

# 화학/정유: Downstream Series II

주목해야 할 20개 제품들

2018.3.27

키움증권 



화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751

jaydenlee@kiwoom.com

# Contents

I. Summary

II. 주목해야 할 20개 제품들

III. 올레핀 전망

IV. 방향족 전망

V. 정제마진 전망

VI. 기업분석

- 롯데케미칼, LG화학, 금호석유화학,  
대한유화, SK이노베이션, S-Oil,  
휴켄스, 이수화학, 코오롱플라스틱,  
롯데정밀화학, SKC, 코오롱인더,  
효성



## Part I Summary



## Summary

## ◎ Summary(1)

- **주목해야 할 20개 제품들:** 1) **가성소다**는 중국/유럽의 환경규제로 인한 설비 폐쇄 및 미국/중동 증설 제한으로 중장기적으로 호조세 지속 전망, 2) **페놀**은 수요 개선 및 공급 과잉 축소로 2016년을 저점으로 사이클 상승 추세, 3) **ABS**는 2016년부터 이어진 증설 제한 및 중국 폐플라스틱 규제로 인하여 높은 스프레드 유지 중, 4) **PVC**는 석탄 가격 상승에 따른 전석법 가동을 감소 및 설비 스크랩으로 중장기적으로 업황 호조세 지속 전망, 5) **TDI**는 BASF 재가동에도 불구하고, 순증 물량은 7~8만톤 수준에 불과할 전망. 톨루엔 가격 하향 안정화로 올해 3분기까지 견조한 스프레드 유지 전망, 6) **MDI**는 증설 확대에도, 세계 Top 5의 점유율이 90%를 상회하는 클럽 비즈니스 성격을 보유하고 있음. 금호미쓰이화학은 증설한 10만톤 설비를 올해 본격 가동 전망, 7) **ECH**는 경쟁 글리세린 공법의 경제성 축소로 인한 저위 가동으로 최근 스프레드가 급격히 개선, 8) **MMA/PMMA**는 수급 타이트 현상으로 국내 업체 마진율이 20% 후반을 기록, 9) **초산**은 PET 업황 개선 및 중국 공급 측면의 제약으로 최근 가격/스프레드가 급격히 개선되고 있음. 국내 독점 생산업체인 롯데BP화학 수혜, 10) **카본블랙**은 중국의 환경규제로 인한 설비 섀다운 및 폐쇄 확대로 최근 업황이 급격히 턴어라운드 중, 11) **MEG**는 작년 대비 증설 제한 및 중국 폴리에스터 업황 호조로 올해 견고한 마진율 유지 전망, 12) **SM**은 중국 반덤핑 관세 부과에도 견고한 업황 지속 예상, 13) **NF3**는 최근 원가 부담이 존재하나, 전방 수요 증가 및 중국 형식 광산 조업 재개로 올해 마진 개선 전망, 14) **가성칼륨/탄산칼륨**은 염화칼륨 수급 개선으로 점진적 가격 반등 전망, 15) **나일론EP 원재료**는 중국 폐플라스틱 수입 규제 등으로 최근 가격이 급등 중, 16) **PA**는 석탄 가격 상승에 따른 나프탈렌 공법 저위 가동으로 견고한 마진율 지속, 17) **TiO2**는 글로벌 업체 공급 축소 등으로 올해도 견조한 가격 흐름 예상, 18) **스판덱스**는 편안한 옷에 대한 수요 증가로 2021년까지 연평균 8.5%의 수요 성장 전망, 19) **합성고무**는 BR/SBR 등 범용고무 증설 제한으로 2020년까지 점진적 수급 개선 전망, 20) **PP**는 원재료 증설 제한 및 중국 폐플라스틱 규제로 올해 추가적인 마진 개선 예상



## Summary

## ◎ Summary(2)

- **올레핀:** 2017년 말부터 2018년에 3기의 미국 에탄크래커 상업화 개시. 이에 호조세를 이어가던 화학 업황의 하락 사이클이 대두되고 있음. 하지만 1) 인도 등 신흥국 수요 증가, 2) 석탄 가격 상승에 따른 중국 CTO/MTO 프로젝트 폐쇄/연기 증가, 3) 비에틸렌 계열 스프레드 개선, 4) 중국 환경이슈, 5) 미국 에탄 수출 확대에 의한 에탄 가격 상승으로 국내 NCC 업체의 경쟁력 지속 전망
- **방향족:** 1) 벤젠은 역내 공급 증가에도 불구하고, 카프로락탐/MDI/페놀/SM 등 유도체 생산능력 증가로 견조한 마진 유지 전망, 2) PX는 역내/외 정제설비/PX 설비 섀다운 및 정기보수 등으로 견조한 마진을 유지하고 있음. 중국의 수입 의존도 심화로 2018년까지도 타이트한 업황 지속 전망. 다만 중국의 국영 기업 및 유도체 업체의 PX 신증설 확대에 2019년 이후는 현재의 수급 타이트가 점진적으로 해소될 전망
- **정제마진:** 1) 정제마진은 올해 역내 CDU 순증 물량 제한, 중국 환경오염 이슈 등으로 2017년과 유사한 견조한 수준 지속 전망. 한편 IMO의 선박유 황함량 규제는 국내 통합 정제설비에게 강력한 반사 수혜로 작용할 전망, 2) 윤활기유는 2017년 역내 신증설 제한으로 높은 스프레드가 유지되었음. 2018년 이후는 공급 확대에 수급은 다소 약화될 전망이나, 국내 윤활기유 업체가 경쟁력을 보유한 Group III 기유는 견고한 마진을 유지할 전망
- **Top Picks:** 1) 롯데케미칼(011170, Buy, TP: 600,000원), 재작년/작년 호실적을 바탕으로 투자하였던 프로젝트/M&A 결실이 점진적으로 실적에 반영 중. 올해 하반기 미국 에탄 크래커 완공 모멘텀을 보유하고 있음. 2) SK이노베이션(096770, Buy, TP: 280,000원), 사업 다각화를 위하여 배터리/분리막의 공격적 투자를 진행하고 있음. 유가 상승으로 석유개발사업의 실적이 급격히 개선되는 추세임. 한편 올해 상반기 SK루브리컨츠 IPO 관련 모멘텀을 보유하고 있음.

## Part II

# 주목해야 할 20개 제품들

- 가성소다
- 페놀
- ABS
- PVC
- TDI
- MDI
- ECH
- MMA/PMMA
- 초산
- 카본블랙
- MEG
- SM
- NF3
- 가성칼륨/탄산칼륨
- 나일론EP 원재료
- PA
- TiO<sub>2</sub>
- Spandex
- 합성고무
- PP



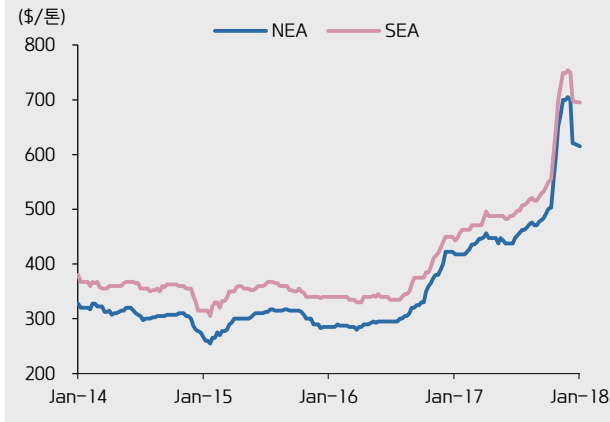


## 가성소다

## ◎ 양젯물의 반란

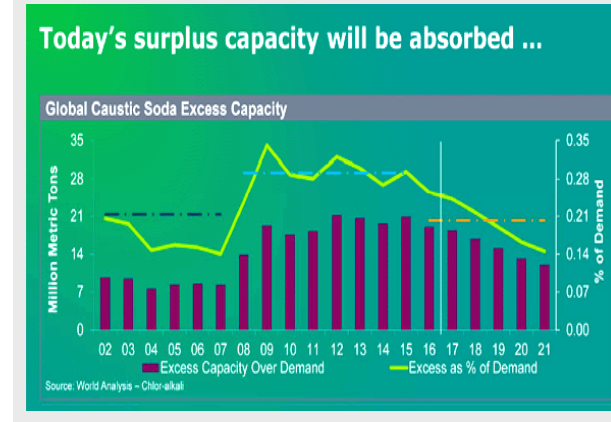
- 역내 가성소다 가격이 고공행진을 지속하고 있음. 향후 5년 동안 추가 생산능력의 증가가 제한된 가운데, 유럽의 수은법/석면 기반 격막 설비 등이 멤브레인 설비로 전환되고 있고, 중국 정부의 석탄 가격 상승으로 중국 PVC/가성소다 생산이 축소되며 가성소다가 수급 타이트로 전환되었기 때문
- 이에 세계 가성소다 잉여 생산능력은 2016년을 기점으로 2021년까지 지속적으로 감소할 전망

아시아 가성소다 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 가성소다 잉여 생산능력 전망



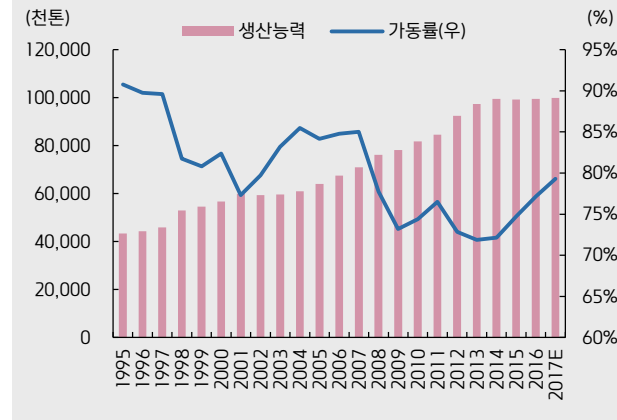
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 가성소다

### ◎ 가동률 개선

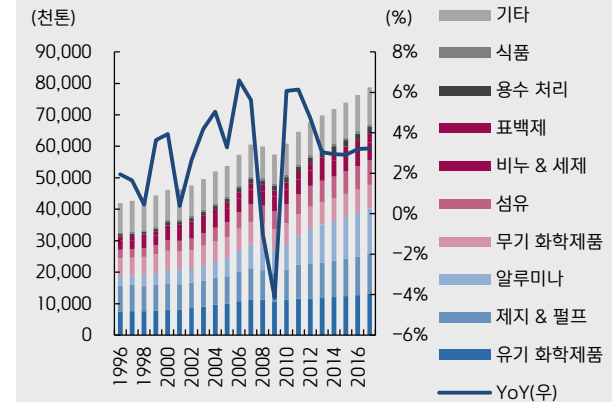
- 공급 감소로 2013년 72%까지 감소하였던 세계 가성소다 가동률은 올해 80%를 상회할 전망
- 참고로 가성소다는 펄프/제지, 알루미나, 유기화학제품, 무기화학제품, 세제, 섬유, 수처리 및 다양한 최종 소비 산업에 소비되며, 세계 수요는 연평균 3~4%씩 증가하고 있음.

세계 가성소다 수급 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 제품군별 가성소다 수요 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치



## 가성소다

## ◎ 유럽, 멤브레인 플랜트로 전환 작업 확대

- 유럽의 수은 기술과 석면 기반 격막 가성소다 설비들은 BAT(Best Available Techniques, 최적가용 기법)로 인정되지 않았기 때문에, EU는 2017년 말까지 대부분의 수은 설비 가동을 중단하라고 명령을 내림. 이에 따른 공급 감소로 유럽 가성소다 가격은 상승세를 기록 중임. 2015~2018년 사이 약 130만 톤의 생산능력이 감소할 전망

서유럽 - 수은법 생산능력(1)

Country	Company	Ktons	Date	Comments
Belgium	INOYVN	110		New 100ktpa planned for Lillo (KOH) but nothing confirmed yet for this mercury NaOH at Zandvliet
Belgium (Tessenderlo)	VYNOVA	* 130	2017	Being replaced by 100ktpa plant by 2017 (KOH)
Czech Rep	Spolana	135	2017	Conversion planned
Czech Rep	Spolchemie	61	2015	Conversion completed
Finland	Akzo Nobel	40		
France	PPC (ICIG)	* 72	2015	Conversion completed
France	Harbonnières	* 23		
France	PC de Loos (Tessenderlo)	18	2017	Conversion & expansion to 30ktpa
France	Kem One	164	2016	Ongoing through 2016
Germany	Akzo Nobel	125	2017	To close as part of JV with Evonik
Germany	Evonik	* 86	2017	New 82ktpa plant planned as JV with Akzo (KOH based)
Germany	BASF	170	2017	Conversion + expansion (250ktpa)

자료: 업계, 키움증권 리서치

서유럽 - 수은법 생산능력(2)

Country	Company	Ktons	Date	Comments
Hungary	BorsodChem	131	2017	Conversion planned
Italy	Hydrochem-Italia (ICIG)	42		
Poland	PCC Rokita	78	2015	Completed - 126ktpa
Romania	Oltechim	186		Insolvency Proceedings
Slovakia	Novacke (Fortischem)	76	2017	Conversion planned
Spain	CLUF (Elnosa)	34		
Spain	Ercros	213	2017	All mercury capacity to close - planning MEM expansions
Spain	Electroquímica Onubesa	48		Former Ercros plant
Spain	INOYVN	218		Martorell
Spain	Solvay	63		Torrelevaga
Sweden	INOYVN	120		Stenungsund
Switzerland	CABB	27	2016	Q4 2016 Expansion to 47ktpa
UK	INOYVN	277	2016	To close in Q1 2016

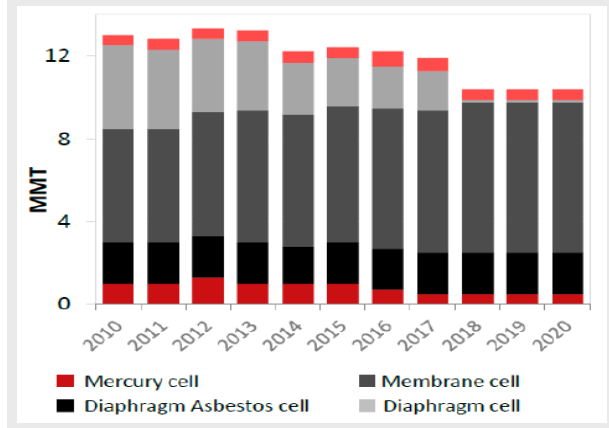
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 가성소다

## ◎ 유럽, 가성소다 순수입국 전환

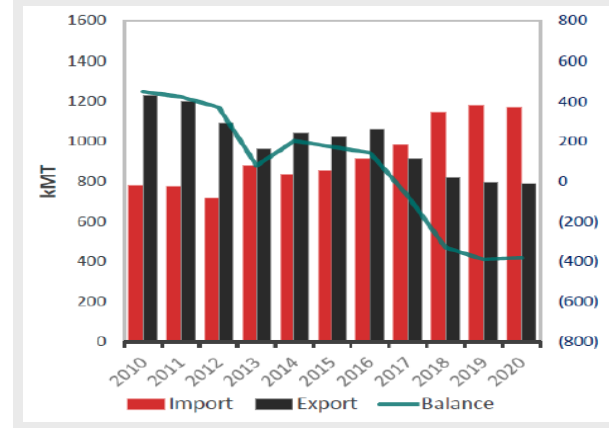
- 유럽은 2017년 말까지 약 280만톤의 수은법 클로르알카리 설비를 멤브레인 설비로 전환 또는 폐쇄함.  
이에 유럽 총 생산능력의 10% 이상인 130~150만톤의 수은법 클로르알카리 설비가 폐쇄될 전망
- 이에 유럽은 작년부터 가성소다 순수입국으로 전환되었음.

유럽 염소 생산능력 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

유럽 가성소다 수입/수출 밸런스 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

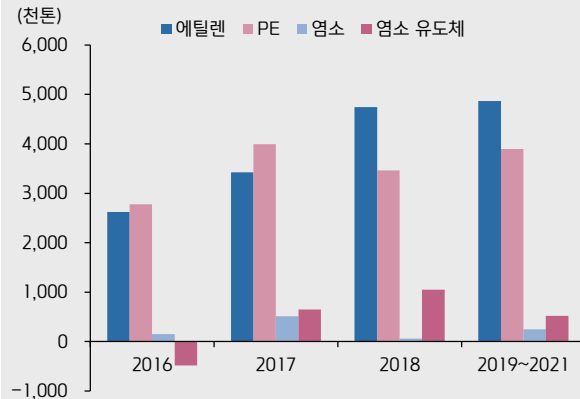


## 가성소다

## ◎ 북미/중동, 염소 신증설 제한

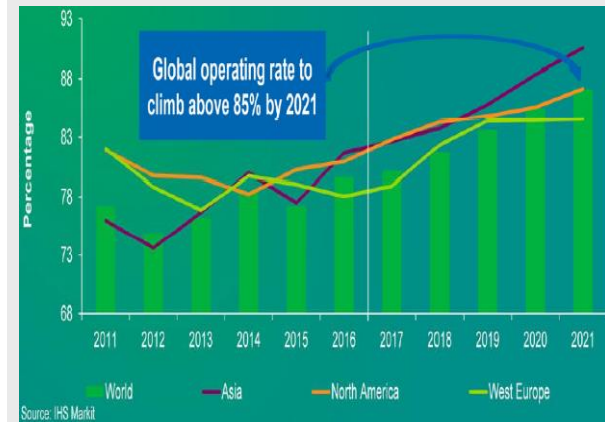
- 저가 원료를 보유한 북미/중동의 에틸렌 생산능력은 2016~2021년 사이에 약 1,565만톤이 증가할 전망. 에틸렌의 주요 유도체인 PE/MEG의 경우 투자의 매력적 옵션이 됨.
- 하지만 염소 등 클로르알카리는 북미/중동 신증설이 제한되고 있음. 2016~2021년 증설 물량은 97.3만톤으로 에틸렌 대비 6.2% 수준에 불과함. 이에 세계 염소 가동률은 2021년까지 지속적으로 상승 전망

중동/미국의 에틸렌/PE/염소 및 그 유도체 증설 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 염소 가동률 전망



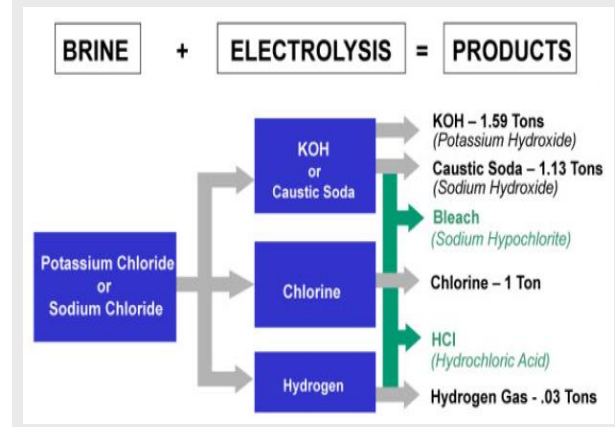
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 가성소다

## ◎ 가성소다/염소 가격, 이론적으로는 반비례

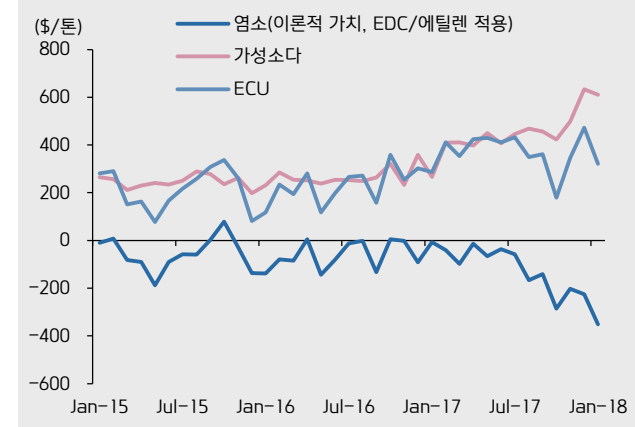
- 전 세계 가성소다의 99% 이상이 소금과 물의 전기분해 반응을 통하여 만들어지고 있음. 일반적으로 가성소다 1.1톤을 만들 때마다 1톤의 염소가 동시에 생산됨.
- 염소와 가성소다 수요의 경우, 시간에 따라 동일하게 움직이지 않는데, 이들 두 물질은 서로 다른 최종 시장에서 소비가 이루어지기 때문. 염소 수요는 매년 생산되는 염소의 약 50%가 PVC 또는 Isocyanate에 사용된다는 점에서 건설 활동에 크게 영향을 받음. 한편 가성소다는 염소 사용처들과 비교해서 산업 전반에 사용됨. 알루미늄 제조를 위한 보크사이트 정제 부문과 종이 및 널빤지 제품 생산을 위한 펄프 제조, 직물 제조, 비누/세제 및 정유 등에 사용됨.

## Chlor-Alkali Process



자료: 업계, 키움증권 리서치

## ECU Value 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

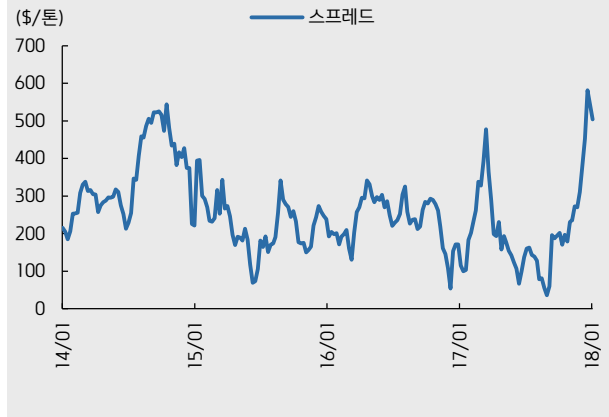


## 페놀

## ◎ 2016년을 저점으로 점진적 가동률 개선 전망

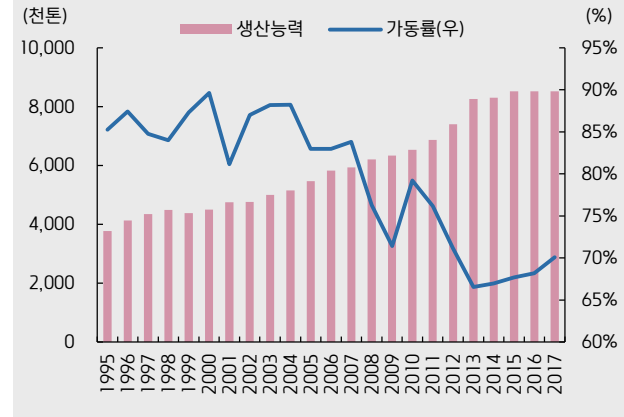
- 중국/국내 등 역내 페놀 업체 증설 확대로 페놀 시장은 과거 5년 이상 낮은 가동률/마진율을 지속하였음.
- 다만 2016년 이후 신증설 감소로 2016년을 저점으로 점진적 가동률 개선 전망

국내 페놀/아세톤 통합 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 페놀 수급 추이



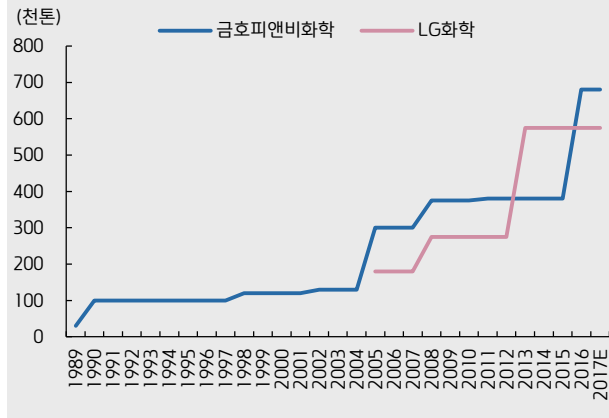
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 페놀

## ◎ 국내 페놀 시장은 LG화학/금호피앤비화학이 과점

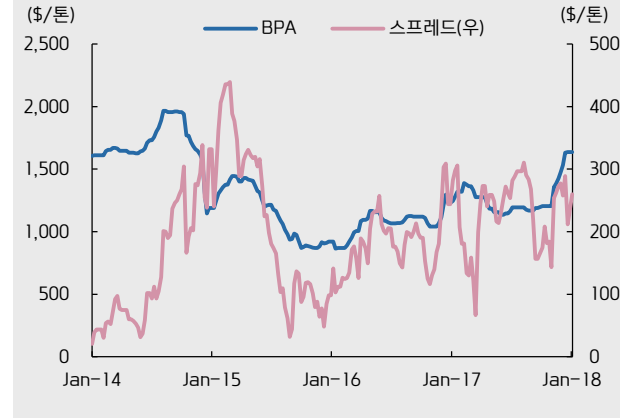
- 금호피앤비화학(금호석유화학 연결 자회사)의 페놀 생산능력은 68만톤(M/S 54.2%), LG화학의 페놀 생산능력은 57.5만톤(M/S 45.8%)으로 2개사가 국내 시장을 과점하고 있음.
- 국내 페놀의 용도별 출하 비중(2016년 기준)은 BPA 85.4%, 페놀수지 10.7%, PCB 0.9%, 알킬벤젠 0.8%, 접착제 등 기타 2.2%임.

국내 업체별 페놀 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 BPA 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

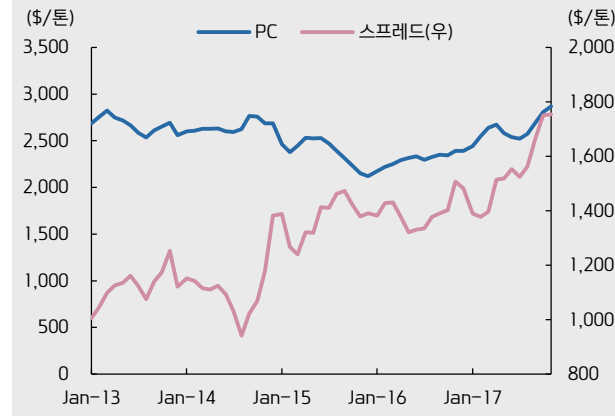


## 페놀

## ◎ PC 신증설 확대로 BPA/페놀 수요 증가 전망

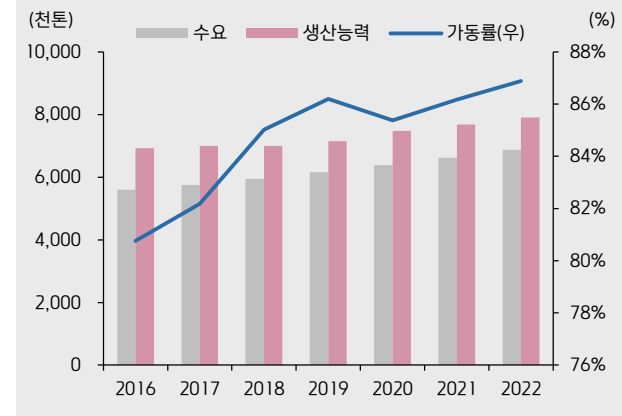
- 역내 PC(폴리카보네이트) 업체 신증설 확대로 페놀의 유도체인 BPA의 수요 증가 전망
- Covestro에 따르면 PC는 공급 증가(2016~2021년 CAGR +3~4%)에도 불구하고, 공급 대비 수요 증가(2016~2021년 CAGR +4%)가 커서 현재의 높은 스프레드가 유지될 전망
- 또한 Olin에 따르면 에폭시 수지(원재료 BPA/ECH)도 Dow Chem의 사업 매각 이후 주요 업체의 경쟁이 심화되고 있지만, 수요는 연평균 4% 이상 증가하고 있음.
- 한편 BPA는 수요 증가가 지속되는 가운데, 공급 증가 제한으로 세계 가동률이 2016년 80.8%에서 2018년 85%로 증가 전망

국내 PC 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 BPA 수요/공급 전망



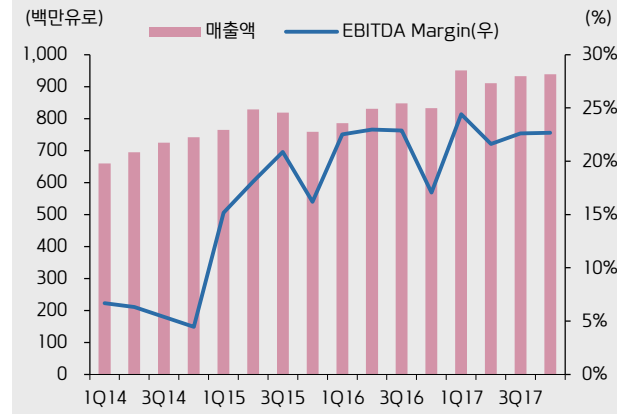
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 페놀

## ◎ PC, 수급 타이트 현상 발생

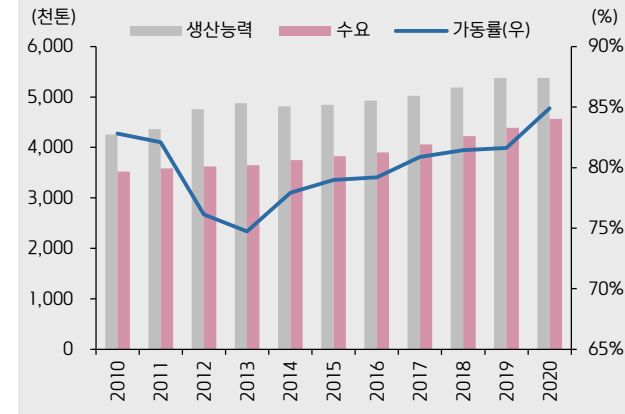
- Covestro의 PCS부문 실적은 2015년 이후 높은 마진율을 기록하고 있음. 원료를 통합한 국내 LG화학은 Covestro 등 크래커 비통합 업체 대비 더 높은 마진율이 예상됨.

Covestro PCS부문 실적 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 PC 수급 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치



## 페놀

## ◎ PC 신증설 확대로 BPA/페놀 수요 증가 전망

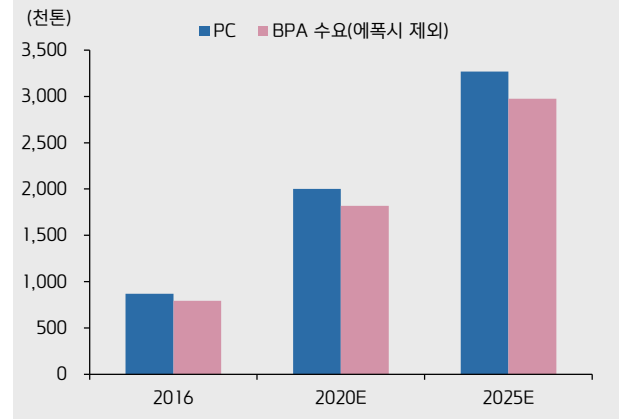
- 에폭시/PC의 증설 확대에 따라 BPA 수요 증가 예상. 특히 PC는 현재 중국의 생산능력이 87만톤에서 2020년 200만톤으로 확대될 전망. 이에 원단위 고려 시 중국의 BPA 수요는 2020년까지 100만톤 이상 증가할 전망

2020년 중국 PC 생산능력 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 PC 생산능력 및 BPA 수요 전망



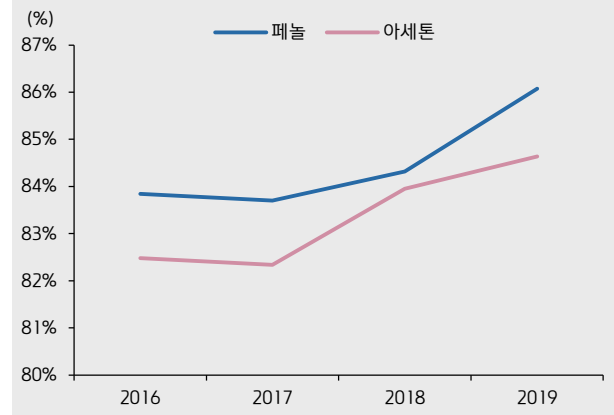
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 페놀

## ◎ 올해 페놀 신증설이 존재하나...

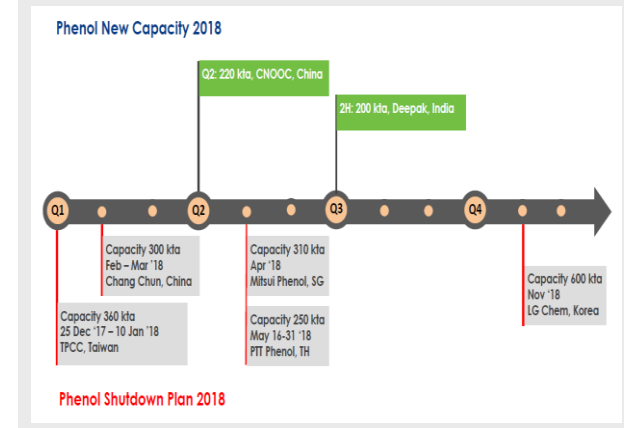
- 올해 2분기 중국 CNOOC 22만톤, 하반기 인도 Deepak 20만톤 증설에도 불구하고, 일본/태국/국내 업체 정기보수 등으로 역내 페놀 수급은 견조한 흐름을 지속할 전망
- 세계 페놀 가동률은 2016년 83.8%에서 2019년 86.1%로 증가할 전망

세계 페놀/아세톤 가동률 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

역내 페놀 정기보수 및 신증설 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치



## ABS

## ◎ 올해도 ABS 수급 타이트 지속 전망

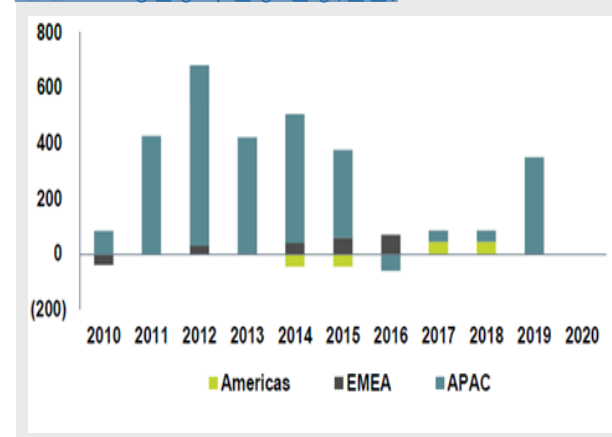
- 2016년 초부터 세계 신증설 제한으로 ABS 스프레드는 높은 수준을 유지하고 있음.
- 2017~2018년도 신증설 제한 및 중국 폐플라스틱 규제로 인하여 ABS는 수급 타이트 현상 지속 전망

국내 ABS 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 ABS 생산능력 순증 전망(천톤)



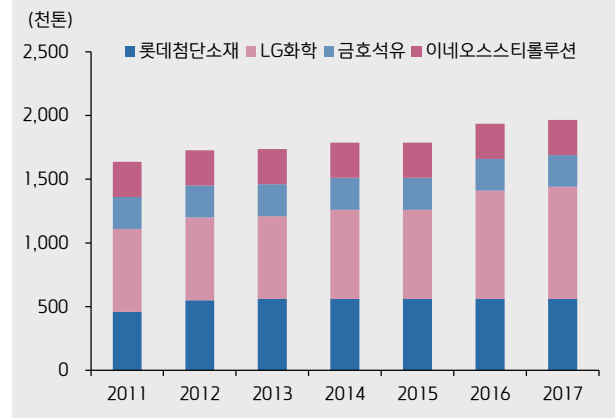
자료: 업계, 키움증권 리서치

## ABS

## ◎ LG화학, 세계 1위 ABS 생산 업체 지위 보유

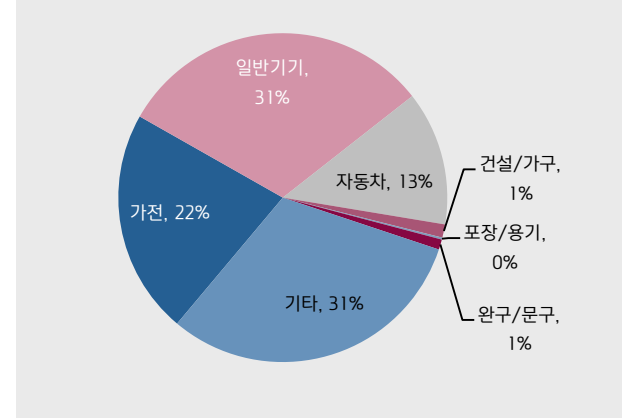
- LG화학은 지속적인 신증설을 통하여 2018년까지 시장 점유율을 현재 21%에서 26%까지 상승하며 세계 1위 지위를 유지할 전망

국내 업체별 ABS 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 용도별 ABS 출하 비중



자료: 업계, 키움증권 리서치

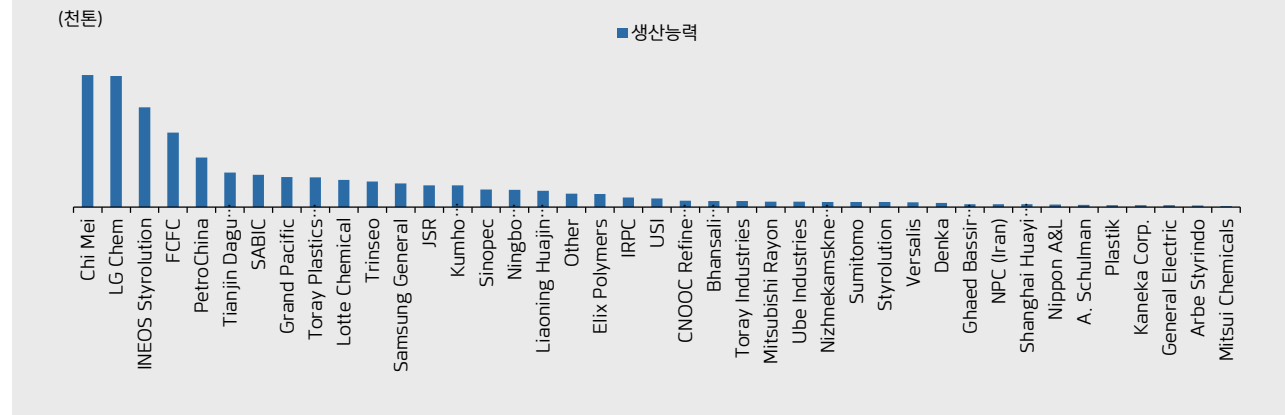


## ABS

## ◎ 롯데케미칼, 세계 10위권 업체 지위 보유

- 삼성SDI의 화학사업부문 인수로 ABS 사업을 시작한 롯데케미칼(롯데첨단소재)은 세계 1위 고객사 보유 및 원재료 통합을 바탕으로 향후 ABS 사업 확대를 검토하고 있음.

세계 업체별 ABS 생산능력 현황



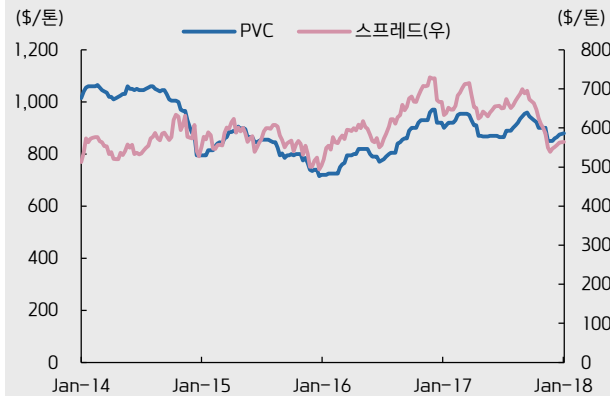
자료: 업계, 키움증권 리서치

## PVC

## ◎ PVC, 스프레드 견조세 지속

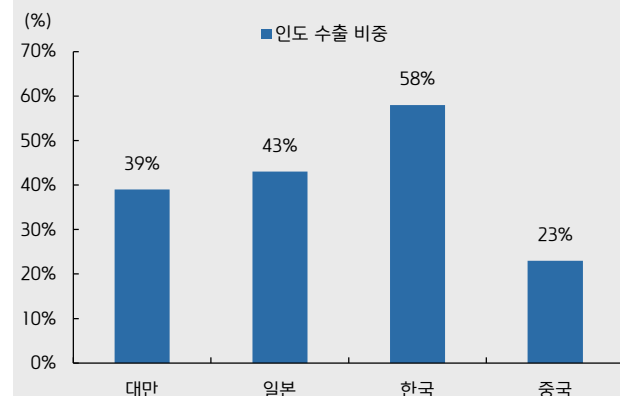
- 유가 하락에 따른 원재료 가격 하락, 중국 석탄 가격 급등으로 인한 경쟁 공법 경쟁력 축소 등으로 에틸렌 공법 PVC 마진율이 2014년 이후 급격히 개선되었음.
- 인도 시장은 신증설 제한 및 클린 인디아 프로젝트 진행에 따른 수요 증가로 PVC 수입량이 증가하고 있음. 국내의 경우 인도 수출 비중이 전체 수출의 58%에 육박하고 있음.

국내 PVC 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아 각국의 인도 수출 비중 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

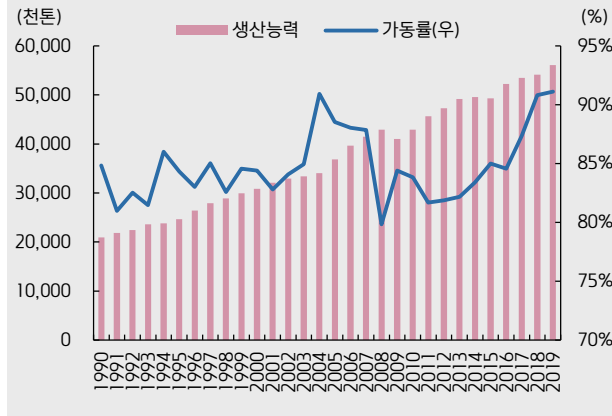


## PVC

### ◎ 2018년 PVC 가동률, 90% 상회 전망

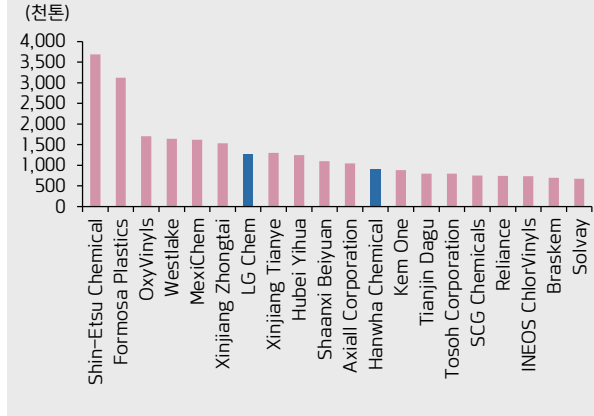
- 중국의 대규모 증설로 촉발된 공급 과잉은 향후 세계 증설 제한으로 축소될 전망. 이에 2013년 82%까지 하락하였던 세계 PVC 가동률은 2018년에는 90%를 상회할 전망
- 국내 LG화학/한화케미칼은 중국 공장 보유로 세계 10위권 PVC 업체 지위를 보유하고 있음.

세계 PVC 수급 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 주요 PVC 업체 생산능력 현황



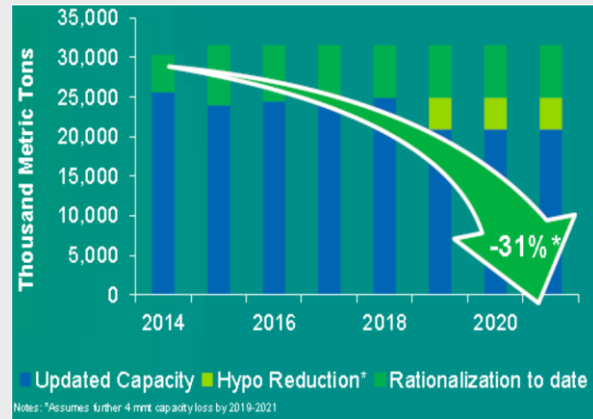
자료: 업계, 키움증권 리서치

## PVC

## ◎ 중국 PVC 생산능력 축소

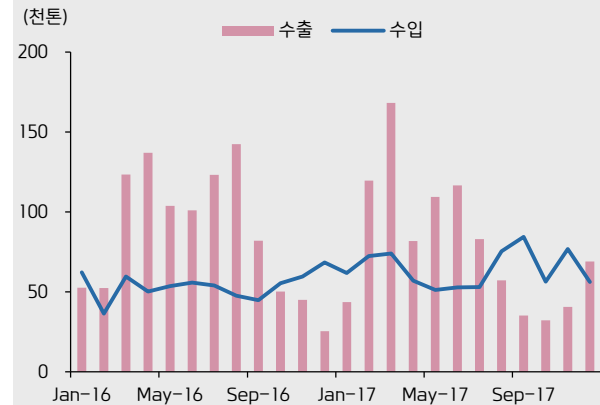
- 중국의 환경 보호 정책 확대로 중국의 PVC 생산능력은 2014년에서 2020년까지 31% 축소될 전망
- 최근 석탄 가격 상승으로 작년 하반기 이후 중국 PVC 수출량은 급감하는 추세

중국 PVC 생산능력 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 PVC 수출/수입 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

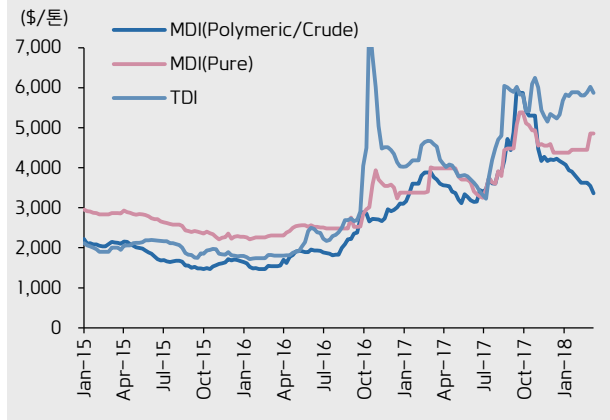


## Isocyanate

## ◎ TDI/MDI, 가격 강세 지속

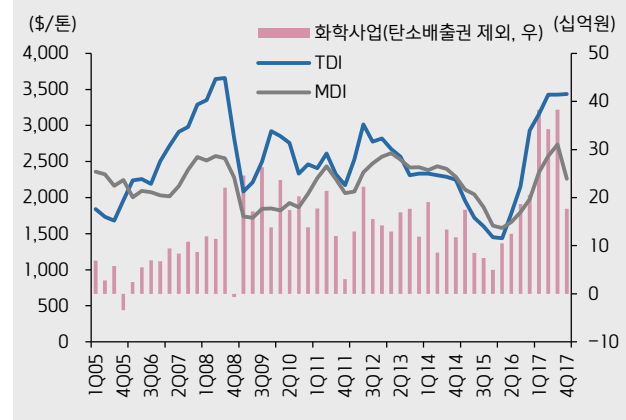
- 신증설 우려에도 불구하고, TDI/MDI 등 Isocyanate 가격은 작년부터 강세 기조를 유지하고 있음. 역 내/외 주요 플랜트의 생산 차질 발생도 수급 타이트에 큰 영향을 미치고 있음.
- 국내 TDI 주요 업체는 한화케미칼(15만톤), 한국바스프(16만톤), OCI(5만톤)임.
- 국내 MDI 주요 업체는 금호미쓰이화학(30만톤, 금호석유화학 지분법업체), 한국바스프(25만톤) 등임.
- 한편 휴켄스는 TDI/MDI의 주요 원재료인 MNB/DNT/질산 등을 국내 TDI/MDI 업체에 공급하고 있음

중국 TDI/MDI 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 TDI/MDI 가격과 휴켄스 화학부문 영업이익 추이



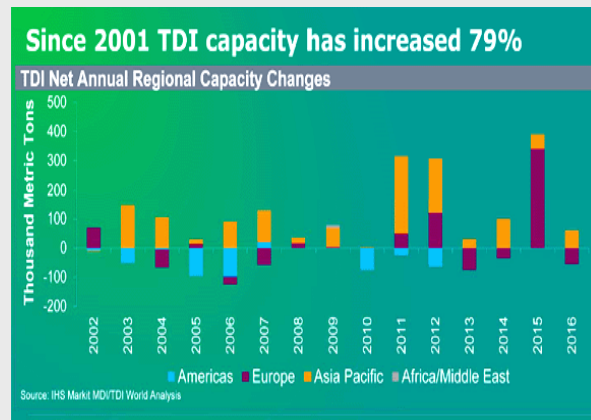
자료: 업계, 키움증권 리서치

## Isocyanate

## ◎ TDI/MDI, 폴리우레탄 품의 주요 원재료

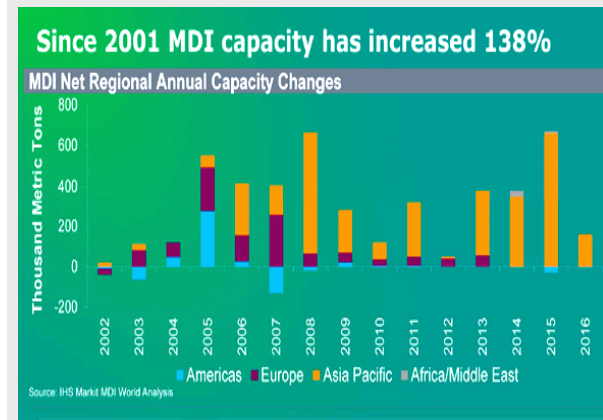
- TDI는 주로 쿠션, 매트리스 등 연질 폴리우레탄 품 제조 및 가구 등의 도료 원료로 사용됨. 2011~2016년 공급 증가로 업황의 악화가 지속되었으나, 2017년 일부 업체 설비 폐쇄, 용도 전환 및 사고 발생으로 수급 타이트 현상이 발생하고 있음. TDI 시장은 지난 2001년 이후 빠른 성장세를 이어오면서 2016년까지 79%의 생산능력 증가율을 기록하였음.
- MDI는 자동차/가전(냉장고) 등에 사용되는 경질 폴리우레탄 품 제조에 사용됨. 또한 MDI로 만들어진 경질 우레탄 품의 경우 상업용 및 주거용 구조물에 널빤지 및 라미네이트 단열제로 사용되고 있음. MDI 시장은 지난 2001년 이후 빠른 성장세를 이어오면서 2016년까지 138%의 생산능력 증가율을 기록하였음.

세계 TDI 생산능력 증감 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 MDI 생산능력 증감 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

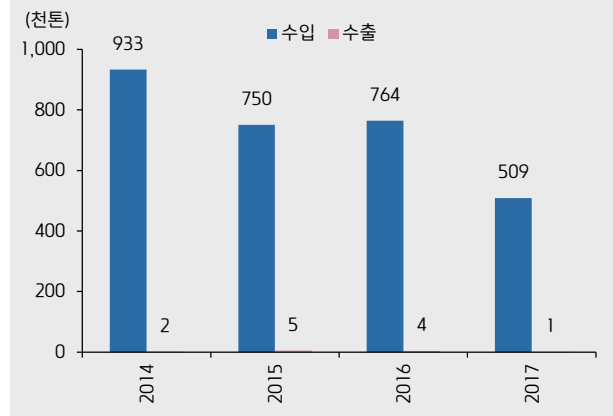


## Isocyanate: TDI

### ◎ 올해, 중국 톨루엔 순수출국 전환 전망

- 역내 톨루엔 시장은 지난 2년간 중국의 신증설 확대로 공급 과잉이 지속될 전망이다. 중국은 작년 100만 톤의 신규 설비를 가동하였고, 올해는 50~60만톤의 추가 공급이 증가할 것으로 보임. 이에 중국은 올해 톨루엔의 순수출 국가로 전환될 전망이다
- TDI 가격이 견조한 가운데, 주요 원재료 중 하나인 톨루엔의 가격은 하향 안정화 추세

중국 톨루엔 수출입 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 톨루엔 신증설 플랜트 현황

플랜트	연도	생산능력(천톤)
CNOOC Daxie Petrochemical	2016~2017	420
Hongrun Petrochemical	2017	120
CNOOC Huizhou	2017	450
Petrochina Yunnan	2017	250
Sinopec Jinling	2017	610
Jingbo Petrochemicals	2018	120
Sinopec Luoyang Petrochemicals	2018	100
Haishunde	2018	184
Petrochina Hebei	2018~2019	150~200

자료: 업계, 키움증권 리서치

## Isocyanate: TDI

### ◎ BASF 재가동 영향 제한

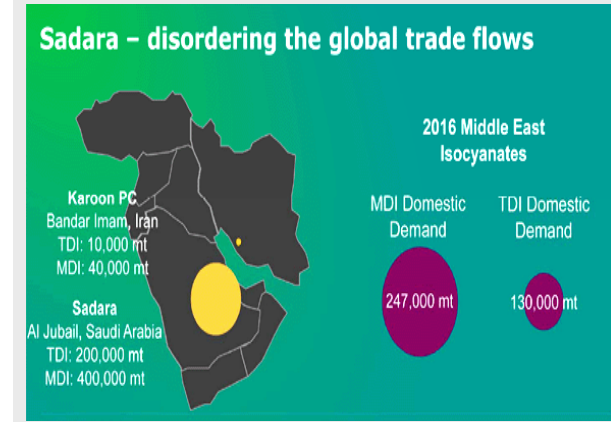
- 사우디 Sadara TDI 플랜트 가동 및 독일 BASF TDI 플랜트 재가동 전망에 따라 올해 TDI 가격 급락에 대한 우려가 존재함. 하지만 독일 BASF 신규 리액터의 풀 가동은 올해 말로 전망됨.
- 또한 BASF의 30만톤 플랜트가 재가동하더라도, Schwarzheide TDI 플랜트와 Ludwigshafen 백업 리액터의 제거를 고려 시 실제 증가하는 생산능력은 7~8만톤 수준에 불과할 전망
- 올해 변동성이 클 것으로 예상되던 TDI 가격은 여전히 강세를 지속하고 있음. 가격 조정 전망에도 불구하고 현재 TDI-톨루엔 스프레드를 고려하면, 휴켄스의 DNT 공급 가격은 포물러 상 상단을 지속할 것으로 추정

BASF Ludwigshafen TDI 플랜트 전경



자료: 업계, 키움증권 리서치

중동 Isocyanate 설비 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치



## Isocyanate: TDI

## ◎ 중국 Wanhua, TDI 진출 움직임

- 지연되었던 중국의 TDI 신증설 프로젝트가 재개 움직임을 보임. 세계 최대 MDI 업체인 Wanhua의 TDI 시장 진출은 기존 TDI 업체에 강력한 경쟁 압박으로 작용될 전망
- 계획대로 중국 프로젝트들이 진행된다면, 공급 부족 문제 완화 가능성이 존재

## 세계 업체별 TDI 신증설/폐쇄 현황

업체명	위치	2015	2016	2017
<b>증설</b>				
Covestro	Dormagen	300		
Covestro	Caojing		600	
BASF	Ludwigshafen	75	225	
BASF	Shanghai		60	
Beifang Jinhua	Liaoning	50	50	
Fujian Southeast Electrochemical	Fujian	50		
GNFC	Guh	47		
Sadara Chemical	Al Jubail			200
Xinjiang Heshan Juli Chem	Xinjiang	50	50	50
Wanhua Chemicals	Shandong			
Yibin Jiangnan	Yibin	50	100	
<b>폐쇄</b>				
Covestro	Brunsbüttel		-150	
Covestro	Dormagen	-35		
BASF	Schwarzheide	-20	-60	
Mitsui Chemicals	Kashima	-10	-110	
Vencorex			-60	-60

자료: 업계, 키움증권 리서치

## 중국 TDI 신증설 계획

업체명	위치	생산능력 (천톤)	비고
Ningbo Wanhua Chemical	Zhejiang	300	2018
Xinjiang Heshan Juli Chemical	Xinjiang	150	2018
Fuhua Group Southeast Electrochemical	Fujian	150	
Liaoning North Jinhua Polyurethane	Liaoning	100	
Covestro(Shanghai) Polyurethane	Shanghai	60	2018-2019
Shanghai BASF Polyurethane	Shanghai	60	증설 공사 중

자료: 업계, 키움증권 리서치



## Isocyanate: MDI

## ◎ 2018년 MDI 가동률, 90% 상회 전망

- 세계 MDI 업체의 증설에도 불구하고, 높은 수요 성장성으로 2017년부터 2020년까지 90%가 넘는 가동률을 지속할 전망
- 국내 주요 MDI 업체인 금호미쓰이화학의 세계 시장 점유율은 작년 2.9%에서 올해 3.6%로 증가할 전망

세계 업체별 MDI 수요/공급 전망

(천톤)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
BASF	1,300	1,300	1,330	1,430	1,520	1,650	1,845	2,043	2,218	2,293
Covestro	1,310	1,310	1,365	1,313	1,392	1,430	1,550	1,660	1,685	1,710
Wanhua	925	1,250	1,625	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
BorsodChem(Wanhua)	273	300	300	300	288	300	300	300	300	300
Huntsman	850	850	850	865	880	910	940	940	940	940
Dow Chemical	655	655	655	655	644	655	655	655	655	655
Sadara					60	260	400	400	400	400
Tosoh	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400
Kumho Mitsui	182	200	225	250	213	275	300	300	375	450
Others	130	145	154	104	50	40	40	40	40	40
합계	6,024	6,410	6,904	7,117	7,246	7,720	8,230	8,538	8,813	8,988
수요	5,360	5,710	5,920	6,350	6,731	7,101	7,492	7,904	8,339	8,797

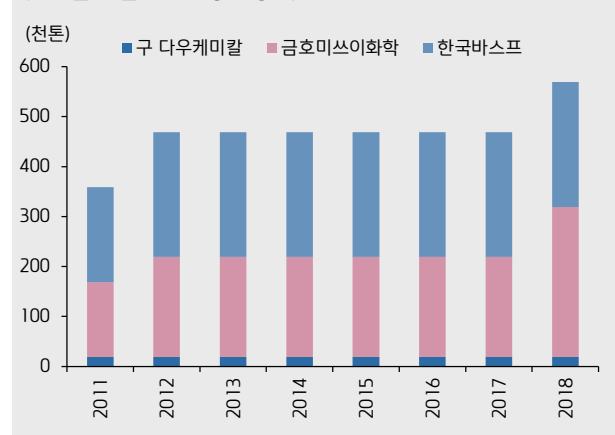
자료: 업계, 키움증권 리서치

## Isocyanate: MDI

## ◎ 금호미쓰이화학, 국내 1위 업체로 등극

- 국내 MDI 시장은 금호미쓰이화학과 한국바스프가 과점하고 있음. 금호미쓰이화학은 올해 MDI 10만톤 증설로 국내 1위 MDI 업체로 등극하게 됨.
- 모든 생산업체가 복잡한 이소시아네이트 생산 공정의 모든 단계에 참여하고 있지는 않음. 세계 최대 MDI 업체인 Wanhua는 질산 생산에서 MDI 생산까지 통합이 이루어져 있고, 벤젠은 상업 시장에서 구매함. BASF는 가장 통합 수준이 높은 생산업체로서 벤젠부터 MDI뿐만 아니라 다운스트림인 PU까지 통합하고 있음. 금호미쓰이화학은 휴켄스로부터 MNB를 공급받고 있음.

국내 업체별 MDI 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

MDI 주요 업체 밸류 체인 현황

		벤젠	질산	MNB	아닐린	염소	MDI
Wanhua	아시아						
	북미						
BASF	서유럽						
	아시아						
Covestro	북미						
	서유럽						
Huntsman	아시아						
	북미						
Dow	아시아						
	북미						
금호미쓰이화학	서유럽						
	아시아						

자료: 업계, 키움증권 리서치

## Isocyanate: MDI

## ◎ Top 5의 점유율, 90% 상회

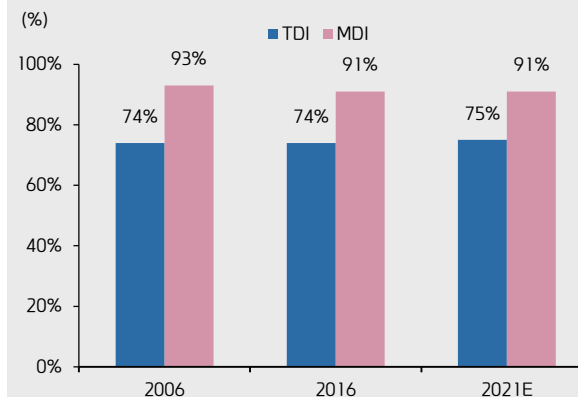
- 높은 투자비 대비 상대적으로 낮은 매출액 발생으로 과거 계획되었던 TDI/MDI 프로젝트는 대부분 2~5년 정도 지연되었음.
- 한편 세계 MDI 시장은 선진 5개 업체가 시장의 90%이상을 점유하고 있는 클럽 비즈니스의 성격을 보유하고 있음.

세계 TDI/MDI 프로젝트 지연 사례

Business	Project	Country / Region	1st public reference	Initial start-up plan	Delayed by	Expected start-up
MDI	Project S	KSA	2011	2016	~2 years	Expected mid 2017
MDI	Project H	US	2014	2018	>2 years	Beyond 2020
MDI	Project W	US	2015	2020	~1 year	Expected 2021
MDI	Project B	China	2007	2010	~5 years	~50% capacity in 2015 / full in 2017
TDI	Project S	KSA	2011	2016	~2 years	Expected H2 2017
TDI	Project B	Germany	2011	2014	~4 years	2016 / full capacity in 2018
TDI	Project W	China	2010	>2014	~4 years	Expected 2018
TDI	Project HJ	China	2011	2015	~3 years	Expected 2018

자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 TDI/MDI Top 5 시장 점유율 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

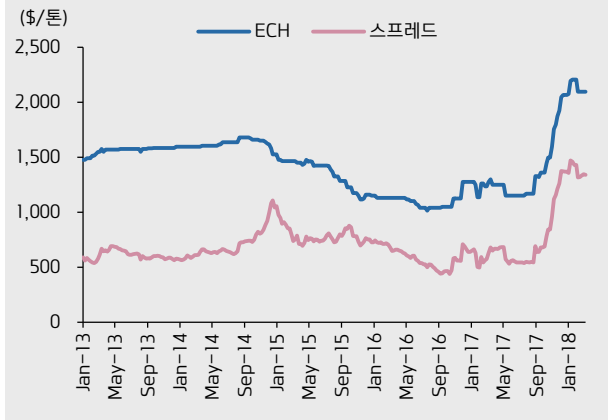


## ECH

## ◎ ECH 가격, 급등

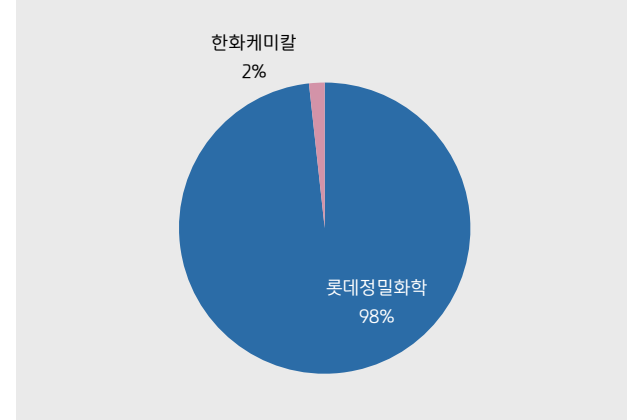
- ECH(Epichlorohydrin)는 에폭시 수지, 합성 글리세린, 계면활성제, 이온교환수지 등의 원료로 사용됨. ECH는 1998년까지 한화케미칼이 유일하게 생산하였으나, 1999년 롯데정밀화학이 신규 진출하였음. 롯데정밀화학은 추가적 증설을 통하여 현재 국내 시장 점유율 90%를 상회하고 있음.
- 최근 ECH 가격 급등으로 관련 업체 실적이 작년 4분기부터 급격히 개선되고 있음.

중국 ECH 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 ECH 시장 점유율 현황



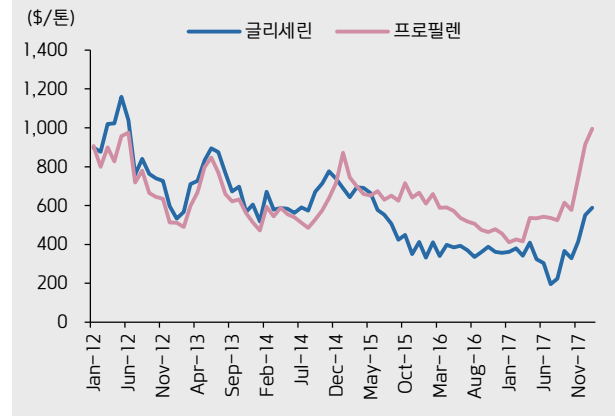
자료: 업계, 키움증권 리서치

## ECH

## ◎ 경쟁 글리세린 ECH 저위 가동

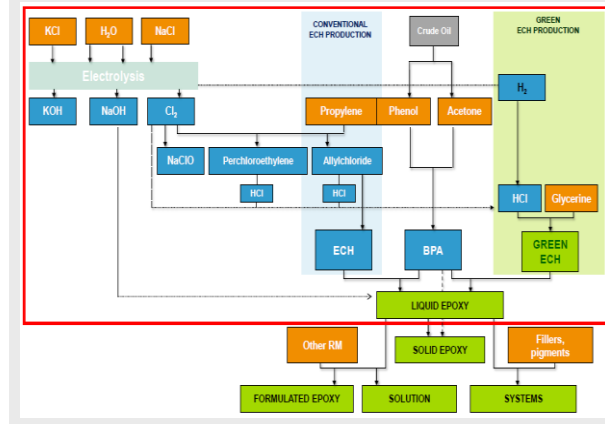
- 프로필렌 투입 ECH는 글리세린 가격 급등으로 인한 경쟁 ECH 공법의 수익성 악화 및 가동을 감축으로 최근 수급 타이트 현상이 발생하며, 스프레드가 급격히 개선되고 있음.
- ECH 전방인 에폭시 수지는 아시아 등 신흥국 수요 확대 및 컴포지트/전자재료 성장을 확대로 향후 5% 이상의 수요 증가가 이어질 것으로 전망됨. 또한 국내 시장은 금호피앤비화학, 코오롱인더 등 관련 업체 증설 확대가 이어질 것으로 보임.

국내 ECH(글리세린/프로필렌) 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

에폭시 수지 밸류 체인



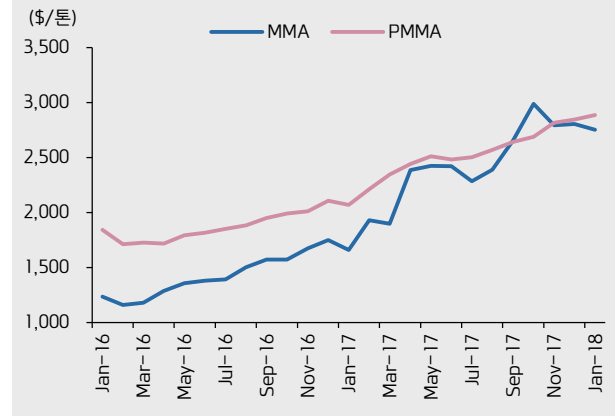
자료: 업계, 키움증권 리서치

## MMA/PMMA

## ◎ MMA/PMMA 가격 급등

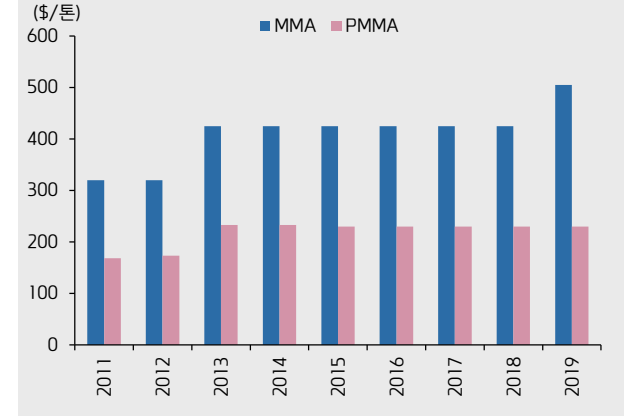
- 최근 MMA/PMMA 가격이 급등하고 있음. 수급 타이트 현상 및 업스트림 코스트 강세로 올해도 가격 상승세 지속 전망. PMMA의 대체재인 PC/SAN 등의 수급 타이트 현상도 MMA/PMMA 가격 상승에 일조하고 있음.
- 국내 MMA 생산능력은 42.5만톤으로 업체별로는 롯데엠시시 19.5만톤, LGMMA 18만톤, 롯데케미칼 5만톤임. 또한 국내 PMMA 생산능력은 23만톤으로 업체별로는 LGMMA 12만톤, 롯데엠시시 11만톤임.

국내 MMA/PMMA 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 MMA/PMMA 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

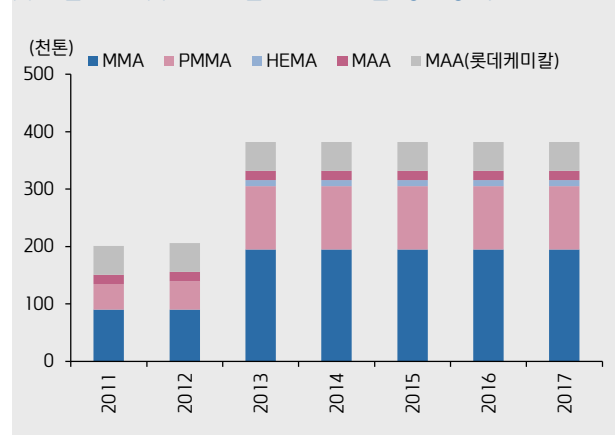


## MMA/PMMA

### ㉠ 롯데엠시시, 작년 영업이익률 27% 기록

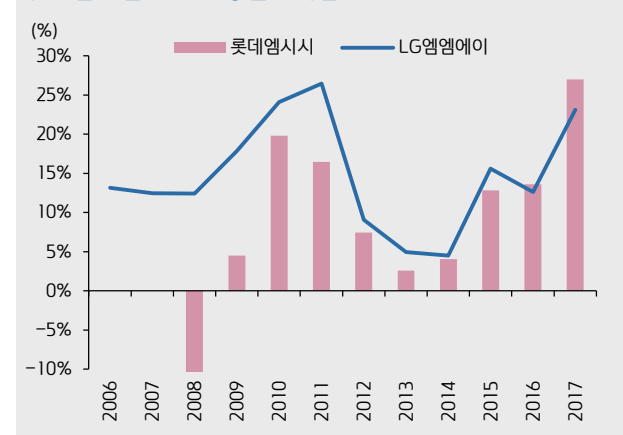
- MMA/PMMA 수급 개선으로 롯데엠시시(롯데케미칼 지분법업체)의 작년 영업이익은 1,697억원으로 전년 대비 174% 증가하였고, 영업이익률은 27%를 기록하였음. 한편 LGMMA의 작년 영업이익은 1,660억원으로 전년 대비 144% 증가하였고, 영업이익률은 23%를 기록하였음.
- LGMMA는 MMA 생산능력을 2019년 상반기까지 연산 18만톤에서 26만톤으로 확대할 계획

롯데엠시시/롯데케미칼 MMA 계열 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 업체별 MMA 영업이익률 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

## MMA/PMMA

## ◎ Mitsubishi Chemical, 세계 1위 MMA 업체

- Mitsubishi Chemical의 MMA 생산능력은 164만톤으로 세계 시장 점유율 40%를 차지하고 있음. 참고로 MMA 공법은 ACH/C4/C2 등이 있음.

## 세계 MMA 생산능력 추이

구분	업체명	국가	제조공법	2012	2013	2014	2015	2016
북미	Dow Chemical	미국	ACH	475	475	475	475	475
	MRC Lucite(뽕피스)	미국	ACH	177	177	177	177	177
	MRC Lucite(버몬트)	미국	ACH	156	156	156	156	156
	Evonik	미국	ACH	151	151	151	151	151
중남미	Proquigel	멕시코	ACH	18	18	18	18	18
	Proquigel	브라질	ACH	70	70	70	70	70
	MRC Lucite	영국	ACH	211	211	211	211	211
유럽	Arkema	이탈리아	ACH	90	90	90	90	90
	Evonik	독일	ACH	300	300	300	300	300
	BASF	독일	에틸렌	36	36	36	36	36
	DOS	러시아	ACH	20	20	0	0	0
일본	Mitsubishi Rayon	일본	ACH, C4	217	217	217	217	217
	Asahi Kasei Chemicals	일본	C4	100	100	100	100	100
	Sumitomo Chemical	일본	C4	72	72	72	72	72
	Kuraray	일본	ACH	67	67	67	67	67
	Mitsubishi Gas Chemical	일본	ACH	51	51	51	51	51
	Mitsui Chemicals	일본	C4	40	40	40	40	40
	Thai MMA(TMMA)	태국	C4	180	180	180	180	180
아시아	PTT Asahi Chemical	태국	ACH	50	70	70	70	70
	Sumitomo Chemical Singapore(SCS)	싱가포르	C4	223	223	223	223	223
	MRC Lucite	싱가포르	C2	120	120	120	120	120
	高雄모노머(KMC)	대만	ACH	104	104	104	104	104
	대만플라스틱(FPC)	대만	ACH	98	98	98	98	98
	MRC Huizhou MMA(惠州惠菱化成)	중국	C4	90	90	90	90	90
	MRC Lucite	중국	ACH	101	101	101	183	183
	중국 기타	중국	ACH	275	275	275	325	410
	Evonik	중국	C4	100	100	100	100	100
	LG MMA	한국	C4	176	176	176	176	176
	롯데케미칼	한국	C4	50	50	50	50	50
	롯데MRC	한국	C4	90	188	188	188	188
합계				3,733	4,026	4,006	4,138	4,248

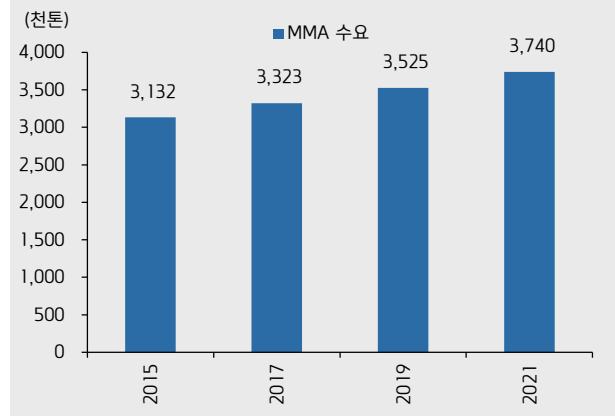
자료: 업계, 키움증권 리서치

## MMA/PMMA

## ◎ 높은 수요 성장성

- 세계 MMA 수요는 2015년 약 310만톤 수준에서 2021년 374만톤으로 지속 성장할 전망
- 한편 중국 PMMA 수요는 2013~2017년 연평균 15% 이상 증가하고 있음.

세계 MMA 수요 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 PMMA 수급 추이

구분	생산	수입	수출	수요
2013	155	225	14	366
2014	217	225	12	431
2015	217	118	10	395
2016	401	198	11	588
2017	471	192	15	648

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 초산

## ◎ 초산 가격 랠리

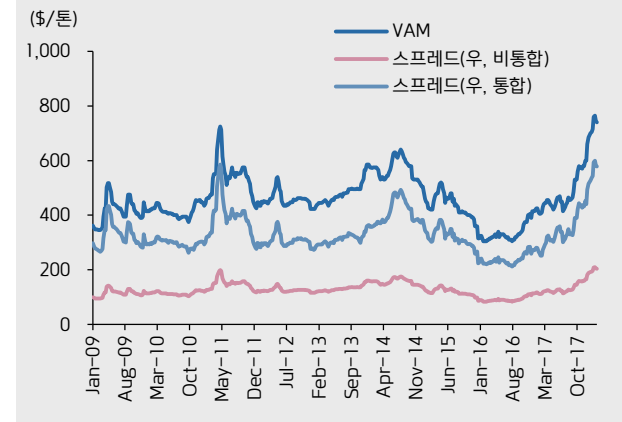
- 최근 초산/VAM 가격은 중국 천연가스/석탄 가격 상승 및 환경 규제 확대, 폴리에스터 업황 개선에 따른 TPA 수급 개선, PE 설비의 EVA 전환 증가 등으로 랠리를 이어가고 있음.
- 또한 중국 북부 초산 플랜트 가운데 230만톤이 중국 대기오염 규제로 가동률을 낮추거나, 가동을 중단한 것도 초산 수급 타이트를 촉발한 것으로 판단됨.

국내 초산 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 VAM 가격 및 스프레드 추이



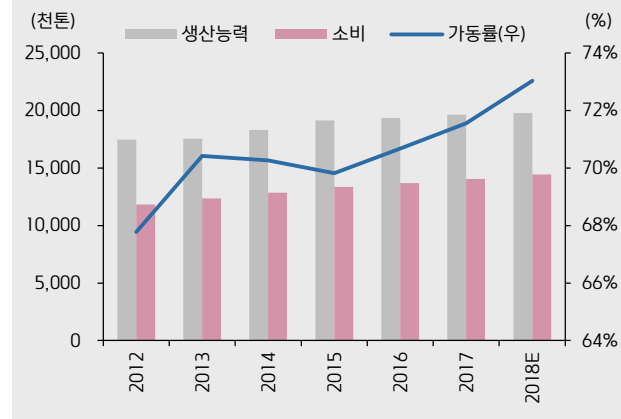
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 초산

## ◎ 올해 초산 수급 개선 전망

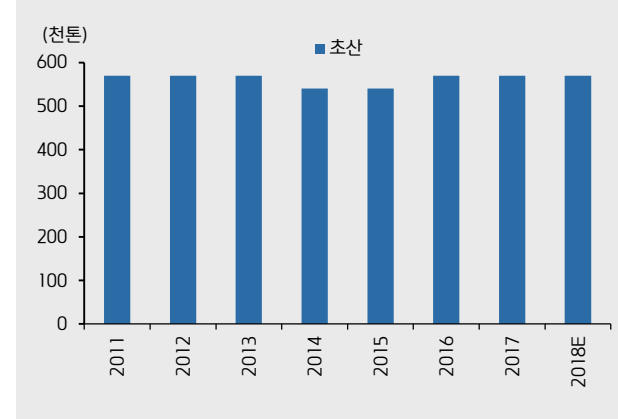
- 올해 공급을 초과하는 수요 성장으로 세계 초산 수급은 견조할 전망
- 롯데BP화학의 초산 생산능력은 57~60만톤으로 국내 독점 생산업체임.

세계 초산 수급 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

롯데BP화학 초산 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치



## 초산

## ◎ 공급 증가 제한

- 올해 아시아 초산 업체의 정기보수 물량이 작년 대비 작지만, 올해 신증설은 이란/인도의 소규모 프로젝트에 불과함.

주요 아시아 초산 업체 정기보수 계획(2018~2019)

업체명	생산능력 (천톤)	국가	비고
Jiangsu Sopo Chemical	1,200	중국	6~7월 중 15~20일
Sipchem IAC	400	사우디아라비아	2분기에 2주에서 한달
GNFC	115	인도	4월 중 2주
Daicel Corporation	450	일본	5월 중순에서 6월 중순까지
Chang Chun Petrochemical	600	대만	2019년
Lotte BP Chemical	600	한국	2019년 4월에서 5월 중 한달

자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아/중동 초산 증설 계획

업체명	생산능력(천톤)	국가	비고
Bushehr Petrochemical	300	이란	2018
Assam Petrochemicals	200	인도	2018
Indian Oil Corporation	1,000	인도	
Reliance	1,000	인도	2020

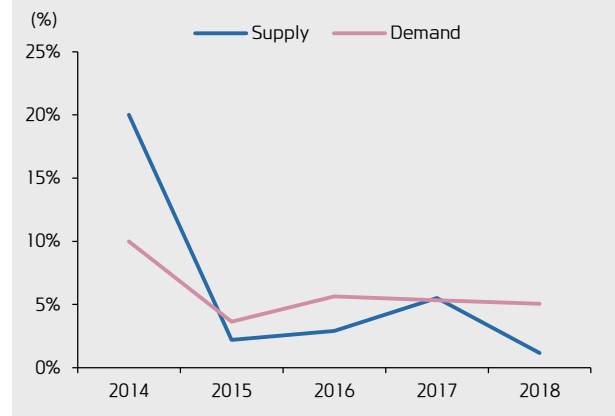
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 초산

## ◎역내 초산 수요 증가 전망

- 중국 폐플라스틱 수입 금지로 폴리에스터 업황이 개선되어, TPA 설비 재가동 및 신규 가동에 따른 초산 수요 증가로 전반적인 수급은 양호한 수준을 기록할 것으로 전망

중국 초산 공급/수요 증가율 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 TPA 가동 계획

업체명	위치	생산능력(천톤)	상업화 시기
Jiaxing Petrochemical	Zhejiang	2,200	2017년 말
Shengda Chemical	Sichuan	1,000	2018
Xin Feng Ming Group	Zhejiang	2,000	2018
Baota Petrochemical Group	Ningxia	1,000	2018
Jialong Group	Fujian	2,000	2018

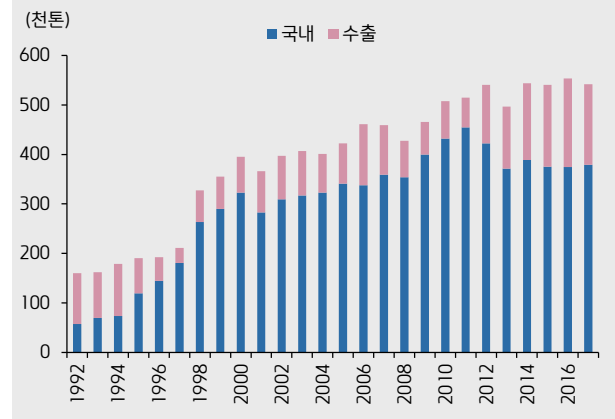
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 초산

## ◎ 국내 초산 용도별 출하 비중

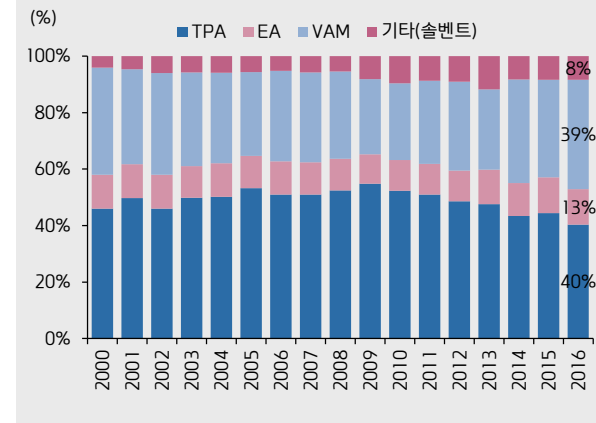
- 2017년 국내 초산 총 출하량은 54.2만톤임. 그 중 수출은 16.3만톤으로 30%를 차지하고 있음.
- 국내 초산의 용도별 출하 비중은 TPA 40%, VAM 39%, EA 13%, 기타 8%임.

국내 초산 출하량 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 용도별 초산 출하 비중 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

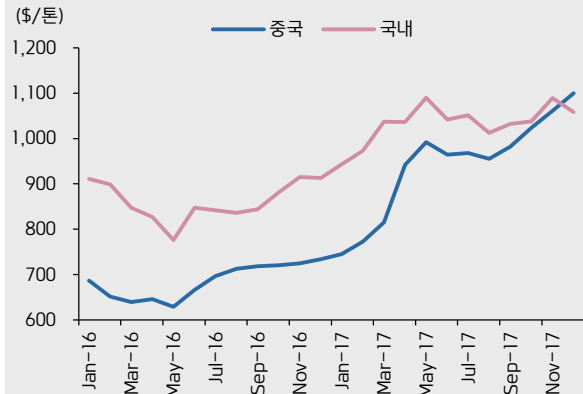


## 카본블랙

### ◎ 카본블랙 가격 급등

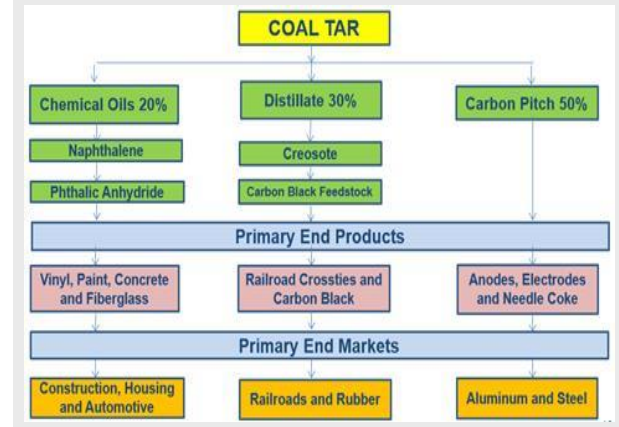
- 중국 및 국내 카본블랙 가격이 급등하고 있음. 중국 정부가 자연보호 캠페인을 강화하면서 플랜트를 대거 셧다운하였기 때문임. 메이저 생산업체들은 현재 중국 동부 지역에서 N200 시리즈를 톤당 9,100위안에 판매하는데 이는 전년 대비 2배 이상 높은 수준임.
- 카본블랙 시장의 타이트한 수급은 2016~2017년 폐쇄 물량 확대로 중장기적으로 지속될 것으로 보임.
- 카본블랙은 타이어, 벨트, 호스와 같은 산업용 고무 제품 생산 시 주요 성분이 됨. 참고로 중국은 카본블랙의 주요 생산국임.

국내/중국 카본블랙 수출 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

석탄화학(콜타르) 밸류 체인



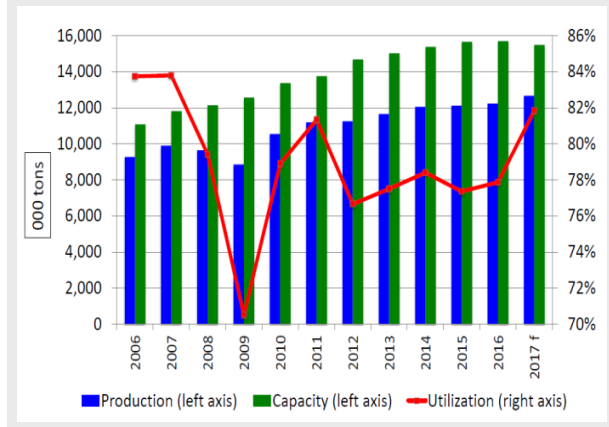
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 카본블랙

## ◎ 수급 개선 추세

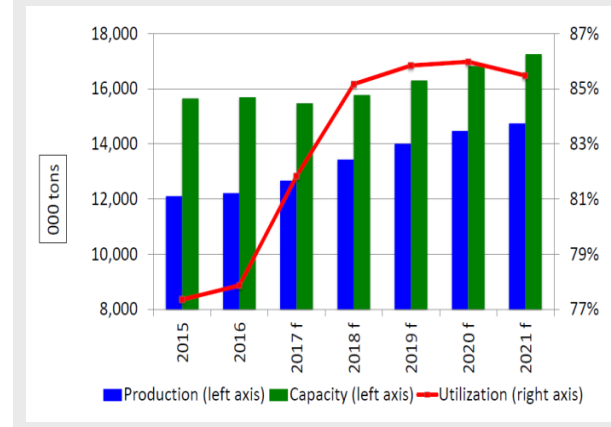
- 2016년 78%에 불과하였던 세계 카본블랙 가동률은 2017년 82%까지 증가한 것으로 추정됨.
- 한편 2021년까지 타이어 업체의 Capex 확대로 카본블랙 수요가 증가하는 가운데, 공급은 수요를 미달 하면서 양호한 수급 상황이 이어질 전망

세계 카본블랙 수급 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 카본블랙 수급 전망



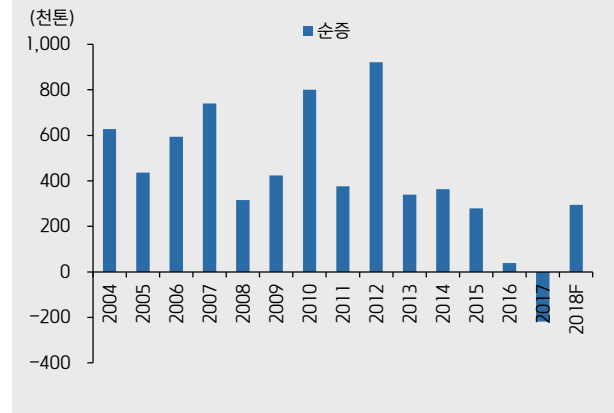
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 카본블랙

## ◎ 2017년 공급 순증 물량, -21.4만톤

- 2017년 UAE/스웨덴에서 약 4.6만톤의 카본블랙 증설이 존재하였으나, 중국 업체 2곳의 폐쇄로 순증 물량은 -21.4만톤이었음.
- 2018년은 약 37.4만톤의 생산능력 확대에도 불구하고, 일부 폐쇄 추가로 순증 물량은 30만톤을 하회할 전망

세계 카본블랙 공급 순증 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

2016~2018년 카본블랙 증설/폐쇄 전망

(천톤)	2016		2017		2018	
	증설	폐쇄	증설	폐쇄	증설	폐쇄
물량	330	-291	46	-260	374	-79
업체	Black Cat (중국)	Birla(이집트/독일)	ADOR (UAE)	DM(중국)	Birla(중국)	OEC(미국)
	Birla(중국)	Cabot(인도네시아)	OEC (스웨덴)	HCC(중국)	현대OCI (한국)	OEC(한국)
	NSCC Carbon(중국)	OEC (프랑스)			Omsk (벨라루스)	
	OCI(중국)	Tokai(중국/일본)			PCBL(인도)	
	Omsk (러시아)					

자료: 업계, 키움증권 리서치

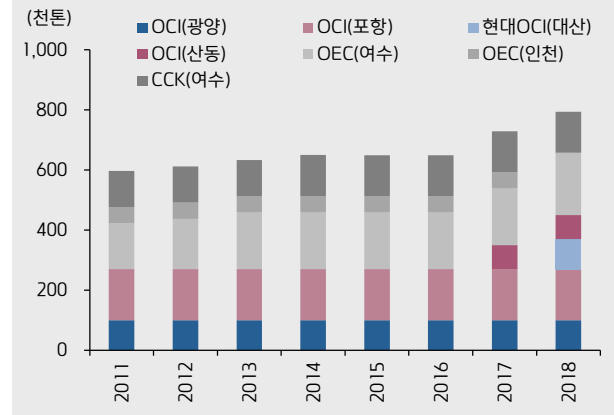


## 카본블랙

### ◎ OCI, 세계 10위권 카본블랙 업체 등극

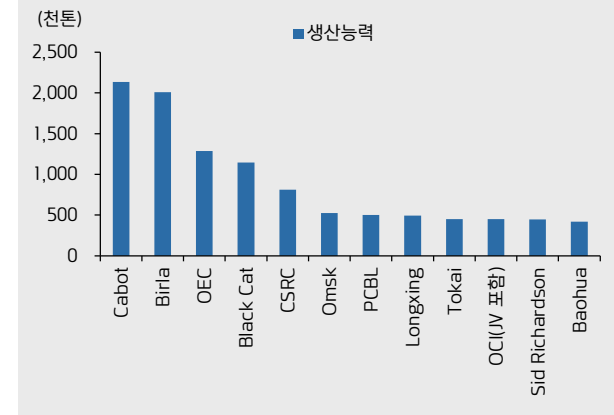
- 올해 국내 카본블랙 생산능력은 OEC의 인천 공장 폐쇄에도 불구하고, OEC 여수 공장 증설 및 현대 OCI 신규 가동으로 작년 대비 10.0% 증가한 71.4만톤을 기록할 전망
- 현대OCI의 신규 가동으로 OCI는 중국 산둥 플랜트를 포함하면 총 45만톤의 카본블랙 생산능력을 보유 하며 세계 10위권 카본블랙 업체로 등극하게 됨.

국내 업체별 카본블랙 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 업체별 카본블랙 생산능력 현황



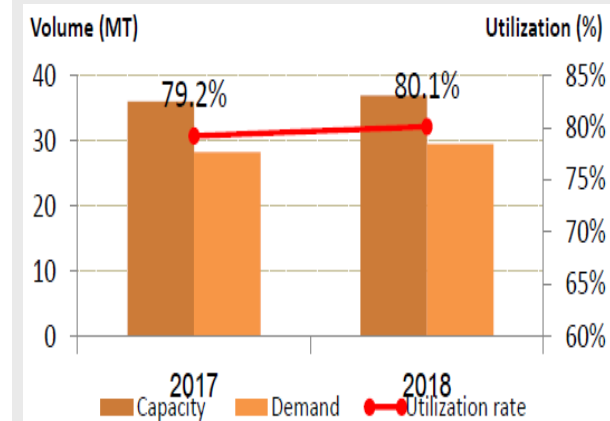
자료: 업계, 키움증권 리서치

## MEG

## ◎ 세계 MEG 가동률 증가 전망

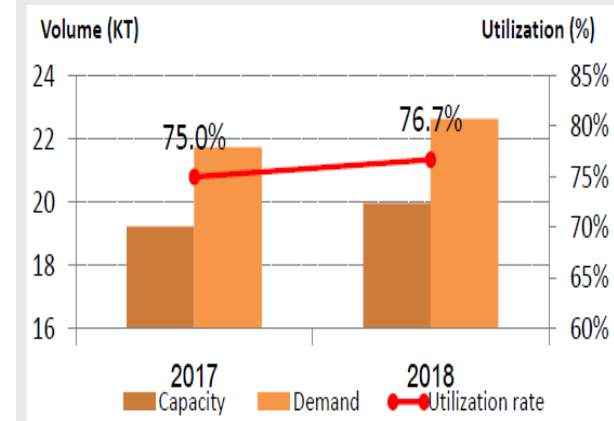
- 성수기 이후 MEG 가격이 조정을 받고 있지만, 올해도 견조한 흐름이 지속될 전망. 전반적으로 재고가 낮은 상황을 유지하고 있고, 중국 환경 규제 강화로 Virgin PET 플랜트가 높은 가동률을 지속하고 있음.
- 한편 올해 중국의 일부 Coal-to-MEG 설비가 가동할 것으로 보이지만, 석탄 가격 상승으로 MEG 수급에 영향을 줄 가능성은 제한될 것으로 보임.
- 참고로 PCI에 따르면 세계 MEG 가동률은 작년 79.2%에서 올해 80.1%로 증가할 전망

세계 MEG 수급 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아 MEG 수급 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

## MEG

## ◎ 올해 EO 생산능력 급감

- MEG 생산의 전 단계인 EO의 증설 물량이 올해는 감소할 전망이다. 작년 116만톤이 증가한 세계 EO 생산능력은 올해 30만톤에 불과하며, 작년 대비 74.1% 감소할 것으로 보임.

세계 Ethylene Oxide 플랜트 증설 계획

	(전톤)	위치	업체	생산능력	유효 생산능력	상업화 시기
2017년	중국	Inner Mongolia	Connel Chem	50	46	1Q17
	중국	Jiangsu	Taixing Jinyan	70	70	1Q17
	중국	Xinjiang	Xinjiang Tianye	100	67	2Q17
	사우디아라비아	Al-Jubail	Sadara	20	12	2Q17
	사우디아라비아	Al-Jubail	Saudi Kayan	150	113	2Q17
	중국	Jiangsu	Jiangsu Shenghong	20	10	3Q17
	인도	Jamnagar	Reliance	750	314	3Q17
	소계			1160	632	
2018년	중국	Anhui	Anhui Hongsifang	50	50	1Q18
	중국	Anhui	Anhui Hongsifang	50	34	2Q18
	중국	Anhui	Anhui Hongsifang	50	34	2Q18
	중국	Inner Mongolia	Connel Chem	50	25	3Q18
	중국	Shanxi	Shanxi Meihua	50	25	3Q18
	중국	Anhui	Anhui Hongsifang	50	13	4Q18
	소계			300	181	

자료: 업계, 키움증권 리서치

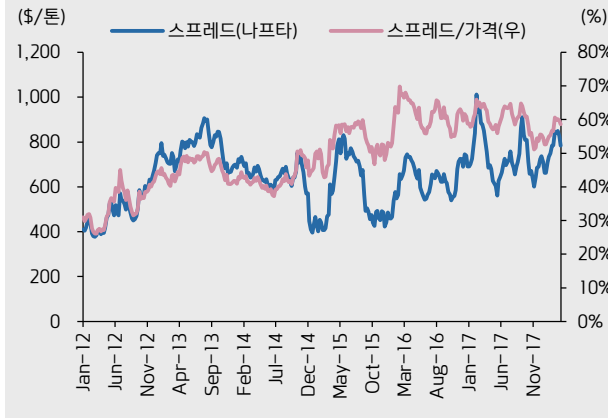


SM

◎ SM 스프레드, 강세 지속

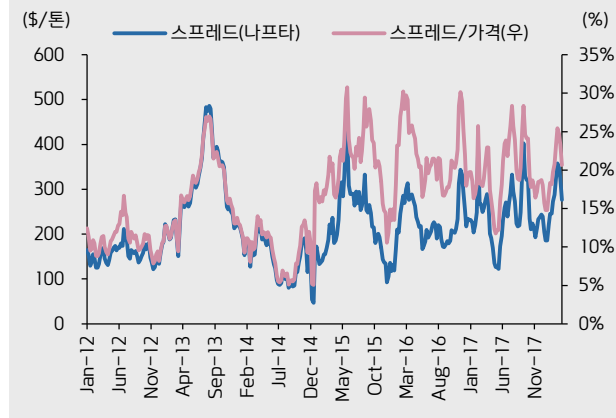
- SM 스프레드는 나프타 가격 움직임에 따라 변동되고 있지만, 제품가격 등을 고려한 변동마진율은 여전히 높은 수준을 유지하고 있음. 한편 에틸렌/벤젠 통합 업체 대비 비통합 생산업체들의 생산비용이 높다는 사실은 변하지 않고 있음.
- 올해 상반기 아시아 지역 대규모 정기보수 물량 증가로 SM 스프레드(통합)는 강세를 지속할 전망

국내 SM 스프레드(통합) 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 SM 스프레드(비통합) 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

### ◎ 세계 SM 가동률 상승 전망

- 작년 83.3% 수준의 세계 SM 가동률은 아시아 지역 수요 증가로 점진적으로 개선되며, 2020년 경에는 86.6%까지 증가할 전망

#### 세계 SM 수급 전망

(천톤)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
동아시아	생산능력	14,447	14,999	15,132	15,425	16,477	17,227	17,902	18,027	18,027
	생산	11,795	12,339	12,472	12,394	12,832	13,988	15,102	15,404	15,632
	수요	14,129	14,432	14,826	14,811	15,361	15,788	16,227	16,688	17,169
	밸런스	-2,334	-2,093	-2,354	-2,417	-2,529	-1,799	-1,125	-1,284	-1,537
동남아/아태지역	생산능력	2,030	2,090	2,690	2,690	2,690	2,690	2,690	2,690	2,690
	생산	1,906	1,789	2,515	2,325	2,464	2,464	2,464	2,432	2,450
	수요	1,909	2,408	3,046	3,181	3,299	3,414	3,426	3,429	3,429
	밸런스	-3	-618	-532	-856	-836	-950	-963	-997	-979
중동	생산능력	3,047	3,047	3,047	3,047	3,047	3,047	3,047	3,047	3,047
	생산	2,512	2,710	2,795	2,811	2,825	2,848	2,870	2,910	2,925
	수요	581	610	641	673	706	741	779	779	779
	밸런스	1,931	2,100	2,154	2,138	2,119	2,107	2,091	2,131	2,146
미주	생산능력	6,675	6,675	6,718	6,718	6,568	6,568	6,568	6,568	6,568
	생산	6,012	6,012	6,012	6,012	5,877	5,877	5,877	5,877	5,877
	수요	4,645	4,706	4,789	4,862	4,959	5,064	5,172	5,277	5,371
	밸런스	1,367	1,306	1,223	1,150	918	813	705	600	506
유럽	생산능력	6,212	6,185	6,185	6,185	6,185	6,185	6,185	6,185	6,185
	생산	5,313	5,085	5,044	5,160	5,131	5,083	5,027	5,017	5,045
	수요	5,656	5,443	5,472	5,383	5,352	5,337	5,329	5,383	5,445
	밸런스	-343	-358	-428	-223	-221	-254	-303	-367	-401
아프리카	생산능력	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	생산	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	수요	40	46	160	180	185	190	195	200	225
	밸런스	-40	-46	-160	-180	-185	-190	-195	-200	-225
세계	생산능력	32,411	32,996	33,772	34,065	34,967	35,717	36,392	36,517	36,517
	생산	27,538	27,936	28,838	28,701	29,128	30,259	31,338	31,639	31,927
	수요	26,960	27,645	28,934	29,089	29,863	30,534	31,128	31,756	32,418
	밸런스	578	291	-96	-388	-735	-275	210	-117	-491
	가동률	85.0%	84.7%	85.4%	84.3%	83.3%	84.7%	86.1%	86.6%	87.4%

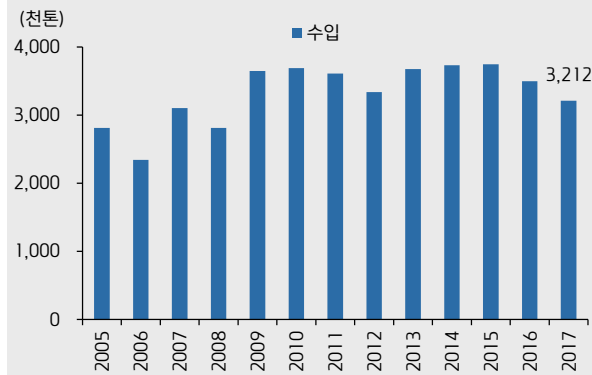
자료: 업계, 키움증권 리서치

## SM

## ◎ 중국 SM 반덤핑 관세 부과

- 중국의 일부 국가에 대한 반덤핑 관세 부과로 SM 시황의 불확실성 존재함. 대만 업체는 5%, 미국 업체는 9~10%, 한국 업체는 7~8%의 반덤핑 관세가 부과됨.
- 다만 중국의 SM 수입량이 연간 300만톤을 상회하여, 급격한 수입 대체는 제한된 상황. ADD 부과로 세계 공급/수요 등 기초여건에 변화가 생기는 일은 없을 것으로 보임.

중국 SM 수입 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 SM 반덤핑 관세율

국가	업체명	관세율	국가	업체명	관세율
대만	Taiwan Chemical Fiber Co.	5.00%	한국	한화토탈	7.80%
대만	All others	5.00%	한국	여천NCC	7.80%
미국	Lyondell Chemical	9.20%	한국	롯데케미칼	8.40%
미국	Westlake Styrene	10.70%	한국	LG화학	8%
미국	INEOS Styrolution	9.60%	한국	SK종합화학	8.00%
미국	Americas Styrenics	9.60%	한국	기타	8.40%
미국	All others	10.70%			

자료: 업계, 키움증권 리서치

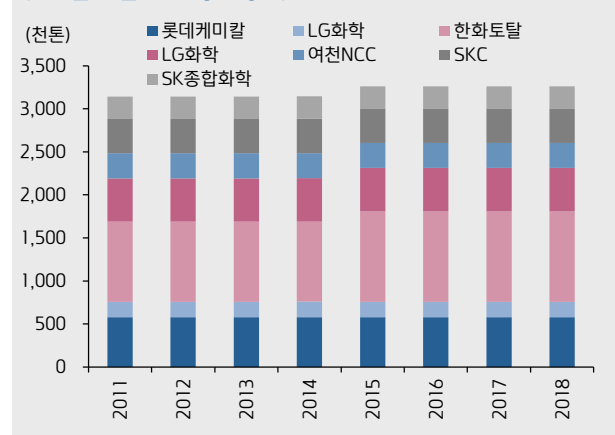


## SM

## ◎ 국내 SM 생산능력, 326만톤

- 2018년 국내 SM 생산능력은 326만톤이며, 업체별로는 한화토탈 105.1만톤(32.2%), LG화학 68.5만톤(21.0%), 롯데케미칼 57.7만톤(17.7%), SKC 40만톤(12.3%), 여천NCC 29만톤(8.9%), SK종합화학 26만톤(8.0%)임. 한화토탈/여천NCC/SK종합화학 등은 외부 판매 비중이 높은 반면, LG화학/롯데케미칼은 ABS 생산능력 보유로 연결 기준으로는 SM 생산능력 대비 판매량이 작음.
- SM 생산업체들의 경쟁 심화 및 중국 증설 확대로 일부 업체들이 신규 투자 사업에 대해 재고에 들어간 상태로 보임. 그 예로 한화토탈의 경우 2019년 연산 60만톤의 신축 공장 가동을 개시하려던 계획을 2020년 이후로 연기한 것으로 보임.

국내 업체별 SM 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

역내 SM 증설 계획

업체명	국가	생산능력(천톤)	가동시점
Dohow Chemical	중국	200	2016
Shandong Shouguan Chemical	중국	350	2016
Zhengli Chemical	중국	35	2017
Qingdao Petrochemicals	중국	500	2017
Ningbo Keyuan	중국	100	2017
Jiujiang Chemical	중국	80	2017
Anhui Hao Yuan Chemicals	중국	260	2018
Jining Huineng Chemicals	중국	500	2019
Hanwha Total	한국	600	2019(연기)
Fujian Gulei Chemicals	중국	600	2019
CNOOC-Shell Petrochemical	중국	700	2019
Abel Chemicals	중국	250	2019

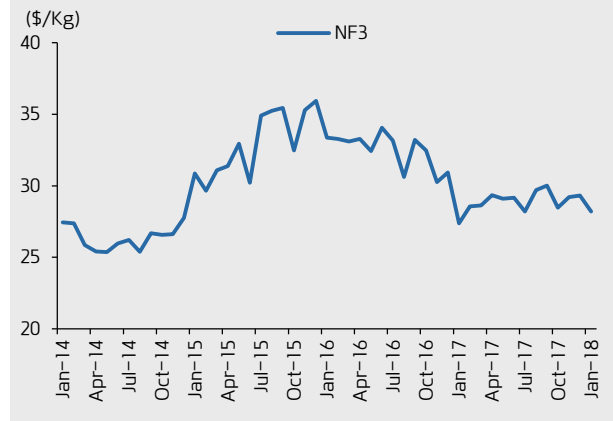
자료: 업계, 키움증권 리서치

## NF3

## ◎ NF3 마진율 감소

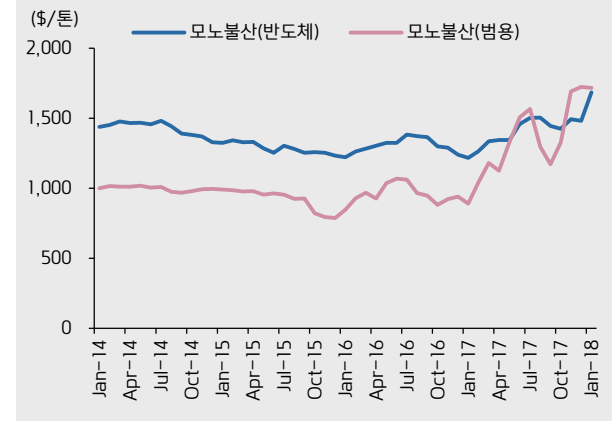
- NF3는 반도체/디스플레이 제조 공정에 사용되는 가스로, 주로 IT 산업이 발달되어 있는 한국 등 동아시아가 주요 시장임. 시장의 중요한 요인으로는 제조원가 경쟁력, 공급능력, 품질 경쟁력, 안정적 생산 능력 등이 있으며, 이러한 요인으로 신규 생산업체가 진입하기 쉽지 않음. 2017년 기준 SK머티리얼즈(38%), 효성(21%), KDK(13%)가 시장을 과점하고 있음.
- 최근 효성 등 국내 업체 증설 확대 등으로 제품 판가가 하락한 가운데, NF3의 주요 원재료인 모노불산/형석 가격의 상승으로 NF3 마진율은 과거 대비 하락한 상황
- 특히 형석은 작년 중국의 북부 광산들이 과거 대비 이른 시기에 채굴을 중단하면서 재고가 고갈된 상태로 보임.

국내 NF3 수출 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 모노불산 수입 가격 추이



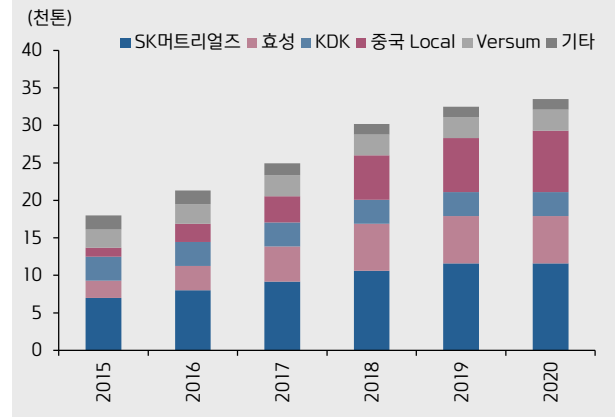
자료: 업계, 키움증권 리서치

## NF3

## ◎ NF3 수요 증가 전망

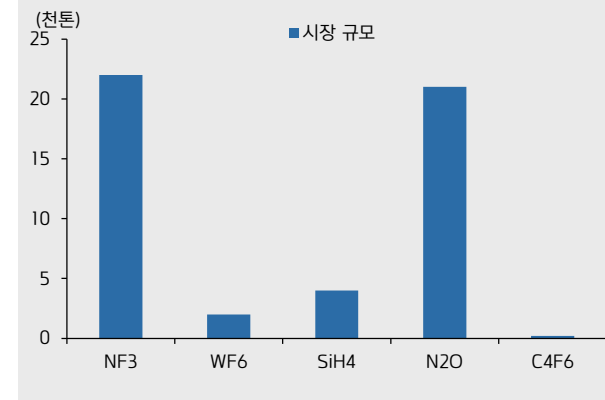
- 중국 형석 광산들의 조업 재개로 형석 가격의 하향 안정화가 전망되는 가운데, 전방 선도 업체의 공격적인 라인 신증설, 반도체 미세화 및 단수 증가, 중국 로컬 업체의 대면적 LCD 및 OLED 신규 라인 증설 등으로 NF3 수요는 지속적으로 증가할 전망
- 효성은 가스부문의 사업 다각화를 위하여 신규 사업을 검토하고 있으며, 진출할 사업군을 3개의 사업군 (Large Volume Gas, Small & Mixed Gas, Customer Specialized Materials)으로 나누어 추진하고 있음.

세계 업체별 NF3 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 특수 가스 시장 규모



자료: 업계, 키움증권 리서치

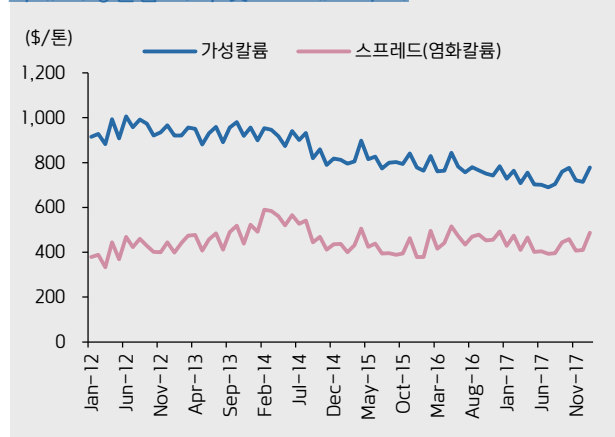


## 가성칼륨/탄산칼륨

## ◎ 염화칼륨, 수급 개선

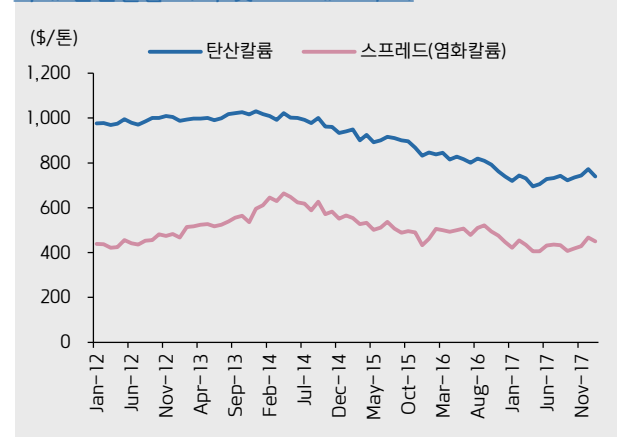
- 세계 염화칼륨 공급 과잉으로 염화칼륨 가격은 지난 2년 동안 하향 안정화되었음. 하지만 향후 신규 생산능력의 위협 제한 및 견고한 수요 성장으로 올해 상반기 이후 가격 반등이 전망됨.
- Canpotex/Mosaic/IFA/CRU 등에 따르면 작년 염화칼륨 수요는 6,500만톤으로 전년 대비 6.9% 증가하였고, 올해도 수요 개선세가 이어질 전망. 한편 주요 염화칼륨 수입국인 중국도 현재 염화칼륨 재고가 부족한 상황으로 보임.
- 주요 원재료인 염화칼륨 가격 상승으로 올해 가성칼륨/탄산칼륨 가격 및 스프레드도 전반적인 반등 전망
- 참고로 염화칼륨 전해조는 염화나트륨 전해조 대비 원가에서 원재료가 차지하는 비중이 절대적임.

국내 가성칼륨 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 탄산칼륨 가격 및 스프레드 추이



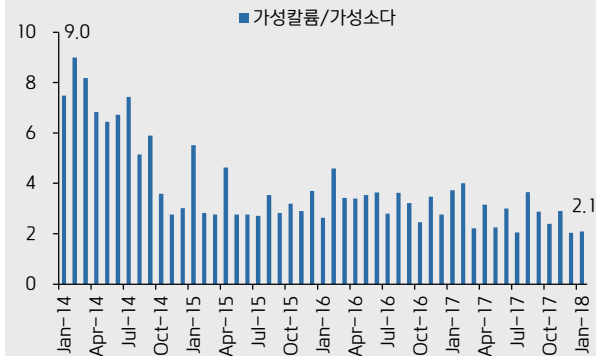
자료: 업계, 키움증권 리서치

가성칼륨/탄산칼륨

◎ 유니드, 인수한 플랜트 올해 2분기 본격 가동 전망

- 2014년 초반 가성소다 대비 9배 이상 프리미엄 거래가 되던 가성칼륨은 염화칼륨 공급 과잉 및 가성소다 가격 상승으로 현재 프리미엄은 2배 수준임.
- 유니드가 인수한 한화케미칼 CA 플랜트는 올해 3월 증설(가성칼륨으로 전환)이 완료되고, 2분기부터 본격 가동될 전망. 증설 후 국내 생산능력은 29만톤으로 늘어나게 됨. 한편 부산물 염소를 처리하기 위하여 비용이 발생하는 염산을 생산할 필요가 없어, 유니드의 실적은 추가적인 개선 전망

국내 가성칼륨/가성소다 가격 비율 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

구 한화케미칼 울산 CA 플랜트 전경



자료: 업계, 키움증권 리서치

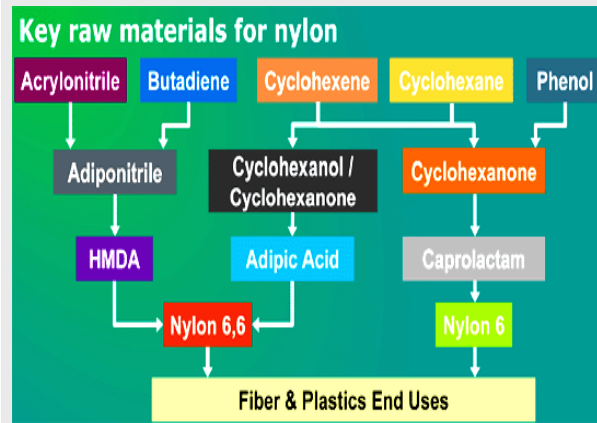


## 나일론EP 원재료

## ◎ 나일론, 자동차용 EP용 수요 증가

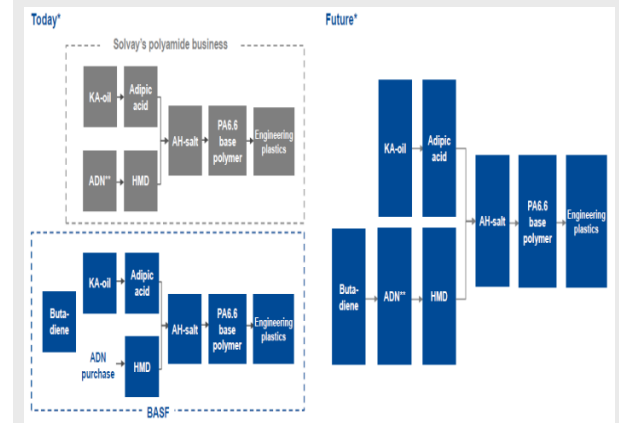
- 나일론은 높은 원료 가격과 복잡한 제조 공정을 보유하고 있어, 합성섬유 내에서는 상대적으로 성장이 정체된 모습을 보이고 있음. 다만 특수 응용제품 특히 자동차 EP용으로는 꾸준히 수요가 증가하고 있으며, 가장 널리 사용되고 있음.

## 나일론 밸류 체인



자료: 업계, 키움증권 리서치

## BASF의 Solvay 나일론 사업 인수



자료: 업계, 키움증권 리서치

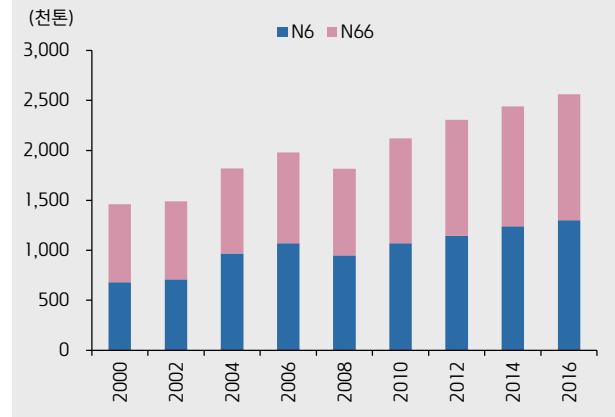


## 나일론EP 원재료

### ◎ 나일론EP, 자동차 용도 40% 상회

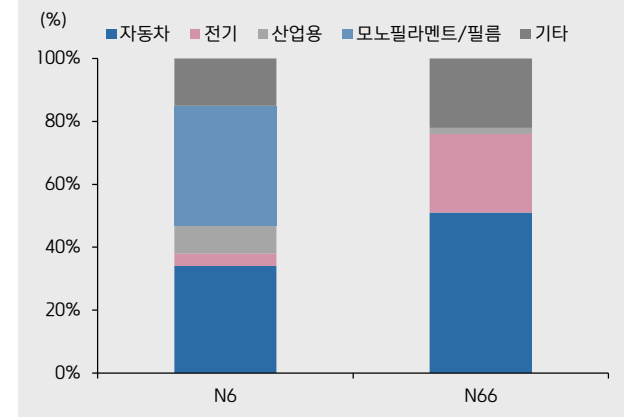
- Toray에 따르면 2000~2016년 나일론6 EP 시장은 연평균 4.1% 증가하였고, 나일론66 EP 시장은 연평균 3.0% 증가하였음. 한편 나일론6/66 EP 중 자동차 용도는 40%를 상회하는 것으로 추정됨.

세계 나일론EP 수요 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 용도별 나일론 수요(2016년)



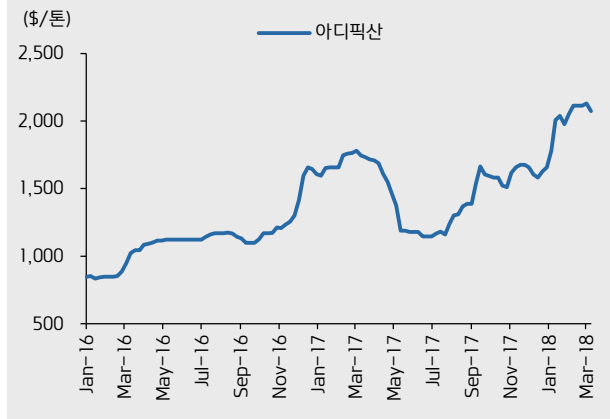
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 나일론EP 원재료

## ◎ 아디픽산/ADN, 수급 타이트 현상 발생

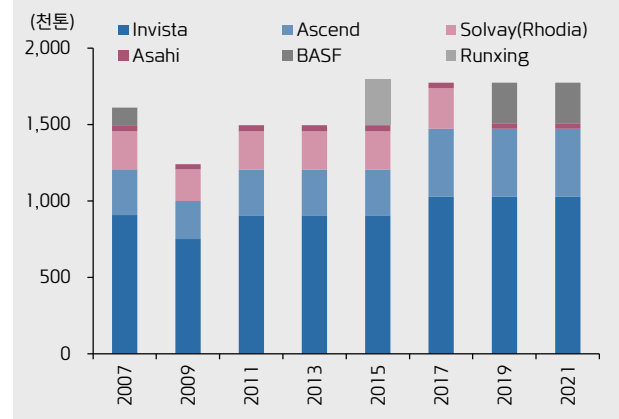
- 나일론66의 주요 원재료인 아디픽산과 ADN은 최근 가격이 급등하고 있음. 전반적으로 중국의 폐플라스틱 규제에 따른 나일론 수요가 호조세를 지속하고 있는 가운데, 아디픽산은 중국의 생산 감축으로 타이트한 수급 상황이 이어지고 있으며, ADN은 사모펀드가 생산능력의 상당부분을 점유하고 있는 가운데, 2015년 중국 Runxing의 화재 이후 추가적인 증설이 제한되고 있기 때문임.
- BASF도 성장성이 큰 엔지니어링 플라스틱 사업군을 육성 및 원재료 ADN의 안정적인 조달을 위하여 Solvay의 나일론 사업을 약 2조원에 인수하였음. 올해 3분기 M&A 절차를 마무리할 계획

중국 아디픽산 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 업체별 ADN 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

## PA

## ◎ 중국 공법별 PA 생산능력 현황

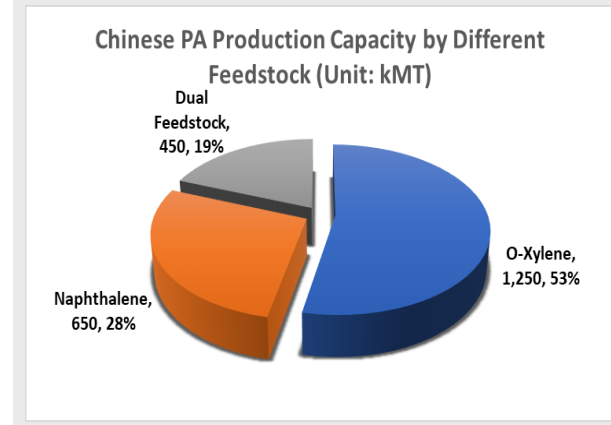
- 주요 PA 생산국인 중국은 나프탈렌 공법 PA의 생산 비중이 30~40%에 육박함.
- 애경유화의 PA 생산능력은 20~21만톤으로 대만 Nan Ya Plastics에 이어 아시아 2위 업체임.

## 아시아 PA 생산설비 현황

업체명	공장위치	생산능력(천톤)
Nan Ya Plastics	Mailiao, Taiwan	280
Aekyung Petrochemical	Ulsan, Korea	210
Shandong Hongxin Chemical	Zibo, China	180
Anhui Tongling Chemical	Tongling, China	120
IG Petrochemicals	Taloja, India	120
Zhenjiang Union Chemical	Zhenjiang, China	120
Taizhou Union Chemical	Taizhou, China	115
Thirumalai Chemicals	Ranipet, India	115
Changzhou Yabang Chemical	Changzhou, China	100
Jiangsu Sanmu Group	Yixing, China	100

자료: 업계, 키움증권 리서치

## 중국 공법별 PA 생산능력 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

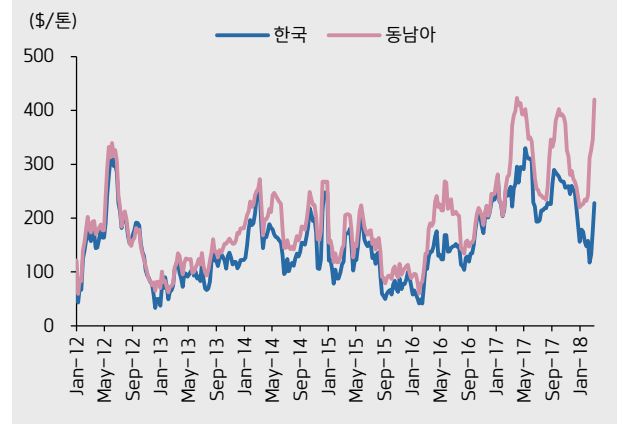


## PA

## ◎ PA 스프레드 견조세 유지

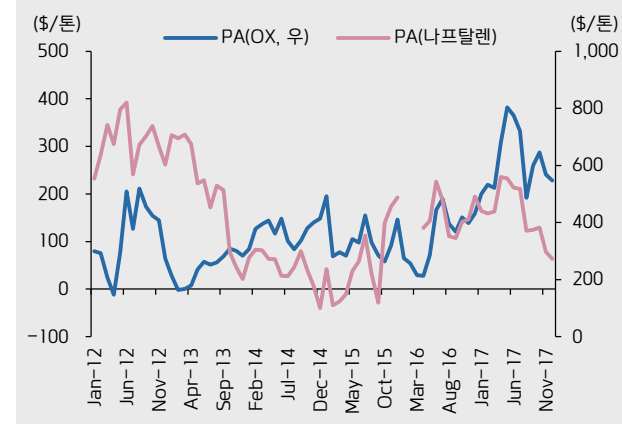
- 석탄 가격 상승에 따른 나프탈렌 공법 PA의 가동률 감축 및 중국 환경 규제 등으로 OX 투입 PA 스프레드가 견조세를 이어가고 있음.
- 국내 PA 생산능력은 2017년 기준 38.5만톤이며, 업체별로는 애경유화 20만톤, 한화케미칼 7.5만톤, OCI 6만톤, LG화학 5만톤임.

한국/동남아 PA 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 PA 스프레드 추이



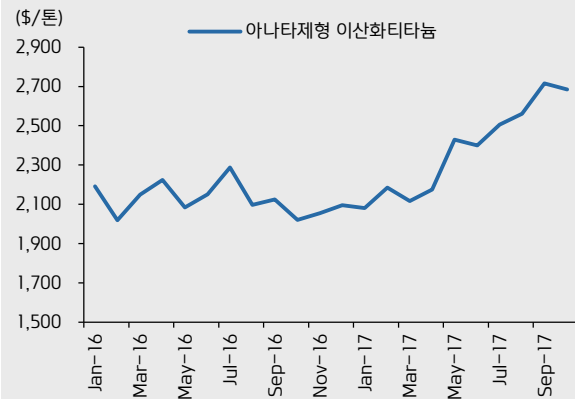
자료: 업계, 키움증권 리서치

TiO<sub>2</sub>

## ◎ 이산화티타늄, 클럽 비즈니스 제품

- 이산화티타늄 가격이 강세 기조를 유지하고 있음. 이는 국내/외 이산화티타늄 업체(Chemours, Venator, Kronos, Tronox, 코스모화학) 주가에 긍정적인 요인으로 작용하고 있음.
- 이산화티타늄 가격은 수요가 견조한 가운데, 글로벌 업체의 공급 축소 및 중국 환경보호법규 강화에 따른 중국 업체 가동률 저하로 올해 강세 기조를 유지할 전망
- 국내에서 독점적으로 아나타제형 이산화티타늄을 제조하고 있는 코스모화학은 구조조정 후 생산능력이 6만톤에서 3만톤으로 축소되었지만, 아시아 지역의 침투를 강화하고 있는 Kronos와 함께 루타일형 이산화티타늄 사업을 확대할 계획

국내 아나타제형 이산화티타늄 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 업체별 이산화티타늄 시장점유율 현황

(천톤, %)	생산능력	공칭 M/S	유효 M/S
Chemours	1,202	13%	17%
Cristal	812	9%	11%
Venator Materials	782	8%	11%
Lomon Billons	660	7%	9%
Kronos	557	6%	8%
Tronox	465	5%	6%
Other	5,056		
합계	9,534		

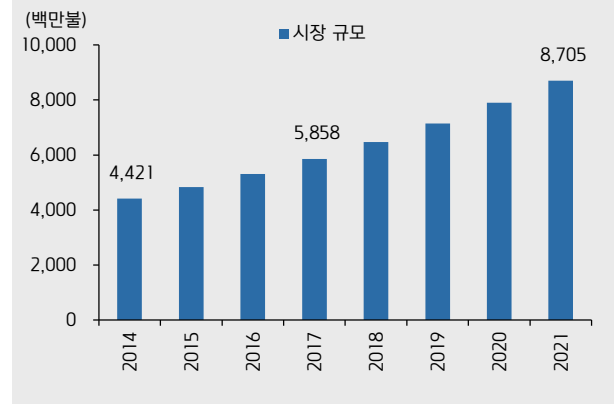
자료: 업계, 키움증권 리서치

## Spandex

## ◎ 스판덱스 수요 호조세 지속 전망

- 스판덱스는 편안한 옷에 대한 수요 증가, 요가복/레깅스 시장 성장, 중국의 출생률 증가 및 성인용 기저귀 시장 확대 등으로 지속적인 성장을 하고 있음.
- Persistence Market Research에 따르면 스판덱스는 2021년까지 연평균 8.5%의 수요 성장(금액 기준으로는 10.3%)이 전망됨.

세계 스판덱스 시장 규모 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

스판덱스의 용도 및 함유량

용도	스판덱스 함유량
란제리	5 ~ 12%
거들	10 ~ 40%
수영복	10 ~ 30%
양말	10 ~ 20%
스타킹	10 ~ 60%
테이프	10 ~ 50%
아웃웨어	2 ~ 10%

자료: 업계, 키움증권 리서치

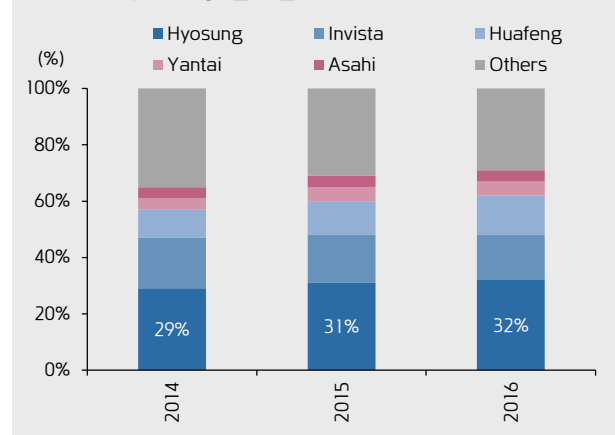


## Spandex

## ◎ 효성, 스판덱스 세계 1위 점유율 지속

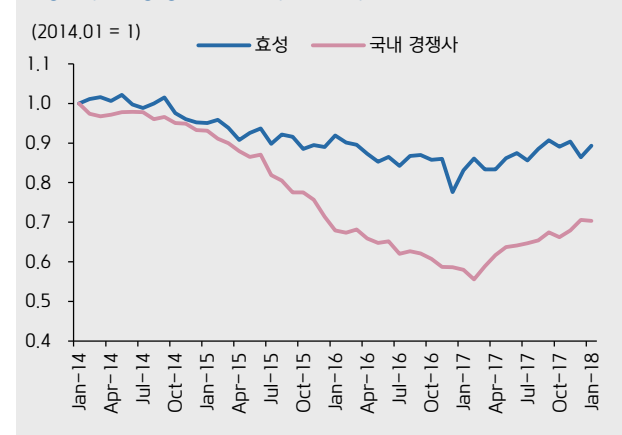
- 효성은 1992년 스판덱스 상업화 이후 연평균 33% 이상 생산능력을 확대하며, 세계 1위 시장 점유율을 지속하고 있음. 2016년 기준 효성의 스판덱스 생산능력은 20만톤으로 세계 32%의 시장 점유율을 기록함.
- 효성의 스판덱스 생산기지는 한국, 중국, 터키, 베트남, 브라질에 분산되어 있는 등 경쟁 중국 업체 대비 생산 지역 다각화를 구축하고 있으며, 중국 비중은 39% 수준으로 중국 시장 대응력도 강함.
- 스판덱스는 신축성에서 벗어나 기존 의류 소재에 대한 대응성 개선으로 수요가 급속히 증가하고 있으며, 효성은 브랜드화, 품질, 신뢰성, 기능성 보장, 자체 공급망 구축으로 제품 판가가 국내 경쟁사 대비 높게 형성되고 있음.

세계 스판덱스 시장 점유율 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

효성/국내 경쟁사 스판덱스 가격 추이(Indexed)



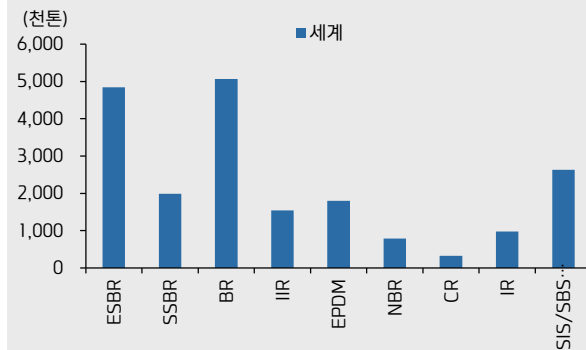
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 합성고무

### ◎ 합성고무, 아시아 비중 50% 상회

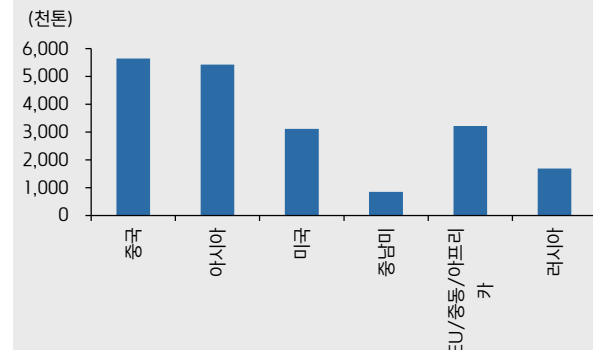
- 작년 기준 합성고무 생산능력은 약 2,000만톤임. 그 중 ESBP/SSBR/BR이 총 생산능력의 60%를 점유하고 있음.
- 한편 지역별로는 중국을 포함한 아시아가 55%, 미주 20%, 유럽 및 기타 25%를 점유하고 있음.

세계 제품별 합성고무 생산능력 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 국가별 합성고무 생산능력 현황



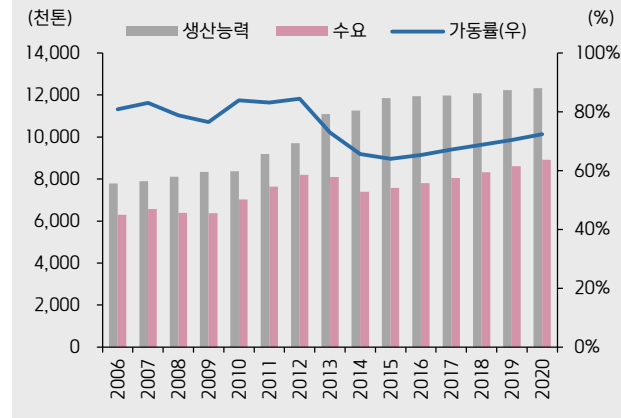
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 합성고무

## ◎ BR/SBR 증설 제한

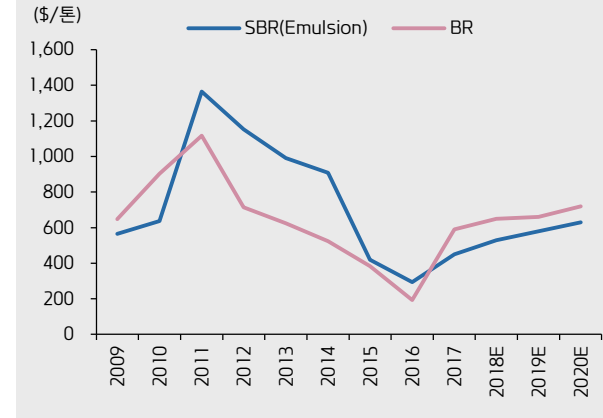
- 합성고무는 부타디엔 가격에 따라 분기별로 마진 변동이 있을 것으로 보임. 다만 SSBR과 달리 BR/SBR 등 범용고무의 경우 2020년까지 공급 제한으로 가동률 및 스프레드는 올해 추가적으로 개선될 전망

세계 합성고무(SBR/BR) 수급 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 SBR/BR 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

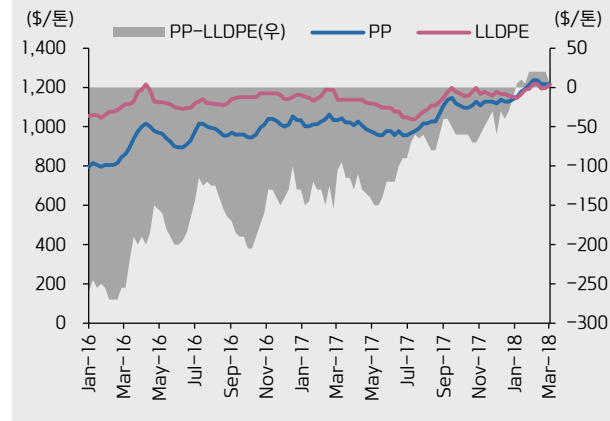


PP

◎ PP/LLDPE의 가격 역전 현상 발생

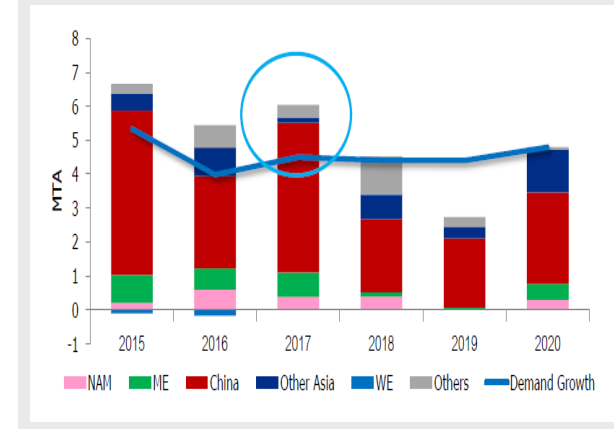
- PP 가격은 작년/재작년 LLDPE 가격 대비 톤당 \$100 정도 할인 거래되었는데, 최근 PP 수급 타이트 확대로 LLDPE 가격을 오히려 상회하고 있음. 특히 유럽/미국 등 역외 지역은 역대 보다 수급이 더욱 타이트하여 역대 가격 대비 톤당 \$300 이상 프리미엄 거래가 되고 있어, 역내로 차익거래가 제한된 상황

국내 PP/LLDPE 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 프로필렌 수요/공급 순증 전망



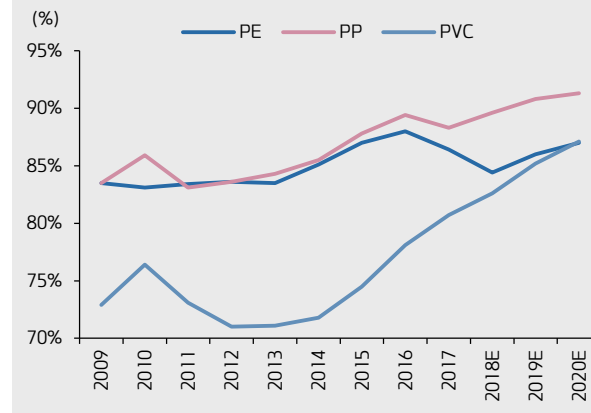
자료: 업계, 키움증권 리서치

PP

◎ PP 가동률 확대

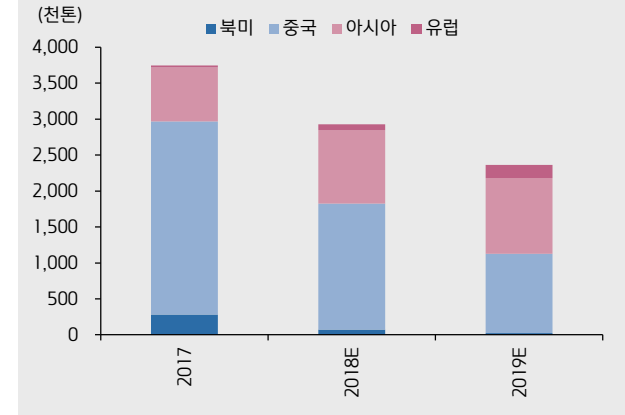
- 향후 원재료인 프로필렌 신증설 제한, 중국 폐플라스틱 규제, 상반기 역내 크래커 정기보수 물량 증가 및 MTO/CTO 경제성 열위로 Virgin PP 시황은 올해도 추가적인 개선이 전망됨.
- 이에 세계 PP 가동률은 올해 90%를 상회할 전망이다.
- 한편 올해 PP 순증 물량은 293만톤으로 작년 순증 물량 대비 약 22% 감소하며, 수요 증가분을 하회할 것으로 보임.

세계 PE/PP/PVC 가동률 전망



자료: 업 계, 키움증권 리서치

세계 PP 신증설 전망



자료: 업 계, 키움증권 리서치

### ◎ 북미 On-Purpose 프로필렌 프로젝트 현황

- 북미는 에탄 크래커 확대에 의한 프로필렌 수율 감소 등을 PDH 확대에 상쇄할 계획이었음. 다만 북미의 프로판 수출 확대에 기존 계획 대비 PDH 신증설 프로젝트가 지연되거나 취소되는 사례가 많아지고 있음.

#### 북미 On-Purpose 프로필렌 프로젝트 현황

업체명	위치	프로세스	상태	생산능력	유도체
Dow	Texas	PDH	2015년 가동	750	PO
Enterprise	Texas	PDH	2017년 가동	750	Offtake
Formosa Plastics	Texas	PDH	2021년으로 연기	545	PP
Ascend Performance Materials	Texas	PDH	홀드	1,000	나일론/Offtake
Williams Energy (Canada) Inc.	Alberta	PDH	FEED	500	PP
LyondellBasell	Texas	PDH	Evaluation		PP
ExxonMobil	Texas	PDH	Evaluation		PP
Pembina/PIC	Alberta	PDH	Evaluation		PP
REXtac	Texas	PDH	취소	300	
Enterprise II		PDH	취소		
Dow II	Texas	PDH	불확실	750	
Sunoco Logistics	PA	PDH	FEED		Offtake
BASF	PX	MTP	FEED 연기	475	AA/2EH
LyondellBasell		Metathesis	FEED		
Alpek	Mexico	PDH/MTP	FEED	400~500	

자료: 업계, 키움증권 리서치



## Part III 올레핀 전망

- ◎ 에틸렌 신증설 계획
- ◎ 중국 CTO/MTO 현황
- ◎ 미국 에탄 수출, 어떻게 볼 것인가?
- ◎ NCC, 마진 확대
- ◎ 폐플라스틱 이슈
- ◎ 유효 설비 능력을 고려하자
- ◎ 올해 정기보수 확대



## 에틸렌 신증설 계획 - 세계(1)

## ◎ 2017년 하반기부터 북미 에탄크래커 가동 시작

- 북미 셰일가스 개발 확대에 의한 북미 에탄크래커의 대규모 신증설 계획 발표로 2014년 이후 북미 외 에틸렌 신증설 제한 및 유가 하락으로 에틸렌은 호황 사이클을 유지하고 있음.
- 다만 2017년 하반기부터 북미 에탄크래커(CPC, Dow Chem, ExxonMobil)의 신규 가동으로 올해 화학 사이클 하락 가능성이 대두되고 있음.

세계 스팀크래커 신증설 계획(1)

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
북미	미국		Chevron PhillipsChemical 1,500천톤, 에탄 Dow Chemical 1,500천톤, 에탄 Indorama Ventures 375천톤, 에탄 Ingleside Ethylene 545천톤, 에탄	Shintech 500천톤, 에탄 ExxonmobilChemical 1,500천톤, 에탄	Sasol 1,500천톤, 에탄	LACC ~Lotte/Axiall 1,000천톤, 에탄	Shell 1,500천톤, 에탄
	멕시코	BraskemIdesa 1,050천톤, 에탄					
아프리카	이집트	EgyptEthdco 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

자료: 업계, 키움증권 리서치

## 에틸렌 신증설 계획 - 세계(2)

## ◎ 2017~2018년 공급 증가에도 에틸렌 가동률 90% 상회 전망

- 하지만 중국 CTO/MTO 플랜트 가동 지연 및 신흥국 수요 증가로 북미 공급 증가에도 불구하고, 세계 유효 에틸렌 가동률은 2017~2018년에도 90%를 상회할 전망. 일반적으로 80~90% 가동률은 타이트한 업황으로 인식됨. 2017~2018년 세계 에틸렌 수요 증가는 각각 591만톤, 675만톤으로 공급 증가에 따른 우려 해소 전망. 한편 에틸렌 주요 유도체인 PE도 2016~2021년 연평균 4.2%의 수요 증가 전망

## 세계 스팀크래커 신증설 계획(2)

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
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



## 참고: 에틸렌 신증설 계획 - 미국(1)

## ◎ 2018~2019년 북미 에틸렌 생산능력 급증

- 신증설로 2018~2019년 미국 에틸렌 생산능력은 기존 생산능력 대비 36% 증가 전망

미국 크래커 신설 계획

업체명	생산능력(천톤)	위치	상업화 시기
OxyChem/Mexichem	544	Texas	2017년 1분기
Dow Chemical	1,500	Texas	2017년 중순
ExxonMobil Chemical	1,500	Texas	2018년 중순
Chevron Phillips Chemical	1,500	Texas	2017년 말
Formosa Plastics	1,250	Texas	2018년 말
Sasol	1,500	Louisiana	2019년 말
Westlake(Axiall)/ Lotte	1,000	Louisiana	2018년 4분기
Shintech	500	Louisiana	2018
Shell	1,500	Pennsylvania	2020년 초

자료: 업계, 키움증권 리서치

미국 크래커 증설 계획

업체명	생산능력(천톤)	위치	비고
Dow Chemical	250	Louisiana	2016년 12월 가동
LyondellBasell	363	Texas	2017년 2분기 상업화
Westlake Chemical	32	Kentucky	2017년 상반기
Indorama(재가동)	370	Louisiana	2017년 말
LyondellBasell	250	Texas	2020년

자료: 업계, 키움증권 리서치

## 참고: 에틸렌 신증설 계획 - 미국(2)

## ◎ 미국, 2차 Wave 투자 검토

- 저유가에도 불구하고, 셰일가스 생산량 확대에 따라 미국 석유화학부문 투자가 기존 1차 Wave에 이어 2차 Wave로 전이 중. 다만 원재료 가격 상승 전망 등으로 1차 Wave에 비해서는 확대 강도는 축소됨.
- 한편 ExxonMobil 등은 신규 크래커 가동 전에 PE 설비 등의 신설을 완료하는 등 북미 PE 설비 신증설 확대. 미국은 2019년까지 총 610만톤, 2022년까지 총 1,070만톤의 PE 생산능력이 증가할 전망

미국 크래커 신설 계획(2차 Wave)

업체명	생산능력(천톤)	위치	상업화 시기
Total/Borealis/NOVA	1,000	Texas	2020년 말
Shell	1,500	Pennsylvania	2020년 초
SABIC/ExxonMobil	1,800	Texas	
PTT Global Chemicals	1,000	Ohio	
Formosa Plastics	1,200	Louisiana	2021년
Odebrecht/Braskem	1,050	West Virginia	

자료: 업계, 키움증권 리서치

북미 PE 신증설 계획

업체명	생산능력 (천톤)	다운스트림	상업화 시기
Dow Chemical	750	PE/LDPE	2017년 중순
Chevron Phillips Chemical	1,000	HDPE/mLLDPE	2017년 중순
ExxonMobil Chemical	1,300	mLLDPE/LLDPE	2017년 말
INEOS/Sasol	470	HDPE	2017년 4분기
Formosa Plastics	1,150	PE/LDPE	2018년 하반기
Sasol	890	LDPE/LLDPE	2018년 하반기~2019년
LyondellBasell	500	HDPE	2019년 중순
Total/Borealis/NOVA	625	PE	2020년 말
Shell	1,600	HDPE/LLDPE	2020년 초
PTT Global Chemicals	700	HDPE	2021년
Nova Chemicals	450	LLDPE	2022년
SABIC/ExxonMobil	NA	PE	NA

자료: 업계, 키움증권 리서치

## 중국 CTO/MTO 현황

## ◎ CTO 원가 부담 증가

- 유가 하락에 따른 나프타 가격의 동반 하락 등으로 NCC의 원가는 급격히 감소한 가운데, CTO 원가는 석탄 가격 상승 등으로 NCC 대비 열위를 보이고 있음.
- 2014년 6월 대비 현재 중국 올레핀 원가(톤)의 경우 CTO(광산 통합)는 7.5% 증가하였지만, NCC(동부)는 오히려 57.0% 감소하였음.

## 중국 NCC/CTO 원가 비교

Inner Mongolia Self-owned mine			Eastern China naphtha cracker		
	Jun-14	Nov-17		Jun-14	Nov-17
Feedstock Cost			Naphtha Feedstock Cost		
Coal Price ( ex-plant)	\$91	\$97	Naphtha price (ex-plant)	\$992	\$471
Coal Consumption per/ton MeOH	1.4	1.4	Naphtha consumption per ton olefins	2	2
Methanol Consumption per/ton olefins	3	3			
Total Feedstock Cost per ton olefins	\$268	\$285	Feedstock cost per ton olefins	\$1,983	\$941
Co-Products			Co-Products		
Total co-product credits	\$167	\$143	Total co-product credits	\$879	\$605
Electricity			Electricity		
Total electricity cost per ton olefins	\$104	\$104	Total electricity cost per ton olefins	\$22	\$22
Depreciation and Labor			Depreciation and Labor		
Total depreciation and Labor	\$91	\$91	Total depreciation and Labor	\$54	\$54
Water cost			Water cost		
Total water cost	\$32	\$32	Total water cost	\$5	\$5
Effluent treatment cost			Effluent treatment cost		
per ton olefins	\$17	\$17	per ton olefins	\$2	\$2
Others			Others		
others	\$129	\$126	others	\$159	\$159
Transportation cost for olefins product			Transportation cost for olefins product		
Transportation cost per ton olefins	\$86	\$86	Transportation cost per ton olefins	\$0	\$0
Total production cost per ton olefins	\$557	\$599	Total production cost per ton olefins	\$1,348	\$580

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 중국 CTO/MTO 현황

## ◎ CTO/MTO 프로젝트, 지연/폐쇄 확대

- 다수의 CTO/MTO 프로젝트가 경제성 악화로 폐기되고 있거나, 완공이 대부분 지연될 전망
- 한편 MTO 프로젝트는 호지부지되고 있으나, CTO 프로젝트는 투자가 상대적으로 지속되고 있음.

## 중국 PE 설비 신증설 계획

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

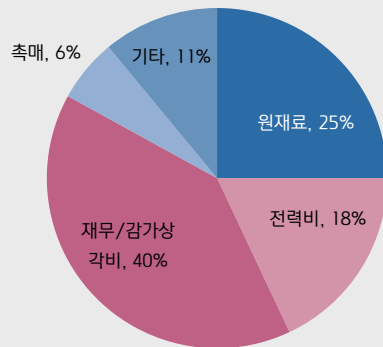
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 중국 CTO/MTO 현황

## ◎ CTO/MTO 비교

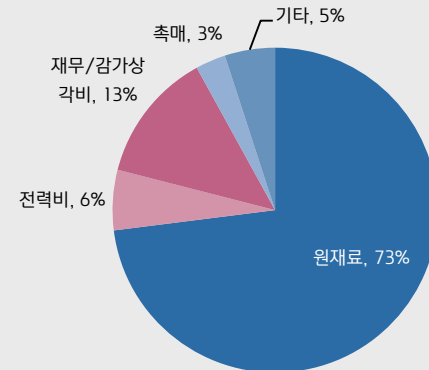
- CTO: 투자 대비 수익성이 높음. 원가에서 원재료 비용이 차지하는 비중은 25% 수준임. 다만 높은 Capex 등으로 금융/감가상각비는 원가에서 40%를 차지하고 있음. 또한 CO<sub>2</sub> 배출 및 물 소비가 큰 단점을 보유
- MTO: 금융/감가상각비는 원가에서 13%에 불과함. 또한 CO<sub>2</sub> 배출도 CTO 대비 작음. 다만 원가에서 원재료 비용이 73%를 차지하여, 외부 구매 메탄올 가격에 따라 이익의 변동성이 큼. 이에 최근 일부 중국 MTO 업체(예: Yuhuang Chemical Inc.)는 미국에 메탄올 플랜트 건설을 계획하고 있음.

CTO 원가 비중



자료: 업계, 키움증권 리서치

MTO 원가 비중



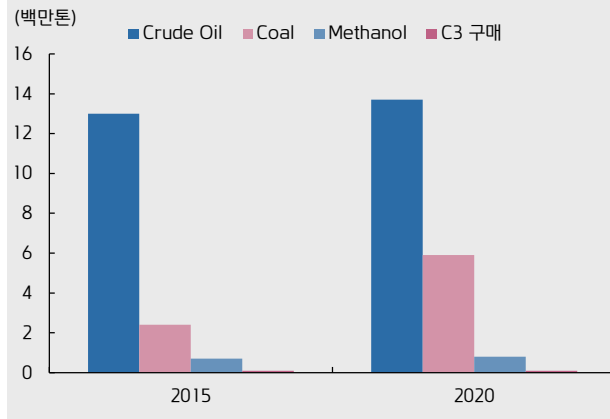
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 중국 CTO/MTO 현황

## ◎ 중국 PE/PP 원재료 다변화 비중 전망(2016 VS 2020년)

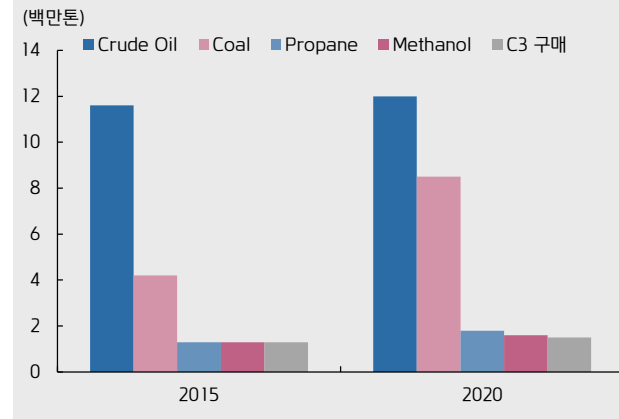
- PE: 생산능력은 2016년 16.2백만톤 → 2020년 20.6백만톤, 그 중 CTO/MTO 비중은 2016년 19.1% → 2020년 32.5%
- PP: 생산능력은 2016년 19.7백만톤 → 2020년 25.4백만톤, 그 중 CTO/MTO 비중은 2016년 27.9% → 2020년 39.8%

중국 공법별 PE 생산 비중 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 공법별 PP 생산 비중 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

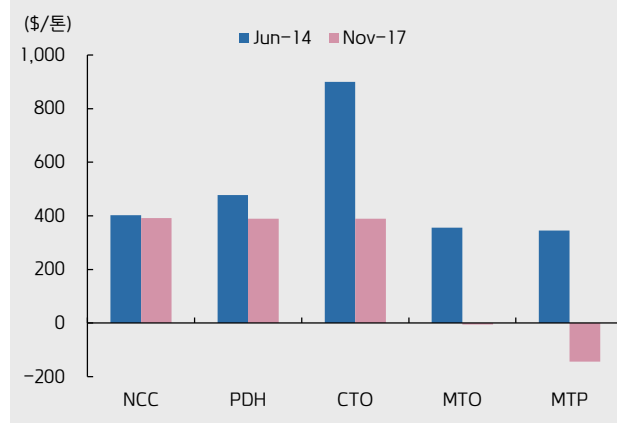


## 중국 CTO/MTO 현황

## ◎ C3 제조마진 비교

- 낮은 프로판 가격으로 On-Purpose 방식 중 PDH는 나프타크래커를 통합한 프로필렌 설비와 유사한 고마진을 기록하고 있음. 하지만 MTO는 원재료 가격 상승으로 역마진 기록하고 있으며, 특히 MTP 마진은 최근 경제성 악화가 뚜렷함.
- 한편 MTO/MTP는 올레핀 1톤 생산 시 약 10~12톤의 CO<sub>2</sub>를 발생하고, 물/유틸리티 사용도 절대적으로 큼.

동북아시아 C3 마진 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 석탄화학 원재료/유틸리티 소비 현황

구분	석탄 (톤/톤)	물 (톤/톤)	전기 (KWh/톤)	탄소배출 (톤/톤)
MTO	7~8	50~60	1,500~2,000	10~12
MTP	8~9	36~45	2,000~2,500	10~12
CTL	4~5	15~17	300~400	7~10
CTG	3.5/천M3	6~10/천M3	200~300/천M3	> 10/천M3
CTM	2~3	12~15	300~400	3~4

자료: 업계, 키움증권 리서치

## 미국 에탄 수출, 어떻게 볼 것인가?

## ◎ 프로판에 이어 에탄 수출 확대

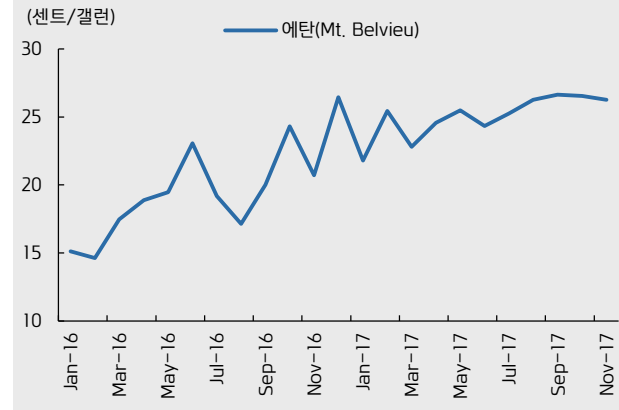
- 미국 프로판 수출 확대로 아시아/유럽 석유화학 PDH/NCC 설비의 경쟁력이 강화 추세임. 이에 따른 프로판 공급 과잉 완화로 프로판 가격이 상승하여, 대부분의 미국 PDH 설비는 신증설 계획 연기 및 취소 증가
- 한편 공급 과잉이 지속되었던 미국 에탄도 최근 유럽 등에 수출 증가로 최근 가격이 상승하고 있음.

북미 PDH 신증설 계획

업체명	생산능력(천톤)	위치	상업화 시기
Enterprise Products	750	Texas	2017년 3분기
Formosa Plastics	725	Texas	2020~2021
Inter Pipeline		Canada	2021
Ascend Performance Materials	1,000	Texas	
BASF(MTP)	475	Texas	
Sunoco		Pennsylvania	취소
Dow Chemical		US	취소
Enterprise Products		Texas	취소
REXtac	300	Texas	취소

자료: 업계, 키움증권 리서치

미국 에탄 가격 추이



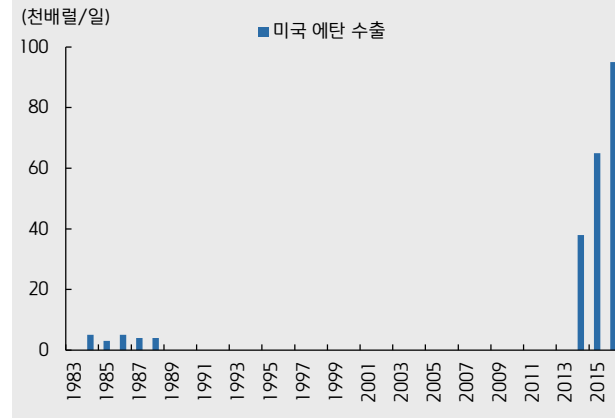
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 미국 에탄 수출, 어떻게 볼 것인가?

## ◎ 에탄 밸런스 타이트 전망

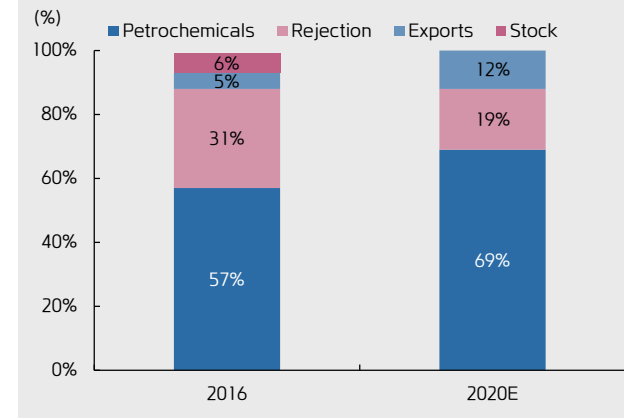
- 2016년 미국의 에탄 수출은 95천배럴/일로 수출을 시작한 2014년 이후 연평균 58% 증가함.
- 셰일가스 개발 확대로 미국의 에탄이 부족하지는 않겠지만, 수출 증가 및 내수 에탄 크래커의 수요 증가로 미국의 에탄 밸런스는 타이트해질 전망. 특히 미국 에탄 수요 중 Ethane Rejection 비중은 2016년 31%에서 2020년 19%까지 감소할 전망

미국 에탄 수출 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

미국 에탄 수요 점유율 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

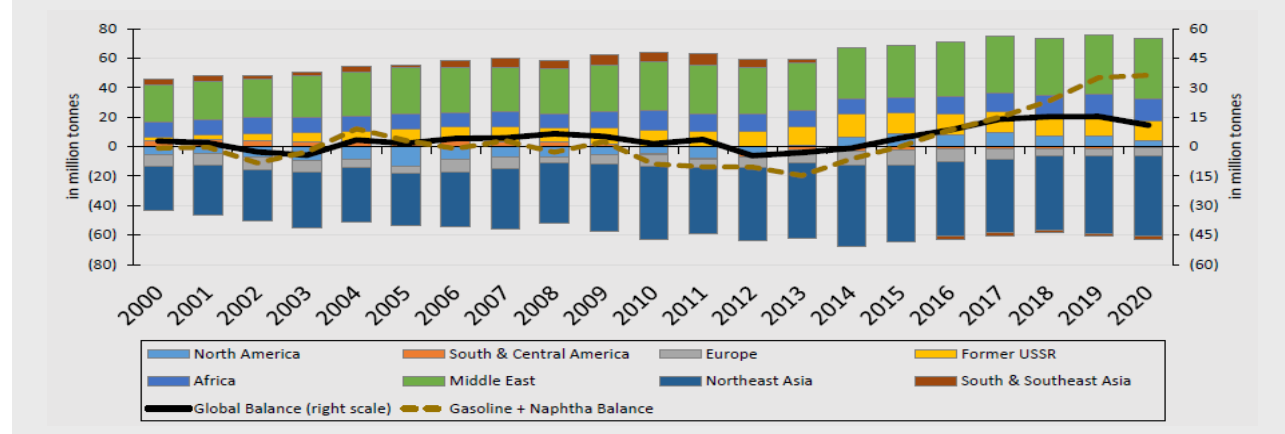


## NCC, 마진 확대

## ◎ 세계 나프타 수급, 공급 과잉으로 전환

- 세계 나프타(가솔린 포함) 수급은 2015년 이후 공급 과잉으로 전환. 북미/이란 콘덴세이트 생산 확대 등에 기인함.
- 향후 신규 IMO 규정 등에 따라 WTI 등 나프타 비중이 큰 경질유의 생산이 확대되어, 세계 나프타 공급 과잉 현상을 추가적으로 확대시킬 전망

세계 나프타 수급 전망



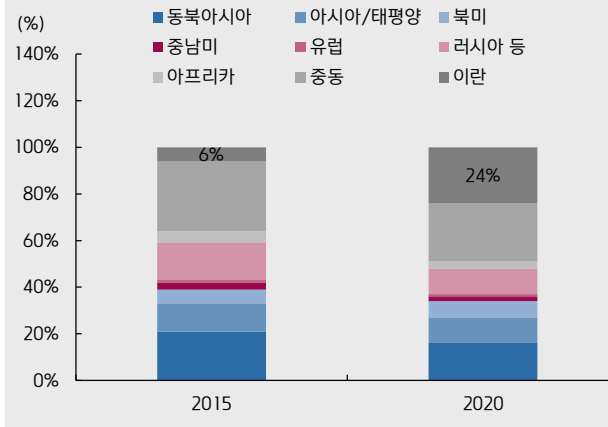
자료: 업계, 키움증권 리서치

## NCC, 마진 확대

## ◎ 북미/이란 콘덴세이트 생산/수출 확대

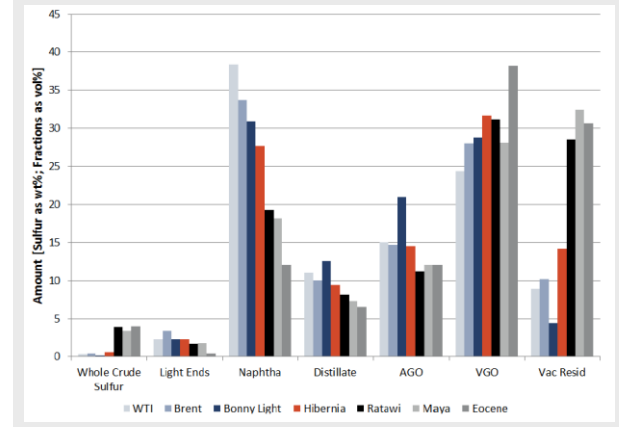
- 이란은 규제 완료 이후 콘덴세이트 생산/수출을 확대하고 있음. 참고로 이란의 세계 나프타 생산 점유율은 2015년 6%에서 2020년 24%까지 증가할 전망. 한편 전세계 콘덴세이트 스플리터 생산능력도 2020년에는 2015년 대비 약 50% 이상 증가할 전망
- 참고로 북미산 원유(WTI)는 나프타 비중이 38% 수준으로 타 원유 대비 나프타 수율이 높음.

세계 나프타 생산 비중 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

유종별 생산 수율



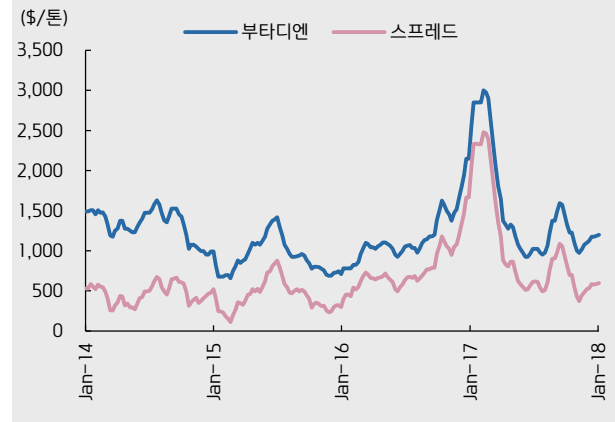
자료: 업계, 키움증권 리서치

## NCC, 마진 확대

## ◎ 부타디엔 가격, 변동성 확대에도 불구하고 높은 가격 수준 유지 전망

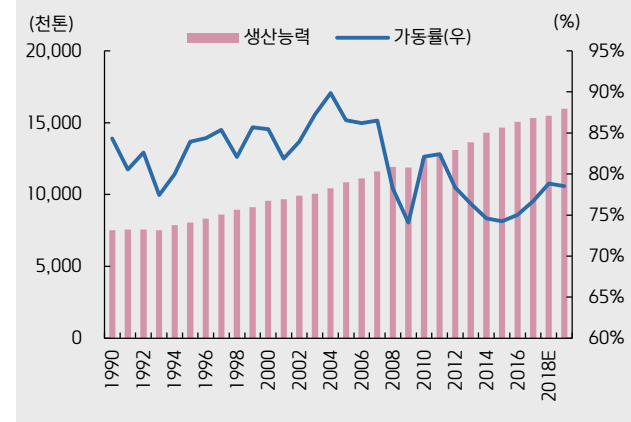
- 작년 1분기 이후 고공 행진을 이어가던 부타디엔 스프레드는 최근 변동성이 커지고 있음. 부타디엔은 기체 상태의 특성 상 저장이 용이하지 않음. 이에 재고 감축 시기에는 트레이더 투매 현상 발생하여 가격이 급격히 하락하는 특성이 있음.
- 다만 부타디엔은 향후 2020년까지 증설 제한으로 수급 타이트 현상은 지속될 전망. 한편 On-Purpose 부타디엔은 PDH를 상회하는 Capex 투자 필요 및 기술적 한계(수율) 등으로 현재 및 중장기 적으로도 세계 부타디엔 수급에 영향을 못 미칠 전망. 참고로 낮은 가스 가격이 투입되는 북미 On-Purpose 부타디엔 설비도 운송 비용을 고려 시 톤당 원가가 \$2,500을 상회하고 있음.

국내 부타디엔 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 부타디엔 수급 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치



## 폐플라스틱 이슈

## ◎ 중국의 폐플라스틱 수입 금지 조치로 Virgin 플라스틱 수요 증가 추세

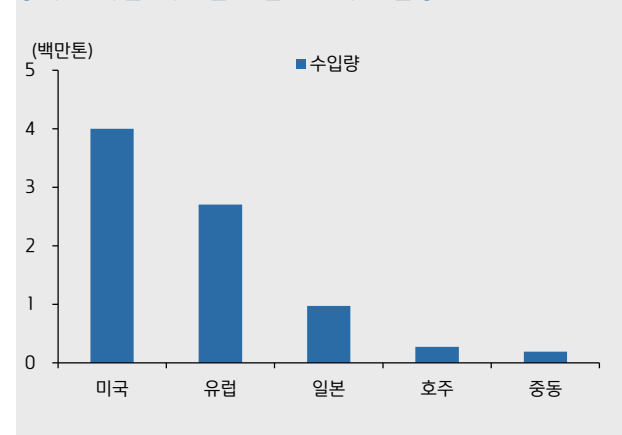
- 중국은 작년 7월 중순에 환경 보호 활동을 촉진하기 위하여 작년 말까지 24가지 종류의 쓰레기 수입을 금지할 것이라고 WTO에 밝힘. 해당 제품은 PE/PS/PVC/PET 등 플라스틱 쓰레기와 스크랩임.
- 중국은 2012년부터 환경 문제로 인하여 재활용 산업의 구조를 제한하고 조정하기 시작하였음. 폴리머 폐기물 및 스크랩 수입 금지 조치로 중국의 Virgin 플라스틱 수요가 추가적으로 증가하고 있음.

중국 주요 폴리머 수입 현황

구분	(단위: 천톤)		
	2016	2017	YoY
LDPE	2,993	3,409	13.9%
LLDPE	2,614	3,026	15.8%
HDPE	5,277	6,394	21.2%
PP	4,570	4,745	3.8%
PS	653	710	8.7%
EPS	30	33	10.0%
ABS	1,686	1,789	6.1%
PVC	867	1,003	15.7%
합계	18,690	21,109	12.9%

자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 지역별/국가별 폐플라스틱 수입량(2016년)



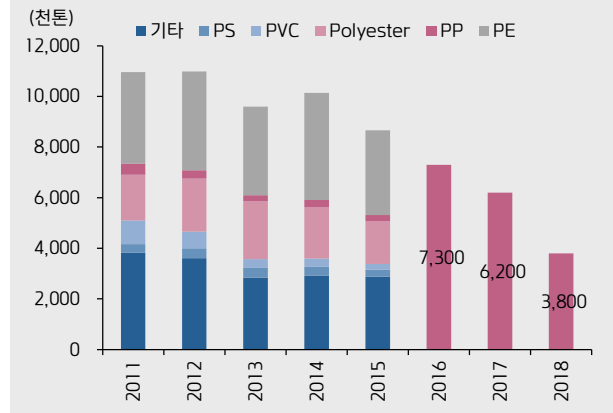
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 폐플라스틱 이슈

### ◎ 올해 중국의 폐플라스틱 수입, YoY -63% 전망

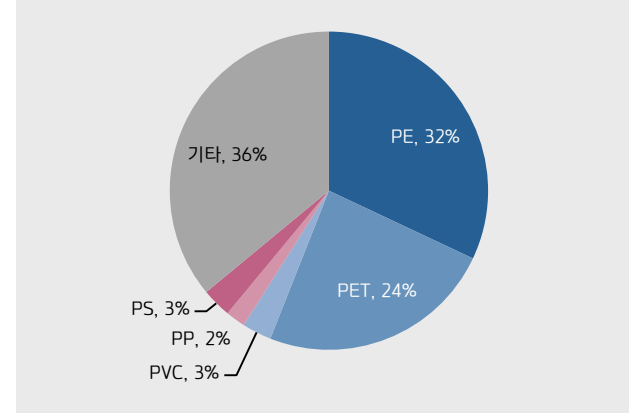
- 참고로 2016년 중국의 폐플라스틱 수입량은 약 730만톤이며, 그 중 리사이클 PE/PP는 320만톤 수준이었음.
- 작년 110만톤의 폐플라스틱 수입이 감소되었으며, 올해는 240만톤의 폐플라스틱이 추가적으로 감소할 전망. 특히 폴리올레핀 스크랩 축소가 올해 전체 리사이클 플라스틱 수요 감소를 이끌 전망. 올해 중국의 폐플라스틱 수입량은 380만톤으로 작년 대비 63% 감소 전망
- 수입하지 않는 국내(중국)에서 회수되는 재활용 가능 PE를 고려할 경우, Virgin 플라스틱 수요는 더욱 증가할 전망

중국/홍콩 플라스틱 스크랩 수입 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 플라스틱 스크랩 제품별 비중(2016년)



자료: 업계, 키움증권 리서치



## 페플라스틱 이슈

### ◎ 중국 페플라스틱 수입 쿼터 제한

- 작년 중국 정부의 수입 금지 이후 올해 신규 페플라스틱 수입 업체 허가는 나오지 않고 있는 상황. 또한 올해 수입 허가가 나온 업체는 19개임. 이 업체들의 페플라스틱 수입 쿼터는 전체 2만톤 수준에 불과함 . 지난 3년 간 중국의 재활용 PET 수입량은 월평균 20~30만톤 수준이었음.
- 참고로 리사이클 플라스틱은 유가가 배럴 당 \$80 수준일 때 경제성이 나오는 상황

중국 플라스틱 재활용(1)



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 플라스틱 재활용(2)



자료: 업계, 키움증권 리서치

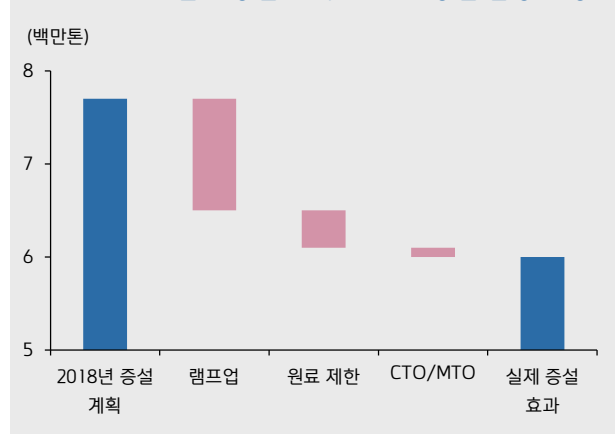


## 유효 설비 능력을 고려하자

## ◎ 실제 유효 설비 능력 확장을 고려하자

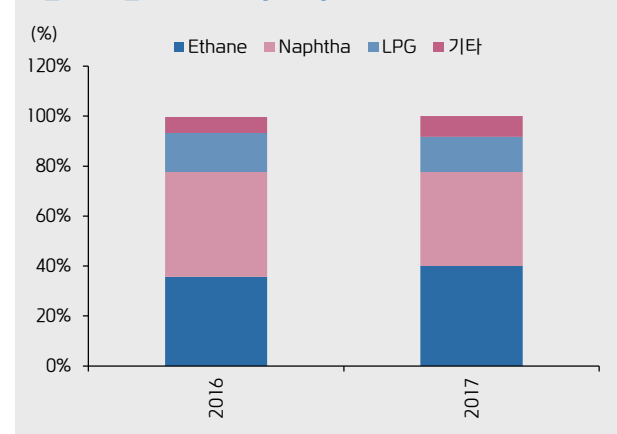
- 일부 컨설팅 업체에 따르면 올해 신증설되는 에틸렌 생산능력(계획)은 770만톤에 육박하지만, 램프업 기간 필요, 원료 제한, CTO/MTO 프로젝트 지연을 고려하면 실제 유효 생산능력의 확대는 600만톤 수준에 불과할 전망

2018년 세계 에틸렌 증설 계획 및 유효 증설 물량 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

에틸렌 투입 원재료 비중 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 올해 정기보수 확대

## ◎ 올해 역대 정기보수 물량, 작년 대비 큰 폭으로 증가

- 올해 역대 정기보수는 약 1,400만톤 수준으로 작년 920만톤 대비 큰 폭으로 증가할 전망. 특히 일본은 12개의 크래커 중 6개가 올해 정기보수에 들어가며, 역대 올레핀 시황 호조에 긍정적인 역할을 할 전망
- 한편 올해 2분기 역외 지역 크래커의 정기보수 확대 등도 고려할 필요가 있음.

## 아시아 주요 올레핀 업체 정기보수 스케줄

업체명	국가	제품	생산능력(천톤)	비고
Bohai	중국	프로필렌	600	1월 중순부터 30일 간 정기보수
Chiba Butadiene	일본	부타디엔	85	5월부터 30일 간 정기보수
CPC	대만	에틸렌/프로필렌	380/193	11월 중순부터 1월 말까지 정기보수
ExxonMobil	싱가폴	에틸렌/프로필렌	900/470	9월부터 45일 간 정기보수
Formosa Plastics	대만	프로필렌	250	3~4월 정기보수
Formosa Plastics	대만	에틸렌/프로필렌	700/350/109	6~7월 정기보수
JG Summit	필리핀	에틸렌/프로필렌	320/180	2019년 정기보수
JSR	일본	부타디엔	148	2~3월 정기보수
JSR	일본	부타디엔	120	5~7월 정기보수
JXTG	일본	에틸렌/프로필렌	515/300	8월 중순부터 40일 간 정기보수
JXTG	일본	부타디엔	105	8~9월 정기보수
Keiyo Ethylene	일본	에틸렌/프로필렌	700/400	5월 13일부터 7월 3일까지 정기보수
Mitsubishi Chemical	일본	에틸렌/프로필렌	526/260	5월 9일부터 7/3일까지 정기보수
Mitsubishi Chemical	일본	프로필렌	150	5~7월 정기보수
Mitsui Chemicals	일본	에틸렌/프로필렌	500/280	6월 중순부터 7월 말까지 정기보수
Mitsui Chemicals	일본	프로필렌	140	6월 말부터 7월 말까지 정기보수
PCS	싱가폴	에틸렌/프로필렌	465/270	6월 12일부터 40~45일 정기보수
Showa Denko	일본	에틸렌/프로필렌	695/425	3~4월 정기보수
Tosoh	일본	에틸렌/프로필렌	527/270	3월 초부터 4월 중순까지 정기보수
Zeon	일본	부타디엔	180	9~10월 45~60일 간 정기보수

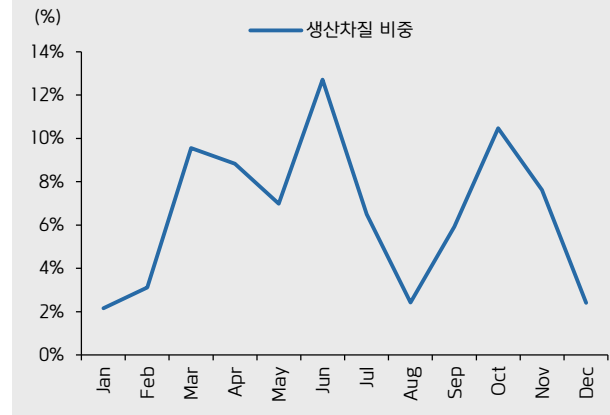
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 올해 정기보수 확대

## ◎ 상반기/하반기, 고른 정기보수 진행

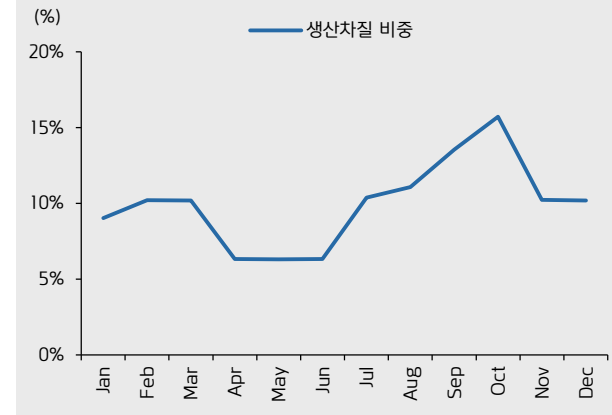
- 올해 동북아 스팀 크래커는 3~6월, 10~11월 정기보수 등이 진행될 전망이며, 동남아 스팀 크래커는 9~10월 정기보수 등이 클 것으로 보임. 이에 올해 역내 정기보수는 전반적으로 상반기/하반기에 고른 분포를 보여 정기보수 종료 이후 업황 급락에 대한 이슈는 제한적일 것으로 판단됨.

2018년 동북아 에틸렌 생산차질 비중 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

2018년 동남아 에틸렌 생산차질 비중 전망

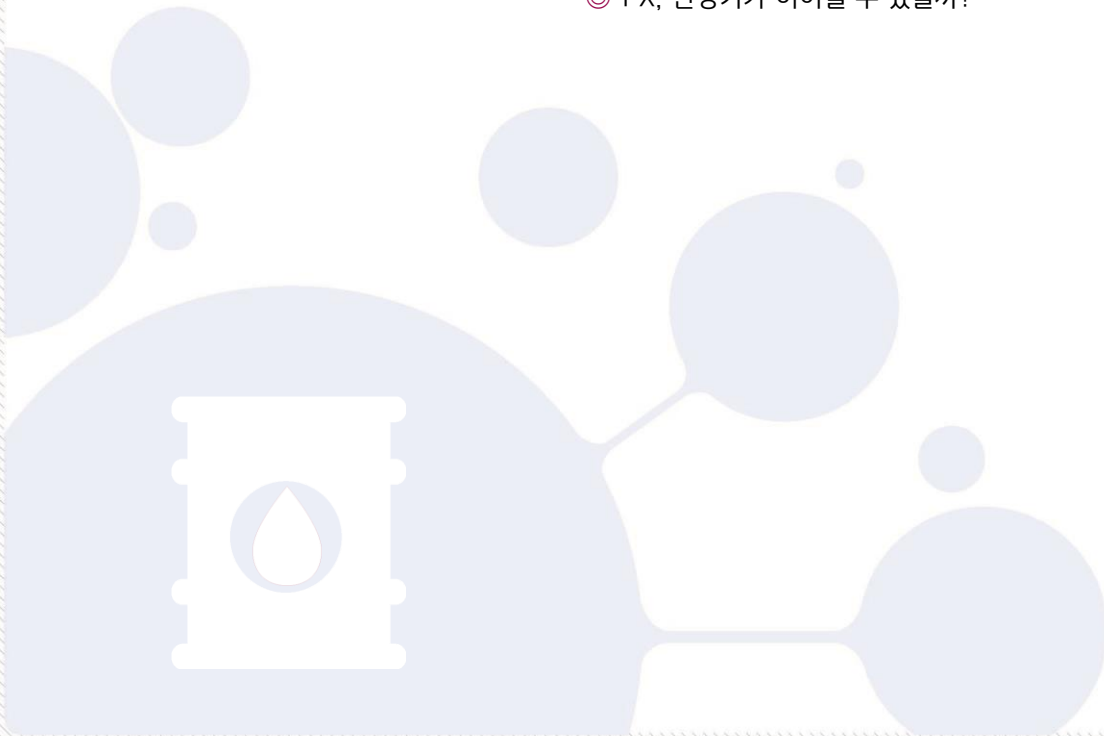


자료: 업계, 키움증권 리서치



## Part IV 방향족 전망

- ◎ 벤젠, 공급 과잉 전환인가?
- ◎ PX, 전성기가 이어질 수 있을까?

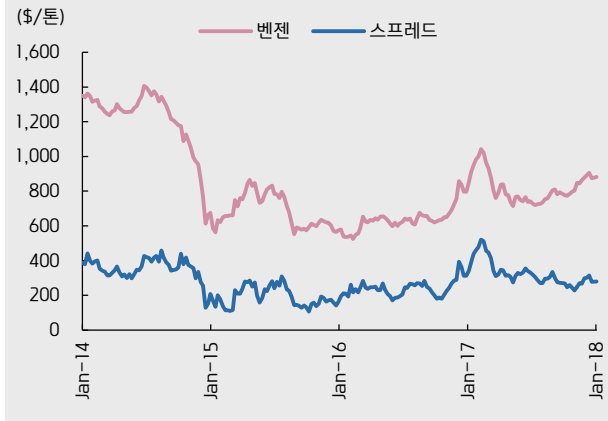


## 벤젠, 공급 과잉 전환인가?

## ◎ 벤젠 스프레드, 견조세 유지

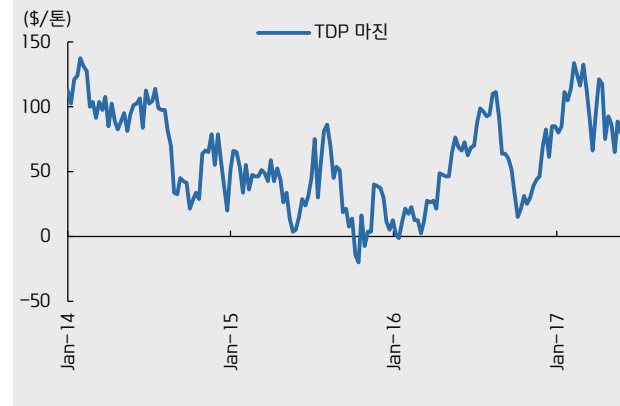
- 벤젠 스프레드는 최근 소폭 감소하고 있지만, 여전히 높은 수준을 기록하고 있음.
- 한편 톨루엔을 투입해 벤젠을 생산하는 TDP의 마진도 재작년 4분기 이후 개선 추세를 보이고 있는 등 벤젠 업황은 견조세를 이어가고 있음.

국내 벤젠 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 TDP 마진 추이



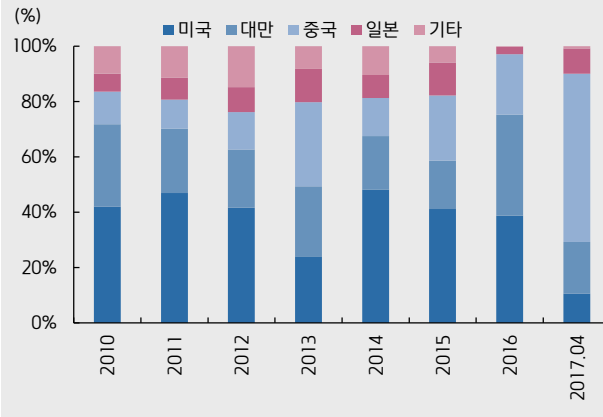
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 벤젠, 공급 과잉 전환인가?

## ◎ 국내, 세계 최대 규모의 벤젠 순수출국

- 국내 벤젠의 주요 수출국은 미국/대만/중국 등임. 현재 국내는 세계 최대 규모의 벤젠 순수출국 지위를 유지하고 있음.
- 한편 중국은 벤젠 공급 능력 확대에도 불구하고, 콜 베이스의 낮은 가동률 지속 및 수요 증가로 여전히 대규모 수입국 지위를 유지하고 있음.

국내 벤젠 수출국 비중 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 벤젠 공급 추이

구분	2015	2016	2017E
석유계 벤젠 생산능력	11,386	12,354	12,884
가동률	67%	69%	70%
생산량	7,629	8,524	9,019
석탄계 벤젠 생산능력	6,080	6,530	6,530
가동률	49%	55%	55%
생산량	2,979	3,592	3,592

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 벤젠, 공급 과잉 전환인가?

## ◎ 벤젠, 견조한 스프레드 유지 전망

- 2017년 중국의 신규 벤젠 공급 증가는 108만톤이며, 역내 업체를 포함한 벤젠 공급 증가는 289만톤으로 타이트한 역내 수급 상황은 다소 완화되었음. 다만 2017년 유도체 공급 증가(벤젠 수요 90만톤 규모)로 견조한 수급 상황이 이어졌음.
- 또한 중장기적으로도 2018~2021년 중국 벤젠 생산능력은 364만톤 증가하지만, 유도체 벤젠 수요량은 455만톤을 상회하며 공급 타이트 현상 지속 전망

2017년 중국 벤젠 증설 계획

업체명	위치	생산능력(천톤)	상업화 시기
Petrochina Yunnan	Yunnan	130	2017
CNOOC Huizhou	Huizhou	250	2017
Jinjiang PC	Jiujiang	70	2017
Lihuayi	Shandong	50	2017
Shandong Jingbo	Shandong	70	2017
Shandong Jincheng	Shandong	30	2017
Shandong Huaxin	Shandong	50	2017
Shandong Guangrao	Shandong	50	2017
합계		700	

자료: 업계, 키움증권 리서치

중장기 벤젠 증설 계획

업체명	위치	생산능력(천톤)	상업화 시기
Sinochem Quanzhou	Quanzhou	220	2018
Fujian Gulei	Fujian	220	2018
Zhejiang Petrochemical	Zhejiang	800	2019
Ningbo Zhongjin 2	Ningbo	500	2019
Hebei Qianhai	Hebei	500	2019
Zhoushan Rongshen 1	Zhoushan	700	2020
Zhoushan Rongshen 2	Zhoushan	700	2021
2018~2021 Total		3,640	

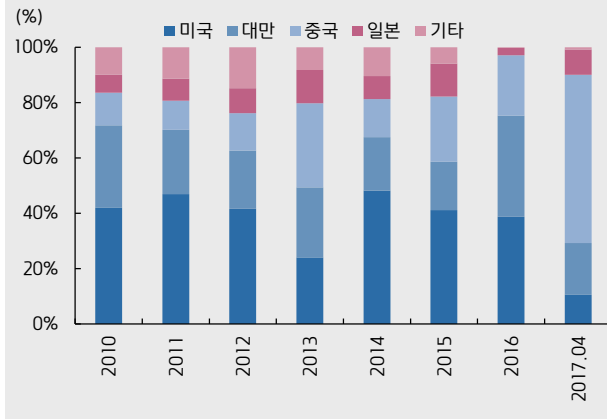
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 벤젠, 공급 과잉 전환인가?

## ◎ 벤젠, 올해 세계 가동률 소폭 축소 전망

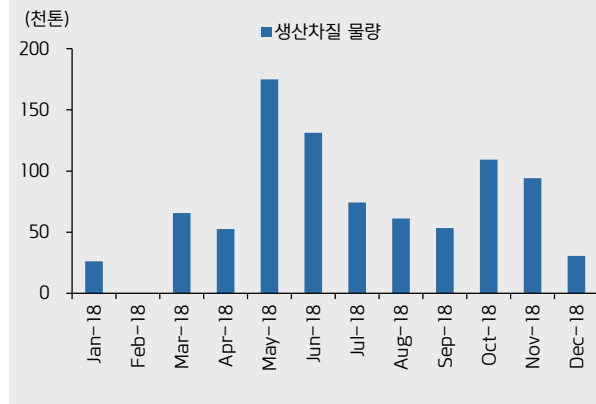
- 올해 세계 벤젠 생산능력은 170만톤이 증가하는 가운데, 수요 증가는 110만톤으로 작년 대비 가동률 축소 전망. 다만 베트남/사우디의 벤젠 설비의 신규 가동 지연으로 그 영향은 크지 않을 것으로 예상
- 또한 올해 2분기 역내 NCC 및 정제설비 정기보수 확대로 2분기 마진 확대 전망
- 중국의 벤젠 수입량은 작년 250만톤에서 올해 270만톤으로 증가 전망
- 미국의 벤젠 수입량은 작년 130만톤에서 올해 180만톤으로 증가 전망

세계 벤젠 수급 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

2018년 아시아 벤젠 생산차질 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 벤젠, 공급 과잉 전환인가?

## ◎ 단기, 유도체 중 카프로락탐 생산능력 확대

- 2017년에 카프로락탐(110만톤), MDI(40만톤), 페놀(48만톤), SM(48만톤), 아디픽산(18만톤) 생산능력 확대. 벤젠 수요량은 약 90만톤으로 추정됨.

## 2017년 벤젠 유도체 증설 계획

업체명	위치	제품	생산능력(천톤)	벤젠 사용량(셋다운 고려)	상업화 시기
CNOOC Huizhou	Huizhou, China	페놀	180	63	2017년 하반기
Jiujiang Petrochemical	Jiangxi, China	SM	80	53	2017년 하반기
Ningbo Keyuan	Ningbo, China	SM	150	69	2017년 2분기
Abel	Taizhou, China	SM	250		2017년 2분기
Taiyuan Yangmei	Shanxi, China	카프로락탐	200	94	2017년 3분기
Lubao Group	Shaanxi, China	카프로락탐	200	94	2017년 3분기
Luxi Chemical	Shandong, China	카프로락탐	200	140	2017년 1분기
Fujian Shengyuan	Fujian, China	카프로락탐	400	페놀 베이스	2017년
Hengyi Petrochemical	Hangzhou, China	카프로락탐	100	71	2017년 말
Huafon	Chongqing, China	아디픽산	180	14	2017년 4분기
중국 계			1,940	597	
PTT GC	Mat Ta Phut, Thailand	페놀	50	26	2017년 2분기
Sadara	Al Jubail, Saudi Arabia	MDI	400	264	2017년 2분기
Petrorabigh 2	Rabigh, KSA	페놀	250		2017년 하반기
아시아/중동 계			700	290	
합계				888	

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 벤젠, 공급 과잉 전환인가?

## ◎ 중장기, 유도체 중 SM 생산능력 확대

- 2018~2020년에 SM(557만톤) MDI(24만톤), 큐멘(37만톤) 생산능력 확대 전망. 벤젠 수요량은 455만톤으로 추정됨.

중장기 벤젠 유도체 증설 계획

업체명	위치	제품	생산능력(천톤)	벤젠 사용량	상업화 시기
Qingdao Hailian	Qingdao, China	SM	500	321	2018
Huntsman Polyurethane	Shanghai, China	MDI	240	226	2018
Dalian Kunpeng	Dalian, China	SM	336	264	2018
Fujian Gulei	Fujian, China	SM	470	371	2018
CSPC	Huizhou, China	SM	512	404	2018
Tianjin Bohai	Tianjin, China	SM	360	284	2019
Zhejiang Petrochemical	Zhejiang, China	SM	480	379	2019
Zhoushan Petrochem	Zhoushan, China	SM	1,800	1,422	2019
Hanwha Total	Korea	SM	480	379	2019
Yantai Wanhua	Yantai, China	SM	630	498	2019
Ineos Phenol	Nanjing, China	큐멘	370	259	2020
합계			6,178	4,549	

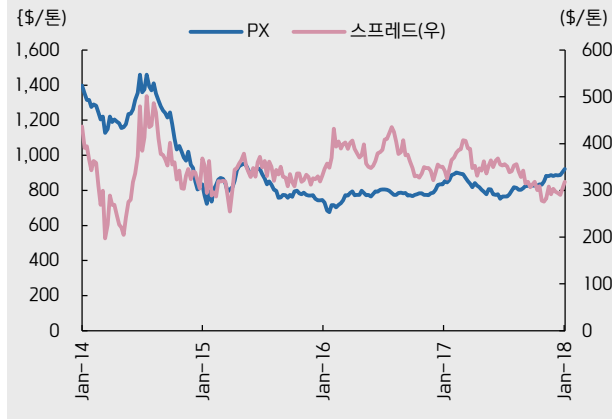
자료: 업계, 키움증권 리서치

## PX, 전성기를 이어갈 수 있을까?

## ◎ PX 스프레드, 견조세 유지 중

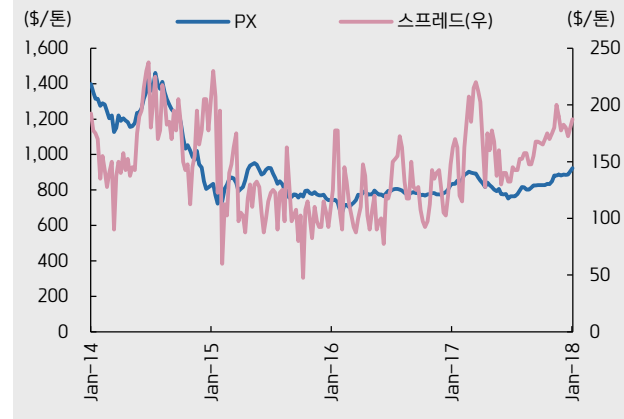
- PX 스프레드(통합)는 역내/외 정제설비/PX 설비 섀다운, 정기보수 및 폐플라스틱 수입 금지 등으로 견조한 마진율을 유지하고 있음. 한편 MX 투입 PX 스프레드는 현대케미칼 콘덴세이트 스플리터/MX 플랜트 가동으로 작년 말부터 BEP(\$150/톤)를 상회하였지만, 여전히 낮은 수준을 유지하고 있음.

국내 PX-나프타 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 PX-MX 스프레드 추이



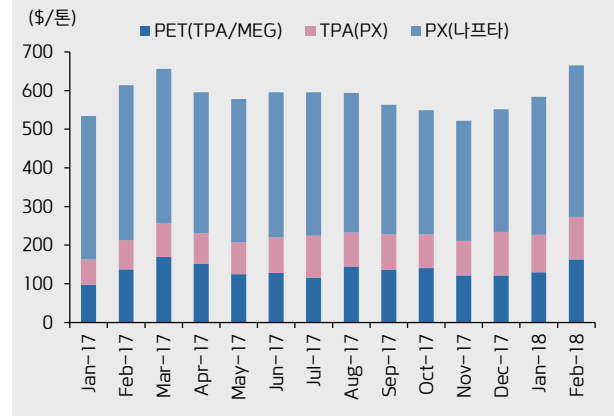
자료: 업계, 키움증권 리서치

## PX, 전성기를 이어갈 수 있을까?

### ◎ PX, 수요 > 공급

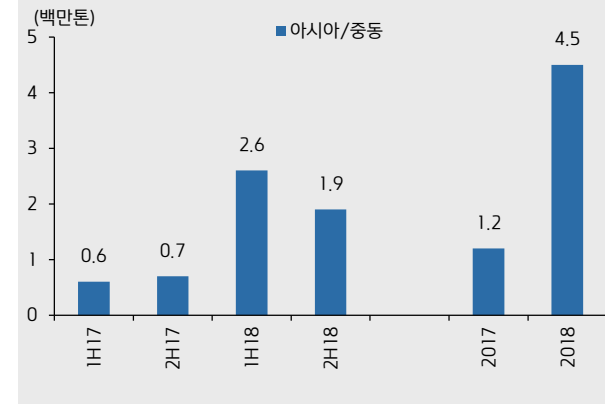
- PX/TPA/PET 통합마진은 중국 폴리에스터 시장 호조로 작년 11월 이후 상승하고 있음. 올해 PX 증설은 사우디/베트남의 2개 플랜트로 제한된 가운데, 중국 폐플라스틱 규제에 따른 PET 업황 개선으로 올해 유휴 TPA 설비 재가동 및 신규 TPA 설비 가동 확대 전망

아시아 PX/TPA/PET 마진 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아/중동 TPA 증설 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

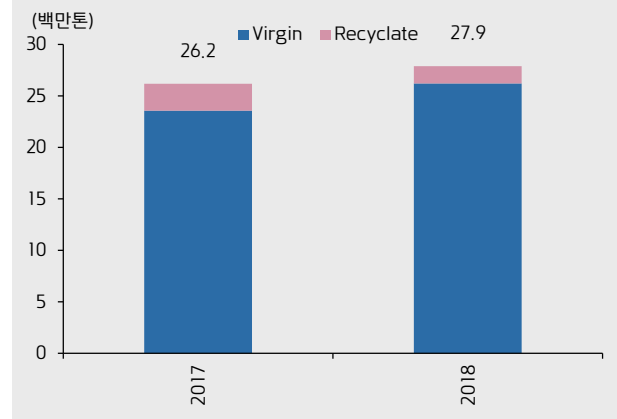


## PX, 전성기를 이어갈 수 있을까?

### ◎ 올해 중국 PX 자급률 추가적인 하락 전망

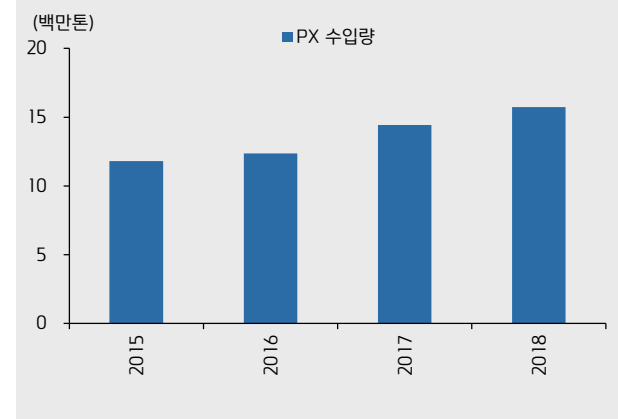
- 중국 PX 소비량은 작년 2.6천만톤에서 올해 2.8천만톤으로 증가 전망. 이에 자급률 부족으로 올해도 PX 수입량이 추가적으로 증가할 전망
- 참고로 중국의 PX 자급률은 재작년 43.6%에서 작년 39.7%로 -3.9%p 하락함.

중국 소스별 PX 소비량 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 PX 수입량 전망



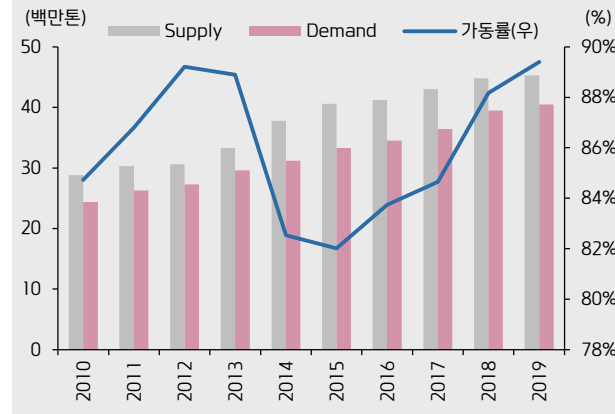
자료: 업계, 키움증권 리서치

## PX, 전성기를 이어갈 수 있을까?

### ◎ 아시아/중동, 견고한 PX 업황 지속

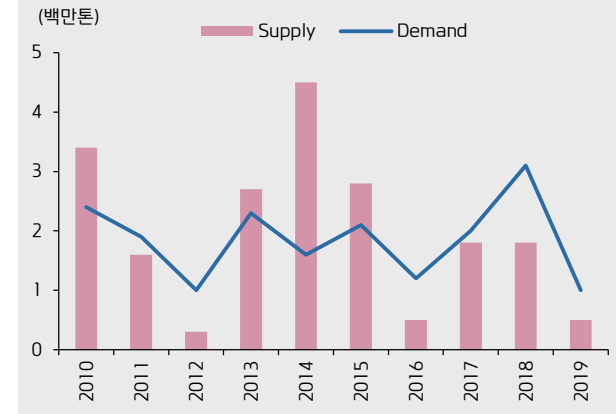
- 아시아/중동 PX 시장은 2016년 이후 수요 증가가 공급 증가를 상회하고 있음.
- 이에 2015년 82%까지 떨어진 아시아/중동 PX 가동률은 2019년 89%까지 상승할 전망

아시아/중동 PX 수요/공급/가동률 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아/중동 PX 수요/공급 순증 전망



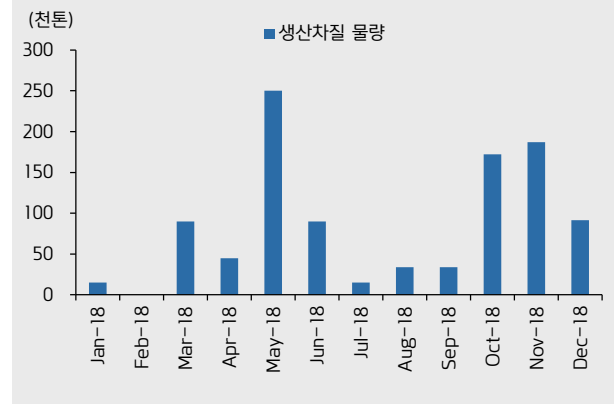
자료: 업계, 키움증권 리서치

## PX, 전성기를 이어갈 수 있을까?

### ◎ 올해 아시아 PX 생산차질 물량

- 아시아 지역은 정기보수로 올해 5월에 생산차질이 가장 크게 발생할 전망이며, 분기별로는 올해 4분기에 정기보수 물량이 집중될 전망

아시아 PX 생산차질 물량 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아 아로마틱 플랜트 가동 현황

업체	국가	생산제품	생산능력	비고
GS칼텍스 No.2	한국	PX	400	2월 말부터 한달 간 정기보수
롯데케미칼	한국	PX/OX	775/190	10월부터 한달 간 정기보수
Taiyo Oil	일본	SM	370	9월부터 한달 간 정기보수
LG화학	한국	B/T/MX	240/95/54	11월부터 45일 간 정기보수
Showa Shell	일본	MX	200	2월부터 45일 간 정기보수
Sinopec Hainan	중국	T	300	11월 한달 간 정기보수
GS칼텍스	한국	B/PX	400/500	10월 부터 20일 간 정기보수
FCFC No.2	대만	B/PX/OX	427/573/160	3분기에 45일 간 정기보수
FCFC No.3	대만	B/PX/OX	640/900/240	2분기에 3주 간 정기보수
CPC No.6	대만	B/T/MX	27/160/193	10월부터 60일 간 정기보수
YNCC No.3	한국	B/T/MX	110/60/30	10월부터 30일 간 정기보수
MSC	일본	PX/MX/OX	350/220/40	1월 초부터 3월 초까지 정기보수

자료: 업계, 키움증권 리서치



## PX, 전성기를 이어갈 수 있을까?

## ◎ 중국 PX 신증설 프로젝트 확대

- 중국의 2016년 PX 수입은 1,236만톤으로 전년 대비 6.11% 증가하는 등 수입 증가세가 지속되고 있음
- 수입 의존도 심화 및 개선된 밸런스를 바탕으로 중국의 국영 기업 및 유도체 업체의 PX 신증설 계획이 증가하고 있는 상황. 2019~2021년 계획된 PX 생산능력 확대는 2,320만톤에 육박함.

## 중국 PX 신증설 계획

업체	위치	시기	투자자	생산능력(천톤)
Zhongjin No.2	Ningbo	2019	Rongsheng	1,000
Zhejiang Zhoushan No.1	Zhoushan	2019	Rongsheng/Juhua/Tongkun/Others	4,000
Sinochem Hongrun	Shandong	2019	Sinochem/Hongrun Chem	800
Hengli	Dalian	2020	Hengli	3,000
Sinopec	Hainan	2020	Sinopec	800
Shenhong	Lianyungang	2020	Shenhong	2,800
Sinochem Quanzhou No.2	Quanzhou	2020	Sinochem	800
Ningxia Baota	Ningxia	2020	Baota Chemical	800
CNOOC No.2	Huizhou	2020	CNOOC	1,000
Zhejiang Zhoushan No.2	Zhoushan	2021	Rongsheng/Juhua/Tongkun/Others	4,000
CNOOC Ningbo Daxie	Daxie	2021	CNOOC/Hong Kong Lewin Group	1,600
Sinopec Zhenhai	Ningbo	2021	Sinopec	1,000
Chengxing	Tianjin	2021	Chengxing	1,600
합계				23,200

자료: 업계, 키움증권 리서치

## PX, 전성기를 이어갈 수 있을까?

### ◎ 중국의 높은 수입 의존도는 단기적으로 해소 불가능 전망

- 신증설 확대 계획에도 불구하고, 정제설비 통합 필요에 따른 높은 Capex 필요 및 환경 규제 등으로 계획처럼 진행될지는 아직 미지수. 보수적으로 2019년까지는 중국의 높은 수입 의존도로 인하여 PX 스프레드는 호조세 지속 전망
- 단기적으로는 정기보수 완료 후 축소된 PX 스프레드가 올해 하반기 중국의 TPA 신규 가동(810만톤)으로 재차 반등 전망. 한편 2019~2020년에도 Hengli 등이 840만톤의 TPA 설비(PX 수요량 560만톤)를 건설할 계획임.

중국 TPA 신증설 계획

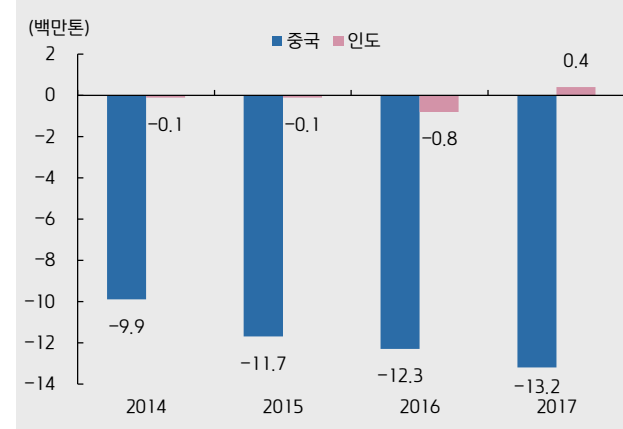
업체명	위치	상업화 시기	생산능력(천톤)
Huabin (formerly Yuandong)	Shaoxing	2017	1,400
Xianglu	Xiamen	2017	4,500
Tongkun	Tongxiang	2017	2,200
합계			8,100

업체명	위치	상업화 시기	생산능력(천톤)
Hengli (No.4+No.5)	Dalian	2019	4,800
Xinfengming	Tongxiang	2019	2,400
Shengda	Sichuan	2020	1,200
합계			8,400

자료: 업계, 키움증권 리서치

중국/인도 PX 수입량 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

Part V

## 정제마진 전망

- ◎ 정제마진 전망
- ◎ 윤활기유 전망
- ◎ IMO, 황함량 규제에 대한 국내 정유업체의 대응



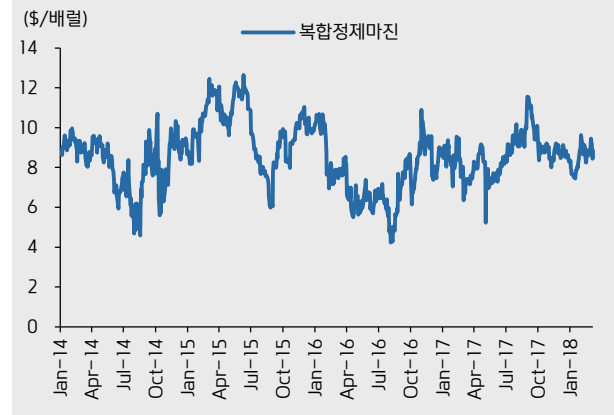


## 정제마진 전망

## ◎ 정제마진 견조세 지속 전망

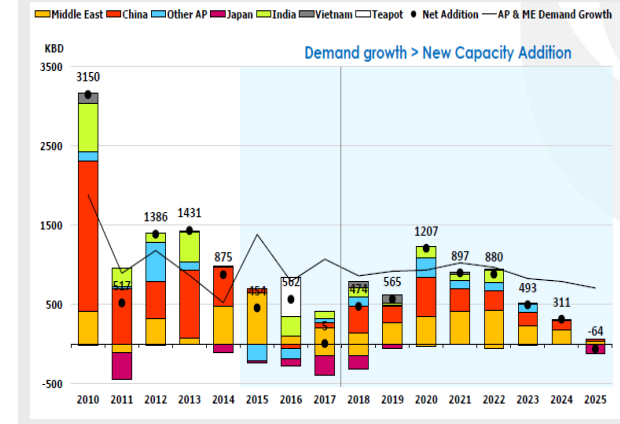
- 역내 정제설비 순증 물량 감소로 2018년 정제마진도 견조세 지속 전망. 일본/쿠웨이트/중국의 일부 폐쇄 증가 및 중국/베트남 등의 일부 정제설비의 상업화 개시 지연에 기인
- 특히 등/경유 마진은 중국/미국 등의 인프라 투자 확대, 최대 순수입국인 유럽 경기 회복으로 올해 개선폭이 클 전망

싱가폴 복합정제마진 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아태평양/중동 CDU/수요 순증 전망



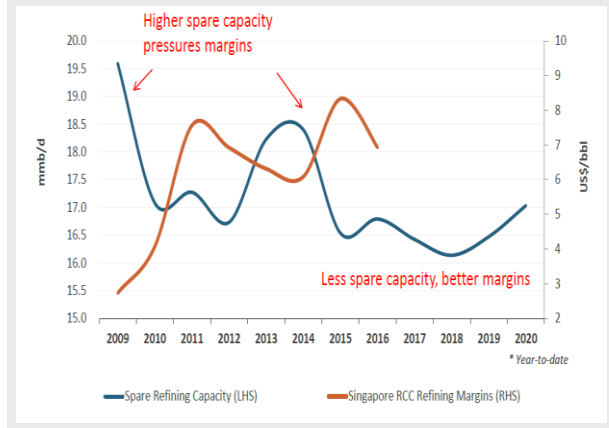
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 정제마진 전망

## ◎ 아시아태평양 잉여 정제설비 생산능력 급감 추세

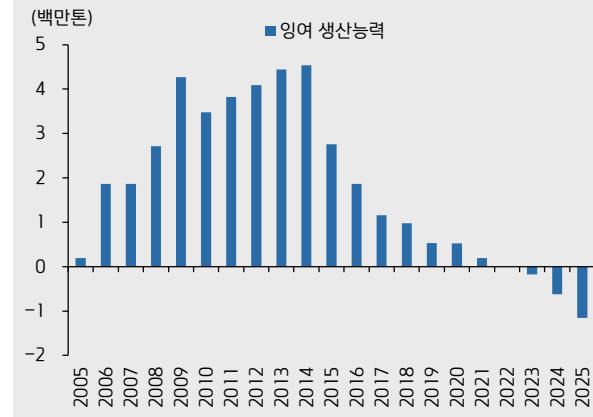
- FGE에 따르면 아시아태평양 잉여 정제설비 생산능력이 2014년 이후 지속적으로 감소하고 있음. 2014년 4백만B/D에 육박하던 잉여 정제설비 생산능력은 수요 증가 및 공급 감소로 올해 1백만B/D 수준으로 감소할 전망. 일반적으로 잉여 정제설비 생산능력이 증가할수록 정제마진이 축소되고, 잉여 정제설비 생산능력이 감소할수록 정제마진이 개선됨.
- 잉여 정제설비 생산능력 = 생산능력 - 정제 제품 총 수요

세계 잉여 정제설비와 정제마진 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아태평양/중동 CDU/수요 순증 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 정제마진 전망

## ◎ 일부 설비 폐쇄 등으로 역내 CDU 순증 물량 감소

- 역내 CDU 순증 물량은 2016년 56.2만B/D에서 2017년 5만B/D로 감소
- 올해도 순증 물량은 47.4만톤 수준에 불과할 전망

## 아시아/중동 정제설비 증설/폐쇄 계획

상업화 시기	국가	생산능력	업체명
3Q17	인도	42	HPCL
3Q17	중국	260	CNPC
3Q17	중국	200	CNOOC
3Q17	인도	120	BPCL
4Q17	대만	47	CPC
1Q18	중국	100	Local
2Q18	중국	100	Petrochina
2Q18	이란	120	Bandar Abbas
2Q18	인도	36	Bharat
3Q18	베트남	200	Nghi Son
3Q18	쿠웨이트	171	KPC
4Q18	중국	120	CNOOC
폐쇄	국가	생산능력	업체명
2Q17	쿠웨이트	-186	KPC
4Q17	중국	-100	Local
4Q17	사우디아라비아	-84	Jeddah
1Q18	일본	-160	JX Group
3Q18	쿠웨이트	-112	KPC

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 정제마진 전망

## ◎ 지역별 고도화비율 현황

- ENI 등이 측정한 아시아태평양 정제설비의 Nelson Complexity Index/FCC Equivalent Index 등은 2000년 이후 지속적으로 개선되고 있음.

세계 정제설비 Nelson Complexity Index 추이

	2000	2005	2010	2016
유럽	8.3	8.7	8.9	9.2
러시아/중앙아시아	5.8	6.7	6.9	7.4
중동	5.4	5.5	6	7.1
아프리카	4.9	5.6	5.7	5.8
아시아태평양	7	7.4	8.3	9.4
미주	9.9	10.2	10.5	10.7
북미	10.8	11.1	11.5	11.6
중남미	7.1	7.3	7.4	7.8
세계	7.9	8.2	8.7	9.3

자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 정제설비 FCC Equivalent Index 추이

	2000	2005	2010	2016
유럽	31	34	37	41
러시아/중앙아시아	14	17	18	22
중동	16	17	20	29
아프리카	11	17	17	18
아시아태평양	36	45	54	65
미주	60	63	65	67
북미	66	69	70	71
중남미	41	45	48	51
세계	38	43	47	53

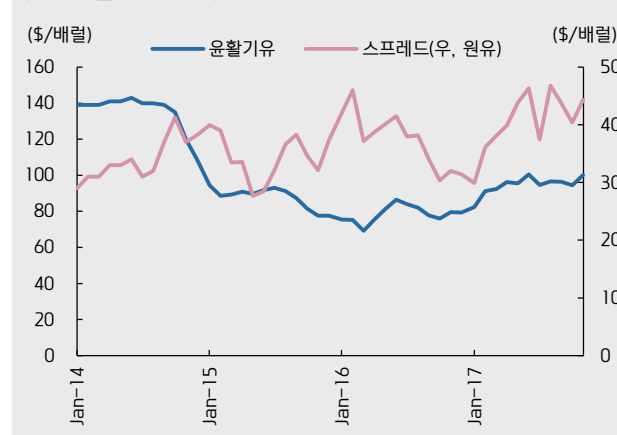
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 윤활기유 전망

## ◎ 2017년 신증설 제한으로 높은 스프레드 유지

- 국내 윤활기유 스프레드는 원재료 통합, Group II/III 등 고부가 제품의 높은 비중 및 최근 역내 윤활기유 업체 정기보수 확대로 높은 수준을 유지하고 있음. 2017년은 2016년(+130만톤) 대비 아시아 지역 순증(+20만톤)이 크지 않아서, 수급 측면의 부정적인 요인은 제거되었었음.

국내 윤활기유 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

2018년 아시아 윤활기유 업체 정기보수 계획

Location	Refiner	Capacity (tonnes/year)	Product	Turnaround period
South Korea	SK	2.2m	Group II/III	10 Mar-10 Apr
South Korea	S-Oil	880,000	Group III	Mar-Apr
Malaysia	Petronas	330,000	Group III	Late Mar-late Apr
China	Sinopec Shanghai Gaoqiao Petrochemical	700,000	Group I/II	Mar-May
Taiwan	Formosa Petrochemical Corporation (FPCC)	600,000	Group II	Early Jul-Late Aug
China	PetroChina Karamay Petrochemical	700,000	Group I	Early Aug-Mid Sep
China	CNOOC Huizhou	400,000	Group II	Early Sep-late Oct

SOURCE: ICIS

자료: 업계, 키움증권 리서치

## 운할기유 전망

## ◎ 2017년 중국 운할기유 수입 현황

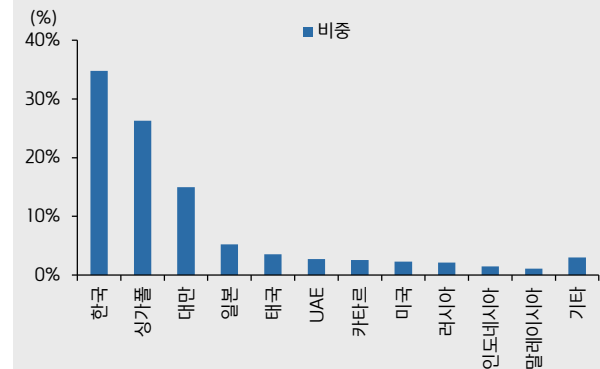
- 중국의 작년 운할기유 수입량은 281.7만톤으로 작년 대비 1.1% 감소하였음. 다만 Group I/II 기유 등의 수입이 감소한 가운데, 국내 운할기유 업체가 경쟁력을 확보한 Group III 기유는 오히려 수입이 4.8% 증가하였음.
- 한편 한국의 작년 중국에 대한 운할기유 수출량은 97.9만톤으로 중국 수입의 35%를 기록하였음.

중국 운할기유 제품별 수입 현황

제품	수입량(천톤)	비중	YoY
Group I	602.9	21.4%	-5.4%
Group II	1,576.4	56.0%	-1.1%
Group III	624.3	22.2%	4.8%
Naphthenic oil	13.0	0.5%	-31.8%
합계	2,816.6	100.0%	-1.1%

자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 운할기유 수입국 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치



## 윤활기유 전망

## ◎ 윤활기유 중장기 신증설 계획

- 2018년 역내 윤활기유 순증 물량은 210만톤으로 큰 폭으로 증가 전망. 다만 역내/외 윤활기유 증설 확대에도 불구하고, 고급 기유 일수록 수요자의 요구 조건에 맞춘 품질 조건이 요구되어, 관성적인 구매 패턴이 이어지고 있음. 국내 윤활기유 업체들은 올해도 높은 마진율을 유지할 전망
- SK루브리컨츠는 세계 윤활기유 업체 중 우수한 시장 지위를 보유하고 있으며, 고급 기유인 Group III 시장에서 약 40%의 시장 점유율을 보유하고 있음. 분할 이후 증설과 합작을 통하여 울산 4.8만B/D, 스페인 1.3만B/D, 인도네시아 0.9만B/D의 생산설비를 보유하며, 지역적으로 다각화된 생산 기반을 갖추고 있음.

## 세계 윤활기유 증설/폐쇄 계획

기간	국가	업체명	생산능력(천톤)	종류	비고
1Q17	한국	S-Oil	190	II	증설
3Q17	사우디	Luberef	715	II	신규
1Q17	독일	Paralube	-50	II	전환
1Q17	독일	Paralube	50	III	전환
2017	러시아	Slaveft	100	III	신규
2017	핀란드	Neste	200	III	증설
2017~2018	중국	Hainan Handi	1,200	III	신규
2018	미국	Holly Frontier	600	III	신규
2018	중국	Hengli Petrochemical	683	II/III	신규
2018	카자흐스탄	Oil Products LLC	100	II	신규
2018	카자흐스탄	Oil Products LLC	100	III	신규
2018	러시아	Rosneft	200	II	증설
2020	러시아	Rosneft	-234	I	전환
2020	러시아	Rosneft	128	II	전환
2020	러시아	Rosneft	86	III	전환
2020	러시아	Gazprom Neft	45	I	증설
2020	러시아	Gazprom Neft	150	II	신규
2020	러시아	Gazprom Neft	75	III	신규

자료: 업계, 키움증권 리서치

## IMO, 황함량 규제에 대한 국내 정유업체의 대응

## ◎ IMO, 2020년까지 선박 연료유의 황성분 제한 조치 강화

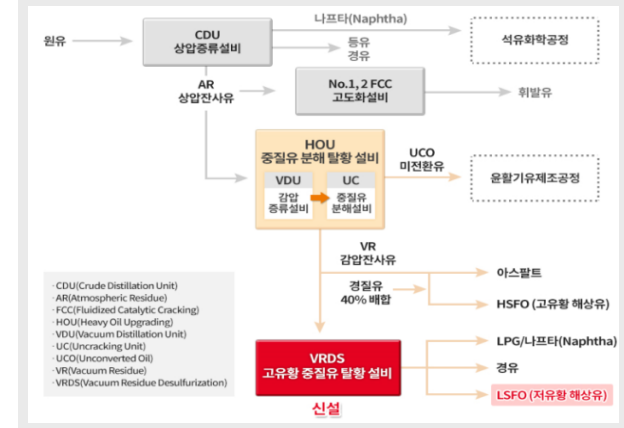
- 지금까지 선박에는 황함량이 높은 벙커C유가 사용되어 왔으며, 육상 운송용 경유는 황함량 0.001%의 강한 규제를 받아 왔음. 이에 IMO는 2020년부터 선박 연료유의 황성분 제한 수치를 기존 3.5%에서 0.5%로 강화할 예정임. 이에 국내 정유업체는 최근 실적 개선을 바탕으로 IMO 규제에 대해 발 빠른 움직임을 보이고 있음.

## IMO 선박 연료유 황함량 규격 강화



자료: 업계, 키움증권 리서치

## VRDS Flow



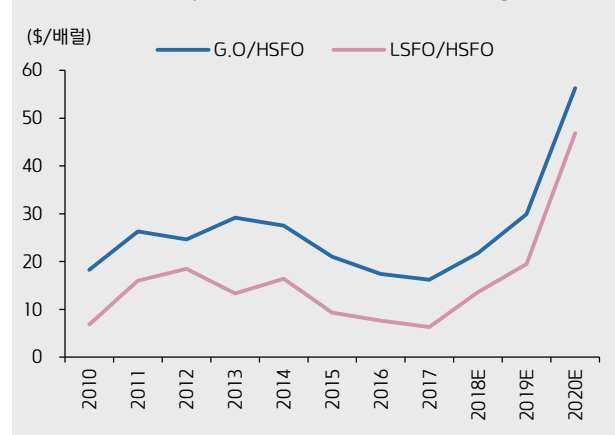
자료: 업계, 키움증권 리서치

## IMO, 황함량 규제에 대한 국내 정유업체의 대응

## ◎ SK이노베이션/S-Oil, IMO 규제에 적극적 대응

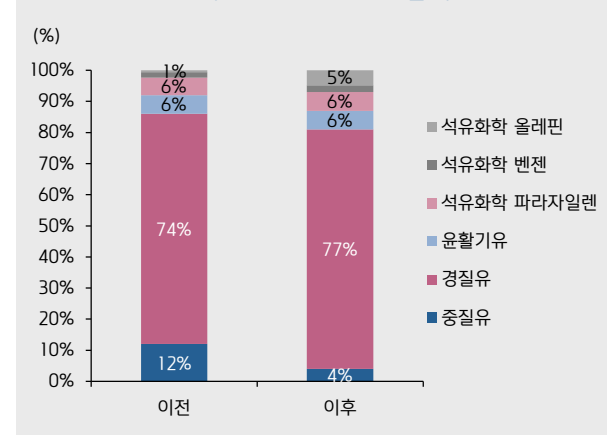
- SK이노베이션은 VRDS 설치를 위하여 1조원을 투자하기로 했으며, S-Oil도 5조원을 투자해 하루 7.6만배럴의 잔사유를 프로필렌, 휘발유와 같은 고부가가치 제품으로 전환하는 프로젝트를 진행 중에 있음. SK이노베이션의 VRDS는 잔사유를 원료로 수첨 탈황반응을 일으켜 경질유 및 저유황유를 생산하는 설비이며, S-Oil의 RUC/ODC 프로젝트는 잔사유를 탈황시설, 분해공정 등 첨단 고도화시설을 통하여 휘발유와 옥탄가 향상제(MTBE)를 만들 수 있음.

세계 GO/HSFO, LSFO/HSFO 스프레드 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

RUC/ODC 프로젝트 전후 S-Oil 제품믹스 변화



자료: 업계, 키움증권 리서치

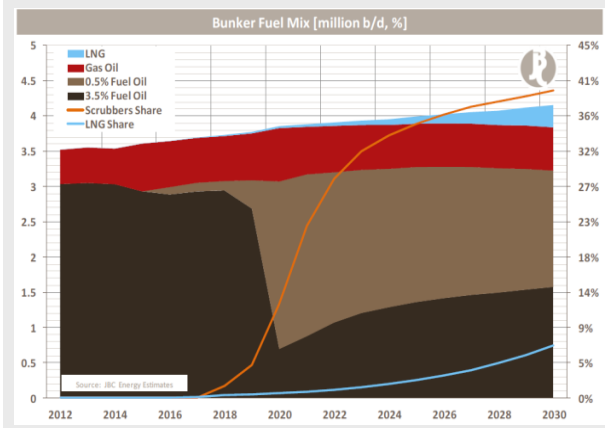


## IMO, 황함량 규제에 대한 국내 정유업체의 대응

## ◎ 국내 정유사의 높은 고도화 비율

- JBC에 따르면 3.5% Fuel Oil은 2020년부터 수요가 급격히 하락함. 3.5% High Sulfur Fuel Oil(HSFO) 시장은 단기적으로 0.5% Fuel Oil 및 Marine Gasoil(MGO)이 급격히 대체할 전망
- 국내 정유사의 평균 고도화율은 27%로 IMO 선박유 황함량 규제에 대한 대비가 상당부분 되어 있는 상황임.

세계 Bunker Fuel Mix 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 정유사별 고도화설비 현황

(단위: 천B/D)	구분	SK 에너지	GS 칼텍스	S-OIL	현대 오일뱅크
원유정제 능력	상압증류공정	1,115	790	580	430
	condensate splitter	100		89	130
	합계	1,215	790	669	560
고도화설비		199	274	150	164
고도화율	고도화설비/상압증류 공정	17.8%	34.7%	25.9%	38.1%
	고도화설비/원유정제 능력	16.4%	34.7%	22.4%	29.3%

자료: 업계, 키움증권 리서치

## Part VI 기업분석

◎ 롯데케미칼

◎ LG화학

◎ 금호석유

◎ 대한유화

◎ SK이노베이션

◎ S-Oil

◎ 휴켄스

◎ 이수화학

◎ 코오롱플라스틱

◎ 롯데정밀화학

◎ SKC

◎ 코오롱인더

◎ 효성

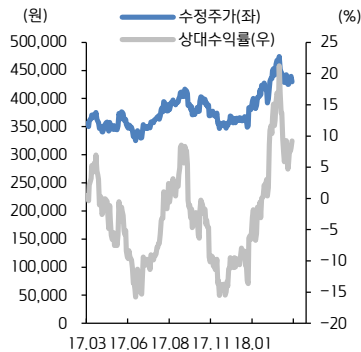


## 롯데케미칼(011170)

BUY (Maintain)

주가(3/23): 430,000원/TP: 600,000원

KOSPI(3/23)	2,416.76pt
시가총액	147,384억 원
52주 주가동향	최고가 474,500원 최저가 325,000원
최고/최저가 대비 등락율	-9.38% 32.31%
상대수익률	절대 상대
1M	-6.7% -5.4%
6M	15.9% 14.6%
12M	21.5% 9.2%
발행주식수	34,275천주
일평균거래량(3M)	138천주
외국인 지분율	32.95%
배당수익률(18.E)	2.44%
BPS(18.E)	403,898원



## ◎ 투자 포인트

- 롯데케미칼의 현재 에틸렌 생산능력은 332만톤으로 1992년 여수 크래커 가동 이후 연평균 10% 수준의 신증설을 지속하고 있으며, 미국 에탄 크래커 신설, 여수 크래커 리밸류 등으로 향후도 지속적으로 규모의 경제를 강화할 전망이다. 한편 100만톤 규모의 인도네시아 크래커 신설이 완료된다면 롯데케미칼의 에틸렌 생산능력은 550만톤으로 증가하며, 세계 7위권 업체로 도약하게 될 전망
- 롯데케미칼은 내년 하반기까지 총 3,675억을 투자하여 PC/MeX 공장 생산능력(별도)을 기존 대비 각각 110%, 125% 증설하는 등 다운스트림 투자 확대
- 롯데케미칼은 에탄 크래커, 콘덴세이트 스플리터, LPG 투입 비중 확대로 원료 다각화를 지속 추진 중

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	117,133	132,235	158,745	180,920	191,533
보고영업이익(억원)	16,111	25,443	29,297	31,878	33,127
핵심영업이익(억원)	16,111	25,443	29,297	31,878	33,127
EBITDA(억원)	20,988	31,734	36,209	38,220	40,230
세전이익(억원)	14,214	24,874	30,847	34,781	36,185
순이익(억원)	9,907	18,372	22,846	27,129	28,225
지배주주지분순이익(억원)	9,925	18,358	22,439	26,858	27,942
EPS(원)	28,957	53,561	65,466	78,360	81,523
증감율(%)	575.8	85.0	22.2	19.7	4.0
PER(배)	8.4	6.9	5.6	5.5	5.3
PBR(배)	1.1	1.4	1.1	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	3.8	4.5	3.4	3.5	3.0
보고영업이익률(%)	13.8	19.2	18.5	17.6	17.3
핵심영업이익률(%)	13.8	19.2	18.5	17.6	17.3
ROE(%)	14.1	21.7	21.1	20.2	17.8

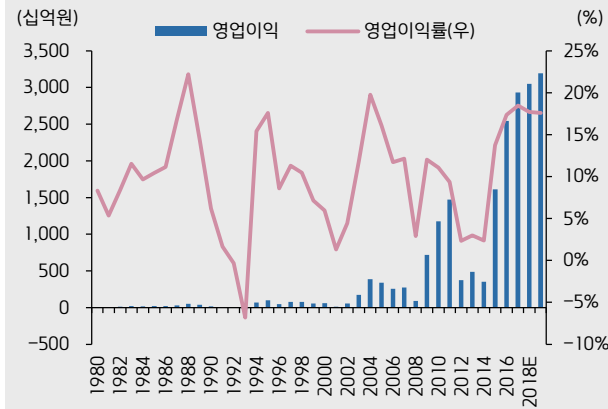


## 투자 포인트 1. 규모의 경제 효과

## ◎ 크래커 규모, 연평균 10% 성장 지속

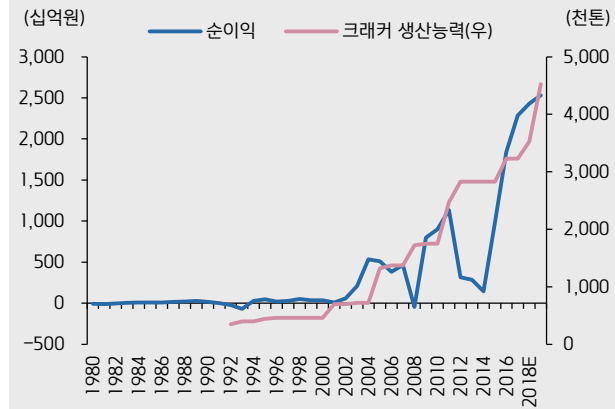
- 롯데케미칼의 현재 에틸렌 생산능력은 332만톤으로 1992년 여수 크래커 가동 이후 연평균 10% 수준의 신증설을 지속하고 있으며, 미국 에탄 크래커 신설, 여수 크래커 리튬핑 등으로 향후도 지속적으로 규모의 경제를 강화할 전망이다. 한편 100만톤 규모의 인도네시아 크래커 신설이 완료된다면 롯데케미칼의 에틸렌 생산능력은 550만톤으로 증가하며, 세계 7위권 업체로 도약하게 될 전망
- 싸이클 확장 시 창출할 수 있는 연간 영업이익의 절대적 규모에 대해 고민할 필요가 있어 보임.

롯데케미칼 영업이익/영업이익률 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

롯데케미칼 순이익/크래커 생산능력 추이/전망



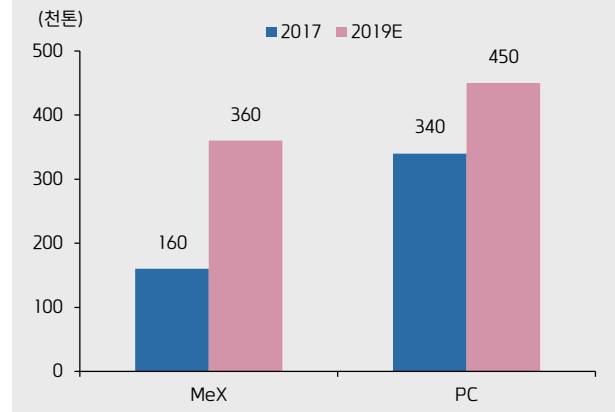
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 투자 포인트 2. 고부가 제품 확대

### ◎ PC/MeX 등 포트폴리오 고부가화 진행 중

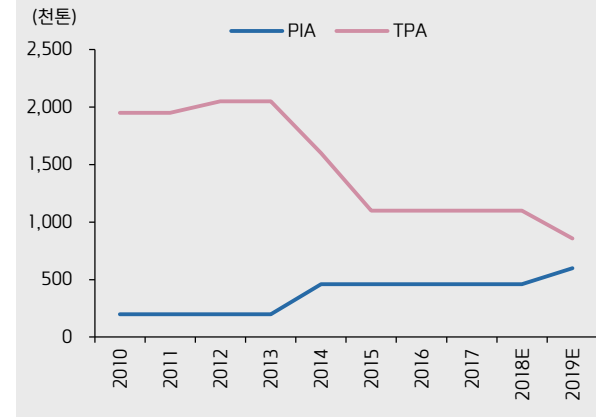
- 롯데케미칼은 내년 하반기까지 총 3,675억원을 투자하여 PC/MeX 공장의 생산능력(별도)을 기존 대비 각각 110%, 125% 증설할 계획
- MeX(메타자일렌)는 PIA의 원료인데, 롯데케미칼은 원재료 부족으로 기존 PIA 플랜트 가동률이 70% 수준에 불과하였음. 이번 울산 MeX 공장의 증설(+20만톤)로 인한 PIA 플랜트 가동률 확대로 향후 아로마틱스부문 실적 개선 및 세계 1위 PIA 생산 업체로서의 위치를 더욱 공고히 할 전망
- 현재 연결 기준 PC(폴리카보네이트) 생산능력은 34만톤인데, 이번 증설(+11만톤)을 통하여 2020년에는 세계 3위권 PC 업체로 진입할 전망

롯데케미칼(연결) MeX/PC 생산능력 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

롯데케미칼 PIA/TPA 생산능력 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 투자 포인트 3. 원료 다변화 및 다운스트림 프로젝트 확대

## ◎ 원료 다변화 및 다운스트림 프로젝트 확대

- 롯데케미칼은 크래커 확장뿐만 아니라, 원재료 다변화 및 다운스트림 확대 프로젝트를 지속하고 있음.
- 올해는 미국 에탄 크래커/MEG 플랜트, 말레이시아 PP 플랜트, 여수 크래커 리범핑이 완료될 전망
- 또한 에탄 크래커, 콘덴세이트 스플리터, LPG 투입 비중 확대 등 원료 다변화를 통하여 화학 사이클 저점 시기에 마진 악화 강도를 적극적으로 줄이고 있음.

롯데케미칼 신증설 프로젝트 추이/전망

구분	2010	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2023
프로젝트	BD/BN-1(여수)	NCC 증설(여수)	MMA/PMMA (대산)	BR (말레이시아)	ECC (우즈베키스탄)	Condensate Splitter(서산)	NCC Expansion (말레이시아)	Specialized Rubber(여수)	Mex(울산)	NCC (인도네시아)
	3rd EOA(여수)	EO/ETA(중국)		PET(영국)		C5 Project(여수)	ABS(여수)	ECC/MEG (미국)	PC(여수)	
	Titan 인수 (말레이시아/인도네시아)	GE/HPEO(대산)  PET film(울산)  PP/ABS Compoundin g(중국)						PP(말레이시아)  NCC 증설 (여수)		

자료: 업계, 키움증권 리서치

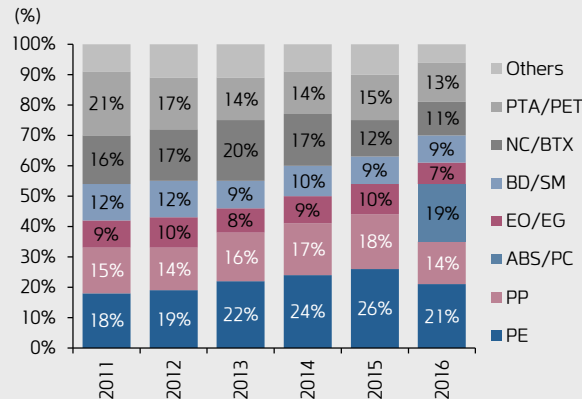


## 투자 포인트 4. PE만 생산하는 회사가 아니다

## ◎ 제품 포트폴리오 다각화 이점 보유

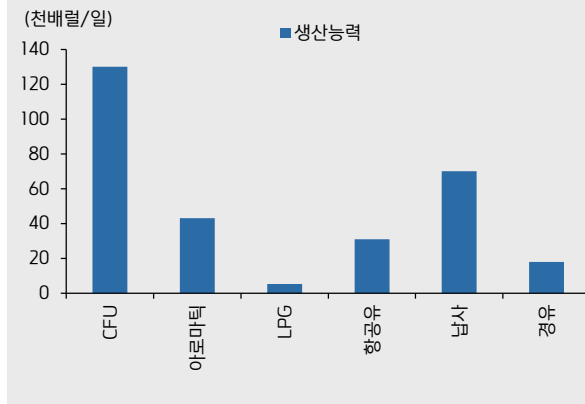
- 롯데케미칼 실적의 동인을 PE로 잡고 있는 투자자들이 존재. 하지만 롯데케미칼은 롯데첨단소재 인수, 현대케미칼 가동으로 제품 포트폴리오 다각화가 상당부분 진행된 상태임.
- 롯데케미칼의 연결 기준 재작년 ABS/PC부문의 매출액 2.7조원(비중 19%)으로 세계적으로 규모가 큰 PE부문의 매출액 2.9조원(비중 21%)과 비슷한 수준을 기록하였고, PTA/PET부문의 재작년 매출액은 1.8조원(13%)으로 BD/SM부문의 매출액 1.4조원(11%) 보다 오히려 큰 상황임. 또한 PP도 향후 증설 제한으로 건조한 업황이 지속될 전망

롯데케미칼 제품군별 매출액 비중 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

현대케미칼(롯데케미칼/현대오일뱅크 JV) 생산능력 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 실적 전망

## ◎ 올해 영업이익 3조1,878억원, YoY +8.8%

- 롯데케미칼의 올해 영업이익은 3조1,878억원으로 작년에 이어 증익 추세가 이어질 전망. 미국의 신증 설한 에탄 크래커의 상업 가동에도 불구하고, 1) 중국 폐플라스틱 수입 제한으로 인한 Virgin 폴리머 수요 증가, 2) 여전히 견고한 신흥국 수요 확대, 3) 작년 대비 역내 스티름 크래커 정기보수 확대에 따른 올레핀 공급 타이트 지속 전망, 4) 말레이시아/여수 크래커 증설에 따른 물량 증가 효과가 기대되기 때문이다.
- 한편 현대케미칼/우즈베키스탄 에탄 크래커/롯데정밀화학 실적 개선으로 롯데케미칼 지분법이익은 호조세를 지속할 전망이다

## 롯데케미칼 실적 전망

(단위: 십억원)	2017				2018				2015	2016	2017	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	3,996	3,853	3,990	4,035	4,505	4,477	4,506	4,604	11,713	13,224	15,875	18,092
Olefin	2,170	1,931	1,974	2,040	2,068	2,027	2,018	2,144	7,241	6,980	8,115	8,256
Aromatics(LCPL/LCUK 포함)	724	751	736	754	900	903	912	901	2,070	2,076	2,964	3,617
LC Titan	496	457	533	559	662	673	701	683	2,395	2,285	2,045	2,719
롯데첨단소재	705	710	767	712	875	875	875	875		1,951	2,894	3,500
영업이익	815	632	766	716	781	880	740	786	1,611	2,544	2,930	3,188
Olefin	601	398	503	450	445	543	391	441	1,342	1,702	1,952	1,820
Aromatics(LCPL/LCUK 포함)	102	114	112	89	108	108	109	108	-64	142	417	434
LC Titan	69	53	66	93	128	129	140	137	328	513	281	534
롯데첨단소재	71	78	101	83	100	100	100	100		240	333	400

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 재무제표

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	117,133	132,235	158,745	180,920	191,533
매출원가	96,463	99,568	120,819	139,272	148,093
매출총이익	20,670	32,667	37,926	41,648	43,470
판매비와 일반관리비	4,559	7,225	8,829	9,770	10,343
영업이익(보고)	16,111	25,443	29,097	31,878	33,127
영업이익(핵심)	16,111	25,443	29,097	31,878	33,127
영업외손익	-1,898	-569	1,550	2,903	3,058
이자수익	385	288	628	972	1,056
배당금수익	6	7	8	11	12
외환이익	2,272	3,158	3,549	3,164	3,143
이자비용	699	765	1,071	843	1,029
외환손실	2,719	3,529	3,184	2,735	2,694
관계기업지분법손익	-234	714	2,844	3,500	3,800
투자및기타자산처분손익	-223	-199	17	-47	-54
금융상품평가및기타금융이익	345	93	-668	-757	-792
기타	-1,029	-336	-573	-362	-383
법인세지출전이익	14,214	24,874	30,847	34,781	36,185
법인세비용	4,307	6,502	8,001	7,652	7,961
유류법인세율(%)	30.3%	26.1%	25.9%	22.0%	22.0%
당기순이익	9,907	18,372	22,846	27,129	28,225
지배주주지분순이익(억원)	9,925	18,358	22,439	26,858	27,942
EBITDA	20,988	31,734	36,209	38,220	40,230
현금순이익(Cash Earnings)	14,783	24,663	29,757	33,472	35,327
수정당기순이익	9,822	18,450	23,328	27,934	28,866
증감률(% YoY)					
매출액	-21.2	12.9	20.0	14.0	5.9
영업이익(보고)	359.1	57.9	15.2	8.8	3.9
영업이익(핵심)	359.1	57.9	15.2	8.8	3.9
EBITDA	149.1	51.2	14.1	5.6	5.3
지배주주지분 당기순이익	575.8	85.0	22.2	19.7	4.0
EPS	575.8	85.0	22.2	19.7	4.0
수정순이익	661.9	87.9	26.4	19.7	3.3

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	25,846	26,821	30,975	28,483	30,830
당기순이익	9,907	18,372	22,846	27,129	28,225
당기상각비	4,848	5,612	6,060	5,558	6,381
무형자산상각비	28	679	852	784	722
외환손익	265	347	-385	-429	-448
자산처분손익	290	283	182	47	54
지분법손익	234	-714	-2,844	-3,500	-3,800
영업활동자산부채 증감	7,280	-1,572	385	-1,528	-740
기타	2,993	3,815	3,882	421	437
투자활동현금흐름	-12,693	-35,787	-47,309	-20,572	-18,036
투자자산의 처분	-7,459	-1,547	-28,279	-4,911	-2,347
유형자산의 처분	532	109	29	0	0
유형자산의 취득	-3,554	-15,881	-20,199	-15,500	-15,500
무형자산의 처분	-84	-69	-24	0	0
기타	-2,129	-18,399	-1,164	-161	-189
재무활동현금흐름	-3,270	11,331	11,594	8,401	7,859
단기차입금의 증가	-1,384	6,747	-5,311	0	0
장기차입금의 증가	-847	6,211	7,656	10,850	10,850
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-337	-842	-1,348	-3,538	-3,538
기타	-701	-785	-10,596	1,089	546
현금및현금성자산의순증가	9,929	2,607	-5,177	16,312	20,653
기초현금및현금성자산	9,493	19,422	22,029	16,852	33,164
기말현금및현금성자산	19,422	22,029	16,852	33,164	53,817
Gross Cash Flow	18,565	28,393	30,591	30,011	31,570
Op Free Cash Flow	19,749	7,561	8,772	21,192	15,973

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	54,055	58,517	82,255	107,703	132,728
현금및현금성자산	19,422	22,029	16,852	33,164	53,817
유동금융자산	9,042	4,585	31,906	36,363	38,496
매출채권및유동채권	10,349	17,063	17,853	26,347	21,540
채권자산	11,627	14,772	15,360	17,505	18,532
기타유동비금융자산	3,614	67	283	323	342
비유동자산	60,623	100,152	113,255	126,510	139,078
장기매출채권및기타비유동채권	0	72	156	178	188
투자자산	20,004	26,242	28,295	32,264	36,296
유형자산	39,649	55,467	67,162	77,104	86,223
무형자산	376	17,924	17,106	16,321	15,599
기타비유동자산	594	448	537	643	771
자산총계	114,678	158,668	195,510	234,213	271,806
유동부채	21,461	34,488	37,909	41,050	42,545
매입채무및기타유동채무	10,483	13,095	17,403	19,834	20,997
단기차입금	4,448	14,147	7,035	7,035	7,035
유형장기차입금	4,666	3,312	7,951	7,951	7,951
기타유동부채	1,865	3,934	5,520	6,230	6,561
비유동부채	17,661	30,172	35,053	47,024	58,435
장기매입채무및비유동채무	126	126	227	259	274
사채및장기차입금	15,008	24,396	27,038	37,888	48,738
기타비유동부채	2,528	5,650	7,788	8,877	9,423
부채총계	39,122	64,660	72,962	88,074	100,980
자본금	1,714	1,714	1,714	1,714	1,714
주식발행초과금	229	229	229	229	229
이익잉여금	67,393	84,870	105,821	129,362	153,954
기타자본	5,911	6,818	7,132	7,132	7,132
지배주주지분자본총계	75,248	93,631	114,896	138,438	163,029
비지배주주지분자본총계	308	377	7,651	7,702	7,798
자본총계	75,556	94,008	122,548	146,139	170,826
순차입금	-4,343	15,240	-6,734	-16,654	-28,590
총차입금	24,121	41,854	42,024	52,874	63,724

## 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	28,957	53,561	65,466	78,360	81,523
BPS	219,538	273,173	335,215	403,898	475,643
주당EBITDA	61,233	92,585	105,641	111,510	117,373
CFPS	43,131	71,956	86,818	97,656	103,069
DPS	2,500	4,000	10,500	10,500	10,500
주가배수(P배)					
PER	8.4	6.9	5.6	5.5	5.3
PBR	1.1	1.4	1.1	1.1	0.9
EV/EBITDA	3.8	4.5	3.4	3.5	3.0
PCFER	5.6	5.1	4.2	4.4	4.2
주익성(%)					
영업이익률(보고)	13.8	19.2	18.5	17.6	17.3
영업이익률(핵심)	13.8	19.2	18.5	17.6	17.3
EBITDA margin	17.9	24.0	22.8	21.1	21.0
순이익률	8.5	13.9	14.4	15.0	14.7
자기자본이익률(ROE)	14.1	21.7	21.1	20.2	17.8
투자자본이익률(ROIC)	19.7	28.0	25.8	34.3	24.4
안정성(%)					
부채비율	51.8	68.8	59.5	60.3	59.1
순차입금비율	-5.7	16.2	-5.5	-11.4	-16.7
이자보상배율(배)	23.0	33.3	27.3	37.8	32.2
활동성(배)					
매출채권회전율	9.2	9.6	9.1	9.5	9.1
재고자산회전율	8.7	10.0	10.5	11.0	10.6
매입채무회전율	12.1	11.2	10.4	9.7	9.4

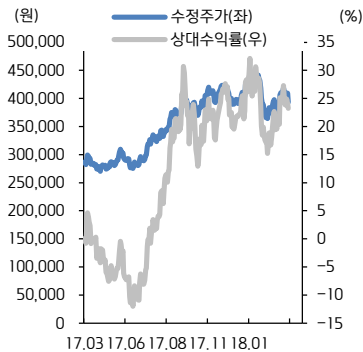


## LG화학(051910)

BUY (Maintain)

주가(3/23): 393,500원/TP: 550,000원

KOSPI(3/23)	2,416.76pt
시가총액	295,580억 원
52주 주가동향	최고가 441,500원 최저가 270,500원
최고/최저가 대비 등락율	-10.87% 45.47%
상대수익률	절대 상대
1M	1.2% 2.6%
6M	6.6% 5.4%
12M	37.1% 23.3%
발행주식수	78,281천주
일평균거래량(3M)	207천주
외국인 지분율	43.32%
배당수익률(18.E)	1.52%
BPS(18.E)	228,151원



## ◎ 투자 포인트

- LG화학은 기초소재, 전지, 정보전자소재, 생명과학 등 기존 사업 경쟁력 강화 및 신사업 육성을 위하여 올해 창사 최대인 3.8조원의 Capex를 투입할 계획
- LG화학은 중국 화남 ABS 플랜트를 올해 말까지 증설할 계획. 이에 LG화학의 ABS 생산 능력은 연산 200만톤까지 확대되며, 세계 1위 시장 점유율을 지속할 전망. 한편 LG화학의 ABS 시장점유율은 올해 26%까지 상승할 전망
- LG화학의 작년 기준 자동차 전지 수주잔고는 42조원에 육박했으며, 올해 수주잔고는 3세대 수주 확대로 더욱 증가할 전망. 한편 LG화학은 작년 18GWh 수준의 EV 전지 생산 능력을 올해 80~90% 확대할 계획

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	202,066	206,593	256,980	279,854	288,959
보고영업이익(억원)	18,236	19,919	29,285	31,150	34,703
핵심영업이익(억원)	18,236	19,919	29,285	31,150	34,703
EBITDA(억원)	30,797	33,286	43,305	43,715	49,927
세전이익(억원)	15,496	16,598	25,639	29,084	32,490
순이익(억원)	11,485	12,810	20,220	22,678	25,333
지배주주지분순이익(억원)	11,530	12,811	19,453	21,544	24,066
EPS(원)	15,602	17,336	24,854	27,521	30,744
증감율(%)	32.8	11.1	43.4	10.7	11.7
PER(배)	21.1	15.1	16.3	14.3	12.8
PBR(배)	1.9	1.4	2.0	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	7.6	5.8	7.4	7.4	6.3
보고영업이익률(%)	9.0	9.6	11.4	11.1	12.0
핵심영업이익률(%)	9.0	9.6	11.4	11.1	12.0
ROE(%)	9.1	9.4	13.3	13.2	13.2

## 투자 포인트 1. 올해 창사 최대 Capex 투입

## ◎ 올해 3.8조원의 Capex 계획

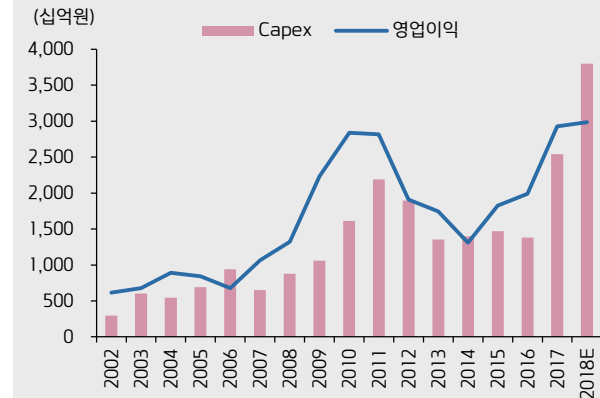
- LG화학은 기초소재, 전지, 정보전자소재, 생명과학 등 기존 사업 경쟁력 강화 및 신사업 육성을 위하여 올해 창사 최대인 3.8조원의 Capex를 투입할 계획
- 기초소재부문은 대산 크래커 확장(BD 추출 설비 포함) 및 고부가 폴리머(엘라스토머, PC) 생산능력을 확대하고 있으며, 여수 아크릴산/가성소다 플랜트도 증설할 계획임.
- 한편 LG화학은 중대형 전지 생산능력 확대에 의한 양극재 내재화 비율(현재 30% 수준) 확대를 위하여 2020년까지 현 양극재 생산능력을 3배 이상 늘릴 계획

LG화학 주요 투자 계획

구분	내용	투자금액 (억원)	투자기간	양산시점
1	대산 NCC 에틸렌 확장	2,700	2016.10~2019.06	2019.06
2	대산 POE 확장	3,500	2016.10~2019.03	2018.11
3	여수 아크릴산 확장	2,200	2017.12~2019.05	2019.05
4	여수 가성소다 확장	930	2017.11~2019.11	2019.11
5	대산 BD 확장	900	2017.09~2019.09	2019.09
6	대산 PC 확장	3,200	2018.06~2020.06	2020.06
7	청주 RO필터 확장	800	2018.07~2019.07	2019.07
8	청주 양극재 확장	798	2017.02~2018.05	2018.05
9	오송 유선프 원제 건설	650	2017.03~2018.12	2018.12

자료: 업계, 키움증권 리서치

LG화학 영업이익/Capex 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

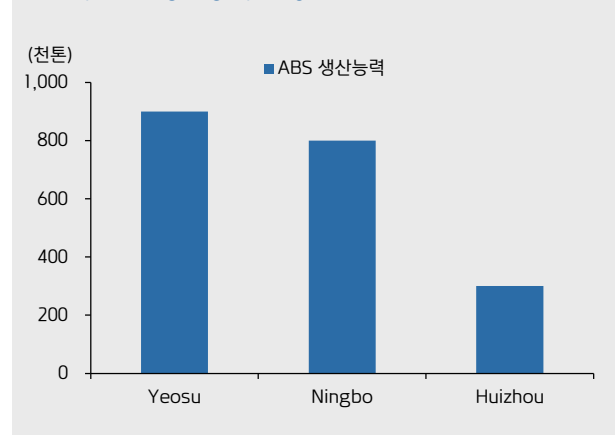


## 투자 포인트 2. ABS 스프레드 개선의 대표 수혜주

## ◎ ABS 생산능력 200만톤으로 세계 1위 시장 점유율 지속

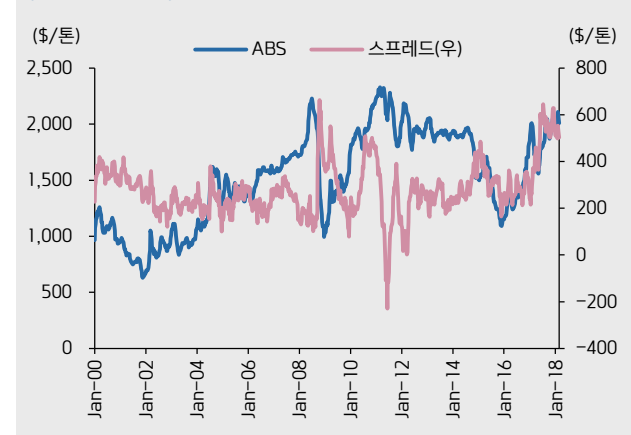
- LG화학은 중국 화남 ABS 생산능력(+15만톤)을 올해 말까지 확대할 계획. 이에 LG화학의 ABS는 여수 90만톤, 중국 영파 80만톤, 중국 화남 30만톤으로 총 200만톤의 생산능력을 확보하게 됨.
- 이에 세계 시장 점유율은 현재 21%에서 26%까지 상승하며, 세계 1위 지위를 지속할 전망
- 2017~2018년 신증설 제한 및 중국 폐플라스틱 규제로 인하여 ABS는 수급 타이트 현상 지속 전망

LG화학 ABS 생산능력 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 ABS 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

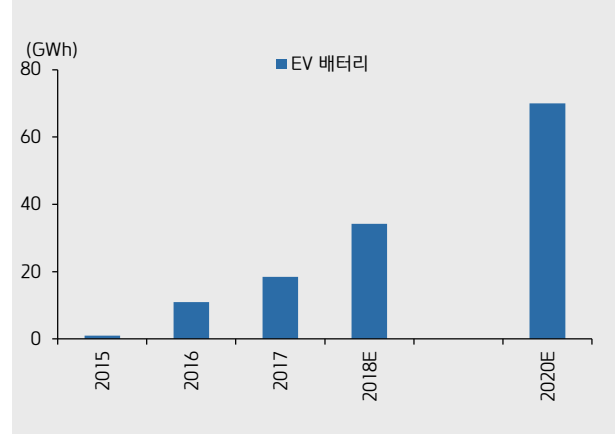


## 투자 포인트 3. 전지 모멘텀 지속

## ◎ 2020년 자동차 전지 생산능력 70GWh로 증가할 전망

- LG화학의 작년 기준 자동차 전지 수주잔고는 42조원을 육박했으며, 올해 수주잔고는 3세대 수주 확대 로 더욱 증가할 전망. 수주잔고 등을 고려하면, LG화학의 2020년 전지 매출액은 12조원(자동차 7조원, 기타 5조원)으로 증가할 전망
- 한편 LG화학은 작년 18GWh 수준의 EV 전지 생산능력을 올해 폴란드/미국/중국 라인의 신증설로 작 년 대비 80~90% 증가시키고, 향후 지속적인 증설을 통하여 2020년에는 70GWh까지 확대할 계획

LG화학 EV 배터리 생산능력 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

LG화학 배터리 생산/연구 기지 위치



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 실적 전망

## ◎ 올해 영업이익 3조1,150억원, YoY +6.4%

- LG화학의 올해 영업이익은 3조1,150억원으로 작년에 이어 증익 추세를 유지할 전망이다. 중대형 전지 생산능력의 공격적 확대로 고정비 부담 요인이 존재하나, 1) 세계적으로도 높은 점유율을 보유하고 있는 ABS/PVC 등의 수급이 올해도 타이트 현상을 지속할 전망, 2) 중국 환경 규제로 가성소다도 높은 마진을 유지 예상, 3) 엘라스토머/양극재 등의 증설 효과 발생, 3) EV용 배터리 수주 증가, 수익성 높은 ESS 전지 매출액 증가, L자형 소형 폴리머 출시로 전지부문 수익성 개선 전망

## LG화학 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015	2016	2017	2018E
매출액	6,487	6,382	6,397	6,432	6,956	6,965	6,972	7,093	20,207	20,659	25,698	27,985
기초소재	4,495	4,319	4,316	4,297	4,536	4,567	4,673	4,554	14,633	14,447	17,427	18,329
정보전자소재	726	747	787	801	725	748	759	759	2,764	2,656	3,613	3,616
전지	999	1,120	1,189	1,253	1,253	1,281	1,267	1,538	3,150	3,562	4,561	5,338
생명과학	129	135	139	148	156	156	156	156			551	626
팜한농	254	186	97	68	272	199	103	72		326	604	646
영업이익	797	727	790	615	761	790	800	764	1,824	1,992	2,928	3,115
%	12.3%	11.4%	12.3%	9.6%	10.9%	11.3%	11.5%	10.8%	9.0%	9.6%	11.4%	11.1%
기초소재	734	686	755	634	702	748	776	762	1,677	2,139	2,808	2,987
정보전자소재	29	23	41	18	8	20	30	27	146	-55	111	85
전지	-10	8	18	14	12	18	23	27	1	-49	29	81
생명과학	21	19	13	1	21	19	13	10			54	64
팜한농	50	14	-10	-19	50	17	-10	-30		-52	35	27

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 재무제표

### 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	202,066	206,593	256,980	279,980	288,959
매출원가	165,405	165,951	201,345	208,726	219,588
매출총이익	36,660	40,642	55,635	71,254	69,370
판매비와일반관리비	18,425	20,723	26,351	39,979	34,667
영업이익(토고)	18,236	19,919	29,285	31,275	34,703
영업이익(핵심)	18,236	19,919	29,285	31,150	34,703
영업외이익	-2,739	-3,321	-3,646	-2,065	-2,213
이자수익	375	403	302	366	386
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	4,537	5,958	5,552	4,230	4,315
이자비용	581	769	999	1,231	1,666
외환손실	5,487	6,972	6,157	5,161	4,980
관계기업지분법손익	-1,289	-450	62	43	39
투자및기타자산처분손익	-823	-179	-375	-313	-307
금융상품평가및기타금융이익	-1	-45	2	1	1
기타	529	-1,266	-2,035	0	0
법인세차감전이익	15,496	16,598	25,639	29,084	32,490
법인세비용	4,011	3,788	5,419	6,407	7,157
유효법인세율(%)	25.9%	22.8%	21.1%	22.0%	22.0%
당기순이익	11,485	12,810	20,220	22,677	25,333
지배주주지분순이익(역원)	11,530	12,811	19,453	21,544	24,066
EBITDA	30,797	33,286	43,305	43,715	49,927
순이익(Cash Earnings)	24,046	26,177	34,240	35,243	40,557
수정당기순이익	12,096	12,983	20,514	22,990	25,565
증감률(%, YoY)					
매출액	-10.5	2.2	24.4	8.9	3.3
영업이익(보고)	39.1	9.2	47.0	6.4	11.4
영업이익(핵심)	39.1	9.2	47.0	6.4	11.4
EBITDA	25.1	8.1	30.1	0.9	14.2
지배주주지분 당기순이익	32.8	11.1	51.8	10.7	11.7
EPS	32.8	11.1	43.4	10.7	11.7
수정순이익	38.5	7.3	58.0	12.1	11.2

### 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	31,721	25,167	31,807	29,540	36,655
당기순이익	15,496	16,598	25,639	22,678	25,333
당기상각비	12,152	12,824	13,053	11,692	14,436
무형자산상각비	409	543	967	873	788
외환손익	665	162	-887	931	665
자산처분손익	974	385	551	313	307
지분법손익	-110	38	-66	-43	-39
영업활동자산부채 증감	1,608	-3,821	-7,148	-2,783	-995
기타	528	-1,563	-302	-4,121	-3,840
투자활동현금흐름	-16,978	-17,368	-16,404	-35,940	-22,641
투자자산의 처분	-100	28	-314	-550	-219
유형자산의 처분	1,637	175	4,027	0	0
유형자산의 취득	-16,334	-13,985	-22,526	-38,000	-25,000
무형자산의 처분	-595	-736	-900	0	0
재무활동현금흐름	-1,586	-2,850	3,309	2,610	2,578
재무활동현금흐름	-7,575	-10,073	-7,365	15,355	8,741
당기차입금의 증가	-4,517	-6,738	-3,486	19,000	12,500
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-3,094	-3,465	-3,857	-4,679	-4,679
기타	37	130	-23	1,033	920
현금및현금성자산의증감	7,169	-2,306	7,750	8,955	22,755
기초현금및현금성자산	9,880	17,049	14,744	22,493	31,448
기말현금및현금성자산	17,049	14,744	22,493	31,448	54,203
Gross Cash Flow	30,714	28,988	38,956	37,323	37,650
Op Free Cash Flow	10,755	10,199	6,541	2,932	15,533

### 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	86,556	92,269	112,056	128,983	154,911
유동부채	17,049	14,744	22,493	31,448	54,203
유동자산-유동부채	10,012	7,540	5,297	5,769	5,956
매출채권및유동채권	35,886	38,763	49,165	53,541	55,283
재고자산	23,386	29,652	33,525	36,569	37,696
기타유동비금융자산	223	1,571	1,571	1,716	1,772
비유동자산	99,231	112,601	138,356	164,234	174,392
장기매출채권및기타비유동채권	1,139	1,684	618	673	695
투자자산	3,308	3,513	3,535	3,537	3,473
유형자산	88,672	96,801	112,115	138,423	148,987
무형자산	5,019	8,321	18,232	17,358	16,570
기타비유동자산	1,094	2,281	3,857	4,242	4,667
자산총계	185,787	204,871	250,412	293,217	329,303
유동부채	47,990	54,469	66,447	71,151	73,135
매입채무및기타유동채무	22,998	29,645	47,163	51,361	53,032
단기차입금	18,397	16,339	9,579	9,579	9,579
유동성장기차입금	3,111	5,787	4,935	4,935	4,935
기타유동부채	3,484	2,697	4,771	5,276	5,590
비유동부채	6,762	9,892	20,580	40,682	54,129
장기매입채무및비유동채무	295	446	775	844	872
사채및장기차입금	5,079	6,780	15,936	34,936	47,436
기타비유동부채	1,388	2,667	3,868	4,901	5,821
부채총계	54,752	64,361	87,026	111,833	127,264
자본총계	3,895	3,895	3,914	3,914	3,914
주식발행초과금	8,974	8,974	20,140	20,140	20,140
이익잉여금	115,325	124,628	140,393	157,306	176,765
기타자본	1,920	2,077	-2,762	-2,762	-2,762
지배주주지분자본총계	129,915	139,374	161,685	178,599	198,058
비지배주주지분자본총계	1,121	1,136	1,701	2,786	3,980
자본총계	131,035	140,510	163,386	181,385	202,039
총자산	185,787	204,871	250,412	293,217	329,303
총차입금	26,587	28,906	30,449	49,449	61,949

### 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
당기차익(원)					
EPS	15,602	17,336	24,854	27,521	30,744
BPS	175,798	188,597	206,544	228,151	253,009
주당EBITDA	41,673	45,042	55,328	55,843	63,779
CFPS	32,539	35,422	43,747	45,021	51,809
DPS	4,500	5,000	6,000	6,000	6,000
주가배수(배)					
PER	21.1	15.1	16.3	14.3	12.8
PBR	1.9	1.4	2.0	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.6	5.8	7.4	7.4	6.3
PCR	10.1	7.4	9.3	8.7	7.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.0	9.6	11.4	11.1	12.0
영업이익률(핵심)	9.0	9.6	11.4	11.1	12.0
EBITDA margin	15.2	16.1	16.9	15.6	17.3
순이익률	5.7	6.2	7.9	8.1	8.8
자기자본이익률(ROE)	9.1	9.4	13.3	13.2	13.2
투자자본이익률(ROIC)	10.6	11.5	15.7	18.6	14.1
안정성(%)					
부채비율	41.8	45.8	53.3	61.7	63.0
순차입금비율	-0.4	4.7	1.6	6.7	0.9
이자보상배율(배)	31.4	25.9	29.3	25.3	20.8
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	5.5	5.8	5.4	5.3
재고자산회전율	8.0	7.8	8.1	8.0	7.8
매입채무회전율	8.5	7.8	6.7	5.7	5.5

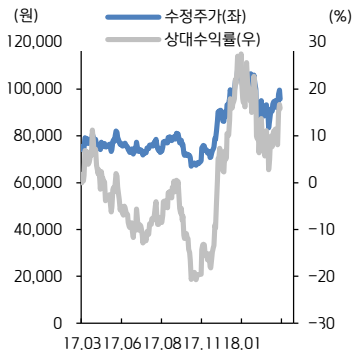


금호석유(011780)

BUY (Maintain)

주가(3/23): 95,800원/TP: 140,000원

KOSPI(3/23)	2,416.76pt	
시가총액	30,168억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	108,500원	67,100원
최고/최저가 대비 등락율	-11.71%	42.77%
상대수익률	절대	상대
	1M	8.1%
	6M	32.1%
	12M	28.9%
발행주식수	33,491천주	
일평균거래량(3M)	202천주	
외국인 지분율	26.62%	
배당수익률(18.E)	1.25%	
BPS(18.E)	63,299원	



## ◎ 투자 포인트

- 페놀 수급 타이트 현상으로 금호석유화학의 페놀유도체부문은 실적 턴어라운드 중임. 금호피앤비화학의 BPA/페놀/아세톤의 외부 판매량 고려 시 최근 스프레드 개선으로 작년 대비 큰 폭의 이익 개선 전망. 한편 유가 상승에 따른 SMP 반영 시차 효과로 에너지부문도 작년 대비 증익 전망
- 작년 40만톤으로 생산능력을 확대한 NBR Latex는 금호석유화학의 합성고무부문 실적을 견인할 전망. NBR Latex는 의료용 장갑 등에 사용되는데, 최근 동남아 장갑 업체의 생산능력이 급격히 증가하고 있는 상황
- SSBR과 달리 BR/SBR 등 범용고무의 경우 2020년까지 공급 제한으로 가동률 및 스프레드는 올해 추가 개선 전망

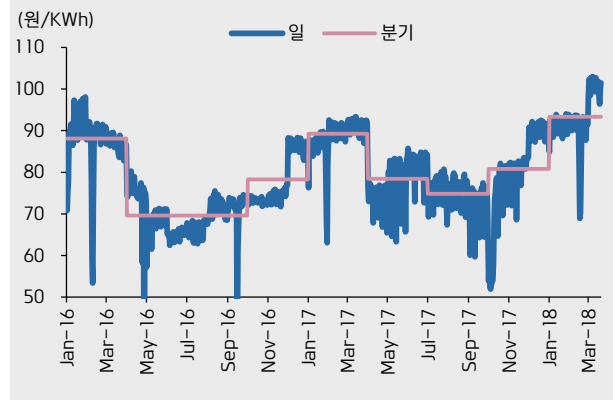
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	39,345	39,704	50,648	52,383	52,352
보고영업이익(억원)	1,640	1,571	2,626	3,640	4,295
핵심영업이익(억원)	1,640	1,571	2,626	3,640	4,295
EBITDA(억원)	3,399	3,630	4,805	5,640	6,188
세전이익(억원)	1,696	1,135	2,900	3,933	4,558
순이익(억원)	1,219	808	2,176	3,068	3,555
지배주주지분순이익(억원)	1,189	732	2,136	3,037	3,520
EPS(원)	3,550	2,187	6,377	9,068	10,509
증감율(%)	27.6	-38.4	191.6	42.2	15.9
PER(배)	14.7	37.5	15.6	10.6	9.1
PBR(배)	1.1	1.7	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	10.6	12.9	9.9	7.6	6.4
보고영업이익률(%)	4.2	4.0	5.2	6.9	8.2
핵심영업이익률(%)	4.2	4.0	5.2	6.9	8.2
ROE(%)	7.4	4.8	11.8	14.6	14.8

## 투자 포인트 1. 페놀유도체/에너지부문 실적 턴어라운드

## ◎ 페놀유도체/에너지 등 비고무부문의 실적 개선

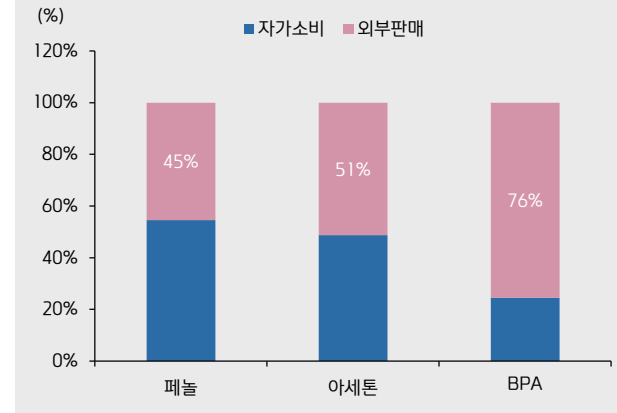
- 페놀 수요는 BPA 및 페놀 수지용이 중심이며, 전체의 80%를 차지함. 최근 PC의 수급 타이트 현상 발생으로 BPA 수급이 개선되고, 중국 페놀법 Cyclohexanone 가동률 개선으로 전반적인 페놀 업황이 견조세를 이어가고 있음. 또한 중국 PC 수요 증가로 세계 페놀 가동률은 올해 80% 후반, 역내에서는 90% 안팎으로 결정될 전망. 한편 금호피앤비화학의 BPA/페놀/아세톤의 외부 판매량을 고려 시 최근 스프레드 개선으로 올해 금호석유화학의 페놀유도체부문은 작년 대비 큰 폭의 이익 개선 전망
- 작년 하반기 유가 상승에 따른 SMP 반영 시차 효과, 고객사 등의 가동률 개선에 따른 스팀 판매 확대 등으로 금호석유화학의 에너지부문은 작년 대비 증익 전망

국내 SMP(육지) 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

금호피앤비화학 페놀 및 유도체 자가소비/외부판매 비중



자료: 업계, 키움증권 리서치



## 투자 포인트 2. Nitrile Growth

## ◎ NBR Latex, 높은 수요 성장성

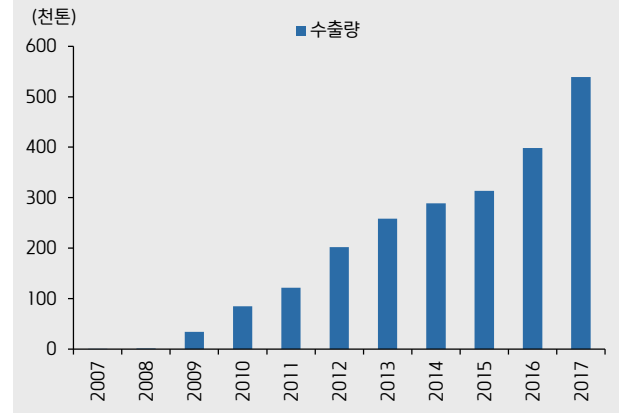
- 작년 40만톤으로 생산능력을 확대한 NBR Latex는 금호석유화학 합성고무부문 실적을 견인할 전망. NBR Latex의 전방인 고무 장갑의 경우 신흥국 수요 증가로 세계 수요가 연간 8~10%씩 성장하는 시장임. 특히 의료용 고무에 사용되는 NBR Latex 장갑은 천연고무/중국 PVC 장갑을 대체하며, 높은 성장세를 이어가고 있음. Hartalega, Top Glove, Kossan, Supermax 등 주요 NBR Latex 장갑 업체는 작년과 올해 생산능력을 23% 이상 늘릴 계획임.
- 참고로 작년 국내 NBR Latex 수출량은 53.9만톤으로 지난 10년 동안 연평균 155% 증가하였음.

세계 주요 장갑 업체 증설 계획

	Hartalega	Top Glove	Kossan	Supermax	Total
Current capacity (mil pcs)	27,000	48,000	22,000	21,000	
Expansion plans announced	NGC 3-4.7 bil pcs (May-17) NGC 4-4.7 bil pcs (Apr-18) NGC 5-4.7 bil pcs (Apr-19)	F30-2.8 bil pcs (Jul-17) F31-3.0 bil pcs (Jan-18) F32-4.8 bil pcs (Dec-18)	Menu 1-3.0 bil pcs (Jul-17) Menu 2-4.5 bil pcs (2018) Menu 3-3.0 bil pcs (2018)	P10-2.2 bil pcs (Dec-17) P11-3.4 bil pcs (Dec-18)	
*Estimated actual capacity realized in year 2017 (mil pcs)	6,071	2,422	1,935	704	11,132
*Estimated actual capacity realized in year 2018	4,819	4,654	4,383	2,683	16,549
	10,890	7,076	6,318	3,267	27,561

자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 NBR Latex 수출 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

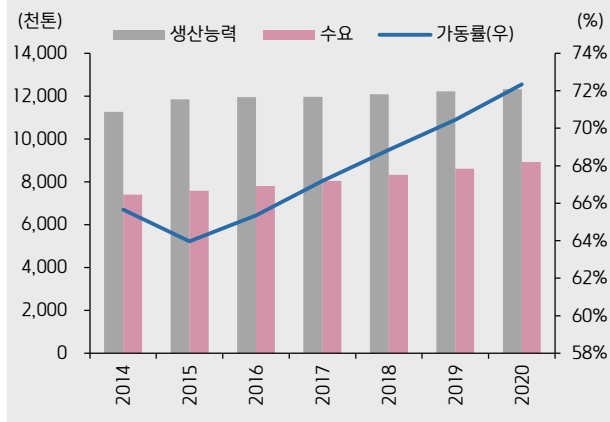


## 투자 포인트 3. 합성고무 점진적 반등 전망

## ◎ BR/SBR 증설 제한

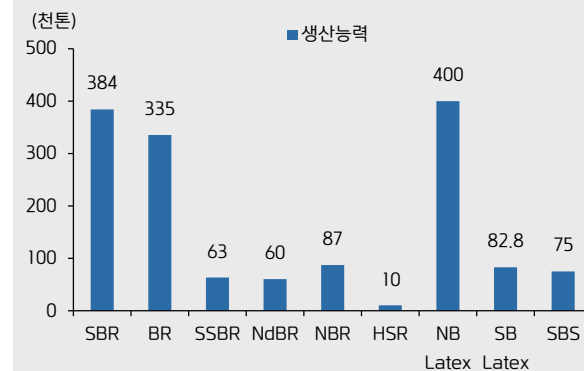
- 금호석유화학의 합성고무부문은 부타디엔 가격에 따라 분기별로 마진 변동이 있을 것으로 보임. 다만 SSBR과 달리 BR/SBR 등 범용고무의 경우 2020년까지 공급 제한으로 가동률 및 스프레드는 올해 추가 개선될 전망

세계 BR/SBR 수급 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

금호석유화학 합성고무 생산능력 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 실적 전망

## ◎ 올해 영업이익 3,640억원, YoY +38.6%

- 금호석유화학의 올해 영업이익은 3,640억원으로 작년 대비 38.6% 증가할 전망이다. 1) 페놀/BPA 수급 타이트 현상 발생으로 올해 페놀유도체부문 실적 턴어라운드 전망, 2) 작년 하반기 유가 상승에 따른 SMP 반등, 3) 세계 범용 합성고무 증설 제한으로 합성고무부문 실적의 점진적 개선, 4) 중국 폐플라스틱 규제에 의한 ABS/PS의 수요 증가 전망
- 한편 영업 실적이 개선되는 가운데, 향후 대규모 투자 프로젝트의 제한으로 연결 순부채비율 축소 등 재무구조 개선 및 배당 증가 등이 예상된다.

## 금호석유화학 실적 전망

(십억원, %)		2017				2018				2015	2016	2017	2018E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	합성고무	636	499	463	469	523	421	421	392	1,553	1,559	2,068	1,757
	합성수지	303	294	309	299	304	300	285	272	1,079	1,036	1,206	1,161
	정밀화학	34	36	36	30	48	42	36	46	141	122	135	172
	유틸리티 등	137	126	117	95	146	143	143	141	386	421	476	573
	금호피앤비	324	309	299	249	424	423	421	419	839	898	1,181	1,686
	기타(연결조정등)	-25	-25	-19	70	-31	-27	-26	-25	-64	-66	0	-110
	합계	1,408	1,239	1,205	1,212	1,414	1,301	1,279	1,245	3,935	3,970	5,065	5,238
영업이익	합성고무	15	5	9	23	24	20	20	18	18	36	53	82
	합성수지	9	9	22	18	12	12	11	11	46	37	57	46
	정밀화학	1	1	1	1	1	1	1	1	6	1	3	3
	유틸리티 등	32	26	23	39	41	38	37	35	82	66	120	151
	금호피앤비	9	3	0.0	14.4	21	21	21	21	17	17	26	84
	합계	66	44	58	95	99	91	89	85	164	157	263	364

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 재무제표

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	39,345	39,704	50,648	52,383	52,352
매출원가	36,006	36,375	46,365	47,029	45,895
매출총이익	3,339	3,329	4,283	5,354	6,457
판매비및일반관리비	1,700	1,758	1,656	1,714	2,162
영업이익(보고)	1,640	1,571	2,626	3,640	4,295
영업이익(핵심)	1,640	1,571	2,626	3,640	4,295
영업외소득	57	-436	274	293	263
이자소득	43	18	20	19	19
배당금소득	54	68	53	47	48
외환이익	729	826	1,128	786	717
이자비용	514	588	655	647	659
외환손실	952	997	719	459	392
관계기업지분법손익	540	366	887	890	882
투자및기타자산처분손익	21	156	-9	-13	-14
금융상품평가및기타금융이익	83	65	-234	-224	-233
기타	53	-350	-198	-105	-105
법인세감전이익	1,696	1,135	2,900	3,933	4,558
법인세비용	478	321	721	865	1,003
유요법인세율 (%)	28.2%	28.3%	24.9%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,219	808	2,176	3,068	3,555
지배주주지분순이익(억원)	1,189	732	2,136	3,037	3,520
EBITDA	3,399	3,630	4,805	5,640	6,188
현금순이익(Cash Earnings)	2,978	2,867	4,355	5,068	5,448
주당순이익	1,144	649	2,359	3,305	3,743
증감률(% YoY)					
영업이익	-17.4	0.9	27.6	3.4	-0.1
영업이익(보고)	-11.3	-4.2	67.2	38.6	18.0
영업이익(핵심)	-11.3	-4.2	67.2	38.6	18.0
EBITDA	-6.2	6.8	32.4	17.4	9.7
지배주주지분 당기순이익	27.6	-38.4	191.6	42.2	15.9
EPS	27.6	-38.4	191.6	42.2	15.9
수정순이익	48.1	-43.3	263.5	40.1	13.2

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,832	2,968	4,210	3,998	4,535
당기순이익	1,219	808	2,176	3,068	3,555
감가상각비	1,738	2,028	2,151	1,977	1,873
무형자산상각비	22	32	28	23	19
외환손익	90	165	-123	-327	-325
자산처분손익	25	29	144	13	14
지분법손익	-432	-276	-891	-890	-882
영업활동자산부채 증감	2,174	-202	-395	-139	3
기타	-3	385	1,121	273	278
투자활동현금흐름	-3,913	-2,507	-1,060	-743	-681
투자자산의 처분	-19	109	-41	-98	2
유형자산의 처분	8	16	52	0	0
유형자산의 취득	-3,898	-2,727	-1,060	-700	-700
무형자산의 처분	-16	-15	-8	0	0
기타	10	110	-4	55	18
재무활동현금흐름	-2,584	1,036	-2,767	20	-33
당기차입금의 증가	-4,707	-521	-6,012	0	0
당기차입금의 증가	2,541	1,839	3,498	350	350
차입금의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-420	-225	-221	-280	-336
기타	2	-57	-32	-49	-47
현금및현금성자산의증감	-1,664	1,497	-375	3,276	3,822
기초현금및현금성자산	2,136	473	1,970	2,344	5,620
기말현금및현금성자산	473	1,970	2,344	5,620	9,442
Gross Cash Flow	2,658	3,169	4,606	4,138	4,533
Op Free Cash Flow	1,198	242	2,690	4,800	4,451

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	9,676	12,553	13,327	16,979	20,794
현금및현금성자산	473	1,970	2,344	5,620	9,442
유동부채	107	356	159	164	164
매출채권및유동채권	4,869	5,772	6,300	6,516	6,512
채권자산	3,947	4,455	4,268	4,414	4,411
기타유동비금융자산	280	0	256	265	265
비유동자산	32,430	32,908	32,471	32,144	31,847
장기매출채권및기타비유동채권	281	215	150	156	155
투자자산	6,620	6,597	7,641	8,677	9,605
유형자산	25,057	25,648	24,403	23,126	21,953
무형자산	162	173	149	126	106
기타비유동자산	311	276	128	59	28
자산총계	42,106	45,461	45,798	49,123	52,641
무동부채	15,413	21,456	19,139	19,372	19,368
매입채무및기타유동채무	4,880	6,069	6,349	6,566	6,562
단기차입금	6,969	9,718	8,998	8,998	8,998
유동성장기차입금	3,354	5,493	3,262	3,262	3,262
기타유동부채	210	175	530	546	546
비유동부채	10,055	6,727	7,091	7,395	7,698
장기매입채무및비유동채무	44	55	95	98	98
사차및장기차입금	8,823	5,595	5,831	6,181	6,531
기타비유동부채	1,188	1,076	1,165	1,116	1,069
부채총계	25,468	28,182	26,230	26,767	27,066
주식	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675
주식보통주	2,762	2,762	2,762	2,762	2,762
이익잉여금	11,457	12,079	14,030	16,803	20,004
기타자본	-329	-318	-40	-40	-40
지배주주지분자본총계	15,565	16,197	18,427	21,200	24,400
비지배주주지분자본총계	1,073	1,082	1,141	1,156	1,174
자본총계	16,637	17,279	19,568	22,355	25,574
손차입금	18,566	18,481	15,588	12,657	9,185
총차입금	19,146	20,807	18,091	18,441	18,791

## 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,550	2,187	6,377	9,068	10,509
BPS	46,474	48,363	55,019	63,299	72,856
주당EBITDA	10,149	10,840	14,347	16,839	18,475
CFPS	8,892	8,561	13,004	15,132	16,266
DPS	800	800	1,000	1,200	1,200
주가배추(배)	14.7	37.5	15.6	10.6	9.1
PER	1.1	1.7	1.8	1.5	1.3
PBR	10.6	12.9	9.9	7.6	6.4
EV/EBITDA	5.9	9.6	7.7	6.3	5.9
PCR					
주당이익(%)					
영업이익률(보고)	4.2	4.0	5.2	6.9	8.2
영업이익률(핵심)	4.2	4.0	5.2	6.9	8.2
EBITDA margin	8.6	9.1	9.5	10.8	11.8
순이익률	3.1	2.0	4.3	5.9	6.8
자기자본이익률(ROE)	7.4	4.8	11.8	14.6	14.8
투자자본이익률(ROIC)	4.0	3.8	6.7	13.0	12.2
만능지표(%)					
부채비율	153.1	163.1	134.0	119.7	105.8
순차입금	111.6	107.0	79.7	56.6	35.9
이자보상배율(배)	3.2	2.7	4.0	5.6	6.5
활동성(배)	7.0	7.5	8.4	8.2	8.0
재고자산회전율	8.5	9.5	11.6	12.1	11.9
매입채무회전율	7.7	7.3	8.2	8.1	8.0

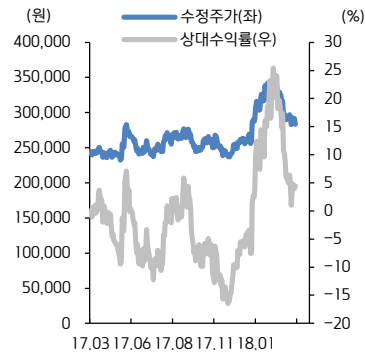


## 대한유화(006650)

BUY (Maintain)

주가(3/23): 283,500원/TP: 450,000원

KOSPI(3/23)	2,416.76pt	
시가총액	18,428억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	342,000원	232,500원
최고/최저가 대비 등락율	-17.11%	21.94%
상대수익률	절대	상대
	1M	-14.0%
	6M	16.0%
	12M	16.2%
발행주식수	6,500천주	
일평균거래량(3M)	52천주	
외국인 지분율	9.68%	
배당수익률(18.E)	1.41%	
BPS(18.E)	272,453원	



## ◎ 투자 포인트

- PP는 향후 원재료 증설 제한, 중국 폐플라스틱 규제, 올해 상반기 역내 크래커 정기보수 물량 증가 및 MTO/CTO 경제성 열위로 올해도 추가적인 업황 개선이 전망됨. 대한유화의 PP 생산능력은 47만톤으로 PP 업황 개선의 대표 수혜주임.
- 현재 폴리머-모노머 스프레드를 고려할 경우 모노머를 폴리머로 전환해서 파는 것 보다, 모노머를 외부 판매하는 것이 수익성 측면에서 훨씬 좋은 상황임. 대한유화는 계획된 고부가 HDPE/PP 플랜트 증설 전까지는 수익성이 높은 에틸렌/프로필렌 등 모노머의 외부 판매를 확대할 계획
- 작년 크래커 리밸핑 완료로 에틸렌/프로필렌뿐만 아니라 Mixed C4/BTX 등 타 기초유분의 생산능력도 동시에 증가함.

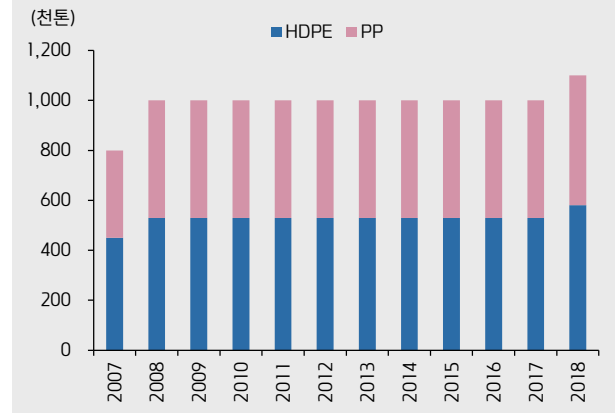
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	17,270	15,964	17,794	24,487	23,882
보고영업이익(억원)	2,712	3,430	2,842	4,219	4,442
핵심영업이익(억원)	2,712	3,430	2,842	4,219	4,442
EBITDA(억원)	3,352	4,074	3,793	5,109	5,359
세전이익(억원)	2,687	3,602	2,801	4,134	4,350
순이익(억원)	2,008	2,729	2,145	3,224	3,393
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,143	3,224	3,393
EPS(원)	30,846	41,867	32,972	49,608	52,200
증감율(%)	212.7	35.7	-21.2	50.5	5.2
PER(배)	5.6	6.6	8.0	5.7	5.4
PBR(배)	1.1	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	3.7	4.6	5.1	3.6	3.0
보고영업이익률(%)	15.7	21.5	16.0	17.2	18.6
핵심영업이익률(%)	15.7	21.5	16.0	17.2	18.6
ROE(%)	21.4	23.4	15.5	19.9	17.6

## 투자 포인트 1. PP 업황 개선의 대표 수혜주

## ◎ 올해 PP 업황, 추가적 개선 전망

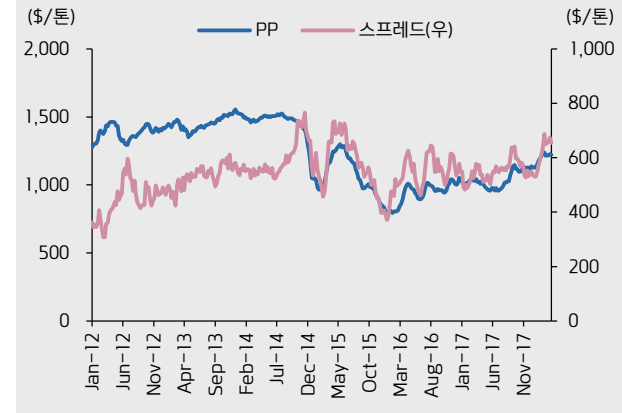
- PP 업황이 견조세를 이어가고 있음. 특히 유럽/미국 등 역외 지역은 역내 보다 수급이 더욱 타이트하여 역내 가격 보다 톤당 \$300 이상 프리미엄 거래되고 있음.
- PP는 향후 원재료인 프로필렌 증설 제한, 중국 폐플라스틱 규제, 올해 상반기 역내 크래커 정기보수 물량 증가 및 MTO/CTO 경제성 열위로 올해도 추가적인 업황 개선이 전망됨.
- 대한유화의 PP 생산능력은 47만톤으로 PP 업황 개선의 대표 수혜주임. 한편 대한유화는 올해 3분기까지 총 1,066억원을 투입하여 고부가 HDPE/PP 생산능력(+10만톤)을 확대할 계획임.

대한유화 합성수지 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 PP 가격 및 스프레드 추이



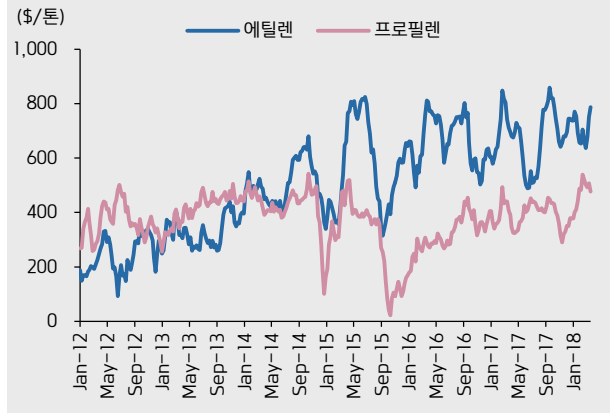
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 투자 포인트 2. 모노머 스프레드, 고공 행진 중

### ◎ 연간 20~30만톤의 에틸렌/프로필렌 외부 판매 전망

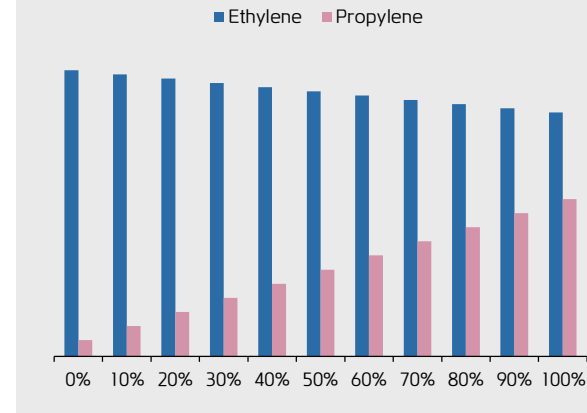
- 현재 폴리머(PE/PP)-모노머(에틸렌/프로필렌) 스프레드를 고려할 경우 모노머를 폴리머로 전환해서 파는 것 보다, 모노머를 외부 판매하는 것이 수익성 측면에서 훨씬 좋은 상황임. 대한유화는 계획된 고부가 HDPE/PP 플랜트 증설 전까지는 에틸렌/프로필렌 등 모노머의 외부 판매(수출/내수)를 확대할 계획임.
- OCU(Olefin Conversion Unit) 가동률에 따라 에틸렌/프로필렌 외부 판매량/비중 등의 변동이 있겠지만, 연간 20~30만톤의 에틸렌/프로필렌을 외부 판매할 것으로 추정됨.

국내 에틸렌/프로필렌 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

대한유화 에틸렌/프로필렌 판매량 추정(OCU 가동률)



자료: 업계, 키움증권 리서치

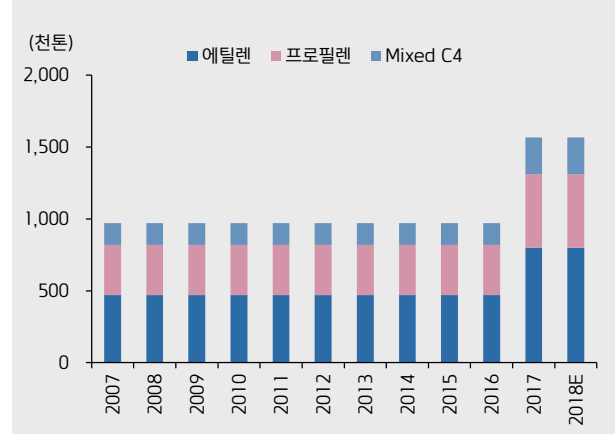


### 투자 포인트 3. 기초유분 물량 증가 효과

#### ◎ 타 기초유분, 생산능력 확대

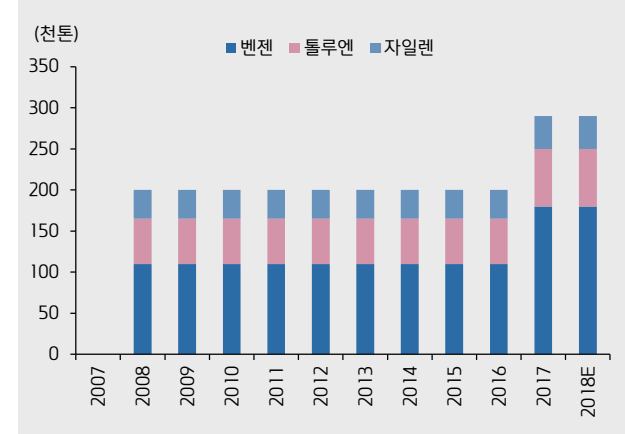
- 작년 크래커 리밸핑 완료로 에틸렌/프로필렌뿐만 아니라 Mixed C4, BTX 등 타 기초유분의 생산능력이 동시에 증가함.
- Mixed C4와 BTX의 생산능력은 크래커 리밸핑으로 각각 70%, 45% 증가함.

대한유화 주요 올레핀 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

대한유화 주요 방향족 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 실적 전망

## ◎ 올해 영업이익 4,219억원, YoY +48.4%

- 대한유화의 올해 영업이익은 4,219억원으로 작년 대비 48.4% 증가할 전망. 미국의 신증설한 에탄 크래커의 상업 가동에도 불구하고, 1) 중국 폐플라스틱 수입 제한으로 인한 Virgin 폴리머 수요 증가, 2) 여전히 견고한 신흥국 수요 증가, 3) 작년 대비 역내 스팀 크래커 정기보수 확대에 의한 올레핀 수급 타이트 지속 전망, 4) 작년 온산 크래커 트러블/사고 발생 등으로 올해 물량 측면의 기저 효과 발생
- 한편 대한유화는 올해 3분기에 고부가 PE/PP 생산능력을 10만톤 확대할 계획임. 크래커 증설로 기존 폴리머 가동률이 개선되는 가운데, 증설로 PE/PP부문의 추가적인 실적 개선 전망

## 대한유화 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	435	224	526	595	656	612	589	592	2,053	1,727	1,596	1,779	2,449
합성수지	225	157	248	246	294	273	261	285	1,231	1,089	1,022	876	1,112
기초유분/합성원료	205	64	275	344	358	338	326	302	800	624	560	889	1,324
기타	4	3	2	5	4	1	2	5	23	14	15	14	12
영업이익	108	-12	84	104	106	119	103	94	70	271	343	284	422
%	24.8%	-5.2%	15.9%	17.5%	16.2%	19.4%	17.5%	15.9%	3.4%	15.7%	21.5%	16.0%	17.2%

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 재무제표

### 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	17,270	15,964	17,794	24,487	23,882
매출원가	14,007	12,006	14,440	19,517	18,708
매출총이익	3,263	3,958	3,354	4,971	5,174
판매비및일반관리비	551	528	512	752	732
영업이익(보고)	2,712	3,430	2,842	4,219	4,442
영업이익(핵심)	2,712	3,430	2,842	4,219	4,442
영업외손익	-25	172	-41	-85	-92
이자수익	26	27	13	48	53
배당금수익	0	0	1	5	6
외환이익	74	96	54	61	64
이자비용	110	39	44	211	262
외환손실	80	77	81	88	93
관계기업지분법손익	70	75	74	100	140
투자및기타자산처분손익	8	1	-10	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	1
기타	-12	89	-49	0	0
법인세차감전이익	2,687	3,602	2,801	4,134	4,350
법인세비용	679	873	656	909	957
유효법인세율(%)	25.3%	24.2%	23.4%	22.0%	22.0%
당기순이익	2,008	2,729	2,145	3,224	3,393
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,143	3,224	3,393
EBITDA	3,352	4,074	3,793	5,109	5,393
현금이익(Cash Earnings)	2,648	3,373	3,096	4,115	4,310
조정당기순이익	2,002	2,729	2,152	3,224	3,392
순이익률(%, YoY)	-15.9	-7.6	11.5	37.6	-2.5
매출액	287.9	26.5	-17.1	48.4	5.3
영업이익(보고)	287.9	26.5	-17.1	48.4	5.3
영업이익(핵심)	287.9	26.5	-17.1	48.4	5.3
EBITDA	220.6	21.5	-6.9	34.7	4.9
지배주주지분 당기순이익	212.7	35.7	-21.2	50.5	5.2
EPS	212.7	35.7	-21.2	50.5	5.2
수정순이익	210.7	36.3	-21.1	49.8	5.2

### 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,237	3,226	2,279	3,137	4,230
당기순이익	2,687	3,602	2,801	3,224	3,393
감가상각비	640	644	951	890	917
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-2	1	28	29
자산처분손익	5	1	11	0	0
지분법손익	-70	-75	-74	-100	-140
영업활동자산부채 증감	40	-154	-799	-876	65
기타	-65	-790	-613	-29	-34
투자활동현금흐름	-1,138	-2,780	-3,063	-1,323	-1,310
투자자산의 처분	-311	-128	124	-13	1
유형자산의 취득	8	1	1	0	0
무형자산의 취득	-844	-2,627	-3,183	-1,311	-1,311
무형자산의 처분	0	-26	-4	0	0
기타	8	-1	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,359	-919	11	-762	-376
당기차입금의 증가	0	0	0	0	0
당기차입금의 증가	-1,255	-740	350	655	655
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-93	-185	-247	-247	-247
기타	-11	6	-92	354	-32
현금및현금성자산의증감	741	-473	-774	2,576	3,297
기초현금및현금성자산	603	1,344	870	97	2,673
기말현금및현금성자산	1,344	870	97	2,673	5,970
Gross Cash Flow	3,197	3,380	3,078	4,013	4,165
Op Free Cash Flow	1,863	434	-859	2,922	3,038

### 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	4,105	4,283	4,117	8,205	11,365
현금및현금성자산	1,344	870	97	2,673	5,970
유동금융자산	0	100	0	0	0
매출채권및유동채권	1,473	1,925	2,251	3,097	3,021
채권자산	1,287	1,387	1,742	2,397	2,338
기타유동금융자산	0	0	27	37	36
비유동자산	11,186	13,354	15,589	16,131	16,668
장기매출채권및기타비유동채권	11	10	20	28	27
투자자산	1,525	1,679	1,620	1,734	1,878
유형자산	9,600	11,612	13,892	14,313	14,706
무형자산	50	53	57	57	57
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	15,291	17,636	19,706	24,336	28,033
유동부채	2,888	3,189	2,602	3,240	3,168
매입채무및기타유동채무	687	1,231	1,278	1,758	1,715
당기차입금	500	430	450	450	450
유동성장기차입금	905	855	350	350	350
기타유동부채	596	674	525	682	653
비유동부채	2,247	1,517	2,372	3,387	4,009
장기매입채무및비유동채무	73	15	15	21	20
사채및장기차입금	1,199	580	1,415	2,070	2,726
기타비유동부채	975	942	942	1,296	1,264
부채총계	4,935	4,706	4,974	6,627	7,177
자본	410	410	410	410	410
주식	465	465	465	465	465
이익잉여금	7,276	9,844	11,737	14,715	17,861
기타자본	2,142	2,141	2,120	2,120	2,120
지배주주지분총계	10,293	12,861	14,732	17,709	20,855
비지배주주지분총계	62	70	0	0	0
자본총계	10,355	12,931	14,732	17,709	20,855
차입금	1,280	894	2,118	197	-2,444
총자산	2,603	1,865	2,215	2,870	3,526

### 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	30,846	41,867	32,972	49,608	52,200
BPS	158,361	197,854	226,646	272,453	320,853
주당EBITDA	51,567	62,675	58,356	78,594	82,443
CFPS	40,737	51,887	47,623	63,300	66,307
DPS	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배추배(배)					
PER	5.6	6.6	8.0	5.7	5.4
PBR	1.1	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.7	4.6	5.1	3.6	3.0
PCFR	4.2	5.3	5.5	4.5	4.3
주당이익률(%)					
영업이익률(보고)	15.7	21.5	16.0	17.2	18.6
영업이익률(핵심)	15.7	21.5	16.0	17.2	18.6
EBITDA margin	19.4	25.5	21.3	20.9	22.4
순이익률	11.6	17.1	12.1	13.2	14.2
자기자본이익률(ROE)	21.4	23.4	15.5	19.9	17.6
투자자본이익률(ROIC)	17.9	21.5	14.9	25.1	19.1
안정성(%)					
부채비율	47.7	36.4	33.8	37.4	34.4
순자산극비율	12.2	6.9	14.4	1.1	-11.7
이자보상배율(배)	24.6	88.5	63.9	20.0	16.9
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	9.4	8.5	9.2	7.8
재고자산회전율	11.6	11.9	11.4	11.8	10.1
매입채무회전율	22.6	16.6	14.2	16.1	13.8

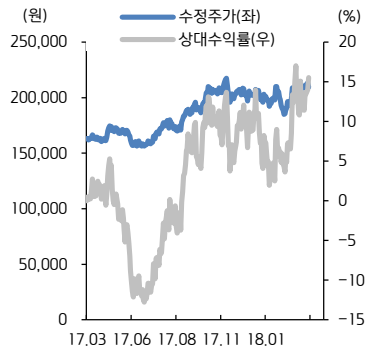


SK이노베이션(096770)

BUY (Maintain)

주가(3/23): 209,500원/TP: 280,000원

KOSPI(3/23)	2,416.76pt
시가총액	195,464억 원
52주 주가동향	최고가 217,500원 최저가 156,500원
최고/최저가 대비 등락율	-3.68% 33.87%
상대수익률	절대 상대
1M	5.0% 6.5%
6M	12.3% 11.0%
12M	28.5% 15.5%
발행주식수	93,714천주
일평균거래량(3M)	245천주
외국인 지분율	41.69%
배당수익률(18.E)	3.82%
BPS(18.E)	214,524원



## ◎ 투자 포인트

- SK루브리컨츠는 세계 윤활기유 업체 중 우수한 시장 지위를 보유하고 있으며, 고급 기유인 Group III 시장에서 약 40%의 시장 점유율을 보유하고 있음. 2014년 스페인 기유 투자 이후 대규모 투자 제한으로 SK루브리컨츠는 우수한 재무 안정성 유지 전망
- SK이노베이션과 Sinopec이 합작한 중한석화는 가동 후 업황 개선 및 중국 내 수요처 확보 등으로 높은 수익성을 유지하고 있음. 이에 7,400억원을 투자하여 2020년 하반기까지 크래커 및 다운스트림 설비를 증설할 계획
- SK이노베이션은 9개국 13개 광구에서 5.3억만 BOE의 원유 매장량을 확보하고 있음.
- SK이노베이션은 사업 다각화를 위하여, 배터리/분리막의 공격적 투자를 진행하고 있음.

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	483,563	395,205	462,609	509,762	488,602
보고영업이익(억원)	19,796	32,283	32,344	33,032	35,066
핵심영업이익(억원)	19,796	32,283	32,344	33,032	35,066
EBITDA(억원)	29,311	41,427	41,344	41,517	44,056
세전이익(억원)	16,541	24,234	32,348	34,975	36,880
순이익(억원)	8,677	17,214	21,451	27,280	28,766
지배주주지분순이익(억원)	8,149	16,713	21,038	27,165	28,645
EPS(원)	8,696	17,834	22,449	28,987	30,566
증감율(%)	N/A	105.1	25.9	29.1	5.4
PER(배)	14.9	8.2	9.1	7.2	6.9
PBR(배)	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	5.5	3.6	5.0	4.9	4.4
보고영업이익률(%)	4.1	8.2	7.0	6.5	7.2
핵심영업이익률(%)	4.1	8.2	7.0	6.5	7.2
ROE(%)	5.2	9.7	11.4	13.4	12.9

## 투자 포인트 1. 윤활기유, 지역적 다각화된 생산 기반 확보

## ◎ 윤활기유, 울산/스페인/인도네시아 생산 거점 확보

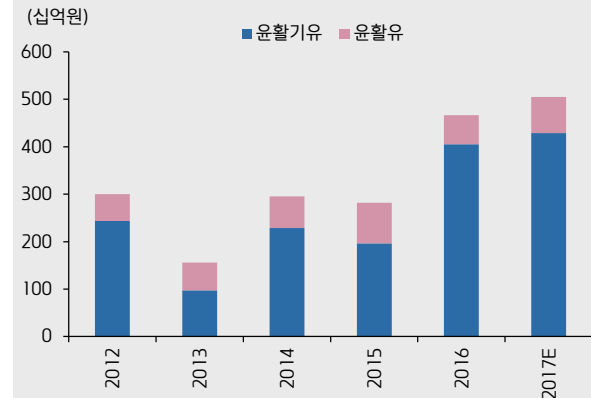
- SK루브리컨츠는 세계 윤활기유 업체 중 우수한 시장 지위를 보유하고 있으며, 고급 기유인 Group III 시장에서 약 40%의 시장 점유율을 보유하고 있음. 분할 이후 증설과 합작을 통하여 울산 4.8만B/D, 스페인 1.3만B/D, 인도네시아 0.9만B/D의 생산설비를 보유하며, 지역적으로 다각화된 생산 기반을 갖추고 있음.
- 역내/외 윤활기유 증설 확대에도 불구하고, 고급 기유 일수록 수요자의 요구 조건에 맞춘 품질 조건이 요구되어, 관성적인 구매 패턴이 이어지고 있음.
- 2014년 스페인 기유 투자 이후 대규모 투자 제한으로 SK루브리컨츠는 우수한 재무 안정성 유지 전망

SK루브리컨츠 윤활기유 생산 설비 현황

구분	위치	JV 파트너	지분율	생산능력 (B/D)
#1 LBO(HBO)	울산	-	-	10,000
#2 LBO	울산	-	-	12,500
#3 LBO (유베이스 매뉴팩처링아시아)	울산	JX에너지(일본)	7:3	26,000
PT.Patra	인도네시아	PT.Pertamina (인도네시아)	6.5:3.5	9,000
ILBOC	스페인	REPSOL(스페인)	7:3	13,300

자료: 업계, 키움증권 리서치

SK루브리컨츠 영업이익 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 투자 포인트 2. 중한석화, 크래커 확장 계획

### ◎ 중한석화, 크래커 80만톤에서 110만톤으로 확대

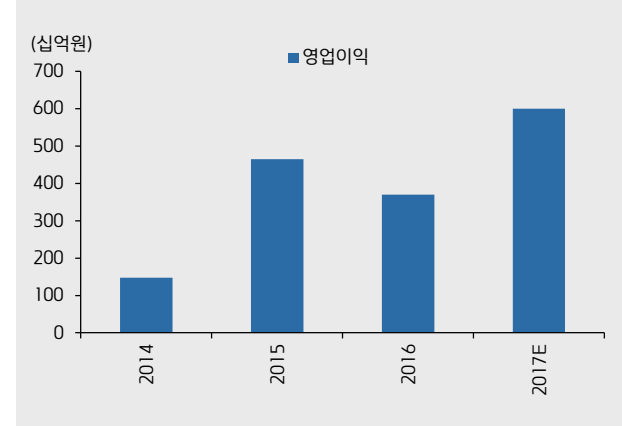
- SK이노베이션과 중국 Sinopec이 합작한 중한석화는 가동 후 업황 개선 및 중국 내 수요처 확보 등으로 높은 수익성을 유지하고 있음.
- 이에 7,400억원을 투자하여 2020년 하반기까지 NCC(에틸렌 +30만톤) 및 다운스트림 설비(HDPE +30만톤, PP +30만톤, 부타디엔 +6만톤 등)를 증설할 계획임. 이에 2020년 중국 내 NCC 설비 생산능력은 2위권으로 상승할 전망
- 한편 현재 80만톤 규모의 NCC를 보유한 중한석화는 작년 6,000억원 가량의 영업이익을 기록하였음.

2020년 중국 내 NCC 설비 생산능력 순위 전망

구분	업체명	생산능력(천톤)
1	Secco	1,200
2	중한석화	1,100
2	Fujian Ref & Chem	1,100
3	Sinopec/Sabic JV	1,000
4	Yanshan PC	820

자료: 업계, 키움증권 리서치

중한석화 영업이익 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치



### 투자 포인트 3. 석유개발 사업, 전통/비전통 포트폴리오 구축

#### ◎ 석유개발, 9개국 13개 광구에서 5.3억 BOE의 매장량 확보

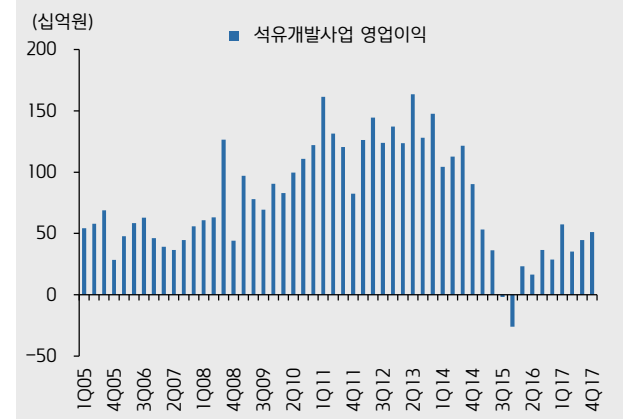
- SK이노베이션은 9개국 13개 광구에서 5억3천만 BOE(석유환산배럴)의 원유 매장량을 확보해 일평균 5.5만 BOE를 생산하고 있음.
- SK이노베이션은 2014년부터 미국에서 2.5천 BOE의 셰일오일(그랜트/가필트/크레인 카운티)을 생산 중에 있으며, 미국 롱펠로사 지분 인수로 전통/비전통 석유개발 포트폴리오를 확보할 계획
- 남중국해 원유 탐사 성공으로 중장기적으로 남중국해에서 석유생산 플랫폼을 구축할 예정
- 한편 유가 하락으로 급락하였던 SK이노베이션의 석유개발 사업 영업이익은 최근 유가 반등으로 회복세를 보이고 있음.

SK이노베이션 자원개발사업 현황

구분	국가	광구	참여년도
생산광구(7개)	페루	Block 8	1996
		Camisea(Block 88)	2000
		Block 56	2004
	베트남	Block 15-1	1998
	리비아	NC 174	2000
	미국	SK Plymouth	2014
		SK Permian	2014
생산광구(6개)	베트남	Block 15-1/05	2007
		Block 123	2008
	중국	04/20	2015
		17/03	2015
		17/08	2017
LNG	호주	WA 34R	1998
	오만	Oman LNG	1996
	예멘	Yemen LNG	1997
	카타르	Ras Laffan LNG	1999
	페루	Peru LNG	2003

자료: 업계, 키움증권 리서치

SK이노베이션 석유개발사업 영업이익 추이



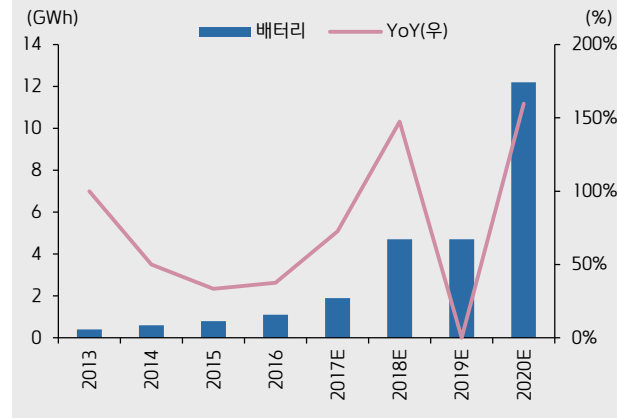
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 투자 포인트 4. 화끈한 투자로 체질이 변하고 있다

## ◎ SK이노베이션, 배터리/분리막 공격적 투자 진행

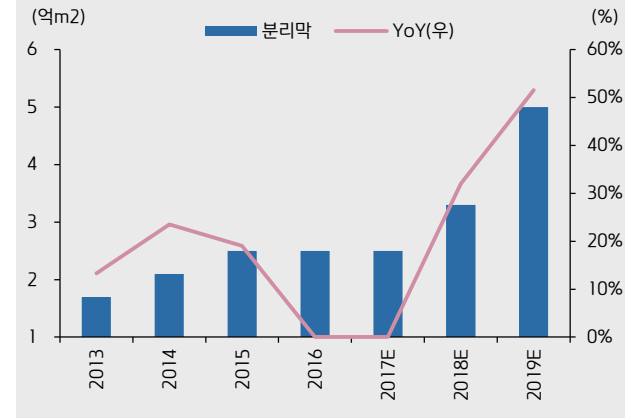
- SK이노베이션은 유럽에 배터리 생산 공장을 건설하고 있음. 동 라인은 2020년 초부터 본격적인 양산에 들어갈 전망. 또한 SK이노베이션은 약 500억원을 추가 투자하여 서산 7호기를 건설할 계획임.
- SK이노베이션은 중국을 중심으로 급성장하는 전기차 수요 증가로 인하여 현재 총 9개 분리막 라인을 100% 가동하고 있음. 추가 투자를 통하여 10/11호기를 증설 중에 있음.

SK이노베이션 배터리 생산능력 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

SK이노베이션 분리막 생산능력 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 투자 포인트 4. 화끈한 투자로 체질이 변하고 있다

## ◎ SK이노베이션, 2020년 EV용 배터리 생산능력 12.2GWh

- SK이노베이션의 EV용 배터리 생산능력은 2016년 1.1GWh에서 올해 4.7GW, 2020년 12.2GWh로 증가할 전망

## SK이노베이션 배터리 실적 추정

구분	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
환율	1,095	1,050	1,100	1,170	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150
생산능력(시차조정)	0.4	0.6	0.8	0.9	1.5	3.3	4.7	8.5	13.6	18.2	28.5	41.1	52.8
생산능력(연말)	0.4	0.6	0.8	1.1	1.9	4.7	4.7	12.2	15.0	21.3	35.7	46.4	59.3
가동률(%)	20%	20%	56%	70%	60%	60%	60%	60%	61%	62%	63%	64%	65%
생산량(GWh)	0.1	0.1	0.4	0.6	0.9	2.0	2.8	5.1	8.3	11.3	18.0	26.3	34.3
단가(\$/KWh)	400	381	363	330	227	211	197	184	171	159	148	137	126
YoY(%)	-5%	-5%	-5%	-9%	-31%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-8%
매출액(십억원)	35	48	178	232	235	480	639	1,073	1,632	2,060	3,058	4,140	4,977
영업이익(십억원)	-13	-18	-44	-56	-40	-46	-32	-54	104	119	238	350	369
영업이익률(%)	-37%	-37%	-25%	-24%	-17%	-10%	-5%	-5%	6%	6%	8%	8%	7%
이자비용(십억원)	-1	-1	-1	-1	-3	-10	0	-27	-10	-23	-52	-39	-46
세전이익(십억원)	-14	-19	-45	-57	-43	-57	-32	-81	93	96	186	311	323
TAX(십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	-19	-19	-37	-62	-65
세후이익(십억원)	-14	-19	-45	-57	-43	-57	-32	-81	75	77	149	249	258
Capex(십억원)	18	18	18	27	72	252	0	675	253	569	1,292	965	1,157
감가상각비(십억원)	6	9	12	17	29	71	71	183	225	320	535	696	889
FCF(십억원)	-14	-19	-45	-57	-43	-57	-32	-81	75	77	149	249	258

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 투자 포인트 4. 화끈한 투자로 체질이 변하고 있다

## ◎ 2019년 분리막 생산능력, 5억m2로 확대 계획

- SK이노베이션은 10/11호기 분리막 라인 증설에 이어, 약 1,500억원을 투자해 2개 라인(12/13호기)을 재차 증설할 계획. 이에 SK이노베이션의 분리막 생산능력은 2019년 5억m2로 증가하며, 습식 분리막 시장에서 Asahi Kasei에 이어 세계 2위권 업체의 지위를 공고히 할 것으로 보임.
- 한편 분리막이 속한 정보전자소재부문의 작년 실적은 매출액 3,209억원, 영업이익 711억원(OPM: 22.2%)을 기록하였음.

## SK이노베이션 분리막 실적 추정

구분	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
환율	1,095	1,050	1,100	1,170	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150
생산능력(억m2)	1.7	2.1	2.5	2.5	2.5	3.3	5.0	5.0	6.3	7.9	9.5	11.4	13.5
YoY(%)	13%	24%	19%	0%	0%	32%	52%	0%	25%	26%	21%	20%	18%
가동률(%)	90%	70%	76%	76%	90%	80%	80%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
생산량(억m2)	1.5	1.5	1.9	1.9	2.3	2.6	4.0	4.5	5.6	7.1	8.6	10.3	12.1
단가(\$/m2)	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
YoY(%)	0%	0%	0%	18%	0%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%
매출액(십억원)	128	118	160	200	233	254	358	374	436	511	573	639	703
Capex(십억원)	20	40	40	0	0	80	170	0	126	163	162	190	209
감가상각비(십억원)	28	35	42	42	42	55	83	75	88	95	114	137	162

자료: 업계, 키움증권 리서치

## 실적 전망

## ◎ 올해 영업이익 3조3,032억원, 3년 연속 3조원 대 영업이익 달성 전망

- SK이노베이션의 올해 영업이익은 3조3,032억원으로 작년 대비 2.1% 증가할 전망. 1) 역내/외 정제설비 신증설 제한 및 세계 재고 감소 등으로 정제마진의 견조세가 이어질 전망, 2) 폴리에스터 시황 개선으로 중국 TPA 신설/재가동으로 견조한 PX 스프레드 지속 전망, 3) 중국 폐플라스틱 스크랩 수입 제한으로 Virgin 폴리머 수요 확대, 4) 유가 상승으로 인한 석유개발사업 실적 개선 예상
- 한편 작년 대비 상각 처리 자산 제한으로 세전이익/순이익 증가폭은 더욱 커질 전망

## SK이노베이션 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17E	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2014	2015	2016	2017	2018E
매출액	11,387	10,561	11,759	12,554	13,749	12,829	12,285	12,113	65,861	48,356	39,521	46,261	50,976
에너지	8,064	7,388	8,429	9,457	10,314	9,594	9,165	9,117	49,056	35,300	28,370	33,337	38,191
종합화학	2,333	2,164	2,292	2,550	2,234	2,076	1,984	1,877	12,639	9,288	7,687	9,339	8,171
루브리컨츠	729	757	750	812	952	885	846	842	2,988	2,622	2,536	3,047	3,525
이노베이션/기타	262	252	289	301	249	273	290	277	1,204	1,150	928	1,103	1,089
영업이익	1,004	421	964	845	855	826	714	908	-183	1,980	3,228	3,234	3,303
%OP	8.8%	4.0%	8.2%	6.7%	6.2%	6.4%	5.8%	7.5%	-0.3%	4.1%	8.2%	7.0%	6.5%
에너지	454	12.5	526	509	377	400	348	551	-992	1,299	1,939	1,502	1,676
종합화학	455	334	326	263	347	309	287	279	359	431	919	1,377	1,222
루브리컨츠	95	120	144	146	144	134	98	97	290	295	469	505	473
이노베이션/기타	1	-45	-33	-73	-13	-17	-19	-19	119	-45	-98	-150	-67

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 재무제표

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	483,563	395,205	462,609	509,762	488,602
매출원가	441,968	345,617	409,052	459,908	437,412
매출총이익	41,595	49,588	53,557	49,854	51,190
판매비및일반관리비	21,799	17,305	21,213	16,822	16,124
영업이익(보고)	19,796	32,283	32,344	33,032	35,066
영업이익(핵심)	19,796	32,283	32,344	33,032	35,066
영업외손익	-3,254	-8,050	-4	1,943	1,814
이자수익	565	855	760	720	726
배당금수익	91	92	86	116	117
외환이익	12,477	13,066	12,113	8,241	7,480
이자비용	2,676	2,530	2,063	2,114	2,362
외환손실	14,267	13,446	11,108	7,227	6,416
관계기업지분법손익	2,570	-1,240	3,113	3,377	3,415
투자및기타자산처분손익	-11	-170	-171	-194	-203
금융상품평가및기타금융이익	523	-943	-1,488	-465	-455
기타	-2,527	-3,734	-1,239	-510	-489
법인세감전이익	16,541	24,234	32,348	34,975	36,880
법인세비용	6,566	7,019	10,791	7,694	8,114
유효법인세율(%)	39.7%	29.0%	33.4%	22.0%	22.0%
당기순이익	8,677	17,214	21,451	27,280	28,766
지배주주지분순이익(억원)	8,149	16,713	21,038	27,165	28,645
EBITDA	29,311	41,427	41,344	41,517	44,056
당기순이익(Cash Earnings)	18,192	26,358	30,452	35,665	37,756
조정당기순이익	8,368	18,004	22,556	27,940	29,425
조정율(%, YoY)					
매출액	-26.6	-18.3	17.1	10.2	-4.2
영업이익(보고)	N/A	63.1	0.2	2.1	6.2
영업이익(핵심)	N/A	63.1	0.2	2.1	6.2
EBITDA	386.8	41.3	-0.2	0.4	6.1
지배주주지분 당기순이익	N/A	105.1	25.9	29.1	5.4
EPS	N/A	105.1	25.9	29.1	5.4
수정순이익	N/A	115.2	25.3	23.9	5.3

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	40,857	36,778	21,802	29,378	36,012
당기순이익	8,677	17,214	21,451	27,280	28,766
감가상각비	8,032	7,991	7,910	7,475	8,054
무형자산상각비	1,483	1,153	1,090	1,010	935
외환손익	445	293	-755	-1,014	-1,064
자산처분손익	518	287	392	194	203
지분법손익	-490	-854	-1,706	-3,377	-3,415
영업활동자산부채 증감	15,605	2,680	-12,142	-3,532	1,585
기타	6,588	8,014	5,562	1,341	948
투자활동현금흐름	-13,454	-20,561	-10,661	-20,663	-18,787
투자자산의 처분	-7,636	-14,337	6,374	-2,781	1,247
무형자산의 취득	1,002	404	745	0	0
유형자산의 취득	-4,488	-6,070	-9,384	-18,000	-18,000
무형자산의 처분	-2,444	-545	-697	0	0
기타	-112	-19	-770	119	-35
재무활동현금흐름	-27,383	-20,186	-16,707	-747	-569
당기차입금의 증가	-26,294	-3,677	2,234	0	0
당기차입금의 감소	-1,389	-12,009	-11,341	7,200	7,200
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-4,513	-7,566	-7,456	-7,456
기타	0	12	-35	1,003	-313
현금및현금성자산의증감	811	-3,755	-6,405	9,462	18,656
기초현금및현금성자산	29,386	30,197	26,442	20,037	29,500
기말현금및현금성자산	30,197	26,442	20,037	29,500	48,156
Gross Cash Flow	25,253	34,097	33,944	32,910	34,428
Op Free Cash Flow	30,127	28,141	8,331	19,985	27,641

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	128,422	149,877	162,192	186,144	198,297
현금및현금성자산	30,197	26,442	20,037	29,500	48,156
유형자산	18,325	31,115	23,394	25,778	24,708
매출채권및유동채권	44,017	47,595	58,802	64,795	62,106
재고자산	35,598	44,453	59,786	65,880	63,146
기타유동비금융자산	286	273	173	191	183
비유동자산	185,177	175,936	180,244	192,922	205,105
장기매출채권및기타비유동채권	217	248	285	314	301
투자자산	26,784	25,673	28,203	31,649	35,003
유형자산	139,142	136,035	135,872	146,397	156,343
무형자산	16,631	12,723	15,208	14,199	13,263
기타비유동자산	2,404	1,258	675	363	195
자산총계	313,598	325,813	342,436	379,065	403,402
유동부채	74,940	87,365	99,548	108,150	104,290
매입채무및기타유동채무	50,808	65,288	78,110	86,071	82,499
단기차입금	3,893	219	2,429	2,429	2,429
유동성장기차입금	16,554	16,781	12,724	12,724	12,724
기타유동부채	3,684	5,077	6,285	6,926	6,638
비유동부채	68,195	55,397	49,795	57,998	64,884
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
유형자산의 처분	61,301	48,697	40,626	47,826	55,026
기타비유동부채	6,894	6,700	9,168	10,171	9,858
부채총계	143,135	142,763	149,343	166,148	169,174
자본	170,463	183,050	193,093	212,917	234,228
주식매입회차금	4,686	4,686	4,686	4,686	4,686
주식매입회차금	56,832	56,832	56,832	56,832	56,832
이익잉여금	94,496	106,708	120,417	140,599	162,203
기타자본	2,883	2,805	-1,077	-1,077	-1,077
지배주주지분자본총계	158,897	171,032	180,858	201,039	222,644
비지배주주지분자본총계	11,566	12,019	12,236	11,878	11,584
자본총계	170,463	183,050	193,093	212,917	234,228
차입금	33,227	8,140	12,348	7,702	-2,684
총자산	81,748	65,697	55,779	62,979	70,179

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	8,696	17,834	22,449	28,987	30,566
BPS	169,556	182,504	192,989	214,524	237,578
주당EBITDA	31,277	44,206	44,118	44,302	47,011
CFPS	19,412	28,126	32,494	38,164	40,289
DPS	4,800	6,400	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	14.9	8.2	9.1	7.2	6.9
PBR	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.5	3.6	5.0	4.9	4.4
PCF	6.7	5.2	6.3	5.5	5.2
주당이익률(%)					
영업이익률(보고)	4.1	8.2	7.0	6.5	7.2
영업이익률(핵심)	4.1	8.2	7.0	6.5	7.2
EBITDA margin	6.1	10.5	8.9	8.1	9.0
순이익률	1.8	4.4	4.6	5.4	5.9
자기자본이익률(ROE)	5.2	9.7	11.4	13.4	12.9
투자자본이익률(ROIC)	6.0	13.0	12.1	17.3	17.4
안정성(%)					
부채비율	84.0	78.0	77.3	78.0	72.2
순자산극비율	19.5	4.4	6.4	3.6	-1.1
이자보상배율(배)	7.4	12.8	15.7	15.6	14.8
활동성(배)					
매출채권회전율	9.0	8.6	8.7	8.2	7.7
재고자산회전율	11.0	9.9	8.9	8.1	7.6
매입채무회전율	8.2	6.8	6.5	6.2	5.8

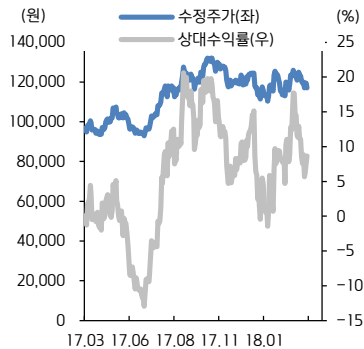


S-Oil(010950)

BUY (Maintain)

주가(3/23): 117,000원/TP: 155,000원

KOSPI(3/23)	2,416.76pt
시가총액	135,603억 원
52주 주가동향	최고가 132,000원 최저가 92,900원
최고/최저가 대비 등락율	-11.36% 25.94%
상대수익률	절대 상대
1M	-1.7% -0.3%
6M	-2.5% -3.6%
12M	20.9% 8.7%
발행주식수	116,605천 주
일평균거래량(3M)	297천주
외국인 지분율	74.88%
배당수익률(18.E)	5.04%
BPS(18.E)	63,736원



## ◎ 투자 포인트

- 올해 세계 정제설비 순증 물량은 68만B/D로 양호한 수급 상황이 지속될 전망이다. 한편 올해 상반기 세계 정제설비의 정기보수 계획 확대로 올해 2분기 정제마진의 추가적 개선 전망
- PX는 올해 베트남, 사우디 설비의 신규 가동에도 불구하고, 중국 폴리에스터 업황 개선에 따른 수요 개선으로 올해 추가적인 스프레드 개선이 전망됨. 또한 올해 하반기에도 역내 PX 정기보수 확대로 견고한 수익성을 지속할 전망
- 약 5조원이 투자되는 S-Oil의 RUC/ODC 프로젝트는 올해 4월 기계적 완공을 할 전망. 램프업 되는 시차를 고려 시 올해 4분기 이후 실적에 반영될 전망

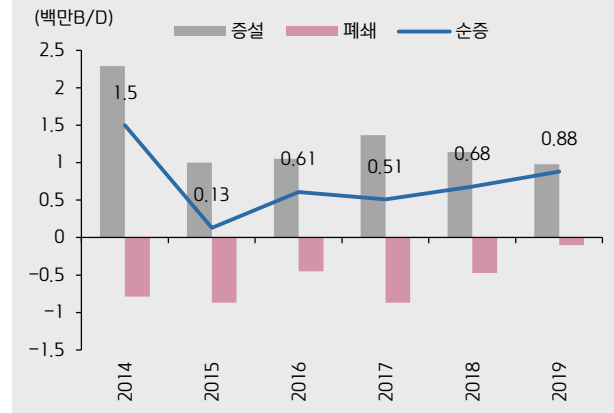
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	178,903	163,218	208,914	227,255	239,532
보고영업이익(억원)	8,176	16,169	13,733	17,879	20,436
핵심영업이익(억원)	8,176	16,169	13,733	17,879	20,436
EBITDA(억원)	10,908	19,036	16,674	20,708	23,819
세전이익(억원)	8,127	15,751	16,449	16,362	18,692
순이익(억원)	6,313	12,054	12,465	12,762	14,580
지배주주지분순이익(억원)	6,313	12,054	12,465	12,762	14,580
EPS(원)	5,414	10,337	10,690	10,945	12,504
증감율(%)	N/A	90.9	3.4	2.4	14.2
PER(배)	14.7	8.2	10.9	10.7	9.4
PBR(배)	1.7	1.5	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA(배)	9.2	5.4	9.7	8.4	7.1
보고영업이익률(%)	4.6	9.9	6.6	7.9	8.5
핵심영업이익률(%)	4.6	9.9	6.6	7.9	8.5
ROE(%)	12.3	20.5	18.8	17.9	18.7

## 투자 포인트 1. 정유, 수급 타이트 지속 전망

## ◎ 올해 정제설비 순증 물량, 68만B/D에 불과

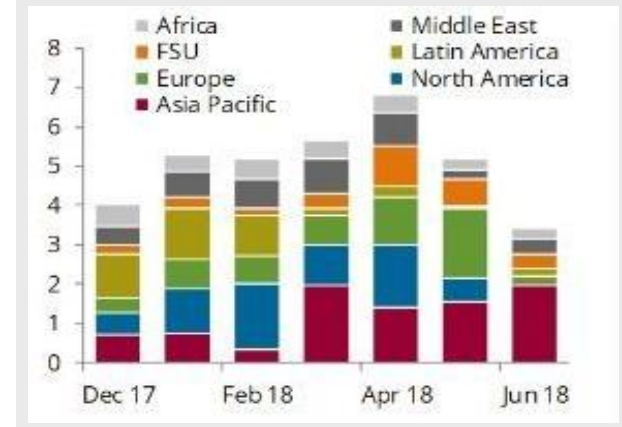
- 올해 세계 정제설비 순증 물량은 68만B/D으로 양호한 수급 상황이 지속될 전망. 또한 향후 시행될 IMO 선박유 황함량 규제는 S-Oil과 같은 복합 정유사 마진 확대를 유발할 전망
- 한편 올해 상반기 세계 정제설비의 정기보수 계획 확대로 올해 2분기 정제마진 추가적 개선 전망

세계 정제설비 증설/폐쇄 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

올해 상반기 세계 정제설비 정기보수 계획



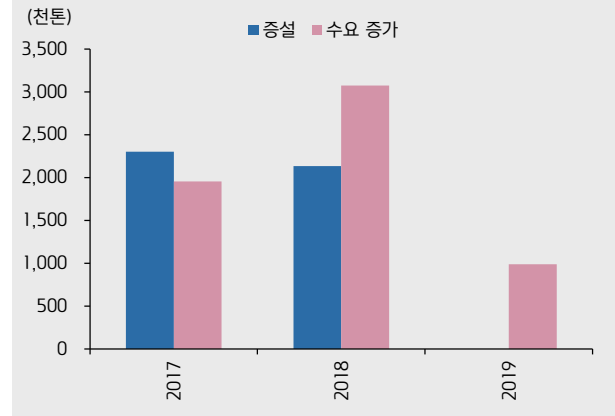
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 투자 포인트 2. PX, 수급 타이트 현상 발생

## ◎ PX, 올해 견고한 스프레드 지속 전망

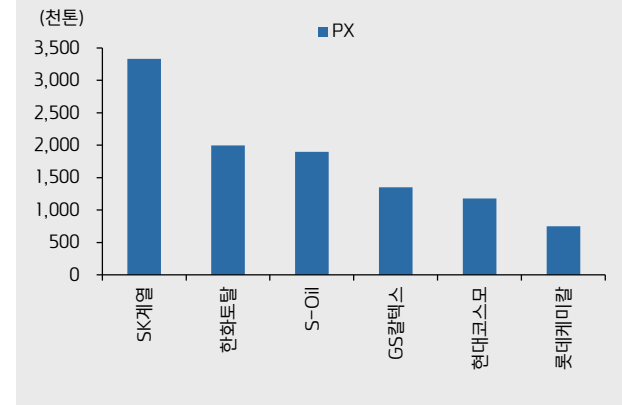
- PX는 올해 베트남, 사우디 설비의 신규 가동에도 불구하고, 중국 폴리에스터 업황 개선에 따른 수요 개선으로 올해 추가적인 스프레드 개선이 전망됨. 한편 올해 하반기에도 정기보수 확대로 PX는 견고한 수익성을 지속할 전망
- S-Oil의 PX 생산능력은 190만톤으로 국내 3위권 생산능력을 보유하고 있음.

아시아 중동 PX 증설 및 수요 증가 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 업체별 PX 생산능력 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

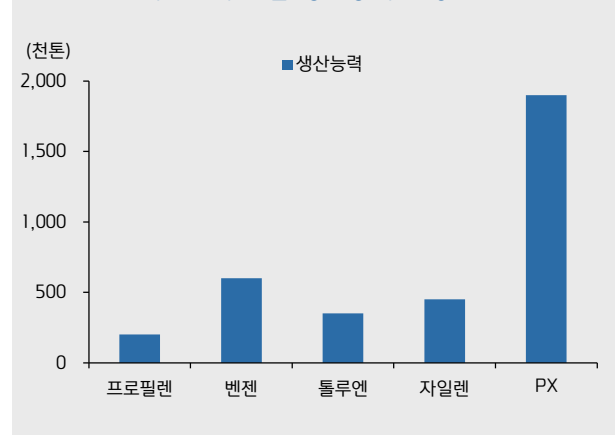


## 투자 포인트 3. 올해 RUC/ODC 프로젝트 상업 가동

## ◎ RUC/ODC 프로젝트, 제품 포트폴리오 개선 효과

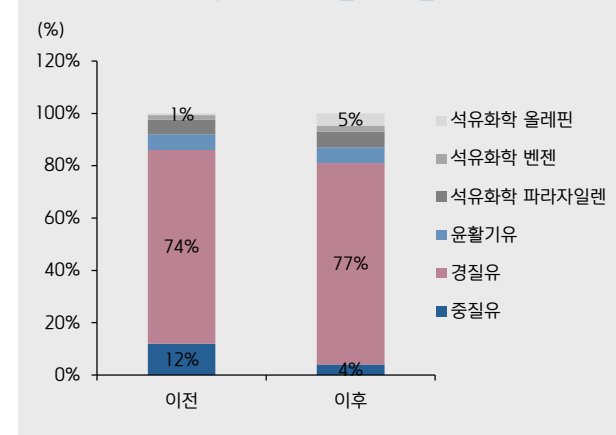
- 약 5조원이 투자되는 S-Oil의 HS-FCC/석유화학(PO/PP) 프로젝트는 올해 4월 기계적 완공을 할 전 망임. 램프업 되는 시차를 고려 시 올해 4분기 이후 실적에 반영될 전망
- 이번 고도화 설비 및 석유화학 설비 확보로 전반적인 제품 포트폴리오 개선 효과 발생
- S-Oil의 RUC/ODC 프로젝트는 잔사유를 탈황시설, 분해공정 등 첨단 고도화 시설을 통하여 휘발유와 옥탄가 향상제(MTBE)를 제조. 2020년 이후 IMO의 황 함유량 규제에 따른 반사 수혜 전망

기존 S-Oil 석유화학 제품 생산능력 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

RUC/ODC 프로젝트 전후 제품 포트폴리오 변화



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 실적 전망

## ◎ 올해 영업이익 1조7,879억원, YoY +30.2%

- S-Oil의 올해 영업이익은 1조7,879억원으로 작년 대비 30.2% 증가할 전망. 1) 역내/외 정제설비 신증 설 제한 및 세계 재고 감소 등으로 정제마진의 견조세가 이어질 전망, 2) 폴리에스터 시장 개선으로 중국 TPA 신설/재가동으로 견조한 PX 스프레드 지속 전망, 3) RUC/ODC 프로젝트 완공으로 물량 증가 및 포트폴리오 개선 효과가 발생

## S-Oil 실적 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015	2016	2017	2018E
매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,775	5,331	5,771	5,849	17,890	16,322	20,891	22,725
정유	4,044	3,699	4,107	4,562	4,690	4,282	4,591	4,570	14,054	12,464	16,412	18,133
석유화학	771	561	700	532	532	532	532	532	2,496	2,544	2,864	2,963
유탄기유	385	406	405	378	378	378	378	378	1,340	1,314	1,615	1,629
영업이익	333	117	553	369	539	586	201	461	818	1,617	1,373	1,788
%OP	6.4%	2.5%	10.6%	6.4%	9.3%	11.0%	3.5%	7.9%	4.6%	9.9%	6.6%	7.9%
정유	100	-85	336	332	319	380	9	207	278	759	684	914
석유화학	140	73	91	39	118	101	109	166	287	517	341	494
유탄기유	84	129	126	88	103	106	83	88	316	418	428	380

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 재무제표

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	178,903	163,218	208,914	227,255	239,532
매출원가	164,388	140,209	187,831	199,694	207,598
매출총이익	14,515	23,010	21,082	27,561	31,934
판매비및일반관리비	6,339	6,841	7,350	9,683	11,498
영업이익(보고)	8,176	16,169	13,733	17,879	20,436
영업이익(핵심)	8,176	16,169	13,733	17,879	20,436
영업손익	-49	-418	2,716	-1,517	-1,744
이자수익	350	545	524	301	320
배당금수익	0	8	12	50	54
외환이익	3,878	4,349	5,687	4,349	4,436
이자비용	358	563	583	681	768
외환손실	5,165	5,021	3,271	5,021	5,121
관계기업지분법손익	98	66	51	50	50
투자및기타자산처분손익	-11	-17	-6	0	0
금융상품평가및기타금융이익	550	-319	349	-564	-715
기타	610	534	-48	0	0
법인세차감전이익	8,127	15,751	16,449	16,362	18,692
법인세비용	1,814	3,697	3,984	3,600	4,112
유효법인세율(%)	22.3%	23.5%	24.2%	22.0%	22.0%
당기순이익	6,313	12,054	12,465	12,762	14,580
지배주주지분순이익(억원)	6,313	12,054	12,465	12,762	14,580
EBITDA	10,908	19,036	16,674	20,708	23,819
당기순이익(Cash Earnings)	9,045	14,921	15,407	15,592	17,962
조정당기순이익	5,895	12,311	12,205	13,327	15,295
순이익(%, YoY)					
매출액	-37.4	-8.8	28.0	8.8	5.4
영업이익(보고)	N/A	97.8	-15.1	30.2	14.3
영업이익(핵심)	N/A	97.8	-15.1	30.2	14.3
EBITDA	2,081.6	74.5	-12.4	24.2	15.0
지배주주지분 당기순이익	N/A	90.9	3.4	2.4	14.2
EPS	N/A	90.9	3.4	2.4	14.2
수정순이익	N/A	108.8	-0.9	9.2	14.8

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	24,756	17,220	11,433	14,305	17,042
당기순이익	6,313	12,054	12,465	12,762	14,580
감가상각비	2,642	2,784	2,854	2,755	3,320
무형자산상각비	90	83	88	74	63
외환손익	106	988	-803	672	686
자산처분손익	731	841	246	0	0
지분법손익	-98	-66	-51	-50	-50
영업활동자산부채 증감	14,719	-1,882	-2,363	-1,225	-820
기타	252	2,418	-1,002	-684	-736
투자활동현금흐름	-28,019	-19,689	-8,322	-20,754	-6,117
투자자산의 처분	-20,526	-9,357	16,022	-1,668	-1,117
유형자산의 취득	34	71	26	0	0
무형자산의 취득	-6,544	-10,636	-24,141	-19,086	-5,000
기타	-951	319	-216	0	0
재무활동현금흐름	-1,841	8,111	-5,983	6,660	-3,256
당기차입금의 증가	0	0	0	0	0
당기차입금의 상환	-559	10,208	2,051	13,360	3,500
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,282	-2,096	-8,034	-6,870	-6,870
기타	0	0	0	170	114
현금및현금성자산의증감	-5,103	5,662	-2,874	211	7,669
기초현금및현금성자산	7,115	2,012	7,674	4,801	5,011
기말현금및현금성자산	2,012	7,674	4,801	5,011	12,681
Gross Cash Flow	10,037	19,102	13,796	15,530	17,862
Op Free Cash Flow	17,227	2,656	-13,169	397	17,999

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	56,898	79,744	67,748	73,486	84,854
현금및현금성자산	2,012	7,674	4,801	5,011	12,681
유형자산	25,259	34,458	17,424	18,953	19,977
매출채권및유동채권	13,640	13,377	17,617	19,164	20,199
채권자산	15,987	24,234	27,907	30,358	31,997
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	51,057	59,846	83,126	99,625	101,464
장기매출채권및기타비유동채권	1,936	678	483	526	554
투자자산	1,341	1,515	1,904	2,105	2,298
유형자산	47,308	57,108	79,687	96,018	97,698
무형자산	472	545	1,052	977	914
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	107,955	139,590	150,875	173,111	186,318
유동부채	32,222	48,328	45,444	48,230	50,094
매입채무및기타유동채무	15,834	22,585	28,834	31,365	33,059
단기차입금	15,825	17,886	13,554	13,554	13,554
유동성장기차입금	55	3,573	142	142	142
기타유동부채	508	4,284	2,915	3,170	3,340
비유동부채	21,835	27,347	37,004	50,563	54,195
장기매입채무및비유동채무	236	270	322	350	369
사채및장기차입금	20,073	25,636	34,747	48,107	51,607
기타비유동부채	1,526	1,440	1,935	2,105	2,298
부채총계	54,056	75,674	82,448	98,792	104,290
자본	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
주식보통주	3,792	3,792	3,792	3,792	3,792
이익잉여금	37,431	47,454	51,981	57,874	65,584
기타자본	9,761	9,755	9,738	9,738	9,738
지배주주지분부채총계	53,899	63,916	68,426	74,319	82,029
비지배주주지분부채총계	0	0	0	0	0
자본총계	53,899	63,916	68,426	74,319	82,029
차입금	8,681	4,962	26,218	37,838	32,644
총자산	35,952	47,095	48,442	61,802	65,302

## 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,414	10,337	10,690	10,945	12,504
BPS	46,224	54,814	58,682	63,736	70,348
주당EBITDA	9,355	16,326	14,300	17,759	20,427
CFPS	7,757	12,796	13,213	13,371	15,404
DPS	2,400	6,200	5,900	5,900	5,900
주가배수(배)					
PER	14.7	8.2	10.9	10.7	9.4
PBR	1.7	1.5	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	9.2	5.4	9.7	8.4	7.1
PCR	10.2	6.6	8.9	8.7	7.6
주당이익(%)					
영업이익률(보고)	4.6	9.9	6.6	7.9	8.5
영업이익률(핵심)	4.6	9.9	6.6	7.9	8.5
EBITDA margin	6.1	11.7	8.0	9.1	9.9
순이익률	3.5	7.4	6.0	5.6	6.1
자기자본이익률(ROE)	12.3	20.5	18.8	17.9	18.7
투자자본이익률(ROIC)	9.4	18.8	12.8	17.4	18.1
안정성(%)					
부채비율	100.3	118.4	120.5	132.9	127.1
순자산대비부채비율	16.1	7.8	38.3	50.9	39.8
이자보상배율(배)	22.8	28.7	23.6	26.3	26.6
활동성(배)					
매출채권회전율	10.2	12.1	13.5	12.4	12.2
재고자산회전율	8.9	8.1	8.0	7.8	7.7
매입채무회전율	11.2	8.5	8.1	7.6	7.4

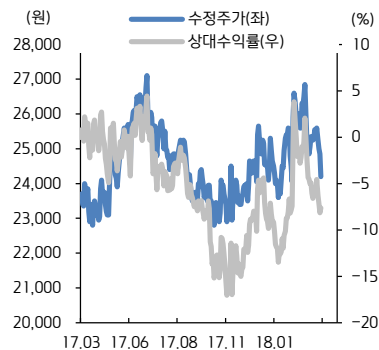


# 휴켄스(069260)

BUY (Maintain)

주가(3/23): 24,200원/TP: 32,000원

KOSPI(3/23)	2,416.76pt	
시가총액	9,893억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	27,100원	22,800원
최고/최저가 대비 등락율	-10.70%	6.14%
상대수익률	절대	상대
	1M	-8.0%
	6M	2.5%
	12M	2.8%
발행주식수	40,879천주	
일평균거래량(3M)	95천주	
외국인 지분율	13.80%	
배당수익률(18.E)	4.96%	
BPS(18.E)	15,782원	



## ◎ 투자 포인트

- BASF의 30만톤 TDI 플랜트가 가동하더라도, 백업 리액터 제거 등을 고려 시 실제 증가하는 생산능력은 7~8만톤 수준에 불과할 전망. 가격 조정 전망에도 불구하고, 현재 TDI-톨루엔 스프레드를 고려 시 휴켄스의 DNT 공급 가격은 포물러 상 상단을 지속하고 있음.
- 휴켄스는 질산 2~5 공장의 N2O 감축을 통하여 연간 최대 160만톤의 온실가스 저감능력을 확보하고 있음. 국내 주요 기업들과의 장기계약을 통하여 마진율이 높은 탄소배출권 판매를 안정적으로 지속하고 있음.
- 업황 개선에 따른 배당가능이익 증가 및 말레이시아 프로젝트 투자 지연 등으로 배당주로서의 매력 보유

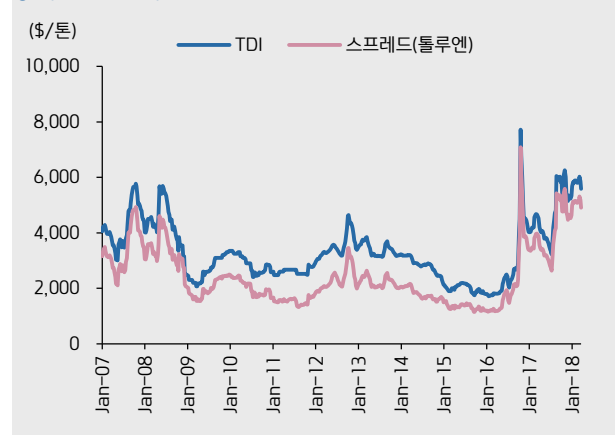
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	6,004	5,982	7,158	7,785	7,667
보고영업이익(억원)	436	769	1,526	1,252	1,159
핵심영업이익(억원)	436	769	1,526	1,252	1,159
EBITDA(억원)	802	1,111	1,828	1,521	1,421
세전이익(억원)	421	591	1,472	1,303	1,202
순이익(억원)	342	399	1,101	1,017	938
지배주주지분순이익(억원)	366	431	1,144	1,233	1,138
EPS(원)	896	1,055	2,798	3,017	2,783
증감율(%)	-9.7	17.7	165.3	7.8	-7.8
PER(배)	17.1	20.6	8.8	8.0	8.7
PBR(배)	1.3	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	6.3	7.0	4.0	3.6	3.6
보고영업이익률(%)	7.3	12.9	21.3	16.1	15.1
핵심영업이익률(%)	7.3	12.9	21.3	16.1	15.1
ROE(%)	7.2	8.3	20.2	16.4	14.2

## 투자 포인트 1. TDI 가격, 강세 지속

### ◎ TDI 가격 전망

- 사우디 Sadara TDI 플랜트 가동 및 독일 BASF TDI 플랜트 재가동 전망에 따라 올해 TDI 가격 급락에 대한 우려가 존재함. 하지만 독일 BASF 신규 리액터의 풀 가동은 올해 말로 전망됨.
- 또한 BASF의 30만톤의 플랜트가 재가동하더라도, Schwarzheide TDI 플랜트와 Ludwigshafen 백업 리액터의 제거를 고려 시 실제 증가하는 생산능력은 7~8만톤 수준에 불과할 전망
- 올해 변동성이 클 것으로 예상되던 TDI 가격은 여전히 강세를 지속하고 있음. 가격 조정 전망에도 불구하고 현재 TDI-톨루엔 스프레드를 고려하면 휴켄스의 DNT 공급 가격은 포물러 상 상단을 지속할 것으로 추정

중국 TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

BASF TDI Complex



자료: 업계, 키움증권 리서치

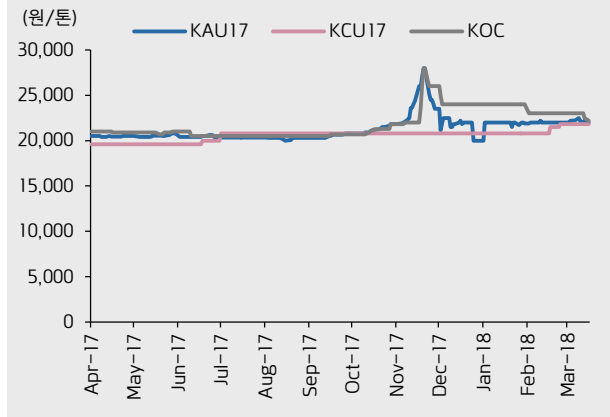


## 투자 포인트 2. 탄소배출권, 수급 타이트

## ◎ 국내 최대 탄소배출권 판매 업체

- 휴켄스는 질산 2~5 공장의 N2O 감축으로 연간 최대 160만톤의 온실가스 저감능력을 확보하고 있음.
- 국내 주요 기업들과 장기계약을 통하여 안정적인 판매를 지속하고 있음.
- 최근 탄소배출권 가격은 수급 타이트를 반영하며, 톤당 2.2~2.3만원 수준을 형성하고 있음.

국내 탄소배출권 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

휴켄스 질산 플랜트 전경



자료: 업계, 키움증권 리서치

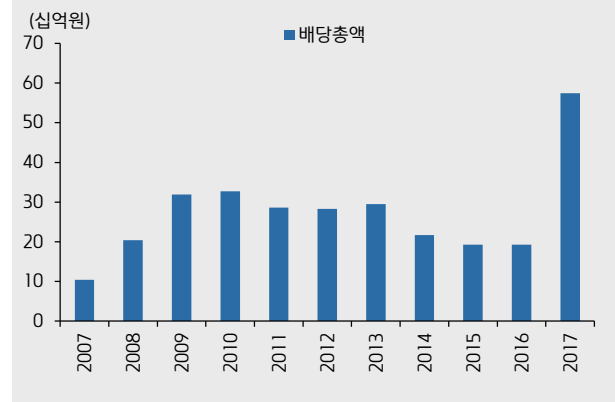


## 투자 포인트 3. 배당주로서의 매력 보유

## ◎ 배당주로서의 매력 보유

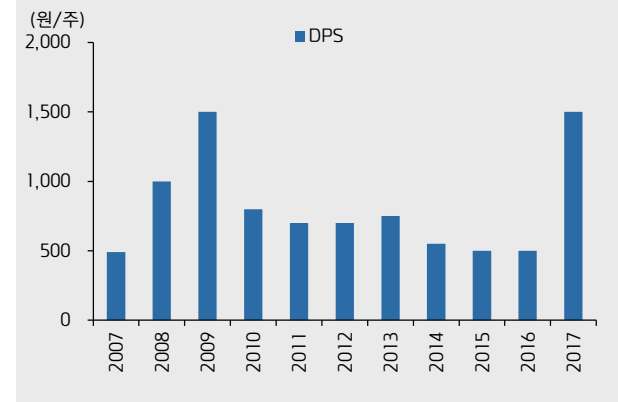
- 휴켄스는 업황 개선에 따른 배당가능이익 증가 및 말레이시아 프로젝트 투자 지연 등으로 작년 DPS 1,500원을 발표하며, 배당주로서의 매력을 보유하고 있음.

휴켄스 배당총액 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

휴켄스 DPS 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 실적 전망

## ◎ 올해 영업이익 1,252억원, 2년 연속 1천억원 대 영업이익 기록 전망

- 휴켄스의 올해 영업이익은 1,252억원으로 작년에 이어 1천억원 대 영업이익 기록 전망. 1) 일부 신증설 라인의 가동에도 불구하고, TDI/MDI 업황 견조세 지속, 2) 작년 9월 유헤 10만톤의 질산 플랜트 재가동으로 질산/탄소배출권의 판매 물량 증가, 3) 작년 12월 약 90% 수준의 공장 증설(9만톤 → 17만톤)로 초안의 실적 개선, 4) 고객사 증설에 따른 MNB 추가 증설분(+7만톤)이 올해부터 본격 반영 전망
- 한편 말레이시아 프로젝트는 당초 계획 대비 완공 시점이 지연된 것으로 추정. 다만 휴켄스는 투자비를 획기적으로 줄이는 작업을 추진하고 있는 것으로 보임.

## 휴켄스 실적 전망

(십억원, %)	2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	188	185	180	163	213	192	194	180	717	600	598	716	778
DNT	61	65	69	75	88	75	80	72	131	116	151	270	315
MNB	69	54	58	38	82	70	75	67	356	253	216	219	294
질산	25	28	28	29	19	20	18	18	129	135	117	110	75
초안	17	16	14	15	25	23	23	18	54	57	52	61	89
기타/CDM	16	23	11	6	-1	4	-2	3	47	39	62	56	4
영업이익	42	41	38	31	36	32	29	28	53	44	77	153	125
%	22.5	22.0	21.3	19.1	17.1	16.8	14.9	15.3	7.4	7.3	12.9	21.3	16.1

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 재무제표

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	6,004	5,982	7,158	7,785	7,667
매출원가	5,107	4,679	5,080	5,932	5,909
매출총이익	898	1,304	2,078	1,853	1,758
판매비및일반관리비	462	535	551	601	598
영업이익(보고)	436	769	1,526	1,252	1,159
영업이익(핵심)	436	769	1,526	1,252	1,159
영업외이익	-15	-177	-54	51	43
이자수익	51	45	64	80	81
배당금수익	1	2	0	0	0
외환이익	67	77	56	37	34
이자비용	77	74	82	82	94
외환손실	53	76	77	55	53
관계기업지분법손익	-23	-28	61	64	67
투자및기타자산처분손익	14	-35	1	1	1
금융상품평가및기타금융이익	-9	-41	-4	-8	-9
기타	-49	-74	16	13	15
법인세차감전이익	421	591	1,472	1,303	1,202
법인세비용	79	192	371	287	265
유효법인세율(%)	18.8%	32.5%	25.2%	22.0%	22.0%
당기순이익	342	399	1,101	1,017	938
지배주주지분순이익(억원)	366	431	1,144	1,233	1,138
EBITDA	802	1,111	1,828	1,521	1,421
현금수익(Cash Earnings)	708	741	1,402	1,286	1,200
조정당기순이익	333	450	1,103	1,024	946
순이익률(%, YoY)	-16.2	-0.4	19.6	8.8	-1.5
영업이익(보고)	-17.4	76.4	98.5	-18.0	-7.4
영업이익(핵심)	-17.4	76.4	98.5	-18.0	-7.4
EBITDA	-10.3	38.6	64.5	-16.8	-6.6
지배주주지분 당기순이익	-9.7	17.7	165.3	7.8	-7.8
EPS	-9.7	17.7	165.3	7.8	-7.8
수정순이익	-13.3	35.0	144.9	-7.2	-7.6

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	665	1,155	1,564	1,217	1,132
당기순이익	342	399	1,101	1,017	938
감가상각비	350	331	291	260	253
무형자산상각비	16	11	11	9	8
외환손익	-6	-4	8	19	19
자산처분손익	50	67	2	-1	-1
지분법손익	0	28	32	-64	-67
영업활동자산부채 증감	-62	133	-13	-4	-1
기타	-25	190	133	19	-19
투자활동현금흐름	-282	-580	-1,715	-566	-1,222
투자자산의 처분	-105	-414	-1,521	-381	72
유형자산의 취득	0	0	2	0	0
무형자산의 취득	-150	-176	-195	-200	-200
기타	-2	0	3	15	7
재무활동현금흐름	-532	-510	155	-402	-269
당기차입금의 증가	-344	-306	-186	0	0
당기차입금의 증가	161	0	590	210	220
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-217	-193	-193	-609	-487
기타	-132	-11	-56	-3	-1
현금및현금성자산의증감	-136	58	-2	248	742
기초현금및현금성자산	223	87	145	147	395
기말현금및현금성자산	87	145	147	395	1,137
Gross Cash Flow	727	1,022	1,577	1,221	1,131
Op Free Cash Flow	506	818	1,230	1,317	1,222

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	3,689	3,193	5,057	5,736	6,397
현금및현금성자산	87	145	147	395	1,137
유형자산	2,350	1,709	3,569	3,881	3,822
매출채권및유동채권	932	1,066	1,033	1,123	1,106
채권자산	320	272	309	336	331
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,417	4,298	3,758	3,815	3,801
장기매출채권및기타비유동채권	81	85	81	88	87
투자자산	333	1,406	1,138	1,270	1,324
유형자산	2,794	2,620	2,438	2,378	2,325
무형자산	174	128	78	69	60
기타비유동자산	35	57	23	10	4
자산총계	7,106	7,491	8,815	9,551	10,197
유동부채	1,165	1,391	1,729	1,859	1,856
매입채무및기타유동채무	591	953	1,084	1,179	1,161
당기차입금	262	223	65	65	65
유동상장차입금	257	145	300	310	330
기타유동부채	55	72	280	305	300
비유동부채	1,212	1,164	1,098	1,297	1,495
장기매입채무및비유동채무	14	13	12	13	13
상대방상장차입금	961	886	1,056	1,246	1,426
기타비유동부채	238	265	31	38	57
부채총계	2,377	2,555	2,827	3,155	3,351
자본	4,009	4,009	4,009	4,009	4,009
주식	1,763	1,763	1,763	1,763	1,763
이익잉여금	2,913	3,143	4,087	4,729	5,375
기타자본	-355	-384	-450	-450	-450
지배주주지분부채총계	4,730	4,931	5,809	6,451	7,097
비지배주주지분부채총계	-1	2	179	-56	-251
자본총계	4,729	4,933	5,988	6,396	6,846
비지배주주지분부채총계	-759	-451	-2,295	-2,646	-3,109
총자산	1,678	1,404	1,421	1,631	1,851

## 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	896	1,055	2,798	3,017	2,783
BPS	11,570	12,062	14,210	15,782	17,362
주당EBITDA	1,961	2,717	4,471	3,722	3,476
CFPS	1,731	1,813	3,430	3,146	2,934
DPS	500	500	1,500	1,200	1,200
주가배수(P/E)	17.1	20.6	8.8	8.0	8.7
PER	1.3	1.8	1.7	1.5	1.4
PBR	6.3	7.0	4.0	3.6	3.6
EV/EBITDA	8.8	12.0	7.2	7.7	8.2
PCR					
주당이익(%)					
영업이익률(보고)	7.3	12.9	21.3	16.1	15.1
영업이익률(핵심)	7.3	12.9	21.3	16.1	15.1
EBITDA margin	13.3	18.6	25.5	19.5	18.5
순이익률	5.7	6.7	15.4	13.1	12.2
자기자본이익률(ROE)	7.2	8.3	20.2	16.4	14.2
투자자본이익률(ROIC)	9.6	15.6	40.6	49.5	47.0
안정성(%)					
부채비율	50.3	51.8	47.2	49.3	49.0
순자산극대비용	-16.0	-9.1	-38.3	-41.4	-45.4
이자부담배율(배)	5.6	10.4	18.6	15.2	12.4
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	6.0	6.8	7.2	6.9
재고자산회전율	19.9	20.2	24.6	24.1	23.0
매입채무회전율	8.9	7.7	7.0	6.9	6.6

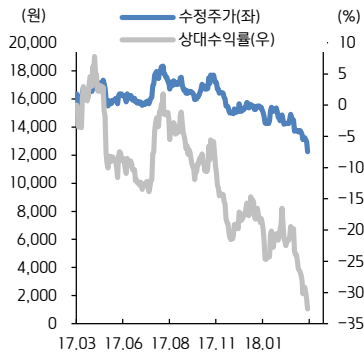


## 이수화학(005950)

BUY (Maintain)

주가(3/23): 12,250원/TP: 17,500원

KOSPI(3/23)	2,416.76pt		
시가총액	1,872억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	18,350원	12,250원	
최고/최저가 대비 등락율	-33.24%	0.00%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-15.8%	-14.6%
	6M	-23.9%	-24.8%
	12M	-25.1%	-32.6%
발행주식수	15,278천주		
일평균거래량(3M)	75천주		
외국인 지분율	5.83%		
배당수익률(18.E)	4.90%		
BPS(18.E)	19,517원		



## ◎ 투자 포인트

- 향후 2~3년간 LAB 신증설 프로젝트 제한으로 이수화학의 주력 제품인 LAB는 점진적 공급 개선 전망
- 중국 동명석화와 합작한 MEK 공장의 수익성이 최근 급격히 개선되고 있음. MEK는 역외 지역 공급 차질 현상 발생으로 역외로 역내 물량의 수출이 증가한 가운데, 중국 내 환경 검사로 일부 소형 공장이 강제 폐쇄되고, 대형 공장들도 가동을 감축에 들어갔기 때문임.
- 이수앱지스의 주력 제품인 애브서틴은 멕시코, 이란에 이어 올해 1분기 터키 허가가 예상됨. 이수앱지스는 향후 2020년 후 시장 규모가 큰 유럽/미국 수출 확대를 계획하고 있음.

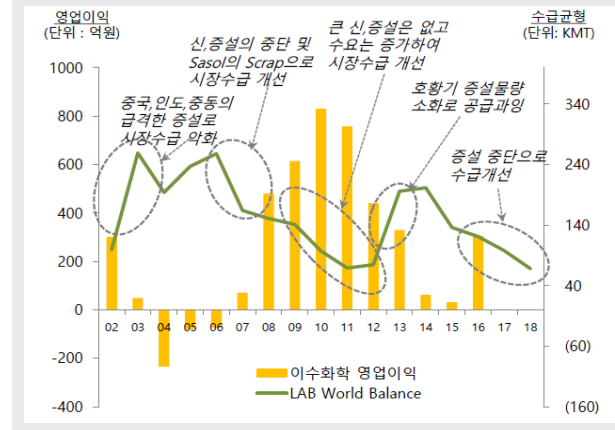
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	14,712	15,154	15,078	14,862	14,795
보고영업이익(억원)	1	650	344	377	436
핵심영업이익(억원)	1	650	344	377	436
EBITDA(억원)	107	767	472	498	564
세전이익(억원)	-426	206	47	291	417
순이익(억원)	-546	102	23	227	325
지배주주지분순이익(억원)	-434	115	45	206	296
EPS(원)	-2,840	753	295	1,350	1,938
증감율(%)	N/A	N/A	-60.9	357.9	43.6
PER(배)	-3.6	21.6	51.7	9.1	6.3
PBR(배)	0.5	0.8	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	52.8	7.2	9.6	10.7	9.4
보고영업이익률(%)	0.0	4.3	2.3	2.5	3.0
핵심영업이익률(%)	0.0	4.3	2.3	2.5	3.0
ROE(%)	-15.1	2.9	0.7	6.3	8.6

## 투자 포인트 1. LAB 수급 타이트 현상 지속

## ◎ 향후 2~3년간 LAB 신증설 제한

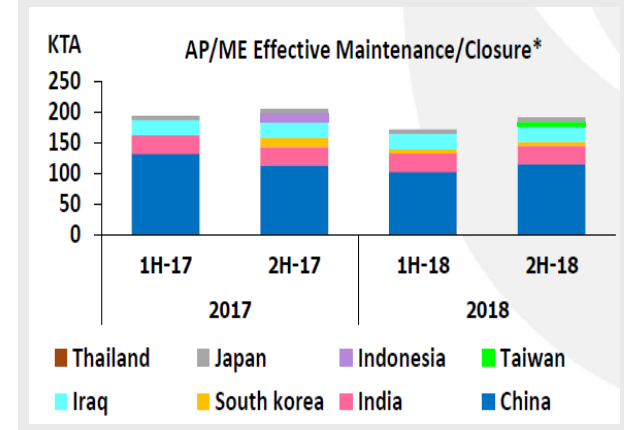
- 향후 2~3년간 LAB 신증설 프로젝트의 제한으로 점진적 수급 개선 전망
- 신증설 프로젝트 현황: Farabi 2020년 완공, Indian Oil 2023년 증설, Cepsa/ADNOC 증장기
- 다만 작년부터 업황 개선으로 역내/외 플랜트의 가동률이 상승하여 올해 1분기 LAB 시장이 큰 폭으로 개선되고 있지는 않음.

세계 LAB 밸런스 및 이수화학 별도 영업이익 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아/중동 LAB 정기보수/폐쇄 물량 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

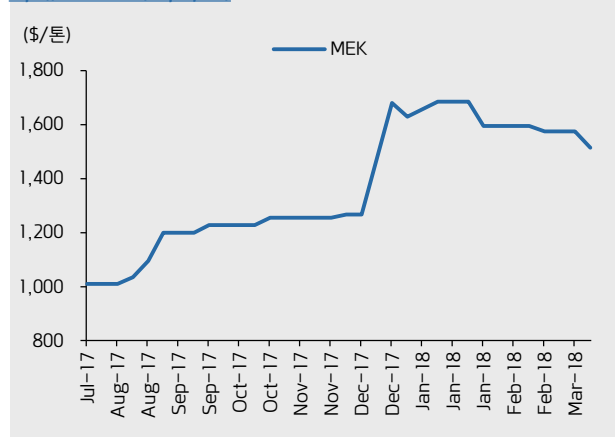


## 투자 포인트 2. MEK 가격 반등

## ◎ 작년 12월부터 MEK 가격 급등

- 이수화학은 중국 동명석화와 4만톤 규모의 MEK 합작 설비를 보유하고 있음.
- MEK는 주로 니트릴셀룰로스, 아크릴, 비닐 표면 코팅제용 용제로 이용되고 있음. 또한 MEK는 PS, ABS, SBR 중합 공정에도 용제로 사용됨.
- 동 합작사(동명이수화학유한공사)는 2012년부터 당기순손실을 기록하였지만, 작년에 흑자전환(당기순이익 33억원)을 하였음. 작년 하반기 이후 가격 급등으로 추가적인 실적 개선 전망
- 역외 지역 수급 차질 현상 발생으로 역외로 역내 물량의 수출이 증가한 가운데, 중국 내 환경 검사로 일부 소형 공장들이 강제 폐쇄되고, 대형 공장들이 가동을 감축에 들어갔기 때문임.

국내 MEK 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아 주요 MEK 생산설비 현황

업체명	국가	생산능력(천톤)
Maruzen Petrochemical	일본	170
Tasco Chemical	대만	120
Zibo Qixiang Tengda Chemical	중국	100
JXTG	일본	90
Tonen	일본	90
CNPC Lanzhou Chemical	중국	60
Fushun Petrochemical	중국	55
Hebei Zhongile Petrochemical	중국	42
Isu Chem Shandong Dongming	중국	40
Xinjiang Dushanzi Tianli	중국	40
Ningbo Haiyue	중국	40
Idemitsu Kosan	일본	40

자료: 업계, 키움증권 리서치



### 투자 포인트 3. 애브서틴, 신규 시장 진출 확대

#### ◎ 이수앱지스, 35.6% 보유

- 이수화학은 이수앱지스의 35.6%의 지분을 보유하고 있음. 이수앱지스의 주력 제품인 애브서틴은 멕시코, 이란에 이어 올해 1분기 터키 허가가 예상됨. 2020년 후 시장 규모가 큰 유럽/미국 수출 확대를 계획 중임.
- 바이오시밀러인 애브서틴의 세계 오리지널 제품 시장 규모는 2016년 기준 8.4억 달러, 2022년 9.9억 달러로 예상됨.

이수앱지스 제품별 매출액 추이

(억 원)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
합계	19	28	33	36	41	62	114	191
파바갈						5	26	27
국내						5	25	26
해외							1	1
애브서틴					8	30	53	118
국내					8	30	36	44
해외							17	74
클로티넵	19	28	33	36	33	28	36	37
국내	14	20	22	22	22	21	20	21
해외	4	8	11	13	11	7	15	16

자료: 업계, 키움증권 리서치

이수앱지스 파이프라인

구분	제품명	작용분	오리지널 의약품명	현재 시장 규모 ('16년~'22년)	CA GR	비고	연구	임상	승인	판매
종신	애브서틴	고사병	세라지임	\$836m → \$989m	13%	• 2012년 식약처 승인 (출시 1년 만에 국내 MS 30%) • 멕시코, 이란 시장 수출 중 (30% 지분만 가액 경쟁력)				
	파바갈	파브라병	파브라지임	\$734m → \$1,075m	17%	• 2014년 식약처 승인 • 다국가 임상3상 시험 계획				
	클로티넵	당뇨병	리오트론	\$87m → \$59m	1.6%	• 2006년 식약처 승인 • 국내 최초 당화지표제				
오리지널	ISU304	B형 발암	-	\$1,466m → \$2,435m	19%	• 세계 최초 파파우사형식 치료법 제시 • 2014 보건복지부 첨단의료기술 개발사업 선정				
	ISU104	난치성 암	-	\$14,135m → \$28,322m	112%	• 출시된 환경악화물 약물 • 2016 보건복지부 첨단의료기술 개발사업 선정				
	ISU305	발작성 야간 혈액소농	솔라리스	\$2,843m → \$5,139m	110%	• 화극 메이오시밀러				
신약	ISU106	면역억제	올디보	\$3,774m → \$9,133m	116%	• 화극 메이오시밀러				

자료: 업계, 키움증권 리서치

## 실적 전망

## ◎ 올해 영업이익 377억원, YoY +9.5%

- 이수화학의 올해 영업이익은 377억원으로 작년 대비 9.5% 증가 전망. 1) 석유화학 주력 제품인 LAB는 100% 가동 지속, 2) 작년 중국 내수단가 인하 영향의 회복, 3) 건설부문은 2016년 이후 주택수주가 올해 하반기 착공되어 상반기에는 일시적 매출액 부진 전망, 4) 의약부문은 터키 지역 품목 허가 등으로 매출액 증가 및 흑자전환 전망
- 한편 올해 중국 GOC 생산 LAB 물량 중 일부(+1.5만톤)를 상품 판매로 전환할 전망

## 이수화학 실적 전망

(십억원, %)		2017				2018				2015	2016	2017	2018E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	석유화학	257	303	271	209	291	259	248	222	1,049	903	1,040	1,021
	건설	115	133	104	96	97	113	88	137	410	593	448	436
	의약	4	6	5	4	7	7	7	7	11	19	19	29
	합계	405	412	381	310	396	380	344	367	1,471	1,515	1,508	1,486
영업이익	석유화학	7	10	6	-2	3	10	10	4	2	35	21	27
	건설	1	5	4	8	1	2	2	6	3	30	18	10
	의약	-2	0	-1	-3	0	0	0	0	-5	-1	-5	0
	합계	6	15	9	4	4	12	11	10	0	65	34	38
영업이익률	석유화학	3%	3%	2%	-1%	1%	4%	4%	2%	0%	4%	2%	3%
	건설	1%	4%	3.4%	8%	1%	2%	2%	4%	1%	5%	4%	2%
	의약	-50%	4%	-9%	-62%	0%	0%	1%	1%	-44%	-4%	-25%	1%
	합계	2%	4%	2%	1%	1%	3%	3%	3%	0%	4%	2%	3%

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 재무제표

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	14,712	15,154	15,078	14,862	14,795
매출원가	13,914	13,837	14,000	13,748	13,619
매출총이익	799	1,317	1,077	1,114	1,175
판매비및일반관리비	798	668	734	737	739
영업이익(보고)	1	650	344	377	436
영업이익(핵심)	1	650	344	377	436
영업외손익	-426	-444	-297	-86	-19
이자수익	49	45	35	25	25
배당금수익	3	2	4	2	2
외환이익	208	270	200	78	86
이자비용	270	208	209	156	156
외환손실	139	182	257	125	112
관계기업지분법손익	-134	-43	12	40	80
투자및기타자산처분손익	-5	-8	0	0	-1
금융상품평가및기타금융이익	-91	-225	-34	50	57
기타	-47	-95	-47	0	0
법인세차감전이익	-426	206	47	291	417
법인세비용	121	104	24	64	92
유효법인세율(%)	-28.3%	50.5%	50.7%	22.0%	22.0%
당기순이익	-546	102	23	227	325
지배주주지분순이익(억원)	-434	115	45	206	296
EBITDA	1077	767	472	498	564
현금수익(Cash Earnings)	-440	219	151	348	453
순이익기순이익	-423	217	40	177	283
순이익률(%, YoY)	-20.5	3.0	-0.5	-1.4	-0.5
매출액	N/A	120,385.4	-47.1	9.5	15.9
영업이익(보고)	N/A	120,385.4	-47.1	9.5	15.9
영업이익(핵심)	N/A	617.2	-38.5	5.5	13.3
EBITDA	N/A	N/A	-60.9	357.9	43.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	-60.9	357.9	43.6
EPS	N/A	N/A	-60.9	357.9	43.6
수정순이익	N/A	N/A	-81.6	342.5	59.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	370	775	200	341	383
당기순이익	-546	102	23	227	325
감가상각비	92	100	113	107	114
무형자산상각비	14	17	15	14	13
외환손익	-12	-102	-15	46	26
자산처분손익	15	0	1	0	1
지분법손익	134	43	-12	-40	-80
영업활동자산부채 증감	531	74	-2	36	11
기타	142	541	78	-50	-28
투자활동현금흐름	-185	-113	-495	-213	-237
투자자산의 처분	-91	49	-10	25	8
영업자산의 취득	87	0	1	0	0
유형자산의 취득	-139	-144	-224	-247	-247
무형자산의 취득	-5	-42	-44	0	0
기타	-18	23	-228	8	2
재무활동현금흐름	-456	-186	354	-79	-89
당기차입금의 증가	-1,512	-494	-162	0	0
당기차입금의 감소	795	388	386	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-51	-80	-105	-73	-87
기타	312	0	235	-6	-2
현금및현금성자산의증감	-251	479	42	48	57
기초현금및현금성자산	615	364	844	886	934
기말현금및현금성자산	364	844	886	934	991
Gross Cash Flow	-161	701	202	305	372
Op Free Cash Flow	494	327	27	287	222

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	5,307	5,912	4,920	4,911	4,950
현금및현금성자산	364	844	886	934	991
유형자산	477	217	487	480	478
매출채권및유동채권	3,154	3,533	2,451	2,416	2,405
채권자산	1,312	1,317	1,096	1,080	1,075
기타유동금융자산	0	1	1	1	1
비유동자산	4,978	5,091	5,131	5,267	5,458
장기매출채권및기타비유동채권	508	453	397	391	389
투자자산	1,848	1,872	1,772	1,798	1,874
유형자산	1,914	2,006	2,132	2,272	2,405
무형자산	157	185	209	194	181
기타비유동자산	552	574	621	612	610
자산총계	10,285	11,002	10,051	10,178	10,408
유동부채	4,836	6,049	5,876	5,856	5,850
매입채무및기타유동채무	1,926	2,472	1,376	1,357	1,350
당기차입금	1,187	2,394	3,057	3,057	3,057
유동성장기차입금	1,714	972	1,431	1,431	1,431
기타유동부채	9	211	12	12	12
비유동부채	1,942	1,488	678	671	669
장기매입채무및비유동채무	47	38	41	40	40
사채및장기차입금	1,609	1,020	205	205	205
기타비유동부채	286	430	432	426	424
부채총계	6,777	7,537	6,554	6,527	6,519
자본	764	764	764	764	764
주식	682	682	682	682	682
이익잉여금	913	926	865	1,012	1,237
기타자본	602	575	524	524	524
지배주주지분자본총계	2,961	2,947	2,834	2,982	3,207
비지배주주지분자본총계	547	518	663	669	683
자본총계	3,508	3,464	3,497	3,651	3,890
순차입금	3,669	3,325	3,320	3,278	3,223
총차입금	4,510	4,386	4,692	4,692	4,692

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-2,840	753	295	1,350	1,938
BPS	19,380	19,286	18,553	19,517	20,990
주당EBITDA	700	5,018	3,087	3,258	3,689
CFPS	-2,879	1,433	989	2,276	2,963
DPS	300	500	500	600	600
주가배추배)					
PER	-3.6	21.6	51.7	9.1	6.3
PBR	0.5	0.8	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA	52.8	7.2	9.6	10.7	9.4
PCR	-3.6	11.4	15.4	5.4	4.1
주당이익률(%)					
영업이익률(보고)	0.0	4.3	2.3	2.5	3.0
영업이익률(핵심)	0.0	4.3	2.3	2.5	3.0
EBITDA margin	0.7	5.1	3.1	3.3	3.8
순이익률	-3.7	0.7	0.2	1.5	2.2
자기자본이익률(ROE)	-15.1	2.9	0.7	6.3	8.6
투자자본이익률(ROIC)	0.0	6.5	3.5	7.7	6.6
안정성(%)					
부채비율	193.2	217.6	187.4	178.8	167.6
순차입금비용	104.6	96.0	94.9	89.8	82.9
이자보상배율(배)	0.0	3.1	1.6	2.4	2.8
활동성(배)					
매출채권회전율	4.8	4.5	5.0	6.1	6.1
재고자산회전율	9.1	11.5	12.5	13.7	13.7
매입채무회전율	8.7	6.9	7.8	10.9	10.9

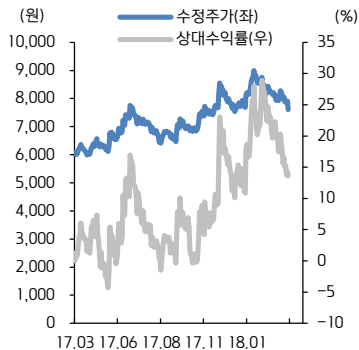


## 코오롱플라스틱(138490)

BUY (Maintain)

주가(3/23): 7,610원/TP: 11,000원

KOSPI(3/23)	2,416.76pt	
시가총액	2,892억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	9,000원	5,990원
최고/최저가 대비 등락율	-15.44%	27.05%
상대수익률	절대	상대
	1M	-7.2%
	6M	8.9%
	12M	26.4%
발행주식수	38,000천주	
일평균거래량(3M)	153천주	
외국인 지분율	1.65%	
배당수익률(18.E)	1.58%	
BPS(18.E)	5,777원	



## ◎ 투자 포인트

- 최근 메탄올 가격 급등으로 POM 스프레드는 조정을 받고 있으나, 코오롱플라스틱은 자동차, 전기전자 및 저 VOCs 등 고부가 제품 판매로 수익성을 유지하고 있음. 한편 중국의 석탄 가격 상승으로 석탄 투입 POM 업체의 경제성이 하락하며, 현재 POM은 수급 타이트 현상이 지속되고 있음.
- 코오롱플라스틱은 BASF와 합작 및 특수 그레이드 POM 증설로 올해 생산능력은 작년 대비 163% 증가 전망
- 오랜 기간 축적된 컴파운드 노하우(레시피) 등을 통하여 컴파운드 매출액이 증가하고 있음. POM을 제외한 PA, PBT, PET 등은 Base Chip을 계열사 등에서 외부 구매하고 있지만, 높은 영업이익률을 기록하고 있음.

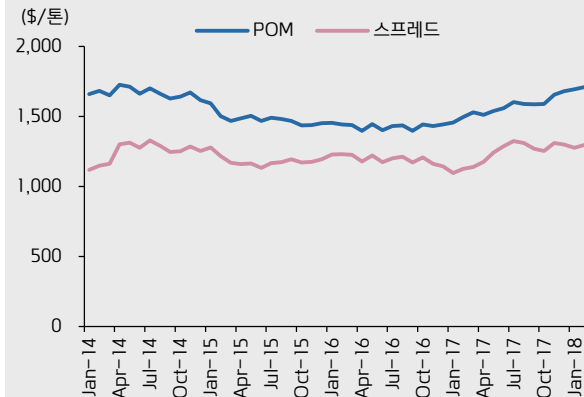
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	2,504	2,384	2,622	3,109	3,426
보고영업이익(억원)	142	179	196	256	303
핵심영업이익(억원)	142	179	196	256	303
EBITDA(억원)	239	275	313	365	411
세전이익(억원)	105	215	236	382	376
순이익(억원)	90	177	175	298	294
지배주주지분순이익(억원)	89	176	175	297	293
EPS(원)	301	516	460	782	772
증감율(%)	399.1	71.5	-10.8	69.9	-1.3
PER(배)	23.0	12.7	17.0	9.7	9.9
PBR(배)	2.1	1.4	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	11.7	10.5	11.4	8.9	7.5
보고영업이익률(%)	5.7	7.5	7.5	8.2	8.8
핵심영업이익률(%)	5.7	7.5	7.5	8.2	8.8
ROE(%)	9.6	13.0	9.5	14.4	12.6

## 투자 포인트 1. POM, 수급 타이트 현상 지속

### ◎ 중국 석탄 가격 상승으로 콜 베이스 POM 업체 경제성 하락

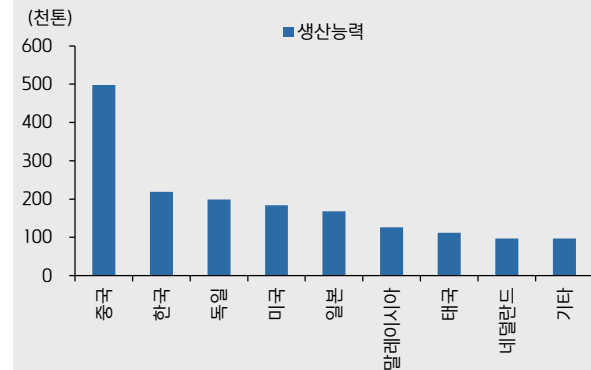
- 최근 메탄올 가격 급등으로 POM 스프레드는 조정 받고 있으나, 코오롱플라스틱은 자동차/전기전자 및 저 VOCs 등 고부가 제품 판매를 확대하여 수익성을 유지하고 있음.
- 한편 중국의 석탄 가격 상승으로 석탄 투입 POM 업체의 경제성이 하락하여, 현재 POM 수급 타이트 현상이 지속되고 있음.

국내 POM 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 지역별 POM 생산능력 현황



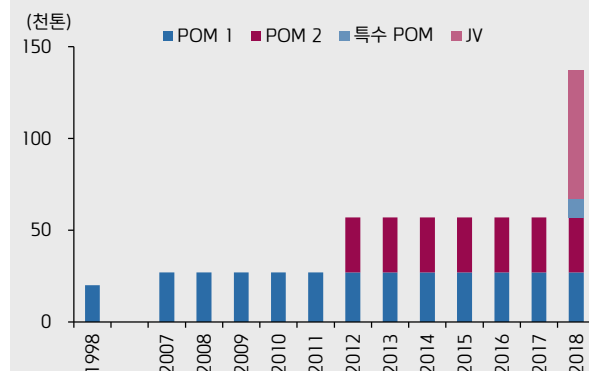
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 투자 포인트 2. POM 증설 효과

### ◎ 현재 가동률 100% 상회

- 코오롱플라스틱은 2011년 3만톤의 증설 이후 현재 5.7만톤의 POM 생산능력을 확보하였음. 증설 영향으로 2012년 83%까지 하락하였던 가동률이 현재는 100%를 상회하고 있음.
- 코오롱플라스틱은 BASF와 합작 및 특수 그레이트 POM 증설로 2018년 생산능력은 현재 대비 163% 증가한 15만톤으로 증가하며 단일 사이트 기준으로 세계에서 가장 큰 생산능력을 확보할 계획
- 한편 BASF는 합작 JV 플랜트 완공 후 독일 5.5만톤의 POM 설비를 폐쇄할 전망

코오롱플라스틱 POM 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

BASF 사업 다각화/섀다운 계획(2014년 이후)

Product group	Description	Year
Functional foams	Divestiture of PET foam (Kerdyn®) business	2016
Styrenic foams	Divestiture of EPS business in the Americas	2015
	Divestiture of XPS production site in Tudela, Spain	2015
	Divestiture of XPS, Styrodur business and assets in Italy	2016
PU systems	Closure of PU system houses in Angered, Sweden, and Solymár, Hungary	2014
	Closure of PU system houses in Strem, Poland; Pendik, Turkey; Elandsfontein, South Africa; Bukit Jelutong, Malaysia; Hsinchu, Taiwan	2015
Engineering plastics	Shutdown of Ultraform® (POM) production plant in Ludwigshafen, Germany	2018

자료: 업계, 키움증권 리서치

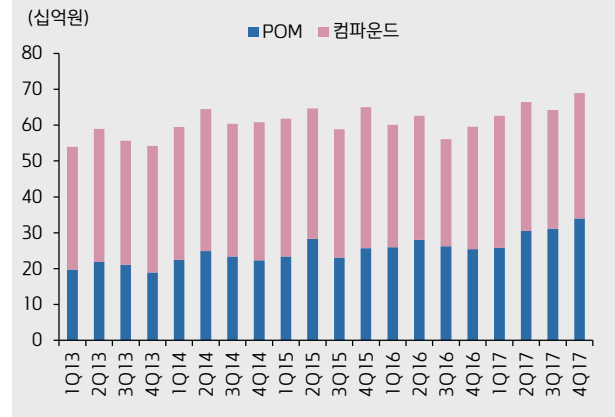


### 투자 포인트 3. 컴파운드 수직계열화 구축

#### ◎ EP 수직계열화 구축

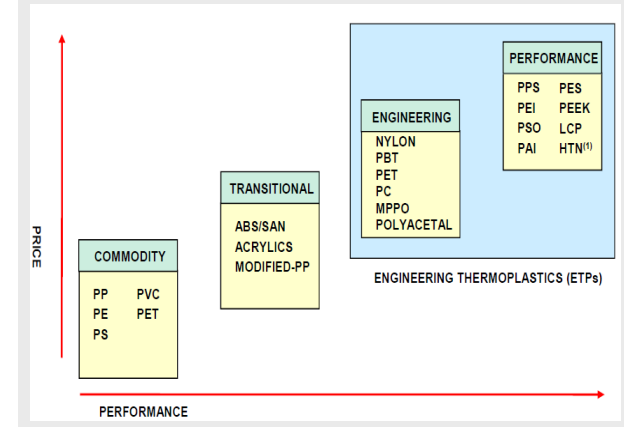
- 오랜 기간 축적된 컴파운드 노하우(레시피) 등을 통하여 컴파운드 매출액이 증가하고 있음. POM을 제외한 PA, PBT, PEL 등은 Base Chip을 계열사 등에서 외부 구매하지만, 높은 영업이익률을 기록하고 있음.
- POM 컴파운드는 원료-중합 제품-컴파운드 제품까지 수직계열화를 구축하고 있으며, POM의 컴파운드 판매 비중은 2004년 10%에서 현재 20%까지 증가하였음.
- 한편 R&D 확대로 CFRP 등 신소재 사업을 추진하고 있음.

코오롱플라스틱 부문별 매출액 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

플라스틱 분류



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 실적 전망

## ◎ 올해 영업이익 256억원, YoY +30.8%

- 코오롱플라스틱의 올해 영업이익은 256억원으로 작년 대비 30.8% 증가 전망. 메탄올 및 Base Chip 가격 상승에도 불구하고, 1) 판가 전가 등을 통하여 올해 2분기부터 주력 제품군들의 스프레드가 급격히 벌어질 가능성 존재, 2) 낮은 POM 반덤핑 관세율로 중국 수출이 확대될 전망, 3) JV 플랜트 설비의 구매/EPC 진행으로 공사수익 발생 전망
- 한편 올해 JV POM 플랜트 및 특수목적용 중압안정화 설비 투자 완료로 추가적인 실적 개선 전망. 참고로 경쟁사인 KEP(생산능력 15만톤)의 EBITDA 마진율은 20~30%을 유지하고 있음.

## 코오롱플라스틱 실적 전망

(십억원, %)	2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual	Annual
POM	26	31	31	34	26	26	30	31	93	100	106	121	113
컴파운드	37	36	33	35	46	43	42	38	152	150	133	141	169
상품							14	14					28
합계	63	66	64	69	73	69	85	84	245	250	238	262	311
영업이익	4	6	8	2	4	7	9	6	6	14	18	20	26
%	5.9%	8.9%	12.3%	3.1%	5.1%	9.6%	11.0%	7.0%	2.4%	5.7%	7.5%	7.5%	8.2%

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 재무제표

### 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	2,504	2,384	2,622	3,109	3,426
매출원가	2,137	1,952	2,150	2,525	2,700
매출총이익	367	432	472	584	726
판매비및일반관리비	225	253	276	328	423
영업이익(보고)	142	179	196	256	303
영업이익(핵심)	142	179	196	256	303
영업외손익	-37	35	40	125	73
이자수익	1	1	1	1	1
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	40	59	45	45	44
이자비용	31	20	18	17	17
외환손실	48	51	53	46	46
관계기업지분법손익	0	5	-16	-20	40
투자및기타자산처분손익	0	-49	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-2	45	0	0
기타	2	92	37	162	51
법인세차감전이익	105	215	236	382	376
법인세비용	15	38	61	84	83
유효법인세율(%)	14.7%	17.7%	25.8%	22.0%	22.0%
당기순이익	90	177	175	298	294
지배주주지분순이익(억원)	89	176	175	297	293
EBITDA	239	275	313	365	411
현금수익(Cash Earnings)	187	272	292	407	402
조정당기순이익	90	219	142	298	294
조정율(% YoY)					
매출액	2.1	-4.8	10.0	18.6	10.2
영업이익(보고)	137.2	26.4	9.4	30.8	18.2
영업이익(핵심)	137.2	26.4	9.4	30.8	18.2
EBITDA	57.0	14.8	14.1	16.7	12.6
지배주주지분 당기순이익	399.1	97.2	-0.8	69.9	-1.3
EPS	399.1	71.5	-10.8	69.9	-1.3
수정순이익	398.9	144.4	-35.1	109.4	-1.3

### 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	242	382	429	367	323
당기순이익	90	177	175	298	294
감가상각비	95	92	114	106	105
무형자산상각비	3	3	3	3	3
외환손익	0	-2	8	1	2
자산처분손익	0	49	5	0	0
지분법손익	0	-5	16	20	-40
영업활동자산부채 증감	4	5	68	-60	-39
기타	51	64	40	-1	-2
투자활동현금흐름	-64	-712	-583	-117	-116
투자자산의 처분	-2	-440	-102	-13	-8
영업자산의 취득	0	0	4	0	0
금융자산의 취득	-54	-263	-480	-100	-100
무형자산의 처분	-9	-11	-2	0	0
기타	1	2	-6	-6	-8
재무활동현금흐름	-170	439	136	-41	-40
당기차입금의 증가	-204	-410	82	0	0
장기차입금의 증가	80	240	110	0	0
자본의 증가	0	656	0	0	0
배당금지급	-15	-22	-38	-46	-46
기타	-32	-26	-18	5	5
현금및현금성자산의증감	-10	112	-26	207	166
기초현금및현금성자산	51	61	173	147	354
기말현금및현금성자산	61	173	147	354	521
Gross Cash Flow	238	377	361	427	362
Op Free Cash Flow	159	-26	-152	143	199

### 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	879	1,075	1,296	1,716	2,021
현금및현금성자산	61	173	147	354	521
유동부채	2	7	38	45	49
매출채권및유동채권	281	430	566	671	739
채고자산	534	464	545	646	712
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,207	2,008	2,242	2,277	2,272
장기매출채권및기타비유동채권	9	9	12	14	15
투자자산	17	501	609	595	639
유형자산	1,108	1,411	1,532	1,526	1,521
무형자산	68	75	74	71	68
기타비유동자산	5	11	15	21	29
자산총계	2,086	3,083	3,538	3,944	4,293
유동부채	1,029	1,060	1,212	1,360	1,456
매입채무및기타유동채무	317	650	747	886	976
단기차입금	695	287	416	416	416
유동성장기차입금	0	50	0	0	0
기타유동부채	17	73	49	58	64
비유동부채	82	274	381	386	391
장기매입채무및비유동채무	2	3	3	4	5
사채및장기차입금	50	240	350	350	350
기타비유동부채	30	32	27	32	37
부채총계	1,111	1,335	1,593	1,746	1,848
자본	290	380	380	380	380
주식	290	380	380	380	380
주식인출액	405	559	691	943	1,190
기타자본	1	-30	873	873	873
지배주주지분부채총계	974	1,747	1,943	2,195	2,443
비지배주주지분부채총계	1	2	2	2	2
자본총계	975	1,748	1,945	2,197	2,445
순자산	682	397	581	367	196
총차입금	745	577	766	766	766

### 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	301	516	460	782	772
BPS	3,277	4,596	5,114	5,777	6,429
주당EBITDA	805	803	824	962	1,083
CFPS	630	796	769	1,070	1,058
DPS	75	100	120	120	120
주가배추배)					
PER	23.0	12.7	17.0	9.7	9.9
PBR	2.1	1.4	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.7	10.5	11.4	8.9	7.5
PCR	11.0	8.2	10.2	7.1	7.2
주당이익(%)					
영업이익률(보고)	5.7	7.5	7.5	8.2	8.8
영업이익률(핵심)	5.7	7.5	7.5	8.2	8.8
EBITDA margin	9.6	11.5	11.9	11.8	12.0
순이익률	3.6	7.4	6.7	9.6	8.6
자기자본이익률(ROE)	9.6	13.0	9.5	14.4	12.6
투자자본이익률(ROIC)	7.3	9.0	8.2	10.1	11.7
안정성(%)					
부채비율	113.9	76.3	81.9	79.5	75.6
순자산대비부채비율	69.9	22.7	29.9	16.7	8.0
이자보상배율(배)	4.6	9.0	11.0	15.4	18.2
활동성(배)					
매출채권회전율	8.6	6.7	5.3	5.0	4.9
재고자산회전율	4.6	4.8	5.2	5.2	5.0
매입채무회전율	7.5	4.9	3.8	3.8	3.7

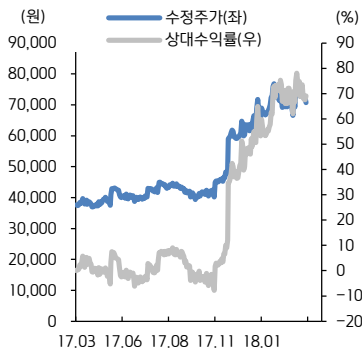


## 롯데정밀화학(004000)

BUY (Maintain)

주가(3/23): 70,700원/TP: 93,000원

KOSPI(3/23)	2,416.76pt	
시가총액	18,241억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	76,800원	36,950원
최고/최저가 대비 등락율	-7.94%	91.34%
상대수익률	절대	상대
	1M	-3.2%
	6M	75.2%
	12M	88.0%
발행주식수	25,800천주	
일평균거래량(3M)	127천주	
외국인 지분율	21.73%	
배당수익률(18.E)	1.13%	
BPS(18.E)	52,901원	



## ◎ 투자 포인트

- 글리세린 가격 급등으로 인한 글리세린 ECH 공법의 수익성 악화로 롯데정밀화학의 프로필렌 투입 ECH 경제성이 최근 급증하고 있음.
- 최근 조정 받은 가성소다 가격은 중국의 알루미늄 생산량 감축 해소로 재차 반등하고 있음. 중국의 환경 규제 확대 및 북미 신증설 제한 등으로 중장기적으로도 가성소다는 현재 호조세를 지속할 전망
- 롯데정밀화학의 셀룰로스 에테르 제품군은 타 범용화학 제품 대비 차별화된 마진율을 유지 중임. 한편 시장 점유율 확대를 위하여 올해 메셀로스/헤셀로스 1.6만톤을 증설 계획
- 지분법업체인 롯데BP화학은 최근 초산 가격 및 스프레드 급등으로 실적 호조세를 유지하고 있음. 롯데BP화학은 국내 독점 초산 생산 업체임.

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	11,619	11,107	11,595	13,924	15,317
보고영업이익(억원)	26	297	1,111	1,713	1,958
핵심영업이익(억원)	26	297	1,111	1,713	1,958
EBITDA(억원)	758	1,114	1,868	2,384	2,706
세전이익(억원)	1,127	-504	1,107	2,481	2,487
순이익(억원)	900	-435	892	1,935	1,940
지배주주지분순이익(억원)	939	-435	892	1,935	1,940
EPS(원)	3,638	-1,688	3,459	7,501	7,519
증감율(%)	53.4	N/A	N/A	116.9	0.2
PER(배)	9.8	-18.2	18.8	9.4	9.4
PBR(배)	0.8	0.7	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	12.9	7.6	8.6	7.4	6.3
보고영업이익률(%)	0.2	2.7	9.6	12.3	12.8
핵심영업이익률(%)	0.2	2.7	9.6	12.3	12.8
ROE(%)	7.6	-3.8	7.7	15.1	13.4

## 투자 포인트 1. 염소 계열, 실적 호조세 지속 전망

## ◎ 염소 계열 실적, 턴어라운드

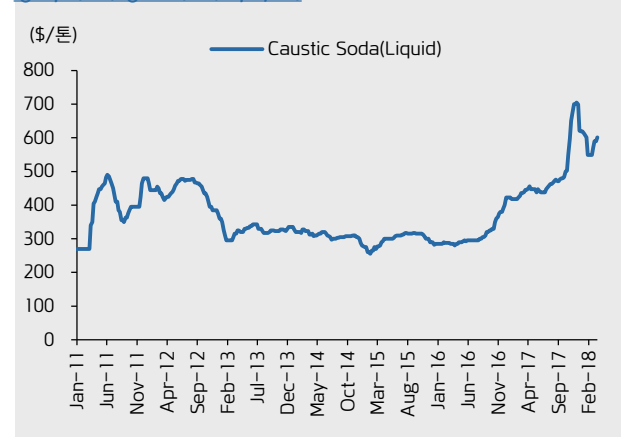
- 2013년부터 이어진 역내 신증설 확대로 작년까지 롯데정밀화학의 ECH부문은 대규모 적자를 기록함. 하지만 글리세린 가격 급등으로 인한 경쟁 ECH 공법 수익성 악화 및 가동률 감축으로 작년 4분기부터 ECH 가격 및 스프레드가 급격히 개선되고 있음.
- 최근 조정 받은 가성소다 가격은 중국의 알루미늄 생산량 감축 해소로 3월 중순부터 재차 반등하고 있음. 중국의 환경 규제 확대 및 북미 신증설 제한 등으로 중장기적으로도 가성소다는 현재의 호조세를 지속할 전망. 롯데정밀화학의 가성소다 생산능력은 약 40만톤(100% 기준)으로 경상권에서 가장 큰 업체임.

중국 ECH 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

동북아 가성소다 가격 추이



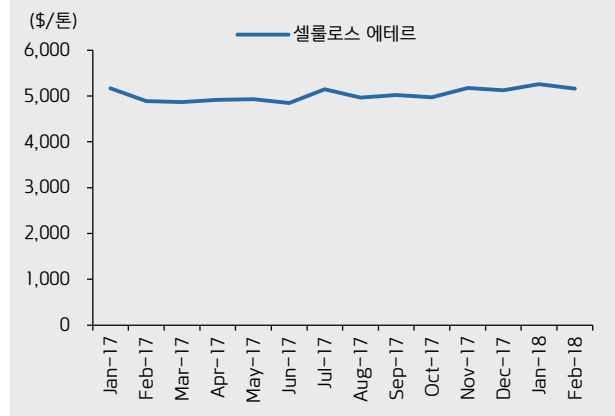
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 투자 포인트 2. 셀룰로스 에테르, 스페셜티 화학 제품

## ◎ 올해 메셀로스/헤셀로스 추가 증설 계획

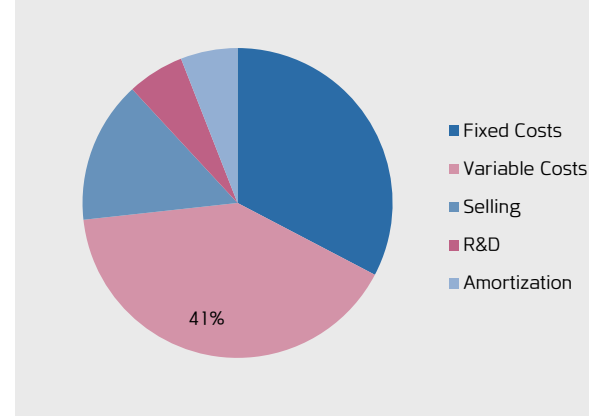
- 롯데정밀화학의 셀룰로스 에테르 제품군은 타 범용화학 제품 대비 차별화된 마진율을 유지 중임. 이는 제조에 높은 기술적 수준이 필요하고, 건축용 제품군의 성장 제한 등으로 글로벌 과점 상태가 유지되고 있기 때문임.
- 롯데정밀화학은 셀룰로스 에테르 계열의 시장 점유율 확대를 위하여 올해 2분기 메셀로스 7천톤, 4분기 헤셀로스 9천톤을 증설할 계획

국내 셀룰로스 에테르 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

셀룰로스 에테르 제조원가(경쟁사 평균)



자료: 업계, 키움증권 리서치

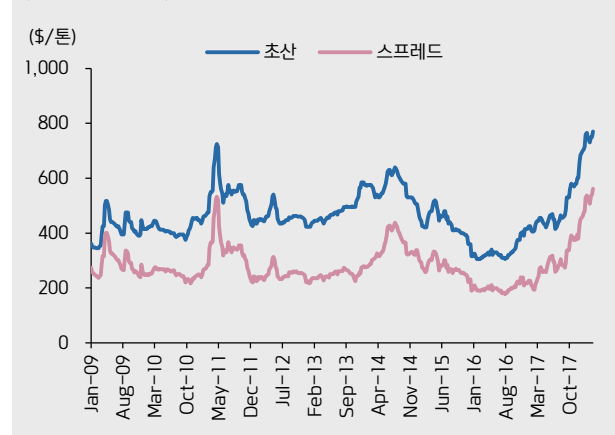


## 투자 포인트 3. 지분법업체의 실적 개선

## ◎ 초산 가격/스프레드 급등의 대표 수혜주

- 롯데정밀화학의 지분법업체인 롯데BP화학은 초산을 국내 독점적으로 생산하고 있는데, 최근 중국 천연가스/석탄 가격 상승 환경 규제 확대 및 폴리에스터 업황 개선에 따른 TPA 플랜트 가동률 개선으로 초산 가격이 랠리를 이어가고 있음.

국내 초산 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 TPA 설비 가동 계획

업체	위치	생산능력 (천톤)	비고
Huabin (former Yuandong)	Shaoxing, Zhejiang	1,400	17년 말 시험 가동
Oriental Petrochemical Taiwan Co Line3	Kuanyin	1,500	작년 11월 가동 계획
Jiaxing Petrochemical No 2	Jiaxing, Zhejiang	2,200	작년 4분기 가동 계획
Xianglu Petrochemical	Gulei	3,000	작년 말 가동 계획

자료: 업계, 키움증권 리서치

## 실적 전망

## ◎ 올해 영업이익 1,713억원, YoY +54.1%

- 롯데정밀화학의 올해 영업이익은 1,713억원으로 작년 대비 54.1% 증가 전망. 1) 역내/외 가성소다 수급 타이트가 올해도 이어질 전망, 2) 중국 환경규제 영향으로 글리세린 공법 ECH 플랜트의 저위 가동 지속 예상, 3) 국내 에폭시 수지 업체들의 신증설 확대 및 역내/외 에폭시 수지 수급 타이트로 ECH 판매량 증가, 4) 올해 메셀로스/헤셀로스 1.6만톤 증설 효과 발생, 5) 중국 천연가스 가격 강세로 암모니아 상품 판매 수익성 개선 전망
- 롯데정밀화학의 올해 세전이익은 2,481억원으로 작년 대비 124% 증가 전망. 작년 발생한 일부 일회성 비용이 환입될 전망이며, 최근 초산 스프레드 급등으로 지분법업체인 롯데BP화학의 실적이 호조세를 지속할 것으로 예상되기 때문임.

## 롯데정밀화학 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	287	323	309	241	372	341	341	339	1,162	1,111	1,160	1,392	1,532
염소/셀룰로스 계열	172	190	187	120	234	209	211	210	628	626	670	865	999
전자재료 부문	26	26	31	21	26	27	27	25	136	99	104	106	121
암모니아 계열	89	108	92	98	111	104	103	103	398	386	387	421	412
영업이익	22	34	29	26	43	46	46	35	3	30	111	171	196
영업이익률	7.7%	10.4%	9.5%	10.9%	11.7%	13.5%	13.6%	10.5%	0.2%	2.7%	9.6%	12.3%	12.8%

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 재무제표

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	11,619	11,107	11,595	13,924	15,317
매출원가	10,311	9,479	9,493	10,819	11,827
매출총이익	1,308	1,628	2,102	3,105	3,490
판매비및일반관리비	1,282	1,330	991	1,392	1,532
영업이익(보고)	26	297	1,111	1,713	1,958
영업이익(핵심)	26	297	1,111	1,713	1,958
영업외손익	1,102	-801	-4	768	529
이자수익	47	33	52	66	74
배당금수익	49	15	8	11	13
외환이익	151	159	96	80	84
이자비용	134	102	100	92	100
외환손실	155	160	109	80	84
관계기업지분법손익	124	150	244	570	480
투자및기타자산처분손익	1,087	-16	1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-13	-64	-40	0	0
기타	-54	-816	-158	212	61
법인세차감전이익	1,127	-504	1,107	2,481	2,487
법인세비용	227	-68	215	546	547
유효법인세율(%)	20.2%	13.6%	19.4%	22.0%	22.0%
당기순이익	900	-435	892	1,935	1,940
지배주주지분순이익(억원)	939	-435	892	1,935	1,940
EBITDA	758	1,114	1,868	2,384	2,706
당기순이익(Cash Earnings)	1,633	381	1,649	2,687	2,688
조정당기순이익	42	-366	924	1,935	1,940
증감률(%, YoY)					
매출액	-4.0	-4.4	4.4	20.1	10.0
영업이익(보고)	N/A	1,064.7	273.5	54.1	14.3
영업이익(핵심)	N/A	1,064.7	273.5	54.1	14.3
EBITDA	65.1	46.9	67.7	27.7	13.5
지배주주지분 당기순이익	53.4	N/A	N/A	116.9	0.2
EPS	53.4	N/A	N/A	116.9	0.2
수정순이익	-82.3	N/A	N/A	109.5	0.2

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	590	1,026	1,778	1,726	2,058
당기순이익	900	-435	892	1,935	1,940
감가상각비	687	704	681	621	714
무형자산상각비	46	113	76	50	34
외환손익	3	-16	13	0	0
자산처분손익	75	27	14	0	0
지분법손익	-109	-150	-329	-570	-480
영업활동자산부채 증감	-52	-483	-116	-410	-245
기타	-959	1,268	546	99	96
투자활동현금흐름	912	-476	-2,420	-2,172	-1,501
투자자산의 처분	-783	-344	-1,978	-505	-302
유형자산의 취득	1,052	10	17	0	0
무형자산의 취득	-841	-312	-629	-1,683	-1,200
기타	14	4	0	0	0
무형자산의 처분	1,469	165	169	16	1
재무활동현금흐름	-280	-641	-141	125	28
당기순이익	332	-477	138	0	0
장기차입금의 증가	-536	-37	-202	337	240
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-76	-127	-76	-204	-204
기타	0	0	0	-8	-8
현금및현금성자산의증감	1,222	-92	-784	-322	586
기초현금및현금성자산	971	2,193	2,101	1,317	995
기말현금및현금성자산	2,193	2,101	1,317	995	1,581
Gross Cash Flow	642	1,509	1,893	2,136	2,303
Op Free Cash Flow	-126	283	909	291	1,261

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	5,834	5,692	6,970	7,784	9,049
현금및현금성자산	2,193	2,101	1,317	995	1,581
유형자산	10	301	2,261	2,715	2,987
매출채권및유동채권	1,959	1,836	1,919	2,305	2,535
채권자산	1,520	1,368	1,386	1,665	1,832
기타유동비금융자산	152	86	86	104	114
비유동자산	11,008	9,618	9,443	10,965	11,834
장기매출채권및기타비유동채권	202	32	23	28	30
투자자산	2,822	1,950	2,171	2,693	3,108
유형자산	7,609	7,171	7,081	8,143	8,629
무형자산	336	241	151	100	67
기타비유동자산	40	223	17	1	0
자산총계	16,842	15,309	16,413	18,749	20,883
유동부채	1,853	2,028	3,546	3,822	3,987
매입채무및기타유동채무	1,540	937	1,353	1,625	1,787
단기차입금	129	17	13	13	13
유동성장기차입금	11	999	1,999	1,999	1,999
기타유동부채	174	74	180	185	187
비유동부채	3,353	2,165	940	1,269	1,501
장기매입채무및비유동채무	30	0	0	0	0
사채및장기차입금	3,032	1,998	798	1,135	1,375
기타비유동부채	291	167	142	134	126
부채총계	5,206	4,193	4,486	5,091	5,488
자본	11,636	11,117	11,927	13,658	15,395
주식	3,029	3,029	3,029	3,029	3,029
이익잉여금	7,130	6,611	7,422	9,154	10,890
기타자본	186	187	186	186	186
지배주주지분부채총계	11,636	11,117	11,927	13,658	15,395
비지배주주지분부채총계	0	0	0	0	0
자본총계	11,636	11,117	11,927	13,658	15,395
순이익	968	612	-768	-564	-1,181
총차입금	3,171	3,014	2,810	3,147	3,387

## 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,638	-1,688	3,459	7,501	7,519
BPS	45,100	43,088	46,229	52,940	59,669
주당EBITDA	2,939	4,317	7,239	9,241	10,488
CFPS	6,328	1,476	6,390	10,103	10,417
DPS	500	300	800	800	900
주가배수(배)					
PER	9.8	-18.2	18.8	9.4	9.4
PBR	0.8	0.7	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	12.9	7.6	8.6	7.4	6.3
PCF	5.6	20.8	10.2	7.0	6.8
주당이익(%)					
영업이익률(보고)	0.2	2.7	9.6	12.3	12.8
영업이익률(핵심)	0.2	2.7	9.6	12.3	12.8
EBITDA margin	6.5	10.0	16.1	17.1	17.7
순이익률	7.7	-3.9	7.7	13.9	12.7
자기자본이익률(ROE)	7.6	-3.8	7.7	15.1	13.4
투자자본이익률(ROIC)	0.2	2.6	9.5	17.4	18.0
안정성(%)					
부채비율	44.7	37.7	37.6	37.3	35.6
순자산극비율	8.3	5.5	-6.4	-4.1	-7.7
이자보상배율(배)	0.2	2.9	11.1	18.7	19.6
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	5.9	6.2	6.6	6.3
재고자산회전율	7.5	7.7	8.4	9.1	8.8
매입채무회전율	8.3	9.0	10.1	9.4	9.0

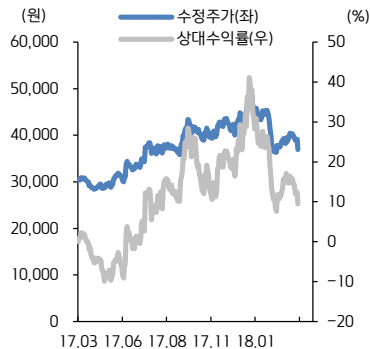


SKC(011790)

BUY (Maintain)

주가(3/23): 36,950원/TP: 54,000원

KOSPI(3/23)	2,416.76pt		
시가총액	13,869억원		
<hr/>			
52주 주가동향	최고가	최저가	
	49,000원	28,400원	
최고/최저가 대비 등락율	-24.59%	30.11%	
<hr/>			
상대수익률	절대	상대	
	1M	-3.3%	-1.9%
	6M	-8.7%	-9.7%
	12M	21.7%	9.5%
<hr/>			
발행주식수	37,535천주		
일평균거래량(3M)	204천주		
외국인 지분율	10.85%		
배당수익률(18.E)	2.71%		
BPS(18.E)	42,970원		



## ◎ 투자 포인트

- SKC의 Industry 소재(구 필름)부문은 작년 대비 큰 폭의 증익이 전망됨. 작년 구조조정을 진행한 SKC Inc.의 일회성 비용이 제한되고, SKC HT&M 통합 효과가 발생하기 때문임. 한편 PET 필름 업황은 급격히 개선되고 있지 않지만, 향후 증설 제한으로 점진적인 업황 개선 전망
- PO 가격은 견조한 수준을 유지하고 있음. 중국 환경 규제 확대에 의한 중국 염소법 PO 가동률 감축 및 원재료 가격 상승에 기인함. 한편 작년 4분기 증설한 PG는 올해 2월부터 본격적인 가동을 하고 있음.
- SKC의 성장 사업부문은 전방 산업 성장 및 증설 효과로 올해도 증익 추세가 이어질 전망

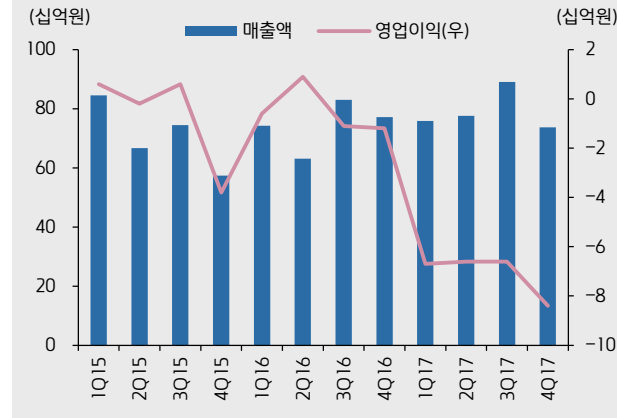
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	24,657	23,594	26,535	28,461	29,178
보고영업이익(억원)	2,179	1,493	1,757	2,271	2,664
핵심영업이익(억원)	2,179	1,493	1,757	2,271	2,664
EBITDA(억원)	3,607	2,741	2,981	3,424	3,838
세전이익(억원)	4,155	1,196	1,807	2,589	3,018
순이익(억원)	2,456	293	1,363	2,020	2,354
지배주주지분순이익(억원)	2,722	428	1,100	1,919	2,236
EPS(원)	7,426	1,150	2,931	5,112	5,958
증감율(%)	287.6	-84.5	155.0	74.4	16.6
PER(배)	4.6	28.7	16.0	7.2	6.2
PBR(배)	0.9	0.9	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	7.2	7.6	11.5	8.1	8.0
보고영업이익률(%)	8.8	6.3	6.6	8.0	9.1
핵심영업이익률(%)	8.8	6.3	6.6	8.0	9.1
ROE(%)	17.2	1.9	8.7	12.0	12.6

## 투자 포인트 1. Industry 소재 실적, 턴어라운드 전망

## ◎ SKC Inc. 구조조정 기저 효과 발생

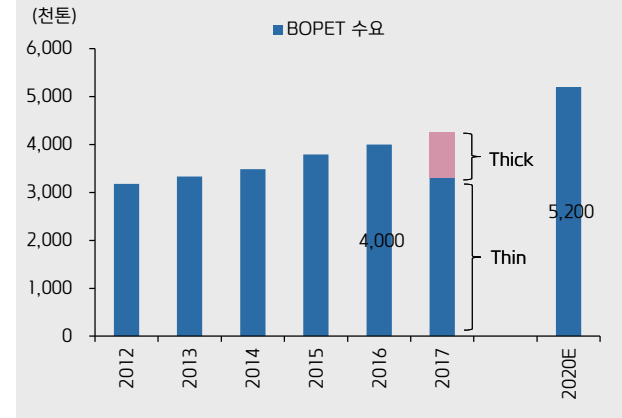
- PET 필름 업황이 급격히 개선되고 있지 않지만, 향후 증설이 제한된 가운데, 신항구 수요 확대로 점진적으로 개선 전망. 2020년 세계 PET 필름 수요는 520만톤으로 연평균 6% 이상 증가 전망
- SKC의 올해 Industry 소재부문 실적은 작년 대비 큰 폭의 증익이 전망됨. 작년 구조조정을 진행한 SKC Inc.의 일회성 비용이 올해는 제한되고, SKC HT&M 통합 효과가 발생하기 때문임.
- 참고로 작년 SKC Inc.는 일회성 비용 증가로 283억원 영업손실을 기록하였음. 또한 SKC HT&M은 올해 하반기로 갈수록 실적 개선폭이 클 것으로 예상

SKC Inc. 실적 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 PET 필름 수요 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

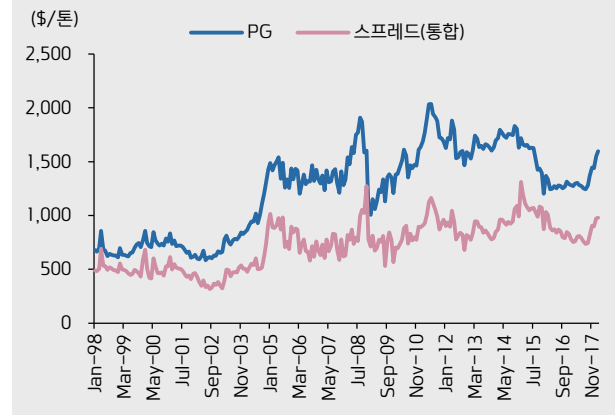


## 투자 포인트 2. 올해, 온기로 PG 증설 효과 반영

## ◎ 화학부문, 양호한 이익 지속 전망

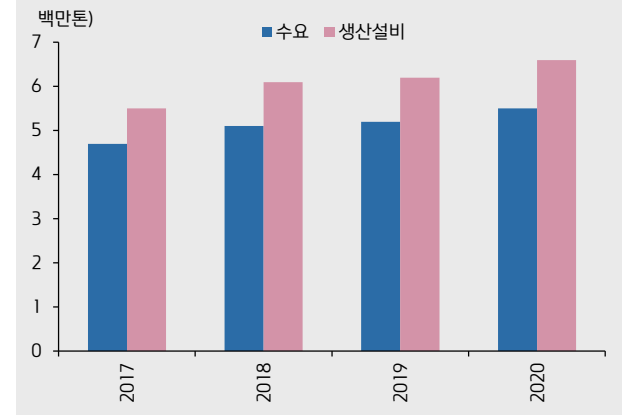
- 중국 PO 가격은 높은 수준을 유지하고 있음. 환경 규제 확대에 의한 중국 염소법 PO 가동률 감축 및 원재료 가격 상승에 기인함. 한편 SK는 HPPO 가동 역량을 바탕으로 PO 경쟁력 확대를 위하여, 중국/중동/유럽 등에서 PO 사업 협력 사업을 검토 중임. 올해 중 파트너 선정 및 사업 의사를 결정할 전망
- 증설한 PG 플랜트(+5만톤)는 HPPO 생산성 향상을 목적으로 한 신규 촉매 적용 등 임시 보수 진행으로 1월까지 가동률이 높지는 않았지만, 현재 정상화되며 가동률을 100%로 올렸음. 향후 PG 제품 중 고부가 그레이드를 확대하기 위하여 화장품 등에 사용되는 DPG 단독 공정을 상업화 추진 계획

국내 PG 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아/중동 PO 수급 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

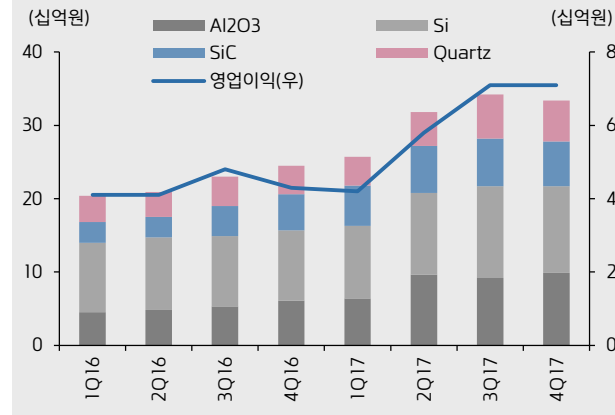


### 투자 포인트 3. 성장 사업부문, 증설 효과 발생

#### ◎ 올해, SKC솔믹스/SK바이오랜드 등 주력 제품군 증설 효과 발생

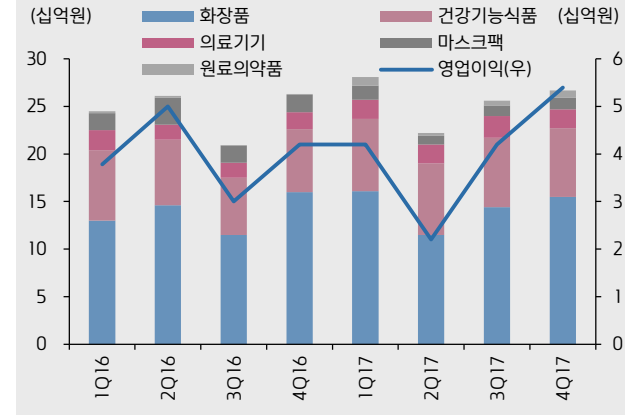
- SKC의 성장 사업부문은 전방 산업 성장과 수요처의 소재 국산화 비중 확대 등으로 인한 반도체/소재 사업(CMP, 자성소재)의 추가적인 실적 개선, SKC솔믹스(Si/Quartz)와 SK바이오랜드(중국 해문 마스크 팩)의 증설 효과로 올해도 증익 추세가 이어질 전망
- 한편 SKC는 반도체부문의 사업 확대를 통하여 SKC솔믹스/SK텔레시스/SKC 본사의 반도체 관련 매출액을 현재 2,700억원 수준에서 1조원으로 확대할 계획

SKC솔믹스 실적 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

SK바이오랜드 실적 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 실적 전망

## ◎ 올해 영업이익 2,271억원, YoY +29.2%

- SKC의 올해 영업이익은 2,271억원으로 작년 대비 29.2% 증가 전망. 1) 작년 4분기 PG 플랜트 증설이 올해 본격적으로 실적에 반영, 2) SKC Inc. 제품믹스 변환 작업 완료 및 SKC HT&M 통합 효과로 Industry 소재의 큰 폭의 실적 개선 예상, 3) 성장 사업부문은 전방 산업 성장에 따라 반도체/소재 사업의 추가적인 실적 개선 및 연결 자회사(솔믹스/바이오랜드)의 증설 효과가 올해 하반기부터 본격적으로 반영되기 때문임.
- 한편 작년 12월 투자를 발표한 투명 PI 필름 라인은 내년 하반기(7~9월)에 완공되어, 2019년 4분기에 서 2020년 상반기 중 상업 생산이 가능할 전망. SKC HT&M을 통하여 코팅 기술 내재화 가능

## SKC 실적 전망

(십억원)		2017				2018				2016	2017	2018E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual		
매출액	합계	587	615	741	711	649	694	731	771	2,359	2,654	2,846
	화학	198	192	202	193	185	183	182	189	722	785	739
	Industry 소재	225	221	305	263	286	290	294	298	926	1,015	1,168
	성장 사업	164	202	234	260	179	221	255	284	712	859	939
영업이익	합계	38	44	48	45	44	54	59	71	149	176	227
	화학	32	33	33	29	35	35	35	38	110	126	143
	Industry 소재	-1	3	2	-5	1	9	9	9	-7	-2	29
	성장 사업	7	9	13	22	8	10	15	24	46	51	56

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 재무제표

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	24,657	23,594	26,535	28,461	29,178
매출원가	19,726	19,495	22,274	23,569	23,828
매출총이익	4,931	4,100	4,262	4,892	5,350
판매비및일반관리비	2,752	2,607	2,505	2,621	2,686
영업이익(보고)	2,179	1,493	1,757	2,271	2,664
영업이익(핵심)	2,179	1,493	1,757	2,271	2,664
영업외손익	1,976	-297	50	319	354
이자수익	26	10	13	17	18
배당금수익	0	4	0	0	0
외환이익	247	246	223	210	207
이자비용	501	431	461	475	499
외환손실	317	310	241	480	480
관계기업지분법손익	-151	268	927	1,080	1,134
투자및기타자산처분손익	3,808	-11	-4	0	0
금융상품평가및기타금융이익	19	23	-34	-33	-25
기타	-1,154	-96	-373	0	0
법인세차감전이익	4,155	1,196	1,807	2,589	3,018
법인세비용	1,209	585	444	570	664
유효법인세율(%)	29.1%	48.9%	24.5%	22.0%	22.0%
당기순이익	2,456	293	1,363	2,020	2,354
지배주주지분순이익(억원)	2,722	428	1,100	1,919	2,236
EBITDA	3,607	2,741	2,981	3,424	3,838
EBITDA 순이익(Cash Earnings)	3,884	1,541	2,588	3,173	3,528
조정당기순이익	-258	287	1,392	2,053	2,379
순이익(%, YoY)	-12.0	-4.3	12.5	7.3	2.5
매출액	43.0	-31.5	17.7	29.2	17.3
영업이익(보고)	43.0	-31.5	17.7	29.2	17.3
영업이익(핵심)	43.0	-31.5	17.7	29.2	17.3
EBITDA	24.7	-24.0	8.8	14.9	12.1
지배주주지분 당기순이익	291.7	-84.3	156.8	74.4	16.6
EPS	287.6	-84.5	155.0	74.4	16.6
수정순이익	N/A	N/A	385.2	47.5	15.9

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,085	2,491	2,093	2,010	2,444
당기순이익	2,456	293	1,363	2,020	2,354
감가상각비	1,362	1,201	1,173	1,105	1,128
무형자산상각비	66	47	52	49	47
외환손익	46	38	-8	270	273
자산처분손익	22	47	39	0	0
지분법손익	126	-268	-681	-1,080	-1,134
영업활동자산부채 증감	-1,775	749	-136	-184	-49
기타	-1,218	386	292	-170	-174
투자활동현금흐름	-962	-39	-1,757	-2,561	-5,267
투자자산의 처분	-287	29	200	-5	-2
영업자산의 취득	54	34	91	0	0
유형자산의 취득	-681	-803	-1,203	-1,500	-1,500
무형자산의 취득	-52	-47	-189	-170	-170
기타	4	747	-655	-1,056	-3,765
재무활동현금흐름	-284	-1,818	380	691	636
당기차입금의 증가	-2,812	-3,974	-1,679	0	0
당기차입금의 증가	2,718	2,673	2,530	750	750
자본의 증가	124	205	0	0	0
배당금지급	-232	-301	-297	-319	-354
기타	-63	-421	-173	260	240
현금및현금성자산의증감	-131	665	710	140	-2,186
기초현금및현금성자산	516	385	1,050	1,760	1,900
기말현금및현금성자산	385	1,050	1,760	1,900	286
Gross Cash Flow	2,860	1,742	2,230	2,194	2,493
Op Free Cash Flow	465	1,910	1,022	1,741	2,289

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	7,871	8,015	8,972	9,635	7,644
현금및현금성자산	385	1,050	1,760	1,900	-286
유형자산	161	167	2	2	2
무형자산	4,469	4,261	4,210	4,515	4,629
매출채권및유동채권	2,838	2,535	2,993	3,210	3,291
기타유동비금융자산	18	2	6	7	7
비유동자산	29,011	27,273	27,702	30,102	35,234
장기매출채권및기타비유동채권	233	210	179	192	196
투자자산	6,395	6,825	5,988	6,973	8,009
유형자산	20,791	18,661	19,032	19,427	19,800
무형자산	1,458	1,462	2,092	2,042	1,996
기타비유동자산	133	115	412	1,468	5,232
자산총계	36,882	35,288	36,673	39,737	42,877
유동부채	10,564	8,626	12,008	12,354	12,502
매입채무및기타유동채무	3,555	4,176	4,339	4,654	4,771
당기차입금	3,621	2,495	2,983	2,983	2,983
유동상장차입금	3,004	1,741	4,407	4,407	4,407
기타유동부채	383	214	279	310	341
비유동부채	10,755	11,423	8,729	9,746	10,739
장기매입채무및비유동채무	590	611	90	97	99
사채및장기차입금	8,799	9,249	6,756	7,506	8,256
기타비유동부채	1,367	1,564	1,883	2,143	2,384
부채총계	21,319	20,049	20,737	22,100	23,241
자산총계	1,840	1,877	1,877	1,877	1,877
주요채무	1,223	1,398	1,398	1,398	1,398
이자비용	11,296	11,464	12,390	14,018	15,931
기타비용	80	-679	-1,164	-1,164	-1,164
지배주주지분부채총계	14,439	14,059	14,500	16,129	18,041
비지배주주지분부채총계	1,124	1,180	1,436	1,508	1,595
자본총계	15,563	15,239	15,936	17,637	19,636
비지배주주지분	14,878	12,268	12,384	12,994	15,930
총자산	15,424	13,485	14,146	14,896	15,646

## 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	7,426	1,150	2,931	5,112	5,958
BPS	39,240	37,457	38,631	42,970	48,065
주당EBITDA	9,840	7,356	7,943	9,123	10,225
CFPS	10,595	4,135	6,895	8,455	9,400
DPS	750	750	900	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	4.6	28.7	16.0	7.2	6.2
PBR	0.9	0.9	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.2	7.6	11.5	8.1	8.0
PCR	3.2	8.0	6.8	4.4	3.9
주당이익률(%)					
영업이익률(보고)	8.8	6.3	6.6	8.0	9.1
영업이익률(핵심)	8.8	6.3	6.6	8.0	9.1
EBITDA margin	14.6	11.6	11.2	12.0	13.2
순이익률	10.0	1.2	5.1	7.1	8.1
자기자본이익률(ROE)	17.2	1.9	8.7	12.0	12.6
투자자본이익률(ROIC)	6.1	3.4	6.1	9.9	11.4
안정성(%)					
부채비율	137.0	131.6	130.1	125.3	118.4
순자산대비배율	95.6	80.5	77.7	73.7	81.1
이자보상배율(배)	4.3	3.5	3.8	4.8	5.3
활동성(배)					
매출채권회전율	6.1	5.4	6.3	6.5	6.4
재고자산회전율	8.1	8.8	9.6	9.2	9.0
매입채무회전율	6.0	6.1	6.2	6.3	6.2

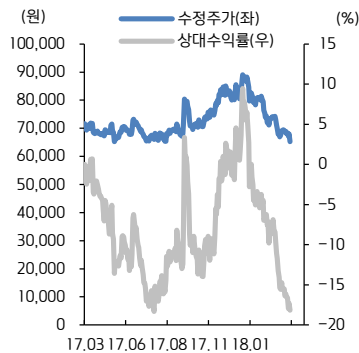


## 코오롱인더(120110)

BUY (Maintain)

주가(3/23): 65,200원/TP: 90,000원

KOSPI(3/23)	2,416.76pt		
시가총액	17,505억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	89,000원	65,200원	
최고/최저가 대비 등락율	-26.74%	0.00%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-12.0%	-10.7%
	6M	-7.9%	-9.0%
	12M	-8.9%	-18.1%
발행주식수	28,428천주		
일평균거래량(3M)	213천주		
외국인 지분율	16.20%		
배당수익률(18.E)	1.49%		
BPS(18.E)	70,954원		



## ◎ 투자 포인트

- 코오롱인더는 듀폰과의 소송 이후 주력 제품의 생산능력을 점진적으로 확대하고 있음. 이 증설분(스판본드, 특수 에폭시, POM 등)들이 올해부터 내년까지 이어질 전망
- 코오롱인더의 신규 성장 동력인 CPI 필름 라인은 시운전 시기를 고객사 스케줄 고려 및 좀 더 제품 기술 업그레이드를 위하여 올해 2월(기존)에서 6월 중으로 변경하였음.
- 올해 하반기 코오롱인더의 베트남 1차 PET 타이어코드 라인이 완공됨. 베트남 빈증성에 위치한 타이어코드 라인은 원사 생산부터 열처리, 완제품에 이르는 일괄 생산체계를 갖출 전망이다. 한편 베트남의 인건비는 한국의 1/5 수준에 불과함. 이에 베트남 타이어코드 공장은 국내 공장 대비 약 12% 수준의 총 원가 개선이 가능해질 전망

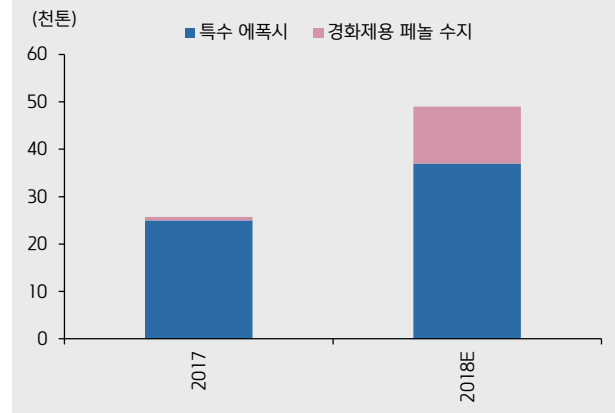
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	48,565	45,622	46,070	51,853	54,869
보고영업이익(억원)	2,805	2,767	1,980	2,406	3,169
핵심영업이익(억원)	2,805	2,767	1,980	2,406	3,169
EBITDA(억원)	4,743	4,753	3,990	4,270	5,116
세전이익(억원)	-1,377	2,389	1,793	2,080	2,862
순이익(억원)	-1,451	1,760	1,227	1,622	2,232
지배주주지분순이익(억원)	-1,443	1,702	1,351	1,574	2,165
EPS(원)	-5,177	6,102	4,830	5,536	7,617
증감율(%)	N/A	N/A	-20.9	14.6	37.6
PER(배)	-12.1	12.1	18.4	11.8	8.6
PBR(배)	1.0	1.0	1.2	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	7.0	7.8	10.2	9.3	7.8
보고영업이익률(%)	5.8	6.1	4.3	4.6	5.8
핵심영업이익률(%)	5.8	6.1	4.3	4.6	5.8
ROE(%)	-7.3	8.6	5.5	6.9	9.1

## 투자 포인트 1. 주력 제품군의 증설 효과

## ◎ 올해부터 증설 효과를 고려할 필요가 있다

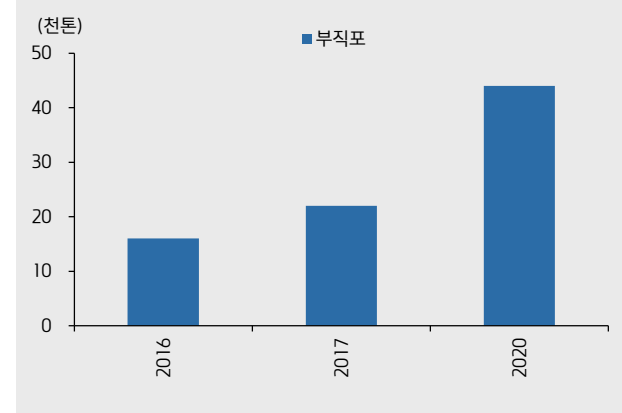
- 코오롱인더는 듀폰과의 소송 이후 주력 제품의 생산능력을 점진적으로 확대하고 있음. 이 증설분들이 올해부터 내년까지 이어질 전망
- 1) 높은 마진율을 기록하고 있는 폴리에스터 스판본드의 증설이 올해부터 실적에 반영됨. 코오롱인더의 스판본드 생산능력은 1.6만톤에서 2.2만톤으로 올해 확대됨. 매출액도 700억원 수준에서 올해 1,000억원을 돌파 전망, 2) 코오롱인더는 자동차 전장 시장과 통신용 서버 시장 확대에 발맞춰 약 300억원을 투자하여, 전자재료용 특수 에폭시와 경화제용 페놀 수지 생산능력을 확대 계획. 올해 9월에 완공 전망. 관련 매출액은 1,000억원 수준에서 약 600억원 증가 전망, 3) 또한 POM/CPI 필름/베트남 타이어코드도 올해부터 실적에 반영될 전망

코오롱인더 특수 에폭시/페놀 수지 생산능력 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

코오롱인더 부직포 생산능력 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치



## 투자 포인트 2. 지연되었지만, 지속되는 CPI 필름 모멘텀

### ◎ CPI 필름, 시운전 시기 연기

- 코오롱인더의 신규 성장 동력인 CPI 필름 라인은 시운전 시기를 고객사 스케줄 고려 및 좀 더 제품 기술 업그레이드를 위하여 올해 2월(기존)에서 6월 중으로 변경하였음.
- 약 900억원이 투자된 코오롱인더의 양산 라인은 연간 생산능력이 100m2로, 5.5인치 스마트폰 기준 약 3,000만대를 공급할 수 있는 규모임. 기존 유색 PI 필름 대비 더 높은 마진율 기록 전망
- 참고로 유색 PI 필름은 PET 필름 대비 약 6배 이상 가격 프리미엄을 받고 있는 것으로 보임.

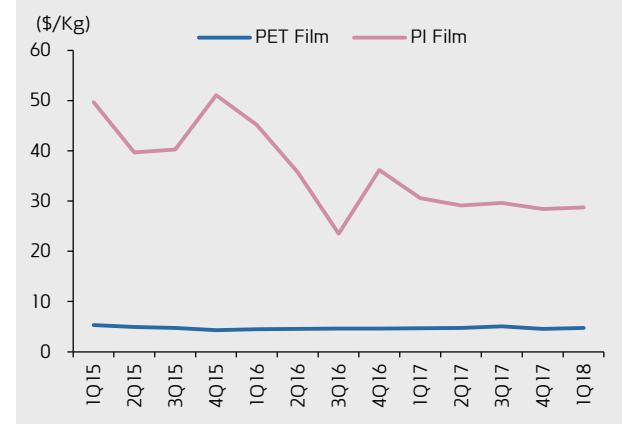
### 코오롱인더 CPI 필름 스펙



Kolon's CPI™ Compared To Conventional Optical Film							
	UNIT	GLASS	PI	CPI™	PET	PC	COC
Tg	°C	>450	>400	>330	80	145	150
CTE (25~100°C)	ppm/°C	0.8	<25	11	50~40 (25~100°C)	60 (25~100°C)	95 (25~100°C)
TT	%	92	<60	90	91	90	90
Yellow index	-	0	>90	2.0	0.2	0.5	0.3
R <sub>a</sub>	nm	-	>2,000	300 (average)	800	90	7
Flexibility	-	Brittle	Excellent	Excellent	Good	Brittle	Brittle
Surface Hardness	-	9H	-	2H	2B	8	H&B~F
Modulus	GPa	10	>3	>6	3	2	2
Water Absorption (23°C/50%)	%	0	2~3	<1	1.2	0.2	0.02

자료: 업계, 키움증권 리서치

### 국내 PET 필름과 PI 필름 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

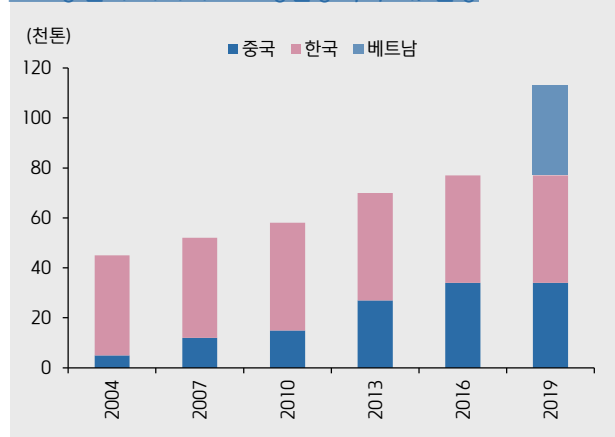


## 투자 포인트 3. PET 타이어코드, 세계 2위 점유율 지속

## ◎ 올해 하반기, 베트남 PET 타이어코드 라인 증설 완료

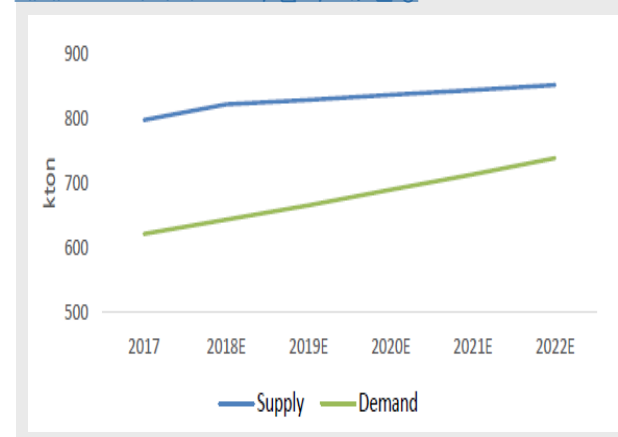
- 올해 하반기 코오롱인더의 베트남 1차 PET 타이어코드 라인이 완공됨. 생산능력은 1.8만톤이며, 2차 PET 타이어코드 라인은 2020년에 추가될 전망. 베트남 빈증성에 위치한 코오롱인더의 타이어코드 공장은 원사 생산부터 제직, 열처리, 완제품에 이르는 일괄 생산체계를 갖출 전망이며, 투자비 규모를 고려할 경우 법인세 면제, 법인세율 감면, 수출입 관세 혜택, 부지 이용 등 추가적인 인센티브 조항이 존재할 가능성이 큼.
- 한편 베트남의 인건비는 한국의 1/5 수준에 불과함. 해외 경쟁사의 타이어코드 원가 중 인건비가 차지하는 비중이 15% 수준임 점을 고려하면, 베트남 타이어코드 공장은 국내 공장 대비 약 12% 수준의 총 원가 개선(기타 원가 동일 가정)이 가능해질 전망

코오롱인더 타이어코드 생산능력 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 PET 타이어코드 수급 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 실적 전망

## ◎ 올해 영업이익 2,406억원, YoY +21.5%

- 코오롱인더의 올해 영업이익은 2,406억원으로 작년 대비 21.5% 증가 전망. 주력 제품군의 원재료 가격 상승에도 불구하고, 1) 2분기 이후 판가 전가 전망, 2) 베트남 PET 타이어코드, 스판본드, 특수 에폭시/페놀 수지, 미주/동남아 에어백, POM 합작 및 고점도 POM 등의 신증설 효과 반영, 3) 작년에 발생한 코오롱패션머티리얼 일회성 비용(재고처분) 감소 전망, 4) 코오롱글로벌 중국 판매량 회복 예상

## 코오롱인더 실적 전망

(단위: 십억원)	2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	1,150	1,124	1,086	1,247	1,256	1,287	1,265	1,378	5,338	4,857	4,562	4,607	5,185
산업자재	428	423	424	444	500	512	545	556	1,669	1,759	1,740	1,719	2,113
화학	234	204	217	220	223	226	227	228	1,274	1,019	817	874	904
필름/전자재료	122	121	131	126	139	140	145	147	615	502	474	500	571
패션	258	264	211	363	293	306	250	350	1,249	1,152	1,137	1,097	1,198
의류소재 외	108	111	103	95	101	104	97	97	531	425	395	418	399
영업이익	46	54	46	52	49	60	54	78	169	280	277	198	241
산업자재	27	32	35	23	24	29	35	34	84	144	145	118	122
화학	23	23	25	24	22	22	22	22	91	117	104	95	88
필름/전자재료	-4	-3	-4	-10	-3	-4	2	3	-7	-3	0	-21	-2
패션	10	12	-3	30	10	14	0	24	63	60	55	48	48
의류소재 외	-11	-10	-7	-14	-4	-2	-5	-5	-62	-37	-27	-42	-16

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 재무제표

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	48,565	45,622	46,070	51,853	54,869
매출원가	35,745	32,817	34,263	35,814	37,450
매출총이익	12,820	12,805	11,807	16,039	17,419
판매비및일반관리비	10,015	10,038	9,827	13,633	14,249
영업이익(보고)	2,805	2,767	1,980	2,406	3,169
영업이익(핵심)	2,805	2,767	1,980	2,406	3,169
영업외손익	-4,181	-379	-187	-326	-307
이자수익	64	68	64	79	86
배당금수익	5	11	19	-114	-123
외환이익	556	647	829	808	821
이자비용	702	624	628	649	710
외환손실	799	801	576	534	536
관계기업지분법손익	293	400	517	253	322
투자및기타자산처분손익	10	114	-93	-92	-89
금융상품평가및기타금융이익	78	25	-110	-77	-78
기타	-3,686	-219	-209	0	0
법인세차감전이익	-1,377	2,389	1,793	2,080	2,862
법인세비용	75	629	565	458	630
유효법인세율(%)	-5.4%	26.3%	31.5%	22.0%	22.0%
당기순이익	-1,451	1,760	1,227	1,622	2,232
지배주주지분순이익(억원)	-1,443	1,702	1,351	1,574	2,165
EBITDA	4,743	4,753	3,990	4,270	5,176
현금수익(Cash Earnings)	487	3,746	3,237	3,486	4,179
조정당기순이익	-1,544	1,657	1,366	1,792	2,359
증감률(% YoY)					
매출액	-9.0	-6.1	1.0	12.6	5.8
영업이익(보고)	66.1	-1.3	-28.5	21.5	31.7
영업이익(핵심)	66.1	-1.3	-28.5	21.5	31.7
EBITDA	31.6	0.2	-16.1	7.0	19.8
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	-20.7	16.5	37.6
EPS	N/A	N/A	-20.9	14.6	37.6
수정순이익	N/A	N/A	-17.5	31.1	37.7

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,658	3,396	2,766	1,147	3,557
당기순이익	-1,451	1,760	1,227	1,622	2,232
감가상각비	1,880	1,892	1,913	1,774	1,863
무형자산상각비	58	95	97	90	83
외환손익	149	41	-220	-274	-285
자산처분손익	52	141	181	92	89
지분법손익	-288	-400	-507	-253	-322
영업활동자산부채 증감	2,291	-731	-1,445	-1,136	-503
기타	966	600	1,520	-769	400
투자활동현금흐름	-3,766	-2,618	-4,987	-3,680	-3,395
투자자산의 처분	-1,702	-338	-560	-589	-308
유형자산의 취득	64	163	82	0	0
무형자산의 취득	-2,017	-2,431	-4,548	-3,000	-3,000
기타	-162	-82	-64	0	0
재무활동현금흐름	51	70	103	-90	-88
당기차입금의 증가	411	-185	1,576	1,890	1,856
장기차입금의 증가	330	-712	1,752	0	0
장기차입금의 감소	-215	1,016	625	2,100	2,100
자본의 증가	98	304	257	0	0
배당금지급	-146	-149	-324	-314	-314
기타	345	-645	-734	104	70
현금및현금성자산의증감	315	536	-702	-643	2,017
기초현금및현금성자산	621	935	1,472	770	127
기말현금및현금성자산	935	1,472	770	127	2,144
Gross Cash Flow	1,367	4,128	4,212	2,283	4,060
Op Free Cash Flow	5,007	780	-2,692	134	846

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	19,447	20,676	20,946	22,835	26,173
현금및현금성자산	935	1,472	770	1,127	2,144
유형자산	1,191	701	997	1,122	1,187
매출채권및유동채권	8,772	10,535	11,154	12,554	13,284
채고자산	8,527	7,948	7,992	8,995	9,518
기타유동금융자산	21	19	34	38	40
비유동자산	30,414	31,816	35,673	37,600	39,132
장기매출채권및기타비유동채권	1,167	823	451	508	537
투자자산	5,248	6,825	8,797	9,531	9,980
유형자산	21,529	22,023	24,443	25,669	26,806
무형자산	1,970	1,918	1,772	1,682	1,599
기타비유동자산	499	227	210	210	210
자산총계	49,861	52,491	56,619	60,435	65,305
유동부채	18,284	19,649	21,261	22,440	23,145
매입채무및기타유동채무	7,157	7,630	8,237	9,271	9,810
단기차입금	7,736	6,637	8,034	8,034	8,034
유동성장기차입금	2,909	4,731	4,136	4,136	4,136
유동부채	483	651	855	1,000	1,165
비유동부채	11,933	11,918	12,134	14,486	16,733
장기매입채무및비유동채무	2,291	1,918	1,186	1,335	1,412
사채성장기차입금	8,198	7,824	8,853	10,953	13,053
기타비유동부채	2,095	1,847	2,095	2,199	2,269
부채총계	30,217	31,239	33,395	36,926	39,878
자본	13,994	13,996	14,421	14,421	14,421
주식	8,028	8,045	8,311	8,311	8,311
이익잉여금	7,421	8,788	9,755	11,034	12,904
기타자본	452	556	1,321	1,321	1,321
지배주주지분부채총계	18,320	19,810	21,833	22,087	23,958
비지배주주지분부채총계	1,324	1,443	1,391	1,421	1,469
자본총계	19,642	21,253	23,224	23,599	25,427
차입금	16,716	17,019	19,256	21,874	21,891
총자산	18,843	19,192	21,022	23,122	25,222

## 투자지표

(단위: 원, %, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-5,177	6,102	4,830	5,536	4,830
BPS	65,694	70,954	76,824	77,696	76,824
주당EBITDA	17,013	17,039	14,265	15,020	14,265
CFPS	1,749	13,427	11,575	12,264	11,575
DPS	500	1,100	1,100	1,100	1,100
주가배수(배)					
PER	-12.1	12.1	18.4	11.8	18.4
PBR	1.0	1.0	1.2	0.8	1.2
EV/EBITDA	7.0	7.8	10.2	9.3	10.2
PCFR	35.9	5.5	7.7	5.3	7.7
주당이익률(%)					
영업이익률(보고)	5.8	6.1	4.3	4.6	4.3
영업이익률(핵심)	5.8	6.1	4.3	4.6	4.3
EBITDA margin	9.8	10.4	8.7	8.1	8.7
순이익률	-3.0	3.9	2.7	3.1	2.7
자기자본이익률(ROE)	-7.3	8.6	5.5	6.9	5.5
투자자본이익률(ROIC)	9.0	6.4	4.0	6.7	4.0
안정성(%)					
부채비율	153.8	147.0	143.8	157.1	143.8
순차입금비용	85.1	80.1	82.9	93.0	82.9
이자보상배율(배)	4.0	4.4	3.2	3.7	3.2
활동성(배)					
매출채권회전율	5.3	4.7	4.2	4.4	4.2
재고자산회전율	5.7	5.5	5.8	6.1	5.8
매입채무회전율	7.0	6.2	5.8	5.9	5.8

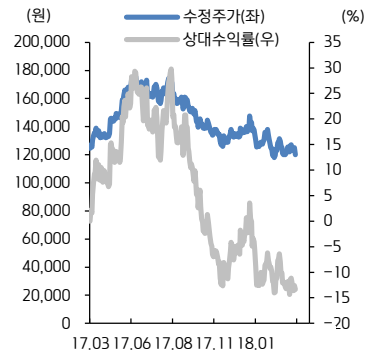


효성(004800)

BUY (Maintain)

주가(3/23): 120,000원/TP: 165,000원

KOSPI(3/23)	2,416.76pt		
시가총액	42,141억원		
-----			
52주 주가동향	최고가	최저가	
	176,000원	118,000원	
최고/최저가 대비 등락율	-31.82%	1.69%	
-----			
상대수익률	절대	상대	
	1M	-8.7%	-7.4%
	6M	-19.2%	-20.1%
	12M	-3.6%	-13.3%
-----			
발행주식수	35,117천주		
일평균거래량(3M)	193천주		
외국인 지분율	20.93%		
배당수익률(18.E)	4.17%		
BPS(18.E)	113,989원		



## ◎ 투자 포인트

- 효성은 1992년 스판덱스 상업화 이후 연평균 33% 이상 생산능력을 증설하며, 세계 1위 시장 점유율을 확보하고 있음. 스판덱스는 신축성에서 벗어나 기존 의류 소재에 대한 대응성 개선으로 수요가 급속히 증가하고 있음. 한편 효성은 브랜드화, 품질, 신뢰성, 기능성 보장, 자체 공급망 구축으로 제품 판가가 경쟁사 대비 높게 형성되어 있음.
- 효성은 PET 타이어코드, 나일론 타이어코드, 스틸코드, 비드와이어 등 4대 타이어코드 소재를 모두 생산하는 세계 유일의 기업임. 특히 PET 타이어코드는 공격적 증설을 통하여 세계 시장 점유율 45% 이상을 기록하고 있음.
- 효성은 PDH/PP 생산능력을 지속적으로 확대하고 있으며, 수요 성장성이 큰 베트남에서도 PDH/PP를 신설할 계획

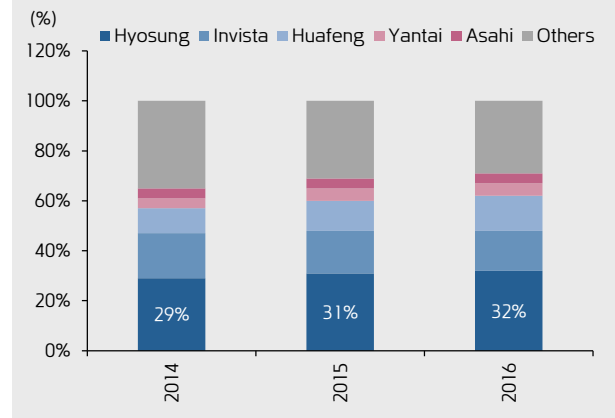
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	124,585	119,291	125,464	129,720	128,278
보고영업이익(억원)	9,502	10,163	7,708	7,904	9,205
핵심영업이익(억원)	9,502	10,163	7,708	7,904	9,205
EBITDA(억원)	15,202	16,397	14,354	13,851	15,368
세전이익(억원)	5,973	6,965	3,828	6,181	7,233
순이익(억원)	5,259	4,754	3,408	4,821	5,642
지배주주지분순이익(억원)	4,927	4,555	3,256	5,068	5,931
EPS(원)	14,030	12,971	9,271	14,431	16,888
증감율(%)	83.0	-7.5	-28.5	55.7	17.0
PER(배)	8.4	11.2	15.0	8.3	7.1
PBR(배)	1.3	1.4	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	7.6	7.3	8.2	7.5	6.3
보고영업이익률(%)	7.6	8.5	6.1	6.1	7.2
핵심영업이익률(%)	7.6	8.5	6.1	6.1	7.2
ROE(%)	16.5	13.0	8.8	12.0	12.9

## 투자 포인트 1. 스판덱스, 규모의 경제 강화

### ◎ 스판덱스, 세계 1위 시장 점유율 지속

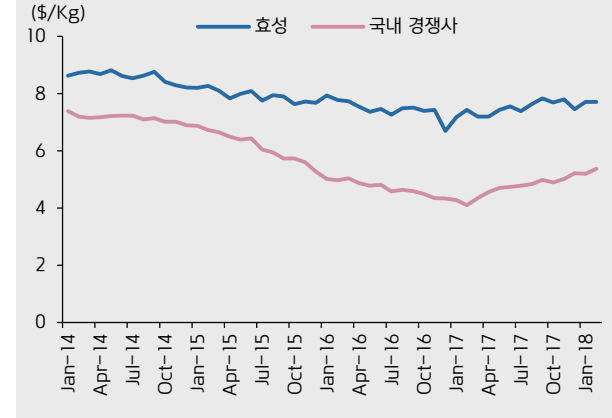
- 효성은 1992년 스판덱스 상업화 이후 연평균 33% 이상 생산능력을 확보하며, 세계 1위 시장 점유율을 확보하고 있음. 2016년 기준 효성의 스판덱스 생산능력은 20만톤으로 세계 32%의 시장 점유율을 기록함.
- 효성의 스판덱스 생산기지는 한국, 중국, 터키, 베트남, 브라질에 분산되어 있는 등 경쟁 중국 업체 대비 생산 지역 다각화를 구축하고 있으며, 중국 비중은 39% 수준으로 중국 시장 대응력도 강함.
- 스판덱스는 신축성에서 벗어나 기존 의류 소재에 대한 대응성 개선으로 수요가 급속히 증가하고 있으며, 효성은 브랜드화, 품질, 신뢰성, 기능성 보장, 자체 공급망 구축으로 제품 판가가 경쟁사 대비 높게 형성됨.

세계 스판덱스 시장 점유율 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 업체별 스판덱스 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

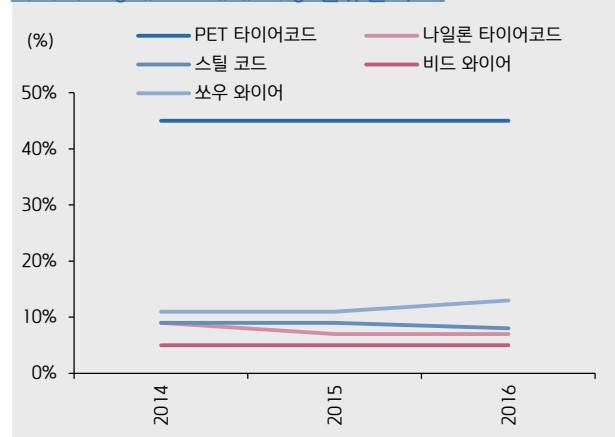


## 투자 포인트 2. 타이어코드, 시장 지배력 강화

### ◎ 세계 유일 타이어코드 통합 생산 업체

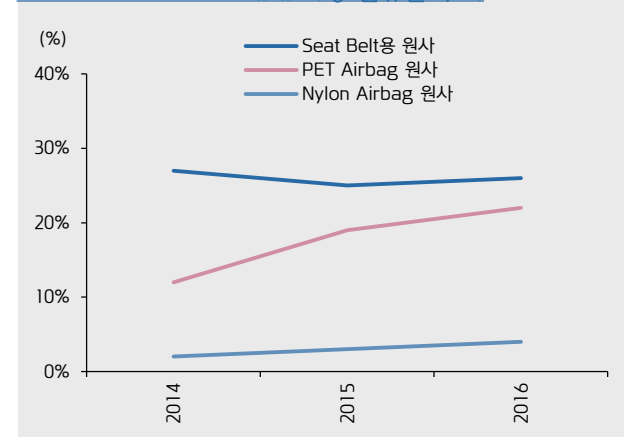
- 효성은 나일론 타이어코드를 생산한 이래 PET 타이어코드, 스틸코드, 비드와이어 등 4대 타이어코드 소재를 모두 생산하는 세계 유일의 기업임. 특히 PET 타이어코드는 공격적 증설을 통하여 세계 시장 점유율 45% 이상을 기록하고 있으며, TPA부터 후가공까지 수직계열화를 구축하였음.
- 효성의 산업자재부문은 타이어보강재 관련 매출 비중이 높으며, 국내 타이어 제조사인 한국타이어, 금호타이어, 넥센타이어 등에 모두 납품하고 있음. 또한 미쉐린, 굿이어, 브릿지스톤 등 해외 업체에도 타이어보강재를 공급하고 있음.

타이어보강재 PU 세계 시장 점유율 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

Technical Yarn PU 세계 시장 점유율 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

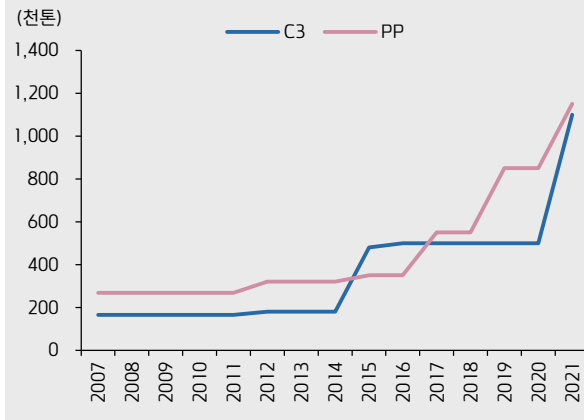


## 투자 포인트 3. PP 업황 수혜주

## ◎ PDH/PP 생산능력 지속 증설

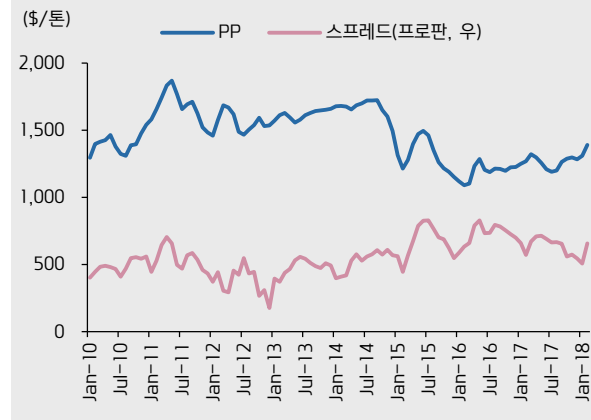
- PP는 향후 원재료인 프로필렌 증설 제한, 중국 폐플라스틱 규제, 올해 상반기 역내 크래커 정기보수 물량 증가 및 MTO/CTO 경제성 열위로 올해도 추가적인 업황 개선이 전망됨.
- 효성은 PDH/PP 생산능력을 지속적으로 확대하고 있음. 현재 PDH(프로필렌)와 PP 생산능력은 각각 50만톤, 55만톤임.
- 한편 효성은 스판덱스, 타이어코드 등을 운영하고 있는 베트남에 PDH/PP 플랜트(각각 60만톤)를 건설할 계획임.

효성 PP/PDH 생산능력 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 PP 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 실적 전망

## ◎ 올해 영업이익 7,904억원, YoY +3.4%

- 효성의 올해 영업이익은 7,904억원으로 작년 대비 3.4% 증가 전망. 1) BDO/프로판/MEG/TPA/모노불산/Wire rod 등 주력 원재료 가격 상승으로 원가 부담 지속, 2) 스판덱스부문의 판가 인상 추진 및 중국 법인 증설을 통한 판매량 증가, 3) NF3의 추가 고객사 확보 및 판가 인상 추진
- 세전이익은 작년 대비 큰 폭의 성장 전망. 작년에는 지주사 전환에 따른 보수적인 회계 처리로 3,200억 원 수준(폴리케톤, 탄소섬유 등의 재고 처리 및 자산상각 처리)의 일회성 비용이 발생하였음.

## 효성 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018E	
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual	Annual	
매출액	섬유	480	549	539	570	516	479	490	565	2,169	2,105	1,979	2,137	2,050
	산업자재	620	604	592	594	603	595	545	528	2,361	2,375	2,384	2,410	2,272
	화학	366	349	391	396	494	461	423	427	1,399	1,068	1,194	1,501	1,804
	중공업	488	545	522	694	535	552	518	834	2,349	2,493	2,557	2,249	2,440
	건설	222	286	301	344	229	294	310	354	723	891	892	1,153	1,188
	무역 외	695	776	775	851	807	794	757	859	3,176	3,527	2,922	3,096	3,218
	합계	2,871	3,108	3,119	3,448	3,185	3,176	3,043	3,567	12,177	12,458	11,929	12,546	12,972
영업이익	섬유	70	73	49	58	58	64	75	96	361	426	312	250	293
	산업자재	66	53	40	17	30	29	26	25	91	147	219	175	110
	화학	32	22	48	31	31	44	39	40	73	101	147	132	153
	중공업	24	27	1	12	11	11	16	25	5	152	189	65	62
	건설	19	25	26	22	19	26	27	32	26	43	78	91	104
	무역 외	21	20	7	8	19	18	20	10	44	81	72	57	67
	합계	232	220	171	148	168	191	203	228	600	950	1,016	771	790

자료: 업계, 키움증권 리서치



## 재무제표

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	124,585	119,291	125,464	129,720	128,278
매출원가	104,298	97,710	106,544	110,228	107,396
매출총이익	20,287	21,581	18,921	19,492	20,882
판매비및일반관리비	10,785	11,418	11,213	11,589	11,676
영업이익(보고)	9,502	10,163	7,708	7,904	9,205
영업이익(핵심)	9,502	10,163	7,708	7,904	9,205
영업외손익	-3,529	-3,198	-3,880	-1,723	-1,972
이자수익	58	73	46	52	52
배당금수익	6	2	4	17	17
외환이익	3,009	3,889	3,544	3,343	3,341
이자비용	1,793	1,703	1,754	2,087	2,280
외환손실	4,519	4,669	2,901	2,660	2,636
관계기업지분법손익	115	283	69	77	78
투자및기타자산처분손익	634	119	-16	-32	-36
금융상품평가및기타금융이익	-610	-160	-422	215	131
기타	-428	-1,032	-2,449	-649	-641
법인세차감전이익	5,973	6,965	3,828	8,181	7,233
법인세비용	714	2,211	420	1,360	1,591
유효법인세율(%)	12.0%	31.7%	11.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	5,259	4,754	3,408	6,821	5,642
지배주주지분순이익(억원)	4,927	4,555	3,256	5,068	5,931
EBITDA	15,202	16,397	14,354	13,851	15,368
순이익(Cash Earnings)	10,960	10,988	10,054	10,769	11,805
조정당기순이익	5,237	4,783	3,799	4,682	5,569
증감률(% YoY)					
매출액	2.3	-4.2	5.2	3.4	-1.1
영업이익(보고)	58.3	7.0	-24.2	2.5	16.5
영업이익(핵심)	58.3	7.0	-24.2	2.5	16.5
EBITDA	35.6	7.9	-12.5	-3.5	11.0
지배주주지분 당기순이익	83.0	-7.5	-28.5	55.7	17.0
EPS	83.0	-7.5	-28.5	55.7	17.0
수정순이익	210.0	-8.7	-20.6	23.2	17.0

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	13,565	18,310	7,092	14,135	17,354
당기순이익	5,973	6,965	3,828	4,821	5,642
감가상각비	5,701	6,234	6,645	5,948	6,163
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	1,235	223	-671	-683	-706
자산처분손익	20	20	18	32	36
지분법손익	0	0	0	-77	-78
영업활동자산부채 증감	661	3,542	-6,902	2,265	4,458
기타	-24	1,326	4,174	1,829	1,839
투자활동현금흐름	-7,086	-9,074	-9,646	-10,176	-8,807
투자자산의 처분	-170	-903	-1,506	-1,035	338
유형자산의 취득	452	487	71	0	0
무형자산의 취득	-7,022	-9,033	-7,043	-8,000	-8,000
기타	-260	-258	-100	0	0
재무활동현금흐름	-65	63	-1,069	-1,141	-1,145
당기순이익	-6,774	-10,182	-3,384	-5,586	-5,494
당기순이익의 증가	-4,831	-7,385	4,592	0	0
투자자산의 증가	-985	-1,454	500	7,200	7,200
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-878	-1,164	-1,663	-1,663	-1,663
기타	-81	-178	-45	50	-43
현금및현금성자산의증감	-137	-178	-694	9,545	14,040
기초현금및현금성자산	5,269	5,133	4,317	5,011	14,557
기말현금및현금성자산	5,133	4,317	5,011	14,557	28,596
Gross Cash Flow	12,904	14,768	13,994	11,870	12,896
Op Free Cash Flow	7,445	7,422	-536	6,204	9,599

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	42,172	40,484	46,310	57,256	70,821
현금및현금성자산	5,133	4,317	5,011	14,557	28,596
유형자산	787	545	946	978	967
매출채권및유동채권	21,269	20,354	23,538	24,336	24,066
채고자산	14,983	15,248	16,799	17,369	17,176
기타유동금융자산	0	20	15	16	16
비유동자산	97,960	100,724	99,040	102,214	103,752
장기매출채권및기타비유동채권	2,585	2,702	2,320	2,398	2,372
투자자산	33,787	34,514	36,006	37,001	36,678
유형자산	56,288	58,450	56,632	58,684	60,521
무형자산	4,527	4,201	3,181	3,181	3,181
기타비유동자산	774	856	902	950	1,000
자산총계	140,132	141,208	145,350	159,470	174,573
유동부채	67,183	68,831	76,012	79,582	83,598
매입채무및기타유동채무	19,283	22,728	25,842	29,382	33,408
단기차입금	33,602	27,381	33,233	33,233	33,233
유동성장기차입금	13,622	16,423	15,937	15,937	15,937
기타유동부채	677	2,299	1,000	1,030	1,020
비유동부채	38,228	33,965	30,705	38,097	45,206
장기매입채무및비유동채무	3,867	3,933	4,201	4,343	4,295
사채및장기차입금	30,559	26,622	23,451	30,651	37,851
기타비유동부채	3,801	3,411	3,053	3,103	3,103
부채총계	105,411	102,796	106,717	117,680	128,804
자본	1,756	1,756	1,756	1,756	1,756
주식	1,308	1,308	1,308	1,308	1,308
이익잉여금	26,604	29,719	31,432	34,926	39,264
기타자본	2,914	3,409	2,039	2,039	2,039
지배주주지분총계	32,583	36,192	36,535	40,030	44,367
비지배주주지분총계	2,139	2,220	2,098	1,760	1,401
자본총계	34,722	38,412	38,633	41,790	45,769
순자산	71,863	65,564	66,664	64,286	57,457
총자산	77,783	70,426	72,621	79,821	87,021

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당시표(원)					
EPS	14,030	12,971	9,271	14,431	16,888
BPS	92,782	103,060	104,037	113,989	126,340
주당EBITDA	43,290	46,692	40,873	39,443	43,763
CFPS	31,209	31,288	28,629	30,664	33,615
DPS	3,500	5,000	5,000	5,000	5,000
주가배주(배)					
PER	8.4	11.2	15.0	8.3	7.1
PBR	1.3	1.4	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	7.6	7.3	8.2	7.5	6.3
PCR	3.8	4.7	4.9	3.9	3.6
주당이익(%)					
영업이익률(보고)	7.6	8.5	6.1	6.1	7.2
영업이익률(핵심)	7.6	8.5	6.1	6.1	7.2
EBITDA margin	12.2	13.7	11.4	10.7	12.0
순이익률	4.2	4.0	2.7	3.7	4.4
자기자본이익률(ROE)	16.5	13.0	8.8	12.0	12.9
투자자본이익률(ROIC)	11.5	9.6	9.7	8.6	10.2
안정성(%)					
부채비율	303.6	267.6	276.2	281.6	281.4
순자산극비율	207.0	170.7	172.6	153.8	125.5
이자보상배율(배)	5.3	6.0	4.4	3.8	4.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.8	5.7	5.7	5.4	5.3
채고자산회전율	8.7	7.9	7.8	7.6	7.4
매입채무회전율	6.5	5.7	5.2	4.7	4.1



# 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

## ◎ Compliance Notice

- > 당사는 3월 26일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## ◎ 투자의견 적용 기준

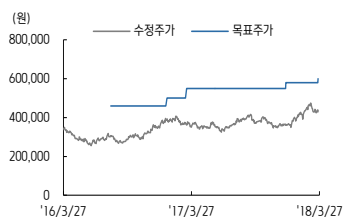
기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

## ◎ 투자등급 비율 통계 (2017/1/1~2017/12/31)

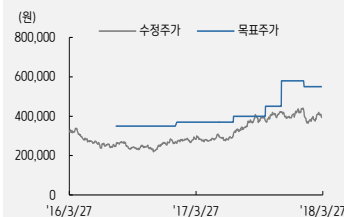
투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%

## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

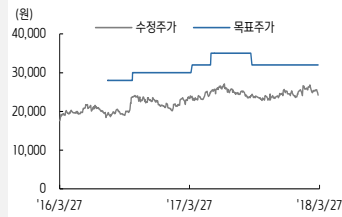
롯데케미칼(011170)



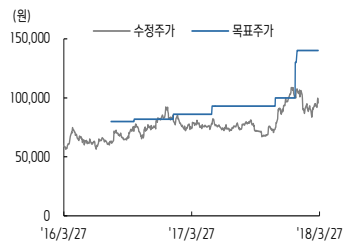
LG화학(051910)



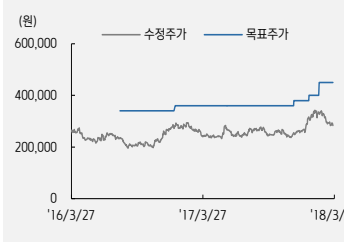
휴켄스 (069260)



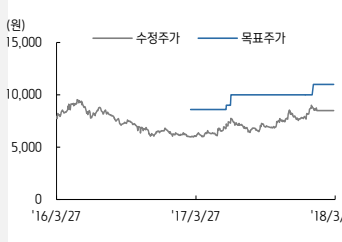
금호석유 (011780)



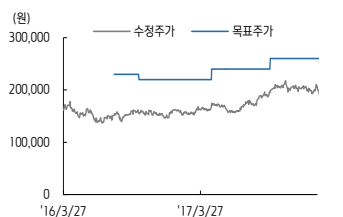
대한유화(006650)



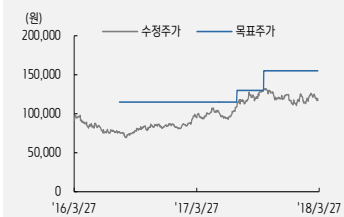
코오롱플라스틱 (138490)



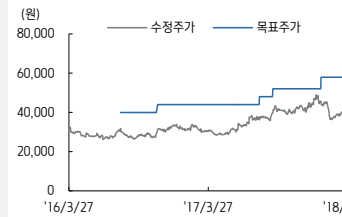
SK이노베이션 (096770)



S-OIL (010950)

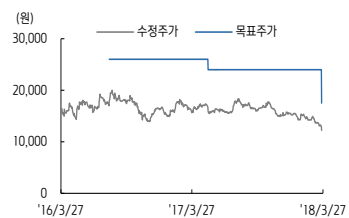


SKC(011790)

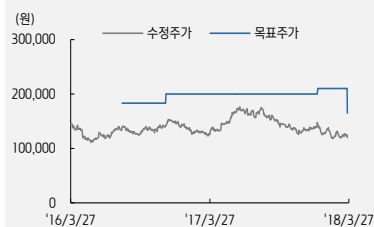


## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

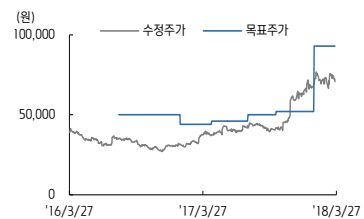
이수화학 (005950)



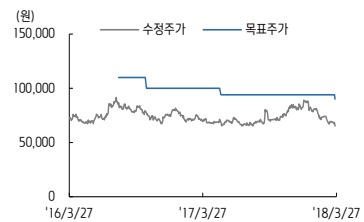
효성 (004800)



롯데정밀화학 (004000)



코오롱인더 (120110)





## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
롯데케미칼 (011170)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	460,000원	6개월	-37.1	-33.2
	2016/09/02	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-37.4	-33.2
	2016/09/05	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-37.6	-33.2
	2016/09/08	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-38.4	-33.2
	2016/09/27	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-38.4	-33.2
	2016/09/28	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-38.3	-33.2
	2016/09/30	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-37.4	-32.4
	2016/10/13	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-37.4	-32.4
	2016/10/14	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-36.8	-31.3
	2016/10/26	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-36.7	-31.3
	2016/10/31	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-36.5	-31.3
	2016/11/14	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-36.3	-30.2
	2016/11/16	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-34.8	-21.1
	2016/12/09	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-31.5	-14.0
	2017/01/16	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-23.5	-21.3
	2017/01/24	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-22.7	-20.9
	2017/02/03	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-23.4	-18.6
	2017/03/13	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.0	-33.7
	2017/03/16	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-33.9	-31.2
	2017/04/18	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.4	-31.2
	2017/04/26	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.9	-31.2
	2017/05/11	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.9	-31.2
	2017/06/07	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.9	-31.2
	2017/06/09	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.6	-31.2
	2017/07/05	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.7	-31.2
	2017/07/12	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.7	-31.2
	2017/07/20	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.6	-31.2
	2017/07/26	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.5	-31.2
	2017/08/01	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.2	-28.3
	2017/08/10	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.5	-27.7
	2017/08/29	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-33.9	-24.3
	2017/09/13	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-30.5	-24.7
	2017/10/16	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-29.9	-24.7
	2017/10/31	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-31.9	-24.7
	2017/12/11	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-36.1	-30.9
	2018/01/22	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-34.6	-26.3
	2018/02/02	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-32.8	-24.9
	2018/02/19	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-29.7	-18.2
	2018/03/27	Buy(Maintain)	600,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
LG화학 (051910)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	350,000원	6개월	-24.4	-22.7
	2016/09/05	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-24.5	-22.7
	2016/09/07	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-24.6	-22.7
	2016/09/08	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-27.2	-22.7
	2016/09/27	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-28.5	-22.7
	2016/10/14	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-28.9	-22.7
	2016/11/08	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-29.9	-22.7
	2016/12/02	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-29.8	-22.7
	2016/12/22	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-28.8	-18.6
	2017/01/16	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-28.3	-18.6
	2017/01/31	Buy(Maintain)	370,000원	6개월	-24.3	-19.1
	2017/04/20	Buy(Maintain)	370,000원	6개월	-23.7	-16.4
	2017/06/07	Buy(Maintain)	370,000원	6개월	-23.6	-16.4
	2017/06/14	Buy(Maintain)	370,000원	6개월	-23.5	-16.4
	2017/07/11	Buy(Maintain)	370,000원	6개월	-23.4	-16.4
	2017/07/13	Buy(Maintain)	400,000원	6개월	-20.2	-18.4
	2017/07/20	Buy(Maintain)	400,000원	6개월	-9.6	1.9
	2017/10/16	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-14.6	-12.1
	2017/10/27	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-10.2	-5.9
	2017/11/29	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-29.0	-23.9
	2018/02/01	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-29.1	-23.8
	2018/03/27	Buy(Maintain)	550,000원	6개월		
금호석유 (011780)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	80,000원	6개월	-15.0	-5.6
	2016/10/14	Buy(Maintain)	82,000원	6개월	-8.9	-5.2
	2016/10/31	Buy(Maintain)	82,000원	6개월	-4.8	12.6
	2017/02/03	Marketperform(Downgrade)	86,000원	6개월	-10.4	-1.0
	2017/05/24	Outperform(Upgrade)	93,000원	6개월	-15.3	-11.7
	2017/06/07	Outperform(Maintain)	93,000원	6개월	-18.9	-11.7
	2017/07/31	Outperform(Maintain)	93,000원	6개월	-18.1	-11.7
	2017/09/22	Outperform(Maintain)	93,000원	6개월	-18.9	-11.7
	2017/10/16	Outperform(Maintain)	93,000원	6개월	-19.8	-11.7
	2017/11/22	Buy(Upgrade)	100,000원	6개월	-22.0	-21.1
	2017/11/27	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-5.1	8.5
	2018/01/17	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-19.8	-18.1
	2018/01/22	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-25.6	-23.2
	2018/02/02	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-28.0	-23.2
	2018/02/12	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-32.4	-23.2
	2018/03/27	Buy(Maintain)	140,000원	6개월		

## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대한유화 (006650)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	340,000원	6개월	-35.7	-30.7
	2016/09/01	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-36.3	-30.7
	2016/09/05	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-36.5	-30.7
	2016/09/08	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-37.6	-30.7
	2016/09/27	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-37.7	-30.7
	2016/10/31	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-37.7	-30.7
	2016/11/02	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-38.0	-30.7
	2016/11/15	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-36.6	-23.1
	2016/12/12	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-33.7	-15.6
	2017/01/09	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-21.8	-18.8
	2017/01/24	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-21.8	-18.8
	2017/01/24	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-21.9	-18.8
	2017/02/03	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-21.8	-18.8
	2017/02/10	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-22.9	-18.5
	2017/03/13	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-23.4	-18.5
	2017/03/22	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-27.8	-18.5
	2017/05/26	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-27.5	-18.5
	2017/06/07	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-27.8	-18.5
	2017/06/27	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-27.9	-18.5
	2017/07/03	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.0	-18.5
	2017/07/17	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-31.1	-30.7
	2017/07/20	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.8	-24.6
	2017/08/10	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-27.8	-24.4
	2017/08/29	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.2	-23.1
	2017/10/16	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.1	-23.1
	2017/10/18	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.0	-23.1
	2017/11/08	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.8	-23.1
	2017/12/05	Buy(Maintain)	380,000원	6개월	-29.8	-16.8
	2018/01/16	Buy(Maintain)	400,000원	6개월	-19.2	-14.5
	2018/02/13	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-27.0	-24.3
	2018/02/27	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-31.5	-24.3
	2018/03/27	Buy(Maintain)	450,000원	6개월		
SK이노베이션 (096770)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	230,000원	6개월	-35.0	-31.3
	2016/09/06	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-33.4	-29.6
	2016/10/13	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-33.4	-29.6
	2016/10/14	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.7	-26.8
	2016/10/28	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.8	-26.8
	2016/10/31	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-29.8	-26.6
	2016/12/26	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-29.3	-26.1
	2017/02/06	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.8	-23.6
	2017/04/26	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-29.3	-27.3
	2017/06/07	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-31.0	-26.0
	2017/07/28	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-28.2	-18.3
	2017/09/29	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-22.3	-19.2
	2017/10/16	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-21.1	-16.3
	2017/12/01	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-21.7	-16.3
	2018/02/01	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-22.0	-16.3
	2018/03/27	Buy(Maintain)	280,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
S-Oil (010950)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	115,000원	6개월	-36.1	-33.2
	2016/09/06	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-35.4	-31.9
	2016/09/28	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-34.1	-27.7
	2016/10/13	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-33.1	-26.7
	2016/10/28	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-29.7	-24.2
	2017/02/03	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-29.6	-24.2
	2017/04/19	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-13.1	-5.7
	2017/07/25	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-7.2	1.5
	2017/10/16	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-16.0	-14.8
	2017/10/31	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-21.8	-14.8
	2018/01/30	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-22.1	-14.8
	2018/03/27	Buy(Maintain)	155,000원	6개월		
휴켄스 (069260)	2016/08/09	Buy(Initiate)	28,000원	6개월	-31.6	-29.8
	2016/08/22	Buy(Maintain)	28,000원	6개월	-30.6	-27.9
	2016/09/02	Buy(Maintain)	28,000원	6개월	-28.8	-15.4
	2016/10/18	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-21.2	-19.7
	2016/11/08	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-22.4	-19.7
	2016/12/01	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-23.3	-19.7
	2017/01/04	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-25.2	-19.7
	2017/02/09	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-25.0	-19.7
	2017/04/03	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-27.6	-25.5
	2017/04/20	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-27.0	-24.7
	2017/05/10	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-25.8	-21.3
	2017/05/26	Buy(Maintain)	35,000원	6개월	-26.1	-22.6
	2017/07/04	Buy(Maintain)	35,000원	6개월	-26.4	-22.6
	2017/07/21	Buy(Maintain)	35,000원	6개월	-26.9	-22.6
	2017/08/09	Buy(Maintain)	35,000원	6개월	-28.1	-22.6
	2017/09/18	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-25.7	-23.8
	2017/10/16	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-26.2	-23.8
	2017/11/07	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-25.0	-19.8
	2018/01/22	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-24.9	-19.8
	2018/01/26	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-23.5	-16.1
	2018/03/27	Buy(Maintain)	32,000원	6개월		



## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
이수화학 (005950)	2016/08/09	BuyY(Initiate)	26,000원	6개월	-30.3	-23.1
	2016/11/01	Buy(Maintain)	26,000원	6개월	-34.0	-23.1
	2016/12/05	Buy(Maintain)	26,000원	6개월	-35.8	-23.1
	2017/03/21	Buy(Maintain)	26,000원	6개월	-37.0	-34.0
	2017/04/18	Buy(Maintain)	26,000원	6개월	-35.7	-33.3
	2017/05/11	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-33.7	-31.9
	2017/07/20	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-31.2	-23.5
	2017/09/25	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-31.2	-23.5
	2017/10/16	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-30.9	-23.5
	2017/11/13	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-38.3	-32.9
코오롱플라스틱 (138490)	2018/03/27	Buy(Maintain)	17,500원	6개월		
	2017/03/13	Buy(Reinitiate)	8,600원	6개월	-29.0	-25.9
	2017/04/20	Buy(Maintain)	8,600원	6개월	-26.5	-19.3
	2017/06/15	Buy(Maintain)	9,000원	6개월	-19.4	-17.6
	2017/06/27	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-25.6	-22.5
	2017/07/11	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-27.0	-22.5
	2017/07/25	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-30.4	-22.5
	2017/10/17	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-29.9	-22.5
	2017/10/26	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-27.7	-14.5
	2017/11/07	Buy(Maintain)	11,000원	6개월	-22.0	-20.4
	2018/01/30	Buy(Maintain)	11,000원	6개월	-25.4	-20.4
	2018/02/09	Buy(Maintain)	11,000원	6개월		
	2018/03/27	Buy(Maintain)	11,000원	6개월		
롯데정밀화학 (004000)	2016/08/09	Buy(Initiate)	50,000원	6개월	-33.8	-28.8
	2016/10/27	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-37.4	-28.8
	2017/01/24	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-30.0	-28.2
	2017/02/10	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-22.0	-9.9
	2017/04/20	Buy(Maintain)	46,000원	6개월	-12.4	-6.1
	2017/07/28	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-15.0	-10.1
	2017/10/16	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-19.8	-18.5
	2017/10/31	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	9.5	37.9
	2018/01/26	Buy(Maintain)	93,000원	6개월	-22.0	-17.4
	2018/02/26	Buy(Maintain)	93,000원	6개월	-22.1	-17.4
	2018/03/27	Buy(Maintain)	93,000원	6개월		
	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	40,000원	6개월	-29.7	-20.6
SKC (011790)	2016/09/29	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-29.7	-20.6
	2016/09/30	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-29.7	-20.6
	2016/10/14	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-29.5	-20.6
	2016/11/14	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-26.3	-15.3
	2017/01/05	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-27.5	-23.3
	2017/03/13	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-30.3	-23.3
	2017/05/23	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-30.3	-23.3
	2017/05/26	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-29.4	-21.8
	2017/07/04	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-23.9	-23.1
	2017/07/06	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-19.0	-14.8
	2017/07/17	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-17.1	-12.8
	2017/08/08	Buy(Maintain)	48,000원	6개월	-22.1	-20.6
	2017/08/29	Buy(Maintain)	48,000원	6개월	-22.1	-17.0

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
이수화학 (005950)	2017/09/12	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-20.7	-16.5
	2017/10/16	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-21.7	-16.5
	2017/11/09	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-18.6	-5.8
	2018/01/16	Buy(Maintain)	58,000원	6개월	-23.9	-21.9
	2018/02/06	Buy(Maintain)	58,000원	6개월	-29.6	-21.9
	2018/02/26	Buy(Maintain)	58,000원	6개월	-30.7	-21.9
	2018/03/27	Buy(Maintain)	54,000원	6개월		
코오롱인더 (120110)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	110,000원	6개월	-24.8	-21.4
	2016/09/05	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-26.4	-21.4
	2016/10/27	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-26.6	-24.8
	2016/11/09	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-26.6	-24.8
	2016/11/09	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-27.6	-24.8
	2016/11/30	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-26.0	-18.5
	2017/01/16	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-25.7	-18.5
	2017/02/09	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-26.3	-18.5
	2017/03/13	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-27.3	-18.5
	2017/05/15	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-27.1	-24.9
	2017/06/16	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-27.4	-22.1
	2017/08/11	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-27.4	-22.1
	2017/08/28	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-27.3	-22.1
	2017/09/13	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-26.3	-14.5
효성 (004800)	2017/10/16	Buy(Maintain)	94,000원	6개월	-25.4	-14.5
	2017/11/13	Buy(Maintain)	94,000원	6개월	-12.8	-5.3
	2018/02/12	Buy(Maintain)	94,000원	6개월	-16.5	-5.3
	2018/03/27	Buy(Maintain)	90,000원	6개월		
	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	183,000원	6개월	-28.1	-23.0
	2016/10/05	BUY(Maintain)	183,000원	6개월	-27.4	-23.0
	2016/10/26	BUY(Maintain)	183,000원	6개월	-26.6	-21.9
	2016/12/02	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-27.7	-23.3
	2017/02/03	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-31.3	-23.3
	2017/04/04	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-31.6	-23.3
	2017/04/26	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-30.1	-16.0
	2017/07/21	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-19.2	-16.3
	2017/08/02	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-19.4	-12.8
	2017/09/18	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-22.0	-12.8