil과 일본 Mitsui의 JV(Labix)가 작년 1분기 가동에 들어간 이후 100% 가동률을 달성한 것으로 보인다. 또한 동 플랜트는 20%의 디보틀넥킹을 통해 12만톤까지 생산능력을 확대할 수 있을 것으로 예상되는 등 역내 LAB 수급에 일부 부정적 영향을 미쳤다는 시장의 의견이 존재한다. 다만 동남아시아 LAB 시장은 이번 Labix의 증설에도 불구하고 약 20만톤의 수준의 공급 부족 현상이 지속될 전망이며, 세계 수요는 북미와 유럽이 성숙시장으로 향후 큰 폭의 성장이 제한되나, 중국과 인도 등 신흥국의 가치분 소득 증가와 산업화가 지속하여 아시아태평양 지역의 수요가 연간 10만톤 이상 증가하여 수급에는 큰 영향을 미치지 못할 전망이다. 한편 현재 세계 LAB 생산능력은 405만톤 수준이며, 이번 Labix의 증설 이후 2018년까지 신증설이 제한적이다.

또한 저유가로 인하여 경쟁 제품 및 대체 공법의 경제성이 크게 훼손되어 중장기적으로 석유계 LAB/NP 업체의 반사 손해가 지속될 전망이다. 1) Sasol은 미국의 대규모 GTL(Gas-to-liquids) 프로젝트의 최종 투자 결정을 연기하였다. 이 프로젝트는 10조 이상의 Capex가 들어가는데, 저유가로 인해 경제성이 기존 계획 대비 크게 훼손되었기 때문이다. 일반적으로 GTL 프로세스를 통하면 천연가스가 석유제품(나프타 포함), 윤활기유, 왁스, NP, LAB 등으로 전환된다. 2) 한편 LAB가 투입되는 합성세제와 대체 관계인 지방알콜(팜유) 등도 최근 저유가로 경쟁력이 크게 떨어진 상황이다.

정밀화학제품군, 고마진 유지

동사는 전통적인 세제원료 전문 업체에서 전자재료 및 정밀화학 업체로 사업구조를 점진적으로 다각화하고 있다. 현재 동사 정밀화학제품군에는 D-SOL(금속가공유), TDM, NaSH, IPA 등이 있다. 중국 및 국내 업체의 역내 폐놀 유도체 신증설 확대로 IPA의 수익성은 좋은 편이 아니지만, 부산물 등을 활용한 TDM 등 타 정밀화학제품군은 상대적으로 고마진율을 유지하고 있는 것으로 보인다.

참고로 합성수지 및 합성고무 등 고분자 물질의 합성 과정에서 분자량을 조정하는 중합조정제인 TDM은 국내에서 동사가 처음으로 자체 개발하였고, 매출의 80% 가량을 수출하는데, 중국의 수요 증가 등으로 3차에 걸쳐 공장 증설을 하여 현재 1.3만톤의 생산능력이 되었다. TDM은 기존 제품보다는 매출액이 작지만, 기존에 폐기되었던 황화수소를 이용하여 새로운 수익원이 되고 있다. 특히 환경규제물질인 황화수소를 사용하므로 경쟁사의 진입이 어려운 특성이 있다.

한편 정밀화학제품군은 아니지만 경성알킬벤젠(BAB)도 니치마켓의 특성 상 고마진율을 유지하고 있는 것으로 예상된다.

이수건설/이수앱지스 등 자회사 실적 개선

이수건설은 최근 브라운스톤의 연제/범어/험프리스 주택 분양이 완료되었다. 올해부터 본격적인 회수 싸이클에 진입하며, 하반기에는 추가적인 이익률 개선이 전망된다. 이수건설은 사업 리스크가 높은 주택/개발사업 위주의 사업구조에서 공공건축/플랜트/해외 비중 확대로 안정적인 사업 포트폴리오를 갖추고 있다. 한편 브라운스톤 험프리스가 준공되면서 대부분의 PF가 정리되었다. 또한 이수앱지스도 클로티넵(항혈전제)의 안정적 판매, 애브서틴(고셔병 치료제)의 수출 확대 및 파바갈(파브리병 치료제)의 시장 확대 등으로 실적이 호조세로 반전하였다.

실적 전망

동사의 올해 3분기 영업이익은 188억원으로 전 분기 대비 22.7% 증가할 전망이다. 저가 원재료 투입, LAB/NP/스페셜티 제품의 견조한 판매로 화학부문의 실적 호조세가 지속될 전망이며, 이수건설/이수앱지스 등 비화학부문도 일회성 비용이 제한되며 안정적 실적을 지속하고 있기 때문이다. 한편 동사의 주력 제품인 LAB는 연간 2~3%의 자연 수요 증가가 지속되고 있는 가운데, 경쟁사의 플랜트 신증설이 없어 보수적으로도 2018~2019년까지는 수급 개선이 예상된다.

작년 대비 건설 수주 감소에 따른 건설부문의 이익 감소에 근거해 올해 동사의 연결 영업이익은 작년 대비 감소할 전망이다. 하지만 올해 당기순이익 및 EPS는 작년 대비 큰 폭의 개선이 있을 것으로 추정된다. 영업외단에 일회성 비용이 제한되며, 지분법손익이 작년 대비 개선 추세에 있기 때문이다.

참고로 작년에는 의정부 경전철 파산 및 해외법인 이연법인세자산 처리 등 일회성 비용이 약 350억원 계상되었으며, 지분법손실 43억원이 발생하였다 올해는 LAB 시황 개선으로 GOC 등 지분법업체의 손익이 흑자로 전환된 가운데, 기술한 일회성 비용 제한으로 영업외단에서만 400억원 수준의 증익 효과가 예상된다.

투자의견 Buy(유지), 목표주가 24,000원(유지)

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 플랜트 건설에 따르는 시차 효과로 작년부터 시작된 세계 LAB 수급 개선이 최소 2~3년은 유지될 것으로 전망되며, 2) 투자사 및 지분법업체들의 실적이 점진적으로 개선되어 연결 실적의 훼손이 제한되고, 3) 정밀화학 중 스페셜티 제품군은 안정적인 이익을 지속하고 있으며, 연구개발을 통하여 동사는 중장기적으로 3~4개의 고부가 스페셜티 제품의 추가 런칭을 준비하고 있고, 4) 올해 순이익 증가로 배당수익률이 3~4% 수준을 기록할 것으로 전망되기 때문이다.

세계 LAB 증설 현황 (단위: 천톤)

구분	지역	업체명	생산능력
2012	중국	GOC	100
	사우디	Farabi Petrochemicals	100
	중국	Sinopec Jinling Petrochem	50
2013	중국	Jintung Petrochemical	100
2014	브라질	Deten Quimica	40
2016	태국	Labix	100

자료: 이수화학, 키움증권 리서치

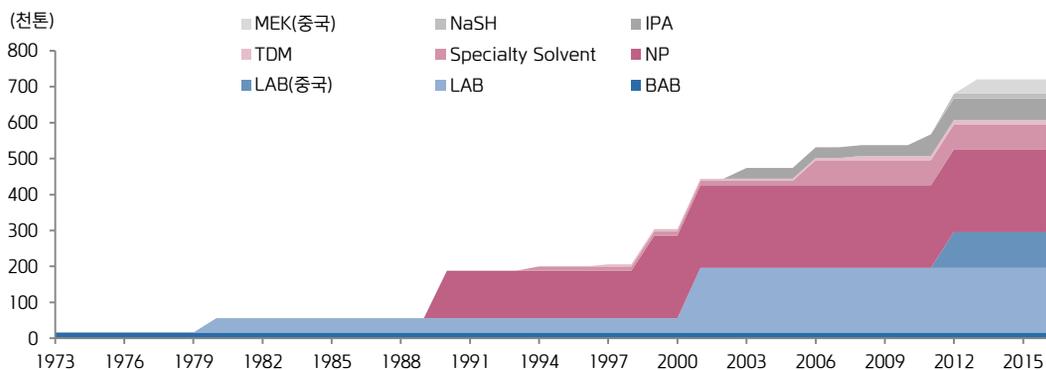
LAB 원단위(Thai Oil 기준)

원재료	원단위	%
등유	5.2	94%
벤젠	0.3	6%

주산물/부산물		
LAB	1.0	19%
등유	4.5	81%

자료: TO, 키움증권 리서치

이수화학 주요 제품 생산능력 추이



자료: 이수화학, 키움증권 리서치

이수화학 실적 전망 (단위: 십억원)

		2016				2017				2015	2016	2017E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual
매출액	석유화학	204	249	248	203	257	303	245	220	1,049	903	1,024
	건설	123	145	151	173	115	133	141	161	410	593	550
	의약	3	6	6	4	4	6	6	6	11	19	22
	합계	331	400	405	380	405	412	391	387	1,471	1,515	1,596
영업이익	석유화학	8	12	10	5	7	10	12	7	2	35	36
	건설	4	8	7	12	1	5	6	9	3	30	21
	의약	0	1	0	-1	-2	0	0	0	-5	-1	-1
	합계	12	21	17	16	6	15	19	16	0	65	56
%	석유화학	4%	5%	4%	3%	3%	3%	5%	3%	0%	4%	3%
	건설	4%	5%	4%	7%	1%	4%	5%	6%	1%	5%	4%
	의약	-15%	9%	1%	-23%	-50%	4%	5%	5%	-44%	-4%	-5%
	합계	4%	5%	4%	4%	2%	4%	5%	4%	0%	4%	4%

자료: 이수화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	14,712	15,154	15,957	15,769	16,047
매출원가	13,914	13,837	14,722	14,416	14,630
매출총이익	799	1,317	1,235	1,353	1,418
판매비및일반관리비	798	668	673	665	677
영업이익(보고)	1	650	561	688	741
영업이익(핵심)	1	650	561	688	741
영업외손익	-426	-444	-93	-2	-3
이자수익	49	45	28	37	37
배당금수익	3	2	3	0	0
외환이익	208	270	229	226	226
이자비용	270	208	136	161	161
외환손실	139	182	189	118	118
관계기업지분손익	-134	-43	11	40	40
투자및기타자산처분손익	-5	-8	-5	-6	-7
금융상품평가및기타금융이익	-91	-225	-5	-19	-19
기타	-47	-95	-31	0	0
법인세차감전이익	-426	206	468	686	738
법인세비용	121	104	93	142	153
유효법인세율 (%)	-28.3%	50.5%	20.0%	20.7%	20.7%
당기순이익	-546	102	374	544	585
지배주주지분순이익(억원)	-434	115	351	510	548
EBITDA	107	767	672	801	856
현금순이익(Cash Earnings)	-440	219	485	657	700
수정당기순이익	-423	217	384	569	605
증감율(% YoY)					
매출액	-20.5	3.0	5.3	-1.2	1.8
영업이익(보고)	N/A	.4	-13.6	22.6	7.7
영업이익(핵심)	N/A	.4	-13.6	22.6	7.7
EBITDA	N/A	617.2	-12.3	19.1	6.9
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	204.9	45.2	7.6
EPS	N/A	N/A	204.9	45.2	7.6
수정순이익	N/A	N/A	76.6	48.3	6.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	370	775	341	652	620
당기순이익	-546	102	374	544	585
감가상각비	92	100	95	98	102
무형자산상각비	14	17	16	14	13
외환손익	-12	-102	-40	-107	-107
자산처분손익	15	0	5	6	7
지분법손익	134	43	-11	-40	-40
영업활동자산부채 증감	531	43	-137	32	-47
기타	142	572	38	104	107
투자활동현금흐름	-165	-113	-278	-154	-221
투자자산의 처분	-91	49	-89	14	-36
유형자산의 처분	87	0	0	0	0
유형자산의 취득	-139	-144	-158	-174	-174
무형자산의 처분	-5	-42	0	0	0
기타	-18	23	-30	7	-11
재무활동현금흐름	-456	-186	-37	-76	-70
단기차입금의 증가	-1,512	-494	0	0	0
장기차입금의 증가	795	388	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-51	-80	-73	-87	-87
기타	312	0	35	11	17
현금및현금성자산의순증가	-251	479	25	422	328
기초현금및현금성자산	615	364	844	869	1,291
기말현금및현금성자산	364	844	869	1,291	1,620
Gross Cash Flow	-161	732	477	620	667
Op Free Cash Flow	494	297	377	658	455

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,307	5,912	6,205	6,565	6,986
현금및현금성자산	364	844	869	1,291	1,620
유동금융자산	477	217	228	226	230
매출채권및유동채권	3,154	3,533	3,720	3,676	3,741
재고자산	1,312	1,317	1,387	1,371	1,395
기타유동비금융자산	0	1	1	1	1
비유동자산	4,978	5,091	5,278	5,353	5,497
장기매출채권및기타비유동채권	508	453	477	471	480
투자자산	1,848	1,872	1,958	1,984	2,049
유형자산	1,914	2,006	2,069	2,145	2,218
무형자산	157	185	170	155	142
기타비유동자산	552	574	605	598	608
자산총계	10,286	11,002	11,483	11,918	12,483
유동부채	4,836	6,049	6,192	6,158	6,208
매입채무및기타유동채무	1,926	2,472	2,603	2,572	2,618
단기차입금	1,187	2,424	2,424	2,424	2,424
유동성장기차입금	1,714	942	942	942	942
기타유동부채	9	211	222	220	224
비유동부채	1,942	1,488	1,525	1,536	1,554
장기매입채무및비유동채무	47	38	40	40	41
사채및장기차입금	1,609	1,020	1,020	1,020	1,020
기타비유동부채	286	430	465	477	494
부채총계	6,777	7,538	7,717	7,695	7,762
자본금	764	764	764	764	764
주식발행초과금	682	682	682	682	682
이익잉여금	913	926	1,215	1,650	2,122
기타자본	602	575	575	575	575
지배주주지분자본총계	2,961	2,947	3,236	3,671	4,143
비지배주주지분자본총계	547	518	530	553	578
자본총계	3,508	3,464	3,766	4,223	4,721
순차입금	3,669	3,325	3,288	2,869	2,536
총차입금	4,510	4,386	4,386	4,386	4,386

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-2,840	753	2,297	3,336	3,589
BPS	19,380	19,286	21,179	24,025	27,118
주당EBITDA	700	5,018	4,399	5,241	5,603
CFPS	-2,879	1,433	3,176	4,298	4,584
DPS	300	500	600	600	600
주기배수(배)					
PER	-3.6	21.6	7.3	5.1	4.7
PBR	0.5	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	52.8	7.2	9.0	7.0	6.2
PCFR	-3.6	11.4	5.3	3.9	3.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.0	4.3	3.5	4.4	4.6
영업이익률(핵심)	0.0	4.3	3.5	4.4	4.6
EBITDA margin	0.7	5.1	4.2	5.1	5.3
순이익률	-3.7	0.7	2.3	3.5	3.6
자기자본이익률(ROE)	-15.1	2.9	10.4	13.6	13.1
투자자본이익률(ROIC)	0.0	6.5	11.5	13.8	11.1
안정성(%)					
부채비율	193.2	217.6	204.9	182.2	164.4
순차입금비율	104.6	96.0	87.3	67.9	53.7
이자보상배율(배)	0.0	3.1	4.1	4.3	4.6
활동성(배)					
매출채권회전율	4.8	4.5	4.4	4.3	4.3
재고자산회전율	9.1	11.5	11.8	11.4	11.6
매입채무회전율	8.7	6.9	6.3	6.1	6.2

KIWOOM 

ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

코오롱플라스틱(138490)



BUY(Maintain)

주가(10/13) 6,830원

목표주가 10,000원

동사의 내년 증익폭은 올해보다 더욱 클 전망이다. 내년 BASF와 합작한 POM 설비가 가동에 들어가기 때문이다. 또한 동사는 자체 특수목적용 POM 설비도 동시에 건설하고 있다.

Stock Data

KOSPI (10/13)	2,473.62pt		
시가총액	2,595억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	7,750원	5,960원	
최고/최저가대비 등락율	-11.87%	14.60%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-2.6%	-7.0%
	6M	12.5%	-2.3%
	1Y	-5.1%	-22.7%

Company Data

발행주식수	38,000천주
일평균 거래량(3M)	59천주
외국인 지분율	0.80%
배당수익률(17.E)	1.46%
BPS (17.E)	5,031원
주요 주주	코오롱인더스트리 외 7인
	66.96%

Price Trend



POM 수급 타이트 지속

>>> 내년 증익 추세 지속

동사의 내년 증익폭은 올해보다 더욱 커질 전망이다. 영업이익/영업외손익이 모두 올해 대비 대폭 개선되기 때문이다.

이는 1) BASF와 합작한 POM 사업이 작년 4월부터 플랜트 건설을 시작하였는데, 예상보다 빠르게 공사가 진행되어, 기존 발표(내년 8월) 대비 플랜트 완공이 단축될 것으로 보인다. 이에 내년 POM 상품 매출액의 추가 증가가 전망된다. 한편 합작사의 플랜트 가동 후 BASF는 독일 Ludwigshafen POM(Trade Name: Ultraform) 플랜트를 폐쇄할 계획으로 2012년처럼 플랜트 증설에 따른 판매/가동률에 대한 리스크는 제한될 전망이다. 2) 동사는 BASF 합작 POM 플랜트 건설뿐만 아니라 자체 특수목적용 POM 라인(1만톤)을 추가 증설하여 고부가 제품 판매 확대 및 품종 변경에 따른 생산 원가 감축이 예상된다. 3) 한편 합작사 플랜트 건설에 따른 공사수익이 플랜트 완공 전까지 영업외수익에 추가될 전망이며, 내년에 POM 생산기술 제공으로 인한 License Fee(약 100억원)도 영업외수익에 일시적으로 반영될 것으로 보인다. 4) 중국의 KEP/태국 업체 등 경쟁사에게 20~30% 수준의 높은 반덤핑 관세율 부과 향후 동사 및 합작사(코오롱바스프이노품)의 중국 향 수출에 대한 반사 수혜가 전망되기 때문이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	2,504	2,384	2,525	2,971	3,388
보고영업이익(억원)	142	179	203	240	280
핵심영업이익(억원)	142	179	203	240	280
EBITDA(억원)	239	275	292	333	373
세전이익(억원)	105	215	274	362	356
순이익(억원)	90	177	203	283	278
지배주주지분순이익(억원)	89	176	203	283	278
EPS(원)	301	516	535	744	732
증감율(%YoY)	399.1	71.5	3.6	39.1	-1.7
PER(배)	23.0	12.7	12.8	9.2	9.3
PBR(배)	2.1	1.4	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	11.7	10.5	9.4	7.5	6.2
보고영업이익률(%)	5.7	7.5	8.0	8.1	8.3
핵심영업이익률(%)	5.7	7.5	8.0	8.1	8.3
ROE(%)	9.6	13.0	11.1	13.9	12.2
순부채비율(%)	69.9	22.7	7.7	-4.8	-12.1

경쟁사 대비 낮은 반덤핑 관세율

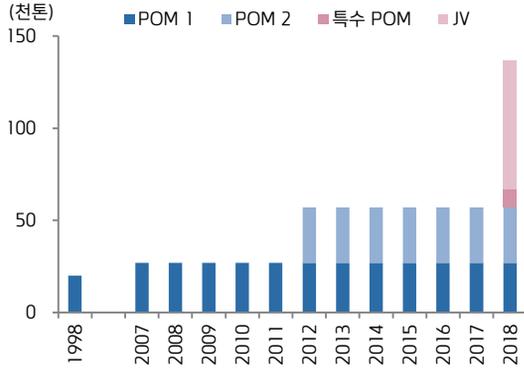
지난 6월 26일 중국 상무부는 작년 11월부터 한국/태국/말레이시아 등지에서 수입하는 POM 반덤핑 조사에 대한 예비 판정을 발표하였다. 코오롱플라스틱에게는 6.1%의 반덤핑 관세율을 부과한 반면에, 한국엔지니어링플라스틱(KEP), LG화학, 태국 업체 등에게는 20~30% 수준의 높은 반덤핑 관세율이 부과하였다.

중국의 POM 관련 반덤핑 조사는 작년 9월 중국 업체의 조사 요청에 따라 시작되었는데, 중국 업체들이 주장하는 제품 덤핑 마진 추정치는 58.91%였다. 이에 최근 실적 개선에도 불구하고, 반덤핑 관련 이슈는 동사 주가/실적에 리스크 요인으로 작용하였다. 하지만 중국 상무부의 예비 판정 발표로 관련 불확실성은 해소되었으며, 경쟁사의 높은 반덤핑 관세율 적용으로 오히려 동사는 반사 수혜가 전망된다. 한편 현재 진행하고 있는 POM 합작 플랜트의 경우 계획대로 건설되고 있으며, 이번 중국의 경쟁사에 대한 높은 관세율 부과로 향후 합작 플랜트의 중국 향 수출 확대도 예상된다.

투자의견 Buy(유지), 목표주가 10,000원(유지)

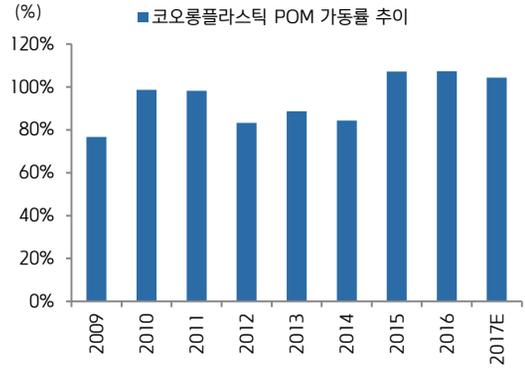
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 10,000원 유지한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 지난 3월 이후 메탄올/카프로락탐 등 원재료 가격 하락에 따라 주력 제품군 스프레드가 개선되고 있고, 2) 경쟁사 대비 낮은 반덤핑 관세율 적용으로 상대적으로 반사 수혜가 존재할 가능성이 크며, 3) POM 공장 증설(합작사 포함)로 내년 실적 개선폭이 클 것으로 예상되고, 4) 이원화된 컴파운드 설비 통합에 따른 컴파운드 외주 인력 감소 등 원가 개선이 전망되고 있기 때문이다. 한편 동사는 향후 성장성이 큰 탄소섬유 복합소재 등 컴포지트 사업도 확대할 계획으로 보인다.

코오롱플라스틱 POM 생산능력 추이



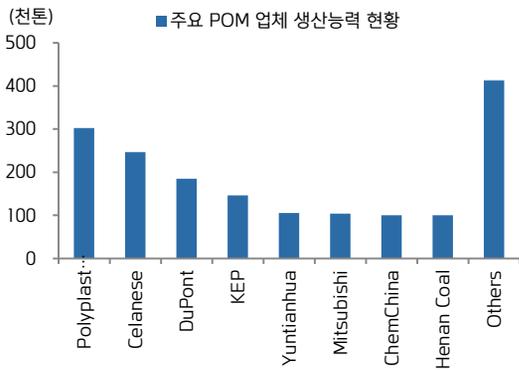
자료: 코오롱플라스틱, 키움증권 리서치

코오롱플라스틱 POM 가동률 추이



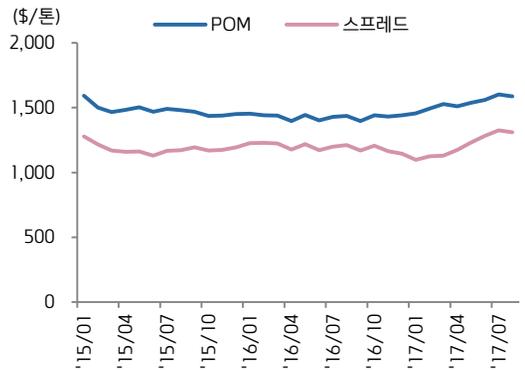
자료: 코오롱플라스틱, 키움증권 리서치

주요 POM 업체 생산능력 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 POM 가격 및 스프레드 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

코오롱플라스틱 실적 전망 (단위: 십억원)

	2016				2017				2015	2016	2017E	2018E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual				
매출액	POM	26.0	28.0	26.2	25.4	25.8	30.5	27.6	28.6	100.4	105.6	112.5	121.4
	컴파운드	34.1	34.6	29.9	34.2	36.8	35.9	31.4	35.9	150.0	132.8	140.0	143.4
	상품	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	32.2
	합계	60.1	62.5	56.1	59.6	62.6	66.4	59.0	64.4	250.4	238.4	252.5	297.1
영업이익	5.8	6.3	5.0	0.9	3.7	5.9	6.1	4.5	14.2	17.9	20.3	24.0	
%	9.6%	10.0%	8.9%	1.4%	5.9%	8.9%	10.4%	7.0%	5.7%	7.5%	8.0%	8.1%	

자료: 코오롱플라스틱, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,504	2,384	2,525	2,971	3,388
매출원가	2,137	1,952	2,047	2,403	2,662
매출총이익	367	432	478	567	726
판매비및일반관리비	225	253	275	328	446
영업이익(보고)	142	179	203	240	280
영업이익(핵심)	142	179	203	240	280
영업외손익	-37	35	71	123	77
이자수익	1	1	0	0	0
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	40	59	53	54	53
이자비용	31	20	16	15	15
외환손실	48	51	59	53	53
관계기업지분법손익	0	5	-5	-20	40
투자및기타자산처분손익	0	-49	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-2	23	0	0
기타	2	92	75	157	51
법인세차감전이익	105	215	274	362	356
법인세비용	15	38	71	80	78
유효법인세율 (%)	14.7%	17.7%	25.8%	22.0%	22.0%
당기순이익	90	177	203	283	278
지배주주지분손이익(억 원)	89	176	203	283	278
EBITDA	239	275	292	333	373
현금순이익(Cash Earnings)	187	272	293	376	371
수정당기순이익	90	219	186	283	278
증감률(% YoY)					
매출액	2.1	-4.8	5.9	17.7	14.0
영업이익(보고)	137.2	26.4	13.2	18.1	16.7
영업이익(핵심)	137.2	26.4	13.2	18.1	16.7
EBITDA	57.0	14.8	6.5	13.8	12.2
지배주주지분 당기순이익	399.1	97.2	15.2	39.1	-1.7
EPS	399.1	71.5	3.6	39.1	-1.7
수정순이익	398.9	144.4	-15.1	52.0	-1.7

현금흐름표

(단위: 억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	242	382	441	390	326
당기순이익	90	177	203	283	278
감가상각비	95	92	86	90	91
무형자산상각비	3	3	3	3	3
외환손익	0	-2	6	0	0
자산처분손익	0	49	0	0	0
지분법손익	0	-5	5	20	-40
영업활동자산부채 증감	4	5	143	-6	-6
기타	51	64	-6	0	0
투자활동현금흐름	-64	-712	-151	-105	-104
투자자산의 처분	-2	-440	-1	-5	-4
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-54	-263	-150	-100	-100
무형자산의 처분	-9	-11	0	0	0
기타	1	2	0	0	0
재무활동현금흐름	-170	439	-40	-36	-35
단기차입금의 증가	-204	-410	0	0	0
장기차입금의 증가	80	240	0	0	0
자본의 증가	0	656	0	0	0
배당금지급	-15	-22	-38	-38	-38
기타	-32	-26	-2	2	3
현금및현금성자산의순증가	10	112	249	249	186
기초현금및현금성자산	51	61	173	423	671
기말현금및현금성자산	61	173	423	671	858
Gross Cash Flow	238	377	298	396	331
Op Free Cash Flow	159	-26	235	169	200

재무상태표

(단위: 억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	879	1,075	1,377	1,795	2,139
현금및현금성자산	61	173	423	671	858
유동금융자산	2	7	8	9	10
매출채권및유동채권	281	430	456	536	611
재고자산	534	464	491	578	659
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,207	2,008	2,065	2,057	2,108
장기매출채권및기타비유동채					
권	9	9	10	12	13
투자자산	17	501	497	480	523
유형자산	1,108	1,411	1,475	1,485	1,494
무형자산	68	75	72	70	67
기타비유동자산	5	11	11	11	11
자산총계	2,086	3,083	3,443	3,852	4,247
유동부채	1,029	1,060	1,257	1,419	1,571
매입채무및기타유동채무	317	650	842	990	1,129
단기차입금	695	287	287	287	287
유동성장기차입금	0	50	50	50	50
기타유동부채	17	73	78	91	104
비유동부채	82	274	273	275	278
장기매입채무및비유동채무	2	3	3	3	4
사채및장기차입금	50	240	240	240	240
기타비유동부채	30	32	30	32	35
부채총계	1,111	1,335	1,529	1,694	1,849
자본금	290	380	380	380	380
주식발행초과금	278	837	837	837	837
이익잉여금	405	559	724	969	1,209
기타자본	1	-30	-30	-30	-30
지배주주지분자본총계	974	1,747	1,912	2,157	2,397
비지배주주지분자본총계	1	2	2	1	1
자본총계	975	1,748	1,913	2,158	2,398
순차입금	682	397	147	-103	-291
총차입금	745	577	577	577	577

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	301	516	535	744	732
BPS	3,277	4,596	5,031	5,676	6,308
주당EBITDA	805	803	769	875	982
CFPS	630	796	770	989	977
DPS	75	100	100	100	100
주가배수(배)					
PER	23.0	12.7	12.8	9.2	9.3
PBR	2.1	1.4	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.7	10.5	9.4	7.5	6.2
PCFR	11.0	8.2	8.9	6.9	7.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.7	7.5	8.0	8.1	8.3
영업이익률(핵심)	5.7	7.5	8.0	8.1	8.3
EBITDA margin	9.6	11.5	11.6	11.2	11.0
순이익률	3.6	7.4	8.0	9.5	8.2
자기자본이익률(ROE)	9.6	13.0	11.1	13.9	12.2
투자자본이익률(ROIC)	7.3	9.0	9.6	11.6	13.4
안정성(%)					
부채비율	113.9	76.3	79.9	78.5	77.1
순차입금비율	69.9	22.7	7.7	-4.8	-12.1
이자보상배율(배)	4.6	9.0	12.4	16.4	19.1
활동성(배)					
매출채권회전율	8.6	6.7	5.7	6.0	5.9
재고자산회전율	4.6	4.8	5.3	5.6	5.5
매입채무회전율	7.5	4.9	3.4	3.2	3.2

SK이노베이션(096770)



BUY(Maintain)

주가(10/13) 209,500원

목표주가 260,000원

기존에 투자하였던 국내 및 해외 설비에
서 이익이 창출되고 있다. 또한 올해 벌
어들이는 4조원 수준의 EBITDA를 통하
여 전 사업부문의 포트폴리오 다각화를
더욱 확대시킬 전망이다. 한편 정보전자
소재사업도 수요 증가와 공격적 증설로
높은 EBITDA 마진율을 기록하고 있다.

Stock Data

KOSPI (10/13)	2,473.62pt		
시가총액	195,532억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	210,000원	146,500원	
최고/최저가대비	등락		
율	-0.24%	43.00%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	8.0%	3.0%
	6M	28.1%	11.3%
	1Y	33.9%	9.1%

Company Data

발행주식수	93,714천주	
일평균 거래량(3M)	282천주	
외국인 자본율	40.83%	
배당수익률(17.E)	3.82%	
BPS (17.E)	200,975원	
주요 주주	SK 외 2인	33.42%
	국민연금공단	10.23%

Price Trend



배터리, 신항강자

>>> 배터리 생산능력 확대

동사는 내년 3분기부터 NCM 811 EV 배터리를 생산할 것으로 보인다. 이에 코발트 비중 축소로 동사 배터리부문의 제조원가 감소가 예상된다. 또한 동사의 전기차 배터리 생산능력은 올해 말 1.9GWh에서 내년 3.9GWh(연간 14만대 전기차 규모)로 확대될 전망이다. 이번 추가 증설 또한 신규 수주로 인한 공급 필요량 확대에 따라 결정된 것으로 보인다.

>>> 정보전자 소재 실적 개선세

동사 정보전자 소재부문의 실적이 일부 한계 사업 구조조정 완료 및 LiBS 사업 호조로 개선세가 이어지고 있다. 특히 LiBS는 중국을 중심으로 급성장하는 전기차 수요 증가로 현재 총 9개 라인을 100% 돌리고 있는 것으로 보인다. 또한 동사는 LiBS의 시장 성장에 대응하고자 추가적으로 2기의 라인 증설을 착수하였다. 동사의 LiBS 생산능력은 2018년 상반기 3.3억만M2(총 11개 라인)까지 증가할 전망이다. 이에 시장점유율 확대 및 규모의 경제 효과에 따른 추가적인 생산원가 감축이 예상된다. 또한 동사는 범용 분리막 대비 최대 40%의 가격 프리미엄을 받는 세라믹 코팅 분리막의 생산 비중을 높이고 있다. 한편 동사의 정보전자 소재사업(배터리 제외)의 올해 2분기 영업이익은 194억원으로 전 분기 대비 65.8% 증가하였다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	483,563	395,205	439,603	448,201	451,631
보고영업이익(억원)	19,796	32,283	33,825	35,133	35,923
핵심영업이익(억원)	19,796	32,283	33,825	35,133	35,923
EBITDA(억원)	29,311	41,427	42,429	44,063	44,996
세전이익(억원)	16,541	24,234	33,479	33,072	33,380
순이익(억원)	8,677	17,214	25,184	25,796	26,036
지배주주지분순이익(억 원)	8,149	16,713	24,277	24,586	24,815
EPS(원)	8,696	17,834	25,905	26,235	26,479
증감율(%YoY)	N/A	105.1	45.3	1.3	0.9
PER(배)	14.9	8.2	8.1	8.0	7.9
PBR(배)	0.8	0.8	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	5.5	3.6	4.8	4.3	3.9
보고영업이익률(%)	4.1	8.2	7.7	7.8	8.0
핵심영업이익률(%)	4.1	8.2	7.7	7.8	8.0
ROE(%)	5.2	9.7	13.1	12.3	11.4
순부채비율(%)	19.5	4.4	-0.5	-7.3	-13.0

그룹III 윤활기유, 세계 1위

SK이노베이션은 현재 세계 윤활기유 그룹III 분야에서 시장점유율 42%를 점유하고 있는 1위 업체이다. 세계 50여개국에 자체 브랜드(Yubase)로 수출하고 있으며, 매출액의 약 85%가 해외에서 발생하고 있다. 동사는 인도네시아 공장에 이어 재작년 스페인 렘솔과 합작법인인 ILBOC의 스페인 카르타헤나 윤활기유 공장을 준공하며, 원료 도입처와 판매에 따른 시차를 획기적으로 줄였다.

Dow Chemical의 EAA 사업부 인수 완료

동사의 연결 자회사 SK종합화학은 총 \$3.6억을 투자하여 Dow Chemical의 EAA 사업부 인수를 지난 9월 1일 완료하였다. 이로써 동사는 Dow Chemical의 미국 텍사스, 스페인 타라고나의 EAA 생산설비 및 기타 무형 자산을 확보하게 되며, 메이저 EAA 업체가 되었다. EAA는 에틸렌과 아크릴산의 공중합체(Copolymer)로 금속과의 접착성이 뛰어나 알루미늄 포일이나 PE 등 포장용 접착제로 주로 사용되고 있다.

동사의 추산 자료에 따르면 EAA의 작년 세계 시장 규모는 14.3만톤이고, 수요는 연평균 2~3% 수준의 성장세를 보이고 있다. 특히 아시아 지역은 연간 7% 수준의 고성장세가 예상되고 있다. 한편 EAA는 기술 진입 장벽이 존재하여 Dow Chemical, DuPont, ExxonMobil Chemical, Honeywell, LyondellBasell, Michelman, BYK 등 소수 업체가 시장을 장악하고 있다. 참고로 동 사업부문의 매출액은 약 \$1.43억, EBITDA 마진율은 30%를 상회할 것으로 추정된다. EAA는 높은 기술력 및 공장 노후화가 필요하고, 소수 업체가 시장을 장악하고 있어, 가격이 범용 제품 대비 높으며, 변동성도 낮다. 동사는 이번 Dow Chemical의 EAA 설비 인수를 통하여 기존 넥슬렌 제품과 고부가 포장재 사업에서의 시너지 효과가 발생할 전망이다. 또한 동사는 향후 아시아 지역에 EAA 신규 플랜트 건설 등을 검토하는 것으로 보인다.

중국 NCC의 실적 개선

중국 허베이성 우한시에 위치한 중한석화는 SK종합화학과 Sinopec이 각각 35대 65의 지분율로 총 3.3조원을 투입한 초대형 NCC 프로젝트로 2014년 1월 상업생산에 들어간 이후 빠른 실적 개선 추세를 보이고 있다. 에틸렌 스프레드 강세에 따른 우호적 환경 요인이 가장 큰 요인이지만, 우한NCC에서 생산된 제품 대부분은 중국 내에서 소비되기 때문에 안정된 수요처를 확보하고 있고, SK종합화학의 핵심인력 투입으로 운영비용, 수선효율, 에너지원단위, 장치손실율 개선을 통하여 설비 조기 안정화를 꾀한 결과로 보인다.

SK인천석유화학, PX 신설로 가동률 상승

SK인천석유화학의 CDU 가동률은 2013년 4분기 27%에서 올해 상반기 약 90% 이상까지 올라온 상황이다. 이는 1조6천억원이 투자된 PX 설비의 신설로 정유/화학을 통합한 최적화를 통하여 가동률이 개선세를 보이고 있기 때문이다. SK인천석유화학의 PX 생산능력은 135만톤으로 세계적으로도 규모가 큰 설비이며, 이 설비는 콘덴세이트 스플리터를 통합하였고 콘덴세이트와 원유를 상황에 맞춰 투입할 수 있다. 또한 최근 콘덴세이트 사용을 확대시키며 중질유 비중을 줄이고, 경질유 생산량을 늘린 것도 가동률 개선에 긍정적인 영향을 미친 것으로 보인다.

실적 전망

동사의 올해 3분기 영업이익은 1조380억원으로 최근 높아진 시장 기대치를 상회할 전망이다. 정유부문의 계절적 비수기 요인에도 불구하고, 유가 상승에 따른 재고평가이익 증가 및 미국 허리케인 하비 영향으로 인한 정제마진 개선에 기인한다.

석유사업부문 영업이익은 5,770억원으로 전 분기(125억원) 대비 큰 폭의 증익이 전망된다. 계절적 비수기 영향에도 불구하고, 1) 전 분기 울산 CDU/No.2 RFCC 정기보수에 따른 기저 효과가 발생하였고, 2) 역내/외 정제설비 정기보수가 확대된 가운데, 디젤/병커C유 크랙 마진이 수요 호조로 강세를 지속하였으며, 3) 베트남 등 신규 프로젝트 가동 지연으로 올해 역내 CDU 순증 물량이 작년 대비 크게 감소하는 등 수급 타이트 현상이 유지되고 있고, 4) 허리케인 하비 영향으로 약 300만B/D(세계 생산능력의 3~4%)의 정제설비가 생산 차질에 들어가며, 비수기 휘발유 크랙 마진의 급락을 방어하고 있기 때문이다. 참고로 미국 정제설비는 세계에서 휘발유 생산 수율이 가장 높다.

화학사업부문 영업이익은 3,666억원으로 전 분기 대비 9.9% 증가할 것으로 전망된다. 릴라이언스 신규 PX 공장 가동에 따른 PX 스프레드 축소에도 불구하고, 1) 전 분기 PX 공장 정기보수로 인한 물량 측면의 기저 효과가 발생할 전망이고, 2) NCC 보유한 강점을 바탕으로 BD/SM/PP 등의 스프레드가 역내/외 수급 타이트를 반영하며 개선되었기 때문이다.

윤활유사업부문 영업이익은 1,302억원으로 전 분기 대비 8.3% 증가할 것으로 전망된다. 계절적 비수기 요인이 있었지만, 경쟁사 신증설 지연 효과 및 미국 허리케인 하비로 인한 생산차질로 Group II/III 기유가 견조한 스프레드를 유지할 것으로 전망되기 때문이다.

한편 9~10월 역내/외 정제설비 정기보수 확대 및 계절적 성수기 효과 등으로 올해 3분기에 이어 4분기 실적도 호조세를 이어갈 전망이다.

투자 의견 Buy(유지), 목표주가 260,000원(유지)

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 260,000원 유지한다. 동사에 대해 투자 의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 올해와 내년에 세계 정제설비 순증 물량이 크지 않고, 2) 향후 화학/E&P 등에서 추가적인 일회성 비용이 제한되기 때문이다. 참고로 과거 세계 정제설비 신증설 물량 감소 시기(2007년과 2011년)에는 정유주의 마진 강세가 예외 없이 발생하였다.

세계 주요 정제설비 현황 (단위: 천배럴/일)

업체	위치	생산능력
Reliance	Jamnagar	1,240
SK Energy	Ulsan/Inchon	1,120
PdVSA	Paraguana	940
GS Caltex	Yeosu	730
S-Oil	Onsan	669
ExxonMobil	Singapore	605
Motiva	Port Arthur	600
ExxonMobil	Baytown	573
Saudi Aramco	Yas Tanura	550
Marathon	Garyville	522
ExxonMobil	Baton Rouge	503

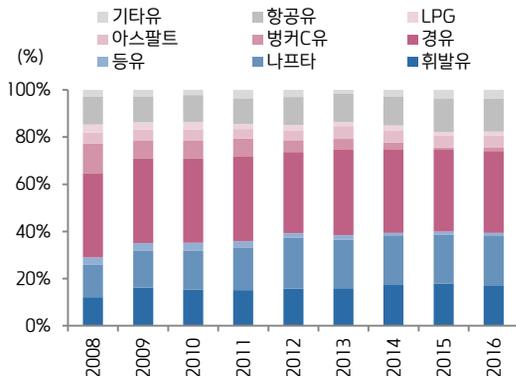
자료: OGJ, 키움증권 리서치

국내 정제설비 생산능력 현황 (단위: 천배럴/일)

구분	SK에너지	SK인천	GS	S-Oil	현대
상업증류시설	840	275(375)	785	580(669)	390
중질유분해시설	199		274	148	153
고도화비율(%)	24		35	25.5 (22.1)	39
주유소개수	3,764		2,568	2,051	2,238

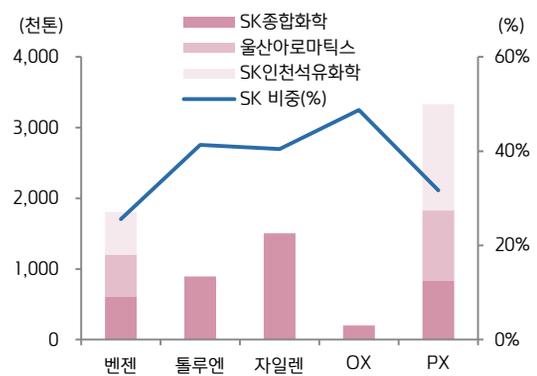
자료: Petronet, 키움증권 리서치

SK이노베이션 석유제품 Yield 추이



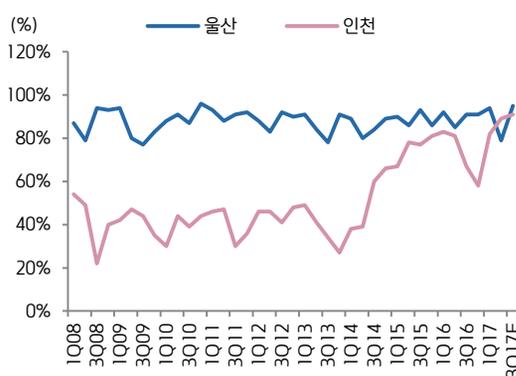
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 방향족 생산능력 및 국내 시장점유율



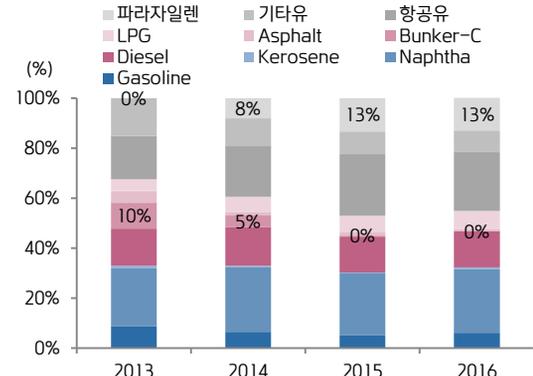
자료: SK이노베이션, KPIA, 키움증권 리서치

SK이노베이션 CDU 가동률 추이



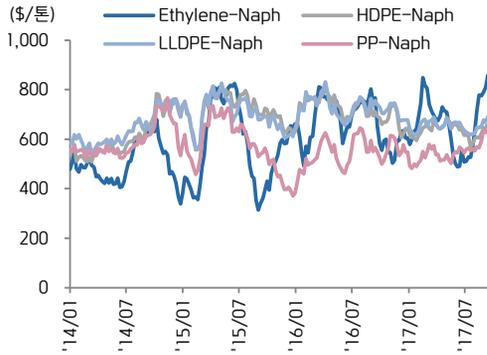
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK인천석유화학 생산 Yield 추이



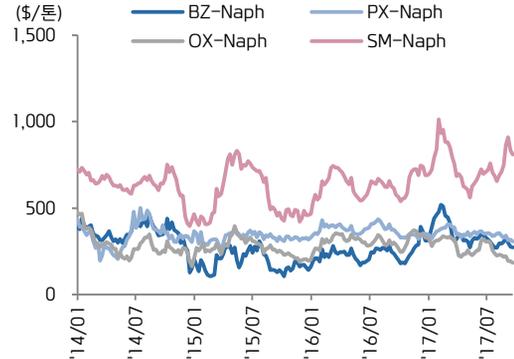
자료: SK인천석유화학, 키움증권 리서치

올레핀 스프레드 추이



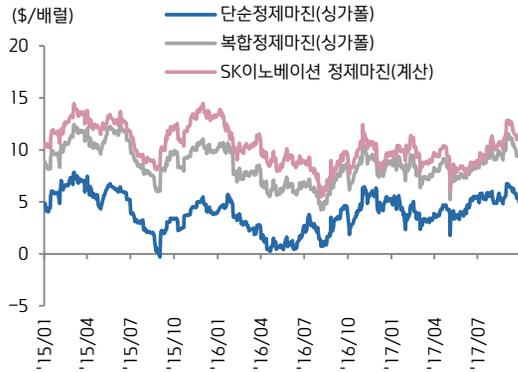
자료: Cischem, 키움증권 리서치

방향족 스프레드 추이



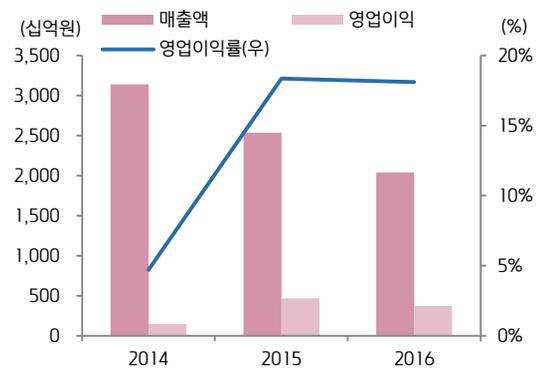
자료: Cischem, 키움증권 리서치

정제마진 추이



자료: Petronet, SK이노베이션, 키움증권 리서치

우한석화(SK이노베이션/Sinopec JV) 실적 추이



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

SK이노베이션 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E
매출액	9,458	10,280	9,703	10,079	11,387	10,561	11,196	10,816	48,356	39,521	43,960
에너지	6,646	7,443	7,025	7,256	8,064	7,388	8,010	7,734	35,300	28,370	31,196
종합화학	1,968	1,945	1,834	1,940	2,333	2,164	2,145	2,069	9,288	7,687	8,712
루브리컨츠	622	653	599	661	729	757	777	784	2,622	2,536	3,047
이노베이션	222	239	245	222	262	252	264	229	1,150	928	1,006
영업이익	845	1,120	415	849	1,004	421	1,038	919	1,980	3,228	3,383
%	8.9%	10.9%	4.3%	8.4%	8.8%	4.0%	9.3%	8.5%	4.1%	8.2%	7.7%
에너지	491	705	92	652	454	12.5	577	514	1,299	1,939	1,558
종합화학	224	303	215	176	455	334	367	309	431	919	1,464
루브리컨츠	132	133	117	86	95	120	130	131	295	469	477
이노베이션	-2	-21	-9	-65	1	-45	-36	-36	-45	-98	-116

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	483,563	395,205	439,603	448,201	451,631
매출원가	441,968	345,617	389,874	398,277	400,805
매출총이익	41,595	49,588	49,729	49,924	50,827
판매비및일반관리비	21,799	17,305	15,904	14,791	14,904
영업이익(보고)	19,796	32,283	33,825	35,133	35,923
영업이익(핵심)	19,796	32,283	33,825	35,133	35,923
영업외손익	-3,254	-8,050	-346	-2,061	-2,543
이자수익	565	855	887	1,017	1,029
배당금수익	91	92	283	399	404
외환이익	12,477	13,066	18,077	16,353	16,122
이자비용	2,676	2,530	2,313	2,737	2,951
외환손실	14,267	13,446	18,856	17,820	17,719
관계기업지분법손익	2,570	-1,240	676	269	183
투자및기타자산처분손익	-11	-170	-176	-189	-193
금융상품평가및기타금융이익	523	-943	1,032	647	582
기타	-2,527	-3,734	46	0	0
법인세차감전이익	16,541	24,234	33,479	33,072	33,380
법인세비용	6,566	7,019	8,179	7,276	7,344
유효법인세율 (%)	39.7%	29.0%	24.4%	22.0%	22.0%
당기순이익	8,677	17,214	25,184	25,796	26,036
지배주주지분손익(억 원)	8,149	16,713	24,277	24,586	24,815
EBITDA	29,311	41,427	42,429	44,063	44,996
현금순이익(Cash Earnings)	18,192	26,358	33,788	34,726	35,110
수정당기순이익	8,368	18,004	24,328	25,339	25,648
증감율(% YoY)					
매출액	-26.6	-18.3	11.2	2.0	0.8
영업이익(보고)	N/A	63.1	4.8	3.9	2.2
영업이익(핵심)	N/A	63.1	4.8	3.9	2.2
EBITDA	386.8	41.3	2.4	3.9	2.1
지배주주지분 당기순이익	N/A	105.1	45.3	1.3	0.9
EPS	N/A	105.1	45.3	1.3	0.9
수정순이익	N/A	115.2	35.1	4.2	1.2

현금흐름표

(단위: 억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	40,857	36,778	30,998	34,176	34,528
당기순이익	8,677	17,214	25,184	25,796	26,036
감가상각비	8,032	7,991	7,547	7,961	8,185
무형자산상각비	1,483	1,153	1,057	969	889
외환손익	445	293	780	1,467	1,598
자산처분손익	518	287	176	189	193
지분법손익	-490	-854	-676	-269	-183
영업활동자산부채 증감	15,605	2,680	-2,494	-483	-193
기타	6,588	8,014	-576	-1,454	-1,997
투자활동현금흐름	-13,454	-20,561	-18,509	-12,637	-12,333
투자자산의 처분	-7,636	-14,337	-3,926	-754	-296
유형자산의 처분	1,002	404	0	0	0
유형자산의 취득	-4,488	-6,070	-15,000	-12,000	-12,000
무형자산의 처분	-2,444	-545	0	0	0
기타	112	-13	417	117	-36
재무활동현금흐름	-27,683	-20,186	688	-1,340	-1,409
단기차입금의 증가	-26,294	-3,677	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,389	-12,009	7,500	6,000	6,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-4,513	-7,456	-7,456	-7,456
기타	0	12	644	116	47
현금및현금성자산의순증가	811	-3,755	13,177	20,199	20,786
기초현금및현금성자산	29,386	30,197	26,442	39,619	59,817
기말현금및현금성자산	30,197	26,442	39,619	59,817	80,604
Gross Cash Flow	25,253	34,097	33,492	34,659	34,721
Op Free Cash Flow	30,127	28,141	24,935	31,580	32,804

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	128,422	149,877	176,920	199,804	221,662
현금및현금성자산	30,197	26,442	39,619	59,817	80,604
유동금융자산	18,325	31,115	34,610	35,287	35,557
매출채권및유동채권	44,017	47,595	52,941	53,977	54,390
재고자산	35,598	44,453	49,446	50,414	50,799
기타유동비금융자산	286	273	304	309	312
비유동자산	185,177	175,936	182,669	185,772	189,152
장기매출채권및기타비유동채권	217	248	276	281	283
투자자산	26,784	25,673	26,582	26,923	27,539
유형자산	139,142	136,035	143,488	147,527	151,342
무형자산	16,631	12,723	11,666	10,697	9,808
기타비유동자산	2,404	1,258	658	344	180
자산총계	313,598	325,813	359,590	385,576	410,815
유동부채	74,940	87,365	95,270	96,801	97,412
매입채무및기타유동채무	50,808	65,288	72,623	74,043	74,610
단기차입금	3,893	219	219	219	219
유동성장기차입금	16,554	16,781	16,781	16,781	16,781
기타유동부채	3,684	5,077	5,647	5,758	5,802
비유동부채	68,195	55,397	63,541	69,657	75,704
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	61,301	48,697	56,197	62,197	68,197
기타비유동부채	6,894	6,700	7,344	7,460	7,507
부채총계	143,135	142,763	158,812	166,458	173,116
자본금	4,686	4,686	4,686	4,686	4,686
주식발행초과금	56,832	56,832	56,832	56,832	56,832
이익잉여금	94,496	106,708	124,018	141,610	159,418
기타자본	2,883	2,805	2,805	2,805	2,805
지배주주지분자본총계	158,897	171,032	188,342	205,933	223,741
비지배주주지분자본총계	11,566	12,019	12,436	13,185	13,958
자본총계	170,463	183,050	200,778	219,118	237,699
순차입금	33,227	8,140	-1,032	-15,907	-30,964
총차입금	81,748	65,697	73,197	79,197	85,197

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	8,696	17,834	25,905	26,235	26,479
BPS	169,556	182,504	200,975	219,747	238,749
주당EBITDA	31,277	44,206	45,275	47,019	48,015
CFPS	19,412	28,126	36,054	37,056	37,465
DPS	4,800	6,400	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	14.9	8.2	8.1	8.0	7.9
PBR	0.8	0.8	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.5	3.6	4.8	4.3	3.9
PCFR	6.7	5.2	5.8	5.7	5.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.1	8.2	7.7	7.8	8.0
영업이익률(핵심)	4.1	8.2	7.7	7.8	8.0
EBITDA margin	6.1	10.5	9.7	9.8	10.0
순이익률	1.8	4.4	5.7	5.8	5.8
자기자본이익률(ROE)	5.2	9.7	13.1	12.3	11.4
투자자본이익률(ROIC)	6.0	13.0	19.3	19.3	19.4
안정성(%)					
부채비율	84.0	78.0	79.1	76.0	72.8
순차입금비율	19.5	4.4	-0.5	-7.3	-13.0
이자보상배율(배)	7.4	12.8	14.6	12.8	12.2
활동성(배)					
매출채권회전율	9.0	8.6	8.7	8.4	8.3
재고자산회전율	11.0	9.9	9.4	9.0	8.9
매입채무회전율	8.2	6.8	6.4	6.1	6.1

S-Oil (010950)



BUY(Maintain)

주가(10/13) 132,000원

목표주가 155,000원

과거 PX 등 방향족 플랜트의 선제적 투자를 통하여 PX 호황 시기에 국내 업체 중 최대 수혜를 입었다. 한편 동사는 작년과 올해 우호적 영업환경을 바탕으로 창사 최대 규모의 정유/화학 시설 투자를 진행하고 있다. 동 프로젝트는 원재료 통합으로 수익성이 높을 전망이다.

Stock Data

KOSPI (10/13)	2,473.62pt		
시가총액	152,873억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	132,000원	78,500원	
최고/최저가대비	등락		
율	0.00%	68.15%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	8.2%	3.2%
	6M	39.5%	21.2%
	1Y	65.2%	34.6%

Company Data

발행주식수	116,605천주
일평균 거래량(3M)	298천주
외국인 자본율	75.70%
배당수익률(17.E)	5.15%
BPS (17.E)	57,930원
주요 주주	Aramco 63.46%
	국민연금공단 6.07%

Price Trend



내년 대규모 Capex 완료

>>> 2017년 정제마진, 호조세 지속

올해 하반기 정제마진은 호조세를 지속할 전망이다. 중국/인도 등 신흥국의 수요가 강세를 지속하는 가운데, 인도/인도네시아 정제설비의 정기보수 진행 및 유럽 Pernis 정제설비(40.4만B/D)의 비계획 섯다운으로 공급 차질이 지속되었기 때문이다. 또한 허리케인 하비 영향으로 인한 미국 정제설비의 생산 차질도 3분기 정제마진 강세를 유발하였다. 한편 4분기는 계절적 성수기 효과 및 러시아 컨버전 유닛 추가에 따른 Fuel oil 마진 상승으로 견조한 정제마진이 전망된다.

>>> 4.8조원 투입하여 잔사유고도화 및 올레핀 하류 시설 투자

동사는 과거 PX 등 방향족 플랜트의 선제적 투자를 통하여 PX 호황 시 수혜를 톡톡히 받은 이후, 현재 유가 하락 및 중국 CTO/PDH 증설에 따라 경쟁사의 투자 유인이 급격히 감소한 잔사유고도화 및 올레핀 하류 시설 등에 대해 4.8조원의 대규모 투자를 진행하고 있다.

최근 휘발유/프로필렌 가격 갭 축소로 기존 예상 보다는 경제성이 감소한 상황이나, 잔사유 통합에 따른 저가 원재료 투입으로 프로젝트 수익성은 시장의 예상보다 높게 유지될 전망이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	178,903	163,218	197,471	213,445	234,028
보고영업이익(억원)	8,176	16,169	14,194	18,874	21,986
핵심영업이익(억원)	8,176	16,169	14,194	18,874	21,986
EBITDA(억원)	10,908	19,036	16,921	22,950	26,333
세전이익(억원)	8,127	15,751	14,811	17,299	20,186
순이익(억원)	6,313	12,054	11,550	13,493	15,745
지배주주지분순이익(억원)	6,313	12,054	11,550	13,493	15,745
EPS(원)	5,414	10,337	9,906	11,572	13,503
증감율(%YoY)	N/A	90.9	-4.2	16.8	16.7
PER(배)	14.7	8.2	13.3	11.4	9.8
PBR(배)	1.7	1.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	9.2	5.4	11.0	8.2	7.1
보고영업이익률(%)	4.6	9.9	7.2	8.8	9.4
핵심영업이익률(%)	4.6	9.9	7.2	8.8	9.4
ROE(%)	12.3	20.5	17.6	19.2	20.4
순부채비율(%)	16.1	7.8	48.6	47.0	41.5

윤활기유, 고마진을 지속

동사의 올해 상반기 윤활기유부문 영업이익률은 27.0%로 높은 마진율을 기록하였다. 유가 하락에 따른 저가 원재료 투입과 고급 기유 수요 호조에 따른 스프레드 개선이 주된 요인이다. 동사는 윤활기유 단일 공정으로 세계 1~2위권인 4.27만배럴/일 규모의 생산시설을 보유하고 있다. 특히 그룹I/II/III 윤활기유를 모두 생산하는 공장으로는 세계 최대 규모이다.

슈퍼 프로젝트, 지난 5월 마무리 완료

동사는 현재 RUC/ODC와 같은 대규모 프로젝트와 함께 고부가가치 제품 생산능력을 증대하고, 수익성을 높이기 위한 SUPER 프로젝트를 동시에 진행하였다. SUPER 프로젝트의 첫 번째 패키지 중 하나인 중질유분수첨분해시설(하이드로크래커) 개선이 계획대로 작년 11월 마무리됨에 따라 고부가가치 제품인 경유, 등유 및 윤활기유 생산량이 증가하였으며, 정기보수 주기도 종전 3년에서 4년으로 연장이 기대된다. 또한 이와 함께 윤활기유 제품의 품질 개선, 에너지 효율 개선 등을 통해 기존의 예상 대비 2배 이상의 수익성을 달성하고 있는 것으로 보인다.

이어 SUPER 프로젝트의 두 번째 패키지과 세 번째 패키지에서 수익 실현이 가능한 항목이 일부 작년 11월에 조기 완료되며 올해 상반기 실적 개선에 긍정적인 요인으로 작용한 것으로 보인다. 참고로 두 번째 패키지는 초저유황경유생산시설(Mild Hydrocracker) 개선을 통해 경유 생산능력을 확대(약 10%)하는 것이고, 세 번째 패키지는 CFU/아로마틱 개선을 통하여 PX와 벤젠 생산능력을 기존 대비 각각 5%, 8% 확대하는 것으로 보인다. 지난 5월에 프로젝트의 세 번째 패키지도 마무리가 완료되었다.

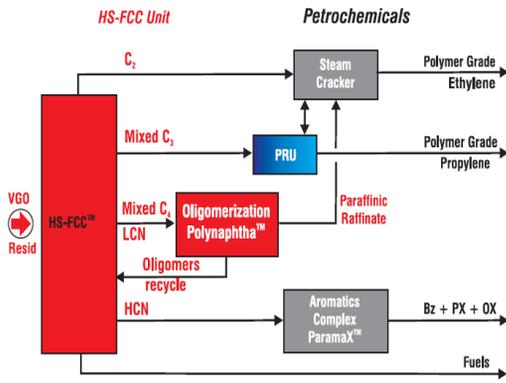
실적 전망

동사의 3분기 영업이익은 5,011억원으로 정유부문 계절적 성수기 효과에도 불구하고, 전 분기/작년 대비 큰 폭의 개선이 전망된다. 이는 1) 전 분기 정제설비 및 PX 설비 정기보수에 따른 물량 측면의 기저 효과가 발생할 예상이며, 2) 디젤/병커C유 크랙 마진이 수요 호조로 강세를 지속하였고, 3) 허리케인 하비 영향으로 휘발유 생산수율이 큰 미국 정제설비의 생산 차질 발생으로 휘발유 크랙 마진도 견조한 수준을 유지하였으며, 4) 유가 상승으로 전 분기 대비 대규모 재고평가이익이 발생할 것으로 예상되기 때문이다. 한편 9~10월 역내/외 정제설비 정기보수 확대 및 계절적 성수기 효과로 올해 3분기에 이어 4분기도 실적 호조세가 지속될 전망이다.

투자의견 Buy(유지), 목표주가 155,000원(상향)

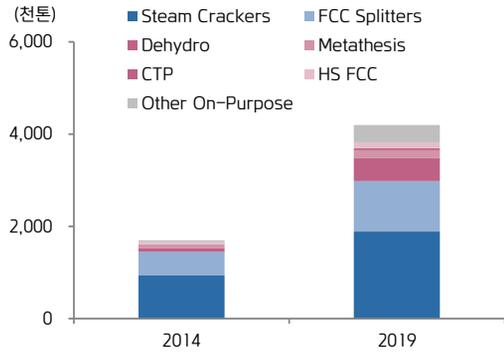
동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 실적 개선에 근거해 155,000원으로 상향 조정한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 향후 3년간 역내 정제설비 순증 물량이 크지 않고, 2) 공정 개선 및 신규 프로젝트 완료로 내년 상반기 이후 추가적인 실적 개선이 예상되며, 3) 증설 효과로 실적이 개선되는 가운데, 대규모 투자 제한으로 향후 배당의 추가 증가가 전망되기 때문이다.

HS-FCC 공정도



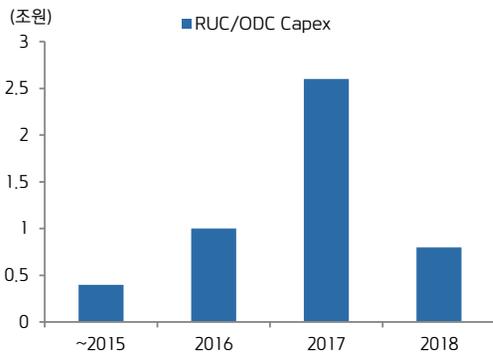
자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 공법별 프로필렌 생산능력 전망



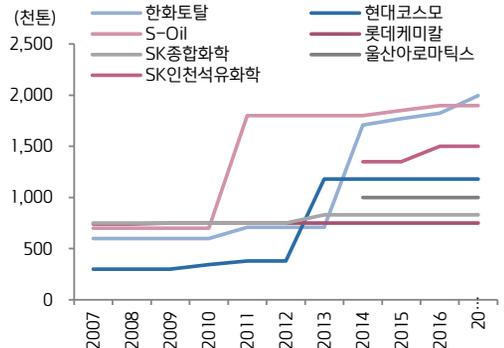
자료: Ciscem, 키움증권 리서치

S-Oil RUC/ODC Capex 전망



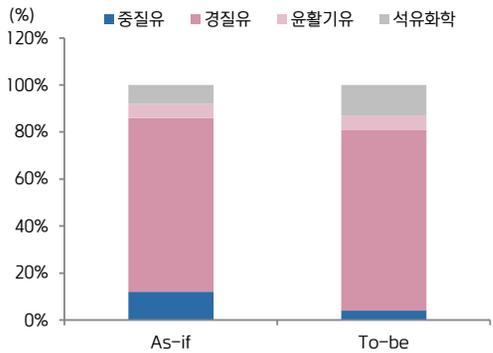
자료: S-Oil, 키움증권 리서치

국내 PX 업체별 생산능력 추이



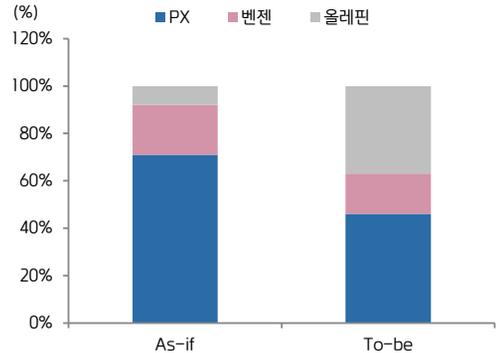
자료: 각사, 키움증권 리서치

S-Oil 총 제품 포트폴리오 변화



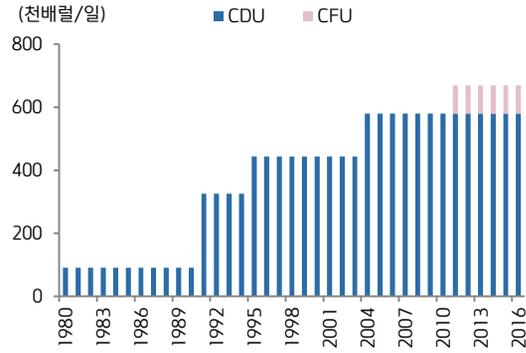
자료: S-Oil, 키움증권 리서치

S-Oil 석유화학 제품 포트폴리오 변화



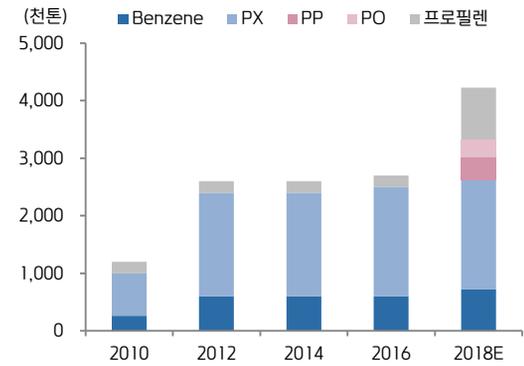
자료: S-Oil, 키움증권 리서치

S-Oil CDU/CFU 처리능력 추이



자료: S-Oil, 키움증권 리서치

S-Oil 주요 석유화학 제품 생산능력 추이



자료: S-Oil, 키움증권 리서치

국내 정제마진 추이



자료: Petronet, 키움증권 리서치

S-Oil 석유화학 가중평균 스프레드 추이



자료: Cischem, S-Oil, KPIA, 키움증권 리서치

S-Oil 실적 전망 (단위 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E
매출액	3,428	4,198	4,138	4,557	5,200	4,665	4,832	5,050	17,890	16,322	19,747
정유	2,467	3,215	3,187	3,595	4,044	3,699	3,733	3,977	14,054	12,464	15,453
석유화학	532	532	532	532	532	532	532	532	2,496	2,544	2,581
유탄기유	378	378	378	378	378	378	378	378	1,340	1,314	1,713
영업이익	492	641	116	368	333	117	501	468	818	1,617	1,419
%	14.3%	15.3%	2.8%	8.1%	6.4%	2.5%	10.4%	9.3%	4.6%	9.9%	7.2%
정유	220	375	-123	288	100	-85	232	217	278	759	464
석유화학	144	140	142	91	140	73	134	125	287	517	472
유탄기유	128	128	97	66	84	129	135	126	316	418	474

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	178,903	163,218	197,471	213,445	234,028
매출원가	164,388	140,209	175,603	185,481	200,808
매출총이익	14,515	23,010	21,868	27,964	33,219
판매비및일반관리비	6,339	6,841	7,674	9,090	11,233
영업이익(보고)	8,176	16,169	14,194	18,874	21,986
영업이익(핵심)	8,176	16,169	14,194	18,874	21,986
영업외손익	-49	-418	616	-1,574	-1,800
이자수익	350	545	220	458	500
배당금수익	0	8	0	0	0
외환이익	3,878	4,349	2,174	4,349	4,349
이자비용	358	563	387	881	966
외환손실	5,165	5,021	2,511	5,021	5,021
관계기업지분손익	98	66	60	60	61
투자및기타자산처분손익	-11	-17	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	550	-319	1,153	528	448
기타	610	534	-94	-1,067	-1,170
법인세차감전이익	8,127	15,751	14,811	17,299	20,186
법인세비용	1,814	3,697	3,260	3,806	4,441
유효법인세율 (%)	22.3%	23.5%	22.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	6,313	12,054	11,550	13,493	15,745
지배주주지분손이익(억원)	6,313	12,054	11,550	13,493	15,745
EBITDA	10,908	19,036	16,921	22,950	26,333
현금순이익(Cash Earnings)	9,045	14,921	14,277	17,570	20,092
수정당기순이익	5,895	12,311	10,398	12,965	15,298
증감율(% YoY)					
매출액	-37.4	-8.8	21.0	8.1	9.6
영업이익(보고)	N/A	97.8	-12.2	33.0	16.5
영업이익(핵심)	N/A	97.8	-12.2	33.0	16.5
EBITDA	2,081.6	74.5	-11.1	35.6	14.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	90.9	-4.2	16.8	16.7
EPS	N/A	90.9	-4.2	16.8	16.7
수정순이익	N/A	108.8	-15.5	24.7	18.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	24,756	17,220	11,867	16,418	18,624
당기순이익	6,313	12,054	11,550	13,493	15,745
감가상각비	2,642	2,784	2,655	4,014	4,292
무형자산상각비	90	83	72	63	54
외환손익	106	988	336	672	672
자산처분손익	731	841	0	0	0
지분법손익	-98	-66	-60	-60	-61
영업활동자산부채 증감	14,719	-1,882	-2,343	-1,092	-1,407
기타	252	2,418	-344	-672	-672
투자활동현금흐름	-28,019	-19,669	-25,336	-12,352	-13,031
투자자산의 처분	-20,526	-9,357	6,564	-2,352	-3,031
유형자산의 처분	34	71	0	0	0
유형자산의 취득	-6,544	-10,636	-31,900	-10,000	-10,000
무형자산의 처분	-31	-67	0	0	0
기타	-951	319	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,841	8,111	14,715	-777	-736
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-559	10,208	22,330	7,000	7,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,282	-2,096	-7,918	-7,918	-7,918
기타	0	0	302	141	182
현금및현금성자산의순증가	-5,103	5,662	1,245	3,289	4,857
기초현금및현금성자산	7,115	2,012	7,674	8,920	12,209
기말현금및현금성자산	2,012	7,674	8,920	12,209	17,066
Gross Cash Flow	10,037	19,102	14,210	17,510	20,031
Op Free Cash Flow	17,227	2,656	-17,322	11,858	14,925

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	56,898	79,744	82,070	91,277	103,759
현금및현금성자산	2,012	7,674	8,920	12,209	17,066
유동금융자산	25,259	34,458	27,646	29,882	32,764
매출채권및유동채권	13,640	13,377	16,185	17,494	19,181
재고자산	15,987	24,234	29,320	31,692	34,748
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	51,057	59,846	89,478	95,643	101,592
장기매출채권및기타비유동채권	1,936	678	821	887	973
투자자산	1,341	1,515	1,831	2,007	2,217
유형자산	47,308	57,108	86,353	92,339	98,047
무형자산	472	545	472	410	355
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	107,955	139,590	171,548	186,920	205,351
유동부채	32,222	48,328	53,964	56,592	59,979
매입채무및기타유동채무	15,834	22,585	27,325	29,535	32,384
단기차입금	15,825	17,886	17,886	17,886	17,886
유동성장기차입금	55	3,573	3,573	3,573	3,573
기타유동부채	508	4,284	5,180	5,598	6,137
비유동부채	21,835	27,347	50,036	57,203	64,419
장기매입채무및비유동채무	236	270	327	354	388
사채및장기차입금	20,073	25,636	47,966	54,966	61,966
기타비유동부채	1,526	1,440	1,743	1,884	2,065
부채총계	54,056	75,674	103,999	113,795	124,398
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
주식발행초과금	3,792	3,792	3,792	3,792	3,792
이익잉여금	37,431	47,454	51,087	56,663	64,491
기타자본	9,761	9,755	9,755	9,755	9,755
지배주주지분자본총계	53,899	63,916	67,549	73,124	80,952
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	53,899	63,916	67,549	73,124	80,952
순차입금	8,681	4,962	32,859	34,334	33,595
총차입금	35,952	47,095	69,425	76,425	83,425

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	5,414	10,337	9,906	11,572	13,503
BPS	46,224	54,814	57,930	62,711	69,425
주당EBITDA	9,355	16,326	14,512	19,682	22,583
CFPS	7,757	12,796	12,244	15,068	17,231
DPS	2,400	6,200	6,800	6,800	6,800
주가배수(배)					
PER	14.7	8.2	13.3	11.4	9.8
PBR	1.7	1.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.2	5.4	11.0	8.2	7.1
PCFR	10.2	6.6	10.8	8.8	7.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.6	9.9	7.2	8.8	9.4
영업이익률(핵심)	4.6	9.9	7.2	8.8	9.4
EBITDA margin	6.1	11.7	8.6	10.8	11.3
순이익률	3.5	7.4	5.8	6.3	6.7
자기자본이익률(ROE)	12.3	20.5	17.6	19.2	20.4
투자자본이익률(ROIC)	9.4	18.8	16.8	18.2	19.8
안정성(%)					
부채비율	100.3	118.4	154.0	155.6	153.7
순차입금비율	16.1	7.8	48.6	47.0	41.5
이자보상배율(배)	22.8	28.7	36.7	21.4	22.8
활동성(배)					
매출채권회전율	10.2	12.1	13.4	12.7	12.8
재고자산회전율	8.9	8.1	7.4	7.0	7.0
매입채무회전율	11.2	8.5	7.9	7.5	7.6

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		
					평균 주가 대비	최고 주가 대비						평균 주가 대비	최고 주가 대비	
LG화학 (051910)	2016-08-09	Buy(Reinitiate)	350,000원	6개월	-24.35	-22.71	금호석유 (011780)	2016-08-09	Buy(Reinitiate)	80,000원	6개월	-14.95	-5.63	
	2016-09-05	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-24.46	-22.71		2016-10-14	Buy(Maintain)	82,000원	6개월	-8.92	-5.24	
	2016-09-07	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-24.60	-22.71		2016-10-31	Buy(Maintain)	82,000원	6개월	-4.84	12.56	
	2016-09-08	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-27.20	-22.71		2017-02-03	Marketperform (Downgrade)	86,000원	6개월	-10.36	-1.05	
	2016-09-27	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-28.45	-22.71		2017-05-24	Outperform (Upgrade)	93,000원	6개월	-15.26	-11.72	
	2016-10-14	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-28.94	-22.71		2017-06-07	Outperform (Maintain)	93,000원	6개월	-18.94	-11.72	
	2016-11-08	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-29.88	-22.71		2017-07-31	Outperform (Maintain)	93,000원	6개월	-18.08	-11.72	
	2016-12-02	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-29.78	-22.71		2017-09-22	Outperform (Maintain)	93,000원	6개월	-18.81	-11.72	
	2016-12-22	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-28.80	-18.57		2017-10-16	Outperform (Maintain)	93,000원	6개월			
	2017-01-16	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-28.33	-18.57		대한유화 (006650)	2016-08-09	Buy(Reinitiate)	340,000원	6개월	-35.66	-30.74
	2017-01-31	Buy(Maintain)	370,000원	6개월	-24.31	-19.05			2016-09-01	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-36.30	-30.74
	2017-04-20	Buy(Maintain)	370,000원	6개월	-23.72	-16.35			2016-09-05	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-36.54	-30.74
	2017-06-07	Buy(Maintain)	370,000원	6개월	-23.59	-16.35			2016-09-08	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-37.57	-30.74
	2017-06-14	Buy(Maintain)	370,000원	6개월	-22.34	-9.46			2016-09-27	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-37.71	-30.74
	2017-07-11	Buy(Maintain)	370,000원	6개월	-22.34	-9.46			2016-10-31	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-37.74	-30.74
	2017-07-13	Buy(Maintain)	400,000원	6개월	-20.21	-18.38			2016-11-02	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-38.00	-30.74
	2017-07-20	Buy(Maintain)	400,000원	6개월	-9.70	1.88			2016-11-15	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-36.64	-23.09
2017-10-16	Buy(Maintain)	450,000원	6개월			2016-12-12	Buy(Maintain)		340,000원	6개월	-33.73	-15.59		
롯데케미칼 (011170)	2016-08-09	Buy(Reinitiate)	460,000원	6개월	-37.07	-33.15	2017-01-09		Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-21.81	-18.75	
	2016-09-02	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-37.37	-33.15	2017-01-24		Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-21.81	-18.75	
	2016-09-05	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-37.64	-33.15	2017-01-24		Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-21.89	-18.75	
	2016-09-08	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-38.39	-33.15	2017-02-03	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-21.84	-18.75		
	2016-09-27	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-38.37	-33.15	2017-02-10	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-22.86	-18.47		
	2016-09-28	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-38.26	-33.15	2017-03-13	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-23.42	-18.47		
	2016-09-30	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-37.44	-32.39	2017-03-22	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-27.83	-18.47		
	2016-10-13	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-37.41	-32.39	2017-05-26	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-27.54	-18.47		
	2016-10-14	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-36.77	-31.30	2017-06-07	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-27.84	-18.47		
	2016-10-26	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-36.66	-31.30	2017-06-27	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.03	-18.47		
	2016-10-31	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-36.45	-31.30	2017-07-03	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.03	-18.47		
	2016-11-14	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-36.33	-30.22	2017-07-17	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.03	-18.47		
	2016-11-16	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-34.84	-21.09	2017-07-20	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.03	-18.47		
	2016-12-09	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-31.47	-14.02	2017-08-10	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.03	-18.47		
	2017-01-16	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-23.53	-21.30	2017-08-29	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.03	-18.47		
	2017-01-24	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-22.71	-20.90	2017-10-16	Buy(Maintain)	360,000원	6개월				
	2017-02-03	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-23.41	-18.60	효성 (004800)	2016-08-09	Buy(Reinitiate)	183,000원	6개월	-28.07	-22.95	
	2017-03-13	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.03	-33.73		2016-10-05	BUY(Maintain)	183,000원	6개월	-27.38	-22.95	
	2017-03-16	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-33.91	-31.18		2016-10-26	BUY(Maintain)	183,000원	6개월	-26.61	-21.86	
	2017-04-18	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.38	-31.18		2016-12-02	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-27.73	-23.25	
2017-04-26	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.88	-31.18	2017-02-03		BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-31.31	-23.25		
2017-05-11	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.87	-31.18	2017-04-04		BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-31.57	-23.25		
2017-06-07	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.90	-31.18	2017-04-26		BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-30.08	-16.00		
2017-06-09	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.64	-31.18	2017-07-21		BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-30.08	-16.00		
2017-07-05	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.69	-31.18	2017-08-02		BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-30.08	-16.00		
2017-07-12	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.67	-31.18	2017-09-18		BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-30.08	-16.00		
2017-07-20	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.59	-31.18	2017-10-16		Buy(Maintain)	200,000원	6개월				
2017-07-26	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.51	-31.18									
2017-08-01	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.15	-28.27									
2017-08-10	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.51	-27.73									
2017-08-29	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-33.85	-24.27									
2017-09-13	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-33.85	-24.27									
2017-10-16	Buy(Maintain)	550,000원	6개월											

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		
					평균	최고 주가 대비						평균 주가 대비	최고 주가 대비	
휴켄스 (069260)	2016-08-09	BUY(Initiate)	28,000원	6개월	-31.57	-29.82	롯데정밀화학 (004000)	2016-08-09	BUY(Initiate)	50,000원	6개월	-33.80	-28.80	
	2016-08-22	Buy(Maintain)	28,000원	6개월	-30.63	-27.86		2016-10-27	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-37.43	-28.80	
	2016-09-02	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-28.81	-15.36		2017-01-24	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-30.01	-28.18	
	2016-10-18	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-21.20	-19.67		2017-02-10	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-21.96	-9.89	
	2016-11-08	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-22.39	-19.67		2017-04-20	Buy(Maintain)	46,000원	6개월	-12.38	-6.09	
	2016-12-01	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-23.30	-19.67		2017-07-28	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-14.94	-10.10	
	2017-01-04	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-25.25	-19.67		2017-10-16	Buy(Maintain)	52,000원	6개월			
	2017-02-09	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-24.84	-19.67		이수화학 (005950)	2016-08-09	BUY(Initiate)	26,000원	6개월	-30.32	-23.08
	2017-04-03	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-27.57	-25.47			2016-11-01	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-34.03	-23.08
	2017-04-20	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-27.01	-24.69			2016-12-05	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-35.76	-23.08
	2017-05-10	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-25.84	-21.25			2017-03-21	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-35.76	-23.08
	2017-05-26	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-26.07	-22.57			2017-04-18	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-35.76	-23.08
	2017-07-04	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-26.37	-22.57			2017-05-11	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-33.70	-31.88
	2017-07-21	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-26.87	-22.57			2017-07-20	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-31.23	-23.54
	2017-08-09	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-28.08	-22.57			2017-09-25	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-31.23	-23.54
	2017-09-18	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-25.56	-23.75			2017-10-16	Buy(Maintain)	24,000원	6개월		
	2017-10-16	Buy(Maintain)	32,000원	6개월					코오롱 플라스틱 (138490)	2017-03-13	Buy(Reinitiate)	8,600원	6개월	-29.04
SK 이노베이션 (096770)	2016-08-09	Buy(Reinitiate)	230,000원	6개월	-35.03	-31.30	2017-04-20	Buy(Maintain)		8,600원	6개월	-26.47	-19.30	
	2016-09-06	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-33.44	-29.57	2017-06-15	Buy(Maintain)		9,000원	6개월	-19.41	-17.56	
	2016-10-13	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-33.42	-29.57	2017-06-27	Buy(Maintain)		10,000원	6개월	-25.63	-22.50	
	2016-10-14	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.70	-26.82	2017-07-11	Buy(Maintain)		10,000원	6개월	-27.03	-22.50	
	2016-10-28	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.81	-26.82	2017-07-25	Buy(Maintain)		10,000원	6개월	-30.37	-22.50	
	2016-10-31	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-29.82	-26.59	2017-10-16	Buy(Maintain)		10,000원	6개월			
	2016-12-26	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-29.31	-26.14	코오롱인더 (120110)	2016/08/09		Buy(Reinitiate)	110,000원	6개월	-24.77	-21.36
	2017-02-06	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.75	-23.64		2016/09/05	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-26.44	-21.36	
2017-04-26	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-29.26	-27.29	2016/10/27		BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-26.61	-24.80		
2017-06-07	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-30.97	-26.04	2016/11/09		BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-26.61	-24.80		
2017-07-28	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-28.20	-18.33	2016/11/09		BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-27.61	-24.80		
2017-09-29	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-22.68	-19.23	2016-11-30		BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-25.96	-18.50		
2017-10-16	Buy(Maintain)	260,000원	6개월			2017-01-16		BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-25.74	-18.50		
SKC (011790)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	40,000원	6개월	-29.75	-20.63		2017-02-09	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-26.31	-18.50	
	2016/09/29	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-29.72	-20.63		2017-03-13	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-27.25	-18.50	
	2016-09-30	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-29.67	-20.63		2017-05-15	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-27.06	-24.89	
	2016-10-14	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-29.53	-20.63	2017-06-16	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-27.44	-22.13		
	2016/11/14	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-26.30	-15.25	2017-08-11	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-27.41	-22.13		
	2017/01/05	BUY(Maintain)	44,000원	6개월	-27.54	-23.30	2017-08-28	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-27.29	-22.13		
	2017/03/13	BUY(Maintain)	44,000원	6개월	-30.30	-23.30	2017-09-13	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-26.29	-14.47		
	2017/05/23	BUY(Maintain)	44,000원	6개월	-30.29	-23.30	2017/10/16	Buy(Maintain)	94,000원	6개월				
	2017/05/26	BUY(Maintain)	44,000원	6개월	-29.41	-21.82	S-Oil (010950)	2016-08-09	Buy(Reinitiate)	115,000원	6개월	-36.11	-33.22	
	2017/07/04	BUY(Maintain)	44,000원	6개월	-29.41	-21.82		2016-09-06	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-35.36	-31.91	
	2017/07/06	BUY(Maintain)	44,000원	6개월	-29.41	-21.82		2016-09-28	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-34.11	-27.65	
	2017/07/17	BUY(Maintain)	44,000원	6개월	-29.41	-21.82		2016-10-13	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-33.05	-26.70	
	2017/08/08	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-22.05	-20.63		2016-10-28	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-29.65	-24.17	
	2017/08/29	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-22.09	-16.98		2017-02-03	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-29.65	-24.17	
	2017/09/12	BUY(Maintain)	52,000원	6개월	-20.60	-16.54		2017-04-19	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-29.65	-24.17	
	2017/10/16	Buy(Maintain)	52,000원	6개월				2017-07-25	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-7.42	1.54	
								2017/10/16	Buy(Maintain)	155,000원	6개월			

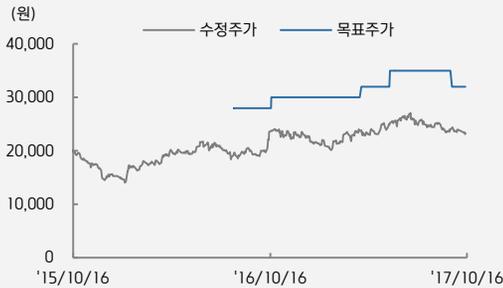
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)

LG화학(051910)



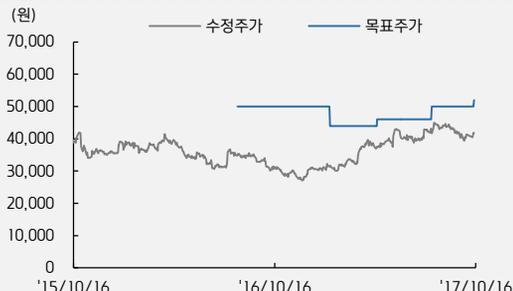
휴켄스(069260)



롯데케미칼(011170)



롯데정밀화학(004000)



금호석유(011780)



이수화학(005950)



대한유화(006650)



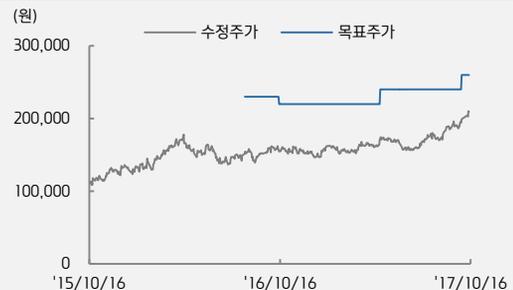
코오롱플라스틱(138490)



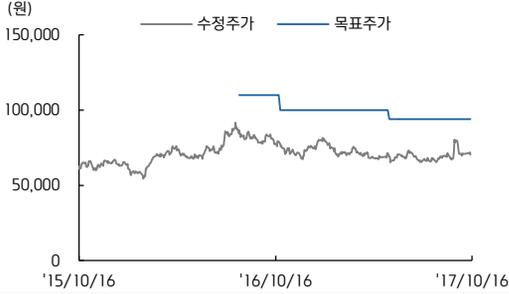
효성(004800)



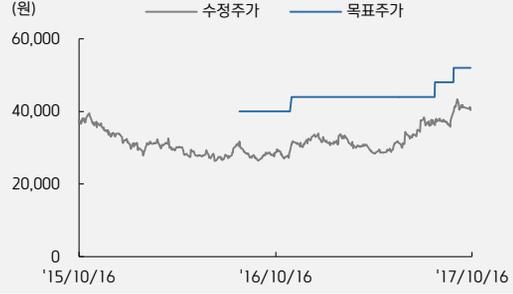
SK이노베이션 (096770)



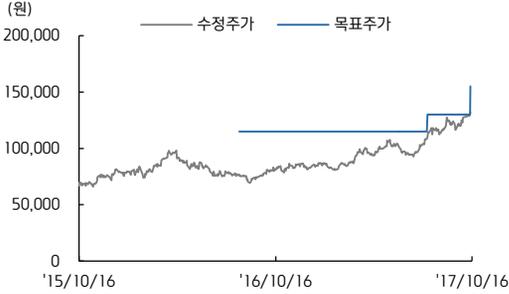
코오롱인더(120110)



SKC (011790)



S-OIL(010950)



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

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%