

화학/정유 Overweight(Maintain)

2018년 아세안 화학/정유 스터디

태국, 말레이시아 주요 화학/정유/고무 업체 탐방기

- | PTT Global Chemical
- | Indorama Ventures
- | Siam Cement Group
- | Thai Oil
- | IRPC
- | Hartalega Holdings
- | Lotte Chemical Titan
- | Petronas Chemicals
- | Sri Trang Agro-Industry



Contents



I. 2018년 아세안 스터디	3
결과 요약 및 시사점	3
> 12월 3~6일 태국/말레이시아 주요 화학/정유/고무 업체 탐방	3
II. 태국 화학산업 현황	6
> 태국 화학산업 생산능력	6
III. 말레이시아 화학산업 현황	8
> 말레이시아 화학산업 생산능력	8
III. 업체별 탐방 내용	11
> PTT Global Chemical(PTTGC TB)	11
> Indorama Ventures(ILV TB)	19
> Siam Cement Group(SCC TB)	24
> Thai Oil(TOP TB)	33
> IRPC(IRPC TB)	39
> Hartalega Holdings(HART MK)	45
> Lotte Chemical Titan(TTNP MK)	52
> Petronas Chemicals(PCHEM MK)	58
> Sri-Trang Agro-Industry(STA TB)	64

Compliance Notice

- 당사는 12월 10일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료 상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

2018년 아세안 화학/정유 스터디

>> 태국, 말레이시아 주요 화학/정유/고무 업체 탐방

키움증권은 12월 3~6일 동안 태국과 말레이시아 기업탐방을 진행했다. 방콕과 쿠알라룸푸르 2개 지역 총 9개 상장 기업(PTT Global Chemcial, Indorama Ventures, Siam Cement Group, Thai Oil, IRPC, Hartalega Holdings, Lotte Chemical Titan, Petronas Chemicals, Sri Trang Agro-Industry)을 탐방했다.

>> 결과 요약 및 업황 시사점

1) 주요 업체들의 증설로 동남아시아 화학 시장도 2022년 이후 공급이 급격히 증가할 전망이다. 하지만 동남아시아 지역은 1인당 폴리머 사용량이 선진국 대비 낮아 수요 성장률이 공급 증가분을 상쇄할 전망이다. PP/PVC 등은 중국 환경규제 및 양호한 수급 상황으로 중기적으로 견조한 업황을 지속할 전망이다.

2) 정유 업황은 휘발유의 공급 과잉이 지속될 것으로 보이지만, 등/경유의 경우 수급이 타이트하고, 전반적인 역내 CDU 증설이 크지 않아서 견고한 수준을 지속할 전망이다. 또한 IMO 2020에 따른 경유 및 LSFO 등의 반사수혜도 예상된다.

3) 방향족 중 PX는 사우디 PetroRabigh, 베트남 Nghi Son 설비 정상 가동 및 중국 업체의 신증설로 내년 하반기에는 스프레드가 정상화될 전망이다.

4) 세계 고무 장갑 수요는 연평균 6~8% 성장을 지속할 전망이다. 그 중 니트릴 장갑은 중국 PVC 장갑 경제성 저하에 따른 수혜로 최근 수요가 급증하고 있다. 국내 NBR Latex 업체의 수출 증가가 지속될 것으로 예상된다.

>> 국내 업체 대비 높은 밸류에이션 적용

태국, 말레이시아 화학/정유 업체들은 국내 업체 대비 다운스트림 통합 정도가 대체적으로 미진하지만, 에탄/메탄/원유등 원재료 통합, 수요 성장성이 큰 아세안 지역에 위치한 지리적 이점, 높은 배당성향 등으로 상대적으로 높은 밸류에이션을 적용받고 있는 것으로 판단된다.

I. 2018년 아세안 스터디 결과 요약 및 시사점

>>> 12월 3~6일 태국, 말레이시아 주요 화학/정유/고무 업체 탐방

화학/정유/고무 업황 및 관련 주요 업체 전략 점검

기움증권은 지난 12월 3~6일 동안 태국과 말레이시아 기업탐방을 진행했다. 방콕과 쿠알라룸푸르 2개 지역에 총 9개의 상장 기업을 탐방했다.

내용으로는 2019년 화학/정유 전망뿐만 아니라 고무 업황을 점검하였고, 관련 주요 업체들의 전략, 실적 등을 포괄하였다.

12월 3~6 일 탐방 업체 리스트 (단위: 조원)

일자	지역	업체	시가총액	업종	주요 사업 내용	비고
12/3 일(월)	태국	PTT Global Chemical	12.3	화학/정유	태국 최대 화학 업체	PTTGC
		Indorama Ventures	10.6	화학/화섬	다각화 폴리에스터 체인 보유 업체	IVL
12/4 일(화)	태국	Siam Cement Group	18.1	화학/시멘트	나프타 크래커 보유, 로컬 1 위 시멘트 업체	SCC
		Thai Oil	5.7	화학/정유	태국 최대 정유 업체	TOP
		IRPC	4.3	화학/정유	스페셜티 비중이 큰 정유/화학 통합 업체	IRPC
12/5 일(수)	말레이시아	Hartalega Holdings	5.6	고무	세계 1~2 위권 니트릴 장갑 제조 업체	HART
		Lotte Chemical Titan	2.9	화학	동남아의 경쟁력 있는 크래커 보유	TTNP
12/6 일(목)	말레이시아	Petronas Chemicals	19.9	화학	말레이시아 최대 화학 업체	PCHEM
	태국	Sri Trang Agro-Industry	0.9	고무	세계 1 위 천연고무 생산 업체	STA

* 12/7 일 증가, 환율 기준

자료: 기움증권 리서치

태국, 말레이시아 기업탐방을 통하여 얻은 업황에 대한 시사점은 다음과 같다.

1) PTTGC, SCG, Petronas Chemicals, Lotte Chemicals 등의 증설로 동남아시아 화학 시장도 2022년 이후 공급이 급격히 증가할 것으로 보인다. 다만 동남아시아 지역은 아직 인당 폴리머 수요 등이 선진국 대비 미미하는 등 수요 성장률이 클 전망이여서, 공급 증가분을 상쇄할 전망이다. 또한 최근 석유화학 재고는 과거 정상 수준 대비 낮은 상황이나, 유가 변동성 심화 등으로 수요처들이 제품 구매를 짧게 진행하고 있는 것으로 보인다. PE에 대해선 현지 업체들의 의견이 갈리나, PP, PVC 등은 중국 환경규제 지속에 따른 석탄화학 경제성 열위로 중기적으로 견고한 업황이 지속될 것으로 전망된다. 한편 현지 업체들도 미국-중국 무역 분쟁에 따른 석유화학 수요 감소 등을 고민하고 있는 상황이다.

2) 내년 정유 업황은 휘발유 등은 공급 과잉이 지속될 것으로 예상되나, 등/경유의 경우 수급이 타이트하고, 전반적인 역내 CDU 증설이 크지 않아서 견고한 수준을 지속할 것으로 예상된다. 한편 최근 급등하였던 Fuel Oil Crack 마진은 중동에서 파워 플랜트에 들어가는 연료를 Fuel Oil로 쓰면서 역내로 수출된 Fuel Oil이 줄어들면서, 가격이 폭등하였다. 그러나 내년 상반기에는 정상화될 것으로 예상된다. 한편 동남아 정유 업체도 IMO 2020에 따른 경유 및 LSFO 등의 반사수혜를 전망하고 있다.

3) 방향족 중 PX의 경우 사우디 PetroRabigh, 베트남 Nghi Son 설비가 제대로 돌아가지 않으면서, PX 스프레가 높게 형성될 것이 어느 정도 예견되었다. 하지만 동 설비들의 정상 가동 및 중국 Hengli 등의 신규 가동으로 내년 상반기 이후는 PX 스프레드가 정상화될 가능성이 크다.

4) 올해 천연고무 공급은 1,400만톤으로 작년 대비 3.3% 증가할 예상이며, 향후 3년 동안 연평균 2.1%씩 증가할 것으로 전망된다. 한편 올해 수요는 1,370만톤으로 작년 대비 3.5% 증가할 것으로 예상이며, 향후 3년 동안 연평균 2.8%씩 증가할 것으로 전망된다. 다만 올해와 내년은 2011~2012년에 심은 천연고무 나무의 생산 개시로 천연고무는 공급 과잉이 지속될 것으로 예상된다. 한편 수요 비중이 큰 중국의 천연고무 재고는 청도 지역의 경우 감소하고 있으나, 상해 지역의 증가로 전체 재고는 아직도 증가세에 있다. 하지만 최근 천연고무 가격이 충분히 하락하여, 업체들은 추가적인 가격 하락에 대한 가능성은 크지 않다고 판단하고 있다.

5) 세계 고무 장갑 수요는 연평균 6~8% 성장을 지속할 전망이다. 특히 말레이시아는 세계 고무 장갑의 시장 점유율 63%를 점유하고 있는 최대 공급처이다. 장갑에 대한 수요는 손 보호가 필요한 메디칼 등에서 증가하고 있고, 향후 1인당 소비가 낮은 개발도상국의 수요 증가가 클 전망이다. 한편 중국의 환경 규제 영향으로 PVC 장갑의 시장 점유율이 감소하고 있고, 말레이시아 등의 니트릴 장갑 수요가 빠르게 증가하고 있다. 수요 증가를 맞추기 위하여, 말레이시아 Top Glove, Hartalega, Kossan, Supermax, Sri Trang Ago-Industry 등 니트릴 장갑 업체들의 증설이 이어지고 있다. 향후에도 국내 NBR Latex 업체의 수출 증가가 지속될 것으로 예상된다. 참고로 니트릴 장갑은 중국의 생산 비중이 낮고, 메디칼 수요가 많아, 미국-중국 무역 분쟁에 따른 수요 감소가 제한적으로 예상된다.

태국, 말레이시아 기업탐방을 통하여 얻은 업체들에 대한 투자 포인트는 다음과 같다.

- 1) PTT Global Chemical: 정유/화학 통합 업체로서 올레핀 생산의 경우 PTT와 장기 계약을 통해 경쟁력있는 에탄을 투입하고 있다. 방향족 제품 생산 확대를 위하여, NCC를 건설하고 있으며, 북미 세일가스를 활용하고자 한국의 대림산업과 미국에서 150만톤 규모의 에탄 크래커를 건설할 계획이다.
- 2) Indorama Ventures: 폴리에스터 체인의 통합, 지역적 다각화 및 고부가 제품 비중을 확대하기 위하여, M&A를 지속하고 있다. 1997년부터 2018년까지 총 39개의 인수 작업을 완료하였다. 한편 최근 미국의 에탄 크래커를 완공하고, 시험 가동을 진행 중에 있다.
- 3) Siam Cement Group: 대규모 화학 프로젝트를 진행 중에 있다. 베트남에 경쟁력이 있는 Capex로 프로판/나프타 투입 크래커를 건설 중에 있으며, 지분을 보유한 인도네시아 Chandra Asri 신규 크래커 건설 Feasibility도 올해 3분기에 완료될 전망이다. 한편 시멘트 사업은 감가상각 등이 다 끝나, 안정적인 Cash Cow 역할을 하고 있다.
- 4) Thai Oil: 속속적으로 정유/화학 통합을 확대할 계획이다. 그 일환으로 CFP 프로젝트를 통하여, CDU 생산능력을 27.5만배럴/일에서 40만배럴/일로 확대할 계획이다. 한편 동 프로젝트를 인하여 고도화비율도 28%에서 50%로 증가할 전망이다. 또한 현재 전량 라이트 원유를 쓰고 있는데, No.4 CDU 증설 후 캐나다 오일샌드, 멕시칸 오일 등 해비 원유도 투입 가능해질 전망이다.
- 5) IRPC: 석유화학 고부가 제품 비중을 확대할 계획이다. 2010년 고부가 제품 비중은 16%에서 2018년 50%까지 증가하였다. 한편 MARS 프로젝트를 통하여 방향족 비중(PX 등)을 추가할 것으로 보인다.
- 6) Hartalega Holdings: 세계 최대 니트릴 장갑 생산 업체로 세계 생산능력의 18%를 점유하고 있다. 메디칼부문에 대한 집중으로 타 경쟁사 대비 높은 마진율을 유지하고 있으며, 향후 3년 간 연평균 13%의 생산능력 증가가 계획되어 있다.

7) Lotte Chemical Titan: 내년 초에 롯데케미칼과 공동 투자한 미국 에탄 크래커와 MEG 플랜트가 본격 가동된다. 또한 인도네시아 신규 크래커 투자로 중기적인 성장을 지속할 전망이다. 인도네시아 프로젝트의 경우 법인세가 20년 간 면제되는 등 경제성이 뛰어난 프로젝트로 판단된다. 한편 인도네시아 크래커 건설로 기존에 보유한 45만톤의 PE 설비의 크래커 통합 효과가 발생할 전망이다.

8) Petronas Chemicals: 경쟁력있는 메탄/에탄 등 원재료 투입으로 안정적인 전사 마진이 유지되고 있다. 또한 아람코와 합작을 통하여 화학 플랜트(NCC 기반)를 건설 중에 있으며, 이는 내년 중에 가동될 것으로 보인다. 한편 미진하였던 다운스트림 포트폴리오를 강화하기 위하여, INA, Glycols, HR-PIB 등을 건설 중에 있다.

9) Sri Trang Agro-Industry: 천연고무 업황이 큰 폭의 개선이 당분간은 제한되나, 마진 기여도가 높은 장갑 생산능력을 확대할 계획이다. 장갑 생산능력은 올해 172억개인데, 내년 210억개, 2021년까지 300억개로 증가할 것으로 보인다.

한편 태국, 말레이시아 화학/정유 업체들은 국내 업체 대비 다운스트림 통합 정도가 대체적으로 미진하지만, 에탄/메탄/원유 등 원재료 통합, 수요 성장성이 큰 아세안 지역에 위치한 지리적 이점, 높은 배당성향 등으로 상대적으로 높은밸류에이션을 적용받고 있는 것으로 판단된다.

II. 태국 화학산업 현황

>> 태국 화학산업 생산능력

PTT, SCG가 산업 주도

태국의 화학산업은 PTT, SCG 등 2개 그룹이 중심이다. 태국은 2010년을 기점으로 에틸렌 생산능력이 크게 확대되었다. PTTGC의 에탄 크래커(100만톤)가 2009년에 완공되었고, SCG와 Dow Chemical의 합작사인 Map Ta Phut Olefins Company(MOC)의 나프타 크래커(90만톤)도 2010년 봄에 완공되면서, 태국의 에틸렌 생산능력은 400만톤을 넘어섰다.

태국 주요 석유화학 플랜트 현황(천톤)

제품	회사명	생산능력	제품	회사명	생산능력
에틸렌	PTTGC	2,376	TPE		960
	IRPC	360	HDPE	IRPC	140
	ROC	900		PTTGC	800
	MOC	900	HMC		810
프로필렌	PTTGC	512	PP	IRPC	475
	IRPC	720		TPP	720
	ROC	450	TPC		530
	SPRC	130	PVC	TPC	36
	MOC	800		VNT	280
	HMC	310	VCM	TPC	590
부타디엔	BST	140		VNT	400
	IRPC	50	PS	TS	90
	PTTGC	75		SPCL	150
LDPE/EVA	TPE	100	TA		130
	PTTPPE	300	SM	SSMC	280
	TPI Polene	158		IRPC	260
LLDPE	SPE	650	SBR	BST	72
	PTTPPE	400	BR	TSR	72
	SSLC	220	S-SBR	BST	100
LLDPE/MDPE	TPE	120			

* 2017년 기준
자료: PTIT, 키움증권 리서치

올레핀

PTT 그룹은 PTTGC가 에탄 크래커 3기 및 나프타 크래커 1기, IRPC가 나프타 크래커 1기를 보유하고 있으며, 에틸렌 생산능력은 274만톤이다. 한편 SCG는 나프타 크래커 2기(ROC, MOC)를 보유하고 있으며, 2017년 ROC 증설로 에틸렌 생산능력이 180만톤이 되었다. PTTGC는 추가 나프타 크래커의 증설 가능성을 2020년에 할 예정이다.

또한 SCG는 MOC의 크래커 증설(에틸렌 30만톤)을 계획 중이며, 2021년을 목표로 상업화시킬 예정이다. 이들 계획이 모두 실현된다면, 태국의 에틸렌 생산능력은 533.8만톤으로 동남아시아에서는 2위 싱가풀(현재 생산능력 400만톤)과의 차이를 크게 벌리면서, 1위의 입지를 더욱 확고히 할 것으로 보인다. 또한 Shale을 비롯한 세계적인 경질 원료화의 흐름에 대비해 태국은 C3 이후의 유분 및 유도체를 늘림으로써 차별화를 도모하려는 방향으로 움직이고 있다.

따라서 태국은 Ethylene에 대한 Propylene의 생산능력 비율이 높다는 점이 특징이 있다. 2016년에는 IRPC가 심도접촉분해(DCC) 설비를 증설해 Propylene 생산능력을 32만톤 추가했다. PTTGC가 계획 중인 나프타 크래커와 SCG MOC의 분해로 증설이 가동될 경우, 태국 전체의 Propylene 생산능력은 331만톤에 달하게 된다.

Butadiene은 PTTGC가 구 Thai Olefins의 나프타 크래커에 부수해 Butadiene 추출 설비 7.5만톤을 건설하고, 2014년에 가동시켰다. 또한 Butene-1(2.5만톤)도 병산한다. 이밖에 SCG가 49% 출자한 Bangkok Synthetics(BST)가 14만톤, IRPC가 5만톤의 부타디엔 설비를 보유하고 있다.

방향족

태국의 정유설비는 PTTGC(28만배럴/일), Thai Oil(27.5만배럴/일), IRPC(21.5만배럴/일), SRPC(15.5만배럴/일), Bangchak Petroleum(12만배럴/일) 외에 미국 ExxonMobil(17.7만배럴/일)이 있다. 참고로 Royal Dutch Shell은 1991년에 PTT와 합작 Rayong Refinery를 설립하고 정제설비를 건설했으나, 2004년에 지분을 PTT에 양도하고 철수했다. 이후 이 합작 사업은 현재 PTTGC가 운영하고 있다.

PTTGC는 전신인 PTT Aromatics and Refining(PTTAR) 시기에 1기로서 PX 54만톤, Benzene 30.7만톤, Cyclohexane 20만톤 등의 방향족 설비를 가동시켰고, 2기로는 5억달러 이상을 투입해 PX 65.5만톤, Benzene 35.5만톤 등의 설비를 가동시켰다. 또한 2기를 디보틀넥킹하여 2016년에는 PX를 77만톤, Benzene을 39만톤으로 끌어 올림과 동시에 신규로 OX 2만톤을 가동시켰다.

Thai Oil은 2012년에 PX와 Benzene을 각각 10만톤 증설해, PX 58.9만톤, Benzene 27.7만톤의 생산능력을 확보하였다. 또한 Thai Oil은 2016년 2월에 미쓰이물산과 합작을 통해, 계면활성제(세제) 원료로 사용되는 LAB 설비를 가동시켰다. 생산능력은 10만톤이며, 시라차에 위치한 Thai Oil의 정제설비 내에 설치되어 있다.

태국 주요 화학 제품 생산능력 추이(천톤)

제품	2014	2015	2016	2017	2018
에틸렌	4,436	4,436	4,436	4,609	4,609
프로필렌	2,464	2,872	2,872	2,934	2,934
부탄디엔	265	265	265	271	271
벤젠	1,519	1,519	1,519	1,519	1,591
톨루엔	1,061	1,061	1,061	1,073	1,073
PX	2,187	2,187	2,302	2,302	2,302
LDPE/EVA	558	558	558	610	610
LLDPE	1,390	1,390	1,390	1,390	1,390
HDPE	1,912	1,912	1,912	1,860	1,860
PP	1,970	1,970	2,005	2,305	2,305
PS/EPS	418	418	418	413	413
ABS/SAN	272	272	272	274	274
SM	540	540	540	540	540
PVC	846	846	846	846	846
VCM	900	990	990	990	990
ESBR	72	72	72	72	72
BR	72	72	72	72	72
MEG	395	423	423	423	423
AN	200	200	200	200	200
Caprolactam	130	130	130	130	130
TPA	2,807	2,811	2,811	2,811	2,811
PA	50	50	50	50	50
Phenol	220	220	470	470	470
합계	24,684	25,214	25,614	26,164	26,236

자료: PTIT, 키움증권 리서치

III. 말레이시아 화학산업 현황

>>> 말레이시아 화학산업 생산능력

Petronas Chemicals와 롯데케미칼 타이탄이 주도

말레이시아 화학산업은 인도네시아, 태국, 필리핀에 이어 아세안 지역 내에서 4번째로 규모가 크며, 말레이시아 경제에 많은 공헌을 하고 있는 주요 산업 중에 하나이다. 두 개의 주요 부문으로는 석유화학과 Oleochemicals 부문이 있다. 말레이시아 화학산업이 실제로 도약하기 시작한 것은 BASF를 포함하여 다국적 기업들이 말레이시아 지역에 뿌리를 내리기 시작한 1990년대부터 였다. 주요 석유화학 단지 3곳은 Kertih, Gebeng, Pasir Gudang 등이 있다.

Kertih는 C1과 C2 화학에 기반을 두고 있으며, Gebeng과 Pasir Gudang은 각각 C2와 C3에 기반을 두고 있다. 또한 Labuan과 Bintulu에 위치해 있는 시설을 통해 메탄올, 암모니아, 요소 생산이 이루어지고 있다.

국영 석유/가스 생산업체인 Petronas의 화학 계열사인 Petronas Chemicals와 국내 롯데케미칼의 연결 자회사 Lotte Chemical Titan이 말레이시아 석유화학산업을 이끌어 가고 있다. 두 업체 모두 말레이시아와 해외 사장에서 선도적 지위를 강화하기 위하여, 현재 대규모 투자를 진행 중에 있다.

말레이시아 주요 석유화학 플랜트 현황(천톤)

회사명	제품	생산 능력	회사명	제품	생산 능력			
Gebeng(Kuantan) 지구								
	정제아크릴산	20		Benzene	200			
	아크릴산	160		PX	520			
	아크릴산부틸	100	BP Petronas Acetals(Malaysia)	Acetic acid	560			
	아크릴산 2 에틸	60	Petronas Chemicals Ethylene	Ethylene	440			
	초산부틸	50		Ethanolamine	75			
BASF PETRONAS Chemicals	2-EH	90		Polyethylene glycol	85			
	Normal butanol	160	Petronas Chemicals Derivatives	Glycol ether	60			
	PA	40		Butyl acetate	50			
	DOP/DINP	100		아크릴산부틸	70			
	MA	160		Butanol	142			
	1,4-butanediol	100	Petronas Chemicals Olefins	Ethylene	600			
Toray BASF PBT Resin	PBT	60		Propylene	95			
Reliance Industries	PTA	600		EO	140			
Eastman Chemicals(Malaysia)	polyester copolymer	31	Petronas Chemicals Glycols	EG	385			
Pecron Malazia	PET		Petronas Chemicals LDPE	LDPE	250			
Kaneka(Malaysia)	MBS copolymer	20	Petronas Chemicals Polyethylene	LLDPE/HDPE	300			
Kaneka Paste Polymers	염화비닐페이스트	60	Penang 등 기타 지구					
	Propylene	80	Toray Plastics(Malaysia)	ABS, SAN	350			
Petronas Chemicals MTBE	Propylene	300	Malayan Electro-Chemical Ind	PVC	50			
	MTBE	330	MPI Polyester Industries	PET	30			
Polyplastics Asia Pacific	Polyacetal(POM)	123	TCL Industries(Malaysia)	무수말레이산	35			
Polypropylene Malaysia	PP	80(정지)	Dairen Chemical(Malaysia)	EVA 에멀젼	140			
Pasir Gudang(Johor) 지구			Shell(Malaysia)	Popylene	140			
Idemitsu SM(Malaysia)	SM	240	ASEAN Bintulu Fertilizer	Ammonia	500			
	Ethylbenzene	270		요소	750			
Petrochemicals(Malaysia)	PS	110	Petronas Chemicals Methanol	Methanol	660			
	Ethylene	730		Methanol	1,700			
	Propylene	520		Methanol	70			
	Benzene	150	Petronas Chemicals Fertilizer(Kedah)	Ammonia	480			
	Toluene	70		요소	680			
Lotte Chemical Titan(Malaysia)	MX	40	Petronas Chemicals Fertilizer(Sabah)	Ammonia	740			
	Butadiene	100		요소	1,200			
	LLDPE/HDPE	220						
	HDPE	115						
	EVA	30						
	LDPE	200						
	PP	400						
Lotte Ube Synthetic Rubber	부타디엔고무	50						
Industrial Resins(Malaysia)	PVC	40						

* 2016년 기준

자료: MPA, 기움증권 리서치

올레핀

말레이시아의 Ethylene 생산업체는 3사이며, 총 생산능력은 177만톤이다. 내역을 보면 Petronas Chemicals Ethylene(구 Ethylene Malaysia, PCG 87.5%, 이데미쓰홍산 12.5% 출자)이 44만톤, Petronas Chemicals Olefins(구 Optimal Olefins, PCG 88%, Sasol 12%)가 60만톤, Lotte Chemical Titan이 73만톤이다. 이 가운데 PCG 산하의 2사는 모두 말레이 반도 동부 연안의 케르테(트렝가누주)에 에탄 크래커를 보유하고 있다. 케르테 연안에서 나오는 천연가스를 원료로 Ethylene을 생산하고 있다.

Lotte Chemical Titan은 조호르주 파시르구당에서 제2 나프타 크래커의 증설 공사를 실시하였다. 2017년 말에 제1 크래커를 포함한 동 플랜트의 생산능력을 Ethylene 82만톤(기존 73만톤), Propylene 64만톤(기존 52만톤)으로 끌어 올렸다.

동사는 2008년에 OCU 설비를 도입해 Propylene을 증설함과 동시에 10만톤의 Butadiene 추출 설비를 동시에 건설했다. Butadiene은 2015년에 가동된 Lotte Ube Synthetic Rubber의 Butadiene Rubber 플랜트에 공급되고 있다. 이밖에 PCG의 100% 자회사 Petronas Chemicals MTBE(구 MTBE Malaysia)는 쿠안탄에서 Propane 탈수소를 통해 38만톤의 Propylene을 생산하고 있다.

또한, 중국 국영 산동항원석유화공은 포트딕슨 정제설비(말레이반도 남서부) 내에 RFCC를 보유하고 있다. Propylene 생산능력은 14만톤이다. 동 정제설비는 2016년에 Royal Dutch Shell로부터 매입하였다.

방향족

말레이시아 방향족 전문 생산업체로는 Petronas Chemicals Aromatics(구 Aromatics Malaysia)가 있다. 동사는 PCG가 70%, Japan Paraxylene(미쓰비시 상사와 JXTG 헐딩스가 2:1의 비율로 출자)이 30% 출자한 합작 업체이다. 케르테 지구에 처리능력 6만배럴/일의 Condensate Splitter를 보유하고 있으며, 방향족 생산능력은 PX 52만톤, Benzene 20만톤이다. 2000년 5월에 상업 운전을 개시하였고, 2005년에 증설을 거쳐 현재의 생산능력이 갖춰졌다.

이밖에 Lotte Chemical Titan이 조호르 플랜트의 분해 Gasoline으로부터 Benzene 15만톤, Toluene 7만톤, Xylene 4만톤을 생산하고 있다. 동사는 제2 크래커 증설에 수반해 방향족 13만톤을 추가 증설하였다.

말레이시아 주요 화학 제품 생산능력 추이/전망(천톤)

제품	2010	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ABS	350	350	350	350	350	350	350
EPS	75						
Ethylene	1,723	1,723	1,723	1,723	1,815	2,445	3,075
HDPE	485	525	455	455	455	455	855
LDPE	485	485	485	485	485	485	485
LLDPE	100	60	120	120	120	120	470
MEG	380	420	420	420	420	420	1,120
PET	666	666	666	666	666	666	666
PE	1,070	1,070	1,060	1,060	1,060	1,060	1,810
PP	550	373	390	440	540	640	1,540
Propylene	1,077	1,077	1,077	1,077	1,237	2,137	2,437
PS	110	110	110	110	110	110	110
PVC	275	110	85	60	60	60	600
SM	240	240	240	240	240	240	240
TPA	600	600	600	600	600	600	600
VCM	400						
합계	8,586	7,809	7,781	7,806	8,158	9,788	13,818

자료: MPA, 키움증권 리서치

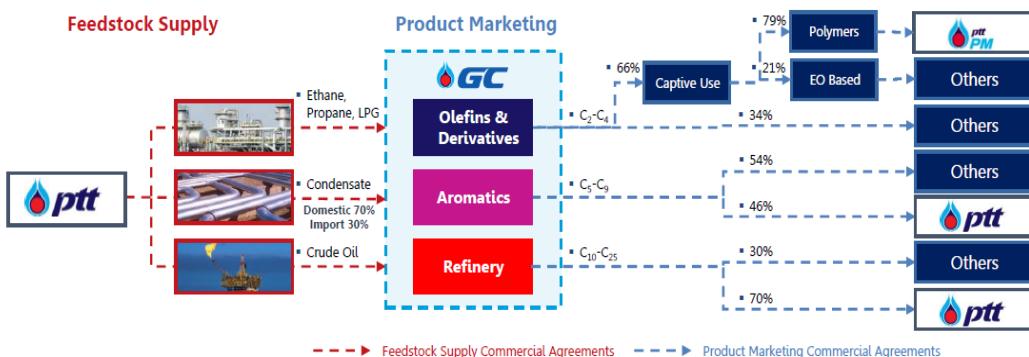
IV. 업체별 탐방 내용

>>> PTT Global Chemical(PTTGC TB)

회사개요 및 사업 현황

태국 PTT Global Chemical(이하 PTTGC)은 2011년 말에 PTTCH(PTT Chemicals)와 PTTAR(PTT Aromatics & Refinings)이 합병하여 탄생한 정유와 화학사업이 완전 통합된 업체이다. PTTGC는 올레핀과 그 유도체를 주로 생산한다. 주요 생산 제품은 에틸렌, 프로필렌, HDPE, LDPE, LLDPE, MEG 등이다. PTTGC는 아시아 지역의 몇 안되는 가스를 투입하는 크래커를 보유하고 있으며, 원료 다변화를 위하여 2015년에 나프타 크래커도 구축하였다. 또한 정제설비와 벤젠/PX 등 방향족 플랜트도 동시에 보유하고 있다.

PTTGC Value Chain



자료: PTTGC, 키움증권 리서치

PTTGC 본사 사진



자료: PTTGC, 키움증권 리서치

PTTGC Customer Solution Center 사진

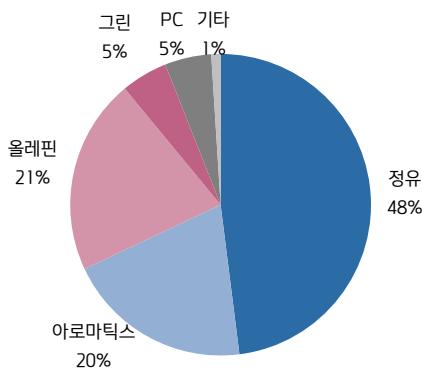


자료: PTTGC, 키움증권 리서치

실적 Breakdown

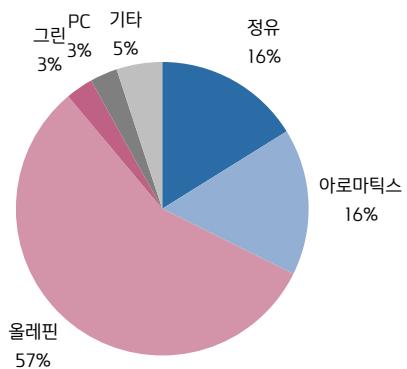
매출액 비중은 정유 48%, 아로마틱 20%, 올레핀 및 유도체 21%, Green 5%, PC 5%, 기타 1%이며, 이익(EBITDA) 비중은 정유 16%, 아로마틱 16%, 올레핀 및 유도체 57%, Green 3%, PC 3%, 기타 5%이다.

PTTGC Sales Breakdown



자료: PTTGC, 키움증권 리서치

PTTGC EBITDA Breakdown



자료: PTTGC, 키움증권 리서치

3분기 실적 Review

올해 3분기 순이익은 12,793백만바트로 작년 대비 29% 증가하였다. 1) 올레핀 및 다운스트림부문은 주요 제품인 PE, MEG, 에틸렌 가격이 상승하였고, 올해 3월 이후 LLDPE 증설분이 실적에 반영되었기 때문이다. 2) 아로마틱부문은 올해 3분기 높은 가동률(94%) 기록 및 PX/BTX 스프레드 상승으로 실적이 급등하였다. 3) 정유부문은 높은 원유 프리미엄으로 가솔린/Fuel Oil 스프레드가 축소되며, 실적이 감소하였다. 4) 지분법손익은 AN, MMA 수급 개선에 따른 PTTAC의 실적 개선 및 NatureWorks의 견고한 실적이 추가되었다.

PTTGC 3분기 실적 Review (단위: 백만바트)

	3Q18	3Q17	YoY	2Q18	QoQ
매출액	136,712	104,583	31%	128,923	6%
EBITDA	17,634	15,994	10%	18,574	-5%
EBITDA 마진율	12.9%	15.3%		14.4%	
지분법 손익	1,967	875	125%	1,515	30%
당기순이익	12,793	9,955	29%	10,828	18%
조정 EBITDA*	16,830	15,032	12%	15,902	6%
조정 EBITDA 마진율	12.3%	14.4%		12.3%	

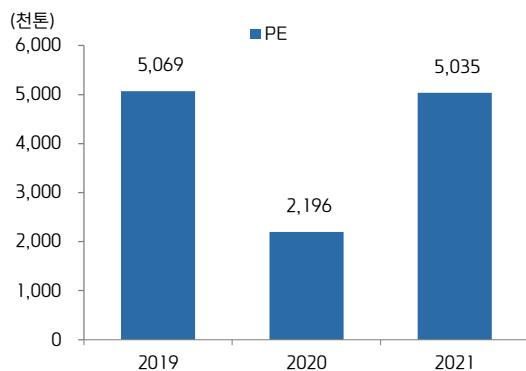
* 재고평가손익 제거

자료: PTTGC, 키움증권 리서치

제품 수급 전망(장기)

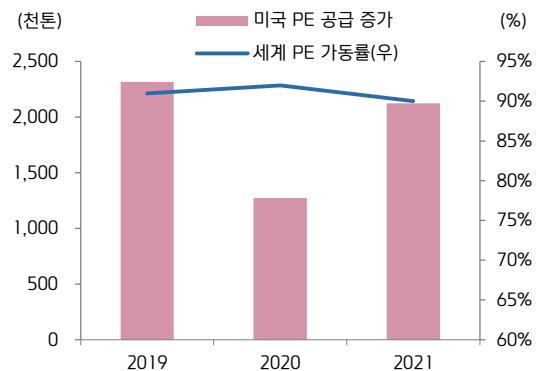
1) 내년 PE 시장은 미국의 신규 공급 일정 변화 및 중국 석탄화학 경쟁력 저하로 올해와 유사한 91% 이상의 가동률을 유지할 전망이다. 2) 내년 PX 시장은 중국의 신규 설비 가동 지연 가능성 대두로 균형 상태를 유지할 것으로 보인다. 3) PP 시장은 중국을 중심으로 한 수요 개선으로 높은 가동률을 유지하고 있다. 4) PVC 시장은 공급 부족 및 인도/중국 수요 증가로 향후 견고한 업황이 지속될 것으로 예상된다.

세계 PE 공급 증가 전망



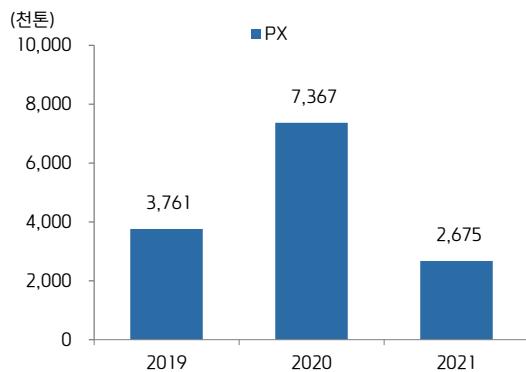
자료: PTTGC, 키움증권 리서치

미국 PE 공급 증가 및 세계 PE 가동률 전망



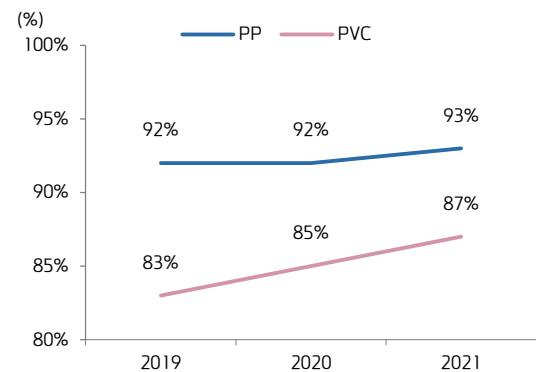
자료: PTTGC, 키움증권 리서치

세계 PX 공급 증가 전망



자료: PTTGC, 키움증권 리서치

세계 PP/PVC 가동률 전망

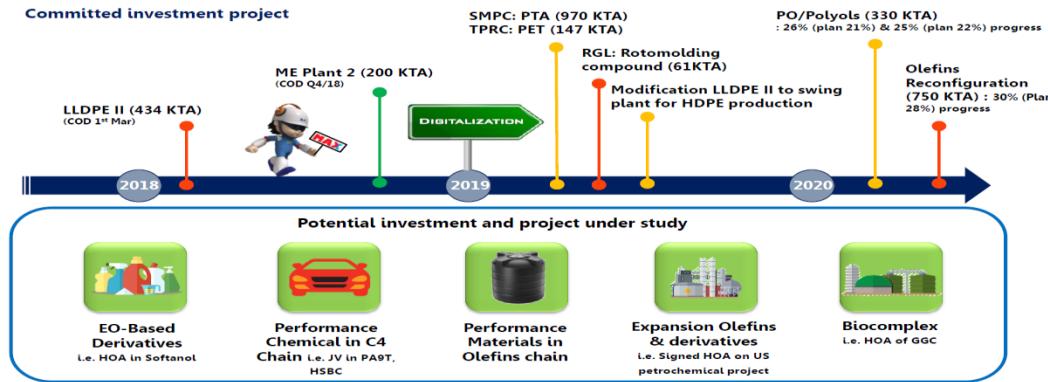


자료: PTTGC, 키움증권 리서치

전략

1) PTTGC는 Volume 성장을 지속 추진하고 있다. 올해 LLDPE 43.4만톤, ME 20만톤 증설에 이어 내년에도 TPA 97만톤, PET 14.7만톤, Compound 6.1만톤을 증설할 계획이다. 또한 2020년 이후 PO/Polyols와 올레핀 증설 작업을 완료할 계획이다. 2) 또한 수요 성장이 큰 CLMV(캄보디아, 라오스, 미얀마, 베트남) 시장 침투를 확대할 계획이다.

PTTGC 전략 방향



자료: PTTGC, 키움증권 리서치

Q&A

- Q1 대림과 JV를 통해 원래는 Capacity(에틸렌)가 100만톤이었는데, 150만톤으로 늘어났다고 들었다. 지분과 Capex에 대해서 구체적으로 설명해 줄 수 있나?**
- 대림과의 JV는 현재 Under-study(검토 중)에 있고, 150만톤의 에틸렌을 생산하게 될 가능성이 있다. (언제 완공이 되나?) 아직 검토 중에 있어서 확정이 된 것은 없지만, 계획대로 추진된다면 2023~24년 정도에 물량이 나올 것으로 생각하고 있다. (Total Capex는?) 아직 검토 중에 있어서 확답을 하기 어렵다.
-
- Q2 PO chain에 대한 투자 및 폴리올 생산 JV 설립에 대해서 구체적으로 설명해 줄 수 있나?**
- 현재 PTTGC는 Propylene을 가지고 있지만, 다운스트림 부분은 없어서, PO에 대한 투자 및 Sanyo-Chemical, Toyota-Tsusho와 JV를 통해 폴리올을 생산하려고 한다. 폴리올을 통해 자동차 등에 공급되는 폴리우레탄을 양산하려는 계획을 가지고 있다. (지금 폴리올 생산 중에 있나?) 아니다. 올해 초에 발표해서 2020년 정도에 생산될 것이다. (JV에 대한 Ownership?) Propylene Oxide는 100% 가지고 있고, 폴리올 JV는 82% 정도의 지분을 가지고 있다.
-
- Q3 JV의 목적은 폴리우레탄 생산을 위한 것인가?**
- 그렇다.
-
- Q4 태국 내 유일한 에탄 크래커 보유 회사인데, 어떻게 Feedstock을 조달하는가?**
- PTTGC는 PTTEP가 개발해서 가스를 얻는 Gulf of Thailand로부터 가스를 공급받고 있다. PTTEP는 PTTGC의 모회사인 PTT에 가스를 판매하고 있다. PTTGC는 PTT와 100% 장기 계약(20년)을 통해서 공급받고 있다.

Q5 PTTEP와의 관계는?	PTT는 PTTEP의 60%를 가지고 있고, PTTGC의 48%를 가지고 있다. 모회사를 공유한다는 것을 제외하면 직접적인 관계는 없다.
Q6 중장기적으로 NCC 대비 ECC에 대한 비중을 높일 계획을 가지고 있나?	장기적으로 가스에 대한 안정적인 공급만 가능하면, ECC의 비중을 늘리고 싶다.
Q7 PTTEP의 Gas Reserve는 어느 정도 되나?	7~8년 정도 되는 것으로 아는데, 양으로는 정확하게 수치를 기억하지 못하겠다.
Q8 7~8년 정도 후에는 PTTEP로부터 공급받는 가스가 다 떨어지는 것인가?	P1이라는 계약을 통해 장기적 양도 계약을 받는 상태라서, 가스 공급에 대한 걱정은 없는 상태이다.
Q9 NCC를 추가적으로 건설하는 이유?	3개는 ECC이고, 1개는 NCC이다. 2020년에 1개의 NCC가 더 추가된다. 새로운 NCC를 추가하는 것이 수익성이 좋다고 생각하는 이유는 방향족에 대한 수율이 좋고, 이 시장에 대한 좋은 전망을 유지하고 있기 때문이다.
Q10 PTTEP로부터 제공받는 에탄의 가격이 미국 시장 등의 가격과 차이가 있나?	EP가 PTT에 팔고, PTT가 우리에게 다시 파는 구조이기 때문에 약간 다르다. Profit Sharing Formula를 통해서 공급받기 때문에, 시장 가격과 동일하지는 않다. 우리가 PTT로부터 받는 가격은 구체적 Formula로 되어 있고, (처음에 투자를 할 때 EP에서 나오는 가스로 공급을 받기로 했기 때문에) IRR을 똑같이 맞추면서, Equal Rate of Investment가 맞춰지는 구조로 되어 있다. 가스 가격은 HDPE 가격에 많이 연동되어 있다고 보면 될 것이다.
Q11 내년도 BPA와 PC 사이클에 대한 전망은?	BPA는 내년에 좋을 것으로 보고 있다. 왜냐하면 PC에 대한 증설이 많기 때문이다.
Q12 일부 한국 대규모 화학 업체와는 달리 PE 가격이 좋을 것으로 본다고 했는데?	올레핀에 대한 마진율이 25~30% 사이에서 정해진다. 유가가 \$30가 되고 혹은 \$100가 간다고 해도 이 범위 내에서 움직이게 된다. 이유는 우리가 EP로부터 가스를 정해진 공식에 의해서 Feedstock을 공급받기 때문이다.
Q13 구체적인 생산능력은?	2.3백만톤의 에틸렌 중, 1.8백만톤이 ECC, 45만톤이 NCC이다. 우리 Feedstock의 대부분은 가스이고, 나프타는 10% 전후이다.
Q14 IMO 2020 규제와 관련해서 전망은?	PTTGC에는 큰 기회라고 생각하고 있다. Fuel Oil에 대한 수요는 떨어지지만, Gas Oil, Diesel에 대한 수요는 올라갈 것이고, 우리 제품의 50%가 Diesel이고, 15% 정도가 Fuel Oil이기 때문에 큰 폭의 GRM의 개선이 있을 것이다.

Q15 최근 가솔린 마진이 감소하는 것과 Fuel Oil의 크랙 마진이 올라가는 것에 대한 생각은?	최근 가솔린 마진 감소는 수요 쪽 측면에 기인한 것이라고 본다. Fuel Oil 크랙 마진이 올라가는 것은 일시적인 현상으로 생각하고 있다. 최근 중동 쪽 일부 Refinery와 관련해서 Fuel Oil을 Feedstock으로 사용하는 Special Demand가 생기며, 아시아 역내로 들어오는 물량 자체가 적어지면서 생긴 현상이다. 그러나 내년 초반 정도면, 정상 수준으로 돌아올 것으로 전망한다.
Q17 글로벌 CDU의 규모가 2배 가량 되면서, GRM이 내년에 약세를 될 것으로 보기도 하는데?	우리도 많은 규모의 중국발 정제 Capa가 늘어날 것으로 보고 있으나, Teapot Refinery라던지 수익성이 낮은 Refinery 등의 가동률이 줄어들기 때문에, 결국 밸런스를 찾아갈 것으로 본다.
Q18 국가별 판매 비중이 어떻게 되나?	태국 50%, 동남아시아 25%, 중국 10%, 그리고 나머지 15% 정도이다. 특정 마켓에 대한 집중을 하려고 하는 것은 아니지만, 중국에 대한 Slowdown에 대비하여 비중을 높게 가져가려 하지는 않는다.
Q19 Crude Intake의 비중이 지역별로 어떻게 되나?	50%는 중동, 20% 태국, 30% 극동 지역에서 조달하고 있다. 미국, 오스트레일리아, 아프리카에서도 일부 있긴 하지만 많지는 않다. 앞으로 늘리려 하고 있다.
Q20 한국 지역의 향후 5년간 롯데케미칼, LG화학 등의 NCC 증설에 대한 경제성의 당사의 생각은?	NCC의 경제성은 결국 Downstream 수요의 문제이고, 긍정적으로 봐서 그렇게 증설 계획을 수립한 것이라고 생각한다.
Q21 ABS 증설에 대한 생각과 타임라인은?	ABS는 차량 등에 사용되는 중요한 제품이고, 장기적으로 좋은 전망을 가지고 있다고 생각한다. 그러나 우리가 이런 전망을 가지고 있다는 것이 당장 몇 년 안에 생산을 하겠다고 하는 것은 아니다.
Q22 Downstream Integration 관련해서 (당사에서 언급했던 SMPC TPRC 포함) 다른 화학 업체들도 (아람코의 Sabic 인수등을 고려) 다운스트림 비즈니스를 강화하고 있는데?	대부분의 화학사들은 다운스트림 확장에 대한 의지를 가지고 있다고 생각하고, 매우 합리적인 결정이라고 생각한다. (그러나 그런 것들은 매우 큰 경쟁이 될 것으로 보이기도 하는데?) 매우 큰 경쟁이 있을 것이라고 보고 있다. 그래서 혼자 가려고 하지는 않고 있고, JV 등을 통해서 가려고 하는 이유이기도 하다. 혼자서 진행하려고 하다 보면 위험도 따른다고 생각한다.

Q23 오직 기술적 경쟁력을 가지고 있는 회사들만 살아남는다고 생각하나?	단순히 경쟁력을 가지고 있는 다운스트림보다는, Commodity에서부터 Downstream까지 종합적으로 가져가려고 한다.
Q24 최근의 Chemical Products에 대한 가격들은 트레이더의 센티먼트에 영향이 큰가? 아니면 실질적 수요 변화에 대한 영향이 큰가?	둘다라고 생각한다. 실제로 센티먼트도 있고, 어느 정도 실질적인 수요의 감소도 있다고 생각한다. 이러한 변화가 경기둔화로 이어지지 않기만을 바라고 있고, 미국과 중국의 무역 분쟁이 조속한 시일 내에 합의가 되면서, 글로벌 수요가 살아나기를 바라고 있다. 전체적인 수급 중에서는 수요보다는 공급에 대한 측면을 좀 더 면밀히 바라보는 중이다.
Q25 2019년 PE 가격이 톤당 \$1,300 정도에 결정될 것으로 본다고 했는데, 그러나 최근의 가격은 많이 떨어졌다. 분기별로 가격에 대한 전망을 보면 \$1,300가 안될 수도 있을 것 같은데?	최근의 가격이 그렇게 놀라운 수준은 아니다. (그렇다면 \$1,300는 평균 수준인가?) 그렇다. (그렇다면 가격이 가파르게 올라야 할 것 같은데?) 미중 무역 분쟁 등이 잘 마무리될 것으로 생각하고 전망을 했는데, 또 그 정도의 가격이 유지되지 못하면 회사 내부에서도 걱정이 될 것으로 본다.
Q26 자료에 나온 Olefin Reconfiguration에 정확한 Capa는?	에틸렌 50만톤, 프로필렌 25만톤이고 Feedstock은 나프타이다.

PTTGC 투자지표 및 재무제표

Share Price Performance(TB)

Price	79.25	1M Return	-0.9%
52 Week High	105.00	6M Return	-9.6%
52 Week Low	69.50	52 Wk Return	1.0%
52 Wk Beta	1.60	YTD Return	-2.3%

Current Capitalization(TB, 주)

Common Shares Outstanding (M)	4,508.80
Market Capitalization (M)	357,283.62
Cash and Equivalents (M)	55,049.73
Total Debt (M)	97,813.39

Valuation Ratios(x)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
P/E	14.8x	11.0x	11.0x	9.7x	8.2x	8.5x	8.1x
EV/EBIT	18.7x	11.1x	11.4x	10.4x	8.4x	8.9x	8.4x
EV/EBITDA	9.4x	6.8x	7.3x	7.1x	6.1x	6.2x	6.0x
P/S	0.4x	0.6x	0.8x	0.9x	0.7x	0.7x	0.7x
P/B	1.0x	1.0x	1.1x	1.4x	1.2x	1.1x	1.0x
Div Yield	4.6%	5.6%	4.5%	5.0%	5.7%	5.6%	6.0%

수익성 비율(%)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
Gross Margin	5.2	9.2	12.2	13.1	13.3	13.0	12.7
EBITDA Margin	5.8	10.4	13.6	13.8	13.6	13.3	13.5
Operating Margin	2.9	6.4	8.7	9.4	9.5	8.9	9.2
Profit Margin	2.8	5.1	7.2	8.9	9.0	8.6	8.8
ROA	3.8	5.4	6.5	9.3	10.2	9.5	9.7
ROE	6.7	9.0	10.7	15.1	15.0	13.5	13.2

재무제표

손익계산서(MTB)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
매출액	554,695	403,440	355,524	439,921	484,425	487,502	501,307
매출총이익	28,627	37,272	43,551	57,650	64,404	63,219	63,801
영업이익	16,081	25,713	30,946	41,434	45,844	43,497	45,903
세전이익	14,673	22,765	31,265	45,983	47,391	45,374	47,716
순이익	14,209	20,502	25,602	39,298	43,401	42,017	44,152
EBITDA	32,022	42,097	48,426	60,884	66,083	64,653	67,599

재무상태표(MTB)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
유동자산	123,131	117,901	129,169	140,738			
비유동자산	258,313	259,644	284,344	294,226			
자산총계	381,443	377,545	413,513	434,964			
유동부채	56,119	41,221	54,470	60,313			
비유동부채	96,875	102,059	92,030	94,387			
부채총계	152,993	143,280	146,500	154,700			
자본	228,450	234,265	267,014	280,264			

현금흐름표(MTB)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
영업활동현금흐름	41,886	47,381	44,073	62,388			
투자활동현금흐름	-25,216	-24,061	-3,667	-45,779			
재무활동현금흐름	-19,032	-25,657	-21,022	-5,900			

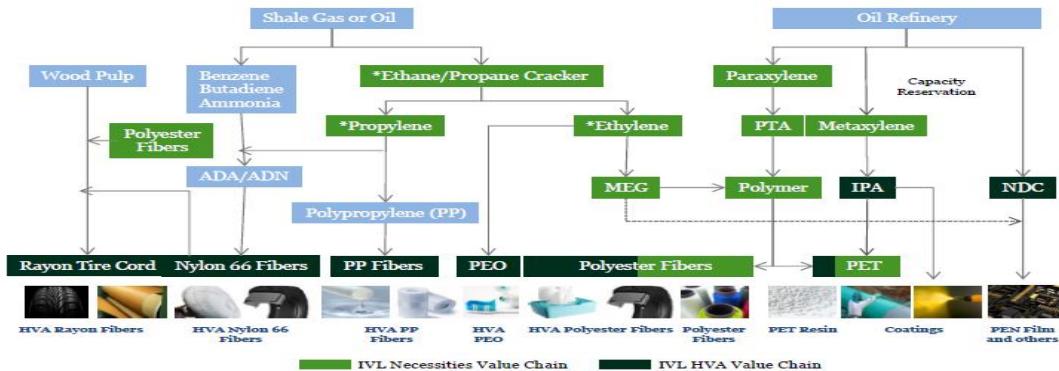
자료: PTTGC, Bloomberg, 키움증권 리서치

>>> Indorama Ventures(IVL TB)

회사개요 및 사업 현황

태국 Indorama Ventures(이하 IVL)는 글로벌 통합 폴리에스터 생산업체이다. PET/TPA 생산능력은 980만톤이며, MEG 및 기타 고부가 제품을 포함하면 총 생산능력은 현재 1,070만톤이며, 내년에는 총 1,300만톤으로 생산능력(21개 생산기지)이 증가할 전망이다.

IVL Value Chain



자료: IVL, 키움증권 리서치

3분기 실적 Review

1) West Necessities의 EBITDA는 \$204m로 작년 대비 76% 증가하였다. PET 마진이 좋았고, West Feedstock부문에서 EG, PTA 마진도 개선되었으며, 브라질/이집트/포르투갈의 램프업이 성공적으로 진행되었기 때문이다. 2) East Necessities의 EBITDA는 \$76m로 작년 대비 242% 증가하였다. 중국 환경 규제로 인한 수급 개선으로 아시아 TPA 실적의 급격한 개선이 있었기 때문이다. 3) HVA의 EBITDA는 \$132m로 작년 대비 13% 감소하였다. Automotive와 Hygiene의 일부 인수 효과에도 불구하고, 원재료 가격 상승에 따른 일부 래깅 효과가 반영되었기 때문이다.

IVL 3분기 실적 Review (단위: 백만바트)

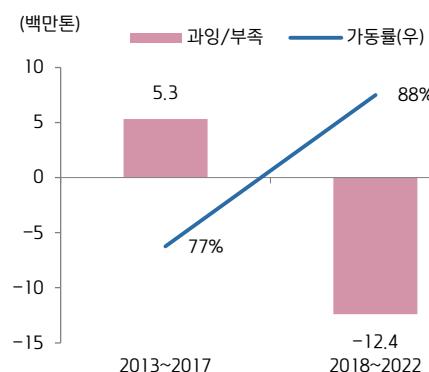
	3Q18	3Q17	YoY	2Q18	QoQ
매출액	96,001	65,436	47%	83,591	15%
EBITDA	13,447	7,561	78%	12,394	8%
Core Profit	8,523	2,864	198%	7,463	14%
Reported Profit	10,054	3,184	216%	8,243	22%
주요 변수					
IVL 생산량(백만톤)	2.7	2.38	13%	2.6	4%
PET	1.2	0.99	21%	1.1	9%
Fibers/Yarns	0.4	0.35	14%	0.4	0%
West Feedstock	0.9	0.74	22%	0.8	13%
Asia PTA	0.3	0.31	-3%	0.3	0%
IVL Core EBITDA(\$/톤)	151	91	66%	151	0%
PET	154	73	111%	168	-8%
Fibers/Yarns	136	147	-7%	153	-11%
West Feedstock	174	97	79%	168	4%
Asia PTA	92	50	84%	55	67%

자료: IVL, 키움증권 리서치

제품 수급 전망

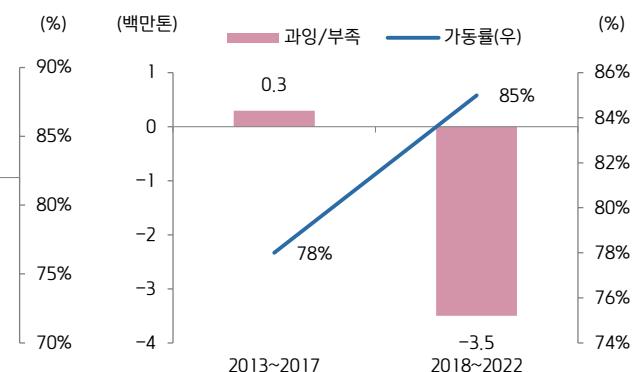
회사 추산 2017~2019년 세계 PET 수요는 7% 증가할 전망이다. PET는 100% 재활용이 가능하고, 경량화 PET는 운송 중 환경 영향 및 원가를 절감시킬 수 있기 때문이다. 한편 2013~2017년 세계 PET/TPA 가동률은 각각 78%, 77%에서 2018~2022년 PET/TPA 가동률은 각각 85%, 88%로 상승할 것으로 예상된다.

세계 TPA 가동률과 수급 전망



자료: IVL, 키움증권 리서치

세계 PET 가동률과 수급 전망

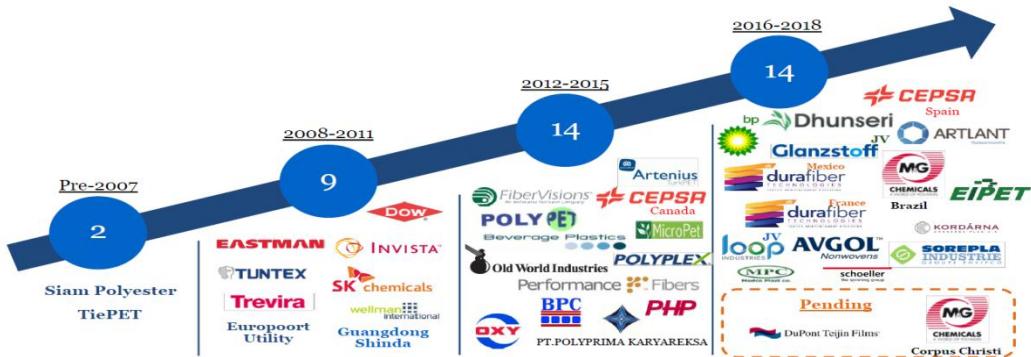


자료: IVL, 키움증권 리서치

전략

IVL은 꾸준한 M&A로 지난 20년 간 Core EBITDA가 \$0.76억에서 \$14억으로 증가하였다. 참고로 IVL은 1997년 이후 39개의 인수 작업을 완료하였다. 또한 IVL은 PET 밸류 체인 통합 및 지역적 다각화를 지속적으로 추진하고 있다. 참고로 IVL의 미국 에탄 크래커는 최근 원료가 투입되었고, 시험 가동을 진행 중에 있다. 또한 자동차 및 위생 제품에 사용되는 고부가 제품 비중도 동시에 확대하고 있다.

IVL 인수 추이



자료: IVL, 키움증권 리서치

IVL 미국 에탄 크래커 전경



자료: IVL, 카움증권 리서치

Q&A

Q1 인도라마의 창업과 지분에 관한 관계는?	35년 전에 시작되었고, 60%의 지분은 가족이 가지고 있다. 3형제가 있었는데, 형제 중 1명은 사업에 다른 이상을 가지고 있어서, 별도로 농약 등의 사업을 하고 있다. 형제 중 2명은 사업을 2008년에 합치기로 해서, 시작하게 되었다. 형제는 폴리에스터에 집중을 하려는 뜻을 가지고 사업을 시작했다.
Q2 회장의 나이와 경영진은?	회장의 나이는 66세이고, CEO의 나이는 1명은 60세이다. 2명의 CEO가 사업부 별로 있는데, 1명은 PET와 Feedstock을 총괄하고 1명은 Fiber Business를 총괄한다.
Q3 연결 기준으로 B2B, B2C 등에 대해서 Breakdown을 해줄 수 있나?	HVA는 불륨의 20%, 이윤의 50%를 창출한다. Necessities는 불륨의 80%, EBITDA의 50%를 창출한다. HVA EBITDA의 80%는 EMEA 지역에서 나온다. 아시아 지역은 20% 정도이다.
Q4 HVA와 Necessities를 PET, Fibers, Feedstock 기준으로 나눠줄 수 있나?	PET는 대부분이 Commodity이고, Fibers의 경우 거의 대부분이 High Value-Added이다. Feedstock 중에서는 대부분이 Commodity이다.
Q5 PET 타이어코드에 대한 증설 계획은 있나?	글로벌 상황에서 타이어코드를 생산하는 많은 회사들이 있다. 우리는 PET 타이어코드를 생산하고 있고, 레이온 타이어코드도 생산하고 있다. 최근 프랑스와 멕시코의 관련 회사를 2개 인수했는데, 기본적으로 타이어코드 수요의 증가는 새로운 차량에서부터 나온다. 그러나 최근 자율주행차 등이 증가하면서, 글로벌 수준에서 차량의 가동거리 자체는 많이 늘었다. 우리는 R&D 등에 투자를 해서 대응할 계획을 가지고 있다.

Q6 PTA와 MEG에서 순구매자의 포지션인가?	PTA는 밸런스가 맞고, MEG는 순구매자이다. 우리는 30만톤을 순생산하는데, 총 수요량은 2.2백만톤 가량이다. PX도 미국에 70만톤 설비를 가지고 있고, 나머지는 전부 외부에서 조달한다. PX와 MEG를 순구매하는데 MEG의 순구매량은 최대 규모일 것이다. 현재 상황에서는 증설이 많이 잡혀 있기 때문에, 우리가 유리하다고 본다. MEG와 관련해서도 많은 크래커의 증설이 있을 것이고, PX와 MEG도 2020년 이후에는 약할 것이라고 생각한다.
Q7 PX에 대한 추가 증설의 계획이 있나?	우리는 가솔린, 정유설비 등에 투자하기를 원치 않는다. 우리의 방향성에 있는 것은 아니다. 전략적인 Offtake의 기회가 오지 않는 이상 특별한 계획은 없다.
Q8 IPA의 가동 상황과 향후 전망은?	IPA는 특별한 사업이었다. Feedstock에 대한 공급이 둔화된 것이 하나의 기회가 되었는데, MX의 수급 상황이 좋아지면서 IPA 수급 상황도 좋아졌다. 그러나 마진은 최근 크게 줄어들었다. (Total Capacity가 어떻게 되나?) 22만톤이다. 그러나 Capacity의 문제라기 보다 MX에 대한 공급 문제가 더 크다.
Q9 미국에서 ECC 진행 상황과 관련해서 진행 상황을 업데이트해줄 수 있나?	올해 미국에서는 에틸렌 스팟 가격과 Contract 가격에 차이가 없었다. 이러한 이유 등으로 계획에 비해서 약간 지연되었지만, 모든 인허가를 마치고 시험 가동이 진행 중인 상황이다. 2019년 EBITDA 가이던스를 \$1bil에서 \$1.45bil로 상향했다. 그리고 올해 초에 가이던스를 \$1.75bil로 다시 한번 상향했다. 향후 우리 생산 Volume의 30%가 증가할 것이다.

IVL 투자지표 및 재무제표

Share Price Performance(TB)

Price	54.50	1M Return	-3.8%
52 Week High	63.00	6M Return	-6.7%
52 Week Low	49.50	52 Wk Return	6.7%
52 Wk Beta	1.81	YTD Return	5.2%

Current Capitalization(TB, 주)

Common Shares Outstanding (M)	5,245.41
Market Capitalization (M)	305,993.08
Cash and Equivalents (M)	7,015.09
Total Debt (M)	95,785.07

Valuation Ratios(x)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
P/E	63.1x	17.8x	10.6x	13.4x	11.1x	10.5x	9.8x
EV/EBIT	20.1x	14.9x	11.8x	15.8x	12.1x	10.8x	10.2x
EV/EBITDA	10.2x	8.5x	7.9x	10.4x	8.8x	7.9x	7.5x
P/S	0.4x	0.4x	0.6x	0.9x	0.9x	0.7x	0.7x
P/B	1.3x	1.3x	1.8x	2.4x	2.1x	1.9x	1.6x
Div Yield	1.9%	2.3%	2.0%	1.9%	2.7%	2.9%	3.0%

수익성 비율(%)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
Gross Margin	9.0	11.3	14.3	15.9	18.1	17.5	16.8
EBITDA Margin	6.5	9.3	13.0	12.5	13.4	13.0	13.0
Operating Margin	3.3	5.3	8.7	8.2	9.3	9.1	9.1
Profit Margin	0.7	2.8	6.4	7.3	7.6	7.1	7.3
ROA	0.9	3.2	6.7	7.7	9.7	9.5	9.4
ROE	2.3	7.6	17.9	19.2	21.0	19.1	17.6

재무제표

손익계산서(MTB)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
매출액	243,907	234,698	254,620	286,332	352,589	409,724	427,232
매출총이익	22,038	26,521	36,422	45,444	63,886	71,845	71,929
영업이익	8,049	12,448	22,149	23,474	32,654	37,461	39,085
세전이익	3,586	8,769	18,421	19,678	31,723	35,164	37,393
순이익	1,969	6,609	10,838	15,576	26,725	29,170	31,191
EBITDA	15,948	21,774	33,215	35,713	47,289	53,189	55,641

재무상태표(MTB)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
유동자산	72,180	70,548	84,495	92,953			
비유동자산	122,354	151,092	173,885	189,405			
자산총계	194,534	221,641	258,380	282,358			
유동부채	48,066	57,383	65,862	65,622			
비유동부채	71,858	81,305	100,704	97,750			
부채총계	119,924	138,688	166,566	163,372			
자본	74,610	82,953	91,815	118,987			

현금흐름표(MTB)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
영업활동현금흐름	18,984	21,352	20,740	24,571			
투자활동현금흐름	-18,545	-21,493	-36,517	-28,908			
재무활동현금흐름	887	-1,967	16,570	7,189			

자료: IVL, Bloomberg, 기움증권 리서치

>>> Siam Cement Group(SCC TB)

회사개요 및 사업 현황

태국 Siam Cement Group(이하 SCC)은 태국의 산업재 주요 재벌 기업이다. SCC는 석유화학, 시멘트, 패키징을 주요 사업부문으로 가지고 있다. 전사 이익의 2/3 정도가 화학에서 발생하지만, 시멘트, 패키징부문은 아세안 지역의 높은 성장세를 이어가고 있다.

SCC 주요 제품 생산능력 현황(2018)

Chemicals - Naphtha Cracker (consolidated)		Chemicals - Associates (equity accounting)	
Ethylen	1,800,000 tons	Dow Chemicals JV (50%)	650,000 tons
Propylene	1,250,000 tons	- LLDPE	390,000 tons
Chemicals - Downstream (consolidated)		- Propylene Oxide	220,000 tons
HDPE	920,000 tons	- Specialty Elastomer	140,000 tons
LDPE + LLDPE	272,000 tons	- PS	300,000 tons
PP	720,000 tons	- SM	18,000 tons
PVC (Thai, Indo, Viet)	886,000 tons	- Synthetic Latex	
Cement - Building Materials (consolidated)		Mitsui Chemicals JV (20% - 50%)	
Grey Cement (Thai, Cam, Myan, Indo, Laos, Viet)	33.5 million tons	- PP Compound (46%)	168,000 tons
Ready-Mixed Concrete	767 batching plants	- LLDPE Cast Film (45%)	15,000 tons
(Thai, Cam, Myan, Indo, Laos, Viet)		Mitsubishi Rayon JV (47%)	
White Cement (Thai, Viet)	0.4 million tons	- MMA	175,000 tons
Ceramic Tiles (Thai, Indo, Phil, Viet)	225 M sqm	- Cast Sheets	20,000 tons
Roofing Tiles (Thai, Cam, Phil, Viet)	89 M sqm	- Butadiene	140,000 tons
Ceiling & Wall Products	85 M sqm	- SBR	100,000 tons
Lightweight concrete (Thai, Indo)	27 M sqm	Chandra Asri JV(30%)	
		- Ethylene	860,000 tons
Packaging (consolidated)		- Propylene	470,000 tons
Packaging Paper (Thai, Phil, Viet)	2,549,000 tons	- HDPE / LLDPE	336,000 tons
Box (Thai, Malay, Sing, Viet, Indo)	1,010,000 tons	- PP	480,000 tons
Printing & Writing Paper	495,000 tons	- SM	340,000 tons
Machine Glazed Paper (Nippon Paper JV)	43,000 tons		
Flexible Packaging (Thai, Viet)	590,000 M sqm		
Rigid Packaging	300 M containers		

자료: SCC, 키움증권 리서치

SCC 본사 사진 1



자료: SCC, 키움증권 리서치

SCC 본사 사진 2

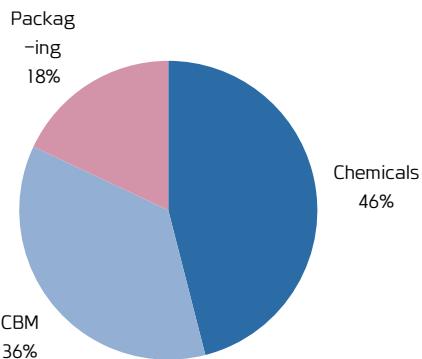


자료: SCC, 키움증권 리서치

실적 Breakdown

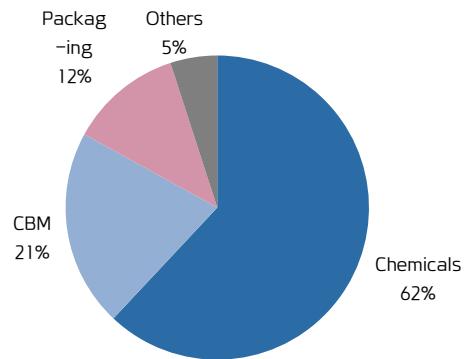
매출액 비중은 화학 46%, CBM 36%, Packaging 18%이며, EBITDA 비중은 화학 62%, CBM 21%, Packaging 12%, 기타 5%이다

SCC Sales Breakdown



자료: SCC, 키움증권 리서치

SCC EBITDA Breakdown



자료: SCC, 키움증권 리서치

3분기 실적 Review

SCC의 3분기 순이익은 95억바트로 작년 대비 20% 감소하였다. 17억바트 규모의 시멘트 및 빌딩 소재부문의 감소 손실이 발생하였기 때문이다. 한편 그룹 이익(3분기 순이익 기준)의 79%를 차지하고 있는 화학부문 EBITDA는 97억바트로 나프타 가격 상승, PE/PP 생산량 감소 등으로 작년 대비 17% 감소하였다. 다만 패키징부문은 높은 ASP, 견고한 판매량 유지 및 최근 원가 개선 효과로 작년 대비 EBITDA가 53% 증가하였으며, CBM부문은 일회성 비용이 존재한 것으로 보인다.

SCC 3분기 실적 Review (단위: 백만바트)

	3Q18	3Q17	YoY	2Q18	QoQ
매출액	122,518	112,428	9%	120,447	-2%
Petrochemical	57,713	50,590	14%	57,053	-1%
Packaging	22,199	20,741	7%	21,792	-2%
CBM	46,132	44,421	4%	44,681	-3%
EBITDA	17,671	19,737	-10%	20,521	16%
Petrochemical	9,689	11,721	-17%	10,507	8%
Packaging	3,869	2,537	53%	3,783	-2%
CBM	4,095	5,603	-27%	5,352	31%
Other	31	-305	흑전	902	2810%
순이익	9,473	11,836	-20%	12,401	31%
Petrochemical	7,485	9,585	-22%	8,131	9%
Packaging	1,717	754	128%	1,598	-7%
CBM	265	1,570	-83%	1,677	533%
Other	35	-366	흑전	1,035	2857%

자료: SCC, 키움증권 리서치

전략

SCC는 대규모 화학 프로젝트를 진행 중에 있다. 1) Long Son Petrochemicals(LSP) 프로젝트는 올해 2분기에 카타르 페트로리엄과 프로판/나프타 공급 계약(15년)을 체결하였고, 올해 4분기부터 프로젝트의 건설을 시작하였다. 약 54억달러를 투자하여 160만톤 규모의 윤레핀을 2023년까지 상업화할 계획이다. 참고로 동 프로젝트에 참여하는 국내 건설사는 SK E&C, POSCO E&C, Samsung Engineering, Hyundai Engineering 등이 있다. 2) 2021년 중반까지 태국 MOC 크래커를 약 20% 증설할 계획이다. 3) 또한 지분을 보유하고 있는 CAP의 신규 크래커 건설 Feasibility가 올해 4분기에 완료될 것으로 보인다.

SCC 석유화학 포트폴리오

Thailand		Indonesia		Vietnam	
2 Crackers Complexes (JV with DOW)		Chandra Asri Petrochemical (30% stake)		Long Son Petrochemicals (100% stake)	
ROCs (1999)	MOC (2010)	Cracker 1.3 MT (C2 + C3)		Cracker 1.5 MT (C2 + C3) Flexible feedstock	
Cracker 1.35 MT (C2 + C3)	Cracker 1.7MT (C2 + C3)				
Downstream 1.9 MT (PE, PP)		Downstream 1.3 MT (PE, PP)		Downstream 1.35 MT (PE, PP)	
Subsidiaries	Associates	Subsidiaries	Associates	Updates	
PE PP PVC Others	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dow ▪ Mitsui Chemicals ▪ Mitsubishi Rayon ▪ BST 	PE PP SM BD	Michelin SSBR	<ul style="list-style-type: none"> • Under Construction with early start in early 2023. • 15 yr feedstock contract with Qatar Petroleum (propane + naphtha) • \$3.2 Bill loan (14 yr tenure) 	
		Future Investment: CAP2 (2024) 1.7 MT Olefins, 1.2 MT Polyolefins			

자료: SCC, 키움증권 리서치

LSP 프로젝트 Update 1



Project Update:

- Q4/18: CONSTRUCTION... has begun
- Q3/18: FINANCE... \$3.2 Billion (110,000 bill Baht) loan (14 yr and competitive LIBOR + rates)
- Q2/18: FEEDSTOCK... 15 yr contract with Qatar Petroleum (2 MT Propane + Naphtha per yr).
- Vietnamese government commitments and support.
- Key licenses obtained.

Competitiveness:

- Global scale cracker (1.6 MT olefins).
- Flexible feedstocks (propane range of 70% to 20%).
- Integration downstream (1.35 MT of PE, PP).
- Located close to key industrial clusters.

Key Contractors:

- Consortium of Technip and SK E&C
- POSCO E&C
- Samsung Engineering
- Hyundai Engineering
- TTCL

자료: SCC, 키움증권 리서치

LSP 프로젝트 Update 2



Relative Cost Comparison

\$10 Billion investment	Shale 2nd wave (2018-2023 construction)
\$7-8 Billion investment	Shale 1st wave (2012-2017 construction)
\$5.4 Billion investment	SCG's Vietnam LSP (2018-2013 construction)

- Shale 2nd wave
- Shale 1st wave

자료: SCC, 키움증권 리서치

Q&A

Q1 전체 태국 생산능력은 어느 정도인가?

C2는 SCC가 1.6~1.7백만톤, 태국 전체는 4~5백만톤 사이이다. 태국 생산량의 대부분은 수출이다. SCC의 PP/PE 중 55% 가량이 수출 물량이다. 하지만 중국으로 수출하는 물량은 많지가 않다. 중국은 매우 Commoditized한 국가이고, 가격 변화가 심한 곳이다. 우리는 다른 곳이 더 많은 기회를 가지고 있다고 생각하고, Value Chain을 강화하는 작업을 모색하고 있다. 이러한 노력에 힘입어 글로벌 Peer에 비해서 더 높은 EBITDA Margin을 기록하고 있다. Sabic/Petronas 정도를 제외하고는 우리보다 EBITDA Margin이 높은 곳은 없는데, Sabic/Petronas는 Feedstock을 스스로 공급한다는 점을 고려하면 우리의 생산성이 빛이 나는 것이다.

Q2 Chandra Asri 지분 인수 이유는?

2011년에 Chandra Asri 지분의 30%를 인수했다. \$900/톤 수준에 C2/C3 자산을 인수했는데, 40%의 Turnaround가 있었다. 1995년 이후로 가동률이 70%가 안되었는데, 2011년에 우리가 인수를 하면서, 개선에 대한 노력을 했고, 2015년 이후에는 가동률 100% 이상을 달성할 수 있었다. 현재 용량을 2배 증설할지 고민하고 있다. 또한 인도네시아에 가장 중요한 이슈는 공장 부지를 찾는 것이 어렵다는 점이다. 충분한 부지를 찾지 못하면 프로젝트를 진행하기 어렵다.

Q3 베트남 프로젝트 관련 업데이트는?

베트남 플랜트는 지난 달 착공에 들어가, 2023년까지 공사를 진행할 것이다. 여러모로 강점이 많은 프로젝트이다. 첫번째 Feedstock Switching이 가능하다. 이것의 장점은 원재료의 가격 변화에 대응이 가능하다. 겨울에는 누구나 나프타를 구매하고 싶어하고, 여름에는 반대로 프로판을 구매하고 싶다. 우리는 카타르와 15년 간의 계약을 통해서 프로판과 나프타를 공급받고 있다. 15년 간 80% 가량의 Feedstock을 이 방식으로 공급받는다. 또한 이번 프로젝트는 Lump-sum 터키 방식으로 발주한 것이 아니라, Subcontractor를 둬서 진행하는 방식을 취하고 있다. 남-베트남에 위치한 플랜트이고, 베트남은 2.3백만톤의 PE와 PP를 소비한다. 이 프로젝트는 차입금을 통해서 진행하는데, D/E는 60:40이다. Total Cost는 45억달러 정도이다. 참고로 SCC의 시가총액이 160억달러 정도인 것을 감안하면 매우 중요한 프로젝트이다.

Q4 미 LSP는 베트남 첫번째 크래커인가?

네, 국가 단위의 첫번째 크래커이고, 이런 특성 상 총리가 매달 진행 상황을 점검하고 챙긴다. 베트남 일선 부처 단위에는 아직까지 많은 규제와 관료주의가 남아있다. 그러나 총리가 이번 사업을 직접 챙기다보니 의사 결정이 신속하다는 장점이 있다. 세일가스 1기 시기에 비슷한 크래커를 짓는데 70~80억달러 가량이 들어갔고, 2기 시기에 100억달러가 들어갈 전망이다. 비록 Feedstock에서 톤당 200불 가량 이익을 보는 부분을 감안하더라도, 우리는 돈을 더 적게 들이고 지을 것이다. 우리는 Good Return을 거둘 것이다.

Q5 베트남 프로젝트는 BTX 추출 설비가 있나?	거의 없다. 벤젠, 톨루엔 등은 포커스가 아니다. 우리는 오직 PE와 PP에 집중을 하고 있다. 베트남 설비는 피드스탁을 Flexible하게 가져갈 수 있기 때문에, Gas는 20~70%를 가져갈 수 있다. 이런 식으로 Feedstock을 스윙하다보면 여러 가지 상황이 나온다. 예를 들어 가스를 70% 가져가게 되면 C4는 매우 조금만 얻게 된다. 전혀 우리의 집중 대상이 아니다. 우리는 단지 PE와 PP에만 집중을 하는 것이다. 우리는 PTA 설비 JV를 PTTGC에 매각했다. 지난 10년 동안 팔고 싶었는데, 적절한 시기를 찾아 팔았을 뿐이다. PTA의 수요 자체는 견조하다. 하지만 PTA는 진입 장벽이 낮기 때문에 때로는 공급이 폭증해서 가격이 떨어지고, 우리가 그런 것들을 컨트롤하기 힘들었다.
Q6 만약 베트남을 제외하고는 태국과 인도네시아의 피드스탁은 나프타인가?	물론이다. 우리는 최대 15% 정도를 LPG로 가져갈 수 있다. 85%를 나프타로 가져가고도 수익성이 남는다.
Q7 나프타는 중동으로부터 수입하나?	네, 우리는 나프타의 보조금을 받지도 않고, Refinery를 가지고 있지도 않다. 시장 가격으로 수입한다.
Q8 PE와 PP 등 전반적인 석유화학산업 전반에 대한 전망에 대해 말해 달라.	2011~2012년 석유화학은 저점을 찍고, 2015년 다시 Peak에 도달했다고 생각한다. 그리고 Peak이 지속되고 있는데 이런 호황이 3~4년 정도는 지속될 것으로 본다. 왜냐하면 Supply Side에서 증설이 우려할 만한 정도는 아니기 때문이다. (PE의 가격이 2019~20년에도 계속 호황이 계속된다는 것인가?) 그렇다. 2022년 정도까지 계속될 것으로 본다. 2017~18년에는 Supply 증가가 5%였으나, 향후 4년 간은 Supply 증가가 5% 정도에 미치지 못한다. 2019년에 증설이 되는 물량은 2014년에 계획된 것이다. 예를 들어 사람이 임신을 해서 출산을 하기까지 9~10개월이 걸리지, 5개월이 걸리지 않는다. 롯데케미칼이 인도네시아에 플랜트를 짓겠다고 했던 것도, 2년 전에 이야기를 했지만, 오늘날에도 5년 후에나 완공이 된다. 오늘날 전 세계의 Capa는 1.7억톤이다. 90%의 가동률이다. New Cracker가 오고 4%가 추가된다는 것은 8백만톤이 채 되지 않는 수준의 증설이다. 7백만톤이라고 이야기하면 엄청난 것처럼 들린다. 하지만 % 단위로 놓고 보면 그렇게 큰 것이 아니다.
Q9 동남아시아와 중국 간의 관세는 어떻게 되는가?	정확하게는 잘 모르겠지만, Commodity의 범주에 들어가서 매우 낮다고 본다.

Q10 CBM에 대해서 궁금한데, Raw Material은 유가와 큰 연동이 있나?	CBM은 대부분 시멘트이다. 시멘트는 대부분 석탄으로 만들어진다. 올해 석탄 가격이 많이 올랐다가 내렸다. 내년에도 스프레드가 나쁘지 않다고 본다.
Q11 CBM의 판매는 동남아 역내에서 대부분 팔리나?	시멘트 가격은 톤당 \$50 수준이다. 화학은 톤당 \$350 수준이다. 운송료 등을 계산해서 1톤의 아이폰, 1톤의 케미칼, 1톤의 시멘트를 고려하면, 결국 운송료는 다 똑같이 \$40이다. 시멘트가 역내에서 밖에 팔릴 수 없는 이유가 있다. 그래서 시멘트는 데스티네이션을 고려해서 현지에 생산 플랜트를 건설할 수밖에 없는 것이다. 시멘트는 매우 좋은 캐시카우이다. 대부분의 태국에 근거한 시멘트 플랜트는 대부분 감가상각이 진행되었다.
Q12 LSP 관해서 카타르와 공급 계약을 맺었다고 했는데, 프로판의 가격이 어떻게 결정되나?	LPG 마켓 가격이다. (그렇다면 유가에 많은 연동이 있을 수 밖에 없는 구조로 보이는데, 에탄 등 다른 Feedstock에 대한 계획은 없나?) 없다. 우리는 정제설비를 가지고 있는 것도 아니고, Coal/Gas를 가지고 있는 것도 아니고, PDH를 가지고 있는 것도 아니다. 좋아 보이긴 하지만, 촉매를 계속 바꿔줘야 하고 85%의 가동률 밖에 가져가지 못하게 된다. 그래서 그냥 기본에 충실하려고 한다. 가동률을 최대한 높여서 Rate of Return을 맞추려고 하고 있다. 여름에 Oil이 비쌀 때는 프로판이 Oil에 비해서 싸다. 그러나 모두 프로판을 사고 싶어 하기 때문에 프로판이 많지가 않다. 하지만 우리는 처음부터 가스 비중을 높여서 가기 때문에 이런 부분에서 조금 자유로울 수 있다.
Q13 북미의 ECC에서 역내로 들어오는 PE/PP 물량이 아시아 지역의 PE/PP 가격에 미치는 영향은? 한국 일부 화학 대기업은 이러한 영향과 미중 무역 분쟁 등으로 인해서 가격 악화를 지적했고, 최근 스프레드가 \$644 정도를 기록했는데, 그렇게 좋아 보이진 않는다.	관점의 차이라고 생각한다. 내가 생각하는 호황기는 \$600~700 수준이다. 사람들은 \$600대의 스프레드가 만족스럽지 않다고 생각하겠지만, 2012년도 \$400이던 시절에 비교하면 무척이나 좋은 수준이다. \$800~900이 아니라고 호황이 아니라고 하는 사람들은 \$2,000을 말할 것이고, \$5,000를 말할 것이다. LSP에 5조원이 들어가는 투자였고, Downstream Capacity를 7%씩 늘리게 된다. 미국의 경우에는 조금 상황이 다르다. 화학은 글로벌한 산업이다. 항상 글로벌한 관점에서 봐야 한다. 2017년에는 글로벌 물량이 5% 증가했는데, 전년도 3%대에 비해서 높은 수치였다. 이러한 결과가 전년도에 비해서 낮아진 스프레드로 이어졌다. 그러나 2018년에는 5% 물량이 증가했는데 왜 스프레드가 개선이 되었나? 첫번째는 수요가 견조하기 때문이라고 생각한다. 둘째는 중국이 폐플라스틱의 수입을 금지하면서, 2백만톤의 물량이 Virgin PE로 필요하게 되었다. 이러한 이유 때문에 스프레드가 개선되었다. 수요는 순간순간 변화할 수 있는 것이고, 최근 미중 무역 분쟁 등으로 인한 Destocking이 일어났다고 본다. Destock은 2주 정도의 Stock을 가지고 있다가 1주 정도로 줄이고 하는 과정이고, 결국엔 정상화가 될 것이다. \$600~700의 마진은 내 기준에서는 지극히 정상이다.

Q14 3주 전 가격이 폭락했던 것은 미중 분쟁 등으로 인한 센티멘트의 악화인가?	<p>센티멘트 + 디스타킹 등의 영향이다. (실질적인 수요에는 문제가 없나?) 플라스틱에는 2종류가 있다. PVC가 있고 PP가 있는데, PP는 Capital Goods에 많이 사용된다. 자동차, 전자제품 등에 많이 사용된다. 중국이 지난 5년 간 GDP가 연간 9% 성장에서 6%대로 내려왔는데 왜 PE의 스프레드는 악화되지 않았나? 그것은 Investment가 줄어들었다. Investment는 철강, 알루미늄 등에서는 많이 줄었지만, PE는 Consumption의 영역이다. 그러나 우리의 분석에 따르면, 고객들의 구매 패턴은 크게 변한 것이 없다. 구매량에 대해서 변한 것은 없고, 더 적은 양을 자주 사는 것이다. 약간 조심스러워진 것이다.</p>
Q15 트럼프가 관세를 대폭 올리지 않기로 결정하면, 춘절 등을 전후한 수요가 일반적인 패턴대로 증가할 것으로 보나?	<p>리스타킹에 대해서 명확하게 보이는 것은 없지만, 비슷할 것으로 본다. 최근에는 카타르가 OPEC 탈퇴를 시사하기도 했고, 트럼프가 관세를 부과하지 않을 것이라고 했다가 하루만에 번복하기도 하고 너무나 많은 변화가 있다. 그래서 뭔가 분명하지 않은 것이 너무 많다.</p>
Q16 PP는 보다 경제 사이클에 영향을 받는데, 최근에 많은 PDH들이 들어오기도 했는데 어떻게 보나?	<p>PP도 PE처럼 타이트할 것으로 본다. 2가지 Factor가 있는데 첫째는 중국의 CTO이다. 애널리스트와 컨설턴트가 100%의 가동률을 보면, 지난 3년 간 CTO는 오픈 프로세스이다. 나프타와 가스는 Closed Process이다. 캠핑으로 보면 가스불은 나프타이고, 캠프 파이어는 CTO이다. CTO를 하기 위해서는 물이 필요하다. 겨울에는 물이 많지 않아서 운영하기가 힘들다. 중국에는 20%의 사람이 있지만, 물은 7%밖에 없다. CTO는 이러한 이유로 어렵다고 생각한다. 둘째, PDH의 문제는 Catalyst를 자주 바꿔야 한다는 것이다. 최대한 가동해 봐야 80% 정도라고 생각한다. C3는 나프타로부터 나오고 가스는 단순히 에탄이다. PDH는 일반적이지 않은 과정이다. 세일가스를 프로필렌으로 변환하려면 촉매제가 필요한데, 항상 문제가 생긴다. 이 촉매제를 바꾸는 과정에서 연중 75일 정도를 손해보게 되는 문제가 있을 수 밖에 없다.</p>
Q17 다우와의 JV는 태국에 있나?	<p>다우와의 관계는 31년 전으로 거슬러 올라가게 된다. 프로필렌 옥사이드나 스페셜티 엘라스토머 같은 것들은 다우와의 신뢰 관계가 있어야만 할 수 있는 것이다. 우리는 크래커 레벨에서 2/3 SCC, 1/3 다우가 가지고 있는데, 이 1/3의 지분을 DOW Chemical JV로 간다. 이 JV는 다우와 SCC 간에 50:50이다. 다우는 Equity Income만 가지고 있고, Asset을 가지고 있지는 않다. 다우는 태국에 \$2.5 billion 정도의 자산을 가지고 있다.</p>

Q18 미쓰이와의 JV에서 20~50%로 구간 단위로 표시된 것은 어떤 의미인가?	여러가지 JV들 중에 지분이 저 구간 안에 있다는 뜻이다. 우리는 5,800억바트 정도의 자산을 가지고 있고, Capex는 향후 5년 동안 연간 600억바트 정도를 계획하고 있다. 5년이라면 3,000억바트 정도가 되고, 이것은 90억달러 정도에 해당한다.
Q19 저 프로젝트 이외에 다른 것은 없나?	태국에 MOC 플랜트가 있는데, 170만톤 정도의 생산능력을 가지고 있다. 35만톤 정도의 C2, C3를 늘리려는 계획을 가지고 있고, 올해 시작을 해서 2021년 중순 정도에 완공될 것이다. C2가 대략 30만톤 정도 된다.
Q20 Chandra Asri의 최대 주주인가?	41%를 버리토 퍼시픽(Barito Pacific Group)에서 보유하고 있다.
Q21 배당의 Payout Ratio가 매우 높아 보이는데, 배당정책에 대해 간략하게 설명 해달라	태국은 일반적으로 Payout Ratio가 높은 편이다. 우리의 배당정책을 보면 2004년 이래로 항상 순이익의 40~50%를 유지했고, 2011년에는 태국 홍수로 인해 배당성향을 조금 늘렸고, 2013년에는 창사 100주년 기념으로 특별배당을 지급했다.

SCC 투자지표 및 재무제표

Share Price Performance(TB)

Price	444.00	1M Return	1.9%
52 Week High	512.00	6M Return	0.5%
52 Week Low	404.00	52 Wk Return	-4.2%
52 Wk Beta	0.86	YTD Return	-5.4%

Current Capitalization(TB, 주)

Common Shares Outstanding (M)	1,200.00
Market Capitalization (M)	528,000.00
Cash and Equivalents (M)	56,907.64
Total Debt (M)	209,162.96

Valuation Ratios(x)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
P/E	16.0x	12.2x	10.6x	10.6x	11.3x	10.9x	10.4x
EV/EBIT	19.3x	13.7x	12.9x	13.0x	14.0x	13.3x	12.8x
EV/EBITDA	13.1x	10.0x	9.4x	9.3x	9.6x	9.0x	8.6x
P/S	1.1x	1.3x	1.4x	1.3x	1.1x	1.1x	1.1x
P/B	3.0x	2.7x	2.5x	2.2x	1.8x	1.7x	1.5x
Div Yield	2.8%	3.5%	3.2%	3.9%	4.1%	4.1%	4.2%

수익성 비율(%)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
Gross Margin	16.0	22.3	24.7	22.5	21.7	21.9	21.6
EBITDA Margin	11.6	17.3	19.9	18.4	16.1	16.8	17.0
Operating Margin	7.8	12.6	14.5	13.2	10.9	10.4	10.3
Profit Margin	6.9	10.3	13.2	12.2	10.0	10.1	10.2
ROA	7.4	9.3	10.7	9.9	7.8	8.0	8.0
ROE	19.8	23.7	25.1	22.0	16.8	15.7	15.1

재무제표

손익계산서(MTB)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
매출액	487,545	439,614	423,442	450,921	469,082	481,738	494,778
매출총이익	78,114	98,103	104,421	101,614	102,007	105,611	107,030
영업이익	38,267	55,232	61,365	59,547	49,445	50,154	51,132
세전이익	41,928	59,793	75,337	73,454	64,691	61,512	63,742
순이익	33,615	45,400	55,794	55,041	46,724	48,441	50,277
EBITDA	56,329	76,002	84,075	82,829	75,595	80,932	84,353

재무상태표(MTB)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
유동자산	137,998	148,396	156,626	171,619			
비유동자산	327,825	361,585	383,062	401,793			
자산총계	465,823	509,981	539,688	573,412			
유동부채	95,518	127,317	118,068	116,007			
비유동부채	160,988	139,658	140,002	155,580			
부채총계	256,506	266,975	258,070	271,587			
자본	209,317	243,006	281,618	301,825			

현금흐름표(MTB)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
영업활동현금흐름	49,083	66,233	81,805	72,333			
투자활동현금흐름	-44,249	-54,359	-28,540	-24,298			
재무활동현금흐름	-3,238	-14,828	-41,634	-31,808			

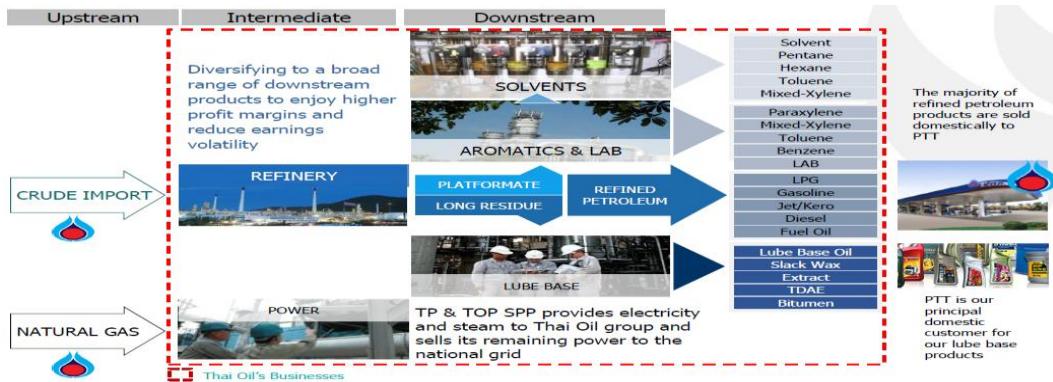
자료: SCC, Bloomberg, 키움증권 리서치

>>> Thai Oil(TOP TB)

회사개요 및 사업 현황

태국 Thai Oil(이하 TOP)은 27.5만배럴/일의 정제설비와 방향족/윤활기유 플랜트를 보유하고 있다. 이 세 개의 사업부문이 전사 EBITDA의 약 90%를 차지하고 있으며, 나머지 솔벤트, 에탄올 및 발전 사업의 경우 전체 EBITDA의 약 8~10%를 차지하고 있다.

TOP Value Chain



자료: TOP, 키움증권 리서치

3분기 실적 Review

TOP의 3분기 영업이익은 5,340백만바트로 작년 대비 40% 감소하였다. PX 스프레드 급등 및 견고한 발전부문의 이익 지속에도 불구하고, 전 분기 대비 유가 하락으로 정유부문 재고평가이익이 감소하였고, 비수기 및 사우디/중국 등 추가 공급 증가로 윤활기유부문(Group I)의 실적도 부진하였다. 때문이다.

TOP 3분기 실적 Review (단위: 백만바트)

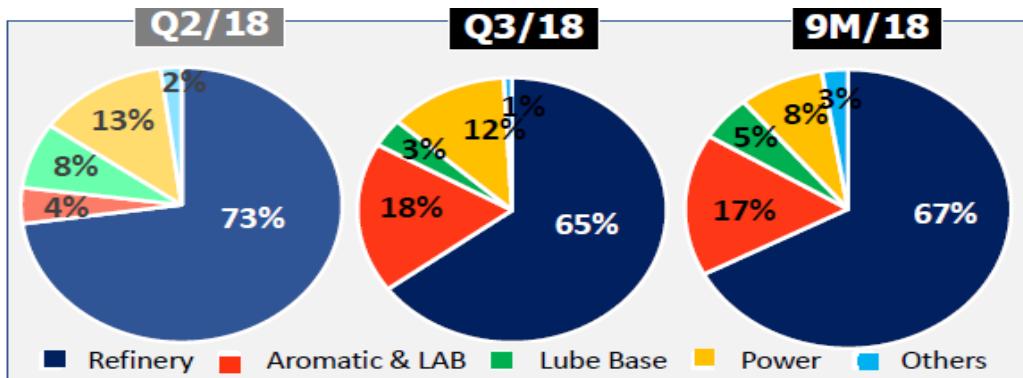
	3Q18	3Q17	YoY	2Q18	QoQ
매출액	101,261	80,296	26%	96,710	5%
영업이익	5,340	8,969	-40%	7,929	-33%
%	5%	11%		8%	
세전이익	4,921	8,460	-42%	6,642	-26%
%	5%	11%		7%	
당기순이익	4,558	7,605	-40%	4,795	-5%
%	5%	9%		5%	

자료: TOP, 키움증권 리서치

실적 Breakdown

올해 3분기 누계 부문별 순이익 비중은 정유 67%, 아로마틱/LAB 17%, 윤활기유 5%, 발전 8%, 기타 3%이다.

TOP 순이익 Breakdown

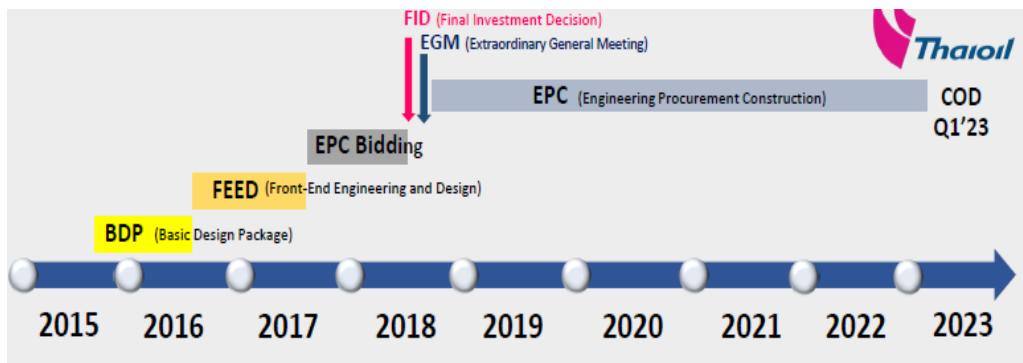


자료: TOP, 키움증권 리서치

전략

TOP은 지속적으로 아시아 지역에서 정유/화학 통합을 확대할 계획이다. 그 일환으로 TOP은 CFP 프로젝트를 진행 중에 있다. TOP은 CFP 프로젝트 후 CDU 생산능력이 27.5만배럴/일에서 40만배럴/일로 증가하고, 고도화비율도 28%에서 50%로 상승할 전망이다. 한편 Fuel Oil 비중도 현재 7%에서 0%로 감소할 것으로 보인다.

TOP CFP 프로젝트 Timeline



자료: TOP, 키움증권 리서치

Q&A

Q1 원유 도입은 어디서 하나?	TOP은 국영기업인 PTT가 지분 48%를 가지고 있다. 52%는 Free Float이다. 외국인이 20%, NVDR(Non-Voting Depository Receipt) 지분이 15.6% 정도이다. 국내 로컬 투자자들은 16% 정도이다. TOP에서 사용하는 원유의 50%는 PTT로부터 나오는 전략적 관계이다. 또한 우리가 생산하는 제품의 50% 정도를 PTT가 구매(Offtake)해 간다. 이것은 시장 가격 기반의 장기 계약이다. 우리가 사용하는 원유의 80% 정도는 중동산 두바이 원유인데, PTT를 통해서 가져오고 있다.
Q2 태국산 원유 비중은 어느 정도인가?	정확히 PTT는 아니지만 PTTEP로부터 가져오는 비중(태국원유)이 8% 정도이다. 덧붙이자면 PTT 그룹이 PTTGC, IRPC도 가지고 있고, 이 회사들은 석유화학에 집중을 하는 회사이다.
Q3 주유소의 개수가 어느 정도 되나?	20,000개 정도로 알고 있다. PTT가 우리 물건을 Offtake해서 판매하고 있고, 태국 리테일 시장의 30~40% 정도를 차지하는 걸로 안다. 나머지는 Bangchak, Esso, Shell 등이 10% 정도의 점유율을 차지한다.
Q4 리테일 가격은 자유계약제인가?	20년 전 정도부터이다. 하지만 메커니즘을 가지고 있고, 유가 등에 연동된다.
Q5 사업 구조는?	TOP의 메인 비즈니스는 정유사업이다. 이러한 정유사업을 통해서 PX 등의 아로마틱스도 생산하고 있다. 또한 루브-베이스도 하고 있다. 순이익 기여 기준으로는 정유가 52%, 아로마틱스 24%, 루브-베이스 13% 정도 되는 수준이다. 나머지 10% 정도는 전력, 스팀 사업 등에서 돈을 벌어들인다. Thaioil Power, TOP SPP, Global Power Synergy 등을 통해서 전력, 스팀 사업 등을 이어가고 있다. SPP 스킴을 사용해서 이득을 보는 것인데, Excess Power를 다 활용해서 부가가치로 만드는 효율적인 시스템이다. 또한 이런 것 외에도 VLCC, 탱커, 에탄올 등에 대한 산업도 진행하지만, 이익 기여는 미미한 수준이다.
Q6 윤활기유는 대부분 그룹 2인가?	그룹 1이다. 그룹 2, 그룹 3로 업그레이드하려는 계획이 있지만 지금까지는 괜찮다.
Q7 LAB에 대해서 증설 계획이 있나?	지금 현재는 미쓰이와 JV를 통해서 진행하고 있는데, 현재 태국 전체 점유율의 40% 정도를 차지한다. 현재 태국 전체의 수요는 7만톤 정도인데 우리의 생산량은 12만톤 정도여서, 증설에 대한 필요성은 못느끼고 있다.

Q8 태국 석유화학 제품 점유율의 30%라고 한 것은 PTT 그룹 전체인가?	아니다. TOP만의 수치다.
Q9 2019년의 유가에 대한 전망을 말해 달라	대부분의 회사들은 각자의 전망을 가지고 있는데, 우리의 견해는 다음과 같다. 두바이 가격을 보면 \$50 수준에서 시작해서 지금까지 왔는데, 내년에는 \$70~75 수준에서 결정될 것으로 본다. 여러가지 포인트가 있는데 공급량 증가분이 수요량 증가분을 넘어설 것이라는 것과 OPEC이 감산으로 맞서는 가운데에서 균형점이 찾아질 것으로 보인다.
Q10 카타르가 OPEC을 탈퇴하면 OPEC이 감산하는 파워가 약해지는 것 아닌가?	카타르의 메인 제품은 가스이고, 석유 영향력이 미미하다고 생각한다.
Q11 내년도 시기별로 전망은 어떻게 되나?	일반적으로 계절적인 영향이 있어서 1Q/4Q에는 강한 영향이 있고, 2Q/3Q에는 가격이 약한 영향이 있는데, 최근에 가격이 떨어져서 사실 내년 초반 정도에는 \$60~70 정도로 보고 있다. 저 가정은 2~3개월 전에 만든 가정으로 조금 우리의 예상에서 벗어난 감이 있다. (최근의 가격이 엄청 떨어졌는데, 펀더멘탈에 대한 변화는 없는가?) 최근에 미국의 이란 제재, 미중 무역 분쟁 등이 있지만, 기본적인 공급/수요적인 측면에서 크게 변한 것은 없다고 본다. 그래서 한 \$60 정도를 바닥으로 보고 있다. 조금 더 구체적으로 말해서 40 페이지를 참조하면, 내년에는 Supply Growth가 160만배럴 정도 늘어날 것이고, 대부분 미국발 증산이다. 수요 증가는 140만배럴 정도 수준이 될 것으로 보인다.
Q12 정제마진에 대한 전망은 어떻게 되나?	아시아 중동에서 CDU에 대한 Capacity Addition을 살펴보면 Supply Growth가 Demand Growth에 비해서 대략 1만배럴/일 정도 부족한 상황이다. (글로벌하게 살펴보면?) 약간 상황은 다를 수 있지만, 전체적으로는 비슷하다고 생각한다. CDU의 경우 공급 증가가 수요 증가에 미치지 못하는 상황이다. 싱가포르 정제마진을 살펴보면, 올해는 가솔린이 조금 낮아서 전체적으로 지난해에 비해서 낮아졌다. 가솔린은 가격이 민감한 상황인데, 내년에도 가솔린은 공급이 많은 상황이라서 마진이 낮을 것으로 본다. 그러나 TOP는 상황이 좋은 편인게, 생산의 60% 정도가 디젤이다. 만약 OPEC이 이번 주에 열리는 회의에서 감산 등을 협의하면 좀 더 좋아질 것으로 보지만, 이러한 요인을 제외하더라도, 가솔린을 제외한 정제마진 강세는 내년에도 지속될 것으로 본다.

Q13 싱가폴 GRM의 구체적인 전망은?	내년도 초반에는 \$5대 후반, 후반기에는 \$6 전후로 형성될 것 같다.
Q14 일부 시장 의견은 GRM 마진에 \$1.5 정도가 IMO 효과로 추가될 것이라고 했는데, 어떻게 생각하나?	\$20~22 수준이 될 것이라고 본다.
Q15 가솔린이 내년에 올해 보다 안좋을 것이라고 보나?	사실 일반화하기 매우 어려운 부분이 있다. 요즘은 일반적인 패턴으로 가는 것이 많이 없는 것 같다. Fuel Oil에 대한 정제마진이 좋아서 기본적으로 GRM은 밭쳐줄 것으로 보고 있다.
Q16 2018년을 보면, Big Changes가(가솔린이 Fuel Oil보다 싸다거나 등의) 10월에 일어났는데, 이러한 변화가 센티먼트에 의해서 촉발되었다고 생각하는지? 아니면 다른 이유가 있는 것인지?	내년에는 미국 오일 파이프라인이 완공되는 것에 대해서 많이들 이야기를 하고 있고, 이러한 이유로 브렌트유가 이러한 인프라의 부재로 많이 디스카운트되어 있다고 생각한다. 내년에 파이프라인이 완공되면, WTI가 정상 수준으로 돌아올 것이라고 본다. 또한 크루드 오일의 수출을 극대화하려는 과정에서 중동에서 파워 플랜트에 들어가는 연료로 Fuel Oil을 많이 쓰면서 역내에 수출된 Fuel Oil이 줄어들고 가격이 폭등하는 현상이 있었다. 이런 이유로 과거에는 \$-5~-6 가던 것이 앞으로 한동안 \$-3 노멀하게 된다고 봐야 되지 않나 생각한다.
Q17 계획된 신규 No.4 CDU는 해비 원유 투입이 가능한가? 예 캐나다 오일샌드, 마야 등	현재는 불가능하지만, 프로젝트 등을 통하여 2023년 정도에는 캐나다 오일샌드, 타이 해비, 멕시칸 오일 등을 투입 가능할 것이다.
Q18 내년도 미국에서 파이프라인이 완공되면 언제 정도에 물량이 들어오는가?	2Q~3Q 정도에 들어올 것이다. (파이프라인의 Capa는?) 3~4 정도인데, 내년에 1개 정도 추가될 것 같다.
Q19 내년도 PX에 대한 전망은?	페트로라비, 니손 정제시설이 제대로 돌아가지 않으면서, PX 스프레드가 높게 갈 것이라는 것이 어느 정도 예견된 부분이 있었다. 지금처럼 높지는 않을 것이다. PX 스프레드가 높으면서 추가적인 설비가 가동되었고, 또한 중국에서도 물량이 많이 들어온다. PX 수요 증가는 1년에 3~5% 수준이다. 한가지 좋은 점은 중국의 추가적인 물량이 대부분 2Q(Hengli Fujian)에 들어온다는 점을 감안하면, 1Q에는 괜찮지 않을까 생각도 한다. 과거에 2014년도에 한국발 PX 증설(S-Oil, 한화토탈)이 있었을 때, 시장의 상황을 고려하면, 2019년부터 2021년까지의 과잉 공급이 어떤 결과를 낳을지는 어느 정도 예견 가능하다.
Q20 S-Oil도 석유화학에 진출하고, 아람코가 사비를 인수하고, SK이노베이션도 EV 배터리에 진출하는데, TOP는 비슷한 장기적인 전략이 어떤 것인가?	아직 동남아시아 시장은 견조하다고 생각한다. 동남아시아 시장에서 많은 것을 하려고 하고 있다. 또한 Clean Fuel Project(CFP)라는 것을 통해서 경쟁력을 강화하려고 하고 있다. CDU 설비도 현재에 27.5만배럴/일에서 40만배럴/일로 증가하게 되고, 지금은 100% 라이트 크루드 투입에서 헤비 크루드 50%를 사용하게 된다. 2023년 정도에 마무리될 것으로 보이고, 대략 비용은 \$4.8bil이다.

TOP 투자지표 및 재무제표

Share Price Performance(TB)

Price	73.50	1M Return	-13.5%
52 Week High	108.00	6M Return	-14.5%
52 Week Low	68.25	52 Wk Return	-21.8%
52 Wk Beta	1.41	YTD Return	-25.1%

Current Capitalization(TB, 주)

Common Shares Outstanding (M)	2,040.00
Market Capitalization (M)	149,942.05
Cash and Equivalents (M)	67,941.49
Total Debt (M)	66,467.96

Valuation Ratios(x)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
P/E	-	11.1x	6.9x	8.5x	8.3x	8.7x	7.9x
EV/EBIT	-	8.7x	6.7x	7.5x	6.7x	7.2x	6.5x
EV/EBITDA	40.8x	6.4x	5.1x	5.9x	5.1x	5.3x	4.8x
P/S	0.2x	0.5x	0.5x	0.6x	0.4x	0.4x	0.4x
P/B	1.0x	1.5x	1.4x	1.7x	1.1x	1.1x	1.0x
Div Yield	2.8%	4.1%	6.2%	5.1%	5.7%	5.3%	5.8%

수익성 비율(%)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
Gross Margin	-1.0	6.7	10.0	9.5	7.5	7.2	7.5
EBITDA Margin	0.8	8.6	11.9	10.8	8.3	8.1	8.6
Operating Margin	-0.9	6.3	9.1	8.5	6.2	6.0	6.4
Profit Margin	-1.1	4.1	7.7	7.4	4.6	4.6	4.8
ROA	-2.1	6.3	10.4	11.2	8.2	7.2	7.3
ROE	-4.7	13.9	21.3	21.7	14.4	12.6	12.9

재무제표

손익계산서(MTB)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
매출액	390,090	293,569	274,739	337,388	380,024	374,973	392,619
매출총이익	-4,080	19,750	27,478	32,002	28,441	26,979	29,297
영업이익	-3,501	18,618	24,867	28,683	23,625	22,601	25,009
세전이익	-4,759	14,102	23,882	30,849	22,850	20,916	23,236
순이익	-4,026	12,181	21,222	24,856	17,300	17,151	18,946
EBITDA	3,032	25,384	32,629	36,325	31,506	30,560	33,687

재무상태표(MTB)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
유동자산	95,464	90,490	115,731	126,211			
비유동자산	98,143	101,676	102,001	101,897			
자산총계	193,607	192,166	217,731	228,108			
유동부채	35,635	18,192	34,146	33,348			
비유동부채	70,128	76,965	71,988	67,612			
부채총계	105,763	95,157	106,134	100,960			
자본	87,844	97,009	111,597	127,148			

현금흐름표(MTB)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
영업활동현금흐름	20,615	28,772	20,492	31,793			
투자활동현금흐름	-20,346	2,077	-19,106	-30,833			
재무활동현금흐름	666	-11,322	-6,030	-16,458			

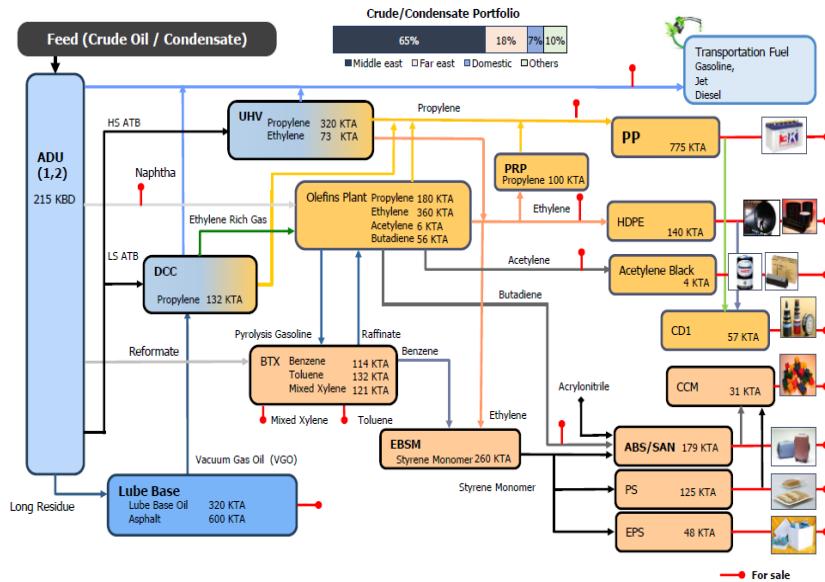
자료: TOP, Bloomberg, 키움증권 리서치

>>> IRPC(IRPC TB)

회사개요 및 사업 현황

태국 IRPC는 석유화학과 정유 및 발전 사업을 영위하고 있다. 석유화학 사업은 업스트림과 다운스트림을 통합하였고, 총 생산능력은 256.2만톤이다. 정유사업의 총 생산능력은 21.5만배럴/일이며, 유통기유도 동시에 생산하고 있다. 발전 사업의 총 생산능력은 328MW이다.

IRPC Value Chain



자료: IRPC, 기움증권 리서치

IRPC 특화 제품 사진 1



자료: IRPC, 기움증권 리서치

IRPC 특화 제품 사진 2



자료: IRPC, 기움증권 리서치

IRPC 특화 제품 사진 3



자료: IRPC, 키움증권 리서치

IRPC 특화 제품 사진 4



자료: IRPC, 키움증권 리서치

3분기 실적 Review

3분기 순이익은 2,560백만바트로 작년 대비 21% 감소하였다. 정제마진이 감소하였고, 일부 설비들(HYVAHL, RDCC)의 정기보수로 물량 측면의 감소 효과가 발생하였으며, 나프타 가격 상승으로 석유화학 스프레드도 축소되었기 때문이다.

IRPC 3분기 실적 Review (단위: 백만바트)

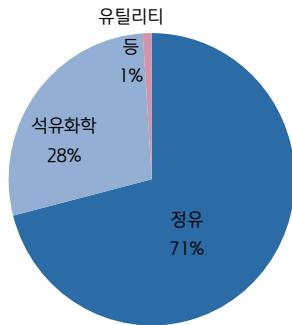
	3Q18	3Q17	YoY	2Q18	QoQ
매출액	68,831	52,355	31%	65,367	5%
EBITDA	5,258	6,635	-21%	7,162	-27%
%	8%	13%		11%	
당기순이익	2,560	3,248	-21%	4,050	-37%
%	4%	6%		6%	

자료: IRPC, 키움증권 리서치

실적 Breakdown

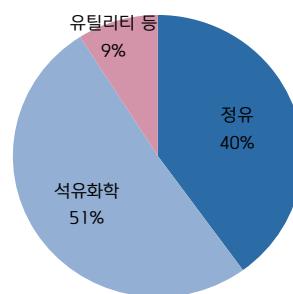
올해 3분기 누계 기준 매출액 비중은 정유 71%, 석유화학 28%, 유ти리티 및 기타 1%이고, EBITDA 비중은 정유 40%, 화학 51%, 유ти리티 및 기타 9%이다.

IRPC Sales Breakdown



자료: IRPC, 키움증권 리서치

IRPC EBITDA Breakdown

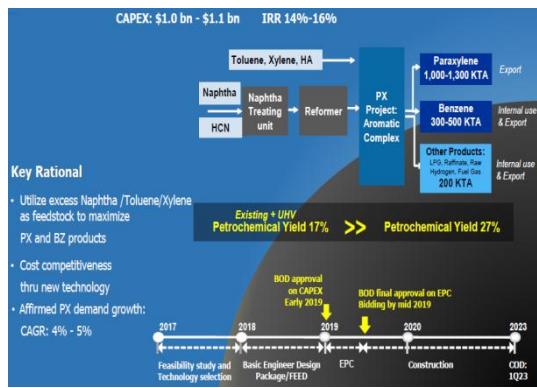


자료: IRPC, 키움증권 리서치

전략

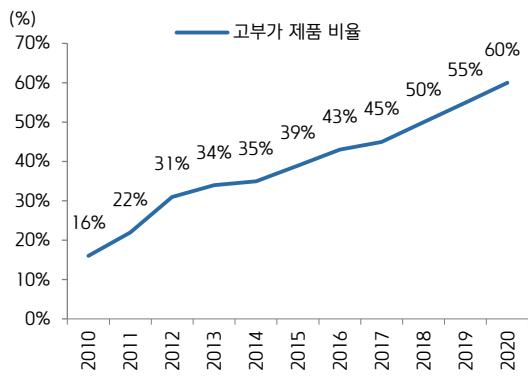
IRPC는 향후 석유화학의 고부가 제품 생산을 증가시킬 계획이다. 2010년 고부가 제품 비율은 16%에 불과하였지만, 2018년 50%까지 증가하였다. 또한 석유화학 생산 비중을 더욱 확대할 계획으로 보인다. 현재 IRPC는 총 \$10~11억를 투자하여, PX/벤젠을 신설할 계획이다. 동 프로젝트(MARS)가 2023년에 가동되면, IRPC의 석유화학 생산 비중은 17%에서 27%로 증가할 것으로 보인다. 참고로 동 프로젝트의 PX 생산능력은 100~130만톤 수준으로 추정된다.

MARS 프로젝트 계획



자료: IRPC, 기움증권 리서치

IRPC 고부가 제품 비율



자료: IRPC, 기움증권 리서치

Q&A

Q1 EBITDA의 35%가 정유부문인데, Net Income의 15%가 정유부문이다. 정유부문의 감가상각비가 매우 크다는 말인가?	그렇다. Net Debt는 지난 해에 비해서 50억바트 정도 늘어났는데, 재무구조는 점점 좋아져서 D/E도 3분기 기준 0.69로 1배가 되지 않고, CA/CL 비율도 1.00 수준이다.
Q2 GIM이 뭔가?	Gross Integrated Margin으로 Gross Profit과 같은 개념이라고 보면 된다. Gross Profit을 Barrel Intake로 나누는 것이다.
Q3 GIM이 \$10 수준일 때 IRPC의 BEP인가?	그 정도라고 보면 맞다. 가솔린 극대화 프로젝트를 하고 있다. 현재 태국은 가솔린에 대한 수요가 부족해서 역내 이러한 초과 수요를 해결하기 위해서 프로젝트를 추진하고 있다. Catalyst Cooler in RDCC 프로젝트를 통해서 더욱 Heavy Crude 비중을 높이는 쪽으로 생각하고 있다. 여러 가지 진행되고 있는 프로젝트 중에 UHV 프로젝트는 저부가 가치의 상품을 더욱 고부가 가치 상품으로 돌리려는 프로젝트이고, 이 프로젝트를 통해서 \$1.5~2.0/배럴 정도의 이익을 기대했는데, 올해 기준 \$1.97/배럴까지 올리려는 계획을 가지고 있다. 작년까지는, Major TA가 있어서 80%대의 가동률에 머물렀지만, 올해는 가동률이 95% 수준으로 올라왔다.
Q4 IRPC 원유 Intake의 비중은?	IRPC는 70% 정도의 원유를 중동에서 구매하고, 30% 정도의 원유를 브렌트유로 구매한다.
Q5 전체 비중에서 Light, Heavy 비중은 어느 정도 되나?	Light는 16%, Medium은 36%, 나머지는 Heavy 48%이다.
Q6 Catalyst Cooler 프로젝트를 통해서 어느 정도로 올라갈 것으로 보나?	Heavy Crude 21% 증가할 것으로 본다. 전략적으로 진행하는 프로젝트 중에 Mars, Everest Forever, Galaxy Project 등이 있다. Mars Project(Maximizing Aromatics Project)는 나프타를 더 잘 활용해서 방향족 제품들의 생산을 늘리는 기술이다. Capex는 \$1.1 billion 정도 지출될 것이고, 이러한 프로젝트를 진행하며, 석유화학 수율이 17%에서 27%로 증가하게 된다. 이 과정을 통해서 PX를 130만톤, 벤젠 50만톤, 다른 제품들을 20만톤 가량 생산해서 수출 및 내부에서 활용하려는 계획을 가지고 있다.
Q7 지금은 PX를 생산하고 있나?	지금은 PX를 생산하고 있지 않다.
Q8 향후 생산되면 어디로 수출하나?	현재 PX의 주요 소비지인 중국으로 많이 수출할 것이고, 우리의 제품이 나오면 물건에 대해서 Offtake 계약을 일본의 고객들과 일부 맺었다.

Q9 PX의 수익성은 2023년까지 낮아질 것으로 전망되는데?	수익성의 경계에 있는 회사들은 어려움을 겪겠지만, 우리들은 가격 경쟁력을 충분히 갖췄다고 생각한다.
Q10 PX 가격에 대한 경쟁력은 어디에서 나오나?	가장 차별화되는 것은 저렴한 원재료를 얻어야 한다.
Q11 누가 경쟁력이 약한 Player인가?	가장 경쟁력이 강한 Player는 페트로라비이고, 한국/중국 쪽 PX 설비에 비해서는 우리가 원재료 수급에 있어서 더 강점이 있다고 보고 있다.
Q12 저유황 Fuel Oil Project에 들어가는 Capex는?	\$1백만 정도이다.
Q13 스크러버와 Inventory Installed 스크러버에 대해서 어떻게 생각하나?	스크러버에 투자를 하기 위해서는 일단 스크러버를 주문하고 기다리고 있는 규모가 제법 있는 것으로 알고 있고, 규모의 경제라거나 그런 부분들이 담보가 되어야 한다고 생각한다.
Q14 PP에 대한 내년도 전망은?	PP의 경우 공급 증가가 많지가 많다. 중국에서 CTO의 가동들이 많이 멈추면서, 수요가 공급을 초과하는 상황이고, 내년까지도 이러한 현상이 이어질 것으로 생각하고 있다. 또한 중국의 폐플라스틱 수입 금지로 인해서, 중국발 수요도 견조한 상황이다.
Q15 PE에 대한 내년도 전망은?	제품마다 다르다고 생각한다. LDPE/LLDPE 경우에는 초과 공급이다. LLDPE는 초과 공급이 향후 3~4년 정도 지속될 것으로 보고 있다. 그러나 HDPE의 경우는 중국 CTO 등이 가동을 멈추면서 공급이 타이트한 상황이다. CTO의 재가동 가능성을 이야기하지만, 환경 규제 문제 등으로 인해서 다시 가동될 가능성이 높다고 보지는 않는다.
Q16 ABS는 어떻게 보는가?	지난 5년 간 ABS 수요에 비해서 공급이 너무 많이 증가했던 감이 있다. 그러나 향후 2~3년 안에는 공급이 수요를 크게 초과하는 부분은 아니고, 자동차, 장난감 등 고기능성 플라스틱으로 들어가는 부분이 많기 때문에, 점점 가동률이 올라가고 스프레드도 개선되지 않을까 생각한다.
Q17 연간 감가상각이 어느 정도 되나?	70억바트 정도 된다.
Q18 IMO 2020 이슈로 인한 정제 마진에 대한 전망은?	아까도 언급했지만 Scrubber를 주문하고 대기 물량이 많아서, LSFO, 디젤에 대한 수요가 점점 올라가지 않을까 생각한다. 디젤은 마진은 2019년 \$24, 2020년 \$22, 2022년 \$20 수준으로 예상하고 있으며 유래없는 강세가 지속될 것으로 보고 있다.
Q19 다음 주요 정기보수는 언제 진행하나?	2017년에 주요 플랜트의 정기보수를 진행하였고, 5년 주기로 정기보수를 한다.

IRPC 투자지표 및 재무제표

Share Price Performance(TB)

Price	6.10	1M Return	2.5%
52 Week High	8.35	6M Return	-4.8%
52 Week Low	5.50	52 Wk Return	-0.5%
52 Wk Beta	1.28	YTD Return	-9.0%

Current Capitalization(TB, 주)

Common Shares Outstanding (M)	20,410.59
Market Capitalization (M)	124,649.96
Cash and Equivalents (M)	2,144.86
Total Debt (M)	58,769.46

Valuation Ratios(x)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
P/E	-	9.3x	10.0x	12.6x	11.0x	10.1x	9.2x
EV/EBIT	-	7.7x	14.6x	14.1x	12.2x	11.7x	10.7x
EV/EBITDA	-	5.9x	9.3x	9.4x	8.1x	7.8x	7.3x
P/S	0.2x	0.4x	0.5x	0.7x	0.5x	0.5x	0.5x
P/B	0.9x	1.2x	1.2x	1.6x	1.3x	1.2x	1.2x
Div Yield	2.6%	5.1%	4.8%	4.1%	4.5%	4.8%	5.3%

수익성 비율(%)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
Gross Margin	-2.3	7.6	10.9	9.9	8.1	8.1	8.5
EBITDA Margin	-0.7	10.9	9.2	10.0	8.7	8.7	9.3
Operating Margin	-2.5	8.3	5.9	6.7	5.8	5.9	6.6
Profit Margin	-1.9	4.4	5.3	5.3	4.3	4.6	5.0
ROA	-3.2	5.8	5.8	6.4	6.7	6.7	7.4
ROE	-7.3	13.1	12.4	13.5	13.1	12.5	13.0

재무제표

손익계산서(MTB)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
매출액	281,589	214,172	185,041	214,101	264,346	274,290	274,193
매출총이익	-6,341	16,258	20,140	21,155	21,320	22,157	23,243
영업이익	-7,101	17,828	10,863	14,248	15,256	16,151	18,002
세전이익	-7,611	11,769	10,034	13,541	13,961	14,782	16,311
순이익	-5,235	9,402	9,721	11,354	11,457	12,506	13,709
EBITDA	-1,891	23,284	17,111	21,311	22,951	23,863	25,434

재무상태표(MTB)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
유동자산	44,142	35,984	39,848	47,583			
비유동자산	118,656	127,189	132,530	136,961			
자산총계	162,798	163,174	172,378	184,544			
유동부채	46,829	36,210	52,429	49,365			
비유동부채	48,065	51,086	38,944	47,529			
부채총계	94,894	87,296	91,373	96,894			
자본	67,904	75,878	81,005	87,650			

현금흐름표(MTB)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
영업활동현금흐름	2,322	25,285	4,728	17,644			
투자활동현금흐름	-21,184	-11,999	-10,766	-9,870			
재무활동현금흐름	15,747	-11,719	4,504	-7,671			

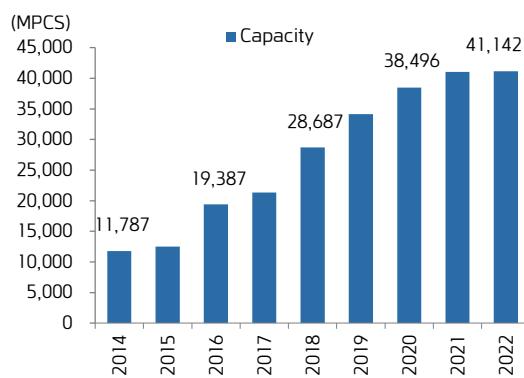
자료: IRPC, Bloomberg, 키움증권 리서치

>>> Hartalega Holdings(HART MK)

회사개요 및 사업 현황

말레이시아 Hartalega Holdings(이하 Hartalega)는 세계 최대 니트릴 장갑 생산업체로 세계 생산능력의 18%의 점유율을 보유하고 있다. Hartalega는 현재 말레이시아에서 10개 라인을 보유하고 있고, 생산능력은 약 287억개이다. 제품 비중은 니트릴 96%, 라텍스 4%이다. Hartalega의 생산능력은 과거 10년 간 연평균 22% 증가하였고, 향후 3년 간 연평균 13% 증가할 전망이다. 한편 Hartalega의 신규 NGC는 시간 당 45,000개의 장갑을 생산하며, 업계에서 최고 속도를 기록하고 있는 것으로 보인다.

Hartalega 생산능력 추이/전망



자료: Hartalega, 기움증권 리서치

Hartalega 니트릴 장갑 착용 사진



자료: Hartalega, 기움증권 리서치

Hartalega 사진



자료: Hartalega, 기움증권 리서치

Hartalega Vision



자료: Hartalega, 기움증권 리서치

최근 분기 실적 Review

이번 분기 당기순이익은 전 분기 대비 4% 감소하였다. 달러 부채(\$202m) 보유에 따른 외환차손이 발생하였기 때문이다. 다만 영업이익률은 견고한 흐름을 지속하고 있다. NBR 원가가 상승하고 있지만, 우호적 환율 효과가 발생하였고, No.5 플랜트(생산능력 47억개)가 올해 8월부터 가동을 시작하였기 때문이다.

Hartalega 분기 실적 Review (단위: 백만링깃)

	2Q19	2Q18	YoY	1Q19	QoQ
매출액	714	585	22%	706	1%
영업이익	156	130	20%	155	1%
%	22%	22%		22%	
당기순이익	120	113	6%	125	-4%
%	17%	19%		18%	

* 3 월 결산 법인

자료: Hartalega, 키움증권 리서치

제품 수급 전망

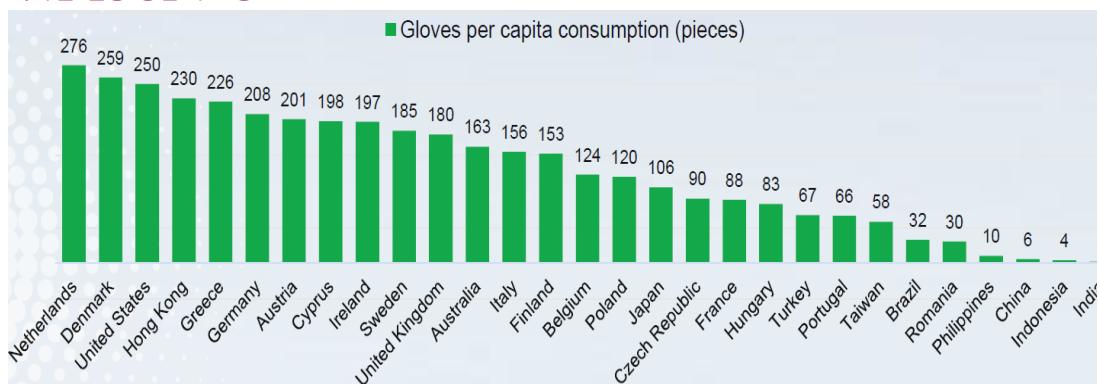
세계 고무 장갑 수요는 연평균 6~8% 성장을 지속할 전망이다. 특히 말레이시아는 세계 고무 장갑의 시장 점유율 63%를 점유하고 있는 최대 공급처이다. 장갑에 대한 수요는 비탄력적이며, 손 보호가 필요한 메디칼 및 기타 부문에서 수요가 증가하고 있고, 1인당 소비가 낮은 개발도상국의 수요 증가가 클 전망이다. 중국의 환경 규제로 PVC 장갑의 시장 점유율이 감소할 것으로 예상되는 가운데, 생산능력 증가 보다 세계 수요가 더욱 클 것으로 예상된다.

세계 고무 장갑 수요 추이/전망



자료: Hartalega, 키움증권 리서치

국가별 인당 장갑 수요량



자료: Hartalega, 키움증권 리서치

Q&A

Q1 니트릴 장갑의 사용 용도별 순위는 어떻게 되나?	의료용으로 사용되는 비중이 92%이고 그 다음이 일본 도시락 업체 등에서 사용되는데, 아직 미미한 수준이다. 미국의 병원 등에서는 라텍스 장갑 보다는 니트릴 장갑을 더 많이 사용한다.
Q2 하르탈레가의 장갑 시장 점유율이 어느 정도 되나?	전체 장갑의 11% 정도 된다.
Q3 NGC 플랜트는 언제 건설되어 가동되기 시작했다?	2014년부터 가동되기 시작했다.
Q4 하르탈레가의 시작은 어떤 비즈니스였나?	고급 주택을 전문적으로 짓던 부동산 개발 업자였다. 그 이후에는 Textile 사업을 했지만, 중국으로 많이들 넘어 가면서 1990년대에 처음으로 장갑에 관심을 가지기 시작했다. 처음엔 면 장갑으로 시작했지만, 니트릴 장갑을 그 이후에 개발해서 생산하기 시작했다. 말레이시아 시장에서 니트릴 장갑이 차지하는 비중도 2014년 51% 정도에서 2017년엔 60%까지 꾸준하게 증가하는 중에 있다.
Q5 다른 기업들의 저항이 점점 거세질 것 같은데 전략이 있나?	첫째는 메디컬 장갑로서의 스탠다드를 맞춰가는 것이다. 주어진 규격을 정확하게 맞춰 내었고, 이러한 결과로 우리는 항상 시장에서 가장 높은 가격을 받는 것을 목표로 하고 있다. 우리는 현재 1,000개당 \$25 정도를 받고 있는데, 경쟁사인 탑글러브, 코산, 슈퍼맥스 등은 우리의 판가에 미치지 못하고 있다. 둘째는 품질의 일관성을 가지고 물건을 만드는 것이라고 생각한다. OEE(Overall Equipment Efficiency)라는 수치가 있다. 이 바로미터는 Quality*Availability*Speed이다. 글로벌 기준이 55%이다. 우리 공장의 기준이 22% 수준인데, 매우 일관적인 모습을 보여주고 있다. 정리하면, 우리는 매우 좋은 평을 듣고 있고, 시장에서 경쟁 업체들에 비해서 판가를 5% 이상 높게 받고 있다. 5개 정도의 업체들이 우리 물건의 50% 정도를 사간다.
Q6 어떤 업체들이 최대 거래처인지 알 수 있나?	다 알려 줄 수는 없고, MedLine(미국), B-Braun(독일) 등이 최대 거래처이다.
Q7 라인 당 스피드는 어떤지?	2008년에 처음에 니트릴 장갑을 처음 들고 나왔을 때, 시장은 우리의 마진을 믿지 않았다. 우리의 마진은 항상 10% 이상을 유지했고, 우리의 생산 라인은 1시간당 4.5만개의 장갑을 만들어 낸다. 다른 경쟁업체들은 1시간당 4만개 정도 밖에 만들지 못한다고 알고 있다.

Q8 올해 3분기 누적 실적을 알 수 있을까?	우리의 회계 년도는 3월에 끝이 나기 때문에, 4~9월 반기 실적으로 집계한다. 6개월 동안 순이익 245mil 링깃(약 6백억원)을 기록했고 마진율로는 17% 정도를 기록했다.
Q9 탑글러브가 하르탈레가에 비해서 훨씬 많은 Capacity를 가진 것으로 알고 있는데, 규모의 경제를 감안하면 동사의 PBT는 놀라운 수준인 것 같은데 비결이 어떤 것인가?	지금까지는 탑글러브가 최대 기업이었던 것은 맞다. 그러나 최근에 우리가 그 자리로 가게 되었는데, 효율성에 차이가 있었다고 생각한다. 탑글러브는 5~6개 플랜트(33개 라인)를 가지고 있다. 우리는 2개의 플랜트를 가지고 있다. (그렇다면 하르탈레가가 더 높은 규모의 경제를 달성하고 있다는 말인가?) 규모의 경제라는 것보다 효율적인 것은 맞다. 토요타 출신의 사람을 회사의 임원으로 선임했는데, 예를 들어 지금 우리 사무실에 쓰레기통의 위치를 살펴보면 주변에 노란 띠가 붙어있는 것을 볼 것이다. 저러한 것들에서도 운영의 매뉴얼을 중요시 하고 있다.
Q10 말레이시아에서 생산을 한다는 것이 지리적인 이점으로 작용하는가?	말레이시아에 있는 지리적인 이점이라고 하면, 고무 플랜테이션에 접근성이 좋다는 것이다. 하지만 라텍스는 Commodity의 성격을 띠기 때문에 플랜테이션과의 거리가 크게 의미 있어 보이지는 않는다. 니트릴 장갑은 겨우 30년이 안되는 역사를 가진 제품이기도 하고, 우리는 Joho에 있는 플랜트로 공급을 받고 있다. 우리는 한국, 대만 일본 등으로부터 니트릴을 사기도 한다. 우리의 공급 체인은 말레이시아 내에 있는 것은 맞다.
Q11 한국에 설거지할 때 쓰는 고무 장갑과는 전혀 다른 시장인가?	그렇다. 우리의 장갑은 다양한 용도로 쓰이지만 의료용(92%)으로 분류를 하는 것이 더 맞을 것이다. 미국에는 CDC(Central for Disease Control)가 제시하는 위생장갑 사용 가이드라인이 있다. 매우 엄격하다. 의료 사고 등으로 인한 고소등이 사회 문제로 공론화 되었기 때문일 것이다. (그렇다면 8% 정도만이 의료용이 아닌데, 선진국과 후진국에서 의료/비의료 차이를 구분할 수 있는가?) 개발도상국에서는 구분하는 것이 무의미할 만큼 장갑을 많이 사용하지 않는다. 말레이시아에 있는 회사이지만 말레이시아 사람들도 장갑을 많이 사용하지 않는다.
Q12 유튜브 같은 것들을 보면, 점점 Food Service에서 장갑을 많이 필요로 하겠다는 생각이 들던데?	맞는 말이다. 그런데 그 사람들이 아마 사용하는 장갑은 굳이 니트릴 장갑일 필요가 없다. PVC, 비닐 장갑일 것이다. 비닐 장갑은 대부분 중국에서 생산이 되고(90% 이상), 시장 규모도 거의 고무 장갑과 같은 수준이다. 고무 장갑이 2,380억개 가량을 말레이시아에서 수출하는데, 중국에서도 PVC, 비닐 장갑을 비슷한 수준으로 생산한다.
Q13 PVC가 니트릴 장갑으로 수요가 이동하면 큰 기회가 열린다고 보는 것인가?	그럴 수도 있다. PVC 장갑은 기본적으로 니트릴 장갑에 비해서 열등한 품질을 가지고 있다. 의료용으로 사용할 수 도 없고, 금방 찢어지고 착용감도 좋지 않다. PVC 장갑의 ASP는 \$13/1,000개로, 니트릴 글러브의 절반 수준이다.

Q14 회사에서 제시한 수요의 CAGR 6~8% 성장은 회사의 의견인가? 그렇다면 언제까지 유효한가?	일단 중장기적으로 유효할 것이라고 생각한다.
Q15 Top Glove가 M/S 1위인데, 전략적인 차이가 있나?	탑글러브는 점유율을 빠르게 증가시키는데 초점을 두었다. 그러나 하르탈레가는 마진율을 중요하게 본다. 우리는 최근에 Antimicrobial 장갑을 개발했다. 곁으로 표면으로 보면 특별한 것이 없지만, 표면의 세균이 5분 안에 99.999% 소멸하는 기술을 가진 장갑이다. 우리의 기술은 빛에 장갑 표면을 반응시켜서 세균을 죽이는 기술이다. 메탄올, 열 등 다양한 환경에 노출시키면서 테스트를 거쳤다.
Q16 다른 장갑 회사들도 이런 안티-박테리아 글러브를 팔려고 하는 것이 있다고 봤는데?	코팅 처리를 하는 장갑도 있고, 어떤 업체는 은을 이용해서 세균을 박멸하는 업체도 있는데, 은은 비싸기도 하지만 24시간 가량이 걸리는 반응성이 느린다는 단점이 있다.
Q17 하르탈레가의 가격 프리미엄은 어느 정도 되나?	5~10% 정도 된다.
Q18 탑글러브나 코산의 경우 Medical에 덜 집중하나?	그렇다. Medical이 장갑 시장에서 가장 중요한 수요처이기 때문에, 우리는 여기에 집중을 하려는 전략을 가지고 있는 것이다. 이 외에도 벤트 포장과 같은 수요가 필요한 시장에 판매처를 확장하려고 하고 있다.
Q19 이러한 경쟁적인 상황에서 균형에 수렴하는 마진이 어느 정도 일까?	수요는 늘어나고 있다고 생각하기 때문에, 계산해보지 않았다. 시장이 수요로 하는 장갑을 좋은 품질에 효율적으로 개발해서 판매를 할 수 있다고 생각한다. 최근에 한국에 에이원이라는 회사에 장갑을 팔았다. 미국 시장에는 아직 FDA 승인을 받지 못해서 팔지 못했으나, 내년 3분기 정도에 승인을 받게 되면, 또 다른 기회가 생길 것으로 본다.
Q20 원가에 대한 Breakdown을 해줄 수 있나?	40% 정도가 Raw Material, 11% 정도가 라벨링, 8% 정도가 화학첨가제이고, 6% 포장, 14% 연료비, 그리고 나머지는 기타 비용이다. 현재는 원가에 대해 매달 체크를 한 후 이에 따라서 판가에 95% 전가를 하고 있는 상황이다. (5% 정도는 Time-Lagging)
Q21 이런 판가에 대한 전가가 앞으로도 지속될 수 있을 것이라고 보나?	경쟁업체들이 기본적으로 우리의 가격에 Discount를 적용하는 방식으로 가격을 결정하기 때문에, 우리가 가격 결정력을 가지고 있다.

Q22 원재료 가격의 대폭 인상 가능성이 있나?

최근 부타디엔 가격이 엄청 내렸다. 향후 6개월 정도는 적어도 안정적이라고 생각한다. 부타디엔 가격은 중국의 자동차 사업에 많은 영향을 받는데, 지금 중국의 자동차 수요가 대폭 증가할 것이라고 생각하지는 않는다. (Capa를 확장하는 것은 낮은 원가로 원재료를 수급받을 수 있다는 자신감이기도 하나?) 그렇다.

Q23 업스트림으로 진출하려는 계획이 있나?

우리는 니트릴 장갑에 집중하려고 하고 있다.

Q24 미중 무역 분쟁으로 인한 영향은 있나?

기본적으로 중국은 니트릴 장갑을 많이 쓰지 않는편이고, 게다가 우리는 의료용 장갑을 생산하는 업체이다. 무역 분쟁의 영향을 크지 않다.

Q25 메디칼 시장내 중국의 M/S는 어느 정도인가?

중국은 11% 정도이다.

HART 투자지표 및 재무제표

Share Price Performance(MYR)

Price	6.25	1M Return	-0.6%
52 Week High	7.45	6M Return	1.6%
52 Week Low	4.61	52 Wk Return	37.9%
52 Wk Beta	0.92	YTD Return	18.6%

Current Capitalization(MYR, 주)

Common Shares Outstanding (M)	3,311.97
Market Capitalization (M)	20,802.89
Cash and Equivalents (M)	156.56
Total Debt (M)	316.64

Valuation Ratios(x)

	3/15	3/16	3/17	3/18	3/19E	3/20E	3/21E
P/E	32.1x	30.9x	28.8x	45.6x	40.3x	35.5x	31.9x
EV/EBIT	24.9x	25.6x	23.8x	37.8x	33.3x	29.1x	26.1x
EV/EBITDA	21.3x	20.9x	19.8x	32.4x	28.5x	25.3x	22.6x
P/S	5.9x	5.3x	4.3x	8.3x	7.1x	6.2x	5.6x
P/B	5.5x	5.3x	4.8x	10.0x	9.3x	8.5x	7.6x
Div Yield	1.5%	1.6%	1.7%	1.9%	1.4%	1.6%	1.8%

수익성 비율(%)

	3/15	3/16	3/17	3/18	3/19E	3/20E	3/21E
Gross Margin	29.8	26.8	26.9	25.6	-	41.5	42.1
EBITDA Margin	28.2	25.9	23.1	25.9	25.2	24.8	25.2
Operating Margin	24.2	21.2	19.2	22.2	20.7	21.3	22.3
Profit Margin	18.3	17.2	15.5	18.2	17.4	17.5	17.6
ROA	16.3	15.1	13.3	17.8	18.2	18.7	19.4
ROE	19.0	18.6	17.8	23.9	24.1	25.1	25.5

재무제표

손익계산서(MMYR)

	3/15	3/16	3/17	3/18	3/19E	3/20E	3/21E
매출액	1,146	1,498	1,822	2,406	2,937	3,344	3,692
매출총이익	341	402	491	615		1,387	1,553
영업이익	277	317	350	534	607	712	822
세전이익	277	317	349	526	618	712	792
순이익	210	258	283		510	585	652
EBITDA	323	388	421	623	739	830	930

재무상태표(MMYR)

	3/15	3/16	3/17	3/18	3/19E	3/20E	3/21E
유동자산	388	539	692	866			
비유동자산	1,069	1,422	1,595	1,766			
자산총계	1,457	1,961	2,287	2,632			
유동부채	127	191	363	414			
비유동부채	60	266	239	221			
부채총계	187	457	602	635			
자본	1,271	1,504	1,685	1,997			

현금흐름표(MMYR)

	3/15	3/16	3/17	3/18	3/19E	3/20E	3/21E
영업활동현금흐름	206	241	336	397			
투자활동현금흐름	-418	-426	-234	-262			
재무활동현금흐름	116	199	-61	-100			

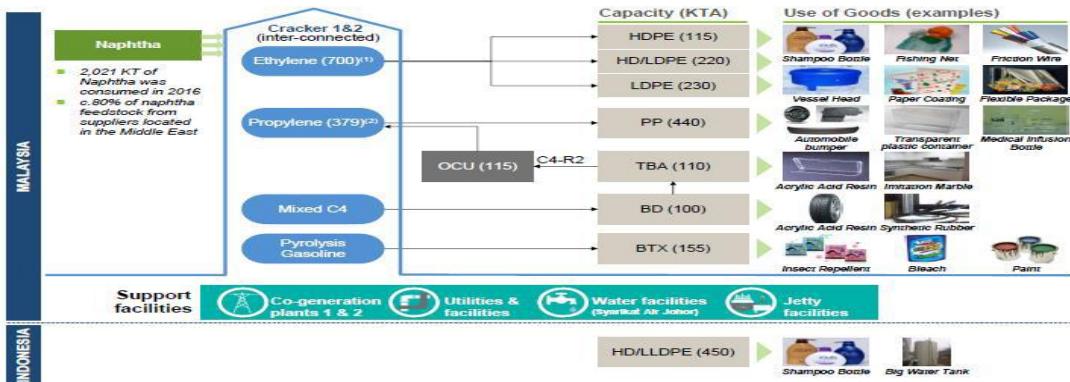
자료: HART, Bloomberg, 기움증권 리서치

>>> Lotte Chemical Titan(TTNP MK)

회사개요 및 사업 현황

말레이시아 Lotte Chemical Titan(이하 LCT)은 1991년 설립된 말레이시아의 주요 올레핀/폴리올레핀 생산 업체이다. 2010년 12월에 롯데케미칼이 지분을 인수하며, 연결 자회사로 편입하였다. LCT는 말레이시아에 14개의 생산 플랜트가 있고, 인도네시아에는 1개의 생산 플랜트가 있다. 말레이시아/인도네시아의 최대 폴리올레핀 생산업체이자, 아세안 지역에서는 4위 생산능력을 보유하고 있다.

LCT Value Chain(TE3/PP3 반영 전)



자료: LCT, 키움증권 리서치

LCT 사진



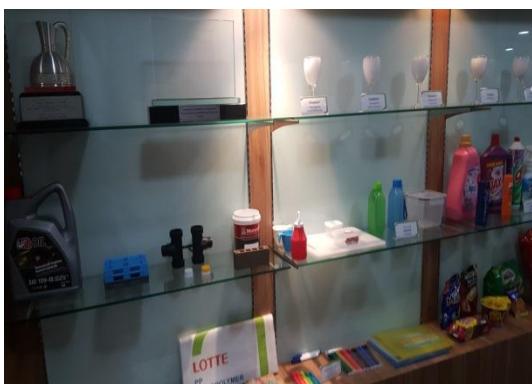
자료: LCT, 키움증권 리서치

LCT LINE 프로젝트 부지



자료: LCT, 키움증권 리서치

LCT 제품 사진 1



자료: LCT, 키움증권 리서치

LCT 제품 사진 2



자료: LCT, 키움증권 리서치

3분기 실적 Review

LCT의 3분기 EBITDA는 321백만링깃으로 전 분기 대비 29% 감소하였다. 미국과 중국의 무역 분쟁으로 석유화학 수요가 부진한 가운데, 유가 상승으로 주요 원재료인 나프타 가격이 급등하였기 때문이다.

LCT 3분기 실적 Review (단위: 백만링깃)

	3Q18	3Q17	YoY	2Q18	QoQ
매출액	2,418	2,016	20%	2,276	6%
순이익	217	230	-6%	316	-31%
EBITDA	321	350	-8%	454	-29%

자료: LCT, 키움증권 리서치

LCT 생산량 및 가동률 추이

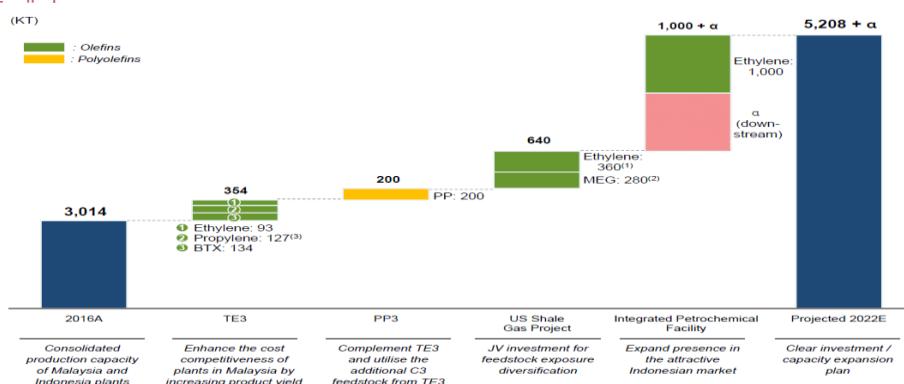


자료: LCT, 키움증권 리서치

전략

LCT는 플랜트 및 크래커의 생산 규모를 지속적으로 확대하고 있다. 현재 미국 에탄 크래커를 롯데케미칼과 함께 공동 건설하고 있다. 미국 크래커는 내년 1분기에 상업 가동을 시작 할 것으로 보인다. 한편 수요가 큰 인도네시아에도 메가 크래커를 건설할 계획이다.

LCT 증설 계획



자료: LCT, 키움증권 리서치

LCT 미국 프로젝트 업데이트



자료: LCT, 키움증권 리서치

LCT 프로젝트 업데이트

	Location	Capacity	Mechanical Completion %	Status
PP3	Pasir Gudang, Johor	Polypropylene 200KT	100%	Commercial Operation since 1 Sep 2018
LCUSA (40%)	Louisiana, USA	Ethylene 360 KT MEG 280 KT (40% share)	Cracker: 96% MEG: 98%	On schedule. Commercial operation by 1Q 2019
Lotte Indonesia New Ethylene (LINE) Project	Merak, Indonesia	Ethylene 1,000KT & other downstream products	N/A	1. Environmental Impact Assessment (EIA) completed in Q3 2018. 2. FEED to be completed by Q4 2018. 3. FID by end 2018/early 2019.

자료: LCT, 키움증권 리서치

Q&A

Q1 Axiall(현 Westlake Chemical)에 판매(에틸렌)하는 것이 시장 가격인지 아니면 포뮬러 가격인가?	시장 가격이다.(확인 요망) (언제 가동시작하는가?) 원래 전반기 중에 하는 것이었는데, 생각보다 조금 빠르게 진행이 되고 있다. (롯데케미칼은 에틸렌을 외부에서 조달해서 MEG 플랜트를 시험 운영하겠다고 했는데?) 일단 시험 운영을 하고 싶어 하니, 그럴 수도 있을 것이다.
Q2 경쟁사 RAPID 프로젝트(PCHEM)는 언제 가동되나?	Downstream Product는 내년 중에 가동될 것이고, 크래커와 정유 부문은 내년 말쯤 가동될 것이라고 생각한다.
Q3 미중 무역 분쟁에 대한 영향은 어떤가?	미국은 PE를 많이 가지고 있는데, 이러한 물량들을 동남아시아로 밀어 내려고 한다. 이러한 영향으로 마진이 Squeeze되는 영향이 있다. 만약 경제가 불경기로 접어들면, 우리의 사업이 안좋아지고 업황에도 영향이 있을 것이다. (재고 수준은 어느 정도인가?) 우리는 항상 재고를 최소한으로 맞추려고 하고 있고, 현재 만드는 즉시 판매를 한다. (고객들의 재고 수준은?) 고객들도 최소한으로만 구매를 한다. 4Q는 우리에게 조금 어려운 부분이 있는 것이, 폴리머 가격이 내리며 마진이 많이 줄어들었다.
Q4 인도네시아 증설이 끝나면 TBK 상장사 그 밑으로 연결이 되는가?	그것은 아직 아무도 모른다. (말레이시아 롯데케미칼 본사가 있고, 타이탄이 있고 상장사인 인도네이시아 상장된 TBK가 있는데, 인도네시아에서 증설을 진행하면 인도네시아 상장된 회사에서 연결된 실적으로 인식하게 되나?) 상관 없다. 먼저 LCT 위치에 먼저 들어가지 않을까 생각하고 있다.
Q5 인도네시아 프로젝트는 세금 혜택이 있나?	20년 동안 법인세를 0으로 하는 혜택이 있다. (인도네시아 기존 법인세율 24%) 또 다른 우리의 인센티브는 우리는 거기에 PE 플랜트가 있는데, 에틸렌을 외부에서 조달하면 돈이 많이 안되니, Integration을 하는 목적이 있었고, 인도네시아의 지리적인 여건을 고려해서 정했다.
Q6 Chandra Asri는 얼마나 투자했나?	똑같이 100만톤 규모이다.
Q7 이렇게 빠른 증설이 되면 인도네시아와 말레이시아에 공급 과잉이 되는 것 아닌가?	다른 마켓으로도 팔려고 하고 있다. 우리는 중국으로도 팔고, 중동, 유라시아 지역으로도 팔고 있다. 중국은 폐플라스틱 수입을 금지하며 더 많은 Virgin 플라스틱이 필요하다.
Q8 동남아시아 지역에서 인도, 말레이시아, 인도네시아 등이 모두 Oversupply가 되면 중장기적인 전망이 어두워지는 것이 아닌가?	물론 맞는 말이다. 하지만 전 세계의 인구는 70억명이다. 2030년 정도가 되면 10억명이 더 늘어날 것으로 보고 있고, 아직도 석유화학 제품을 필요로 하는 사람들은 많다고 생각한다.

Q9 K-COT 기술을 적용하기 어렵나?	K-COT 적용은 세계 두번째이다. 첫번째는 Sasol이다. 우리의 플랜트는 조금 다르다. Sasol은 Wasted Product를 사용하고, 우리는 나프타를 사용한다. 플랜트를 짓는데 \$300mil의 비용으로 30만톤을 생산하게 된다. 가격적인 측면에서는 이미 저렴하다고 생각한다. 운영도 잘하기 때문에 비용 등에 대해서 너무 걱정하지 않아도 될 것이다.
Q10 인도네시아 PE 설비는 에틸렌을 얼마나 구매하나?	우리는 45만톤의 용량을 가지고 있기 때문에 45만톤을 구매해야 한다. 그러나 마진이 좋지 않아서 60~70% 정도로만 운영을 하고 있고, 에틸렌은 말레이시아, 중동으로부터 구매를 한다. 인도네시아 사업은 BEP 수준이다
Q11 인도네시아 투자에 대해서 \$3.5bn를 누가 투자하는지?	우리가 IPO를 할 때, \$700mn를 모집했다. 프로젝트는 \$3.5bn이고, Debt:Equity는 아마도 50:50이다. 아직 Under-study이다. 약 \$1.75bn라고 가정하고, 우리는 \$1bn을 추가적으로 빌리거나, JV를 새로 구하거나 해야 된다. 3년 동안 할 수 있어서 법상으로 2020년 7월까지는 마무리해야 한다.
Q12 타이탄에 규제로 인해서 공장 가동을 멈춰야 하는 것이 있었던 것으로 아는데, 구체적으로 설명 해줄 수 있나?	FnC 프로젝트, 말레이시아 법에 대해서 15개월 안에 Shutdown을 해야 Dosh Inspection으로 인해서(Direct of Occupational Safety and Health) 셧다운했어야 했다. 우리는 15개의 플랜트를 가지고 있고, 그 중 플랜트별로 가동률을 발표하지는 않는다. 1개는 Downstream Polymer 플랜트가 있고 크래커가 있는데, 전체로만 발표를 한다. Cracker는 90% 이상 가동률이다. 그냥 Normal Maintenance이다. 근본적으로는 별 문제가 없다.
Q13 미국 에탄 크래커의 판매는 어떻게 이루어지나?	시장 가격으로 된다.
Q14 미국 프로젝트는 언제부터 가동이 될 것으로 예상되나?	내년 초에 가동될 것으로 예상된다. 현재 진행 상황이 매우 빨라서 순조롭게 진행 중이다.
Q15 MEG 플랜트도 같이 진행하나?	같이 한다.
Q16 롯데케미칼에서는 먼저 에틸렌을 사서, MEG 플랜트를 먼저 가동 할 수 있다고 했는데?	아무래도 경영진의 입장에서는 조금이라도 먼저 시험적으로 가동하고자 할 것이고, 아마 1~2달 정도의 시차일 것이다.

TTNP 투자지표 및 재무제표

Share Price Performance(MYR)

Price	4.65	1M Return	8.1%
52 Week High	6.46	6M Return	-12.3%
52 Week Low	4.18	52 Wk Return	2.6%
52 Wk Beta	0.84	YTD Return	3.2%

Current Capitalization(MYR, 주)

Common Shares Outstanding (M)	2,272.30
Market Capitalization (M)	10,569.37
Cash and Equivalents (M)	3,625.47
Total Debt (M)	-

Valuation Ratios(x)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
P/E				8.8x	12.0x	11.0x	9.2x
EV/EBIT				6.5x	7.2x	7.2x	6.1x
EV/EBITDA				4.6x	4.8x	4.6x	4.1x
P/S				1.2x	1.1x	1.1x	1.1x
P/B				0.9x	0.9x	0.9x	0.8x
Div Yield				-	3.4%	3.7%	3.5%

수익성 비율(%)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
Gross Margin	2.7	16.2	24.4	16.9	9.9	5.9	-
EBITDA Margin	4.8	19.5	27.0	19.6	16.1	15.9	17.6
Operating Margin	0.8	14.3	22.0	14.0	13.6	13.3	15.0
Profit Margin	-0.2	7.5	16.2	13.6	9.7	9.8	11.9
ROA	-	9.2	15.8	9.4	7.0	6.8	7.3
ROE	-	11.3	18.6	10.9	7.5	7.6	8.8

재무제표

손익계산서(MMYR)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
매출액	8,611	8,148	8,137	7,824	9,354	10,039	9,944
매출총이익	236	1,319	1,982	1,321	926	592	
영업이익	72	1,169	1,793	1,096	1,271	1,336	1,492
세전이익	18	1,050	1,710	1,141	1,112	1,186	1,384
순이익				1,064	907	982	1,187
EBITDA	412	1,592	2,194	1,534	1,503	1,592	1,749

재무상태표(MMYR)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
유동자산	2,281	3,570	3,362	5,752			
비유동자산	3,762	3,767	5,979	7,446			
자산총계	6,043	7,337	9,340	13,198			
유동부채	972	678	666	861			
비유동부채	459	427	705	778			
부채총계	1,431	1,104	1,371	1,640			
자본	4,612	6,233	7,969	11,558			

현금흐름표(MMYR)

	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
영업활동현금흐름	411	1,808	1,977	1,802			
투자활동현금흐름	-186	-146	-2,390	-3,482			
재무활동현금흐름	-216	-335	-57	3,014			

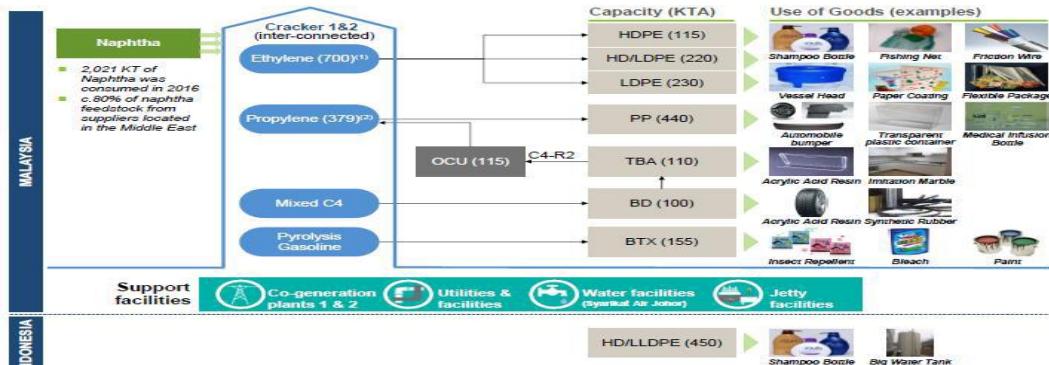
자료: TTNP, Bloomberg, 키움증권 리서치

>>> Petronas Chemicals(PCHEM MK)

회사개요 및 사업 현황

말레이시아 Petronas Chemicals(이하 PCHEM)는 가스를 기반한 석유화학 업체이다. PGAS로부터 메탄/에탄 등을 도입하여 메탄올, 에틸렌 등의 유도체(예: 메탄올, 암모니아, 에틸렌) 등을 주로 생산한다. 또한 추가 다운스트림의 경우 외국 업체 등과 협작을 통하여 진행하고 있다.

PCHEM Value Chain



자료: PCHEM, 키움증권 리서치

PCHEM 올레핀 생산능력 현황

Plant	Ownership	Location	Product	Nameplate Capacity
PETRONAS Chemicals Ethylene Sdn Bhd	87.5%	Kertih	Ethylene	400,000 mtpa
PETRONAS Chemicals Polyethylene Sdn Bhd	100%	Kertih	HDPE/LLDPE, pipe-grade PE	300,000 mtpa
PETRONAS Chemicals Olefins Sdn Bhd	88%	Kertih	Ethylene, Propylene	600,000 mtpa 84,720 mtpa
PETRONAS Chemicals Glycols Sdn Bhd	100%	Kertih	Ethylene oxide Ethylene glycols	385,000 mtpa 380,000 mtpa
PETRONAS Chemicals Derivatives Sdn Bhd	100%	Kertih	Ethoxylates Ethyleneamines Glycol ethers Butanol Butyl acetate Nonylphenol ethoxylates Polyethylene glycol Polyalkaline glycol	30,000 mtpa 75,000 mtpa 60,000 mtpa 140,000 mtpa 50,000 mtpa 30,000 mtpa 15,000 mtpa 10,000 mtpa
PETRONAS Chemicals LDPE Sdn Bhd	60%	Kertih	LDPE	255,000 mtpa
PETRONAS Chemicals Aromatics Sdn Bhd	70%	Kertih	Paraxylene Benzene	500,000 mtpa 187,700 mtpa
PETRONAS Chemicals MTBE Sdn Bhd	100%	Gebeng	MTBE Propylene n-butane	300,000 mtpa 380,000 mtpa 135,000 mtpa

자료: PCHEM, 키움증권 리서치

PCHEM 본사 사진



자료: PCHEM, 키움증권 리서치

PCHEM 비료/메탄올 생산능력 현황

Plant	Ownership	Location	Product	Nameplate Capacity
ASEAN Bintulu Fertilizer Sdn Bhd	63.47%	Bintulu	Urea Ammonia	750,000 mtpa 450,000 mtpa
PETRONAS Chemicals Fertiliser Kedah Sdn Bhd	100%	Gurun	Urea Ammonia Methanol	683,000 mtpa 400,000 mtpa 66,700 mtpa
PETRONAS Chemicals Sabah Sdn Bhd	100%	Sipitang	Urea Ammonia	1,200,000 mtpa 740,000 mtpa
PETRONAS Chemicals Ammonia Sdn Bhd	100%	Kertih	Ammonia Oxogas Carbon Monoxide	450,000 mtpa 435,700 mtpa 246,700 mtpa
PETRONAS Chemicals Methanol Sdn Bhd	100%	Labuan	Methanol	666,000 mtpa 1,665,000 mtpa
Malaysian NPK Fertilizer Sdn Bhd ⁽¹⁾ (associate company of PETRONAS Chemicals Fertiliser Kedah)	20%	Gurun	NPK	310,000 mtpa

자료: PCHEM, 키움증권 리서치

PCHEM Vision/Mission 사진



자료: PCHEM, 키움증권 리서치

3분기 실적 Review

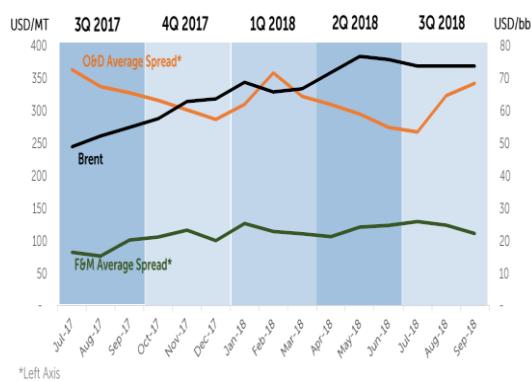
PCHEM의 3분기 세후이익은 1,272백만링깃으로 작년 대비 32% 증가하였다. 3분기 대규모 정기보수(에틸렌, PE, 메탄올, 비료 등 일부 플랜트) 진행으로 가동률이 급격히 하락하였지만, 메탄올 가격이 급등하였고, 세금 감소 등에 기인한다.

PCHEM 분기 실적 Review (단위: 백만링깃)

	3Q18	3Q17	YoY	2Q18	QoQ
매출액	4,830	4,013	20%	4,733	2%
올레핀&다운스트림	3,163	2,633	20%	2,754	15%
비료&메탄올	1,686	1,403	20%	2,002	-16%
EBITDA	1,628	1,431	14%	1,811	-10%
올레핀&다운스트림	965	852	13%	945	2%
비료&메탄올	688	600	15%	878	-22%
EBITDA Margin	34%	36%		38%	
올레핀&다운스트림	31%	32%		34%	
비료&메탄올	41%	43%		44%	
세후이익	1,272	961	32%	1,380	-8%

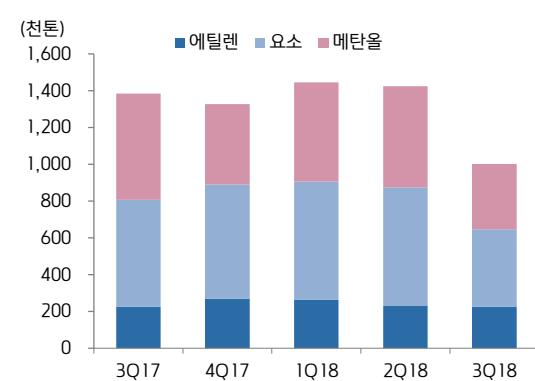
자료: PCHEM, 키움증권 리서치

PCHEM 주요 스프레드 추이



자료: PCHEM, 키움증권 리서치

PCHEM 주요 제품 생산량 추이

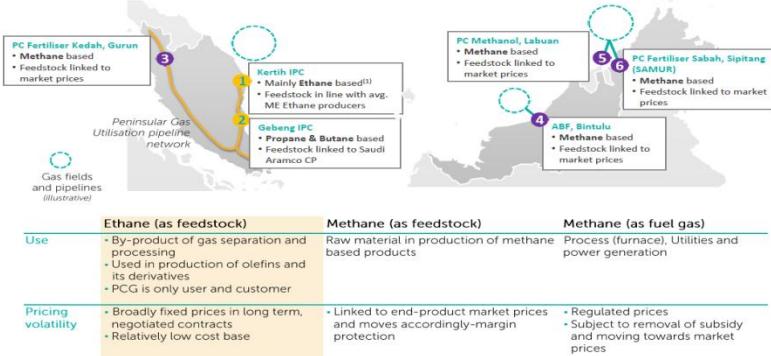


자료: PCHEM, 키움증권 리서치

전략

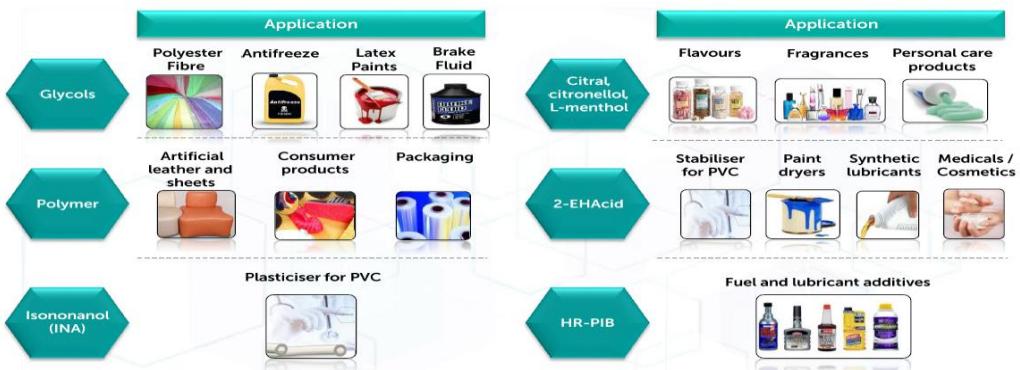
PCHEM은 가스 원료 사용을 활용해 기존 범용 화학의 강점을 유지하는 가운데, 스페셜티 화학 제품(Aroma Ingredients, PIB, INA 등)의 비중을 확대하고 있다. 또한 2014~2015년 유가 하락으로 말레이시아 Petronas가 주도한 대형 정유-석유화학 통합 프로젝트(RAPID)는 당초 계획 대비 투자액이 하향 수정되었지만, 사우디 아람코가 동 프로젝트에 지분 50%를 보유하며, JV를 설립하였다. 아람코는 RAPID에 필요한 원유의 50~70%를 공급할 계획이며, 내년 중에 가동될 예정이다. 완공 시 하루 30만배럴의 석유제품, 연 330만톤의 석유제품 생산이 가능하다. PCHEM은 RAPID 프로젝트(나프타 크래커 포함)를 통하여 원료를 조달받아, 향후 EG, EO, PP, Flexi PE, PP 등을 생산할 계획(JV)이다.

PCHEM 가스 원료 투입 강점



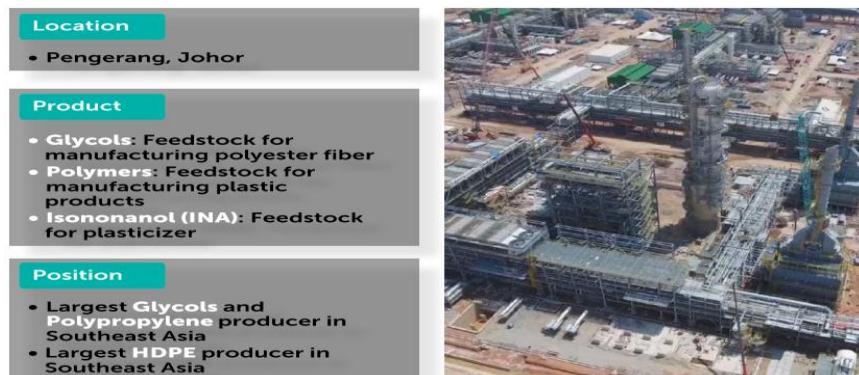
자료: PCHEM, 키움증권 리서치

PCHEM 포트폴리오 확장



자료: PCHEM, 키움증권 리서치

PCHEM PIC(Pengerang Integrated Complex) 석유화학 제품군



자료: PCHEM, 키움증권 리서치

Q&A

Q1 회사의 사업에 대한 간략한 소개를 부탁 한다	PCHEM은 페트로나스 그룹 소속으로, 1980년대부터 다우, 미쓰이 등과 파트너십을 맺으면서 발전해왔고, 70여개의 플랜트를 가지고 있다. 2개의 사업부를 가지고 있는데, 첫째는 Olefins&Derivatives이고, 둘째는 Fertilizer&Methanol이다. 오늘날 우리의 모든 Feedstock은 PGAS를 통해서 공급받고 있다. PCHEM의 대부분의 Feedstock은 Gas이다. 석유화학 사업 전체에서 70% 정도가 나프타를 사용하지만, 우리는 가스를 사용한다.
Q2 나프타를 전혀 사용하지 않는 것인가?	일부 나프타를 사용하지만, 미미하다. 전체 생산량 중 780만톤이 Fertilizer&Methanol, 490만톤이 Olefins&Derivatives이다. 그러나 Income Contribution에서는 60% 정도가 Olefins&Derivatives에서 나온다.
Q3 Feedstock의 구성은 어느 정도인가?	에탄 60%, 메탄 30%, 그리고 프로판/부탄/나프타 등이 있다.
Q4 가스 조달은 어디서 하며, 가격은 어느 정도인가?	가스는 대부분 말레이시아에서 조달한다. 가격은 중동이 \$200 정도이고, 미국의 셰일이 \$350~400선에서 형성되는데 우리의 가격은 그 사이 정도에서 형성된다. (가격은 포뮬러 베이스인가? 아니면 스팟 가격인가?) 구매량 등에 영향을 받는 포뮬러 방식이다. 정확하게 에탄 가격은 20년 간 고정 가격으로 공급을 받고 있기 때문에, 마진율이 다른 회사들에 비해서 높은 편이다.
Q5 Capacity Expansion 계획이 있나?	전체 Capex \$3.2bil 규모의 RAPID Pengerang 프로젝트를 진행 중이고, 나프타를 사용하는 시설이다. Feedstock은 우리가 직접 수입하는 것은 아니고, 모기업에서 Crude를 수입해서 Refinery를 거친 후 우리에게 나프타를 공급할 것이다. (나프타를 사용하는 특별한 이유가 있나?) 가스의 매장량은 한정적일 수 있다고 본다. 향후 20~30년 간은 걱정없이 사용할 수 있겠지만, 그 이후에는 불확실하다고 생각한다. 둘째, 나프타를 사용하는 것이 C3, C4 등에 대한 수율이 좋기 때문에, 향후 회사의 포트폴리오 다각화라는 전략적인 방향에서도 좋다고 생각한다. (언제 완공되나?) 전체는 2019년 하반기에 완공될 것이다. 현재 공정의 80% 정도가 완료되었다. Refinery&Cracker 시설은 상반기에 마무리될 것이다. 전체적으로 조금 더 부연 설명을 하자면, 2010년부터 계획했고, \$27bil를 투입했다. Refinery, Cracker, Co-generation Plant, Regasification Terminal 등을 포함하는 대규모의 사업이다. 대부분 모기업이 담당하고,

당사는 Petrochemical Plants만 맡게 된다. 올해 3월에 RAPID와 사우디 아람코와 파트너십을 맺었다(50%:50%). 이 JV를 통해서 아람코는 Crude의 50%를 공급하게 되고(70%까지 공급할 수 있는 옵션), 페트로나스와 관계사는 가스, 전력 등을 공급하는 구조이다. 플랜트의 전체 Capacity는 330만톤인데, Olefin&Derivatives 310만톤, Isononanol(INA) 0.25백만톤이다. (LLDPE, LDPE 130만톤, PP 90만톤, HDPE 40만톤 등)

Q6 플랜트가 완공되고 나면 판매처에 대한 계획은 있는가?

우리의 주요 판매처는 중국과 동남아시아이다. 70% 정도는 태국, 필리핀, 인도네시아 등으로 수출할 것이다. (INA의 주요 판매처도 동남아시아인가?) 그렇다. INA에 대해서 설명을 덧붙이자면, 25만톤 설비로 역내에서 두 번째로 큰 설비인데, 수요는 250만톤 정도로 수요가 견조하다고 보고 있다. (INA의 원료는?) C4이다.

Q7 많은 업체들이 경쟁적으로 증설에 나서고 있는데 석유화학 제품에 대한 가격 전망은?

단기적으로는 공급이 증가하며 상황이 어려울 수 있겠지만, 석유화학 제품에 대한 수요는 꾸준할 것으로 본다. 또한 우리는 60% 정도의 물량이 이미 계약이 되어 있고, 또한 모기업 등 관계사로부터 Feedstock을 공급받는 구조이기 때문에, 가격 변화의 위험을 덜 받는 구조로 되어 있다는 장점이 있다.

Q8 현재 C2의 Capacity는 얼마인가? 그리고 RAPID 프로젝트가 완공되고 나면, Feedstock 중 나프타의 비중이 어느 정도인가?

100만톤이고, RAPID 이후에는 220~230만톤이 된다. 20% 정도될 것이다. (우리가 나프타를 직접 사지는 않는다.)

Q9 배당 정책은 어떻게 되나?

Payout Ratio 50% 정도를 원칙하고 있다.

Q10 회사의 중장기적인 전략에 대해서 설명 해달라

일단은 기초유분에 대한 Value Chain 강점을 바탕으로 Specialty 시장으로 진출하는 것을 목표로 하고 있다. 이번 RAPID 프로젝트에 첨가제인 INA Capacity를 포함한 것도 그러한 이유이다. Specialty를 하기 위해서 JV 등도 적극적으로 고려하고 있다.

PCHEM 투자지표 및 재무제표

Share Price Performance(MYR)			Current Capitalization(MYR, 주)			
Price	9.20	1M Return	-5.2%	Common Shares Outstanding (M)	8,000.00	
52 Week High	10.20	6M Return	11.3%	Market Capitalization (M)	73,600.00	
52 Week Low	7.40	52 Wk Return	28.2%	Cash and Equivalents (M)	6,674.00	
52 Wk Beta	0.44	YTD Return	23.5%	Total Debt (M)	49.00	

Valuation Ratios(x)							
	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
P/E	17.6x	20.8x	19.0x	14.8x	16.1x	15.9x	14.9x
EV/EBIT	10.5x	18.1x	12.9x	10.7x	12.2x	12.0x	11.2x
EV/EBITDA	7.7x	12.4x	9.6x	8.2x	9.4x	9.2x	8.7x
P/S	3.0x	4.3x	4.0x	3.5x	4.0x	3.9x	3.4x
P/B	1.9x	2.3x	2.1x	2.2x	2.4x	2.3x	2.1x
Div Yield	2.9%	2.5%	2.7%	3.5%	3.1%	3.2%	3.5%

수익성 비율(%)							
	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
Gross Margin	30.5	33.6	38.4	36.7	36.5	37.3	32.9
EBITDA Margin	31.6	30.2	37.5	39.2	37.2	37.1	34.9
Operating Margin	23.3	20.7	27.9	30.1	27.4	27.2	24.6
Profit Margin	16.9	20.6	21.2	24.0	24.7	24.4	23.2
ROA	8.8	9.4	9.3	12.8	14.0	13.6	14.2
ROE	11.1	11.7	11.3	15.2	15.4	14.7	14.8

재무제표							
손익계산서(MMYR)							
	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
매출액	14,597	13,536	13,860	17,407	18,526	19,022	21,497
매출총이익	4,447	4,547	5,324	6,386	6,761	7,102	7,079
영업이익	3,394	2,805	3,861	5,240	5,067	5,182	5,288
세전이익	3,551	3,833	4,110	5,236	5,620	5,732	6,134
순이익	2,465	2,782	2,932	4,177	4,582	4,635	4,980
EBITDA	4,613	4,084	5,198	6,829	6,888	7,064	7,505

재무상태표(MMYR)							
	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
유동자산	12,851	12,554	11,494	10,822			
비유동자산	15,612	18,279	20,454	22,440			
자산총계	28,463	30,833	31,948	33,262			
유동부채	2,478	3,074	2,453	3,344			
비유동부채	1,508	1,169	1,182	1,050			
부채총계	3,986	4,243	3,635	4,394			
자본	24,477	26,590	28,313	28,868			

현금흐름표(MMYR)							
	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
영업활동현금흐름	4,452	4,488	4,022	5,409			
투자활동현금흐름	-2,984	-3,761	-2,888	-3,468			
재무활동현금흐름	-1,816	-1,827	-2,438	-2,670			

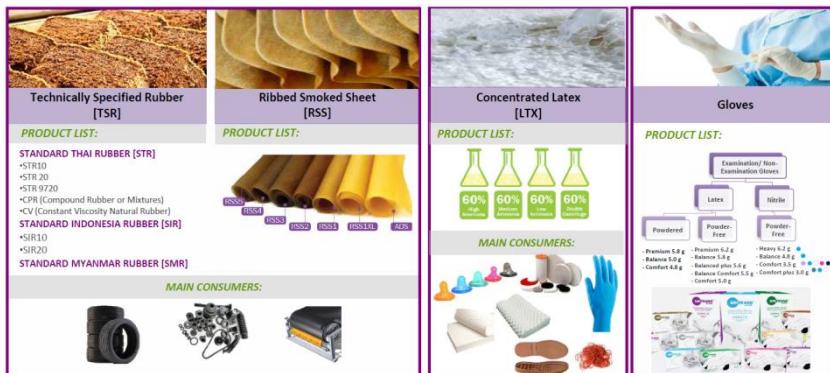
자료: PCHEM, Bloomberg, 키움증권 리서치

>>> Sri-Trang Agro-Industry(STA TB)

회사개요 및 사업 현황

Sri-Trang Agro-Industry(이하 STA)는 태국의 선도적인 천연고무 생산 업체이다. STA는 SSR(Smoked sheet rubber), Block rubber 및 Concentrated Latex를 생산하고 있다. STA는 세계 TOP 20 타이어 업체에 제품을 공급하고 있다.

STA 제품 포트폴리오



자료: STA, 키움증권 리서치

STA 라텍스 장갑 착용 사진



자료: STA, 키움증권 리서치

STA 니트릴 장갑 착용 사진



자료: STA, 키움증권 리서치

3분기 실적 Review

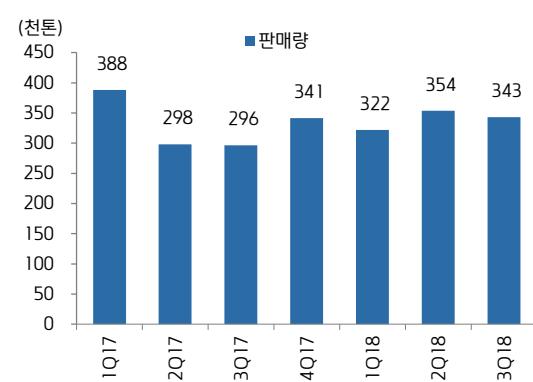
STA의 3분기 영업이익은 638백만바트로 작년 대비 236% 증가하였다. 천연고무 판매량이 작년 대비 16% 증가한 34.3만톤을 기록하였고, 장갑 판매량도 9월 확장 프로그램(생산능력 157억개 → 176억개)을 완료하면서, 작년 대비 13% 증가하였기 때문이다. 현재 고무 가격이 안정적으로 유지되고 있어, 연간 이익에 대한 하방 리스크도 제한적으로 전망된다.

STA 3분기 실적 Review (단위: 백만바트)

	3Q18	3Q17	YoY	2Q18	QoQ
매출액	18,859	18,224	3%	19,755	-5%
영업이익	638	190	236%	923	-31%
세전이익	599	159	277%	900	-33%
순이익	502	167	201%	592	-15%

자료: STA, 키움증권 리서치

STA 판매량 추이



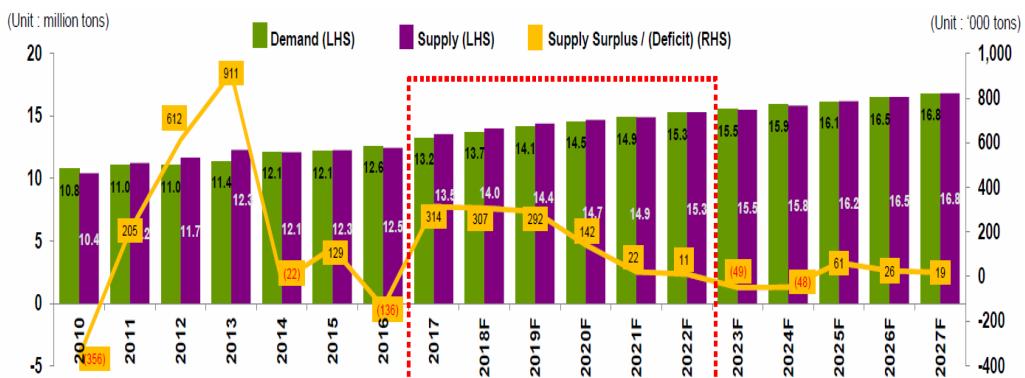
자료: STA, 키움증권 리서치

천연고무 수급 전망

올해 세계 천연고무 공급은 1,400만톤으로 작년 대비 3.3% 증가할 예상이며, 향후 3년 동안 연평균 2.1%씩 증가할 것으로 전망된다. 한편 올해 세계 천연고무 수요는 1,370만톤으로 작년 대비 3.5% 증가할 예상이며, 향후 3년 동안 연평균 2.8%씩 증가할 것으로 전망된다. 참고로 천연고무 약 71%는 타이어에서 소비되며, 나머지 29%는 비타이어에서 소비된다.

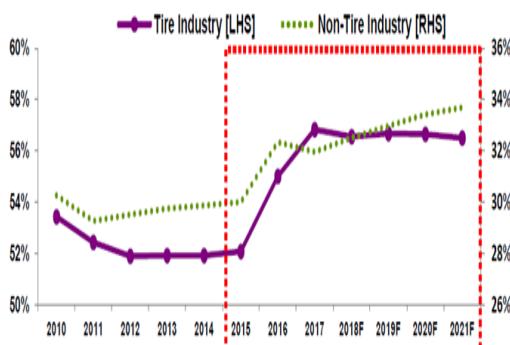
다만 올해와 내년은 2011~2012년의 심은 천연고무 나무의 생산 개시로 천연고무는 당분간 공급 과잉이 지속될 것으로 예상된다. 한편 중국의 천연고무 재고는 청도 지역의 경우 감소하고 있으나, 상해 지역의 증가로 전체 재고는 증가세에 있다.

세계 천연고무 수급 추이/전망



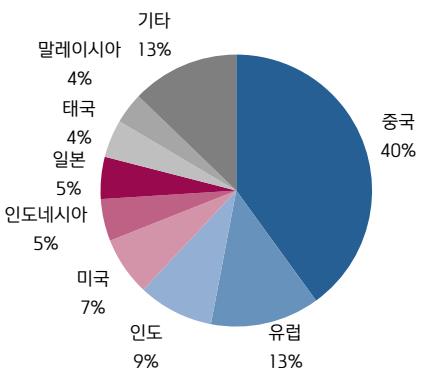
자료: STA, 키움증권 리서치

세계 천연고무 부문별 수요 비중 추이



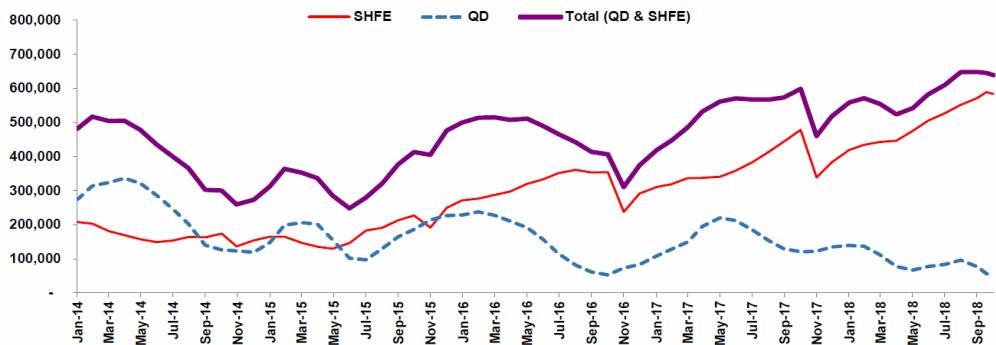
자료: STA 키움증권 리서치

세계 주요 천연고무 수요 국가 현황(2018F)



자료: STA 키움증권 리서치

중국 청도/상해 천연고무 재고 추이

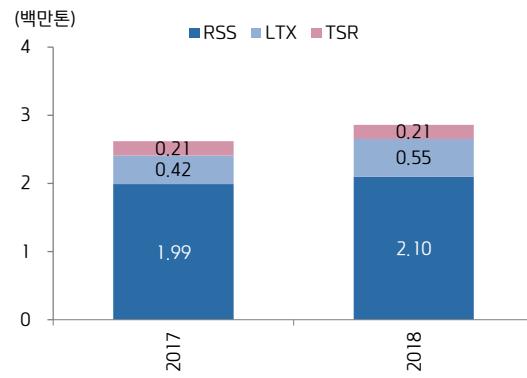


자료: STA, 키움증권 리서치

전략

천연고무 잉여 공급량을 감안할 경우 고무 가격의 큰 상승이 있을 것으로 보이지 않지만, 올해 이후 신규 농가에서 신규 공급은 제한적일 전망이며, STA는 태국에서 라텍스를 수입해야 하는 말레이시아 장갑 업체 대비 저렴하고, 풍부하게 라텍스를 사용할 수 있는 비용적 우위를 가지고 있으며, 2020년까지 장갑 생산능력을 약 2배 확대할 계획이다. 또한 장갑의 주요 원재료인 LTX(Concentrated Latex) 생산능력도 동시에 증설하며, 미드스트림 비즈니스도 확장할 계획이다.

STA 천연고무 생산능력 현황



자료: STA, 키움증권 리서치

STA 장갑 생산능력 추이/전망



자료: STA, 키움증권 리서치

Q&A

Q1 천연고무 수요 비중은?	80%의 Demand는 타이이다. 20%는 장갑용이다. 80% 정도가 Block rubber이고, 20% 정도가 라텍스이다.
Q2 올해 가동률은?	올해의 가동률은 60% 정도였다. 예년에 비해서 높지 않은 수치이지만, 세계 1위의 생산량을 자랑한다. 판매량 타겟은 아니고, 마진을 타겟으로 놓고 운영했다. 올해의 타겟 마진은 7~9% 정도였다. 그러나 올해 3분기까지 10%의 마진을 달성했다.
Q3 장갑의 구성 및 공장 생산 Capacity는 어느 정도였나?	라텍스(천연고무) 61%, 니트릴(합성고무) 39% 구성에, Capacity는 172억개다. 우리의 목표는 천연고무 장갑의 시장 점유율을 늘리는 것을 목표로 하고 있다.
Q4 두 개다 의료용으로 사용되나? 합성고무 장갑을 만드는 하르탈레가를 방문했더니, 합성고무 장갑의 우수성에 대해서 많은 홍보를 했다.	태국의 병원들은 의료용으로 라텍스 고무를 많이들 사용했다.
Q5 다른 선진국들의 경우는 어떤가?	유럽의 사람들은 라텍스에 알레르기 반응을 보이는 경우가 많아서 합성고무를 선호한다.
Q6 고무 가격의 변화에 대해서 말해 줄 수 있나?	최근 고무 가격 하락의 기본적인 이유는 공급 과잉이다. 2011년도에 고무 가격이 급등한 이후, 태국 전역에서 모두가 고무를 심었다. 2009~2013년 정도까지 고무 심기가 많아, 2019~2020년까지는 공급 과잉이 지속될 것으로 예상된다.
Q7 타이어의 기술적인 발전을 고려하면, 고무를 조금 더 적게 쓰는 변화가 있나?	들어본 적은 있지만, 실질적인 변화가 있어 보이지는 않는다.
Q8 올해에 비해서 장갑의 가격이 내려갈 수도 있나?	매년 하는 이야기이긴 한데, 고무 가격과 장갑 가격이 올라갈 것으로 보이진 않는다. 그러나 지금도 낮은 수준이기 때문에, 급격하게 더 내려갈 것으로 보이진 않는다.
Q9 사업의 Up/Mid/Downstream 구조가 어떻게 어떻게 되나?	Upstream은 나무이고, Midsteam은 고무 Block rubber, Sheet, Latex 등의 고무이고, Downstream은 장갑이다.
Q10 Meaningful Portion of Integration	태국 사람들은 나무에 많이 의존한다. 고무 나무는 이미 과잉 공급이라서 굳이 Integration을 하지 않아도 된다. 우리 회사가 가지고 있는 플랜테이션의 크기는 2만rai (약 9,700만평) 인데, 타이 전체의 플랜테이션의 크기는 220만rai 수준이다. 타이 전역의 1%가 조금 안되는 수치이다.

Q11 2012년 이후 전체 산업에서 플랜테이션의 규모가 얼마나 커졌나?	25~30% 정도 늘었다, 그러나 이것도 공식적으로 발표된 수준이지, 불법적인 경작들을 고려하면 더 높은 수치로 파악하고 있다.
Q12 7년 동안 25~30% 정도 늘었다고 하면 연평균 3~4% 수준이 늘었다는 것인데 그렇게 높아 보이지는 않는데?	이것은 태국의 수치이고, 베트남, 미얀마 같은 지역에서도 증가의 폭이 크다.
Q13 그렇다면 이 기간 동안 늘어난 전체 Output은 어느 정도인가?	면적으로 계산하면 19% 정도이고, 양으로 계산하면 30% 정도이다. 최근에는 나무 당 생산하는 Yield도 조금 늘고 있는 것으로 파악한다.
Q14 Raw Material을 구매하는 Formula가 있는가?	네, Sicom이라는 싱가폴 Rubber Index를 벤치마크로 사용한다.
Q15 래깅 타임은 없나?	네, 매일 단위로 바뀐다.
Q16 Raw Material과 Product 가격의 관계가 있나?	그냥 Spread를 계산할 뿐이다.
Q17 천연고무의 가격이 올라가면 스리트랑의 입장에서는 이득인가?	천연고무는 우리에게 Midstream이고, 재고평가 등에서도 이득이다. Midstream이 우리의 매출의 85% 정도를 차지하지만, Net Profit에서는 60% 정도이다.(Gross Margin 7~9%) Downstream의 경우 매출은 15%, Net Profit은 40% 정도이다. (Gross Margin 22~28%)
Q18 장갑의 Capacity를 최근 공격적으로 확장하는 회사들이 많은데, 장갑 판가의 하락에 대한 우려는 없나?	그러나 수요는 매우 견조하기 때문에 올해~내년 정도까지는 괜찮을 것 같다. 2~3년 뒤에는 우려가 현실이 될 수도 있겠다. 그러나 그러한 우려가 현실이 된다고 해도, 우리는 라텍스 장갑의 판가가 낮은 것이 장점이 될 수 있다고 생각한다. 인도, 라틴아메리카, 아프리카 시장에 대한 공략도 있을 수 있고, 합성고무 장갑은 천연고무 장갑에 비해서 비쌀 수밖에 없기 때문이다. B2B 가격으로 보면 다르겠지만, 리테일 가격 기준으로 라텍스 장갑은 \$3~4/박스(100개), 니트릴 장갑은 \$7~9/박스(100개) 정도로 절반 가격 정도 밖에 되지 않는다.
Q19 합성고무 시장에 대한 전망이 있나?	합성고무는 유가에 연동이 될 수 밖에 없고, 특정 수준 이상으로 내려올 수 없는 부분이 있다. 가격이 내려오면 공장을 Shutdown하며, 가격이 반등할 때까지 기다리기도 한다.
Q20 총 장갑 시장에서 합성고무/Latex의 비중은?	Sale Volume 기준으로 합성고무 50%, Latex 50% 정도이고, 우리 회사의 기준으로는 Latex 60%, 합성고무 40% 정도이다.

Q21 장갑 Capacity 확장 계획은?	올해 172억개인데, 내년에는 210억개로, 2021년까지는 300억개까지 늘어날 것이다.
Q22 라텍스 장갑에 대한 용도별 수요는 어느 정도인가?	65~70% 정도는 Medical이고, 나머지가 음식 Service에 사용된다. 일반적으로 새로운 시장에서는 Medical에 대한 수요가 높다. 장갑의 Medical 수요는 필수적인 것이기 때문이다.
Q23 미중 무역 분쟁 등으로 인한 회사에 영향은 있나?	타이어 사업으로 인한 영향은 크다. 많은 중국의 업체들이 태국으로 공장을 옮기는 것도 많다.
Q24 중국에 많은 재고가 있는 것을 봤는데 이유가 있나?	고무를 가지고 마켓 플레이를 하는 사람들이 늘었다고 해석할 수 있을 것이다. 그것이 고무에 대한 Stronger Demand를 뜻하지는 않는다.
Q25 가격 조정을 위한 공장 가동 조정을 할 수 있는가?	작년에 비해서 Midstream에 대해서 매우 보수적인 스탠스를 취하고 있고, 장갑에 집중을 하고 있다.
Q26 BD 가격이 천연고무와 다르긴 하지만, 타이어의 수요가 강하지 않으면, BD 가격에 대한 상승 가능성은 있을까?	합성고무는 기본적으로 국제유가를 따라가기 때문에, 여기에 초점을 두고 보면 되겠다.
Q27 합성고무와 천연고무는 대체재 관계인가?	그렇지 않다.

STA 투자지표 및 재무제표

Share Price Performance(TB)			Current Capitalization(TB, 주)			
Price	16.90	1M Return	-1.2%	Common Shares Outstanding (M)	1,536.00	
52 Week High	19.00	6M Return	36.9%	Market Capitalization (M)	25,958.40	
52 Week Low	9.90	52 Wk Return	28.7%	Cash and Equivalents (M)	2,241.90	
52 Wk Beta	1.20	YTD Return	22.3%	Total Debt (M)	32,306.08	
Valuation Ratios(x)						
	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E
P/E	15.8x	11.6x	-	-	15.0x	13.2x
EV/EBIT	-	-	-	-	16.7x	14.8x
EV/EBITDA	68.7x	29.6x	125.8x	54.2x	9.9x	9.0x
P/S	0.2x	0.2x	0.4x	0.2x	0.3x	0.3x
P/B	0.8x	0.6x	1.5x	0.9x	1.0x	1.0x
Div Yield	3.1%	0.0%	1.7%	2.8%	3.5%	3.6%
						3.4%
수익성 비율(%)						
	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E
Gross Margin	4.4	5.7	7.0	4.2	10.0	10.1
EBITDA Margin	0.5	1.7	0.6	1.1	6.3	6.4
Operating Margin	-0.6	-0.1	-0.9	-1.0	3.5	3.5
Profit Margin	1.4	1.8	-1.0	-1.6	2.2	2.3
ROA	2.5	2.7	-1.5	-2.5	3.3	3.6
ROE	5.1	5.4	-3.7	-6.7	7.5	7.9
						6.9
재무제표						
손익계산서(MTB)						
	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E
매출액	75,530	61,292	77,266	89,387	77,217	83,801
매출총이익	3,348	3,521	5,413	3,776	7,683	8,422
영업이익	-465	-43	-722	-892	2,671	2,908
세전이익	1,076	1,143	-1,073	-1,398	1,275	1,692
순이익	1,038	1,118	-758	-1,437	1,670	1,947
EBITDA	412	1,012	473	961	4,867	5,350
						4,718
재무상태표(MTB)						
	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E
유동자산	17,684	21,531	31,812	28,349		
비유동자산	20,106	22,348	24,147	31,358		
자산총계	37,791	43,879	55,959	59,708		
유동부채	12,464	17,836	32,836	25,856		
비유동부채	4,735	4,709	3,211	10,574		
부채총계	17,199	22,545	36,047	36,431		
자본	20,592	21,334	19,912	23,277		
현금흐름표(MTB)						
	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18E	12/19E
영업활동현금흐름	9,796	-2,038	-10,213	6,236		
투자활동현금흐름	-2,898	-2,501	-2,345	-7,541		
재무활동현금흐름	-6,659	4,604	12,035	1,872		

자료: STA, Bloomberg, 키움증권 리서치

투자의견 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%