



| 2019년 05월 07일

| 키움증권 리서치센터 | 산업분석



화학/정유 | Overweight (Maintain)

2019년 아시아 화학/정유 스터디

인도네시아, 대만 주요 화학/정유/고무 업체인 Chandra Asri, PT Lotte Chemical Titan, Pertamina, Barito Pacific, Formosa Petrochemical, Formosa Plastics, TSRC, CPDC 탐방기

화학/정유 Analyst 이동욱
02-3787-3688
treestump@kiwoom.com



Contents



I. 2019년 아시아 스테디	
결과 요약 및 시사점	3
) 4월 22~25일 인도네시아/대만	
주요 화학/정유 업체 탐방	3
II. 인도네시아 화학/정유산업 현황	6
) 인도네시아 화학/정유산업 생산능력	6
III. 대만 화학산업 현황	10
) 대만 화학산업 생산능력	10
IV. 업체별 탐방 내용	14
) Chandra Asri(TPIA II)	14
) PT Lotte Chemical Titan	20
) Pertamina	26
) Barito Pacific(BRPT II)	32
) Formosa Petrochemical(6505 TT)	37
) Formosa Plastics(1301 TT)	43
) TSRC(2103 TT)	48
) CPDC(1314 TT)	54

Compliance Notice

- 당사는 5월 3일 현재 상기 언급된 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

2019년 아시아 화학/정유 스테디

>>> 인도네시아, 대만

주요 화학/정유/고무 업체 탐방

키움증권 리서치센터는 4월 22~25일 동안 인도네시아와 대만 기업탐방을 진행했다. 자카르타와 타이베이 2개 지역 총 8개의 상장/비상장 기업(Chandra Asri, PT Lotte Chemical Titan, Pertamina, Barito Pacific, Formosa Petrochemical, Formosa Plastics, TSRC, CPDC)을 탐방했다.

>>> 결과 요약 및 업황 시사점

1) 역대 업체 및 미국 증설분 가동으로 올해 하반기에도 PE 제품의 수익성이 급격히 개선되기는 어려울 전망이다. 한편 PVC/가성소다/PP 등은 중국 환경규제 지속에 따른 신증설 제한으로 중장기적으로 견고한 업황이 지속될 전망이다.

2) 올해 정유 업황은 휘발유/나프타 등은 공급 과잉이 지속될 것으로 예상되나, 등/경유는 상대적으로 수급 타이트 현상이 지속될 전망이다. 또한 올해 하반기와 내년은 IMO 등의 이슈로 정제마진이 점진적으로 개선될 전망이다.

3) 방향족 중 PX는 중국 등의 신증설로 올해 중순 이후 스프레드가 정상화될 가능성이 커 보인다. 합성고무는 단기적으로 수요가 급격히 증가할 것으로 보이지 않는다. 다만 부타디엔/SM 증설 확대로 원재료 가격이 하락하여 스프레드가 개선될 전망이며, 수급은 중장기적으로 U자형 반동이 예상된다.

>>> 국내 업체 대비 높은 밸류에이션 적용

인도네시아, 대만 화학/정유 업체들은 국내 업체 대비 미국 조기 진출, 수요 성장성이 큰 아세안 지역에 위치한 지리적 이점, 높은 배당성향으로 높은 밸류에이션을 적용 받고 있는 것으로 판단된다. 한편 대만의 Formosa 그룹(FPCC, FPC, NPC, FCFC 등)은 대규모 화학 플랜트 건설에 따른 Capex 확대에도 불구하고, 배당성향이 70~80% 수준을 유지하고 있다.

I. 2019년 아시아 스터디 결과 요약 및 시사점

>>> 4월 22~25일 인도네시아, 대만 주요 화학/정유 업체 탐방

화학/정유 업황 및 관련 주요 업체 전략 점검

키움증권 리서치센터는 지난 4월 22~25일 동안 인도네시아와 대만 기업탐방을 진행했다. 자카르타와 타이베이 2개 지역에 총 8개의 상장/비상장 화학/정유 기업을 탐방했다.

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

4월 22~25일 탐방 업체 리스트 (단위: 조원)

일자	지역	업체	시가총액	업종	주요 사업 내용	비고
4/22 일(월)	인도네시아	PT Lotte Chemical Titan		화학	PE 사업 영위	
		Chandra Asri	7.4	조원 화학	NCC 및 유도체 사업 영위	TPIA II
4/23 일(화)	인도네시아	Pertamina		정유/석유	석유/천연가스 생산 및 정제설비 보유	
		Barito Pacific	5.7	조원 화학	지열 발전 및 석유화학 사업 영위	BRPT II
4/24 일(수)	대만	CDPC	1.2	조원 화학	CPL/AN 및 그 유도체 사업 영위	1314 TT
		Formosa Petrochemical	41.1	조원 화학/정유	올레핀/방향족 및 정제설비 보유	6505 TT
		Formosa Plastics	26.9	조원 화학	PVC/가성소다/PE/아크릴산 설비 보유	1301 TT
4/25 일(목)	대만	TSRC	0.9	조원 합성고무	SBR/BR/TPE 등 합성고무 사업 영위	2103 TT

* 5/3 일 증가, 환율 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

인도네시아, 대만 기업탐방을 통하여 얻은 주요 시사점은 업황에 대한 시사점은 다음과 같다.

1) Chandra Asri, Lotte Chemical 등 역내 업체 증설 및 미국 증설분 가동으로 올해 하반기에도 PE 제품의 수익성이 급격히 개선되기는 어려울 전망이다. 다만 동남아시아 지역은 아직 인당 폴리머 수요 등이 선진국 대비 미미하는 등 수요 성장률이 클 전망이어서, 공급 증가분을 상쇄할 전망이다. 동북아시아 대만은 저가 에탄을 활용하기 위하여, 미국 지역에서 크래커 건설을 진행하고 있다. 한편 PVC/가성소다 등은 중국 환경규제 지속에 따른 신증설 제한으로 중장기적으로 견고한 업황이 지속될 전망이며, 단기적으로 인도 BIS 규제 관련 이슈 해결로 가격 반등이 예상된다. 참고로 현지 업체들도 미국-중국 무역 분쟁에 따른 석유화학 수요 감소 등을 고민하고 있는 상황이다.

2) 올해 정유 업황은 휘발유/나프타 등은 공급 과잉이 지속될 것으로 예상되나, 등/경유는 상대적으로 수급 타이트 현상이 지속될 전망이다. 또한 올해 하반기와 내년은 IMO 등의 이슈로 인하여 정제마진이 점진적 개선이 예상된다.

3) 방향족 중 PX의 경우 작년 및 올해 1분기 업황 및 스프레드가 상당히 좋았지만, 중국 등의 신증설로 올해 중순 이후 PX 스프레드가 정상화될 가능성이 크다.

4) 합성고무는 단기적으로 수요가 급격히 증가할 것으로 보이지 않는다. 다만 업황에 긍정적인 점은 최근 부타디엔 및 SM 증설 확대로 원재료 가격이 하향 안정화되고 있다는 점이다. 또한 수급은 중장기적으로 리바운드가 가능할 것으로 전망되며, V자형 반등보다는 U자형 반등이 예상된다.

인도네시아, 대만 기업탐방을 통하여 얻은 업체들에 대한 투자 포인트는 다음과 같다.

1) Chandra Asri: 작년 부타디엔 디보틀넥킹, SSBR 신설에 이어, 올해/내년에도 PE 40만톤/PP 11만톤/크래커 리벤핑/MTBE 13만톤/Butene-1 4.3만톤을 증설하며, 석유화학 생산능력을 지속적으로 확대하고 있다. 또한 Chandra Asri는 인도네시아 올레핀 자급률 부족에 근거해 2024년까지 기존 크래커 근처에 신규 나프타 크래커(에틸렌 100만톤)를 추가적으로 건설할 계획이다. DI CAP #2 프로젝트는 투자비가 22억 달러를 상회하여, 인도네시아 법인세 면제 효과가 발생할 것으로 보인다.

2) PT Lotte Chemical Titan: 기존 PE 설비의 원재료 부족 현상 해결 및 사업 경쟁력 강화를 위하여, 기존 PE 공장 근처에 신규 나프타 크래커를 건설할 계획이다. LINE 프로젝트로 언급된 동 크래커 건설 프로젝트는 30~40억 달러의 투자비가 소요될 전망이다. Tax Holiday Acquisition을 완료하여, 20년 동안 법인세가 면제될 것으로 보인다. 한편 LINE 프로젝트는 ABS/MMA 등 유도체 플랜트 건설도 포함되어 있으며, 2023년에 상업 가동을 할 것으로 예상된다.

3) Pertamina: 인도네시아 업스트림/다운스트림 생산능력을 확대하고 있다. 특히 다운스트림에서는 인도네시아 석유제품 자급률 확대를 위하여, 정제설비 생산능력을 기존 110만B/D에서 2024년까지 200만B/D로 확대할 계획이다. 신규 정제설비 2기 건설 및 기존 정제설비 4기 업그레이드/리벤핑할 것으로 보인다.

4) Barito Pacific: Chandra Asri의 최대주주로서 석유화학뿐만 아니라 목재 제조, 벌목, 접착제, 부동산, 전력 사업 등을 영위하는 다각화 업체이다. 특히 작년 Star Energy 인수로 신규 Cash Cow인 전력 사업을 확보하였다. 중장기적으로 Indonesia Power와 함께 석탄화력 발전소를 건설할 계획이다. 참고로 지역 발전을 포함한 Barito Pacific의 전력 사업은 EBITDA 마진율이 80%에 육박한다.

5) Formosa Petrochemical: 대만에서 정유사업과 화학 업스트림(올레핀) 사업을 주도하고 있다. 최근 대만 환경 규제 강화로 미국, 중국에서 생산 설비를 신증설하고 있다. 향후 약 94억 달러를 투자하여, 2028년까지 단계적으로 에탄 크래커 240만톤 및 유도체 등을 건설할 계획이다. 낮은 에탄 가격 향유 및 루이지애나 정부가 매력적인 세제 혜택을 주었기 때문이다.

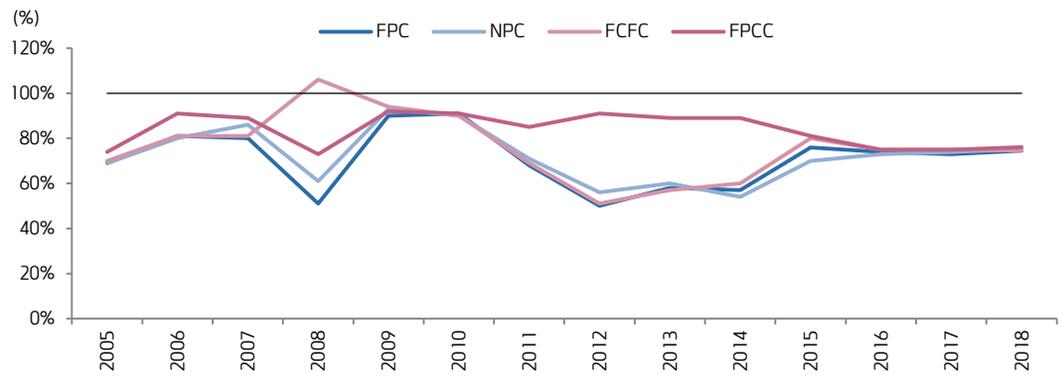
6) Formosa Plastics: FPCC에서 기초유분을 공급 받아 PE/PP/PVC/아크릴산 등 유도체를 생산하는 업체이다. Formosa 그룹의 미국 에탄 크래커 및 유도체에 지분 투자를 하며 미국 진출을 확대하고 있으며, 중국에서는 PDH 등 C3 체인 강화를 하고 있다.

7) TSRC: 대만의 독과점인 합성고무 업체이다. 한국 합성고무 업체와 차별적으로 중국, 미국, 인도, 태국, 베트남 등에 생산 법인을 보유하고 있다. 업스트림을 통합하지 못한 약점이 있으나, TPE/ASM 등 차별화 제품 비중을 최근 공격적으로 늘리고 있다.

8) CPDC: 세계 5위 카프로락탐, 세계 10위 AN 업체이다. 카프로락탐 밸류 체인 강화를 위하여 중국에 싸이클로헥산은 및 나일론 칩 플랜트를 건설하였고, 향후 AN 밸류 체인 강화를 위하여 중국에 PDH 등을 건설할 계획이다. 한편 자회사를 통하여 MMA 사업도 영위하고 있다.

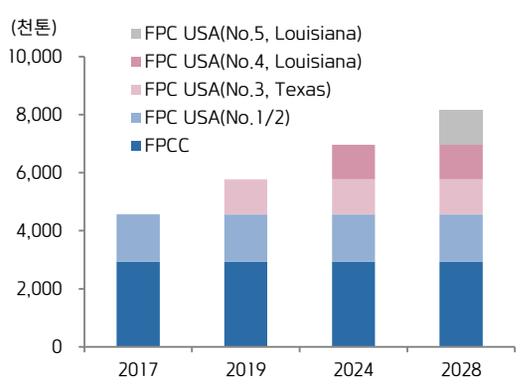
한편 인도네시아, 대만 화학/정유 업체들은 국내 업체 대비 미국 지역 조기 진출, 수요 성장성이 큰 아세안 지역에 위치한 지리적 이점, 높은 배당성향 등으로 상대적으로 높은 밸류에이션을 적용 받고 있는 것으로 판단된다.

대만 Formosa Group 배당성향 추이



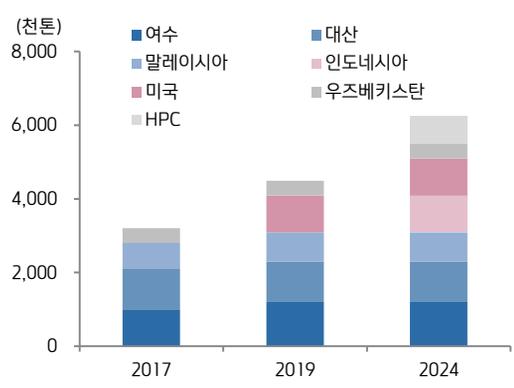
자료: Bloomberg, 각사, 키움증권 리서치

Formosa Plastics 그룹 에틸렌 생산능력 추이/전망



자료: Formosa, 키움증권 리서치

롯데케미칼 에틸렌 생산능력 추이/전망



자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

II. 인도네시아 화학/정유산업 현황

>>> 인도네시아 화학/정유산업 생산능력

인도네시아, 화학/석유제품 자급률 부족 상태

인도네시아는 풍부한 석유 자원을 보유하고 있으면서도 석유제품, 나프타, 콘덴세이트 등을 수입하는 왜곡된 산업 구조를 보유하고 있다. 나프타, 올레핀, 방향족 등 기초 화학/석유제품의 자급화는 오랜 기간 과제로 남아 있는 상황이다. 또한 주요 정제설비를 운영하는 국영 Pertamina와 화학 최대 업체인 Chandra Asri와의 연계도 부족한 상황으로 판단된다.

Pertamina 동향

Pertamina는 인도네시아 국내 6곳에서 정제설비를 보유하고 있으며, 총 CDU 생산능력은 100~110만B/D이다. 과거 10년 이상에 걸쳐 신규 투자가 없어 일부 설비는 노후화가 진행되고 있어, 실제 생산량은 공칭 생산능력의 60~70% 정도 수준으로 추정된다. 인도네시아는 산유국이면서도 정제 능력이 부족해 휘발유 등 석유제품의 50% 이상을 수입하고 있다. 한편 인도네시아 정부는 Pertamina의 투자 확대를 검토하고 있다. 투자 계획은 2개의 정제설비 신설과 기존 4개의 정제설비 증설을 포함하고 있다. 또한 석유제품 자급률 향상과 동시에 복수의 장소에서 석유화학 통합 등도 검토하고 있다.

Chandra Asri 동향

인도네시아 유일의 나프타 크래커를 보유하고 있는 Chandra Asri는 2016년부터 향후 6년 동안 총 60억 달러를 투입하여, 석유화학제품을 증설할 계획이다. 작년 프랑스 타이어 업체인 미셸린과 함께 SSBR 생산설비(BR Swing)를 건설하였고, 2019~2020년에는 기존의 나프타 크래커/PE/PP 설비를 증설할 계획이다. 또한 현재 제2 나프타 크래커 신설을 위하여 사업화 조사를 진행하고 있다. Chandra Asri의 설립(1989년) 당시의 출자 구성은 Barito Pacific 75%, 일본 업체들 25%였으나, 일본 계열은 아시아 통화 위기 후에 철수하였고, 2011년에 태국 SCG Chemicals이 출자하였다. 한편 현재 Chandra Asri는 잉여의 에틸렌을 자국 PVC 업체인 Asahi Chemical/Sulfindo Adiusaha와 PE 업체인 Lotte Chemical Titan 등에 공급하고 있다.

Pertamina 정제설비 신증설 계획 (단위: 배럴/일)

구분	기존 생산능력	신증설 후 생산능력	완공 시기	제휴 상대
Chirachap(중자바주)	270,000	370,000	2021년	Saudi Aramco, 기본설계발주
Balongan(서자바주)	100,000	280,000	2023년	
Balikpapan(동칼리만주)	220,000	360,000	2019년	
Dumai(리아우주)	140,000	300,000	2023년	
Plaju(남수마트라주)	90,000			
Kasihmu(남파푸아주)	1,000			
Bontan(동칼리만탄주)		300,000	2021년 이후	이란과 오만과 협력 검토
Tuban(동자바주)		300,000	2022년	러시아 Rosneft, 2017년말 투자결정예정

자료: 일본 화학경제, 키움증권 리서치

Chandra Asri 등 주요 인도네시아 업체 화학제품 생산능력 현황 (단위: 천톤)

Capacity (000 tons per year)	Chandra Asri	LOTTE CHEMICAL	PERTAMINA	Polytama	ASC	PT	TPPI	Others	Total
Ethylene	860								860
Propylene	470		608						1,078
LLDPE	200	200							400
HDPE	136	250							386
Polypropylene	480		45	240					765
Ethylene Dichloride					644	370			1,014
Vinyl Chloride Monomer					734	130			864
Polyvinyl Chloride					507	95		202	804
Ethylene Oxide								240	240
Ethylene Glycol								220	220
Acrylic Acid								140	140
Butanol								20	20
Ethylhexanol								140	140
Py-Gas	400								400
Crude C4	315								315
Butadiene	137*								137
Benzene			125				400		525
Para-Xylene			298				540		838
Styrene	340								340
Styrene Butadiene Rubber	120*								120
Total	3,458	450	1,076	240	1,885	595	940	962	9,606

자료: CAP, 키움증권 리서치

기초유분

1) 인도네시아 에틸렌 수요는 연간 120만톤 수준을 기록하고 있다. 인도네시아에서 유일하게 나프타 크래커를 운영하는 업체는 Chandra Asri 1개사이다. Chandra Asri는 2015년 나프타 크래커를 증설하고, 에틸렌 생산능력을 86만톤으로 확대하였다. 참고로 Chandra Asri는 원재료인 나프타를 전량 수입하고 있다. Chandra Asri는 2013년 인도네시아 최초로 부타디엔 추출 설비를 가동시켰다. 당시 추출 설비 생산능력은 10만톤이었다. 이 추출 설비는 2018년에 3.7만톤의 확장이 있었다. 인도네시아 프로필렌 생산능력은 Pertamina 약 60만톤, Chandra Ari 47만톤이다. Pertamina는 2010년 자바섬 서부의 Balongan 정제설비에서 RFCC의 제2계열 운전(18만톤)을 개시하였다. 제1계열과 합하여 동 정제설비의 프로필렌 생산능력은 39만톤으로 확대되었다. 또한 2015년 가을에 자바섬 중부의 Cilacap 정제설비에서도 RFCC(프로필렌 15만톤)를 가동시켰으며, 수마트라섬에 소규모 FCC(프로필렌 5만톤)도 보유하고 있다.

2) 인도네시아 방향족 생산업체는 Pertamina와 Trans Pacific Petrochemical Indotama(TPPI) 등 2개사가 있다. Pertamina는 Cilacap 정제설비 내에서 방향족을 생산하고 있으며, PX 29.8만톤, 벤젠 12.5만톤의 생산능력을 보유하고 있다. TPPI는 콘덴세이트 스플리터를 통하여 PX 54만톤, 벤젠 40만톤을 생산하고 있다. 참고로 TPPI는 2006년 자바섬 동부 Tuban에서 콘덴세이트 스플리터 운전을 개시하였는데, 가동 후 운전 상황 불안정으로 2012년 파산을 신청했고, 2013년에 Pertamina의 자회사로 귀속되었다.

중간제품 및 합성원료

1) 인도네시아 SM 생산업체는 Chandra Asri 1사이다. Chandra Asri는 SMI 인수 및 크래커 확장을 통하여, 34만톤의 생산능력을 보유하고 있다.

2) 인도네시아 MEG 생산업체는 Polychem Indonesia 1사이다. 생산능력은 21만톤이다. Polychem Indonesia는 EO 24만톤, Ethoxylate 4.4만톤 플랜트를 동시에 소유하고 있다.

3) 인도네시아 TPA 생산업체는 Mitsubishi Chemical Indonesia, BP Petrochemical, Indorama Petrochemical 3사이다. 각각 64만톤, 54만톤, 50만톤의 생산능력을 보유하고 있다. Mitsubishi Chemical Indonesia, BP Petrochemical은 생산한 TPA를 외부 판매하고 있고, Indorama Petrochemical은 자체 PET 체인에서 TPA를 자가 소비하고 있다.

4) 인도네시아 VCM 생산업체는 Asahimas Chemical, PT Sulfindo Adiusaha 2사이다. Asahimas는 아사히글라스(52.5%), 미쓰비시 상사(11.5%), Rodamas(18%), Ableman Finance(18%)가 출자한 회사이다. VCM 생산능력은 73.4만톤이다. 또한 PT Sulfindo Adiusaha는 13만톤의 생산능력을 보유하고 있으며, 현대엔지니어링 등을 통하여 VCM 생산능력을 향후 37만톤으로 확대할 계획이다.

5) 인도네시아 아크릴산/SAP 생산업체는 Nippon Shokubai Indonesia 1사이다. 2013년 증설을 통하여, 아크릴산 14만톤, 아크릴레이트 10만톤, SAP 9만톤의 생산능력을 확보하고 있다.

6) 인도네시아 메탄올 생산업체는 Kaltim Methanol Industri, Medco Methanol Bunyu 등이 있다. Kaltim Methanol Industri는 일본 Sojitz가 85%의 지분을 보유하고 있고, 생산능력은 66만톤이다. Medco Methanol Bunyu는 Pertamina의 자회사로 33만톤의 생산능력을 보유하고 있다.

7) 인도네시아 LAB 생산업체는 Unggul Indah Cahaya 1사이다. UIC는 3개 플랜트에서 총 18만톤의 LAB를 생산하고 있다.

합성수지

1) 인도네시아 PE 생산업체는 Chandra Asri, Lotte Chemical Titan 2사이다. Chandra Asri는 HDPE 12만톤, LLDPE/HDPE 20만톤 플랜트를 보유하고 있고, Lotte Chemical Titan은 45만톤(3개 라인)의 PE 설비가 있다.

2) 인도네시아 PP 생산업체는 Chandra Asri, Polytama, Pertamina 3사이다. Chandra Asri는 48만톤의 생산능력을 보유하고 있다. Polytama, Pertamina는 각각 24만톤, 4.5만톤의 플랜트가 있다.

3) 인도네시아 PVC 업체는 Asahimas Chemical, PT Sulfindo Adiusaha, TPC Indo Plastic and Chemicals, Standard Toyo Polymer(STATOMER) 4개사이다. 각각 50.7만톤, 12만톤, 9.5만톤, 9.3만톤의 생산능력을 보유하고 있다. 참고로 Asahimas는 일본 아사히글라스, TPC Indo Plastic and Chemicals는 태국 SCG Chemicals, STATOMER는 일본 Tosoh가 최대 주주이다.

합성고무

1) 인도네시아 합성고무 업체는 Gajah Tunggal(현지 타이어 업체), Polychem Indonesia 등이 있다. 각각 ESBR 7.5만톤, ESBR 6만톤의 생산능력을 보유하고 있다. 한편 Chandra Asri는 작년에 인도네시아 최초로 SBR 12만톤 플랜트를 미첼린과 합작으로 건설하였다.

인도네시아 주요 석유화학 제품 수급 현황 (단위: 만톤)

	생산능력 (A)	생산 (B)	수입 (C)	수출 (D)	내수 E=B+C-D	수입비율 (C/E)	수출비율 (D/B)	과부족 (B-E)	가동률 (B/A)
에틸렌	86	65	65	11	119	55%	17%	-54	76%
LDPE	65	47	48	6	89	54%	13%	-42	72%
HDPE	14	10	35	2	43	81%	20%	-33	74%
SM	34	28	1	9	20	5%	32%	8	82%
EG	22	20	26	2	44	59%	10%	-24	90%
PVC	99	84	8	21	71	11%	25%	13	85%
프로필렌	109	93	18	1	110	16%	1%	-17	85%
PP	91	80	70	1	149	47%	1%	-69	88%
AN	0	0	0	0	0	-	-	0	-
벤젠	58	30	22	1	51	43%	3%	-21	51%
톨루엔	10	0	12	0	12	100%	-	-12	-
자일렌	12	0	5	0	5	100%	-	-5	-
PX	87	26	55	0	81	68%	0%	-55	30%
TPA	184	151	8	6	153	5%	4%	-2	82%

자료: METI, 키움증권 리서치

III. 대만 화학산업 현황

>>> 대만 화학산업 생산능력

Formosa 그룹이 주도

대만의 석유화학 산업은 가오슝의 CPC(대만석유공사), 원린현의 Formosa 그룹 등 2개 회사를 중심으로 전개되고 있다. 현재 대만의 에틸렌 생산능력은 약 400만톤이며, 아시아에서도 규모가 큰 석유화학 국가로 자리잡고 있다. 한편 Formosa 그룹은 현재 대만보다는 미국과 중국에 초점을 맞춘 투자 계획을 추진하고 있다.

미국에서는 텍사스 및 루이지애나주에서 Shale Gas를 원료로 한 대형 프로젝트에 착수하였다. 에틸렌 120만톤 규모의 에탄 크래커를 축으로 하는 석유화학 단지를 각각 건설할 계획인데, 루이지애나주의 프로젝트는 Formosa 그룹의 FPCC 및 FCFC가 합작 회사를 설립하고 사업 주체가 되었다. 또한 텍사스주의 프로젝트는 FPC 및 Nan Ya Plastics가 출자한 기존 사업 회사 Formosa Plastics USA가 주체가 된다. 각 프로젝트의 출자 회사를 나눔으로써 리스크를 분산한다는 의도도 있는 것으로 보인다.

또한 Formosa 그룹은 중국에서 Ningbo를 투자처 후보로 검토하고 있다. Ningbo는 Formosa 그룹의 C3 Chemical 주요 거점으로 PP(연산 45만톤), 아크릴산(16만톤) 외에 고흡수성수지 등 유도품 설비가 배치되었다. 장래 C3 Chain 증설을 염두에 두고 프로필렌 연산 60만톤 규모의 PDH 설비 신설을 검토하고 있으며, 유도품 확장도 추가될 전망이다. Formosa Group은 예전부터 마이랴오 거점의 확장 계획을 정부에 신청 중이나, 환경영향인가가 내려지지 않아 계획이 보류 상태에 있다는 점도 해외 투자에 박차를 가하는 요인으로 작용하고 있다.

Formosa Group 주요 제품 생산능력 현황 (단위: 천톤)

회사명	제품	생산능력
台塑石油化學(FPCC)	에틸렌	2,935
	프로필렌	2,367
	부타디엔	447
台灣플라스틱(FPC)	PVC	1,301
	가성소다	1,600
	VCM	1,580
	HDPE	530
	EVA/LDPE	240
	LLDPE	264
	PP	400
	아크릴산	159
	탄소섬유	9
	AN	280
	MMA	98
	MTBE	174
	ECH	100
	NBA	250
SAP	40	
南亞플라스틱(NanYa)	BPA	114
	1,4-BG/THF	120
	2-EH	187
	EG	1,320
	과산화수소	30
	무수프탈산	228
	이소노닐알콜	115
플라스틱안정제	12	
台灣化學纖維(FCFC)	벤젠	1,280
	PX	1,720
	OX	480
	SM	1,220
	PTA	2,200
	페놀	400
	아세톤	246
	PP	510
	PS	320
	ABS	410
PC	195	

자료: 대만석유화학공업협회, 각사, 키움증권 리서치

기초유분

1) 대만 에틸렌 생산업체는 Formosa Petrochemical과 CPC 2사이다. Formosa Petrochemical은 Mailiao 거점에 연산 293.5만톤 규모의 나프타 크래커(3기)를 보유하고 있고, CPC는 린위안에 107만톤의 나프타 크래커(2기)를 보유하고 있다.

2) 대만 방향족 생산업체는 CPC, FCFC 2사이다. 대만 내 방향족 제품 총 생산능력은 벤젠 168.5만톤, 톨루엔 38.4만톤, 자일렌 318만톤이다.

중간제품

1) 대만 알킬벤젠 생산업체는 Formisan Union Chemical 1사이다. 연산 생산능력은 12.5만톤이고, 내수 2만톤을 제외하고, 대부분의 제품을 수출하고 있다.

2) 대만 페놀 생산업체는 Chang Chun, FCFC, TPCC 3사이다. 생산능력은 각각 30만톤, 44만톤, 34만톤이다.

3) 대만 VCM 생산업체는 Formosa Plastics, Taiwan VCM 2사이다. Formosa Plastics는 대만 내 3개 지역에서 생산 설비를 보유하고 있으며, 총 164.4만톤으로 아시아에서 최고 수준의 생산능력을 확보하고 있다. 한편 Taiwan VCM은 린위안에 45만톤 규모의 생산 설비를 가지고 있다.

합성수지

1) 대만 PE 생산업체는 Formosa Plastics, USI, Asia Polymer 3사이다. Formosa Plastics는 LLDPE 26.4만톤, EVA/LDPE 24만톤, HDPE 53만톤으로 총 103.4만톤의 생산능력을 보유하고 있다. USI는 LLDPE 4만톤, EVA/LDPE 18.5만톤, HDPE 10만톤의 생산능력을 확보하고 있고, Asia Polymer는 EVA/LDPE 15.5만톤의 플랜트가 있다.

2) 대만 PP 생산업체는 Formosa Plastics, Formosa Chemicals & Fibre Corp, LCY Chemical 3사이다. 각각 40만톤, 60만톤, 40만톤의 생산능력을 보유하고 있다.

3) 대만 PVC 생산업체는 Formosa Plastics, China General Plastics Corp, Ocean Plastics 3사이다. 최대 생산능력을 보유한 Formosa Plastics는 런우, 마이랴오, 린위안에 플랜트가 있으며, 130.1만톤의 생산능력을 보유하고 있다. China General Plastics Corp는 먀오리현, 린위안에 플랜트가 있으며, 생산능력은 40만톤이다. Ocean Plastics는 15만톤의 생산능력을 확보하고 있다.

4) 대만 PS 생산업체는 Chi-Mei Corp, Formosa Chemicals & Fibre Corp, Kaofu Chemical, Taita Chemical 등이 있다. 각각 30만톤, 32만톤, 10만톤, 23만톤의 생산능력을 보유하고 있다. 대만 PS 생산능력의 약 90%는 수출되고 있으며, 주요 수출 지역은 중국/홍콩, 미국, 동남아시아 등이다.

5) 대만 ABS 생산업체는 Chi-Mei Corp, Formosa Chemicals & Fibre Corp, Grand Pacific Petrochemical Corp, Taita Chemical 등이 있다. 각각 135만톤, 41만톤, 12만톤, 10만톤의 생산능력을 보유하고 있다.

합성원료

1) 대만 TPA 생산업체는 Formosa Chemicals & Fibre Corp, CAPCO, Oriental Petrochemical 3사이다. 각각 220만톤, 70만톤, 150만톤의 생산능력을 보유하고 있다. 다만 수년에 걸친 중국의 대규모 설비 신증설 확대로 대만 내 TPA 생산능력은 감소 추세에 있다.

2) 대만 MEG 생산업체는 Nan Ya Plastics, 남중석유화학, 동련화학, 중국인조섬유 4개사이다. 각각 144만톤, 36만톤, 30만톤, 30만톤의 생산능력을 보유하고 있다.

3) 대만 AN 생산업체는 Formosa Plastics, CDPC 2사이다. Formosa Plastics는 28만톤, CDPC는 23만톤의 생산능력을 보유하고 있다.

4) 대만 Caprolactam 생산업체는 CDPC 1사이며, 생산능력은 40만톤이다. 대만의 Caprolactam 수요는 약 60만톤이며, 연간 30~40만톤의 Caprolactam이 수입되고 있다.

합성고무

1) 대만 주요 합성고무 업체는 TSRC와 Chi-Mei Corp 2사이다. TSRC는 SBR 10만톤, BR 5.5만톤의 생산능력을 보유하고 있고, Chi-Mei Corp는 8만톤의 BR 생산능력을 확보하고 있다.

대만 주요 석유화학제품 생산능력 현황 (단위: 천톤)

제품명	2015	2016	2017
에틸렌	4,005	4,005	4,005
프로필렌	3,568	3,568	3,520
부타디엔	600	600	600
벤젠	1,685	1,685	1,685
톨루엔	384	384	384
자일렌	3,180	3,180	3,180
VCM	2,064	2,094	2,094
SM	2,030	2,030	2,030
카프로락탐	400	400	400
Acrylonitrile	520	520	520
EG	2,580	2,630	2,630
PTA	3,250	3,250	4,250
페놀	1,080	1,080	1,080
초산	1,180	1,180	1,180
알킬벤젠	125	125	125
LLD/LDPE/EVA	794	884	884
HDPE	630	630	630
염화비닐수지	1,765	1,815	1,815
PP	1,310	1,310	1,474
PS	1,412	1,412	1,412
ABS 수지	2,010	2,010	2,010
SBR/BR	210	210	210

자료: 대만석유화학공업협회, 키움증권 리서치

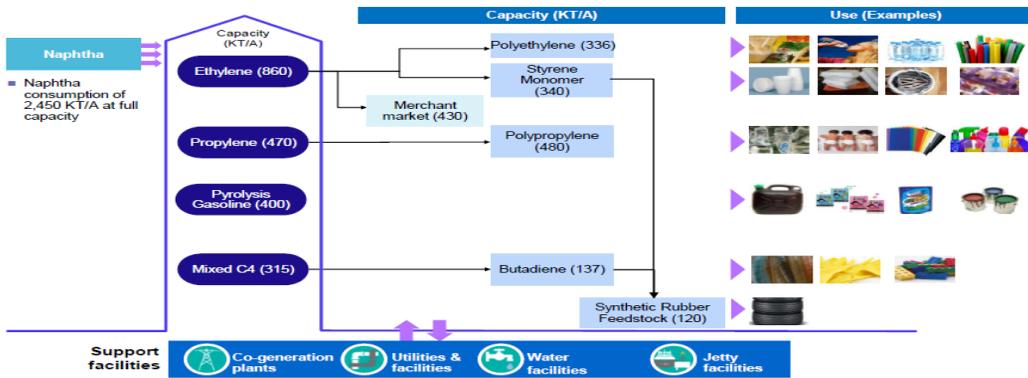
IV. 업체별 탐방 내용

>>> Chandra Asri(TPIA II)

회사개요 및 사업 현황

인도네시아 PT Chandra Asri Tbk는 2011년 1월 1일 Tri Polyta Indonesia(TPI)와 Chandra Asri(CA)가 합병되면서 탄생하였다. TPI는 인도네시아에서 가장 큰 PP 생산업체였으며, 1984년에 설립되었고, CA는 올레핀과 PE 제품의 생산자로 1989년에 설립되었다. 합병 후 Chandra Asri는 인도네시아에서 가장 큰 상장 석유화학 업체가 되었고, 현재 Chandra Asri는 Barito Pacific과 SCG Chemicals 등 2대 주주가 소유하고 있다. Chandra Asri는 인도네시아 유일의 나프타 크래커를 통합 운영하는 석유화학업체로 2015년 12월 나프타 크래커 확장을 완료하고, 에틸렌 86만톤, 프로필렌 47만톤, Py-Gas 40만톤, Mixed C4 31.5만톤, 부타디엔 13.5만톤을 보유하고 있다. 플랜트는 Banten 지방 Cilegon에 위치하고 있고, 45km의 유통 파이프라인을 통하여 인근 석유화학 단지 내 업체들에 기초유분 등도 판매하고 있다.

Chandra Asri Value Chain



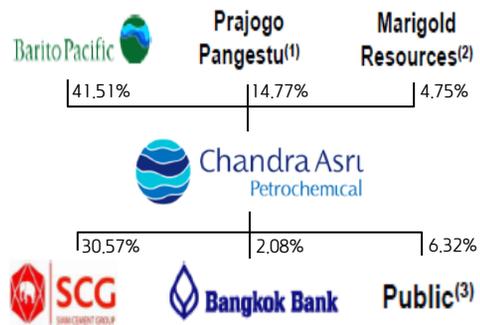
자료: CAP, 키움증권 리서치

Chandra Asri 본사 사진



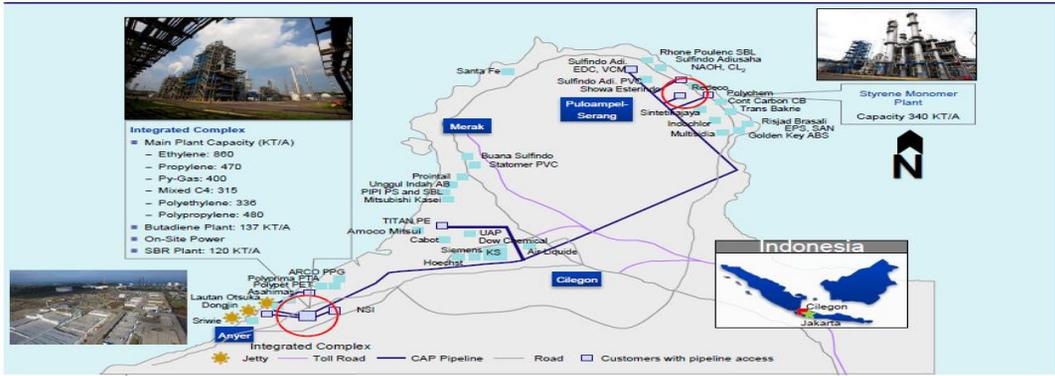
자료: CAP, 키움증권 리서치

Chandra Asri 주주 현황



자료: CAP, 키움증권 리서치

Chandra Asri 파이프라인

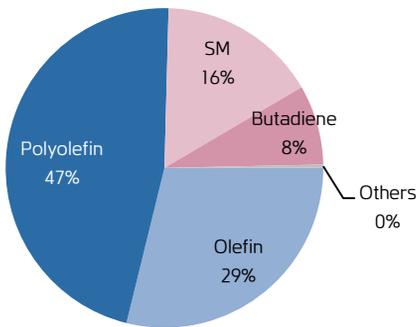


자료: CAP, 키움증권 리서치

실적 Breakdown

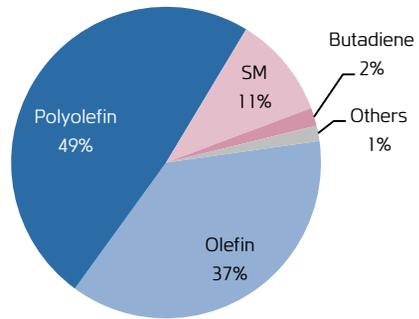
2018년 기준 매출액 비중은 올레핀 29%, 폴리올레핀 47%, SM 16%, BD 8%, 기타 0.3%이다. 또한 매출총이익 비중은 올레핀 37%, 폴리올레핀 49%, SM 11%, 부타디엔 2%, 기타 2%이다. 한편 Chandra Asri의 수출/내수 비중은 3:7로 역대 경쟁사 대비 내수 비중이 크며, 10대 고객 사의 비중이 전체 매출액의 50%에 육박한다.

Chandra Asri Sales Breakdown



자료: CAP, 키움증권 리서치

Chandra Asri Gross Margin Breakdown



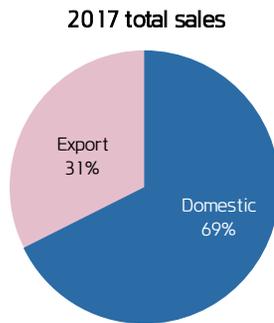
자료: CAP, 키움증권 리서치

Chandra Asri 주요 고객 현황

Customer	Products	% of Revenue	Customer Since	Location
Customer 1	Polyethylene, polypropylene	7.53%	1995	Indonesia
Customer 2	Py Gas	6.16%	2011	Thailand
Customer 3	Styrene monomer, Ethylene, Propylene	5.63%	2010	Japan
Customer 4	Propylene, Styrene monomer, Butadiene, raffinate	5.20%	2002	Japan
Customer 5	Styrene monomer, Butadiene,	5.01%	2004	Indonesia
Customer 6	Ethylene	4.98%	1995	Indonesia
Customer 7	Propylene	3.63%	2011	Indonesia
Customer 8	Ethylene	3.62%	2007	Indonesia
Customer 9	Polyethylene, polypropylene	3.49%	1995	Indonesia
Customer 10	Raffinate	2.91%	2013	Singapore
Top 10 Customers % of Revenue		48.16%		

자료: CAP, 키움증권 리서치

Chandra Asri 수출/내수 비중 현황



자료: CAP, 키움증권 리서치

2018년 실적 Review

Chandra Asri의 2018년 영업이익은 3.15억 달러로 전년 대비 32% 감소하였다. 유가 상승에 따른 나프타 구매 가격 상승, 부타디엔/SM 플랜트 정기보수로 인한 물량 감소 및 크래커 가동률 축소 등에 기인한다. 다만 타 역내 경쟁사 대비 폴리올레핀 마진 축소가 상대적으로 크지 않았는데, 인도네시아의 경우 석유화학 공급 쏠티지로 Local 가격이 역내 Spot 가격 대비 프리미엄이 붙기 때문으로 보인다. 한편 올해 영업이익은 폴리올레핀(+51만톤) 증설에도 불구하고, 작년 대비 소폭 하락할 전망이다. 증설분은 연말 가동으로 올해 실적에는 큰 영향을 미치지 못할 것으로 예상되고, 올해 하반기 55일 동안의 크래커 정기보수가 존재하기 때문이다. 한편 Chandra Asri는 미첼린과 합작한 12만톤 규모의 합성고무 합작사(Synthetic Rubber Indonesia)가 2020년 정도에 BEP를 넘을 것으로 가이던스를 제시하였다.

Chandra Asri 2018년 실적 Review (단위: 백만 달러, %)

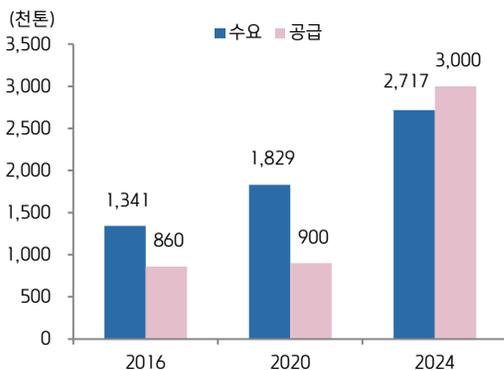
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018
매출액	695	591	676	581	2,419	2,543
영업이익	115	79	89	31	464	315
%	17%	13%	13%	5%	19%	12%
세전이익	710	58	78	16	425	254
당기순이익	73	42	59	7	319	182
%	11%	7%	9%	1%	13%	7%
부문별 매출총이익						
Olefins	54	45	41	5	213	145
Polyolefins	65	41	51	33	249	190
SM	13	10	11	8	43	42
Butadiene	5	1	1		36	7

자료: CAP, 키움증권 리서치

제품 수급 전망(장기)

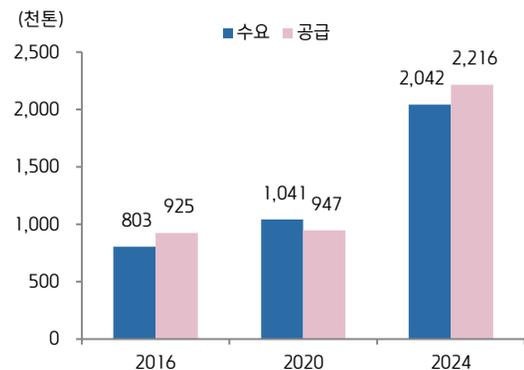
인도네시아는 Chandra Asri, Lotte Chemical Titan 등의 대규모 크래커 건설에도 불구하고, 인당 폴리머 사용량 증가로 PE/PP 등은 수급 불균형 상태가 이어질 전망이다. 한편 대만 CPC와 합작 크래커를 건설하려던 Pertamina의 경우 최근 프로젝트가 철회된 것으로 보인다.

인도네시아 에틸렌 수급 전망



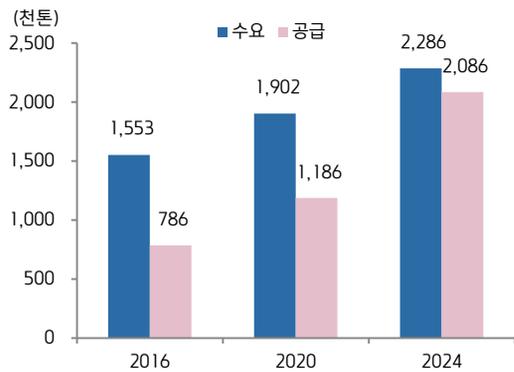
자료: CAP, 키움증권 리서치

인도네시아 프로필렌 수급 전망



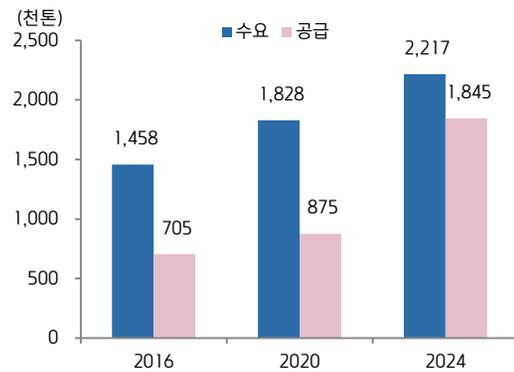
자료: CAP, 키움증권 리서치

인도네시아 PE 수급 전망



자료: CAP, 키움증권 리서치

인도네시아 PP 수급 전망

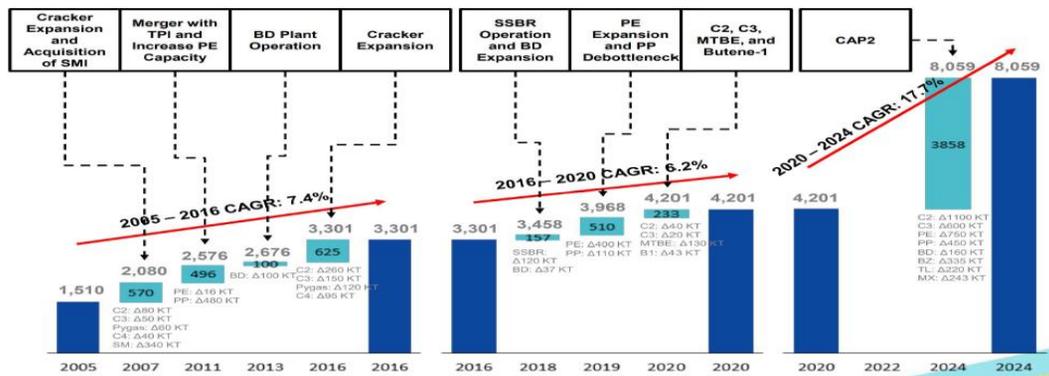


자료: CAP, 키움증권 리서치

전략

1) Chandra Asri는 2016~2020년 사이 매년 6.2%의 생산능력이 증가할 전망이다. 2018년에는 SSBR 12만톤, BD 3.7만톤이 증가하였고, 올해 하반기에는 PE 40만톤 증설, PP 11만톤 디보틀넥킹이 계획되어 있으며, 내년에는 크래커 리벵핑 및 MTBE/Butene-1 증설분이 가동한다. 이에 석유화학 제품 총 생산능력은 2016년 330.1만톤에서 2020년 420.1만톤으로 증가할 전망이다. 또한 2) Chandra Asri의 2차 크래커는 인도네시아 공급 부족 상황에서 시장 점유율을 높일 수 있는 기회로 작용할 전망이다. Chandra Asri는 자사의 신규 크래커가 인도네시아 석유화학제품 공급 부족을 메우고 수입과 시장 점유율을 대체하며, 국내 판매에 부가된 프리미엄 가격 결정의 혜택을 받을 수 있다고 판단하고 있다. 2차 크래커는 기존 크래커 옆에 위치할 것으로 예상되며, Chandra Asri는 이미 일부 유희부지를 보유하고 있다.

Chandra Asri 증설 추이/전망



자료: CAP, 키움증권 리서치

Q&A

<p>Q1 회사에 대한 간략한 소개 부탁?</p>	<p>Chandra Asri는 인도네시아 유일의 NCC 업체로 국내 업체 등에 에틸렌, 프로필렌 등 기초유분을 판매하고 있다. 또한 Chandra Asri는 올레핀 52%, PE 24%, PP 29%의 국내 시장 점유율을 기록하고 있다. 2018년에는 디보틀넥킹을 통하여 부타디엔 생산능력을 3.7만톤 증설하였고, 미셀린과 합작으로 합성고무(SSBR) 12만톤 설비도 신설하였다.</p>
<p>Q2 인도네시아 시장에서 Chandra Asri 제품 가격의 프리미엄 수준은?</p>	<p>제품별로 다르지만, 일반적으로 4~6% 수준의 프리미엄으로 거래되고 있다. 인도네시아 PE/PP 수급 타이트 현상이 지속되고 있기 때문이다.</p>
<p>Q3 합성고무나 기타 다운스트림 제품(예: ABS) 등에 대한 추가 증설 계획이 있는가?</p>	<p>현재로서는 없다. 고객 관리 상으로 다운스트림 증설은 어렵다. 회사에서 가장 중요하게 생각하는 프로젝트는 CAP #2(NCC 100만톤 증설)이며, 여기에 재무 등의 역량을 집중할 계획이다.</p>
<p>Q4 올해/내년 Capex 수준은?</p>	<p>2019년은 4.65억 달러, 2020년은 2.94억 달러를 계획하고 있으며, 이 중 CAP #2 프로젝트 관련 Capex는 2019년 1.36억 달러, 2020년 2.37억 달러이다. 대부분 공장 부지 확보 관련 투자이다.</p>
<p>Q5 회사의 배당정책은?</p>	<p>배당성향은 40% 수준이며, 올해 9월 중 중간배당을 지급할 계획이다.</p>
<p>Q6 CAP #2 프로젝트 관련 세제 혜택은?</p>	<p>세제 혜택에 대해서 확정된 것은 없지만, 과거 미셀린사와 JV, 기타 플랜트 신증설 등에도 법인세 혜택을 받은 바 있다. 인도네시아 법 상 최대 30년까지 법인세를 면제받을 수 있는데, 당사가 투자하는 규모를 고려하면, 충분히 유의미한 세제 혜택을 받을 것이라고 확신한다.</p>
<p>Q7 회사에서 내수 석유화학 제품 수요를 예측 시 어떤 방법을 사용하나?</p>	<p>GDP*1.1로 선형 GDP 성장률을 고려한다.</p>
<p>Q8 CAP #2 프로젝트 진행 상황은?</p>	<p>2020년 4분기까지 FID를 마무리할 예정이며, 전체 45억 달러 규모의 투자가 예상된다. 상업 생산은 2024년 상반기를 목표로 하고 있다.</p>
<p>Q9 정기보수 일정은?</p>	<p>작년은 SM이 1~2분기 중 30일 동안 정기보수하였고, 부타디엔은 3~6월 중 90일 동안 정기보수를 하였다. 올해는 3분기에 크래커를 포함한 55일 동안의 대규모 정기보수가 있다. 정기보수 기간 중 PE 40만톤 신설, PP 11만톤 증설 등을 완료할 계획이다.</p>
<p>Q10 CAP #2 프로젝트 지연 가능성이 있나?</p>	<p>지연도 가능하다. 자금 조달 등에서 복잡하게 고려해야 할 것이 있다. 2020년 FID를 완료할 것이며, 신중히 진행할 계획이다.</p>
<p>Q11 Cilegon 단지 전체 규모는?</p>	<p>145 헥타르 정도 된다.</p>

CAP 투자지표 및 재무제표

Share Price Performance(IDR)

Price	5025.00	1M Return	-10.7%
52 Week High	6425.00	6M Return	4.0%
52 Week Low	4300.00	52 Wk Return	-16.0%
52 Wk Beta	N/A	YTD Return	-16.3%

Current Capitalization(IDR, 주)

Common Shares Outstanding (M)	17,833.52
Market Capitalization (M)	6,309.47
Cash and Equivalents (M)	726.71
Total Debt (M)	608.07

Valuation Ratios(x)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
P/E	29.5x	16.7x	23.6x	39.3x	33.7x	29.2x	44.2x
EV/EBIT	16.1x	12.1x	16.5x	22.8x	20.7x	17.0x	22.6x
EV/EBITDA	8.9x	10.3x	14.1x	18.1x	16.5x	13.5x	14.4x
P/S	0.6x	2.6x	3.1x	2.9x	3.1x	2.8x	2.3x
P/B	0.9x	4.4x	4.7x	4.1x	3.4x	3.0x	2.9x
Div Yield	1.29%	2.99%	1.21%		0.89%	0.97%	0.57%

수익성 비율(%)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
Gross Margin	10.6	25.6	22.5	15.4	15.7	16.6	13.4
EBITDA Margin	10.4	25.8	22.5	15.6	19.0	21.4	16.3
Operating Margin	5.8	22.0	19.2	12.4	15.1	17.0	10.4
Profit Margin	1.9	15.5	13.2	7.1	10.1	11.2	8.5
ROA	1.4	15.0	12.5	5.9	7.4	8.3	7.8
ROE	3.0	29.8	22.8	10.6	11.1	12.2	10.6

재무제표

손익계산서(MIDR)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
매출액	18,457,999	25,674,370	32,359,469	36,222,362	29,201,449	31,617,328	38,619,379
매출총이익	1,952,612	6,574,660	7,292,113	5,561,641	4,590,140	5,239,453	5,174,997
영업이익	1,061,490	5,636,605	6,212,727	4,483,054	4,439,197	5,383,707	4,016,529
세전이익	748,987	5,327,542	5,697,292	3,687,227	3,838,038	4,828,305	4,411,828
순이익	351,802	3,991,803	4,270,257	2,596,676	2,957,690	3,541,564	3,264,753
EBITDA	1,915,953	6,632,344	7,275,013	5,649,305	5,556,382	6,754,383	6,300,091

재무상태표(MIDR)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
유동자산	5,772,985	9,376,802	19,417,062	20,136,079			
비유동자산	20,032,701	19,453,500	21,174,425	25,647,962			
자산총계	25,805,686	28,830,302	40,591,487	45,784,041			
유동부채	5,234,240	6,146,104	7,978,520	9,814,001			
비유동부채	8,283,086	7,226,014	9,937,013	10,433,051			
부채총계	13,517,326	13,372,118	17,915,533	20,247,052			
자본	12,288,360	15,458,185	22,675,953	25,536,989			

현금흐름표(MIDR)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
영업활동현금흐름	1,076,832	5,984,226	4,923,010	5,214,959			
투자활동현금흐름	-3,200,414	-942,844	-3,111,221	-5,366,501			
재무활동현금흐름	634,908	-2,355,646	5,463,853	-1,498,078			

자료: CAP, Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 추정치는 Bloomberg 컨센서스

>>> PT Lotte Chemical Titan

회사개요 및 사업 현황

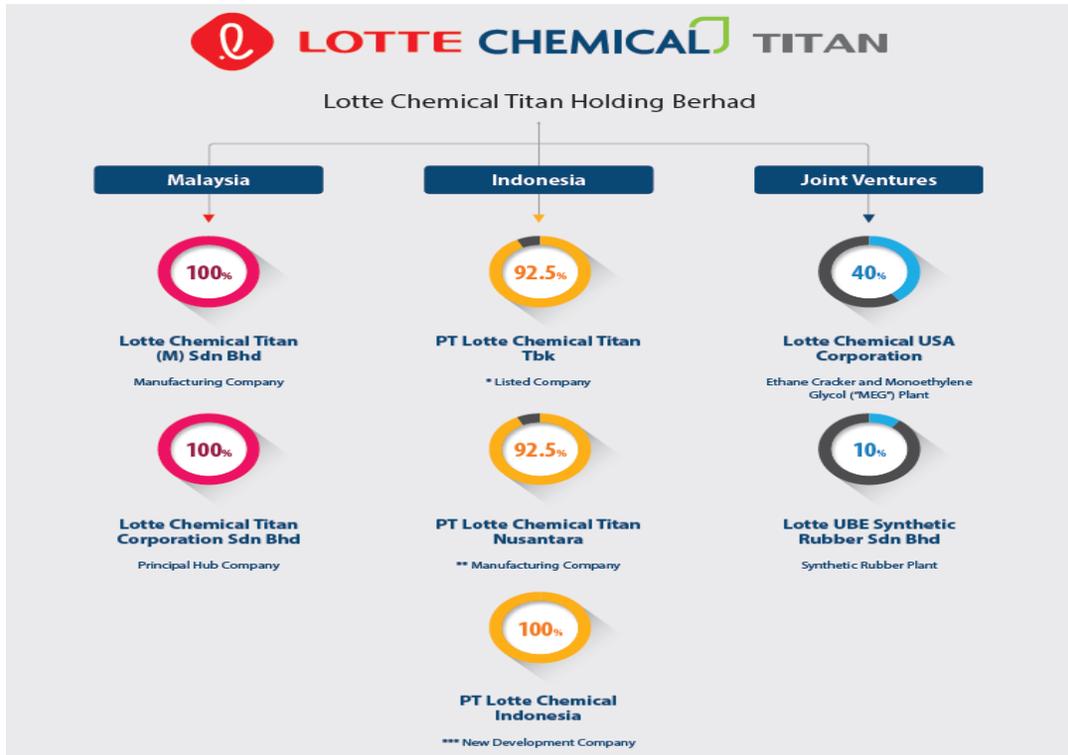
인도네시아 PT Lotte Chemical Titan은 1987년에 설립되었고, 그 자회사인 PT Lotte Chemical Titan Nusantara는 인도네시아의 첫 번째이자 가장 큰 PE 생산업체이다. 연산 45만톤의 HDPE/LLDPE 플랜트(3라인)를 보유하고 있으며, 인도네시아 PE 시장의 약 31%를 점유하고 있다. 한편 에틸렌 가격 강세로 현재 PE 플랜트 가동률은 높지 않은 상황이며, 에틸렌은 말레이시아 등 인근 지역에서 계약 및 현물 가격으로 구매를 하고 있다.

PT Lotte Chemical Titan 현황



자료: LCT, 키움증권 리서치

Lotte Chemical Titan 자회사 현황



자료: LCT, 키움증권 리서치

PT Lotte Chemical Titan 전경 사진 1



자료: LCT, 키움증권 리서치

PT Lotte Chemical Titan 전경 사진 2



자료: LCT, 키움증권 리서치

PT Lotte Chemical Titan 제품(HDPE) 사진



자료: LCT, 키움증권 리서치

PT Lotte Chemical Titan 제품(LLDPE) 사진

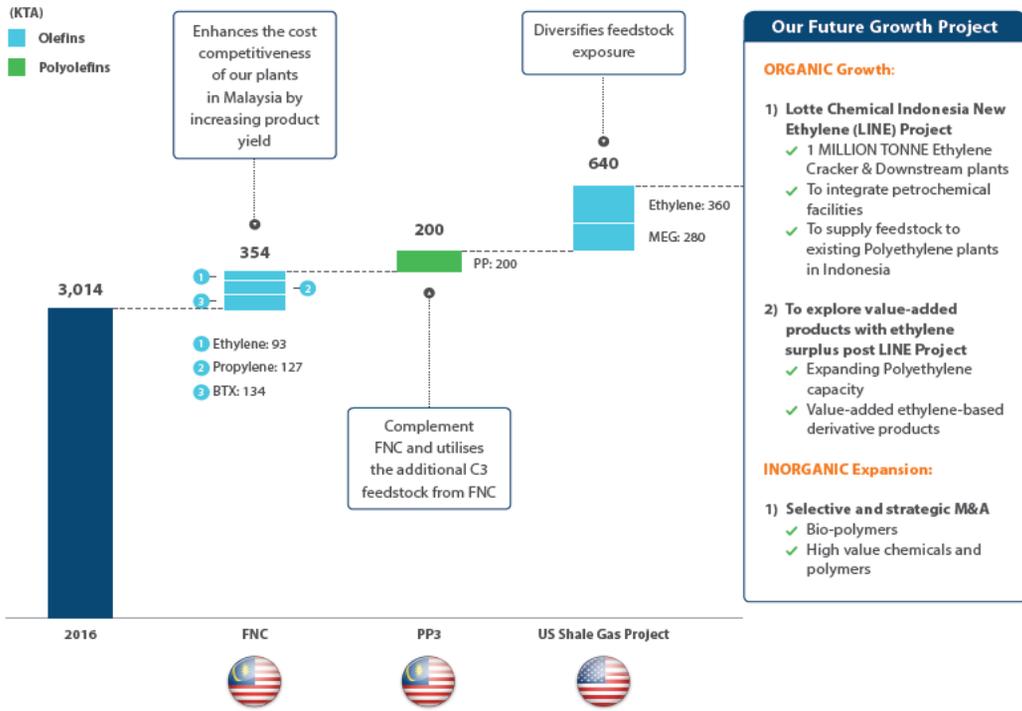


자료: LCT, 키움증권 리서치

전략

Lotte Chemical Titan은 고부가 제품 확대를 인도네시아 PE 설비 가동률 개선을 목표로 하고 있으며, 향후 약 30~40억 달러를 투입하여 인도네시아 Merak에 신규 나프타 크래커를 건설할 계획이다. 에틸렌 생산능력은 100만톤이며, 다운스트림 플랜트도 포함될 전망이다. LINE 프로젝트의 완공은 2023년이며, 완공 후 기존 PE 설비의 원재료 통합 효과 및 외부 원재료 공급자에 대한 의존도를 줄일 수 있을 것으로 보인다.

Lotte Chemical Titan 신증설 계획



자료: LCT, 키움증권 리서치

PT Lotte Chemical Titan LINE 프로젝트 부지 사진 1



자료: LCT, 키움증권 리서치

PT Lotte Chemical Titan LINE 프로젝트 부지 사진 2



자료: LCT, 키움증권 리서치

Q&A

Q1 BP가 회사를 매각한 이유는?	BP가 1990년 처음 공장을 세웠다. 이후 전부 다 매각을 시켰다. TPA 생산 공장도 분할해서 매각을 하였다. 매각 이유는 이익이 안되니까 팔았지만, 정확한 맥락은 잘 모르겠다.
Q2 LINE 프로젝트 업데이트는?	총 투자비는 35억 달러로 계획하고 있었으나, 추가적인 유도체 건설로 40억 달러를 초과할 것으로 보인다. 크래커 원재료는 나프타와 LPG로 크래커 규모를 고려하면, 원재료는 연간 300만톤 정도 투입될 것으로 예상된다. LPG는 계절에 따라 10~20% 정도 혼합 투입할 수 있을 것으로 보인다. 현재 부지 매입은 99% 정도 완료하였고, 나머지 1% 정도 남았다. FEED는 1년에 걸쳐 스테디를 완료하였고, 환경영향평가, Jetty Permit, Tax Holiday(20년 동안 법인세 면제) Acquisition을 완료하였다. EPC는 Bidding 단계이며, 올해 연말까지 EPC 업체를 선정할 예정이다. 한편 LINE 프로젝트의 상업 생산 목표는 2023년 하반기이다. 프로젝트 부지는 100헥타르 정도이며, 평으로는 대략 33만평 정도이다.
Q3 향후 추가 증설을 염두에 두고 있나?	추가 증설을 염두에 두고 있다. 크래커 증설이 될 것이고, 기타 유도체(MMA, PMMA, ABS 등)도 추가될 것으로 보인다. 또한 GTG 건설 계획도 있다.
Q4 기존 롯데첨단소재가 인수한 ABS 증설은 완료된 상태이나?	진행이 잘 안되고 있다. 매도자 측에 문제가 있어서 홀딩 상태로 보인다.
Q5 Chandra Asri가 PE 40만톤을 증설하는데, 향후 에틸렌은 어떻게 공급을 받을 것인가?	현재 Chandra Asri로부터 에틸렌을 받는 것은 없다. 대부분 말레이시아로부터 받고, 일부는 유럽 등에서 수입하고 있다.
Q6 에틸렌 구입 구조는?	일부 스팟으로 공급을 받고, 60~70% 정도는 Contract Term으로 공급을 받는다.
Q7 인도네시아 PE 공장 관련 간략한 소개 부탁?	2003년 Indika Group이 PT Peni를 인수하였고, 2010년 호남석유화학이 Titan을 인수하면서, LC Titan Nusantara로 사명이 변경되었다. PE 공칭 생산능력은 45만톤이며, 2018년에는 30.6만톤 정도 생산을 하였다. 작년 적은 생산을 하였지만, 이익이 많이 나지 않을 때는 생산을 줄이는 등 가동률을 탄력적으로 운영하면서, 오히려 실적이 개선되었다. 플랜트는 3개가 있으며, 제품별 생산능력은 HDPE 25만톤(12.5만톤*2), LLDPE 20만톤이다. 한편 Jetty가 바닷가 쪽에 있어, 원료를 저장하기 용이하다는 장점이 있다. 전체 인원은 344명이며, 생산은 300명이고, 나머지 영업/공무는 44명이다.

<p>Q8 보루네오 지역에서는 LNG가 안 나오나?</p>	<p>많이 나온다. 하지만 원료 등급이 안되어 있고, 연료로만 사용되고 있는 것으로 알고 있다. 수출을 많이 하고 있다.</p>
<p>Q9 Pertamina 크래커 신증설 계획은?</p>	<p>꽤 오래 전부터 이야기가 있었지만, 현실화가 안되고 있다. 정부 기업이라 의사결정 과정에 시간 소요가 커 보인다.</p>
<p>Q10 LINE 프로젝트 관련 차입/자기자본 비중은 어떻게 되나?</p>	<p>최종 결정이 나오면 공개될 것이다. 대략 자기자본 40%, 부채 60% 정도로 예상된다. 아직은 미정이다.</p>
<p>Q11 NCC 공급 과잉에 대한 우려가 있는데, 수급에 대한 관점은 어떤지?</p>	<p>시장을 보고 들어왔고, 당사와 Chandra Asri가 건설하더라고, 인도네시아는 공급이 부족한 상황이다. 다만 Petronas RAPID 프로젝트의 PE/PP 물량이 시장에 출회되면, 일부 인도네시아 지역으로 유입될 가능성이 있다.</p>
<p>Q12 한국 공시 자료 등을 보면, LINE 프로젝트 중 에틸렌은 30만톤 정도 잉여가 될 것으로 보인다. 추가적인 유도체 증설이 있는지?</p>	<p>잉여가 되는 에틸렌 등은 말레이시아 등에 공급할 것으로 예상된다. * 애널리스트 의견: 올해 4월 롯데케미칼의 공시 자료에 따르면, LINE 프로젝트의 총 투자비는 44억 달러로 에틸렌 100만톤, 프로필렌 52만톤, PE 25만톤, PP 40만톤, BD 13만톤 등이 건설될 전망이다.</p>
<p>Q13 말레이시아 RAPID 프로젝트가 화재 사고 등으로 지연되었다고 들었다. 영향은?</p>	<p>어느 정도 피해를 입었는지 파악해 보겠지만, 큰 피해는 없을 것으로 보인다.</p>
<p>Q14 인근 포스코와 협력 가능성이 있나?</p>	<p>제품은 아니고, 스팀 공급 등에서 협력을 할 수도 있다.</p>

PT Lotte Chemical Titan 재무제표

(Expressed in Thousands of United States Dollar)

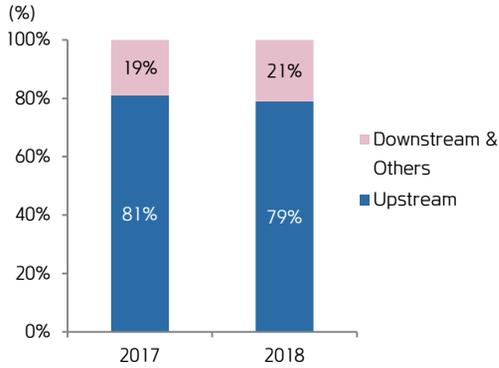
2018	2017	2016	2015	2014	
USD	USD	USD	USD	USD	
					CONSOLIDATED STATEMENT OF PROFIT
					OR LOSS AND OTHER COMPREHENSIVE INCOME
433,868	433,346	441,825	457,333	621,731	Net Revenue
18,105	6,798	13,499	17,819	7,929	Gross Profit
8,952	(2,879)	4,072	8,001	(3,705)	Income (Loss) from operations
6,125	(1,746)	2,169	2,980	(6,451)	Profit (Loss) for the Year
6,633	(2,042)	1,856	3,197	(6,653)	Comprehensive Income (Loss) Attributable to Owners of the Company
-	-	-	-	-	Comprehensive Income (Loss) Attributable to Non-controlling Interest
6,633	(2,042)	1,856	3,197	(6,653)	Total comprehensive income (loss)
5,566.40	5,566.40	5,566.40	5,566.40	5,566.40	Weighted average number of shares (million shares)
0.0011	(0.0003)	0.0004	0.0005	(0.0012)	Basic Earnings (Loss) per share (full amount)
					Financial Position
13,080	9,316	290	(13,962)	(32,752)	Net Working Capital
92,279	87,720	87,547	104,596	115,787	Current Assets
103,547	104,137	117,162	128,535	140,420	Non-Current Assets
195,826	191,857	204,709	233,131	256,207	Total Assets
79,199	78,404	87,257	118,558	148,539	Current Liabilities
14,092	17,551	19,508	18,485	14,777	Non-Current Liabilities
93,291	95,955	106,765	137,043	163,316	Total Liabilities
102,535	95,902	97,944	96,088	92,891	Net Equity
195,826	191,857	204,709	233,131	256,207	Total Liabilities and Equity
					Growth Ratio (%)
0.12	(1.92)	(3.39)	(26.44)	6.03	Net Revenue
166.33	(49.64)	(24.24)	124.73	(14.60)	Gross Profit
410.94	(170.70)	(49.11)	315.95	(56.13)	Income (Loss) from operations
450.80	(180.50)	(27.21)	146.19	(4.89)	Profit (Loss) for the Year
					Liquidity & Solvability Ratio (%)
116.52	111.88	100.33	88.22	77.95	Current Ratio
90.98	100.06	109.01	142.62	175.81	Debt to Equity
47.64	50.01	52.15	58.78	63.74	Debt to Assets
					Rentability & Profitability Ratio (%)
1.41	(0.40)	0.49	0.65	(1.04)	Profit (Loss) for the Year Margin
3.13	(0.91)	1.06	1.28	(2.52)	Return on Assets
5.97	(1.82)	2.21	3.10	(6.94)	Return on Equity

자료: LCT, 키움증권 리서치

실적 Breakdown

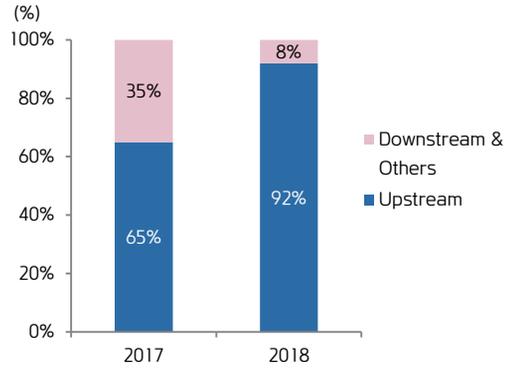
2018년 기준 매출액 비중은 업스트림 79%, 다운스트림(기타 포함) 21%이며, EBITDA 비중은 업스트림 92%, 다운스트림(기타 포함) 8%이다.

Pertamina Sales Breakdown



자료: Pertamina, 키움증권 리서치

Pertamina EBITDA Breakdown



자료: Pertamina, 키움증권 리서치

2018년 실적 Review

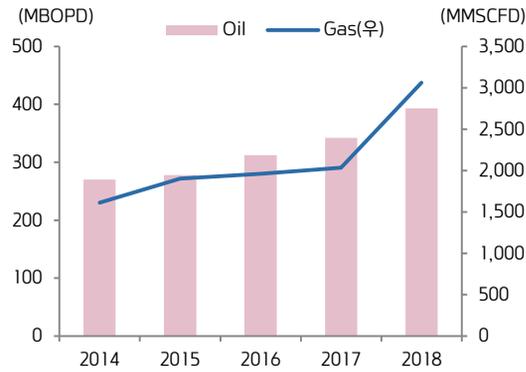
Pertamina의 2018년 EBITDA는 업스트림의 생산량 증가에 따른 매출액 증가에도 불구하고, 다운스트림의 수익성 악화로 전년 대비 1.1% 증가한 73억 달러를 기록하였다. 부문별로는 업스트림 EBITDA는 68억 달러로 작년 대비 43.1% 증가하였고, 다운스트림 EBITDA는 6억 달러로 작년 대비 76.9% 감소하였다.

Pertamina 2018년 실적 Review (단위: 십억 달러)

	2018	YoY	2017
ICP(\$/Bbl)	67.5	31.9%	51.2
환율(IDR/\$)	14,246.0	6.4%	13,384.0
매출액	56.1	21.9%	46.0
업스트림	44.3	18.9%	37.3
다운스트림	11.8	34.7%	8.7
COGS/OPEX	51.5	26.1%	40.8
영업이익	4.6	-11.6%	5.2
EBITDA	7.3	1.1%	7.3
업스트림	6.8	43.1%	4.7
다운스트림	0.6	-76.9%	2.5
Capex	3.8	1.9%	3.7

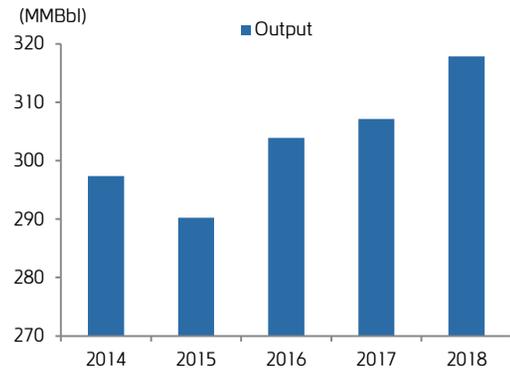
자료: Pertamina, 키움증권 리서치

Pertamina Oil/Gas 생산량 추이



자료: Pertamina, 키움증권 리서치

Pertamina 정유제품 생산량 추이

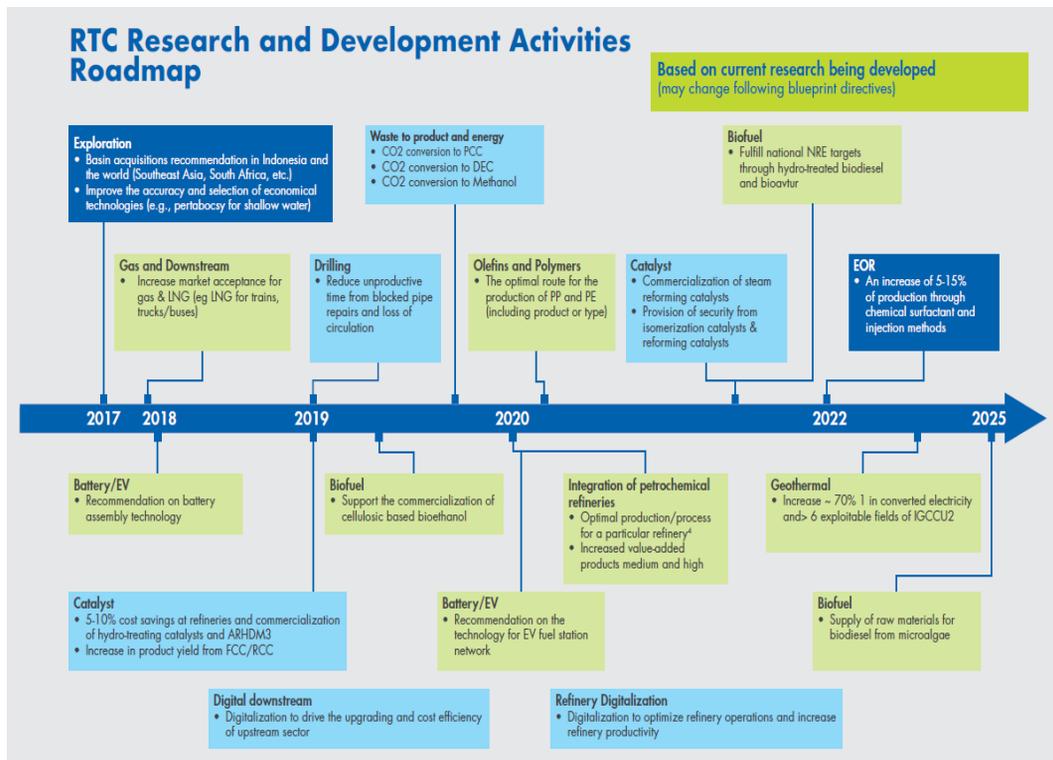


자료: Pertamina, 키움증권 리서치

전략

Pertamina는 인도네시아 업스트림/다운스트림 생산능력의 확대를 계획하고 있다. 업스트림에서는 기한이 지난 작업 구역에서 새로운 석유/가스의 운영자로서 계약을 체결(잠재 생산량 105 MBOEPD)하였으며, 로칸 블록 PSC의 운영자로서 2021년부터 2041년까지 경영권을 확보하였다. 또한 다운스트림에서는 인도네시아의 석유제품 수입 감소를 위하여, 현재 1.1MMbbl/d의 정제설비 생산능력을 향후 2MMbbl/d로 확대할 계획이다. East Java, East Kalimantan에 신규 정제설비를 건설할 계획이며, 기존 정제설비의 생산능력도 동시에 확대할 계획이다.

Pertamina 개발 로드맵



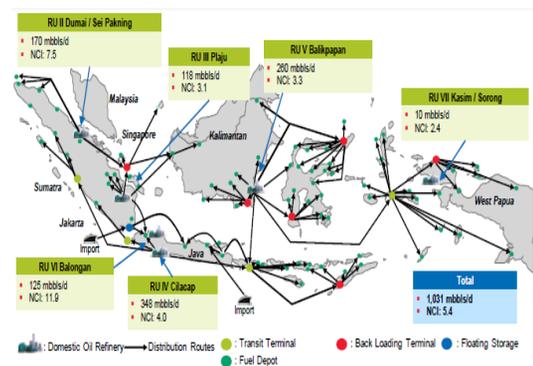
자료: Pertamina, 키움증권 리서치

E&P Working Area

Working Area	Location
Ogan Komering	South Sumatera
Tuban	East Java
Sanga-sanga	East Kalimantan
Southeast Sumatera	East Sumatera
Tengah	East Kalimantan
North Sumatera Offshore	Aceh
East Kalimantan & Attake	East Kalimantan

자료: Pertamina, 키움증권 리서치

Pertamina Refinery and Distribution Network



자료: Pertamina, 키움증권 리서치

Q&A

Q1 현재 Pertamina의 정유부문 생산능력과 가동률 및 향후 증설 계획은 어떤가?	Pertamina의 정유부문 생산능력은 110만Bbl/일이며, 가동률은 75% 수준이다. 향후 2024년까지 200만Bbl/일로 생산능력을 증설할 계획이다. 현재 6기의 정제설비 중 4기는 업그레이드/리벤핑을 할 것이고, 신규로 2기의 정제설비를 건설할 계획이다. 현재 당사는 인도네시아 국내에 6개의 정제설비를 보유하고 있다. 2개는 자바, 2개는 수마트라, 1개 보르네오, 1개 파푸아에 위치하고 있다.
Q2 인도네시아 원유 수급 상황은 어떤가?	현재 수요는 120만Bbl/일 수준이며, Pertamina가 인도네시아 시장의 50%를 점유하고 있다. 나머지 부족분은 싱가포르 등에서 수입하고 있다. 한편 인도네시아의 원유 생산량은 600~700kbpd 수준인데, Pertamina 또한 원유를 일부 수입해서 사용하고 있다.
Q3 석유화학 포트폴리오는?	프로필렌 60만톤, 벤젠 12.5만톤, PX 30만톤 수준이며, 일부 올레핀 설비를 보유하고 있다.
Q4 IPO 계획은 있나?	없다. IPO를 한다면 주요 사업이 아닌 자회사 정도는 가능할 것으로 보인다.
Q5 IMO에 대한 계획은?	정제설비의 건설 등을 통하여 대비를 하고 있다.
Q6 태양광, 지열 발전 등 대체 발전에 대한 계획은 있나?	Pertamina Geothermal Energy라는 자회사를 보유 중이고, 전체 생산능력은 600MW 정도이다.
Q7 윤활기유에 대한 확장 계획은?	현재 자카르타에 윤활기유 플랜트를 보유하고 있다. 인도네시아는 윤활기유 부족이 크지 않은 상황이다. 현재 생산능력은 45만톤이며, 대부분 Group II이다. * 애널리스트 의견: Pertamina는 Group I 기준 43만톤 규모의 윤활기유 생산능력을 보유하고 있고, SK이노베이션(지분 65%)과 합작 Group III 플랜트(35만톤, PATRASK)에 원재료(UCO) 등을 공급하고 있다.

<p>Q8 정부가 소유한 기업인데, 이익에 대한 배당은 어떻게 하는지?</p>	<p>배당을 정부에 지급하며, 배당성향은 30% 수준이다.</p>
<p>Q9 석유화학 생산능력에 대한 증설 계획은 있는지?</p>	<p>East Java에 러시아 Rosneft Oil과 JV 파트너십을 맺고, 연산 30만B/D 규모의 정제설비와 석유화학 생산 시설 건설 프로젝트를 진행하고 있다. 참고로 러시아 회사가 아시아에 JV 등을 통한 시장 진입은 처음이며, 인도 등에는 이미 진출한 것으로 보인다.</p>
<p>Q10 Nelson Complexity Index는?</p>	<p>작년 5.4 정도 수준이다.</p>

Pertamina 투자지표 및 재무제표

Share Price Performance(IDR)

Price	N/A	1M Return	N/A
52 Week High	N/A	6M Return	N/A
52 Week Low	N/A	52 Wk Return	N/A
52 Wk Beta	N/A	YTD Return	N/A

Current Capitalization(IDR, 주)

Common Shares Outstanding (M)	133.09
Market Capitalization (M)	
Cash and Equivalents (M)	5,7473.45
Total Debt (M)	11,453.46

Valuation Ratios(x)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
P/E	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBIT	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
P/S	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
P/B	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Div Yield	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

수익성 비율(%)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
Gross Margin	14.3	23.4	17.5				
EBITDA Margin	13.3	23.3	16.2				
Operating Margin	9.4	17.0	11.1				
Profit Margin	3.4	8.6	5.9				
ROA	3.0	6.8	5.2				
ROE	7.5	15.3	11.2				

재무제표

손익계산서(MIDR)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
매출액	559,575,077	485,290,736	574,792,547				
매출총이익	80,025,396	113,619,386	100,540,704				
영업이익	52,539,334	82,378,079	63,771,920				
세전이익	40,293,761	65,775,491	47,691,980				
순이익	19,323,436	42,064,775	34,153,851				
EBITDA	74,700,985	112,861,605	92,853,495				

재무상태표(MIDR)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
유동자산	198,555,338	219,902,964	234,893,120				
비유동자산	432,165,962	419,634,645	460,996,869				
자산총계	630,721,300	639,537,609	695,889,989				
유동부채	118,423,674	109,770,892	127,958,047				
비유동부채	242,443,859	230,877,080	244,179,444				
부채총계	360,867,533	340,647,972	372,137,491				
자본	269,853,767	298,889,637	323,752,498				

현금흐름표(MIDR)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
영업활동현금흐름	94,292,814	100,288,421	41,937,609				
투자활동현금흐름	-47,088,356	-30,384,451	-29,568,216				
재무활동현금흐름	-54,274,375	-41,341,749	-12,800,146				

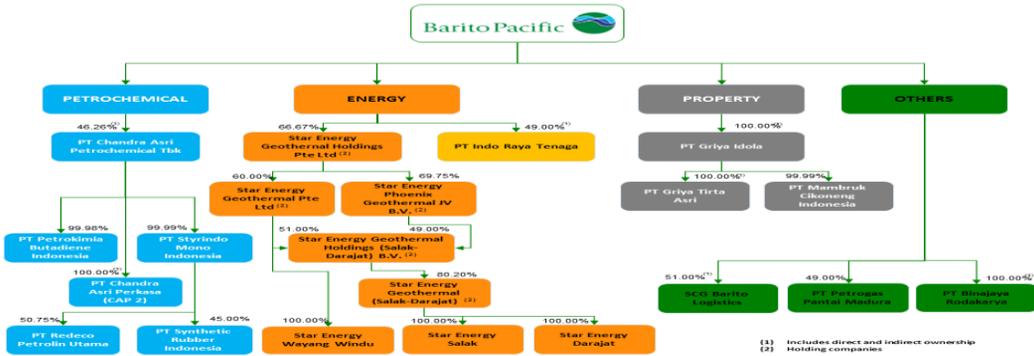
자료: Pertamina, Bloomberg, 키움증권 리서치

>>> Barito Pacific(BRPT IJ)

회사개요 및 사업 현황

인도네시아 Barito Pacific은 석유화학, 목재 제조, 벌목, 접착제, 부동산 및 전력 사업 등을 영위하는 다각화 업체이다. Chandra Asri의 최대 주주로 석유화학부문에서는 올레핀/폴리올레핀 사업을 하고 있다. 또한 작년 Star Energy 인수로 신규 Cash Cow를 확보하였고, 중장기적으로 Indonesia Power와 함께 석탄화력 발전소를 건설할 계획이다.

Barito Pacific 그룹 구조



자료: BRPT, 키움증권 리서치

Star Energy 자산 현황

Operating assets		
Wayang Windu <ul style="list-style-type: none"> Bandung Regency, West Java 227 MW total installed capacity <ul style="list-style-type: none"> Unit 1 (Power): 110 MW Unit 2 (Power): 117 MW SEGHPL effective ownership: 60.00% Tariff increase of USC3.11/kWh effective April 2016 	Salak <ul style="list-style-type: none"> Sukabumi Regency and Bogor Regency, West Java 377 MW total installed capacity <ul style="list-style-type: none"> Units 1 to 3 (Steam): 3 x 60 MW⁽¹⁾ Units 4 to 6 (Power): 3 x 65.6 MW SEGHPL effective ownership: 51.95% Acquired from Chevron on 31 March 2017 	Darajat <ul style="list-style-type: none"> Garut Regency and Bandung Regency, West Java 271 MW total installed capacity <ul style="list-style-type: none"> Unit 1 (Steam): 55 MW Unit 2 (Power): 95 MW Unit 3 (Power): 121 MW SEGHPL effective ownership: 51.95% Acquired from Chevron on 31 March 2017 and from PT DGI on 27 September 2017
Exploration projects		
<ul style="list-style-type: none"> Both PT Star Energy Geothermal Suoh Sekincau and PT Star Energy Geothermal Indonesia have completed the preliminary survey ("PSP") and have right to match the best tender offer for the license to develop the resource area 		

자료: BRPT, 키움증권 리서치

2018년 실적 Review

Barito Pacific의 2018년 EBITDA는 8.13억 달러로 작년 대비 10% 감소하였다. 작년 하반기 유가 상승에 따른 원재료 가격 상승으로 석유화학부문 실적이 둔화되었기 때문이다. 다만 EBITDA 마진율은 26.4%로 높은 수준을 유지하였다. 1) 유가 상승으로 평균 판매가격 상승하여 매출액이 전년 대비 8% 증가하였고, 2) 일부 트러블 및 정기보수를 제외하면 석유화학은 90%, 스타 에너지는 95% 이상의 높은 가동률을 유지하였으며, 3) 부타디엔 플랜트가 작년 6월 약 37% 증설된 효과가 발생하였고, 4) 작년 하반기부터 마진율이 높은 에너지사업이 추가되었기 때문이다.

Barito Pacific 2018년 실적 Review (단위: 백만 달러)

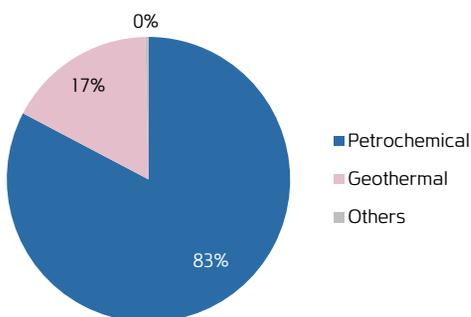
	2018	YoY	2017	YoY	2016
매출액	3,076	8%	2,852	35%	2,106
매출총이익	805	-8%	879	44%	612
EBITDA	813	-10%	899	39%	649
순이익	242	-35%	375	14%	328

자료: BRPT, 키움증권 리서치

실적 Breakdown

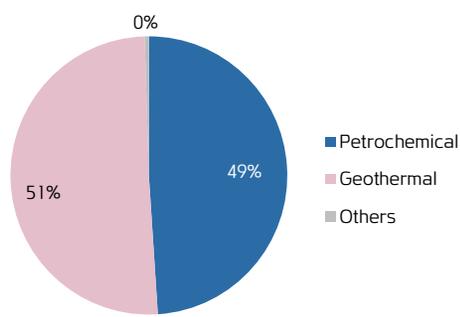
2018년 기준 매출액 비중은 석유화학(CAP) 83%, 에너지(Star Energy) 17%, 기타 0%이며, EBITDA 비중은 석유화학 49%, 에너지 51%, 기타 0%이다. 한편 에너지부문의 EBITDA 마진율은 80%에 육박한다.

Barito Pacific Sales Breakdown



자료: BRPT, 키움증권 리서치

Barito Pacific EBITDA Breakdown

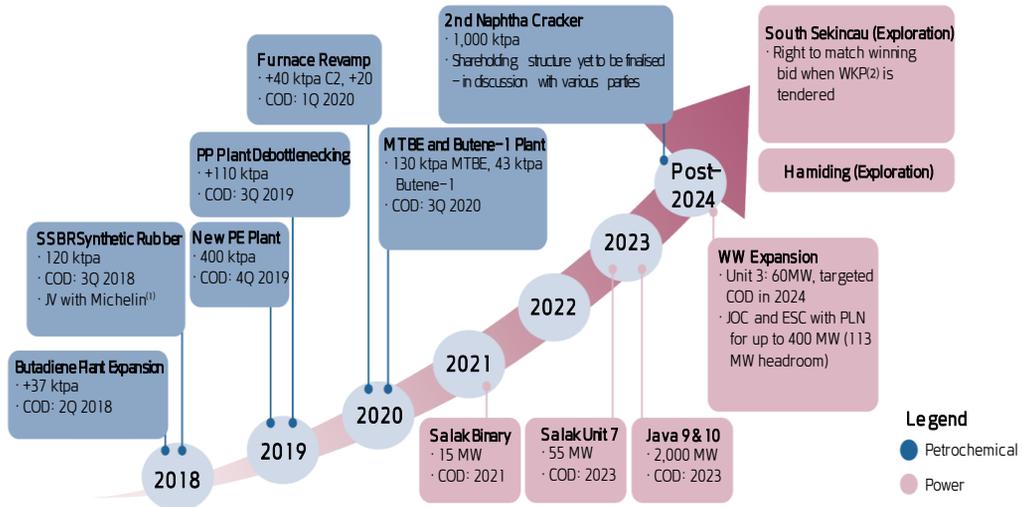


자료: BRPT, 키움증권 리서치

전략

Barito Pacific은 석유화학부문의 경우 지속적인 확장과 디보틀넥킹을 추진할 계획이다. 작년에는 부타디엔 3.7만톤, SSBR 12만톤을 신증설하였고, 올해는 PP 디보틀넥킹, 신규 PE 플랜트를 완공할 계획이며, 내년에는 크래커 램프업 및 MTBE/Butene-1 플랜트를 건설할 계획이다. 또한 에너지부문도 Wayang Windu(Unit 3), Salak(Binary, Unit 7)을 확장하고, 지온탐사를 확대할 계획이다. 그리고 중장기적으로 Indonesia Power와 함께 석탄화력 발전소를 건설할 계획이다.

Barito Pacific 석유화학/발전 사업 신증설 계획



자료: BRPT, 키움증권 리서치

Q&A

<p>Q1 전력 사업을 수행하는데 있어서, Barito Pacific과 인도네시아 정부와의 관계는 어떤가?</p>	<p>Java 9 & 10 프로젝트의 파트너십을 맺고 있는 Indonesia Power는 인도네시아 정부 산하의 자회사이다. 또한 PLN은 Geothermal Business에서 Star Energy의 최대 고객이기도 하고, Pertamina와 Star Energy는 Geothermal Business에서 파트너십을 맺고 있는 등 장기간 동안 깊은 유대 관계를 유지하고 있다.</p>
<p>Q2 Java 9 & 10 전력 프로젝트 관련 매출액 등의 가이던스는?</p>	<p>100% 가동 가정 시 연간 EBITDA 4~4.5억 달러 수준이 예상된다.</p>
<p>Q3 현재 회사는 석유화학 중심에서 전력 중심으로 변경되고 있나?</p>	<p>과거에는 석유화학 중심이었으나, 작년 Star Energy를 인수하면서, 통합된 전력 회사로 변화하고 있는 중이다. 석유화학도 안정적인 사업이지만, 전력은 변동 폭이 더 작고, 안정적인 영업현금흐름을 창출하고 있다.</p>
<p>Q4 회사의 지분 관계는 어떻게 되나?</p>	<p>Prajogo Pangestu(회장)이 71%를 보유하고 있고, 방콕은행 등 일부 투자자가 20%를 수준을 보유하고 있으며, 기타 유동 주식은 10% 정도이다.</p>
<p>Q5 전력 생산 비용은 어떻게 되나?</p>	<p>지열 발전과 석탄 발전이 다르다. 구체적으로 언급하기는 어려우나, 대략 설명하자면 전력에 대한 비용을 구하는 방식(메커니즘)은 계수*시간*총 전력 등인데, Operating Cost는 이러한 총 전력에 일정한 상수를 곱하는 방식으로 구한다. 대략 2/3 정도 수준이다. 당사의 EBITDA 마진율을 고려하면, 윤곽을 알 수 있을 것이다.</p>
<p>Q6 배당 정책은?</p>	<p>경우에 따라 다르나, 배당 성향은 40% 수준이다.</p>
<p>Q7 Geothermal 세계 업체 현황은 어떻게 되나?</p>	<p>설치 생산능력을 고려하면, 필리핀 EDC가 1위, 미국 CFE Geothermal이 2위이나, 가동률이 50~60% 수준에 그치고 있다. 실제적인 생산량에서는 당사가 세계 1위에 해당한다.</p>
<p>Q8 Geothermal Power 사업이 잘 되는 것은 화산/지진 불의 고리와 영향이 있나?</p>	<p>영향이 있다. 그러나 화산 활동이 활발하다고, 무조건 좋은 것은 아니다. 대부분의 인도네시아 지열 발전은 자바섬 서부에 위치하고 있다. 자바섬 동부는 활화산이 많다. 활화산이 많은 지역은 산도가 높고, 파이프 등의 내구성이 버티지를 못하는 단점이 있다. 하지만 자바섬 서부에는 오랜 기간 동안 휴면 상태의 화산이 많아서, 지열 발전을 하기 좋은 조건을 갖추고 있다.</p>
<p>Q9 Star Energy는 인도네시아에서 가장 큰 사업자 인가?</p>	<p>그렇다. 전체 생산능력은 1,400MW 수준이고, 인도네시아 M/S의 50% 이상이다.</p>

BRPT 투자지표 및 재무제표

Share Price Performance(IDR)

Price	4010.00	1M Return	9.6%
52 Week High	4170.00	6M Return	115.9%
52 Week Low	1510.00	52 Wk Return	65.4%
52 Wk Beta	N/A	YTD Return	66.4%

Current Capitalization(IDR, 주)

Common Shares Outstanding (M)	17,691.10
Market Capitalization (M)	5,028.16
Cash and Equivalents (M)	800.57
Total Debt (M)	2,654.11

Valuation Ratios(x)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
P/E	-4.2x	5.7x	19.5x	15.7x	67.8x	42.3x	56.5x
EV/EBIT	16.2x	3.9x	7.4x	9.5x	10.4x	8.7x	8.3x
EV/EBITDA	7.4x	3.2x	6.1x	8.2x	8.9x	8.2x	6.9x
P/S	0.0x	0.4x	0.9x	0.8x	1.5x	1.4x	1.4x
P/B	0.1x	0.9x	2.2x	2.5x	2.7x	2.5x	3.2x
Div Yield	0.00%	0.00%	1.26%	0.00%	0.43%	0.43%	0.53%

수익성 비율(%)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
Gross Margin	9.9	24.9	22.0	26.2	26.4	26.7	26.7
EBITDA Margin	10.1	25.4	21.9	25.2	25.6	25.8	27.1
Operating Margin	4.6	20.8	18.1	21.5	22.0	24.2	22.7
Profit Margin	-0.4	6.7	4.8	2.3	5.4	6.0	4.7
ROA	-0.2	5.5	3.8	1.4	4.9	5.1	6.5
ROE	-0.8	16.9	12.4	6.4	6.8	7.4	9.7

재무제표

손익계산서(MIDR)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
매출액	18,840,753	26,086,299	32,818,909	43,804,362	41,249,534	44,920,175	45,537,125
매출총이익	1,863,965	6,483,392	7,220,410	11,471,616	10,900,448	11,995,422	11,995,422
영업이익	865,584	5,429,743	5,954,655	9,431,545	9,120,605	10,957,986	10,384,988
세전이익	465,439	5,054,749	5,156,824	6,457,907	5,991,616	5,500,844	4,902,494
순이익	68,093	3,721,417	3,744,894	3,676,987	2,212,549	2,682,392	2,138,854
EBITDA	1,900,624	6,638,742	7,197,316	11,020,420	10,560,152	11,583,696	12,353,119

재무상태표(MIDR)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
유동자산	6,214,071	9,867,586	20,437,127	29,474,102			
비유동자산	25,005,224	24,938,202	29,062,979	72,128,267			
자산총계	31,219,295	34,805,789	49,500,106	101,602,370			
유동부채	5,619,458	7,373,424	11,863,995	16,856,709			
비유동부채	9,029,023	7,821,462	10,230,487	45,763,165			
부채총계	14,648,481	15,194,886	22,094,482	62,619,875			
자본	16,570,814	19,610,903	27,405,624	38,982,495			

현금흐름표(MIDR)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
영업활동현금흐름	1,091,302	5,833,705	4,569,753	7,886,822			
투자활동현금흐름	-3,293,898	-1,827,697	-5,750,304	-5,439,524			
재무활동현금흐름	678,615	-1,329,661	8,868,295	-3,952,412			

자료: BRPT, Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 추정치는 Bloomberg 컨센서스

>>> Formosa Petrochemical (6505 TT)

회사개요 및 사업 현황

Formosa Petrochemical은 1992년에 설립되었다. 석유제품 판매/생산 및 나프타 크래커를 통한 올레핀/방향족 사업을 영위하고 있다. Formosa Petrochemical은 대만 최초의 민간 소유 정제 업체이자, 역내 선도적인 에틸렌 제조 업체이다. 또한 발전 사업을 통하여, 전기/스팀/유틸리티를 No.6 Naphtha 크래커 단지 및 외부에 판매하고 있다. 참고로 Formosa Petrochemical은 2003년 12월 대만 증권거래소에 상장하였다.

Formosa Group 석유화학 생산능력 (단위: 천배럴/일, 천톤)

	FPCC	FPC	FCFC	NYP
에틸렌	2,935			
프로필렌	2,367			
부타디엔	447			
벤젠			1,280	
PX			1,720	
OX			480	
가성소다		1,938		
페놀/아세톤			1,131	
BPA				570
MEG				2,160
TPA			2,500	
SM			1,200	
AN		280		
ABS			410	
MMA/PMMA		98		
PC			200	
PE		1,341		
PP		850		
PS			510	
PVC		2,040		
CDU	540			
Hydrocracker	126			
FCC	168			

자료: Formosa, 키움증권 리서치

Formosa Petrochemical 정제설비 전경



자료: FPCC, 키움증권 리서치

Formosa Petrochemical NCC 전경



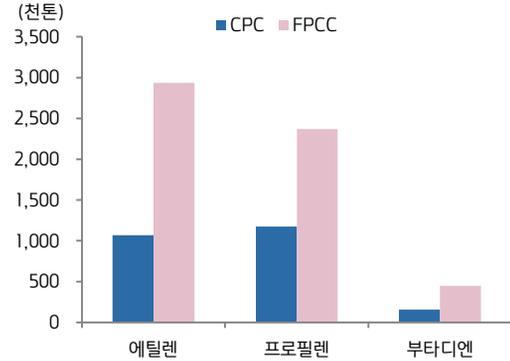
자료: FPCC, 키움증권 리서치

Formosa Petrochemical 본사 사진



자료: FPCC, 키움증권 리서치

대만 올레핀 생산능력 현황



자료: 대만석유화학공업협회, 각사, 키움증권 리서치

2018년 실적 Review

Formosa Petrochemical의 2018년 영업이익은 665억 대만 달러로 전년 대비 27.5% 감소하였다. 작년 하반기 유가 하락에 따른 정유부문 재고평가손실 발생, 휘발유 크랙 감소 및 올레핀 스프레드 축소 등에 기인한다. 또한 전년 대비 RDS, RFCC, Base Oil의 정기보수 기간이 길어, 생산량 감소 현상도 동시에 발생한 것으로 보인다.

Formosa Petrochemical 실적 Review (단위: 백만 대만 달러)

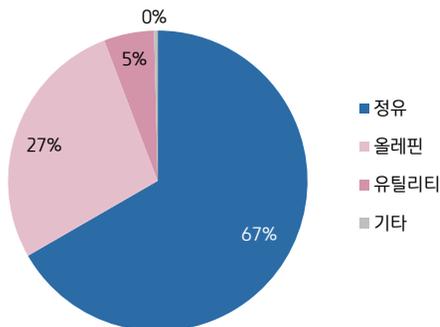
	1Q19	4Q18	QoQ	2018	2017	YoY
매출액	169,117	192,027	-11.9%	767,550	624,108	23.0%
영업이익	10,544	-6,112	흑자전환	66,469	91,657	-27.5%
순이익	9,218	-4,148	흑자전환	60,071	80,175	-25.1%
EPS	0.97	-0.43	1.40	6.31	8.42	-2.11

자료: FPCC, 키움증권 리서치

실적 Breakdown

2018년 기준 매출액 비중은 정유 67%, 올레핀 27%, 유틸리티 및 기타 6%이다.

Formosa Petrochemical Sales Breakdown



자료: FPCC, 키움증권 리서치

Formosa Petrochemical 생산능력 현황

구분	제품	생산능력	비고
정유	Gasoline	6,000,000	KL
	Diesel	10,000,000	KL
	Aviation fuel/kerosene	2,500,000	KL
	Fuel Oil	1,000,000	KL
	LPG	730,000	MT
	Lube Base Oil	650,000	MT
	Food Grade White Oil	50,000	MT
화학	Ethylene	2,935,000	MT
	Propylene	2,367,500	MT
	Butadiene	447,000	MT
	Isoprene	60,800	MT

자료: Formosa, 키움증권 리서치

전략

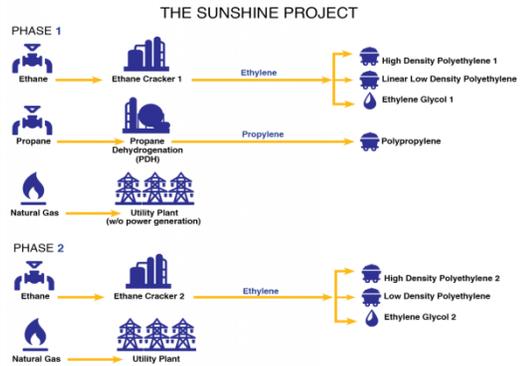
Formosa Petrochemical은 올해 MTBE와 HHCR(Idemitsu JV)을 각각 8,100BPD, 3.6만톤 신증설하는 등 유도체 생산능력을 확대할 계획이다. 또한 중장기적인 성장을 위하여, 94억 달러를 투자해 미국 루이지애나주에 석유화학 단지 건설을 진행하고 있다. Sunshine 프로젝트라고도 불리는 이 프로젝트는 1단계는 에틸렌 120만톤, 프로필렌 60만톤, MEG 90만톤, PP 60만톤, PE 80만톤 플랜트가 건설될 전망이며, 2단계는 에틸렌 120만톤, MEG 90만톤, PE 80만톤 플랜트가 추가될 것으로 예상된다.

Formosa Petrochemical 증설 계획

Project	Major Product	Current Capacity	Expansion	Completion Date	Total Investment
MTBE	MTBE	7,650 (bpd)	8,100 (bpd)	2019	NTD \$2 Bn
JV with Idemitsu	HHCR (Hydrogenated Hydro Carbon Resin)	new	36,000 (MTY)	2019	NTD \$4.3 Bn

자료: FPCC, 키움증권 리서치

The Sunshine Project 구조



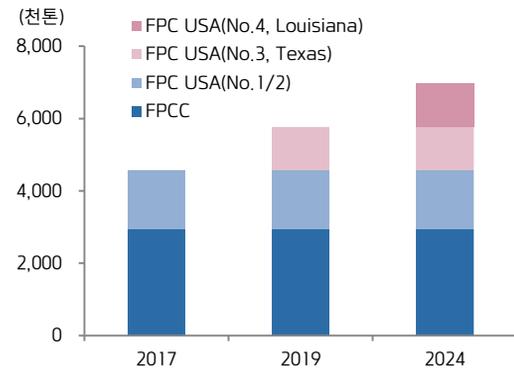
자료: FPCC, 키움증권 리서치

The Sunshine Project 생산능력 전망 (단위: 천톤)

구분	제품	생산능력	비고
Phase 1	에틸렌	1,200	2022~2024
	프로필렌	600	2022~2024
	HDPE	400	2022~2024
	LLDPE	400	2022~2024
	EG	900	2023
	PP	600	2024
Phase 2	에틸렌	1,200	2028
	HDPE	400	2028
	LLDPE	400	2028
	EG	900	2028

자료: FPCC, 키움증권 리서치

Formosa 그룹 에틸렌 생산능력 추이/전망



자료: Formosa, 키움증권 리서치

Q&A

Q1 회사에 대한 간략한 소개 부탁?

Formosa Plastics 그룹 내 5개 회사 중 가장 역사가 짧은 회사로 1992년에 설립되었다. 중동으로부터 원유를 공급받아, 정제설비와 업스트림 석유화학 제품을 생산/판매하는 회사이다. 회사 주식의 80% 이상은 Formosa Plastics 그룹의 관계 회사가 보유(Formosa Plastics Corp. 28.6%, Formosa Chemicals & Fibre Corp. 24.2%, Nan Ya Plastics Corp. 23.1%, Chang Gung Medical Foundation 5.79% 등)하고 있다.

<p>Q2. 사업부문별 소개는?</p>	<p>첫 번째, 정유사업은 총 생산능력이 54만B/D이다. 내수/수출 비중은 65%/35%이며, 수출의 대부분은 필리핀, 인도네시아, 싱가포르 등 동남아시아로 공급된다. 두 번째, 석유화학사업은 Mailiao에 위치한 NCC에서 주도하고 있다. 에틸렌 생산능력은 295만톤으로 100% Formosa 그룹에 공급된다. 프로필렌은 대부분 자체 Formosa 그룹에 판매되고, 일부 Ningbo에 있는 Formosa Chemicals & Fibre Corp에 수출된다. 부타디엔은 50% 정도 자체 소비하고, 50%는 금호석유화학 등 외부에 판매하고 있다. 세 번째, 유틸리티 등 전력사업은 그룹 사 등에 전력을 공급하고 있다.</p>
<p>Q3. 올레핀만 생산하고, PE/PP는 생산하지 않는가?</p>	<p>그렇다. 관계 회사인 FPC, FCFC가 PE/PP를 생산한다. 석유화학의 기초유분을 생산해서, 관계사로 공급하는 구조를 보유하고 있다.</p>
<p>Q4. 부타디엔 생산능력은?</p>	<p>연산 45만톤 정도 된다.</p>
<p>Q5. 방향족의 경우는?</p>	<p>FCFC에 수년 전 분리되었다. Formosa 그룹의 역사를 보면, PVC/PE/PP 등 다운스트림에서 아로마틱, 정제설비 등으로 확장을 시켜 나갔다. FPCC가 가장 역사가 짧은 이유이기도 하다.</p>
<p>Q6. 정유업에 대한 올해 전망은 어떻게 보나?</p>	<p>올해 상반기에는 중국 등으로부터 정제설비 생산능력 등의 신증설 물량이 나오며 스프레드가 압박을 받을 것이나, 하반기에는 IMO 등의 이슈로 인하여 점차 개선되는 모습이 나올 것으로 예상하고 있다. 올해 4분기부터 LSFO에 대한 수요가 점진적으로 증가하며, 2020년부터 본격적인 변화가 일어날 것으로 전망하고 있다. 가솔린의 경우 최근 변동 폭이 큰 편이다. 올해 2월까지 좋지 않았지만, 최근 일부 회복세를 보이고 있다. 기본적으로 과거 대비 나프타, 가솔린은 좋지 않을 것으로 예상하나, 인도네시아/인도 등의 정치적인 이유 등도 있고, 완전히 비관적으로 보고 있지는 않다. 참고로 회사의 올해 1분기 정제마진은 배럴 당 7.2 달러로 작년 10달러를 넘었던 것에 비해서는 낮은 수준이다.</p>
<p>Q7. 루이지애나 프로젝트에 대한 업데이트는?</p>	<p>현재 대기 환경 허가를 기다리고 있고, 올해 3분기 정도에 마무리될 것으로 예상된다. 마무리 후에 착공하고, 3~4년 정도의 시간이 걸릴 것으로 전망하고 있다.</p>
<p>Q8. IMO에 대한 대비는?</p>	<p>FPCC는 복합 정제설비를 보유하고 있어서, 이미 고유황유 생산 비중이 4% 이하로 낮아졌다. 2년 전 SK, S-Oil이 IMO에 대비 차원에서 RUC 등을 건설한 것을 알고 있는데, 대만은 한국처럼 추가적인 정제설비를 건설할 여지가 많지 않다.</p>

<p>Q9 HHCR(수첨석유수지)의 사용처는 어디인가?</p>	<p>HHCR의 경우 의료 등 특수용 접착제 등에 원료로 사용되고, 원료로 C5 등을 사용한다. 증설하는 생산능력은 3.6만톤 수준으로 크지 않으나, 동 제품의 영업이익률은 30%가 넘을 것으로 예상된다.</p>
<p>Q10 배당성향이 높은 이유는?</p>	<p>이익잉여금에 대해서 15%의 세금을 내야 하기 때문에 대부분 주주에게 환원하는 편이다. 과거에는 90% 이상을 주었으나, 최근에는 업황의 변동성이 커서, 얼마를 주겠다고 언급하기는 어려운 상황이다.</p>
<p>Q11 중국의 직접 진출 계획은 있나?</p>	<p>중국 본토 및 대만 일부 NCC/정제설비는 국영이어서, 직접적인 진출 계획은 없다. 다만 일부 다운스트림은 중국에 확대하기로 결정한 부분은 있다.</p>
<p>Q12 원유는 어디에서 수입하나?</p>	<p>90% 이상 중동(사우디, 쿠웨이트, UAE 등)에서 조달하고 있다. 작년 일부(One Vessel) 미국에서 들어 왔다. 그 당시에는 배럴 당 15~20 달러의 디스카운트가 있었기 때문이다. 당사의 정제설비는 헤비 크루드를 사용하도록 설계되어 있기 때문에, 특별한 메리트가 있지 않은 이상 중동산 원유 투입 비중은 유지될 것으로 보인다.</p>
<p>Q13 E&P에 대한 계획은 있는가?</p>	<p>텍사스 등 일부 지역에 계획이 있긴 하지만, 타사에 비해 적극적이라고 할 수는 없다. S-Oil은 아람코가 많은 지분을 가지고 있기 때문에 그렇게 할 수 있는 여지가 많다고 생각하고, SK는 포트폴리오가 다각화된 부분이 있는 것 같다.</p>
<p>Q14 윤활기유에 대한 전망은?</p>	<p>윤활기유 마진은 경우 작년과 비슷하다고 본다. 특별히 수요가 강한 것은 아니고, 이미 공급 과잉 상태이다. 현재 당사는 Group II/III를 생산하고 있다. 2012년부터 본격적으로 지었는데, 그 때 Group I은 공급 과잉 상태여서 Group II/III로 가기로 결정하였다. 생산능력은 2.5만배럴/일이다.</p>
<p>Q15 석유화학제품은 판매 시 스팟 가격인가? 계약 가격인가?</p>	<p>관계 회사로 판매하는 것으로 계약가격이며, 1년에 한번 가격 협상을 한다. 포물러는 나프타 가격 40%, 해당 제품 아시아 계약 가격의 평균 35%, 스팟 가격 25% 등을 반영해서 결정한다. 1년 한번씩 가격 협상을 해서 상기 비중을 조절한다.</p>
<p>Q16 루이지애나 프로젝트는 법인세 혜택이 있나?</p>	<p>있다. 루이지애나 주정부에서 충분히 매력적인 수준의 세제 혜택을 주었기 때문에 진입하였다. 그러나, 구체적인 언급은 어렵다.</p>
<p>Q17 디젤 크랙에 대한 가이드는?</p>	<p>1~2분기 선물 Curve를 보면, 배럴 당 20 달러 수준이다. 그러나 작년에는 배럴 당 25 달러를 넘었고, 이것은 단순히 선물 Curve에 불과하다고 생각한다. 개인적으로는 배럴 당 22 달러 수준까지 갈 것으로 보이지만, 현재 선물 가격은 19 달러에 형성되고 있으며, 그 정도도 합리적인 수준이라고 생각한다.</p>

FPCC 투자지표 및 재무제표

Share Price Performance(TWD)

Price	115.00	1M Return	1.3%
52 Week High	151.00	6M Return	-3.0%
52 Week Low	100.50	52 Wk Return	-0.2%
52 Wk Beta	1.09	YTD Return	11.7%

Current Capitalization(TWD, 주)

Common Shares Outstanding (M)	9,525.96
Market Capitalization (M)	1,094,485.36
Cash and Equivalents (M)	86,816.40
Total Debt (M)	17,043.38

Valuation Ratios(x)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
P/E	15.9x	14.0x	14.0x	17.3x	19.1x	17.2x	16.9x
EV/EBIT	16.9x	12.0x	11.3x	14.6x	15.4x	14.2x	15.0x
EV/EBITDA	11.0x	9.5x	9.4x	11.9x	12.7x	11.3x	10.6x
P/S	1.2x	2.0x	1.8x	1.4x	1.6x	1.5x	1.3x
P/B	2.8x	3.5x	3.2x	3.1x	3.0x	3.0x	2.8x
Div Yield	5.08%	5.36%	5.45%	4.40%	4.09%	4.45%	4.44%

수익성 비율(%)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
Gross Margin	8.8	17.7	16.4	10.1	11.2	11.8	11.3
EBITDA Margin	11.1	20.0	17.7	10.6	11.8	12.6	11.2
Operating Margin	7.2	15.8	14.7	8.7	9.7	10.0	7.9
Profit Margin	7.5	13.9	12.8	7.8	8.5	9.2	7.9
ROA	10.5	17.3	18.1	14.4	13.9	14.1	12.2
ROE	18.7	26.3	24.7	17.7	16.8	17.5	17.0

재무제표

손익계산서(MTWD)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
매출액	629,514	546,161	624,108	767,550	690,561	707,445	825,475
매출총이익	55,160	96,459	102,622	77,616	77,210	83,621	93,279
영업이익	45,498	86,209	91,657	66,469	66,955	70,559	64,989
세전이익	52,715	91,101	94,348	74,374	72,989	77,040	80,218
순이익	47,307	75,768	80,175	60,071	58,568	65,150	64,976
EBITDA	69,936	109,504	110,338	81,639	81,498	89,241	92,089

재무상태표(MTWD)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
유동자산	230,637	279,016	266,200	232,199			
비유동자산	194,830	173,347	165,340	173,571			
자산총계	425,467	452,364	431,541	405,769			
유동부채	58,763	67,918	65,118	50,431			
비유동부채	99,981	75,346	22,277	14,682			
부채총계	158,744	143,264	87,394	65,113			
자본	266,724	309,099	344,146	340,656			

현금흐름표(MTWD)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
영업활동현금흐름	120,685	107,285	82,747	81,143			
투자활동현금흐름	-30,820	-19,958	-670	-965			
재무활동현금흐름	-84,870	-65,756	-105,173	-86,549			

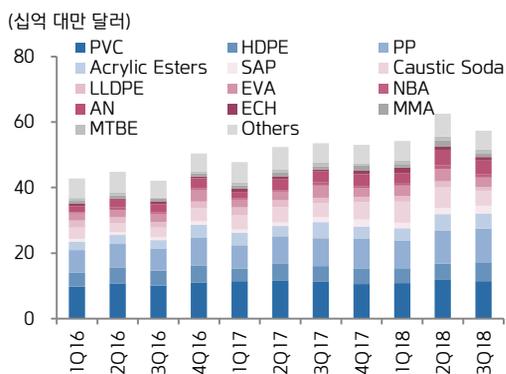
자료: FPCC, Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 추정치는 Bloomberg 컨센서스

>>> Formosa Plastics(1301 TT)

회사개요 및 사업 현황

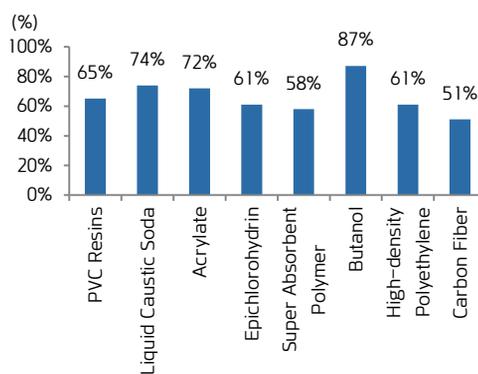
Formosa Plastics는 1954년에 설립되었고, PVC, VCM, 가성소다, 염산, HDPE, EVA/LDPE, LLDPE 등을 주로 생산하고 있다. 특히 PVC의 생산능력은 대만과 미국을 포함하면 323만톤으로 일본 Shin-Etsu에 이어 세계 2위권 업체 지위를 유지하고 있다. 한편 Formosa Plastics는 크래커를 보유하고 있지 않아, 보유한 PE/PP의 스프레드는 나프타 통합이 아닌 에틸렌/프로필렌의 투입으로 계산된다. 또한 AN/MMA 등 스페셜티 화학 제품 생산능력도 큰 상황이다. 참고로 Formosa Plastics는 신규 미국 FIC(PE 40만톤)의 지분 100%, FOL(에틸렌 120만톤, 프로필렌 60만톤, LDPE 40만톤, PP 25만톤)의 지분(직/간접) 43.4%를 보유하고 있다.

Formosa Plastics 매출액 추이



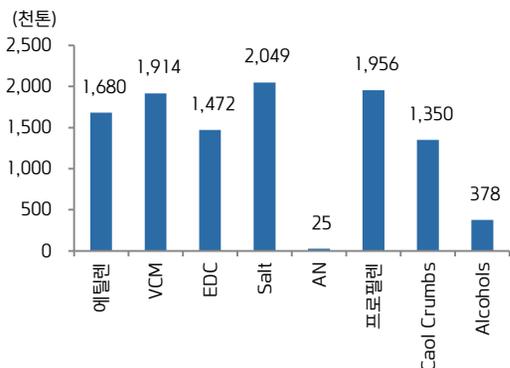
자료: FPC, 키움증권 리서치

Formosa Plastics 주요 제품 시장 점유율 현황



자료: FPC, 키움증권 리서치

Formosa Plastics 주요 원재료 현황



자료: FPC, 키움증권 리서치

Formosa Plastics USA 증설 계획

- Cryogenic Plant debottleneck: Complete
- Second Fractionator Plant: Complete
- Third Olefins Plant - New: Under construction
Gas Feed - 2H 2019
- LDPE Plant - New: Under construction
Steady state commercial operation - 2H 2019
- HDPE III Plant - New: Under construction
Steady state commercial operation - 2H 2019
- PP III Plant - New: Under construction
Steady state commercial operation - 2H 2020
- PVC Plant - Expansion: Under construction
Steady state commercial operation - 4Q2021

자료: FPC USA, 키움증권 리서치

2018년 실적 Review

Formosa Plastics의 작년 세전이익은 571억 대만 달러로 작년 대비 4% 증가하였다. PE/PP부문은 모노머 가격 상승으로 전년 대비 실적이 둔화되었지만, PVC/가성소다/아크릴 등 타 사업부문의 실적이 개선되었기 때문이다. 또한 Formosa Plastics는 영업이익 대비 세전이익이 높은 특징을 보유하고 있다. 지분법 업체에 Formosa Petrochemical(28.56%), 미국 Formosa Plastics(22.61%), Nan Ya Plastics(9.88%), Nan Ya Technology(13.37%), Formosa Chemicals & Fibre(29.06%), Formosa Sumco Technology(29.06%) 등이 포함되어 있기 때문이다.

Formosa Plastics 2018년 실적 Review (단위: 백만 대만 달러)

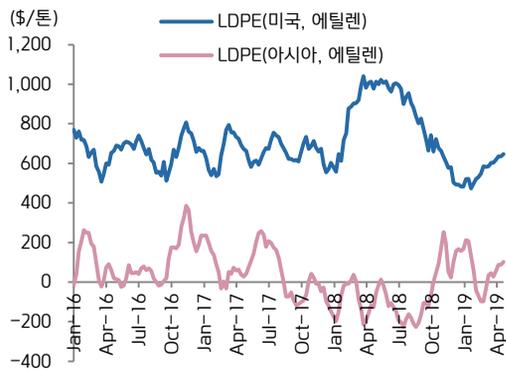
		2018	YoY	2017	YoY
플라스틱	매출액	78,926	6%	74,502	17%
	세전이익	11,194	5%	10,672	100%
	자산	29,591	-2%	30,091	-16%
PE	매출액	39,794	4%	38,137	1%
	세전이익	-3	적자전환	2,606	-34%
	자산	13,933	-40%	23,226	20%
PP	매출액	40,699	14%	35,809	15%
	세전이익	2,991	-20%	3,718	-22%
	자산	14,169	0%	14,182	-24%
아크릴	매출액	33,921	21%	27,944	23%
	세전이익	298	50%	199	-106%
	자산	26,367	-10%	29,151	-18%
화학	매출액	33,782	25%	26,941	25%
	세전이익	10,681	59%	6,728	164%
	자산	6,861	4%	6,627	-21%
기타/조정	매출액	3,248	-4%	3,378	-1%
	세전이익	31,931	3%	30,982	1%
	자산	410,393	10%	372,794	10%
합계	매출액	230,370	11%	206,710	15%
	세전이익	57,092	4%	54,904	25%
	자산	501,313	5%	476,071	4%

자료: FPC, 키움증권 리서치

전략

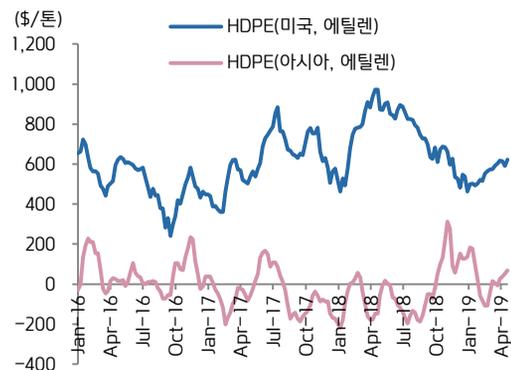
Formosa Plastics는 FPC USA의 지분 22.6% 보유하고 있다. FPC USA의 125만톤 규모 에탄 크래커는 올해 3~4분기에 상업 가동에 들어갈 전망이다. 또한 미국 다운스트림 PE(HDPE/LLDPE 40만톤, FIC)는 100% 지분을 보유하고 있다. Formosa Plastics를 포함한 Formosa 그룹의 에틸렌 생산능력은 올해 미국 에탄 크래커 120만톤 가동으로 기존 대비 26% 증가한 577만톤을 기록할 전망이다. 한편 Formosa 그룹은 2028년까지 총 240만톤의 에탄 크래커를 미국에 추가적으로 건설할 계획이다.

LDPE 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

HDPE 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

Q&A

<p>Q1 회사에 대한 간략한 소개는?</p>	<p>FPCC와 달리 다운스트림인 PE/PP/PVC/CA 등을 생산하는 회사이다. 미국/대만/중국에 생산 설비가 있으며, 10년 전 베트남에 스틸 플랜트를 건설하였다.</p>
<p>Q2 PVC 생산능력은?</p>	<p>총 생산능력은 약 170만톤이며, 그 중 대만이 126만톤이며, 중국 Ningbo Complex는 47만톤 수준이다. 중국 법인은 VCM을 대만에서 Ningbo로 배송해서 PVC를 생산하고 있다.</p>
<p>Q3 PVC 업황 및 주요 수출 지역은?</p>	<p>주요 수출 지역은 인도 등이다. 저가 나프타 등의 투입 및 포물러 계약으로 당사 PVC는 스팟 대비 스프레드가 괜찮은 상황이다.</p>
<p>Q4 에틸렌은 어디로부터 조달하는가?</p>	<p>75% 정도는 관계사인 FPCC에서 공급을 받고, 나머지 25%는 대만 CPC로부터 조달을 받는다.</p>
<p>Q5 PVC/PE/PP에 대한 증설 계획은?</p>	<p>텍사스에 연산 40만톤 규모의 HDPE 플랜트를 건설 중에 있다. 텍사스 플랜트는 저렴한 원료를 보고 들어갔다. 텍사스 플랜트는 조만간 완공될 예정이고, 올해 3분기부터 시험 가동할 전망이다.</p>
<p>Q6 올해 가성소다에 대한 전망은?</p>	<p>작년 3~4분기에는 인도 BIS 이슈 등으로 가격이 과도하게 하락했다. 올해 1분기는 생각보다 조금 높았다고 보는데, 중국 Jiangsu 지역 폭발 사고 등으로 인해 가격이 오른 부분이 있다고 생각한다. 현재 톤당 330~340 달러 수준인데, 지금 수준에서 유지될 것으로 예상하고 있다.</p>
<p>Q7 SAP/ECH에 대한 증설 계획은 있는가?</p>	<p>지금은 없고, 환경 이슈 등으로 현재 대만 내에서는 플랜트를 증설하기가 어려운 상황이다. SAP는 현재 대만과 중국 Ningbo에서 연산 20만톤 생산 중인데, SAP 증설보다는 수직 통합이 더 중요하고 생각한다. 이에 Ningbo에 PDH 설비를 증설 중에 있다. 2021년 3분기까지 증설을 완료할 계획이다. 또한 SAP는 고부가 제품 비중을 확대할 생각이다.</p>
<p>Q8 ECH에 대한 시황은 어떻게 보는가?</p>	<p>ECH는 이미 중국 내 공급 과잉 상황이었으나, 중국 환경문제로 공급을 줄여야 했다. 지난 2년 간 공급 과잉이 점진적으로 주는 과정에 있다. 1~2년 후에는 가격이 개선될 수 있다고 예상한다.</p>
<p>Q9 가성소다 수출/내수 비중은?</p>	<p>수출 66%, 내수 34% 수준이며, 수출은 호주 및 미국 서부 지역에 주로 한다.</p>
<p>Q10 EVA 시황에 대한 생각은?</p>	<p>EVA는 2분기에 계절적인 수요(신발 수요 등) 영향이 있다고 생각한다. 국제유가, 나프타 등 원재료 가격이 대폭 상승하지만 않는다면, 견조한 수준의 마진이 유지될 전망이다.</p>

<p>Q11 중국 경기 부양책, 최근 폭발 사고 등으로 인한 화학 제품 수요에 대한 견해는?</p>	<p>중국 경기 부양책이 장기적으로는 화학 시황에 대해서 좋은 영향을 미칠 수 있지만, 단기적으로는 특별하게 영향을 미칠 것으로 보지 않는다.</p>
<p>Q12 회사의 배당정책은?</p>	<p>지난 2~3년 동안 배당성향은 70~75% 수준이다. 주식배당은 아니고, 전부 현금배당이다. 향후에도 이 정도의 배당성향을 유지할 것이다.</p>
<p>Q13 PE에 대한 시황 전망은?</p>	<p>PE의 경우 미국 발 공급이 많이 들어와서, 올해는 아주 좋지는 않을 것으로 생각한다. 참고로 당사의 PE 비중은 전체 매출액의 약 17% 수준이다.</p>

FPC 투자지표 및 재무제표

Share Price Performance(TWD)

Price	112.00	1M Return	4.7%
52 Week High	119.50	6M Return	13.6%
52 Week Low	94.80	52 Wk Return	13.4%
52 Wk Beta	1.02	YTD Return	15.3%

Current Capitalization(TWD, 주)

Common Shares Outstanding (M)	6,365.74
Market Capitalization (M)	712,962.97
Cash and Equivalents (M)	125,754.43
Total Debt (M)	80,371.55

Valuation Ratios(x)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
P/E	16.4x	14.4x	12.6x	12.9x	15.2x	13.9x	13.0x
EV/EBIT	45.4x	41.8x	26.1x	23.6x	30.5x	26.8x	36.7x
EV/EBITDA	25.2x	24.8x	18.9x	18.2x	23.0x	21.3x	21.7x
P/S	2.6x	3.2x	3.0x	2.8x	3.2x	3.1x	3.2x
P/B	1.7x	1.8x	1.8x	1.8x	1.9x	1.9x	1.8x
Div Yield	4.68%	5.16%	5.78%	5.74%	4.89%	5.33%	5.68%

수익성 비율(%)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
Gross Margin	11.4	13.5	16.2	16.2	15.6	16.2	15.2
EBITDA Margin	9.8	12.2	14.7	14.2	14.2	14.4	15.1
Operating Margin	5.5	7.2	10.6	11.0	10.7	11.5	8.9
Profit Margin	16.1	21.9	23.9	21.5	21.6	22.1	23.9
ROA	7.2	9.0	10.6	10.1	9.7	9.4	9.6
ROE	10.8	13.1	15.0	14.1	13.0	13.5	13.8

재무제표

손익계산서(MTWD)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
매출액	191,545	180,173	206,710	230,370	219,779	229,601	225,725
매출총이익	21,825	24,299	33,469	37,308	34,354	37,290	34,310
영업이익	10,467	12,995	21,924	25,328	23,438	26,323	20,161
세전이익	33,830	43,814	55,480	57,669	53,359	57,317	60,333
순이익	30,877	39,393	49,383	49,550	47,484	50,725	53,953
EBITDA	18,857	21,958	30,374	32,779	31,139	33,164	34,111

재무상태표(MTWD)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
유동자산	148,559	173,359	184,212	184,262			
비유동자산	274,943	282,307	291,859	317,251			
자산총계	423,501	455,666	476,071	501,513			
유동부채	59,464	80,456	71,274	83,051			
비유동부채	76,602	62,140	59,787	62,894			
부채총계	136,066	142,596	131,061	145,945			
자본	287,435	313,070	345,010	355,568			

현금흐름표(MTWD)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
영업활동현금흐름	40,852	36,548	46,070	50,507			
투자활동현금흐름	1,096	-20,448	-4,096	-20,492			
재무활동현금흐름	-27,584	-15,980	-43,687	-24,869			

자료: FPC, Bloomberg, 키움증권 리서치

주) 추정치는 Bloomberg 컨센서스

>>> TSRC(2103 TT)

회사개요 및 사업 현황

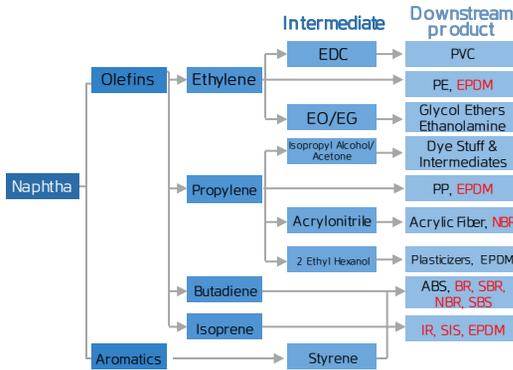
TSRC는 1973년 11월 설립 이후 대만의 독과점적 합성고무 업체로 현재는 합성고무 및 SBC(스티렌 블록 코폴리머)에서 두각을 나타내고 있다. TSRC의 연간 SBR, BR, NBR, TPE 및 기타 합성고무 생산량은 83.3만톤 수준이다. 생산 사이트는 총 9개로 대만, 중국, 미국, 인도, 태국, 베트남 등에 위치하고 있다.

TSRC Company Overview

> Founded	November, 1973
> Status	Taiwan Stock Exchange Listed (from 1982)
> Registered Headquarter	Kaohsiung, Taiwan
> Listing	2103. TW
> Market Capitalization	NT\$ 23.29 B (As of Jan, 2019)
> Employee	1,700
> Business Divisions (Products)	Synthetic Rubber Division (ESBR, SSB, BR, NBR) Advanced Materials Division (TPE, Applied Materials)
> Manufacturing Sites	9 Sites (Taiwan, China, U.S., India, Thailand & Vietnam)

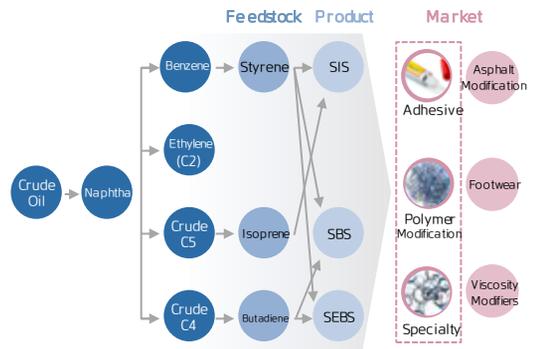
자료: TSRC, 키움증권 리서치

TSRC Value Chain



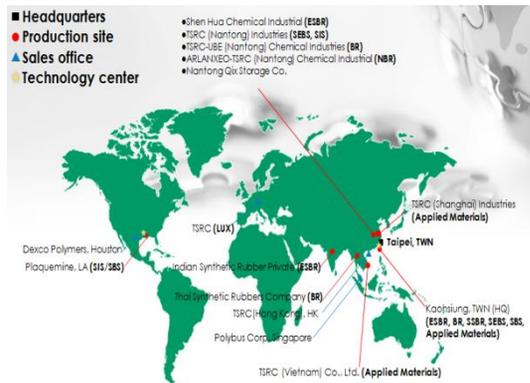
자료: TSRC, 키움증권 리서치

TSRC TPE Value Chain



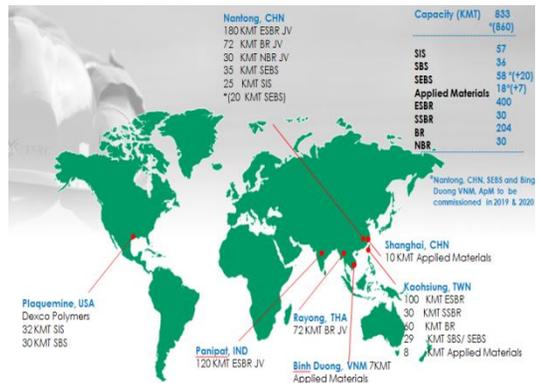
자료: LCT, 키움증권 리서치

TSRC 글로벌 Presence



자료: TSRC, 키움증권 리서치

TSRC 생산능력



자료: TSRC, 키움증권 리서치

TSRC 본사 사진



자료: TSRC, 키움증권 리서치

TSRC 인도 합작 고무 플랜트(ISRPL) 전경 사진



자료: ISRL, 키움증권 리서치

2018년 실적 Review

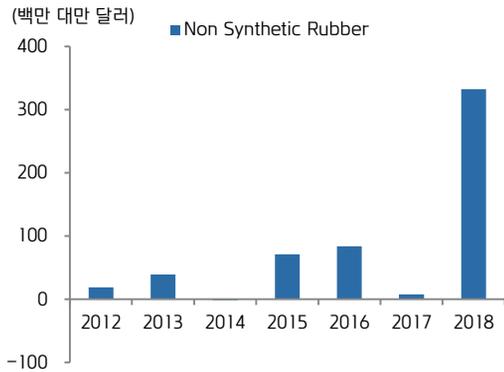
TSRC의 2018년 매출액은 297.5억 대만 달러로 작년 대비 6.3% 감소하였다. 미-중 무역 분쟁으로 주요 수출 지역인 아시아의 수요 감소가 지속되었고, 천연고무/합성고무 가격이 낮은 수준을 유지하였기 때문이다. 한편 당기순이익은 12.3억 대만 달러로 작년 대비 45.2% 증가하였다. 합성고무부문의 지분법 관계 회사의 실적/가동률이 개선되었으며, 지분율이 증가(2018년 4월 ISRL 34.04% → 50.00%)하였고, 고부가 비합성고무부문의 실적이 작년 대비 큰 폭의 성장이 있었기 때문이다.

TSRC 2018년 실적 Review (단위: 백만 대만 달러, 대만 달러, %)

구분	2016	2017	2018
자산	29,770	28,999	30,230
부채	12,718	12,556	13,348
자본	17,052	16,443	16,882
매출액	26,955	31,766	29,751
매출총이익	3,881	3,329	3,489
순이익	1,094	850	1,234
EPS	1.2	1.06	1.44
ROE	6.23	5.07	7.4
부채비율	42.72	43.3	44.16

자료: TSRC, 키움증권 리서치

TSRC Non Synthetic Rubber부문 세전이익 추이



자료: TSRC, 키움증권 리서치

실적 Breakdown

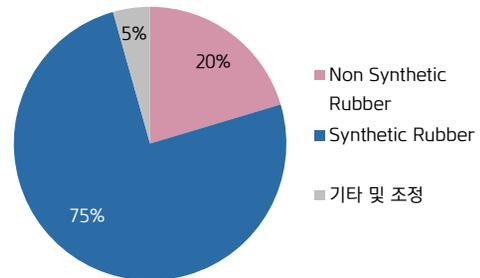
2018년 기준 제품별 매출액 비중은 SRD(ESSR/BR/SSBR) 56%, AMD(SBS/SIS/SEBS) 39%, AMD(Applied Materials) 5%이며, 시장 구분으로는 타이어 47%, 변형고분자 15%, 접착 14%, 스페셜티 5%, HIPS 5%, Applied Materials 5%, 기타 9%이다. 한편 2018년 부문별 세전이익 비중은 합성고무 75%, 비합성고무 20%, 기타 5%이다.

TSRC Sales Breakdown



자료: TSRC, 키움증권 리서치

TSRC 세전이익 Breakdown



자료: TSRC, Bloomberg, 키움증권 리서치

전략

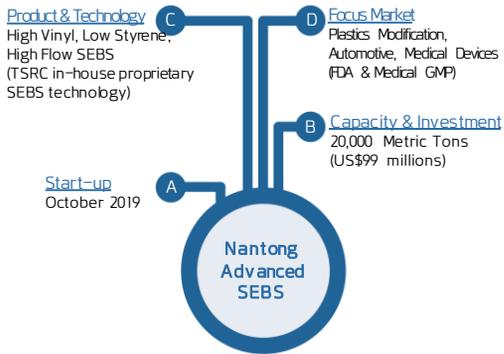
TSRC는 제품 믹스를 다각화하고 있다. 중국 난통 지역 신규 TPE 플랜트(2만톤)는 올해 4분기에 상업 가동에 들어가고, 고부가 신발 재료(ASM) 생산 라인(1.2천톤)도 작년 4분기에 완공되었으며, 2020년에는 베트남 ASM 라인(7천톤)이 추가될 예정이다. 또한 TSRC는 글로벌 타이어 업체와 협력하여 그린 타이어 개발을 확대하고 있다. 그린 타이어는 연료 절약, EV 주행 거리 연장, 소음 감소 등의 이점을 제공할 것으로 보인다. 한편 TSRC는 스페셜티 비중을 중장기(5년 계획)적으로 50% 이상 확대할 계획이다.

TSRC 주요 전략

Organic Growth	Strength Business Portfolio	Margin Expansion
 <ul style="list-style-type: none"> • New Products • Geographic Expansion • Commercial Excellence Programs 	 <ul style="list-style-type: none"> • New Market Segments • New Technology Platforms • Merger & Acquisitions 	 <ul style="list-style-type: none"> • Operation Optimization • Process and Quality Excellence

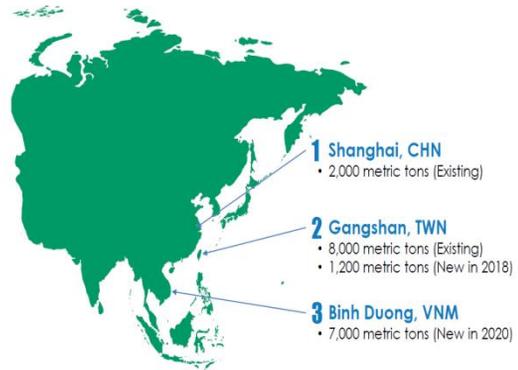
자료: TSRC, 키움증권 리서치

TSRC 난통 TPE 프로젝트 계획



자료: TSRC, 키움증권 리서치

TSRC ASM 증설 계획



자료: TSRC, 키움증권 리서치

Q&A

Q1	작년 가동률 및 올해 1분기 가동률은?	플랜트 가동률은 대략 90% 수준이다. 부타디엔 가격이 연초 1,200 달러에서 900 달러로 떨어 졌는데, 자동차 수요 부진에 기인한다.
Q2	부타디엔 플랜트에 대한 계획이 있는가?	다른 노하우가 필요한 영역이라고 생각한다. 부타디엔을 자급하지 못하는 것은 당사의 약점이나, 당장 부타디엔 설비에 대한 계획은 없다. 다른 영역이라고 생각한다.
Q3	올해 천연고무/합성고무 업황 전망은?	최근 천연고무 가격 상승이 합성고무 가격 하락에 압박을 덜 가하는 상황이다. 특별히 단기적으로 빠르게 좋아질 것으로 생각하지는 않는다. 다만 장기적으로는 리바운드가 가능할 것으로 예상된다. V자형 반등보다는 U자형이 될 것이다. 천연고무 가격에 대해서 정치적인 이유로 상승을 전망한다.
Q4	중국 Nantong 생산능력 증가는 실적에 어느 정도 기여할지?	현재 생산능력은 3.5만톤이고, 난통 2만톤이 증설된다. 기존 제품 대비 고부가 제품으로 ASP가 높을 전망이다.
Q5	ASM 대략적인 마진율은 어떤가?	정확히 말해줄 수 없으나, 평균 보다는 높은 마진율을 기록하고 있다.
Q6	EV나 Green Tire에 대한 회사의 계획은?	피할 수 없는 트렌드라고 생각한다. 전기차는 더 무겁고 더 긴 이동거리를 보장해야 하기 때문에, 합성고무의 스페셜티인 SBR에 대한 수요가 늘어날 것으로 생각한다. 현재 당사는 SBR 생산량이 크지 않으나, 향후 점진적으로 늘릴 계획이다.
Q7	스페셜티 비중은?	장기적인 목표는 물량의 50% 이상이다.
Q8	대만 유일의 합성고무 업체인가?	그렇다. 대만 유일의 합성고무 업체이다. * 애널리스트 의견: 대만 Chi-Mei Corp도 일부 BR을 생산하고 있다.
Q9	합성고무 주요 수출 지역은?	TPE 및 Advanced Materials의 경우 아시아, 아메리카, 유럽 등 고르게 퍼져 있다. 각각 1/3 정도이다. 중국/인도 법인의 경우 각각 90% 이상 자체 국가에서 판매하고 있다.
Q10	BD/SM 등 원재료 조달은?	대만 CPC, Formosa 등에서 공급을 받고 있고, 중국 등은 공개 시장에서 구입하고 있다.
Q11	제품가격과 원재료 가격 시차는?	고객 사와 포물러로 계약하고 있다. 래깅 타임은 고객 사에 따라 다르다.
Q12	합성고무/천연고무 대체 효과에 대한 생각은?	가격에 따른 전체 스위칭은 아주 쉽지는 않다. 대체 비중은 10% 범위에서 움직일 것으로 판단하고 있다.
Q13	제품 증설 계획은?	작년 중국/베트남에서 증설을 하였다.

TSRC 투자지표 및 재무제표

Share Price Performance(TWD)

Price	28.35	1M Return	2.0%
52 Week High	35.00	6M Return	0.9%
52 Week Low	26.55	52 Wk Return	-2.2%
52 Wk Beta	0.75	YTD Return	5.8%

Current Capitalization(TWD, 주)

Common Shares Outstanding (M)	825.71
Market Capitalization (M)	23,408.88
Cash and Equivalents (M)	4,527.75
Total Debt (M)	9,251.63

Valuation Ratios(x)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
P/E	23.4x	27.4x	40.8x	18.9x	20.1x	16.0x	
EV/EBIT	16.2x	19.3x	30.9x	22.0x	18.8x	12.4x	
EV/EBITDA	9.1x	11.9x	16.8x	12.4x	9.9x	7.4x	
P/S	0.6x	1.0x	1.0x	0.8x	0.7x	0.6x	
P/B	1.0x	1.8x	2.1x	1.5x	1.5x	1.4x	
Div Yield			2.58%	3.62%	6.08%	5.40%	

수익성 비율(%)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
Gross Margin	13.0	14.4	10.5	11.7	12.4	14.9	
EBITDA Margin	9.6	10.6	6.9	7.8	8.7	9.9	
Operating Margin	5.4	6.5	3.8	4.4	4.6	5.9	
Profit Margin	2.0	3.7	2.8	4.0	3.6	4.0	
ROA	1.7	3.3	3.0	4.0	4.5	5.6	
ROE	3.3	6.3	5.8	7.9	7.6	9.4	

재무제표

손익계산서(TWD)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
매출액	25,982	26,955	31,766	29,751	33,052	39,863	
매출총이익	3,376	3,881	3,329	3,489	4,100	5,940	
영업이익	1,397	1,765	1,203	1,302	1,511	2,363	
세전이익	870	1,618	992	1,619	1,633	2,409	
순이익	601	1,094	850	1,234	1,194	1,608	
EBITDA	2,493	2,850	2,206	2,314	2,872	3,963	

재무상태표(TWD)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
유동자산	12,389	13,627	13,914	14,861			
비유동자산	17,605	16,143	15,086	15,369			
자산총계	29,994	29,770	28,999	30,230			
유동부채	7,975	9,964	10,811	8,173			
비유동부채	3,942	2,754	1,745	5,176			
부채총계	11,917	12,718	12,556	13,348			
자본	18,077	17,052	16,443	16,882			

현금흐름표(TWD)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
영업활동현금흐름	4,361	1,014	1,644	2,006			
투자활동현금흐름	-1,066	-689	-449	-1,124			
재무활동현금흐름	-4,407	-799	-1,143	86			

자료: TSRC, Bloomberg, 키움증권 리서치

주) 추정치는 Bloomberg 컨센서스

>>> CPDC(1314 TT)

회사개요 및 사업 현황

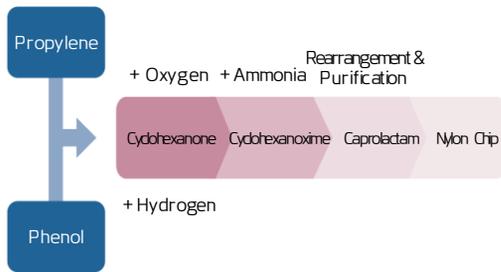
CPDC는 CPC(Core Pacific Group) 그룹의 자회사로 대만에서 가장 큰 카프로락탐/AN의 생산능력을 보유하고 있다. 대만에서는 1~2위 카프로락탐/AN 업체 지위를 유지하고 있고, 세계적으로도 카프로락탐은 5위, AN은 10위권 업체이다. 또한 LED 백라이트 모듈 등에 사용하는 MMA 생산 업체인 KMC(Kaohsiung Monomer Company)의 지분 40%를 소유하고 있다.

CPDC 플랜트 및 생산능력 현황



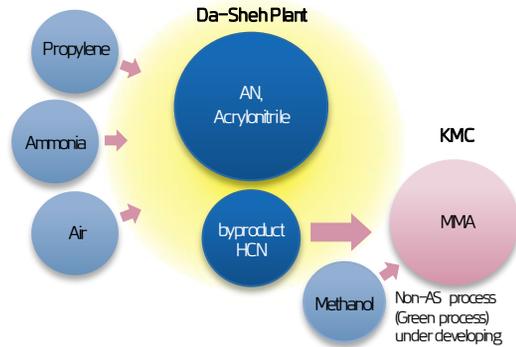
자료: CPDC, 키움증권 리서치

CPDC CPL/Nylon Chip Chain



자료: CPDC, 키움증권 리서치

CPDC Acrylonitrile Chain



자료: CPDC, 키움증권 리서치

CPDC 본사 사진



자료: CPDC, 키움증권 리서치

CPDC Market Position



ONLY	CPL manufacturer in Taiwan
TOP 2	AN manufacturer in Taiwan
TOP 5	CPL manufacturer in the world
TOP 10	AN manufacturer in the world

자료: CPDC, 키움증권 리서치

2018년 실적 Review

CPDC의 2018년 세전이익은 46.8억 대만 달러로 작년 대비 3.5% 감소하였다. 카프로락탐부문이 벤젠/암모니아 가격 하락으로 전년 대비 87.9%의 이익 개선이 있었지만, AN부문은 전년 대비 마진율(세전이익률 2017년 31.8% → 2018년 10.1%)이 축소되었기 때문이다.

CPDC 2018년 실적 Review (단위: 백만 대만 달러, %)

	2018	YoY	2017	YoY
매출액	38,503	15.5%	33,336	31%
카프로락탐	23,157	9.8%	21,092	56%
AN	12,011	24.3%	9,665	25%
기타	3,335	29.3%	2,578	-37%
세전이익	4,677	-25.7%	6,298	흑전
카프로락탐	2,809	87.9%	1,495	238%
AN	1,211	-60.6%	3,073	흑전
기타	657	-62.0%	1,730	흑전
세전이익율	12.1%		18.9%	
카프로락탐	12.1%		7.1%	
AN	10.1%		31.8%	
기타	19.7%		67.1%	

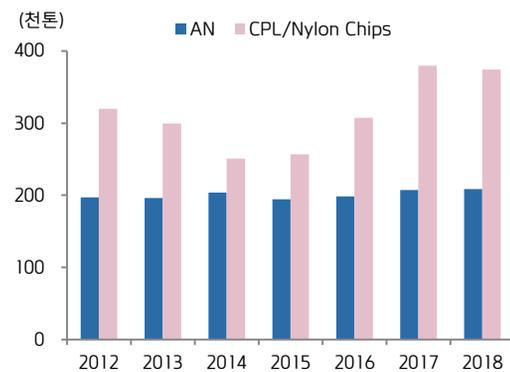
자료: CPDC, 키움증권 리서치

AN/CPL 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

CPDC 생산량 추이



자료: CDPC, 키움증권 리서치

전략

CPDC는 물류/관세 관련 비용 감소, 저가 원재료 취득 및 관련 카프로락탐 체인 통합을 위하여, 약 59억 대만 달러를 투자하여 중국에 15만톤의 Cyclohexanone과 10만톤의 Nylon Chips 및 수소 가스 공장을 건설하였다. 또한 향후 Phase II에서는 PDH 60만톤, AN 26만톤, MMA 9만톤, 18만톤의 폐산 재생 공장 등을 건설할 계획으로 보인다.

CPDC 중국 확장 계획 I

| China Expansion Plan |
 Integrated production base
 First phase will be completed
 in 2018

Estimated investment of **NTD5.9 billion**

Reduce costs (tariffs, logistics) Access to cheaper feedstock

Add additional capacity of annual production capacity
 of **150,000** tones of cyclohexanone and **100,000** tones of nylon chips Lower energy consumption

Pursue vertical integration (upstream and downstream) of CPL

자료: CPDC, 키움증권 리서치

Jiangsu Weiming Petrochemical 플랜트 전경



자료: CPDC, 키움증권 리서치

Q&A

Q1 회사에 대한 간략한 소개 부탁	CPDC는 CPC(Core Pacific Group) 그룹의 일원으로 카프로락탐 40만톤, AN 23만톤, 나일론 칩 3.6만톤의 생산능력을 보유하고 있다. 카프로락탐은 세계 5위, AN은 세계 10위권 시장 점유율을 보유하고 있다.
Q2 MMA 업황에 대한 전망은?	지난 2년 동안 MMA 가격은 견조한 수준(톤당 2,500~2,600 달러)을 유지하였다. 2018년 4분기에는 글로벌 경기에 대한 우려로 가격이 하락하였고, 올해에는 2,000 달러 이하로 떨어졌다. 작년에 비해서 수익성이 10% 가량 하락이 전망된다. 다만 MMA의 주요 원재료인 아세톤은 주산물인 페놀 수급 타이트로 가격이 약세를 지속하고 있기 때문에 수요 약세에도 불구하고, MMA는 상대적으로 견고한 수익성이 지속될 것으로 보인다. 참고로 당사는 자회사를 통하여 MMA 사업을 하고 있다.
Q3 카프로락탐 생산은 페놀 공법을 사용하나?	그렇다. 1톤의 카프로락탐 생산 시 1.3~1.4톤의 황산암모늄이 부산되고 있다.
Q4 AN/카프로락탐 정기보수 계획은?	현재 No.1 카프로락탐 플랜트는 정기보수 중에 있으며, 5월 10일 정도에 재가동할 계획이다. 또한 No.2 카프로락탐 플랜트는 올해 12월에 2주 정도 정기보수를 진행할 계획이다. 한편 No.1 AN 플랜트는 5월 초에 2주, 10~11월 중 짧은 정기보수가 예정되어 있다.
Q5 AN/카프로락탐의 원재료 Lagging Time은?	암모니아는 글로벌하게 쓰이고 있는데, 조달하는 지역에 따라 다르다. 일반적으로 Lead-Time은 1개월 정도이고, 미국에서 오는 Cargo는 2개월 정도까지 가기도 한다.
Q6 회사에 파악하고 있는 AN/카프로락탐 신증설 물량은?	AN은 올해 말까지 710만톤, 카프로락탐은 830만톤으로 총 생산능력이 확대될 것으로 전망된다. 주로 중국에서의 증설이다. 작년 대비 해서는 카프로락탐은 6~8% 정도의 생산능력 증가가 예상된다. 한편 AN/카프로락탐 세계 수요는 연간 4~4.5% 증가하고 있다.
Q7 싸이클로헥사는 증설 관련 해서 현재 상황은 어떤지?	중국 장수 난통 지역에 확장 계획을 가지고 있으며, 싸이클로헥사는 15만톤을 올해 2분기부터 가동할 계획이다. 나일론 칩도 10만톤이 올해 말에 상업 가동을 할 전망이다.
Q8 가오송 부동산 개발 관련 이익이 올해 발생하나?	가오송에 가지고 있는 주요 땅이 2필지가 있는데, 올해 말까지 Rezone 완료 예정이다. 2~3년 가량 진행될 예정이라서, 올해 특별히 수익이 날 것은 없을 것으로 예상하고 있다.

<p>Q9 그룹 내 다른 계열사에 대한 소개를 부탁?</p>	<p>부동산 관련 회사로 베트남/미얀마 등에 투자하는 회사가 있고, 화학 관련 카프로락탐/AN뿐만 아니라 Tai New Material이라는 EP를 만드는 회사가 있으며, 투자회사로 향암제 등을 연구하는 Taivex 등이 있다. 또한 현재 중국에 Headquarter 계획을 가지고 있으며, 인도 진출에 많은 노력을 기울이고 있다. Core Pacific Living Mall 등의 부동산도 매각하려고 추진 중이다.</p>
<p>Q10 대만 카프로락탐 수요에 대한 코멘트는?</p>	<p>작년 명목 수요가 54만톤이며, 전년에 비해서 수요 증가는 없다. 향후 약간 감소할 가능성이 있다.</p>
<p>Q11 한국 대비 카프로락탐/나일론 칩의 수익성이 높은 이유?</p>	<p>당사의 나일론 칩 생산능력은 3.6만톤이며, 작년 실제 생산량은 1.8만톤이다. 대부분 EP 생산에 사용되고 있다. 아직 수익성이 높다고 보기에는 어려운 상황이다.</p>
<p>Q12 카프로락탐 페놀 공법의 장점은?</p>	<p>장점은 에너지/스팀/전력 사용에 있어서 효율적이다.</p>
<p>Q13 FCFC 사고 관련해서 영향은 없었나?</p>	<p>AN의 원재료인 프로필렌 수급 관련 일부 영향이 있었다. 조달이 어려우면, 해외로부터 원재료를 조달해야 하기 때문에 원재료 구입 가격이 올라간다.</p>
<p>Q14 배당정책은?</p>	<p>현재 회사가 다운스트림 등에 많은 투자를 하는 중인데, 향후 회사가 이익이 나면, 배당을 확대할 계획이다.</p>

CPDC 투자지표 및 재무제표

Share Price Performance(TWD)

Price	11.60	1M Return	-1.7%
52 Week High	14.75	6M Return	3.6%
52 Week Low	10.20	52 Wk Return	-11.1%
52 Wk Beta	1.00	YTD Return	6.4%

Current Capitalization(TWD, 주)

Common Shares Outstanding (M)	2,699.86
Market Capitalization (M)	31,318.35
Cash and Equivalents (M)	15,022.46
Total Debt (M)	5,587.66

Valuation Ratios(x)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
P/E	-178.4x	-12.9x	10.0x	7.6x			
EV/EBIT	-8.9x	-16.1x	8.7x	6.7x			
EV/EBITDA	-304.3x	64.2x	6.5x	4.6x			
P/S	0.7x	0.9x	1.1x	0.8x			
P/B	0.3x	0.5x	0.7x	0.4x			
Div Yield	0.00%	0.00%	0.00%	4.57%			

수익성 비율(%)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/20E
Gross Margin	-1.7	-0.4	16.1	13.4	11.2	8.2	
EBITDA Margin	-0.2	1.4	14.5	11.6	7.1	6.9	
Operating Margin	-6.9	-5.6	10.7	8.0	6.2	3.1	
Profit Margin	0.4	-7.4	18.3	11.1	8.7	4.1	
ROA	0.1	-2.5	7.7	5.0	1.5	1.8	
ROE	0.2	-3.6	10.8	6.6	2.1	2.6	

재무제표

손익계산서(MTWD)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
매출액	26,156	25,377	33,336	38,503	37,296	41,440	
매출총이익	-443	-90	5,372	5,176	4,173	3,398	
영업이익	-1,812	-1,412	3,571	3,069	2,311	1,274	
세전이익	258	-1,691	3,402	4,196	3,362	1,719	
순이익	83	-1,878	6,087	4,281	3,252	1,694	
EBITDA	-53	353	4,825	4,453	2,642	2,878	

재무상태표(MTWD)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
유동자산	15,118	16,083	18,839	21,623			
비유동자산	60,636	60,373	62,790	68,082			
자산총계	75,755	76,455	81,629	89,705			
유동부채	5,279	10,463	4,242	7,488			
비유동부채	17,218	14,930	14,839	15,026			
부채총계	22,497	25,393	19,081	22,514			
자본	53,258	51,063	62,548	67,191			

현금흐름표(MTWD)

	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E
영업활동현금흐름	1,036	858	3,752	6,931			
투자활동현금흐름	-1,656	-2,095	-28	-5,750			
재무활동현금흐름	-905	2,028	-3,290	2,178			

자료: CPDC, Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 추정치는 Bloomberg 컨센서스

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%