

2012. 11. 08

2013 연간전망: 정유/화학

Pt1. 석유화학: 미워도 다시 한번

Pt2. α 전략 삼총사: 효성, 삼성정밀, 코오롱인더

정유/화학 담당 곽진희
Tel. 368-6170
jhkwak@eugenefn.com

Glossary

용어	정의
NCC(Naphtha cracking center)	원유 증류로 생산된 납사를 800도로 열분해하여 석유화학의 기초원료를 생산하는 설비
합성수지(Synthetic resin)	각종 섬유 및 플라스틱 제품을 생산하기 위한 원료들의 총칭
합섬원료(Synthetic fiber)	화학적 방법으로 합성한 섬유를 생산하기 위한 원료들의 총칭
합성고무(Synthetic rubber)	천연고무와 비슷한 성격과 상태, 고무상 탄성체가 될 수 있는 물질의 총칭
납사(Naphtha)	중질 가솔린이라고도 하며, 원유를 증류할 때 생성
에틸렌(Ethylene)	무색의 기체로 PE, PVC, SM 등 에틸렌 계열 제품의 원료로서 석유화학공업의 대표적인 기초원료
프로필렌(Propylene)	무색의 기체로 PP, AN 등 프로필렌 계열 제품의 원료로서 에틸렌과 함께 석유화학공업의 대표적인 기초원료
부타디엔(Butadiene)	상온에서 독특한 냄새가 있는 무색의 기체로 SBR, BR 등 합성고무의 원료
폴리에틸렌(PE; Polyethylene)	LDPE, HDPE 등 합성수지 원료로 쓰여, 각종 병, 필름 등의 제품 생산의 원료
저밀도폴리에틸렌(LDPE; Low density polyethylene)	상온에서 투명한 고체로 결정화가 낮아 가공성과 유연성, 투명성이 우수해 농업용·포장용 투명필름, 전선피복, 각종 랩 등의 원료
고밀도폴리에틸렌(HDPE; High density polyethylene)	반투명의 고체로 강도는 우수하나 유연성·가공성이 떨어지며, 주로 일회용 쇼핑백, 각종 용기, 파이프 등의 원료
폴리프로필렌(PP; Polypropylene)	프로필렌을 원료로 하여 생성되며, 섬유, 의류, 완구 등의 제품 생산의 원료
부타디엔고무(BR; Butadiene rubber)	부타디엔을 원료로 하여 생성되며, 타이어, 신발 등의 제품 생산의 원료
폴리염화비닐(PVC; Polyvinyl chloride)	전기절연성이 양호한 무취의 분말로, 각종 파이프, 농업용 필름 등의 원료로 염화비닐수지라고도 함
에틸렌글리콜(EG; Ethylene glycol)	무색무취의 액체로서 부동액의 원료나, 폴리에스터 제품 원료로 사용
파라자일렌(PX; Para-xylene)	혼합자일렌을 통하여 제조되며, 무색의 투명한 원료로 TPA, DMT의 원료
BTX	벤젠(Benzene), 톨루엔(Toluene), 자일렌(Xylene)의 약칭으로 중요한 화학공업의 한 분야

Summary

내 아이디어는?

- 미래 지표로 해석할 수 있는 중국의 화학제품 수입 동향이 2012년 7월부터 증가 반전하여 중국 합성수지 수입량이 레벨업 되었다. 이에 따라 Bottom up 관점에서 화학업체들의 영업환경은 바닥을 통과한 것으로 판단한다.
- 2013년 정유화학 투자전략은 이중전략(double strategy)을 추천한다.

- 향후 지표로 해석할 수 있는 중국의 화학제품 수입 동향이 2012년 7월부터 증가 반전하여 중국 합성수지 수입량이 레벨업 되었다. 중국 합성수지 수입량은 2012년 11월부터 우상향하며 레벨업 된 수입 추이를 이어갈 전망이다. 1)과거 국경절 이후 연말까지 중국 수입이 증가했던 흐름과 2)중국의 낮은 재고 레벨, 3)미국과 중국의 지도부 교체 후 정책에 대한 기대가 반영될 것으로 예상하기 때문이다.
- 하지만 석유화학주에 대한 투자전략은 Bottom up보다 Top down 투자전략을 제시한다. 화학 시황의 변수가 2012년과 마찬가지로 공급이 아닌 수요에 달려있기 때문이다. 이에 따라 석유화학에 대한 본격적인 비증확대는 화학 수요 증가를 확인할 수 있는 중국, 미국의 정책 발표 이후로 추천한다.
- 2013년 정유화학 투자전략은 이중전략(double strategy)을 추천한다.

〈Part 1〉

- 중국 정책과 관계 없이 수요 성장이 굳건한 제품에 대한 투자이다. 휘발유, 합성고무, PX가 그것이다. 금호석유화학과 GS를 추천한다.

〈Part 2〉

- 2013년 전략 종목을 제시한다. 이들은 Top down 관점 또는 석유화학 시황과 관계없이 시장 재평가가 예상되는 업체들이다. 효성, 삼성정밀화학, 코오롱인더스트리이며, 효성을 가장 추천한다.

정유/화학 담당 박진희

Tel. 368-6170

jhwak@eugenefn.com



Contents

Summary	3
Part1. 석유화학: 미워도 다시 한번	
I. 들어가면서	8
1. 2012 년 화학시황 돌아보기	
2. 2013 년 화학업종 투자전략	
II. 2013 년 연간 전망: 석유화학	15
1. 시나브로	
2. 2013 년 화학업체 실적은 양과 질 모두 전년비 개선될 전망	
3. 수요 성장 굳건한 석유화학제품 찾기	
III. 정유 전망	38
IV. APPENDIX	43
1. 석유화학업체 가중평균 스프레드 추이와 판매단가 비교	
2. 석유화학업체 주가와 영업이익 전망치	
3. 코스피 VS 화학업종 PER	
4. 가중평균 추이 및 전망	
기업분석	51
금호석유화학(011780.KS)	
GS(078930.KS)	
Part2. α 전략 삼총사: 효성, 삼성정밀, 코오롱인더	
기업분석	63
효성(004800.KS)	
코오롱인더스트리(120110.KS)	
삼성정밀화학(004000.KS)	

Part1.

석유화학: 미워도 다시 한번

- I. 들어가면서
- II. 2013년 연간 전망: 석유화학
- III. 정유 전망
- IV. APPENDIX
기업분석



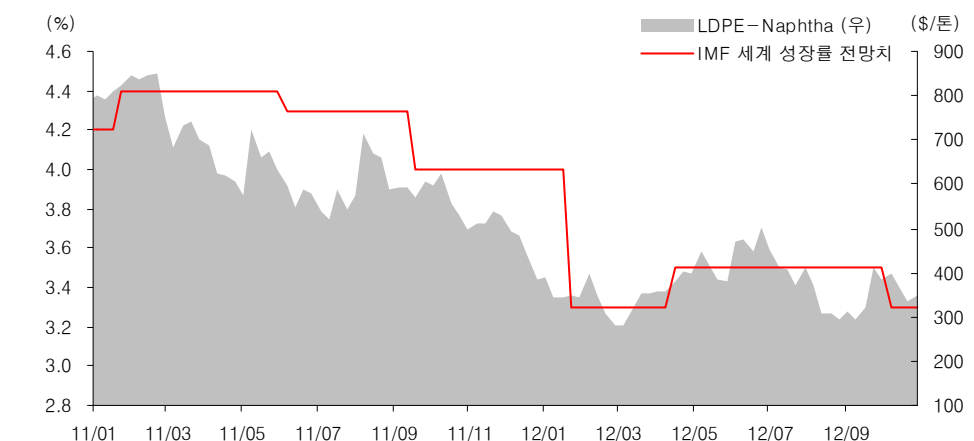
I. 들어가면서

1. 2012년 화학시황 돌아보기

2012년 화학 시황은 참담했다. 국내 석유화학 5개사의 2012년 평균 기중평균 스프레드는 톤당 \$336로 과거 10년 평균 값인 \$428보다 22% 낮았다. 이러한 비우호적 영업환경에 따라 2012년 석유화학업체 5개사의 매출액은 전년대비 0.8% 감소하고, 영업이익은 전년대비 34.8% 감소할 것으로 예상된다. 이에 따라 연초 이후 화학업체 주가는 22% 하락하며, 코스피대비 27% 언더퍼폼 하였다. 이러한 실적 둔화와 주가 하락의 이유는 두 가지로 볼 수 있다.

첫째로, 글로벌 성장률 둔화에 따라 경기 민감 제품의 원료인 화학업종에 영향이 컸다. <도표1>에서 보듯이 IMF 2012년 세계 성장률 전망치 하향에 따라 화학제품 LDPE의 스프레드도 그 궤를 같이 한 것을 확인할 수 있다.

도표 1 IMF 2012년 세계 성장률 전망치 하향에 따라 화학제품 LDPE 스프레드도 그 궤를 같이 하였음



자료: IMF, 시스켈, 유진투자증권



둘째로, 시장의 기대치가 과도하게 높았다. 석유화학 3개사(LG화학, 호남석유, 금호석유)에 대한 2012년 연간 영업이익 컨센서스는 2012년 연초 대비 현재 49% 하향되었다.

2012년 화학 시황에 대한 기대치가 높았던 이유는 2012년 화학 생산설비의 증설이 적기 때문이었다. 화학 제품의 대용치로 사용되는 에틸렌의 경우, 1993년부터 2011년까지의 설비 증가율 평균이 4.0% 였는데, 2012년은 250만톤 증가하는 1.7% 증가율로 과거 평균보다 크게 낮은 수준의 증설이 예정되었다.

이에 따라 1993년~2011년 에틸렌 수요 증가율 평균이 4.0%인 점을 감안할 때, IMF 2012년 세계 성장률 예상치인 3.5% 에틸렌 수요 증가를 가정하더라도 당사를 비롯한 시장은 화학 호시황을 예상했었다.(1993년부터 2011년의 IMF 전망 세계 성장률 대비 에틸렌 수요 증가율 탄성치는 1.2배였음(2008~2009년 제외))

하지만 실제 2012년 에틸렌 수요 증가는 연초 예상치의 절반 수준인 2.1%에 그쳤을 것으로 예상된다.

도표 2 화학업체에 대한 시장의 과도한 기대는 2012년 컨센서스를 하회하는 실적을 기록하며 주가 하락에 영향을 주었음

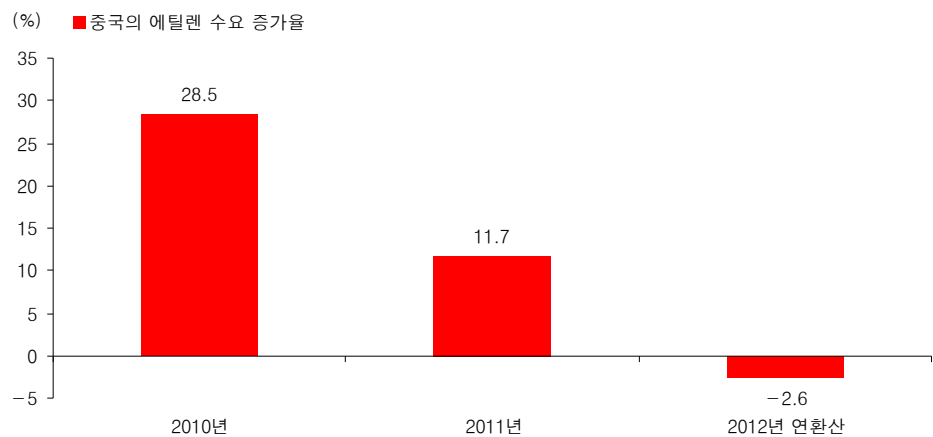


자료: Bloomberg, 유진투자증권



에틸렌 수요 전망에서 시장 예상치와 실제 수요의 괴리가 가장 컸던 국가는 중국이었다. 역내 화학시황에서 중국이 크게 영향을 미치기 때문에 역내 업황에 영향은 더욱 컸다. 2012년 중국의 연환산 에틸렌 수요는 전년대비 2.6% 감소할 것으로 예상된다. 이는 중국이 지난 2년 동안 에틸렌 수요 증가율이 연 20%였던 것과 는 매우 다른 양상이다(2010년 28.5% 증가, 2012년 11.7% 증가).

도표 3 지난 2년 중국의 에틸렌 수요 증가율은 연 20%였으나 2012년은 전년대비 2.6% 감소 예상. 이것이 2012년 화학 시황 부진의 주 이유로 판단



주1: 2012년은 중국 에틸렌 생산, 수출입 데이터를 9월까지 기준으로 연환산하여 계산하였음

주2: 중국 에틸렌 수요는 (에틸렌 생산+에틸렌 수입-에틸렌 수출)로 계산

자료: CEIC, 유진투자증권



2. 2013년 화학업종 투자전략

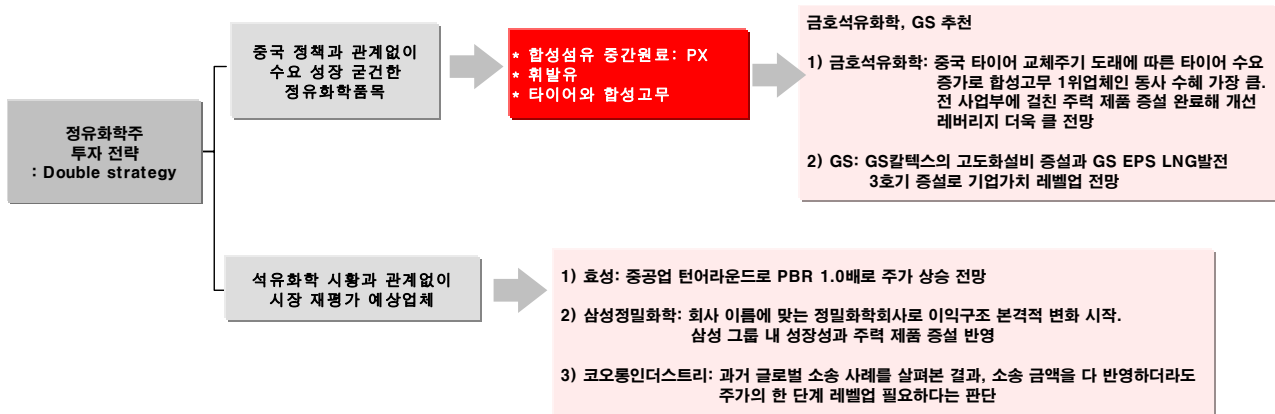
2013년은 화학 시장 회복에 따라 화학업체 실적이 2012년 대비 매출액 13.7% 증가, 영업이익 36.5% 증가할 전망이다(대형 화학업체 8개사 기준).

향후 미래 지표로 해석할 수 있는 중국의 화학제품 수입 동향은 2012년 7월부터 증가하여 수입 물량이 레벨업 됨에 따라 화학업체들의 영업환경은 바닥을 통과한 것으로 판단한다. 하지만 석유화학주에 대한 투자 전략은 Bottom up 투자 전략보다 Top down 투자전략으로 제시한다. 화학 시장의 변수가 2012년과 마찬가지로 매크로 상황에 달려있기 때문이다. 이에 따라 석유화학에 대한 본격적인 비중확대는 중국, 미국을 중심으로 한 화학 수요 증가를 확인할 수 있는 정책 발표 이후로 추천한다.

이에 따라, 정유화학업종 투자전략은 이중전략(double strategy)을 추천한다. 1) 정유/석유화학 내에서는 중국 정책과 관계 없이 수요 성장이 굳건한 종목에 대한 매수 전략(Part 1)과 2) 주가 재평가가 예상되는 업체에 대한 매수 전략(Part 2)이 그것이다. (Part 1)에서는 2013년 화학/정유 전망을 다루었다. 수요 성장에 주목할 업체는 금호석유화학과 GS이다.

(Part 2)에서는 2013년 전략 종목을 제시한다. 이들은 Top down 관점 또는 석유화학 상황과 관계없이 시장 재평가가 예상되는 업체들이다. 효성, 삼성정밀화학, 코오롱인더스트리이며, 효성을 가장 추천한다.

도표 4 2013년 화학업종 투자전략



자료: 유진투자증권



석유화학업종에서는 금호석유화학을 가장 추천한다. 1) 중국 타이어 교체주기 도래에 따른 타이어 수요 증가로 합성고무 1위업체인 동사 수혜가 가장 클 것으로 예상되고, 2) 전 사업부에 걸친 주력 제품의 증설이 2012년말 완료되어 시황 개선 레버리지가 더욱 클 전망이다. 또한, 3) 향후 미래 지표로 해석할 수 있는 중국의 화학제품 수입 동향이 2012년 7월부터 증가하여 의미있는 화학 수입 데이터를 보여 영업환경도 바닥은 통과한 것으로 판단한다.

정유업종에서는 GS를 최선호로 제시한다. GS칼텍스의 고도화설비 증설과 GS EPS LNG발전 3호기 증설로 기업가치가 한 단계 레벨업 될 전망이다.

도표 5 2013년 최선호 종목은 금호석유화학과 GS 추천

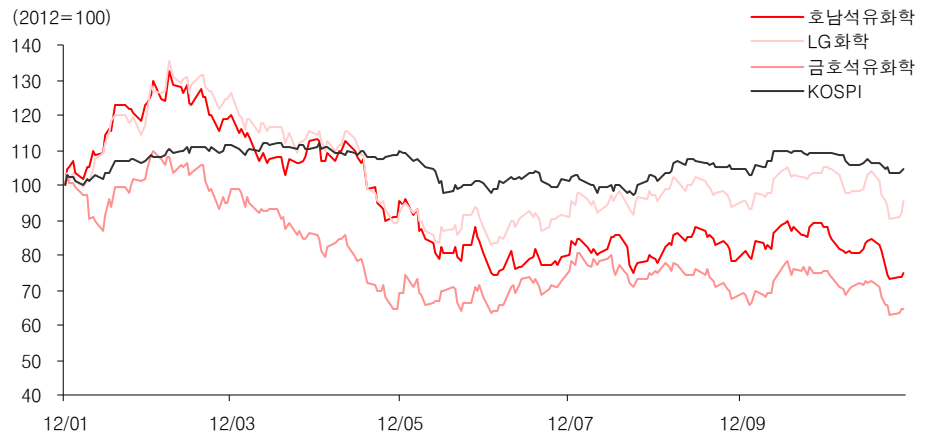
(단위: 원, %)

종목	투자의견	목표주가	현 주가	상승여력	기존 목표주가	목표주가 조정 비율
2013년 최선호 추천 종목						
금호석유화학	BUY (유지)	164,000	115,000	42.6	164,000	-
GS	BUY (유지)	84,000	74,400	12.9	84,000	-
2013년 전략 종목						
효성	BUY (상향)	78,000	64,500	20.9	57,000	36.8
코오롱인더스트리	BUY (신규)	74,000	56,100	31.9	-	N/A
삼성정밀화학	BUY (신규)	90,000	69,600	29.3	-	N/A

자료: 유진투자증권

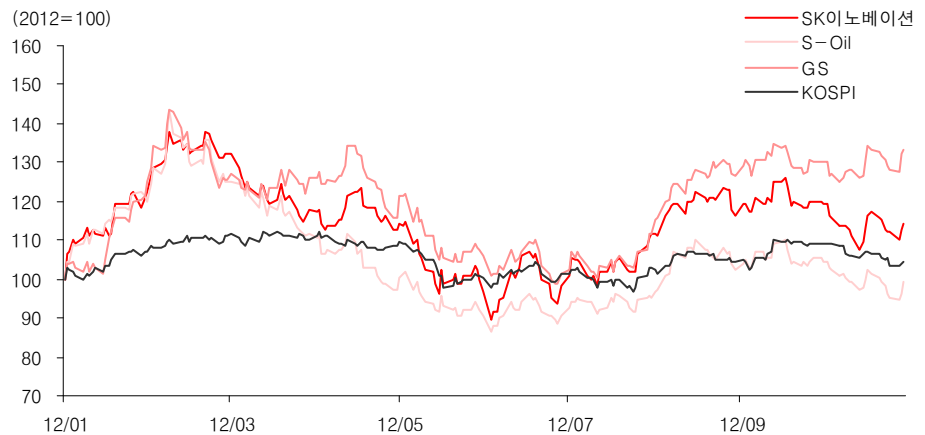


도표 6 2012년 KOSPI 대비 큰 폭 언더퍼폼했던 석유화학주



자료: 유진투자증권

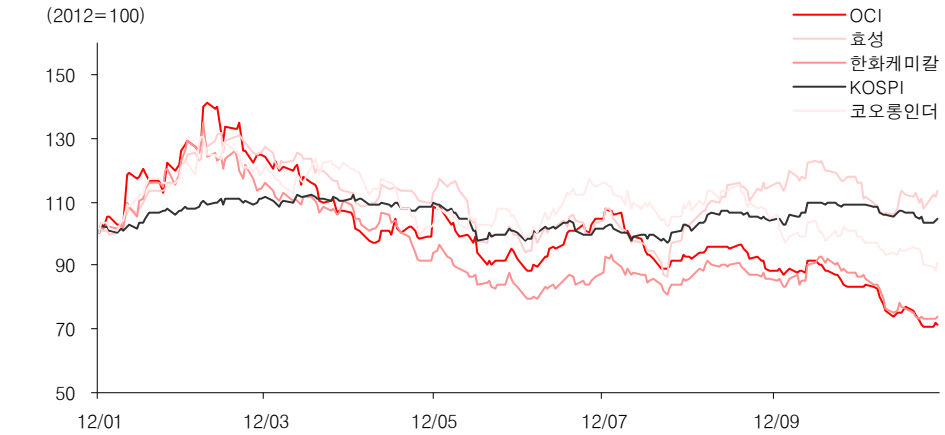
도표 7 2012년 상대적으로 양호한 주가 흐름을 보였던 정유주



자료: 유진투자증권

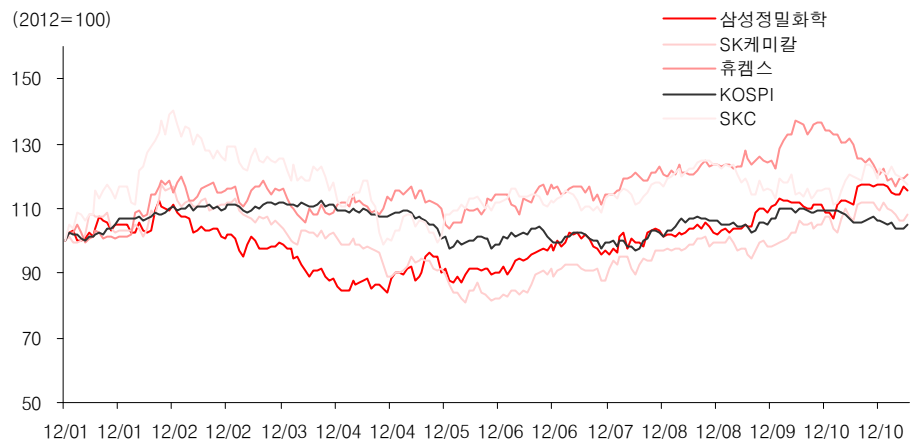


도표 8 태양광 시장 부진에 따라 관련 업체 주가 하락폭 컸고, 코오롱인더는 듀폰과의 소송으로 주가 하락했음



자료: 유진투자증권

도표 9 하이브리드 화학업체만이 화학업체 중 KOSPI 대비 아웃퍼폼 하였음



자료: 유진투자증권



II. 2013년 연간 전망: 석유화학

1. 시나리오

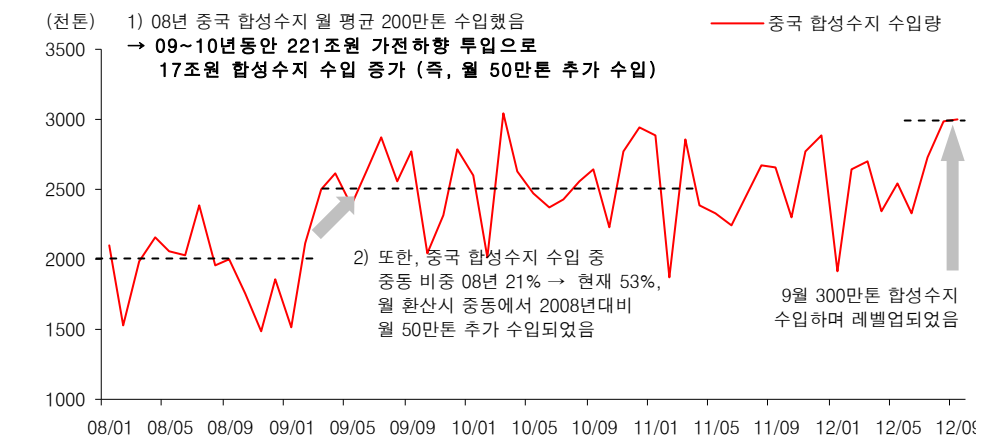
Bottom up 관점에서 석유화학 업황은 바닥을 통과하였음

향후 미래 지표로 해석할 수 있는 중국의 화학제품 수입 동향이 2012년 7월부터 증가하여 합성수지 수입량 레벨업에 따라 화학업체의 영업환경은 바닥을 통과한 것으로 판단한다. 또한 중국 원자재 재고 지수도 아직 기준선인 50에는 미치지 못하고 있지만 8월 45.1을 바닥으로 10월 47.3까지 상승하였다. 중국업체들이 원자재 재고를 늘리기 시작했다는 뜻이다. 이에 따라, 화학제품도 수입이 증가하기 시작했다. 아직 그 재고 레벨이 낮은 상태이고 시황 회복에 따라 중국의 수입량은 증가할 전망이다.

당사에서는 2012년 하반기 전망 자료를 통해 중국의 합성수지 수입량 레벨업 확인이 필요하다고 전술한 바 있는데, 2009년부터 3년간 월 250만톤의 합성수지를 수입하던 중국은 9월 300.4만톤의 합성수지를 수입하며 레벨업되었다. 10월은 국경절 이후의 영업일수 감소로 수입량이 감소할 것으로 예상하는데, 1) 과거 국경절 이후 연말까지 중국 수입이 증가했던 흐름과 2) 중국의 낮은 재고 레벨, 3) 미국과 중국의 지도부 교체 후 시장 정책에 대한 기대감으로 수입량은 11월부터 재증가할 것으로 예상된다.

도표 10 중국 합성수지 수입량은 11월부터 우상향하며 300만톤 수입 레벨 이어갈 전망.

1)과거 국경절 이후 연말까지 중국 수입이 증가했던 흐름과 2)중국의 낮은 재고 레벨, 3)미국과 중국의 지도부 교체 후 시장 정책 기대 반영될 것으로 예상되기 때문



자료: Bloomberg, CEIC, 유진투자증권

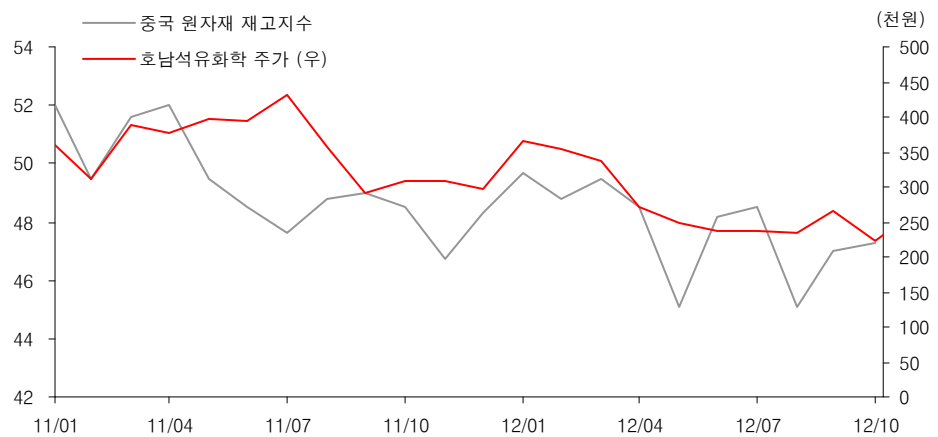


도표 11 여전히 낮은 레벨의 중국 화학제품 재고량



자료: 유진투자증권

도표 12 중국 원자재 재고지수와 호남석유화학 주가: 2012년 연중 50선을 하회했던 중국 원자재 재고 지수는 8월을 저점으로 상승하기 시작해 중국이 재고를 늘리기 시작했으며 이에 따라 화학제품 수입도 증가하기 시작



자료: Bloomberg, CEIC, 유진투자증권

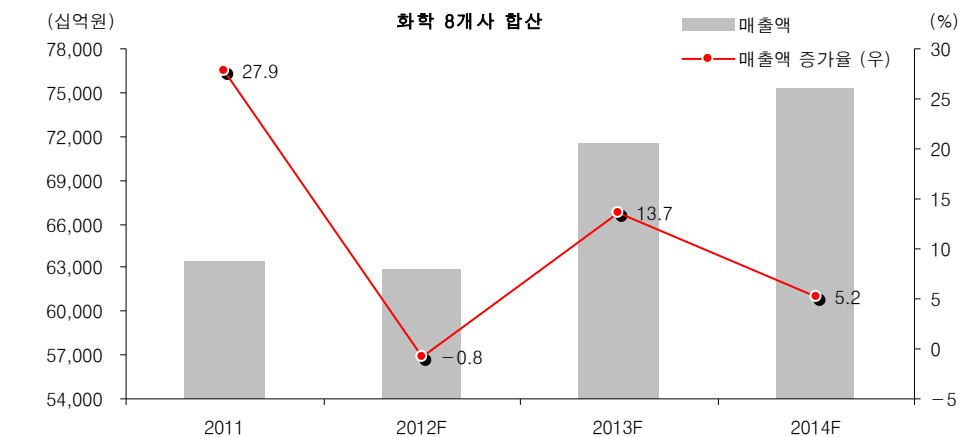


2. 2013년 화학업체 실적은 양과 질 모두 전년비 개선될 전망

전술한 바와 같이 Bottom up 관점에서의 화학 시황은 바닥을 통과하였고 2013년 점진적으로 회복 예상되어 화학업체의 실적도 2012년대비 개선될 전망이다. 화학 8개사 2012년 매출액은 판매 물량 감소로 전년비 0.8% 감소했던 것과 달리, 2013년은 13.7% 증가할 전망이다. 또한, 영업이익도 2012년 45.0% 감소한 매우 부진한 실적에서 2013년 36.5% 증가하며 증설효과와 기저효과가 모두 작용할 전망이다.

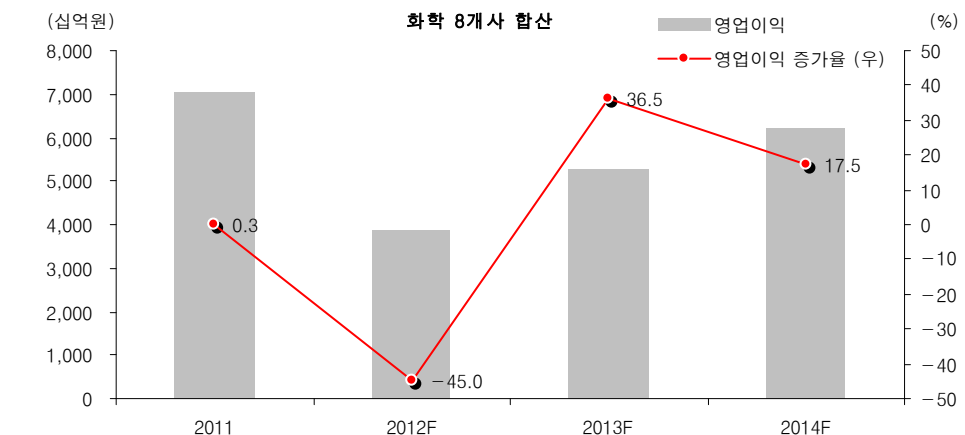
이익의 질도 개선될 전망이다. 화학 8개사 평균 영업이익률은 2011년 11.1%에서 2012년 6.1%로 하락하며 수익성이 크게 저하되었는데, 2013년은 7.4%로 예상되어 수익성 회복이 시작될 전망이다. 다만 2011년은 일본 지진, 유가 급등과 같은 일회적인 이슈가 있었기 때문에, 2011년 영업이익 규모로 회복되는 데에는 2년 이상의 시간이 필요할 것으로 예상된다.

도표 13 화학업체 매출액은 2012년 판매 물량 감소로 전년비 0.8% 감소했으나 2013년은 13.7% 증가할 전망



주: LG화학, 호남석유화학, 금호석유화학, 한화케미칼, KCC, OCI, SKC, 휴켄스 기준
자료: 유진투자증권

도표 14 화학업체 영업이익은 2012년 전년비 45% 감소한 매우 부진한 실적에서 증설효과와 기저효과로 2013년 37% 이익 증가 예상



주: LG화학, 호남석유화학, 금호석유화학, 한화케미칼, KCC, OCI, SKC, 휴켄스 기준
자료: 유진투자증권

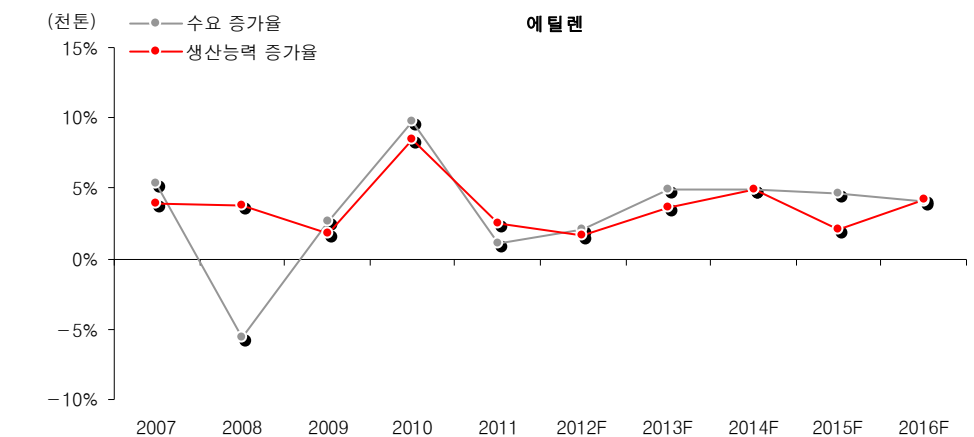


그럼에도 석유화학 투자 시점을 중국발 정책 확인 후로 제시하는 이유 : 2013년도 수요 변수가 더 중요하기 때문

업체들의 영업환경이 점차 개선되고 있고, 이에 따라 영업이익도 기저효과로 개선될 것으로 전망하나 석유 화학에 대한 본격적인 비증확대는 중국, 미국을 중심으로 한 화학 수요 증가를 확인할 수 있는 정책 발표 이후로 추천한다. 화학 시황의 변수가 2012년과 마찬가지로 매크로 상황에 달려있기 때문이다.

2013년 화학시황에는 변수가 그 어느 때 보다 많다. 1) 중국 지도부 교체 이후의 중국의 경제 정책 방향성, 2) 미국 대선 이후의 상품 가격 방향성, 3) 화학 설비 증설 지연 가능성이 그것이다. 실제 화학업체들도 2013년 사업 계획을 시나리오 방식으로 수립하고 있는 것으로 확인되고 있다. 종합할 때, 2013년 화학 시황은 2012년 대비 회복을 보일 전망이다. 당사 매크로팀에서는 중국 지도부 교체와 미국 대선 이후의 정책에 따라 2013년 글로벌 경제 회복을 전망하고 있다.

도표 15 2013년 에틸렌 생산능력 증분은 548만톤으로 전년대비 3.7% 증가할 전망. 결국 수요 증가율이 수급 밸런스 여부를 결정하게 될 것

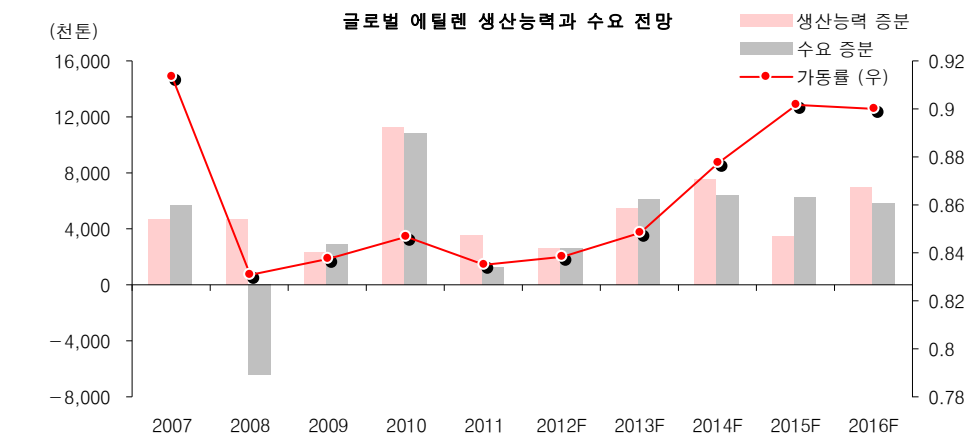


자료: 산업자료, 유진투자증권



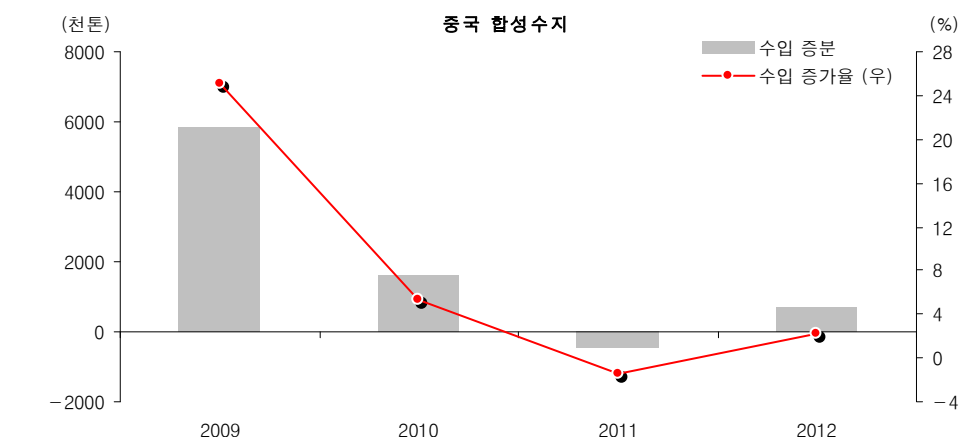
2013년 에틸렌 생산능력 증분은 548만톤으로 전년대비 3.7% 증가할 전망이다. 1993년부터 2011년까지의 설비 증가율 평균이 4.0%였던 것과 비교하면 양호한 수준이나 결국은 수요 증가율이 수급 타이트의 여부를 결정할 것이다. 중국의 화학제품 수입 성장율이 변곡점을 지나 터닝 커브의 시작점이기 때문에 예측성이 낮을 수 밖에 없으며, 이것이 중국 정책 확인 후 석유화학에 대한 본격적인 비중 확대 전략을 추천하는 이유이다.

도표 16 2013년 에틸렌 생산 능력은 3.7% 증가, 수요는 4.9% 증가 예상하나 중국 화학 제품 수입 성장율이 변곡점을 지나 2013년 터닝 커브의 시작점이기 때문에 변수가 큼



자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 17 2012년 중국 합성수지 수입 증분은 67만톤으로 예상되어 전년대비 수입 2% 증가하며 과거 증가율에 크게 못 미치는 상황. 2013년은 터닝 커브의 기울기에 따라 중국 수입량 예측 범위는 매우 큼

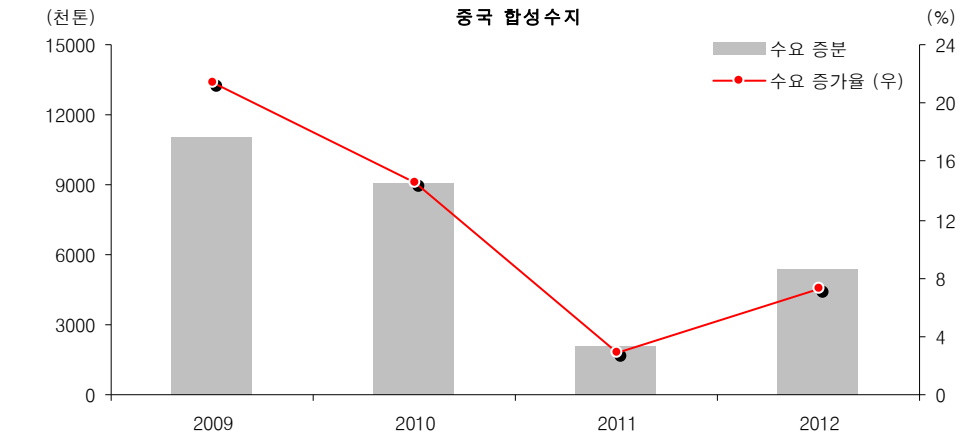


주: 9월까지의 누계 데이터를 단순 연환산 하였음

자료: CEIC, 유진투자증권

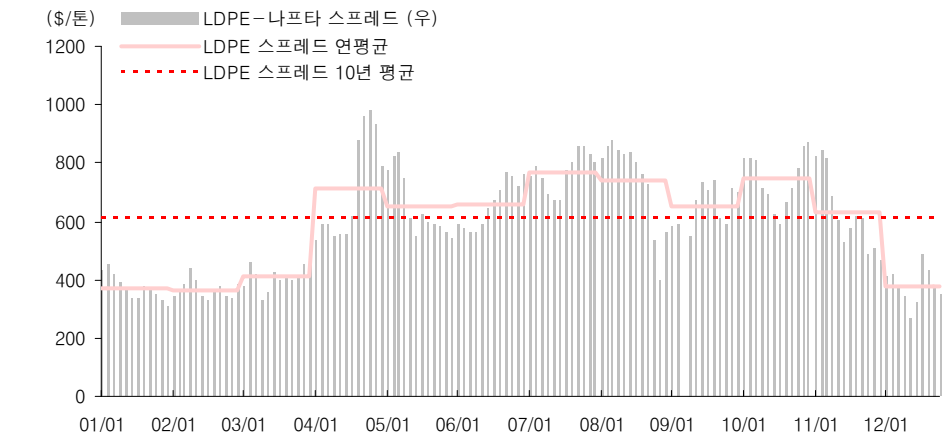


도표 18 2012년 합성수지 수요 증가 7%로 예상되어 성장은 지속되었음. 다만 과거 대비로는 적은 성장폭이었음



주: 9월까지의 누계 데이터를 단순 연환산 하였음
자료: CEIC, 유진투자증권

도표 19 중국 수입 성장 둔화와 중동의 대중국 수출 확대로 2012년 LDPE 스프레드는 과거 평균의 수준을 큰 폭 하회했음



자료: ICIS, 시스템, 유진투자증권



3. 수요 성장 굳건한 석유화학제품 찾기

중국 화학제품의 수요 성장폭에 대한 불확실성과 관계 없이 수요 성장이 굳건한 개별 제품에 집중하자. 2012년은 PX와 아로마틱(벤젠, 톨루엔, 자일렌) 제품의 수요가 좋았다. 이는 중국 내 동 제품 증설이 거의 없었고, 이를 원료로 사용하는 TPA의 대규모 중국 증설로 2012년 연중 수요가 견조했기 때문이었다. 2013년 견조한 수요 성장이 예상되는 제품은 다음과 같다.

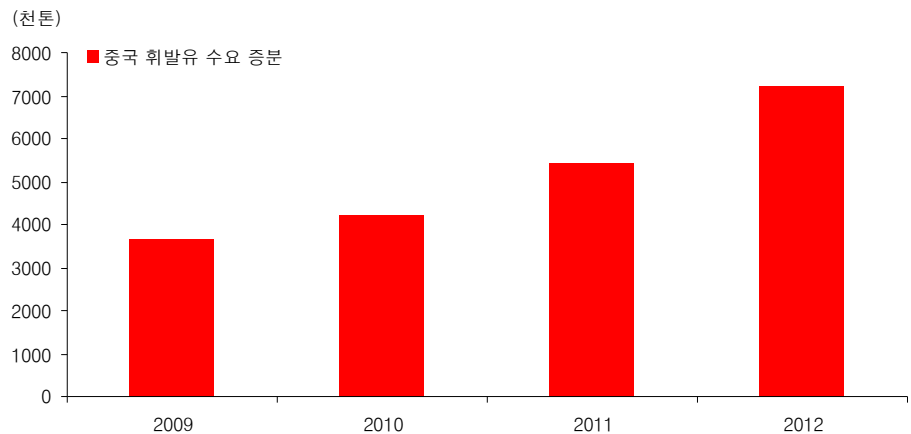
- * 휘발유
- * 합성고무
- * 합성섬유 중간원료: PX



1) 휘발유

2012년 중국 수요가 가장 견조했던 제품은 휘발유였다. 전년대비 2012년 중국 휘발유 수요는 9.4% 증가가 예상되며 역내 견조한 휘발유 시장을 이끌었다. 과거 한국의 휘발유 수요 추이와 유사한 흐름이 향후 중국 시장에서 예상되는데, 중국 인구를 감안할 때 중국 수요 증가분은 더욱 클 전망이다.

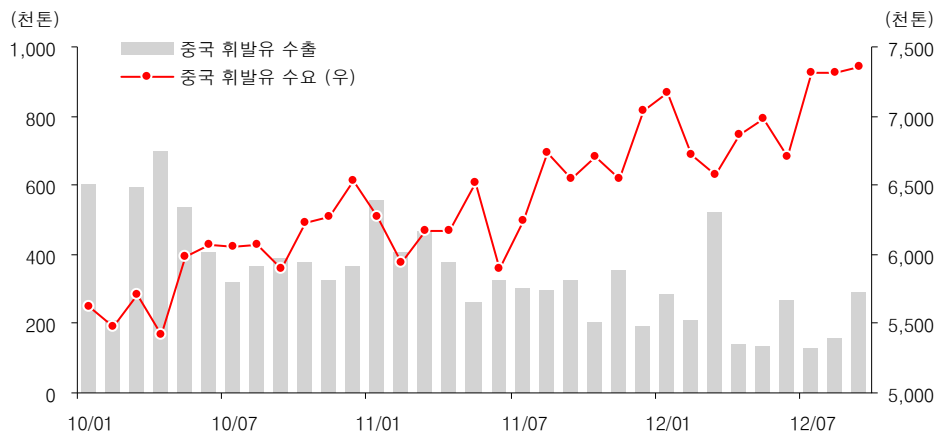
도표 20 중국의 휘발유 수요 증가는 2012년에 이어졌음



주: 9월까지의 누계 데이터를 단순 연환산 하였음

자료: CEIC, 유진투자증권

도표 21 견조한 중국 휘발유 수요 추이



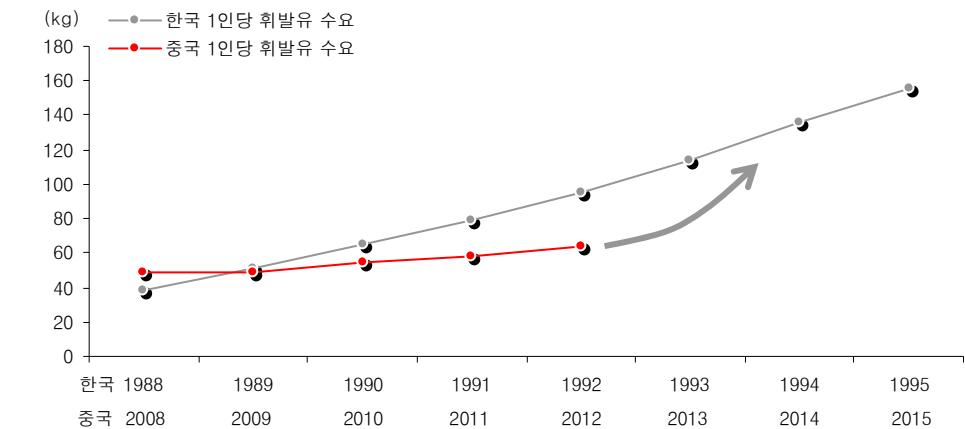
자료: CEIC, 유진투자증권



중국은 2012년 1000명당 64.8대의 자동차를 타고 있어 과거 한국과 비교하면 한국의 1991~1992년에 해당된다. 당시 한국의 1인당 휘발유 소비량은 87kg였는데, 현재 중국의 1인당 휘발유 소비량은 64kg이다. 통계치로는 중국이 1인당 64kg를 사용하고 있는 것으로 파악되나, 1990년 초 소나타2의 연비가 리터당 12.1km이고, 2012년 소나타 연비가 13.8km인 점을 감안할 때 실제 중국의 휘발유 소비량은 1인당 76kg으로 추정된다. 한국이 1991년부터 향후 3년간 휘발유 소비 증가율이 연 20.3%였던 점을 감안하면 중국 휘발유 소비 증가는 더욱 빠르게 이뤄질 전망이다.

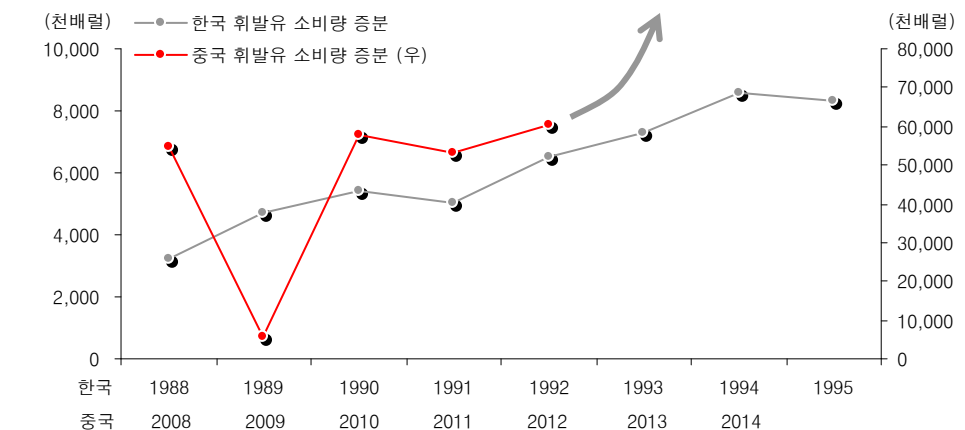
2013년 1분기 중 RFCC 고도화설비 증설을 완료하는 GS가 가장 긍정적일 전망이다. 역내 건조한 휘발유 수요에 따라 휘발유 마진이 견조할 것으로 예상되기 때문이다. 이번 증설 이후 동사의 고도화율은 35%로 국내 최고 고도화율 정유사가 될 전망이다.

도표 22 1991년 한국의 1인당 휘발유 소비량 87kg vs. 2012년 중국의 1인당 휘발유 소비량은 64kg. 연비 고려시 중국의 실제 1인당 휘발유 수요는 76kg으로 추정



자료: CEIC, 유진투자증권

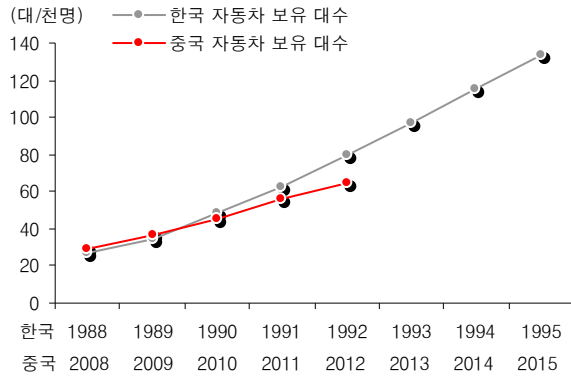
도표 23 과거 한국의 휘발유 수요 추이와 유사한 흐름이 향후 중국 시장에서 예상되는데, 중국 인구를 감안할 때 중국 휘발유 수요 증가분은 더욱 클 전망



자료: CEIC, 유진투자증권

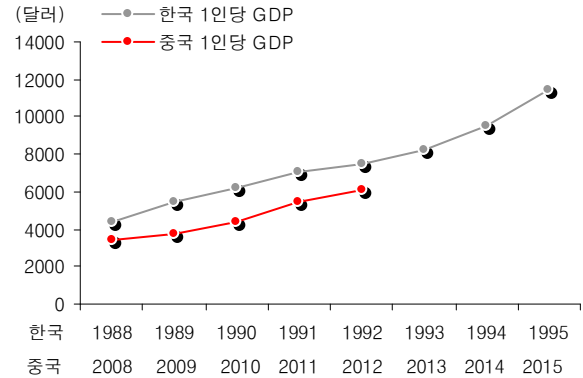


도표 24 한국과 중국의 자동차 보유 대수 추이



자료: CEIC, 유진투자증권

도표 25 한국과 중국의 1인당 GDP 추이



자료: CEIC, 유진투자증권



2) 합성고무

앞서 살펴본 바와 같이 2012년 중국 휘발유 수요는 견조했다. 하지만 타이어 수요는 좋지 않았고 이에 따라 합성고무 시장도 부진했다. 유럽을 중심으로 한 주요 타이어 수요국의 수요가 부진했기 때문이다. 2013년은 중국을 중심으로 한 타이어 수요 증가가 예상된다. 이유는 교체주기가 도래하고 있으며, 경기둔화에 따라 미루었던 교체용 타이어 수요 성장이 예상되기 때문이다.

2005년부터 본격적으로 판매되었던 중국 자동차 추이는 2010년에 연 천만대 이상 판매되면서 큰 성장을 보였다. 그리고 고속도로 주행량, 휘발유 소비량이 증가하는 점을 볼 때, 타이어 사용률은 높을 것으로 예상된다. 아래 표를 보면 중국 자동차 사용률을 100%로 가정할 시, 연 자동차 한대당 운행 거리는 18,270km 이고, 사용률 70%를 가정하면 26,100km이다. 자동차 교체주기가 운행거리 기준으로 통상 3만~4만 km 인 점을 감안하면 중국에서 타이어 교체가 본격적으로 시작될 전망이다. 참고로 타이어 성숙시장인 미국의 2010년 차 1대당 운행거리는 18,490km로 중국과 비슷하다.

도표 26 중국 자동차 운행거리 추정: 중국의 타이어 교체 사이클 진입에 따라 합성고무 수요 증가할 전망

중국이 보유한 자동차 사용률 100% 가정시

휘발유 소비량 (A)	백만배럴	726.4
자동차 보유대수 (B)	백만대	87.8
배럴 → 리터 환산 계수 (C)	리터/배럴	159.984
자동차 1대당 휘발유 소비량 (D=A/B*C)	리터	1,323.9
연비 가정 (D)	km/리터	13.8
자동차 한대당 운행 거리 (C*D)	km	18,269.8

중국이 보유한 자동차 사용률 70% 가정시

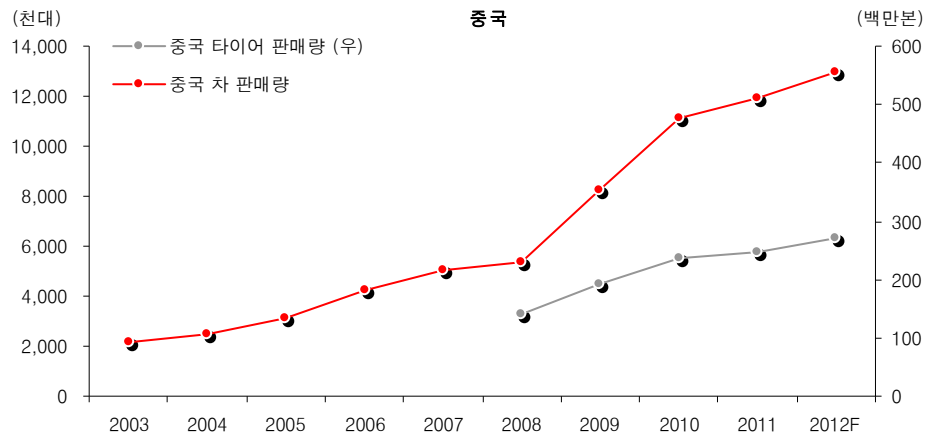
휘발유 소비량 (A)	백만배럴	726.4
자동차 보유대수 (B)	백만대	87.8
자동차 사용률	%	70.0
배럴 → 리터 환산 계수 (C)	리터/배럴	159.984
자동차 1대당 휘발유 소비량 (D=A/B*C)	리터	1,891.3
연비 가정 (D)	km/리터	13.8
자동차 한대당 운행 거리 (C*D)	km	26,099.5

자료: CEIC, 유진투자증권



중국 동부 연안을 우선으로 한 타이어 교체 사이클 진입에 따라 글로벌 합성고무 1위 업체인 금호석유화학이 가장 긍정적이다. 특히 동사는 전 사업부문에 걸쳐 주력 제품을 2012년말 증설했기 때문에 이익 개선의 효과가 클 전망이다.

도표 27 중국 자동차 판매량과 타이어 판매량 추이: 2005~2010년 자동차 판매 급증했고, 타이어 판매도 증가할 것으로 예상되어 합성고무 긍정적



자료: CEIC, 유진투자증권

도표 28 금호석유화학 그룹 증설 내용

(천톤)	제품명	현재 생산능력	증설분	계	완공시기
금호석유화학	SBR	481	110	591	2012. 9
	SSBR		60	60	2012.11
금호피앤비화학	BPA	300	150	450	2012.4Q
	MIBK	30	25	55	2012.1Q
금호폴리캠	EPDM	95	60	155	2013. 7
금호미쓰이	MDI	150	50	200	2012. 6

자료: 유진투자증권

도표 29 금호석유화학 증설 영향 시뮬레이션

(억원, %)	매출액 (2011년)	영업이익 (2011년)	제품명	증설분 매출액 예상	2000년 이후 평균 영업이익률	증설 설비의 normalized 영업이익 추정
금호석유화학	52,921	6,235	SBR	3,232	7.6	380
			SSBR	1,763		
금호피앤비화학	12,651	1,754	BPA	2,814	4.7	156
			MIBK	480		
금호폴리캠	4,032	1,414	EPDM	2,547	15.0	381
금호미쓰이	4,149	132	MDI	1,582	11.6	183

자료: 유진투자증권



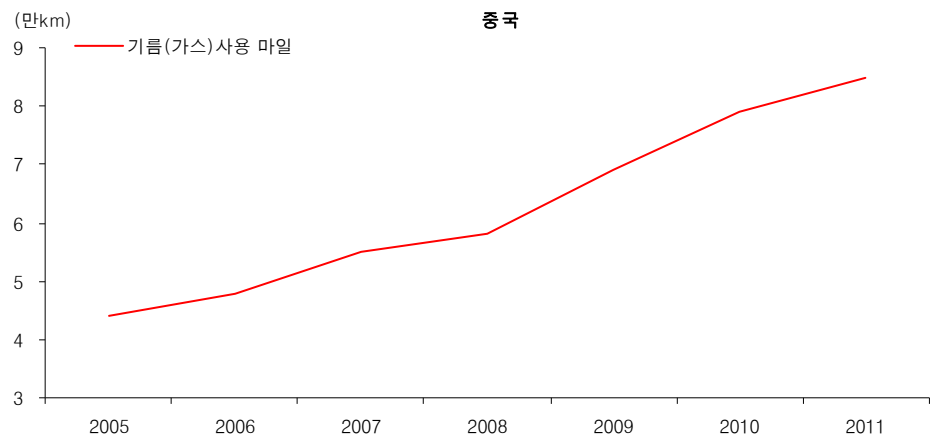
도표 30 글로벌 타이어 수요전망: 글로벌 연 전망치인데 2012년 값은 이보다 적었을 것으로 예상함

(백만본)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	'12~'16 CAGR
전체	1,304	1,479	1,536	1,598	1,703	1,810	1,910	2,004	5.8%
한국	32	39	40	40	41	42	43	44	2.4%
중국	192	237	247	272	309	354	397	440	12.8%
북미	280	302	303	315	327	337	340	348	2.5%
유럽	359	400	423	413	430	449	464	476	3.6%
기타	441	501	523	558	596	628	666	696	5.7%

주: 기타는 중동+아프리카+아세아대양주+중남미

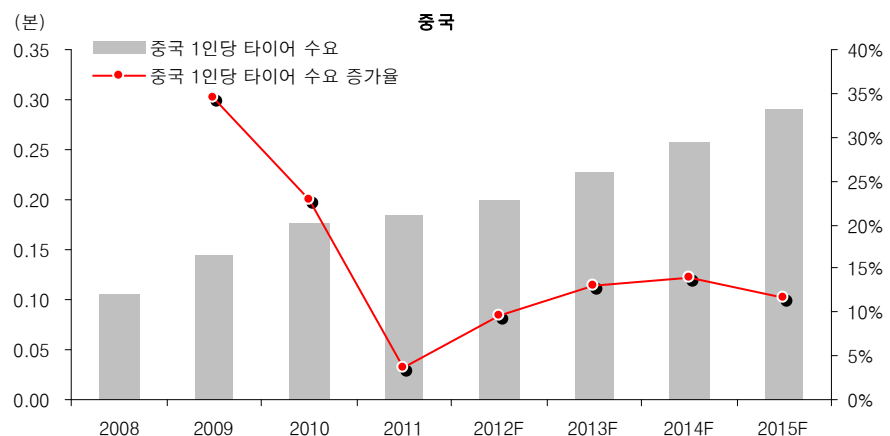
자료: 금호타이어, 유진투자증권

도표 31 중국 기름 사용의 마일 추이



자료: CEIC, 유진투자증권

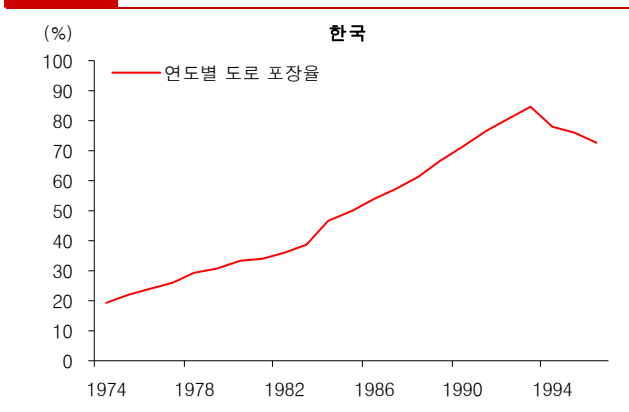
도표 32 중국 타이어 수요 증가에 따라 합성고무업체 긍정적



자료: CEIC, 유진투자증권

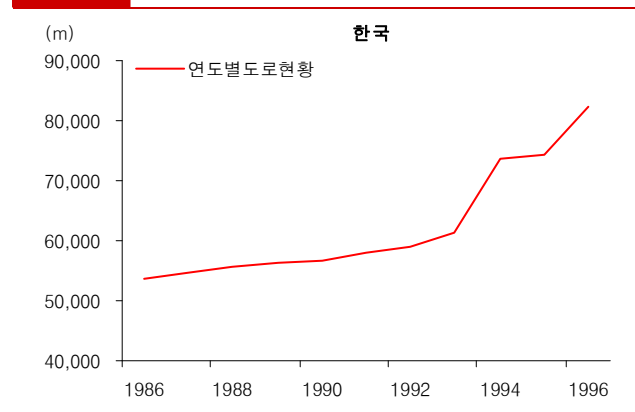


도표 33 한국 도로 포장율 1980년대 후반 크게 상승
:중국 도로 포장율 상승에 따라 타이어, 휘발유
수요 증가 예상



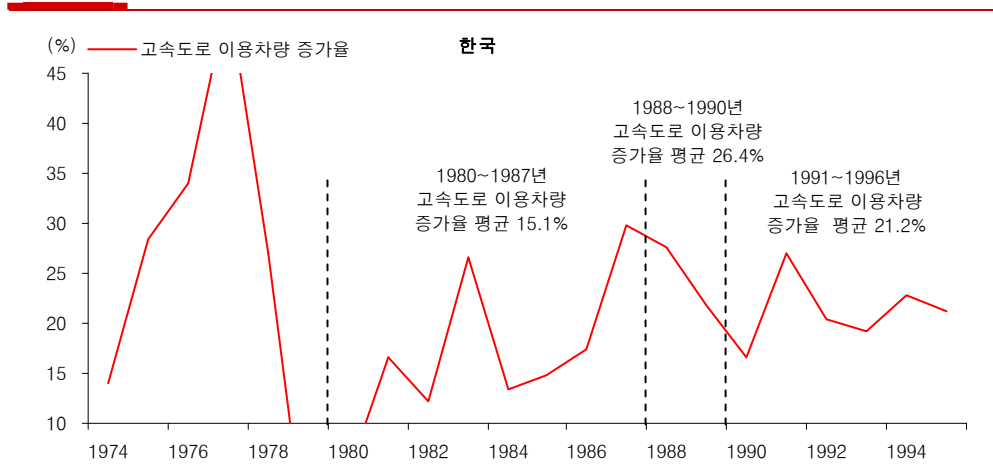
자료: CEIC, 유진투자증권

도표 34 한국 연도별 도로 현황



자료: CEIC, 유진투자증권

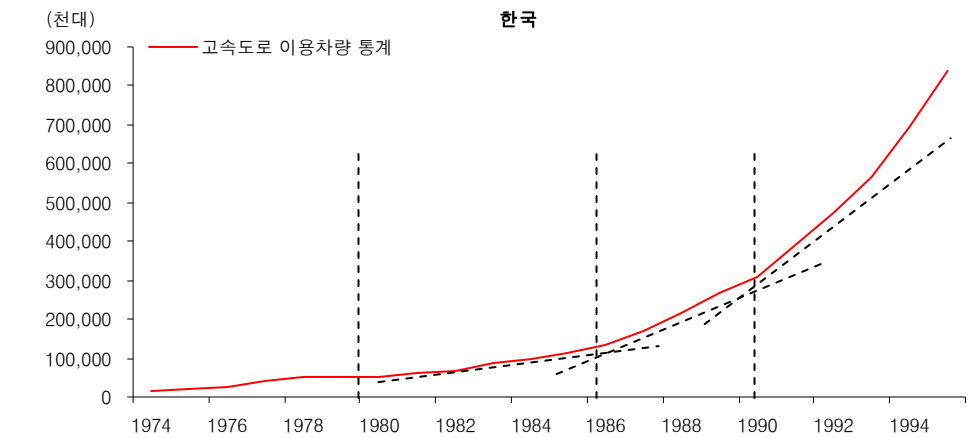
도표 35 한국 고속도로 이용차량 증가율



자료: CEIC, 유진투자증권

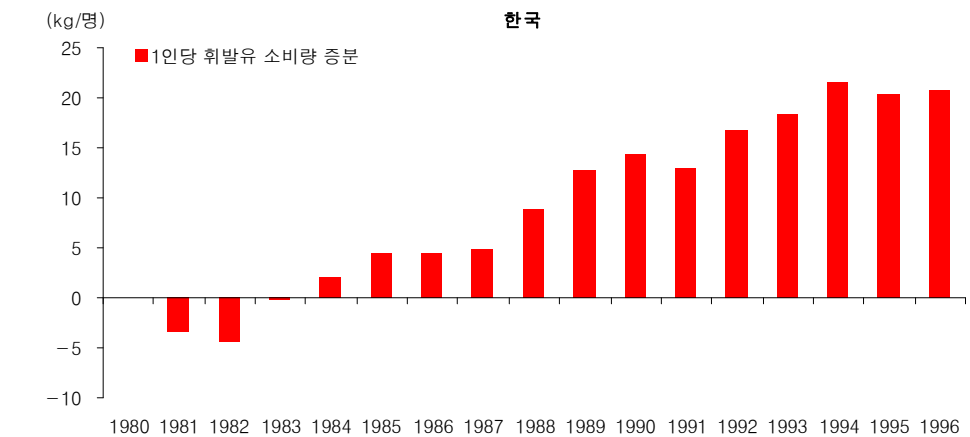


도표 36 한국 1980년대 후반부터 고속도로 이용 차량 크게 증가



자료: CEIC, 유진투자증권

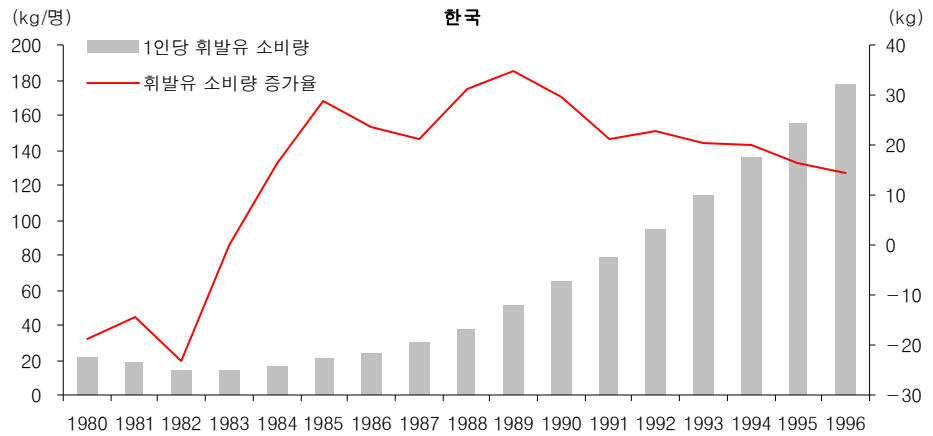
도표 37 한국 1인당 휘발유 소비량 증분 추이



자료: CEIC, 유진투자증권

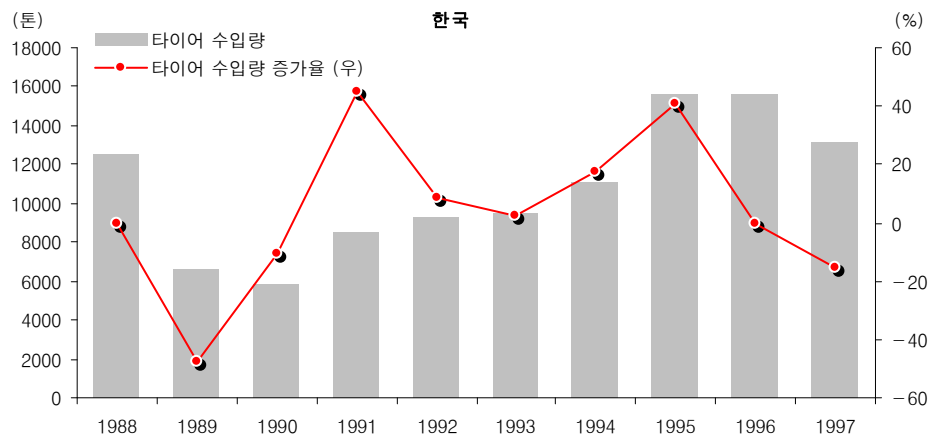


도표 38 한국 1인당 휘발유 소비량 추이



자료: CEIC, 유진투자증권

도표 39 한국의 타이어 수입량 추이



자료: CEIC, 유진투자증권



3) PX

2012년 보였던 중국의 TPA 대규모 증설은 2013년에도 이어질 전망이다. 글로벌 TPA 증설은 2012년 1,889만톤, 2013년 598만톤 규모로 발표되어 있고, 이 중 중국의 증설 규모는 2012년 1,739만톤, 2013년 300만톤으로 글로벌 증설의 대부분이 중국에서 이뤄지고 있다. 2012년 하반기에 완공 예정인 TPA 설비가 1,000만톤이기 때문에 본격적인 가동은 2013년부터 하게 된다.

PET를 생산하는 데에 MEG와 PTA가 원료로 사용되는데, TPA의 대규모 증설과 달리 2013년 MEG 증설 규모는 141만톤에 불과해 MEG 스프레드는 견조할 전망이다. 또한, PTA 원료인 PX는 공급이 더 타이트한데, 원단위를 감안하면 2012년말 증설에서 2013년 증설되는 PTA를 만드는데 PX 1,000만톤이 필요하다. 그러나 2013년 PX 증설은 311만톤에 그쳐 정유사의 화학 부문 호실적은 2013년 연중 이어질 전망이다.

MEG 스프레드 개선에 따라 호남석유화학이 긍정적이나, 동사는 TPA를 생산하는 케이피케미칼을 합병할 예정이기 때문에 TPA 시장 부진의 영향이 불가피할 전망이다. 또한 아직 폴리에스터 시장이 회복되고 있지 않아 MEG 개선의 수혜는 상대적으로 제한적일 전망이다.

PX 호시황에 따라 이를 생산하는 국내 정유사 S-Oil(PX 생산능력 160만톤), GS(120만톤), SK이노베이션(75만톤)이 긍정적이다. PX의 영업이익 기여도 관점에서는 S-Oil이 가장 긍정적이나, 증설 모멘텀을 감안할 때 GS를 최우선 추천한다.

도표 40 화섬 체인 중 PX>EG>TPA 순으로 좋음. PX 생산업체는 GS를 비롯한 정유사

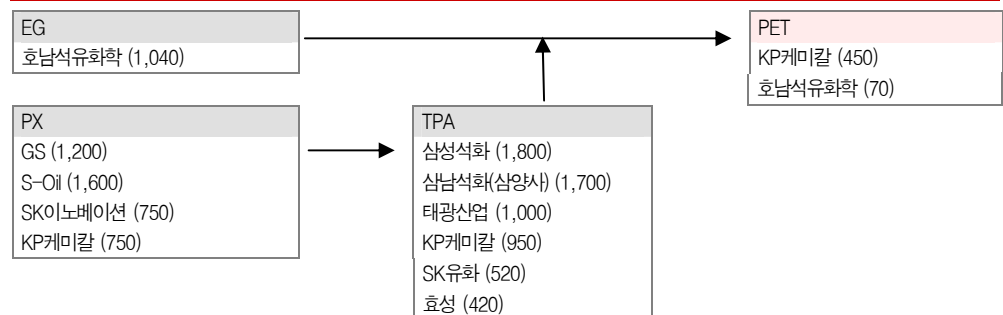
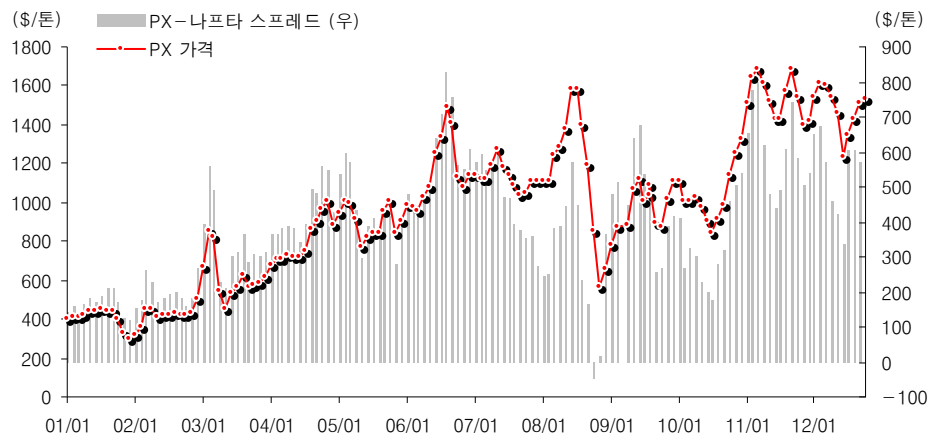


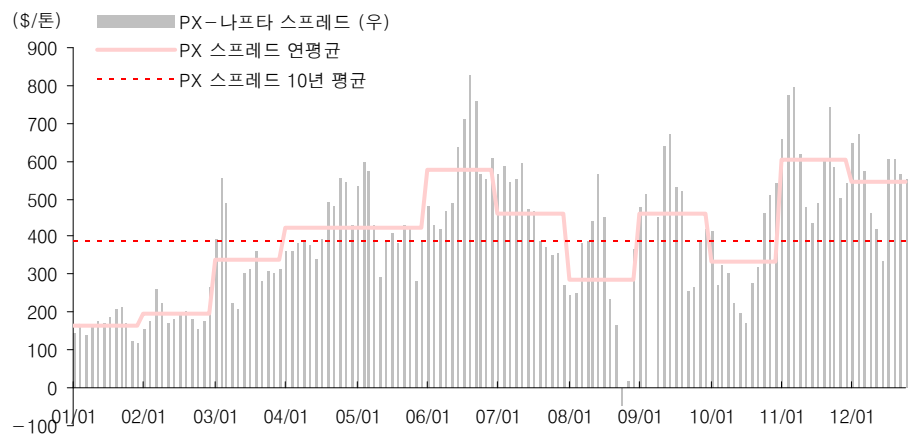


도표 41 PX-나프타 스프레드 추이: 2013년도 타이탄한 수급 이어질 전망



자료: ICIS, 시스템, 유진투자증권

도표 42 연간 PX 스프레드 추이



자료: ICIS, 시스템, 유진투자증권



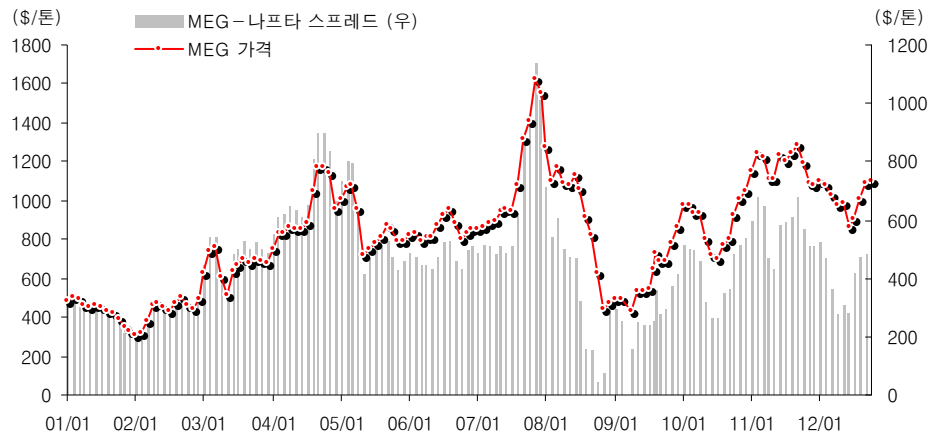
도표 43 세계 PX 증설 일정: 2013년 311만톤 예정되어 공급 매우 타이트할 전망

회사명	위치	생산능력(천톤)	가동시점
PKN Orlen S.A.	Plock, Poland	400	Apr-11
S-Oil Corporation	Onsan, South Korea	900	Apr-11
Total		1300	
Formosa chemicals&Fibre	Mailiao, Taiwan	100	start 2012
Thai Paraxylene	Sri Racha, Thailand	40	Apr-12
samsung Total Petrochemical	Daesan, South Korea	160	Jun-12
ExxonMobil	Jurong Island, Singapore	80	Mid 2012
Dragon Aromatics	Zhangzhou, China(Fujian)	1600	Dec-12
Total		1900	
Sinopex hainan Refinery&Chemical	Yangpu EDZ, China(Hainan)	600	2013
HC Petrochem	Daesan, South Korea	800	Feb-13
ONGC Mangalore Petrochemicals	Mangalore, India	920	Q1 2013
SATORP	Al Jubail, Saudi Arabia	700	Mid 2013
Byco Oil Pakistan Ltd.	Lasbela, Pakistan	92	Q3 2013
Total		3112	
JSC KazMunayGaz	Atyrau, Kazakhstan	500	2014
PetroChina Liaoyang Petrochemical	Liaoyang, China (Liaoning)	900	2014
Jurong Aromatics Corporation	Jurong Island, Singapore	800	Feb-14
SK Global/JX Nippon Oil JV	Ulsan, South Korea	1000	Aug-14
Nghi Son Refinery & Petrochemical	Nghi Son, Vietnam	660	Q2 2014
Samsung Total Petrochemical	Daesan, South Korea	1000	Sep-14
SK Energy	Incheon, South Korea	1300	Q3 2014
GS-Caltex	Yeocheon, South Korea	1000	End 2014
Total		7160	

자료: Tecnon, 유진투자증권

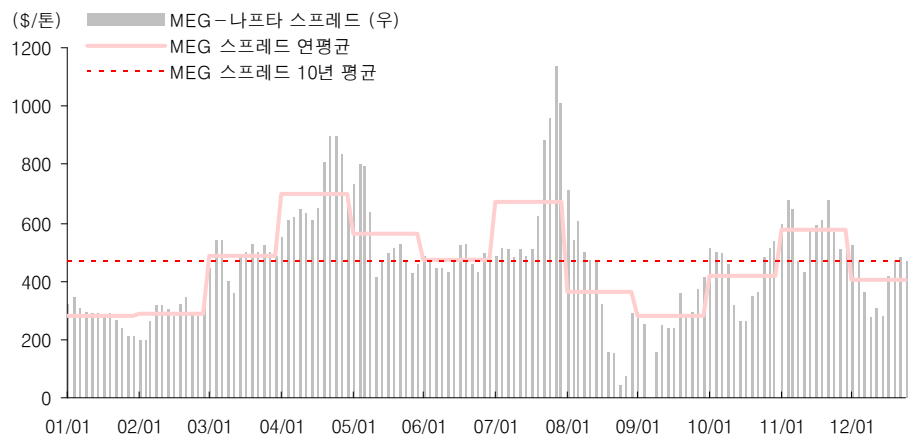


도표 44 MEG-나프타 스프레드 추이



자료: ICIS, 시스캠, 유진투자증권

도표 45 연간 MEG 평균 스프레드 추이



자료: ICIS, 시스캠, 유진투자증권



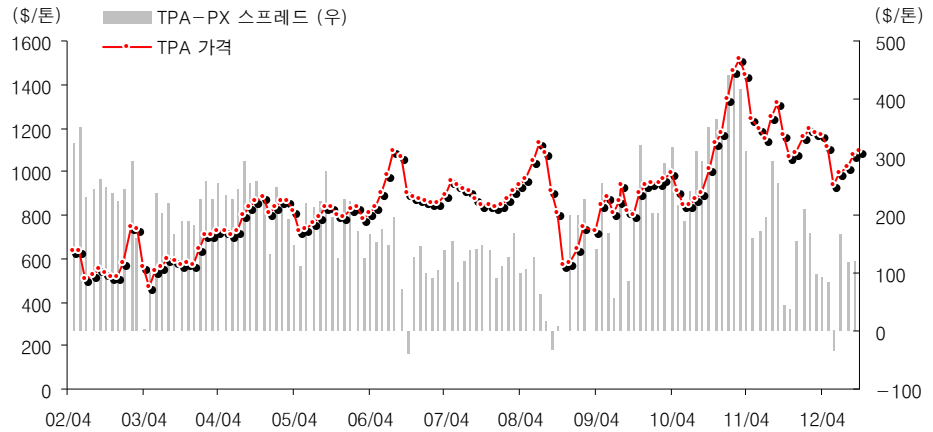
도표 46 세계 MEG 증설 일정: 2013년 141만톤 예정되어 양호한 시황 예상

회사명	위치	생산능력(천톤)	가동시점
China Man-Made Fibre	Ta-She, Taiwan	70	Late 2011
Chengdu Petrochemical	Chengdu, China	360	Late 2011
Total		410	
Sinopec Wuhan	Hubei, China	380	2012
Ningbo Heyuan Chemical	Ningbo, China	500	2012
Henan Coal/Tongliao Jinmei	Luoyang, China	200	Oct-12
Total		1080	
Assaluyeh Petrochemical	Assaluyeh (12th Olefin), Iran	710	2013
Qianxixian Qianxi Coal Chemical	Guizhou, China	300	Q1 2013
Henan Coal/Tongliao Jinmei	Guizhou, China	200	Jul-13
Boylan Investment Group	Xilinguole, China	200	Jul-13
Total		1410	
Chenma Weyaat	Taweelah, UAE	870	2014
Reliance Industry	Dahej, India	720	2014
Total		1590	

자료: Tecnon, 유진투자증권

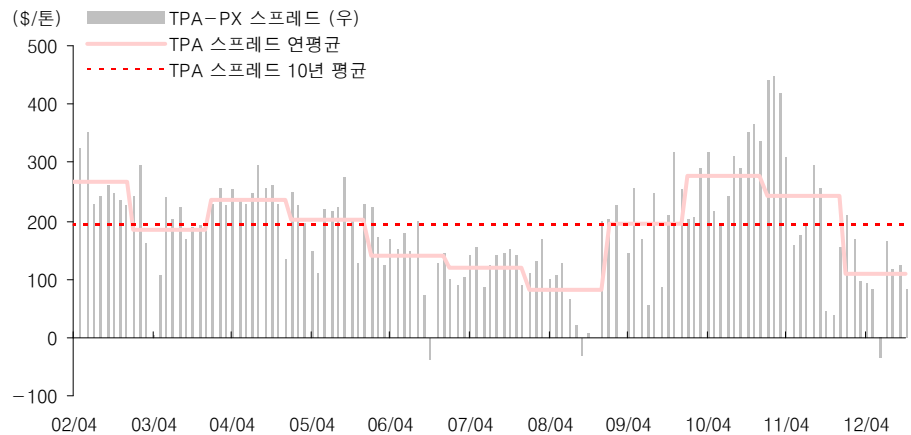


도표 47 TPA-PX 스프레드 추이: TPA 업체들은 향후 더 어려운 시기가 될 것



자료: ICIS, 시스캠, 유진투자증권

도표 48 연간 TPA 스프레드 추이



자료: ICIS, 시스캠, 유진투자증권



도표 49 세계 TPA 증설 일정: 중국에 집중된 TPA 증설, 시장 논리로 접근이 어려운 TPA 시장은 2013년 상황 더 악화될 전망

회사명	위치	생산능력(천톤)	가동시점
KP Chemical	Ulsan, South Korea	50	Jan-12
KP Chemical	Ulsan, South Korea	50	Jan-12
BP Zhuhai Chemical	Zhuhai, China(Guangdong)	200	Jan-12
Artlant	Sines, Portugal	700	Mar-12
Zhejiang Yuandong	Shaoxing, China(Zhejiang)	1,500	Mar-12
Tuntex Petrochemical	Pinnan, Taiwan	55	Jun-12
Jiaxing Petrochemical	Jiaxing, China(Zhejiang)	1,500	Sep-12
Hengli Petrochemical	Dalian, China(Liaoning)	2,200	Sep-12
Petroquimica Suape(Petrobras)	Suape, Pernambuco, Brazil	700	Sep-12
Xianglu Petrochemical	Zhangzhou, China (Fujian)	4,500	Q4 2012
Hengli Petrochemical	Dalian, China (Liaoning)	2,200	Oct-12
Yisheng Dahua	Dalian, China (Liaoning)	3,000	Q4 2012
Zhejiang Yisheng Petrochemical	Yangpu, China (Hainan)	2,200	Nov-12
PT Indorama Petrochemicals	Cilegon, Indonesia	35	Dec-12
Total		18,890	
China		17,390	
Oriental Petrochemical	Kuan Yin, Taiwan	1,500	2013
Formosa Chemicals & Fibre	Ningbo, China (Zhejiang)	1,500	2013
CEPSA Quimica	Montreal-East, Canada	50	Early 2013
Jiangsu Honggang Petrochemical	Lianyung, China (Jiangsu)	1,500	Jun-13
Reliance Industries	Dahej, India	1,150	Q2 2013
Ibn Rushd	Yanbu, Saudi Arabia	280	Late 2013
Total		5,980	
China		3,000	
M&G Group	Corpus Christi, United States	1,200	2014
Indorama Polymers Rotterdam	Rotterdam, Netherlands	2,500	2014
Lotte Pakistan PTA	Port Qasim, Pakistan	1,000	2014
Reliance Industries	Dahej, India	1,150	Q1 2014
Sichuan Shengda Chemical	Nanchong, China(Sichuan)	1,000	Q1 2014
Total		4,600	
China		1,000	

자료: Tecnon, 유진투자증권

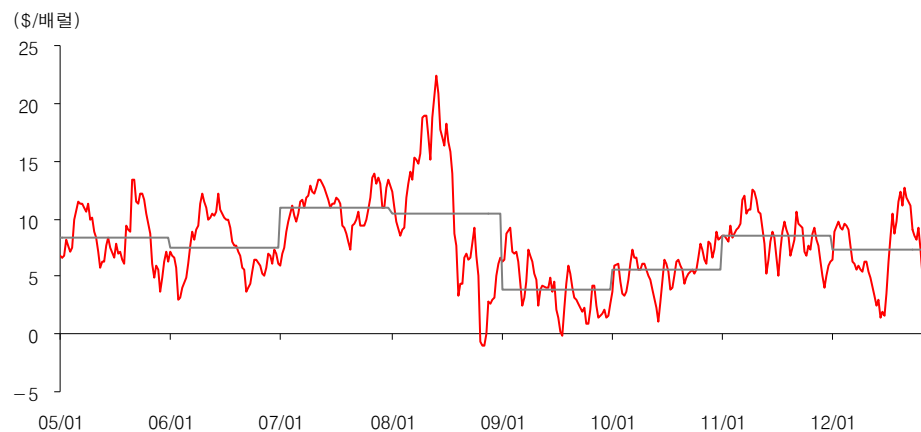


III. 정유 전망

2013년 정제마진은 2012년보다 소폭 하락할 전망이다. 2012년 정제마진은 \$7.3로 과거 7년 평균인 \$7.8 수준이었다. 이에 따라 2012년 정유업체 실적은 견조했다. 2013년 연평균 정제마진이 하향 안정화될 것으로 보는 이유는 글로벌 증설 예정인 정제설비 규모가 200만B/D이고, 70만B/D 폐쇄 예정으로 있어 설비 순증이 130만B/D 이다. IEA에 따르면 2012년 수요 증가가 85만B/D인 상황인데, 2013년도 크게 다르지 않을 것으로 예상되기 때문이다. 하지만 2012년 수요를 주도했던 중국과 동남아시아의 석유 수요 증가폭은 더욱 커질 것으로 예상되어 역내 석유제품 공급은 밸런스가 유지될 것으로 예상된다.

2013년 정유업체 주가는 견조할 것으로 예상된다. 저마진 사업인 정유 부문의 이익은 소폭 낮아지나, 아로마틱 화학제품의 강세가 2013년에도 지속될 것으로 예상하기 때문이다. 북미를 중심으로 한 feed의 경질화로 아로마틱 제품 공급 타이트는 이어질 전망이다.

도표 50 중국, 동남아를 중심으로 한 휘발유 수요 증가로 2013년 정제마진 견조할 전망



자료: 산업자료, 유진투자증권

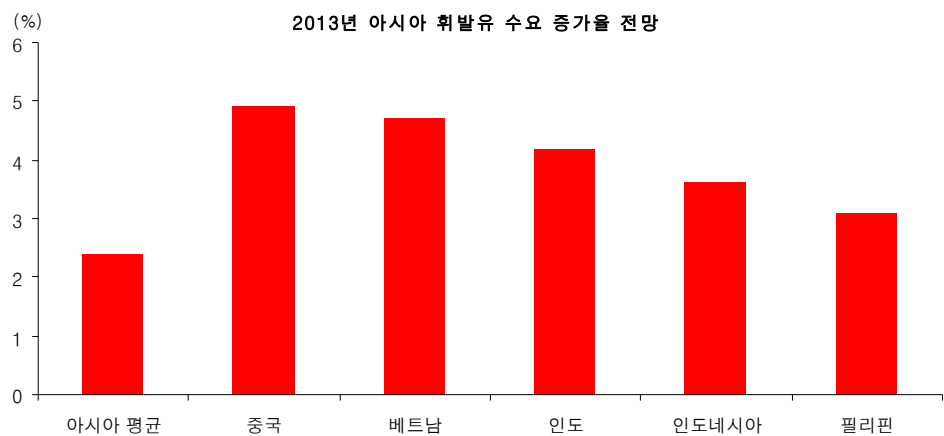


또한, 업체별 모멘텀도 높다. GS는 2013년 1분기 GS칼텍스의 RFCC 증설과 7월 GS EPS의 LNG 3호기 증설이 완공될 예정이다. 동사는 2012년 중간 지주회사인 GS에너지를 설립했는데 본격적인 투자 확대에 따라 성장성도 높아질 것으로 예상되어 긍정적이다.

SK이노베이션은 윤활유 사업을 영위하는 SK루브리컨츠의 상장이 2013년 예정되어 있고, 중국 NCC 설비가 2013년초 완공 예정이기 때문에 성장성 제고가 예상된다.

정유주 내 가장 추천 종목은 GS이다.

도표 51 중국, 동남아를 중심으로 한 휘발유 수요 증가로 2013년 정제마진 견조할 전망



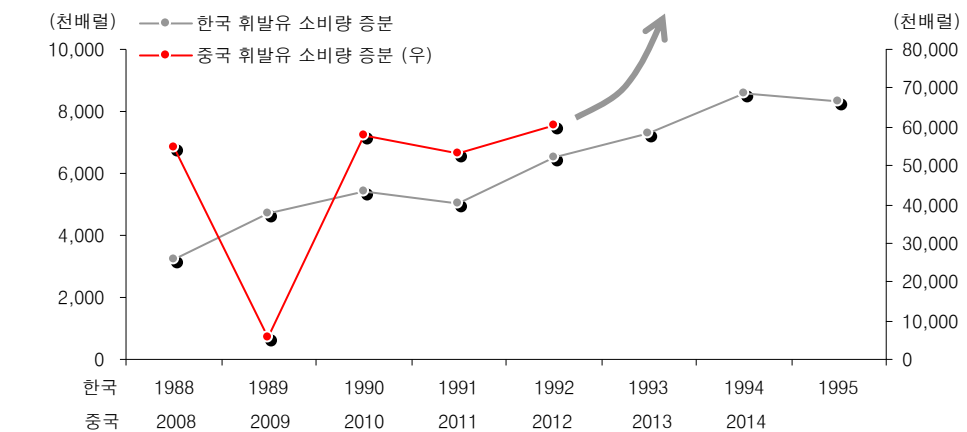
자료: 산업자료, 유진투자증권



중국은 2012년 1000명당 64.8대의 자동차를 타고 있어 과거 한국과 비교하면 한국의 1991~1992년에 해당된다. 당시 한국의 1인당 휘발유 소비량은 87kg였는데, 현재 중국의 1인당 휘발유 소비량은 64kg이다. 통계치로는 중국이 1인당 64kg를 사용하고 있는 것으로 파악되나, 1990년초 소나타2의 연비가 리터당 12.1km이고, 2012년 소나타 연비가 13.8km인 점을 감안할 때 실제 중국의 휘발유 소비량은 1인당 76kg으로 추정된다. 한국이 1991년부터 향후 3년간 한국 휘발유 소비 증가율이 연 20.3%였던 점을 감안하면 중국 휘발유 소비 증가는 더욱 빠르게 이뤄질 전망이다.

2013년 1분기 중 RFCC 고도화설비 증설을 완료하는 GS가 가장 긍정적인 전망이다. 역내 건조한 휘발유 수요에 따라 휘발유 마진 견조할 것으로 예상되기 때문이다. 이번 증설 이후 동사의 고도화율은 35%로 국내 최고 고도화율 정유사가 될 전망이다.

도표 52 과거 한국의 휘발유 수요 추이와 유사한 흐름이 향후 중국 시장에서 예상되는데, 중국 인구를 감안할 때 중국 휘발유 수요 증가분은 더욱 클 전망



자료: CEIC, 유진투자증권



도표 53 아시아 정제설비 증설 내용 정리: 2013년 CDU 증설 중 아시아가 80만B/D로 글로벌 200만B/D 증설에서 40% 차지. 폐쇄를 감안하면 130만B/D 증설 예정

증설						
연도	분기	회사명	지역	설비명	CAPA (천배럴/일)	국가
2012년	1Q	Pak-Arab	Multan	Asphalt	3.0	파키스탄
		Pakistan Refinery	Karachi	Therm Craker/VBU	20.0	파키스탄
	3Q	Sinopec Qingdao Shihua	Shandong	HDC	40.0	중국
		TonenGeneral	Kawasaki	Coker	3.0	일본
		CPC Corporation	Dalin	FCC/RFCC	74.6	대만
	4Q	Sinopec Anqing	Anhui	CDU	80.0	중국
		CNOOC Hainan	Hainan	CDU	40.0	중국
		PetroChina Pengzhou (Sichuan)	Sichuan	CDU	200.0	중국
		Chennai Petroleum Corporation Ltd.	Chennai	CDU	35.0	인도
		Essar Oil	Vadinar	CDU	40.0	인도
		Shell Refining	Port Dickson	Dist.Treat	45.0	말레이시아
2013년	1Q	Sinopec Maoming	Guangdong	CDU	200.0	중국
		PetroChina Huabei Petrochem Sub	Hebei	CDU	100.0	중국
		Sinopec Qingdao	Shandong	HDC	40.0	중국
		Local Kenli	Shandong	CDU	60.0	중국
		PT Pertamina	Cilacap	FCC/RFCC	62.0	인도네시아
		PT Pertamina	Plaju/Musi	FCC/RFCC	1.1	인도네시아
		Mangalore Refinery and Petrochemicals Ltd.	Mangalore	Coker	54.2	인도
		Hindustan Petroleum Corporation Ltd.	Mumbai	Dist.Treat	44.6	인도
		Hindustan Petroleum Corporation Ltd.	Visakhapatnam	Dist.Treat	44.6	인도
		Bharat Petroleum Corporation Ltd.	Mumbai	HDC	27.9	인도
	2Q	IndianOil Corporation Ltd.	Mathura	FCC/RFCC	3.6	인도
		GS Caltex	Yochon	FCC/RFCC	53.0	한국
	3Q	Nagarjuna Oil Company Ltd.	Cuddalore	CDU	120.0	인도
		Sinochem Quanzhou	Fujian	CDU	240.0	중국
	4Q	Sinopec Shijiazhuang	Hebei	CDU	60.0	중국
		Sinopec Jiujiang	Jiangxi	CDU	30.0	중국
2014년	1Q	CNOOC/Local Ningbo Daxie	Zhejiang	CDU	140.0	중국
		IndianOil Corporation Ltd.	Paradeep	CDU	300.0	인도
		Petron Corp.	Limay	Coker	37.5	필리핀
		Thai Oil	Sriracha	CDU	30.0	태국
	2Q	Sinopec Caofeidian	Hebei	CDU	200.0	중국
		PetroChina/Dongming (Local) Heze	Shandong	CDU	120.0	중국
		CNPC/Local Anning	Yunnan	CDU	200.0	중국
		Sinopec Yangzi	Jiangsu	CDU	160.0	중국
		Attock Refinery Ltd	Rawalpindi	CDU	12.4	파키스탄
		CPC Corporation	Taoyuan	Resid Desulf	70.0	대만
	3Q	CNOOC Taizhou	Jiangsu	Lubes	8.2	중국
		ExxonMobil	Jurong Island	Dist.Treat	21.0	싱가포르
	4Q	Sinopec Cangzhou Sub	Hebei	CDU	30.0	중국
		SOD Mongol Group	Sainshand	CDU	30.0	몽골
		Jurong Aromatics Corporation	Jurong Island	CDU	110.0	싱가포르

자료: 산업자료, 유진투자증권



도표 54 아시아 정제설비 폐쇄 일정: 아시아 설비 폐쇄는 일본을 중심으로 진행

폐쇄						
연도	분기	회사명	지역	설비명	CAPA (천배럴/일)	국가
2012년	3Q	Shell	Clyde	CDU	(76.0)	호주
	4Q	Sinopec Anqing	Anhui	CDU	(30.0)	중국
		Local Refineries	Various	CDU	(50.0)	중국
2013년	3Q	Cosmo Oil	Sakaide	CDU	(130.2)	일본
	4Q	Local Refineries	Various	CDU	(100.0)	중국
2014년	1Q	Idemitsu	Tokuyama	CDU	(111.6)	일본
		JX Group	Unknown	CDU	(186.0)	일본
		Unknown	Unknown	CDU	(209.3)	일본
		Unknown	Unknown	CDU	(200.0)	일본
	2Q	Sinopec Yangzi	Jiangsu	CDU	(70.0)	중국
	3Q	Caltex	Kumell	CDU	(125.2)	호주
	4Q	Local Refineries	Various	CDU	(100.0)	중국

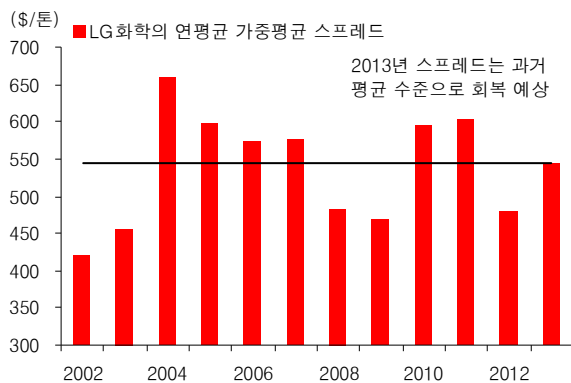
자료: 산업자료, 유진투자증권



IV. APPENDIX

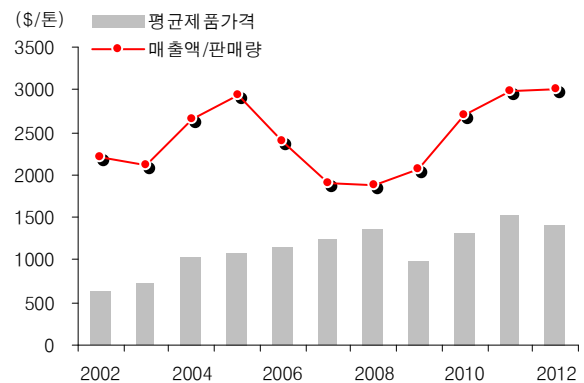
1. 석유화학업체 가중평균 스프레드 추이와 판매단가 비교

도표 55 LG화학의 연평균 가중 평균 스프레드 추이



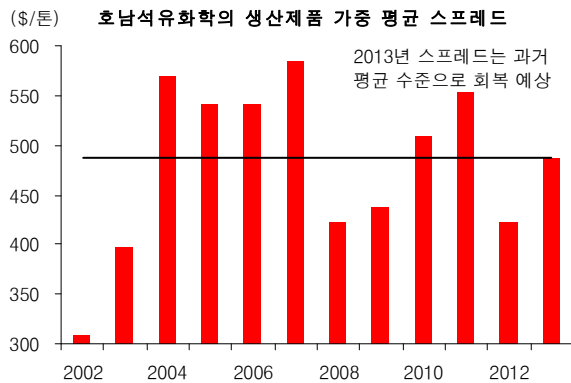
자료: ICIS, 시스템, 유진투자증권

도표 56 시장 가격 대비 높은 프리미엄을 받고 있는 LG 화학 석유화학제품



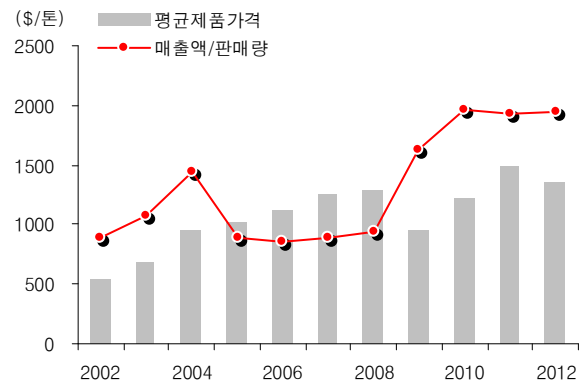
자료: ICIS, 시스템, 유진투자증권

도표 57 호남석유화학 연평균 가중 평균 스프레드 추이



자료: ICIS, 시스템, 유진투자증권

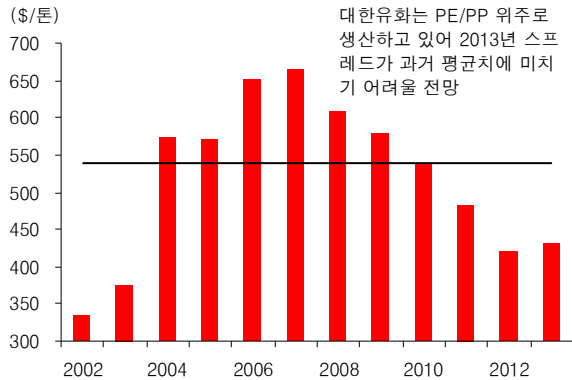
도표 58 호남석유의 시장 가격과 판매가격 추이



자료: ICIS, 시스템, 유진투자증권

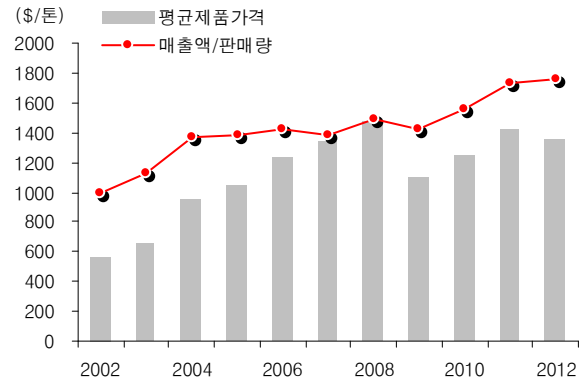


도표 59 대한유화 연평균 가중 평균 스프레드 추이



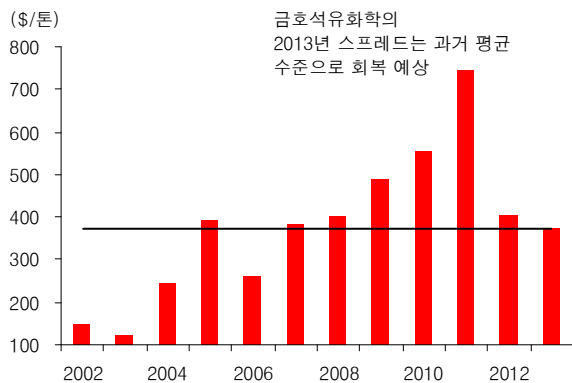
자료: ICIS, 시스템, 유진투자증권

도표 60 대한유화 생산제품의 시장 가격과 판매가격 추이



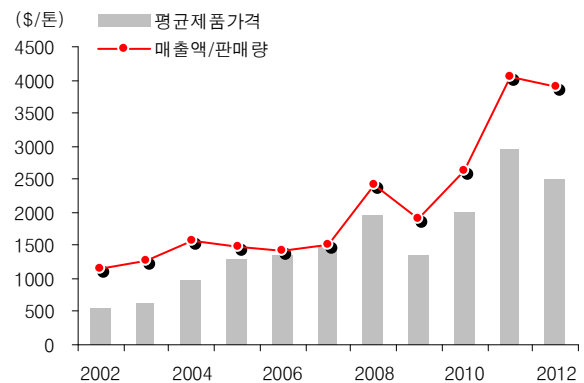
자료: ICIS, 시스템, 유진투자증권

도표 61 대한유화 연평균 가중 평균 스프레드 추이



자료: ICIS, 시스템, 유진투자증권

도표 62 금호석유 생산제품의 시장 가격과 판매가격 추이

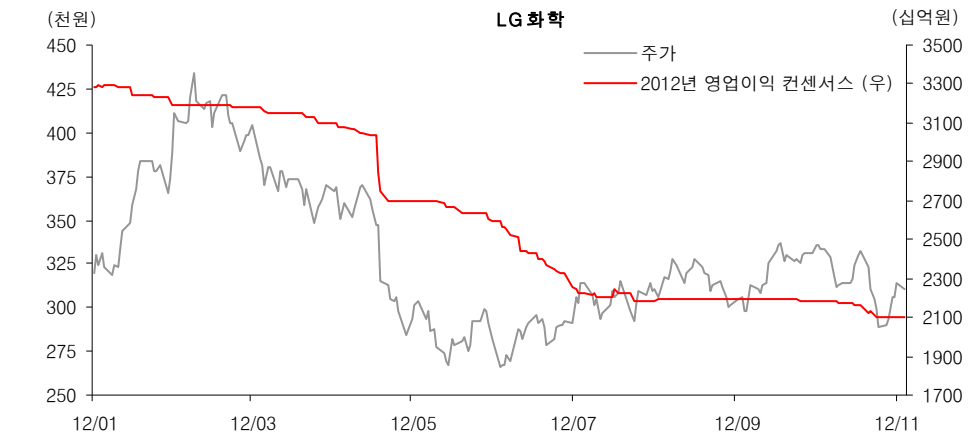


자료: ICIS, 시스템, 유진투자증권



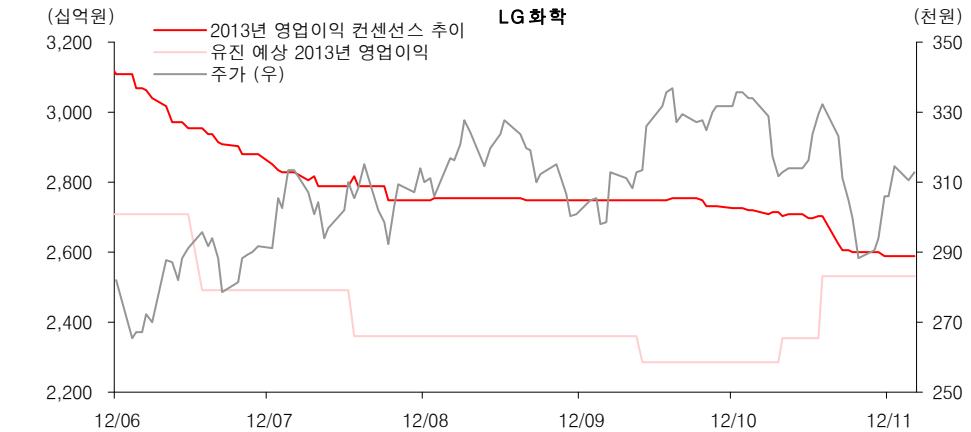
2. 석유화학업체 주가와 영업이익 전망치

도표 63 LG화학 주가와 영업이익 컨센서스 추이



자료: Datastream, 유진투자증권

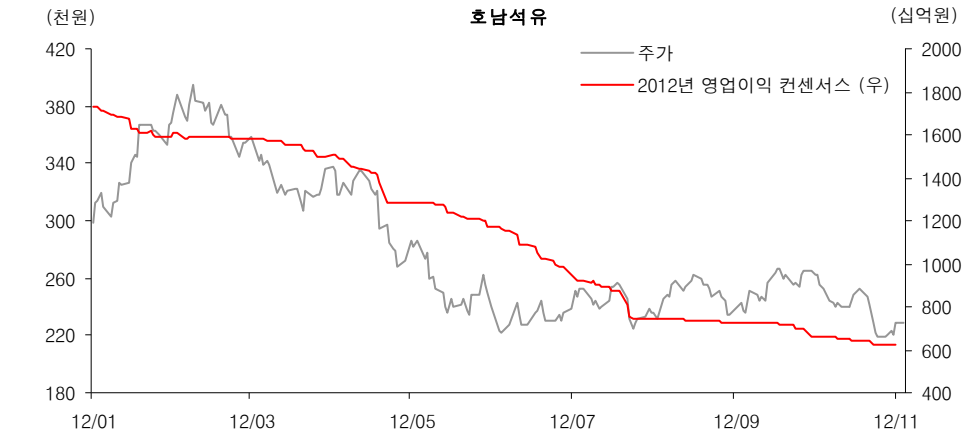
도표 64 LG화학 주가와 2013년 LG화학 영업이익의 당사 추정치 및 컨센서스



자료: Datastream, 유진투자증권

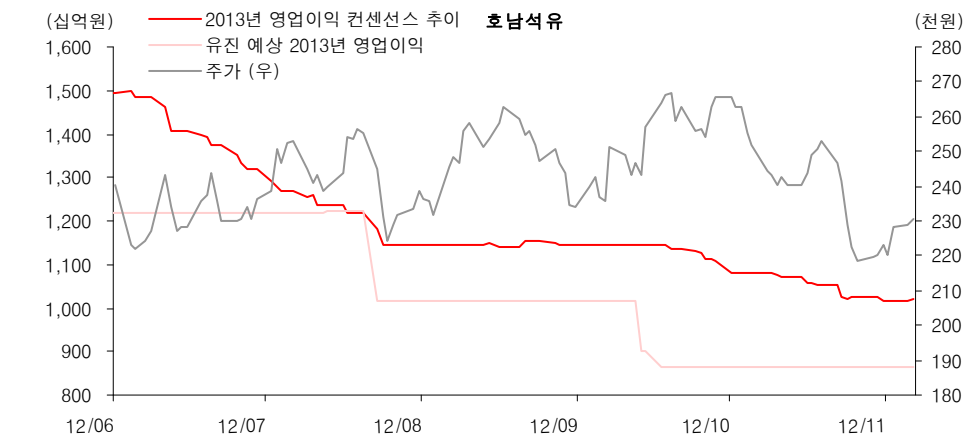


도표 65 호남석유화학 주가와 영업이익의 컨센서스 추이



자료: Datastream, 유진투자증권

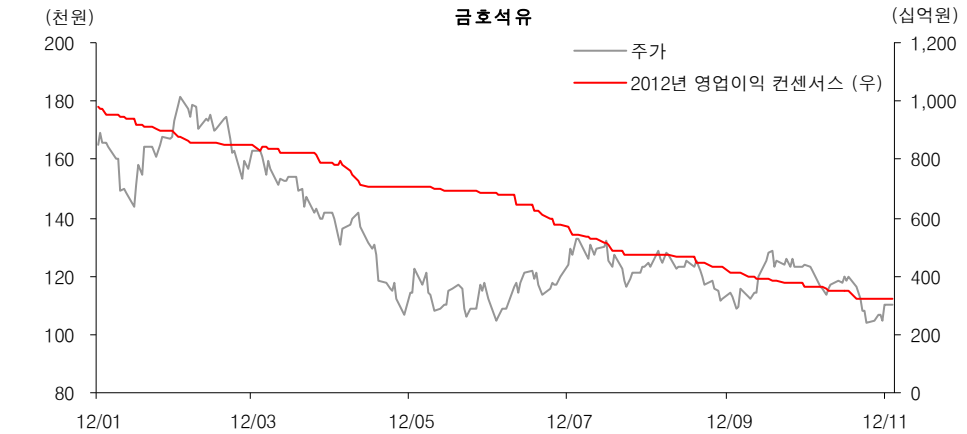
도표 66 호남석유화학 주가와 2013년 호남석유화학 영업이익의 당사 추정치 및 컨센서스



자료: Datastream, 유진투자증권

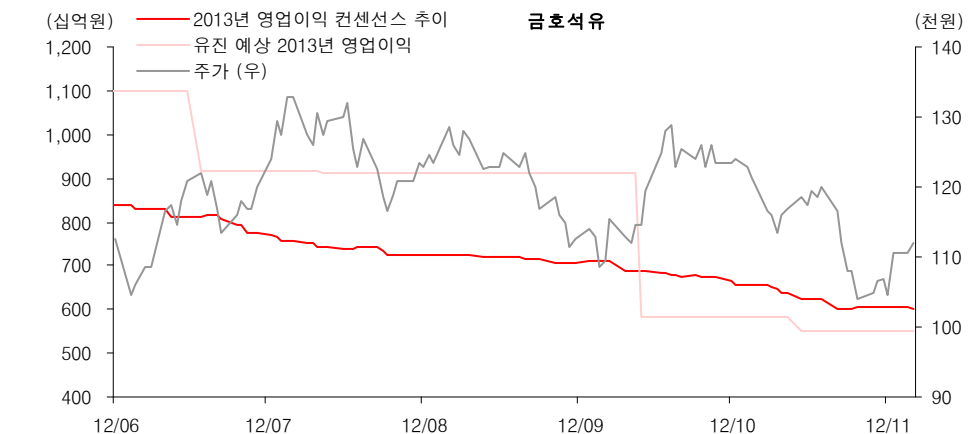


도표 67 금호석유화학 주가와 영업이익 컨센서스 추이



자료: Datastream, 유진투자증권

도표 68 금호석유화학 주가와 2013년 금호석유화학 영업이익의 당사 추정치 및 컨센서스



자료: Datastream, 유진투자증권



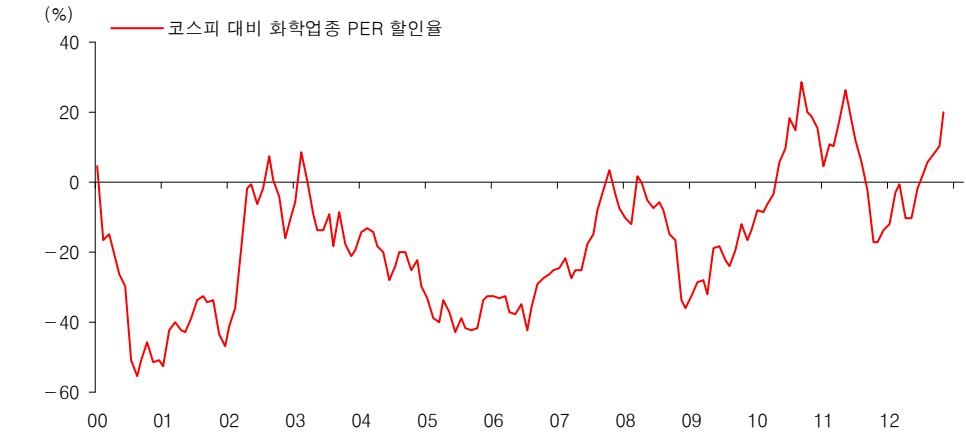
3. 코스피 VS 화학업종 PER

도표 69 KOSPI PER 8.1배 vs. 화학업종 PER 9.5배



자료: Datastream, 유진투자증권

도표 70 코스피 대비 화학업종 PER 할인율

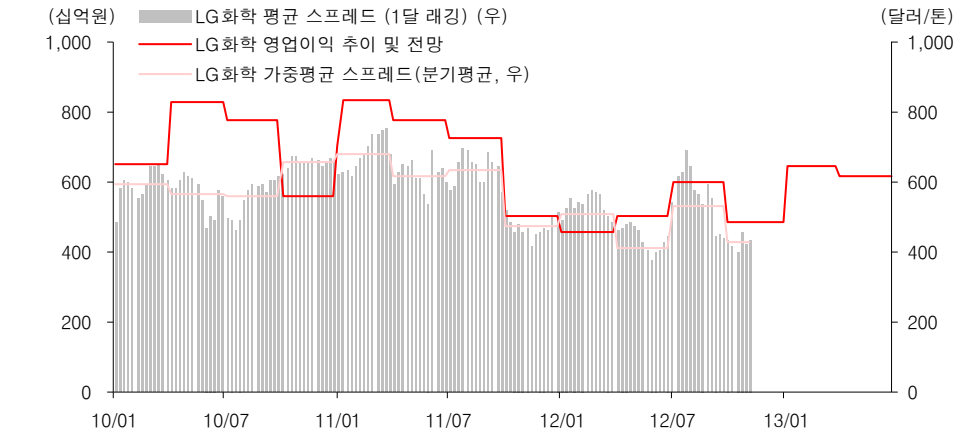


자료: Datastream, 유진투자증권



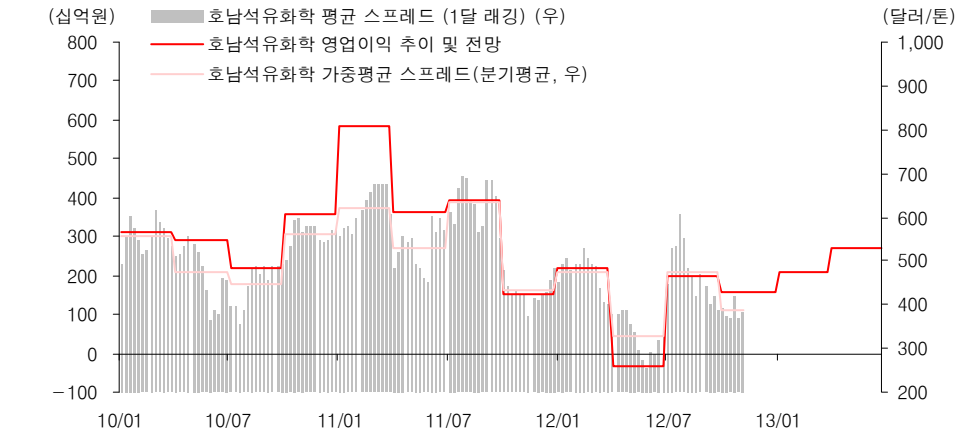
4. 가중평균 추이 및 전망

도표 71 LG화학 가중평균 스프레드



자료: 시스کم닷컴, ICS, 유진투자증권

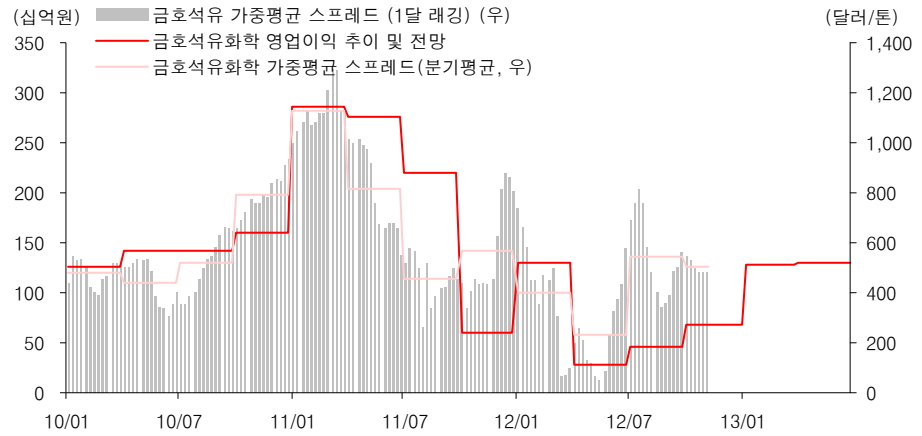
도표 72 호남석유화학 가중평균 스프레드



자료: 시스کم닷컴, ICS, 유진투자증권



도표 73 금호석유화학 영업이익 추이 및 전망



자료: 유진투자증권



EUGENE

your best
partner.



기업분석

금호석유화학(011780.KS)

BUY(유지) / TP 164,000원(유지)

중국 타이어 교체 사이클 시작으로 금호석유 긍정적

GS(078930.KS)

BUY(유지) / 84,000원(유지)

2013년 고도화율 1위 정유사가 된다

your best
partner

유진투자증권



금호석유화학(011780.KS)

화학/에너지 박진희
Tel. 368-6170 / jhkwak@eugenefn.com

중국 타이어 교체 사이클 시작으로 금호석유 긍정적

■ 증설효과와 기저효과가 동시에 반영되는 2013년

금호석유화학의 2013년 동사 매출액은 20.6% 증가하고, 영업이익은 105% 증가한 5,556 억원으로 개선될 전망이다. 중국을 중심으로 한 타이어 수요 증가로 합성고무 시장 회복이 예상되며 이에 따라 증설효과(SSBR, EPDM, MDI, BPA)와 기저효과 모두 예상되는 금호 석유화학이 긍정적이다. 동사를 2013년 석유화학업종 최선호 종목으로 추천하며, 투자의 견 BUY와 목표주가 16.4만원을 유지한다.

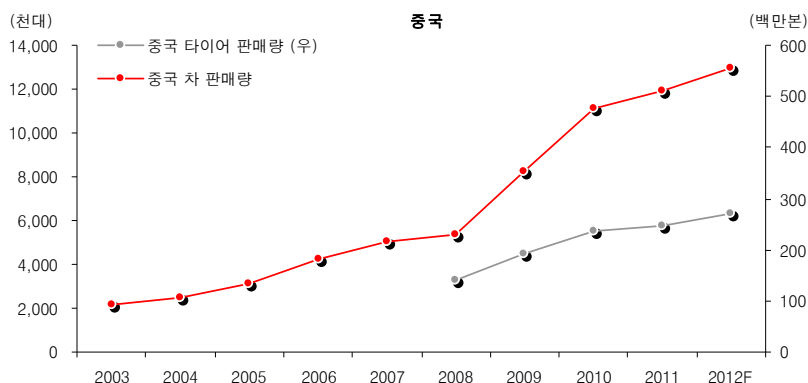
■ 중국 타이어 교체 사이클 진입에 따라 합성고무 수요 증가할 전망

2005년부터 본격적으로 증가했던 중국 자동차 판매량은 2010년에 연 천만대 이상 판매되며 큰 성장을 보였다. 그리고 2012년 휘발유 소비 증가를 통해 추정해볼 때, 중국 자동차 한대당 운행 거리는 연 18,270km이며 이에 따라 타이어 교체 사이클 진입이 예상된다. 중국 동부 연안을 우선으로 타이어 교체 시작에 따라 글로벌 합성고무 1위 업체인 동사 수혜가 예상된다.

■ 주력 제품 증설로 영업이익의 7% 증가 효과 예상

동사는 2012년말 SBR 11만톤과 SSBR 6만톤을 증설했고, 금호피엔비는 BPA 15만톤 증 설을 연말 완료하게 된다. 자회사 금호폴리켐은 고수익성 제품인 EPDM 6만톤을 2013년 에 증설할 예정이다. BPA는 공급 과잉으로 수익성이 낮을 것으로 예상하나 SSBR, EPDM 을 중심으로 물량 증가로 매출액 13% 증가, 영업이익의 7% 증가 효과가 예상된다.

중국 타이어 교체 수요 증가에 따라 합성고무 1위 업체인 금호석유화학 수혜 예상



자료: 유진투자증권

BUY(유지)

현재주가(11/7) 115,000원
목표주가(12M, 유지) 164,000원

Key Data	(기준일: 2012. 11. 7)
KOSPI(pt)	1,937.6
KOSDAQ(pt)	518.5
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	3,503.8
52주 최고/최저(원)	196,000 / 102,000
52주 일간 Beta	1.40
발행주식수(천주)	30,468
평균거래량(3M, 천주)	182
평균거래대금(3M, 백만원)	21,619
배당수익률(12F, %)	1.7
외국인 지분율(%)	11.3
주요주주 지분율(%)	
박철완외 5인	23.7
한국산업은행	14.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.3	-8.7	-1.7	-37.0
KOSPI 대비 상대 수익률	-2.5	-11.4	-0.7	-37.9

Financial Data

결산기(12월)	2011	2012F	2013F
매출액(십억원)	6,457.4	6,178.1	7,453.6
영업이익(십억원)	842.2	271.2	555.6
세전계속사업손익(십억원)	758.4	253.2	552.3
당기순이익(십억원)	543.8	204.7	441.8
EPS(원)	19,631	6,322	11,436
증감률(%)	5.9	-67.8	80.9
PER(배)	8.5	18.2	10.1
ROE(%)	47.4	13.5	25.0
PBR(배)	4.0	2.5	2.0
EV/EBITDA(배)	7.1	12.9	7.6

자료: 유진투자증권



2013년 중국을 중심으로 한 타이어 수요 증가가 예상되어 합성고무 시장도 개선될 전망이다. 이유는 중국 타이어 교체주기가 도래하고 있으며, 경기둔화에 따라 미루었던 교체용 타이어 수요 성장이 예상되기 때문이다.

2005년부터 본격적으로 판매되었던 중국 자동차 추이는 2010년에 연 천만대 이상 판매되면서 큰 성장을 보였다. 중국 휘발유 소비 증가를 감안할 때, 타이어 사용률은 높을 것으로 예상된다. 아래 표를 보면 중국 자동차 사용률을 100%로 가정할 시, 연 자동차 한대당 운행 거리는 18,270km이고, 사용률 70%를 가정하면 26,100km이다. 자동차 교체주기가 운행거리 기준으로 통상 3만~4만 km인 점을 감안하면 중국에서 타이어 교체가 본격적으로 시작될 전망이다. 참고로 타이어 성숙시장인 미국의 2010년 차 1대당 운행거리는 18,490km로 중국과 비슷하다.

도표 74 중국 자동차 운행거리 추정: 중국의 타이어 교체 사이클 진입에 따라 합성고무 수요 증가할 전망

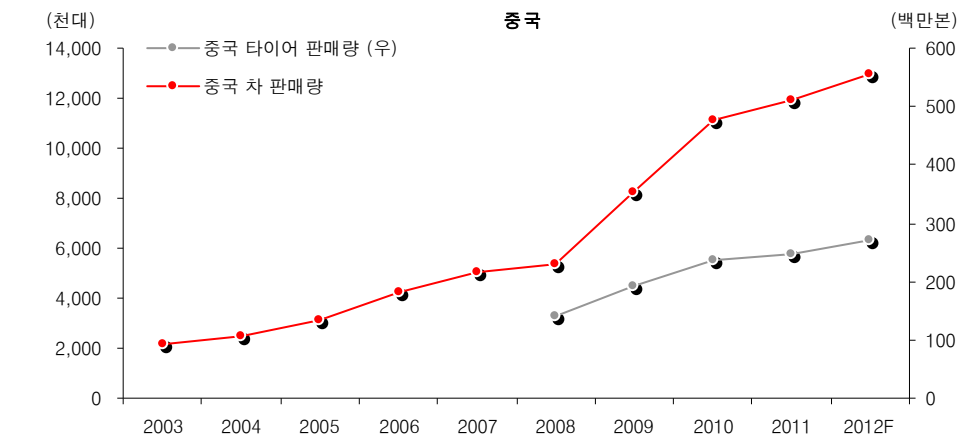
중국이 보유한 자동차 사용률 100% 가정시		
휘발유 소비량 (A)	백만배럴	726.4
자동차 보유대수 (B)	백만대	87.8
배럴 → 리터 환산 계수 (C)	리터/배럴	159.984
자동차 1대당 휘발유 소비량 (D=A/B*C)	리터	1,323.9
연비 가정 (D)	km/리터	13.8
자동차 한대당 운행 거리 (C*D)	km	18,269.8
중국이 보유한 자동차 사용률 70% 가정시		
휘발유 소비량 (A)	백만배럴	726.4
자동차 보유대수 (B)	백만대	87.8
자동차 사용률	%	70.0
배럴 → 리터 환산 계수 (C)	리터/배럴	159.984
자동차 1대당 휘발유 소비량 (D=A/B*C)	리터	1,891.3
연비 가정 (D)	km/리터	13.8
자동차 한대당 운행 거리 (C*D)	km	26,099.5

자료: CEIC, 유진투자증권



중국 동부 연안을 우선으로 한 타이어 교체 사이클 진입에 따라 글로벌 합성고무 1위 업체인 금호석유화학이 가장 긍정적이다. 특히 동사는 전 사업부문에 걸쳐 주력 제품을 2012년말 증설했기 때문에 이익 개선의 효과가 클 전망이다.

도표 75 중국 자동차 판매량과 타이어 판매량 추이: 2005~2010년 자동차 판매 급증했고, 타이어 판매도 증가할 것으로 예상되어 합성고무 긍정적



자료: CEIC, 유진투자증권



도표 76 금호석유화학 그룹 증설 내용

(천톤)	제품명	현재 생산능력	증설분	계	완공시기
금호석유화학	SBR	481	110	591	2012. 9
	SSBR		60	60	2012.11
금호피앤비화학	BPA	300	150	450	2012.4Q
	MIBK	30	25	55	2012.1Q
금호폴리캠	EPDM	95	60	155	2013. 7
금호미쓰이	MDI	150	50	200	2012. 6

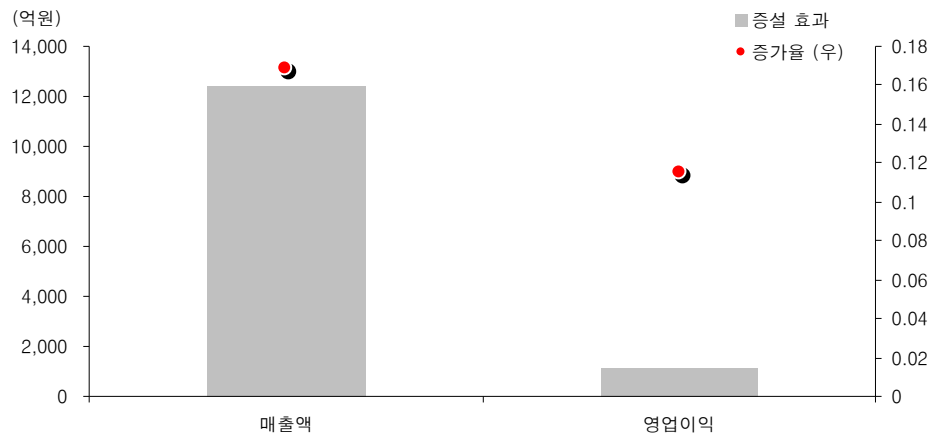
자료: 유진투자증권

도표 77 금호석유화학 증설 영향 시뮬레이션

(억원, %)	매출액 (2011년)	영업이익 (2011년)	제품명	증설분 매출액 예상	2000년 이후 평균 영업이익률	증설 설비의 normalized 영업이익 추정
금호석유화학	52,921	6,235	SBR	3,232	7.6	380
			SSBR	1,763		
금호피앤비화학	12,651	1,754	BPA	2,814	4.7	156
			MIBK	480		
금호폴리캠	4,032	1,414	EPDM	2,547	15.0	381
금호미쓰이	4,149	132	MDI	1,582	11.6	183

자료: 유진투자증권

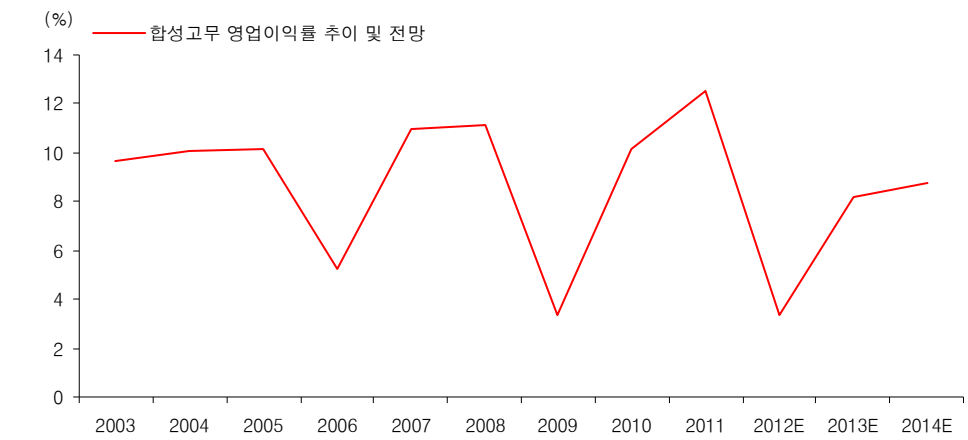
도표 78 금호석유화학 그룹 4개사 증설 효과 전망



자료: 유진투자증권



도표 79 금호석유화학 합성고무 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권



금호석유화학(011780.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
자산총계	4,395.2	4,714.2	4,985.1	5,507.4	5,970.1
유동자산	1,423.4	2,058.1	2,080.3	2,435.9	2,731.9
현금성자산	260.8	538.2	402.3	418.9	645.9
매출채권	634.1	919.9	937.1	1,128.5	1,167.3
재고자산	516.9	581.6	722.3	869.8	899.7
비유동자산	2,971.8	2,656.1	2,904.9	3,071.4	3,238.3
투자자산	812.3	698.5	754.8	785.5	817.4
유형자산	2,142.5	1,922.4	2,115.4	2,252.5	2,388.4
기타	17.1	35.2	34.6	33.4	32.5
부채총계	3,326.5	3,157.2	3,289.5	3,437.0	3,471.4
유동부채	2,205.6	2,713.2	2,809.3	2,952.5	2,982.5
매입채무	612.5	661.3	695.5	837.5	866.3
유동성이자부채	1,459.4	1,935.5	1,996.2	1,996.2	1,996.2
기타	133.7	116.4	117.6	118.8	120.0
비유동부채	1,120.9	444.0	480.2	484.5	488.9
비유동이자부채	1,086.2	366.5	369.1	369.1	369.1
기타	34.8	77.4	111.0	115.3	119.8
자본총계	1,068.7	1,557.1	1,695.6	2,070.4	2,498.7
지배지분	848.4	1,447.7	1,583.6	1,958.3	2,386.6
자본금	142.2	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	90.0	265.3	265.3	265.3	265.3
이익잉여금	446.6	1,046.9	1,183.7	1,558.4	1,986.7
기타	169.6	(31.9)	(32.8)	(32.8)	(32.8)
비지배지분	220.3	109.4	112.1	112.1	112.1
자본총계	1,068.7	1,557.1	1,695.6	2,070.4	2,498.7
총차입금	2,545.6	2,302.0	2,365.4	2,365.4	2,365.4
순차입금	2,284.8	1,763.7	1,963.1	1,946.5	1,719.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업현금	540.8	669.5	147.1	361.4	581.8
당기순이익	537.0	543.8	204.7	441.8	495.5
자산상각비	179.4	154.5	160.4	169.8	179.5
기타비(현금성손익)	(72.4)	(53.0)	15.7	(54.4)	(54.2)
운전자본증감	(12.6)	(196.0)	(163.8)	(195.9)	(38.9)
매출채권감소(증가)	(69.1)	(110.3)	(47.1)	(191.4)	(38.8)
재고자산감소(증가)	(76.5)	(130.3)	(139.1)	(147.5)	(29.9)
매입채무증가(감소)	8.1	56.9	11.0	142.0	28.8
기타	124.8	(12.3)	11.3	1.0	1.0
투자현금	(149.7)	(246.0)	(339.6)	(278.9)	(289.0)
단기투자자산감소	(1.4)	5.1	(4.0)	(1.2)	(1.3)
장기투자증권감소	(61.7)	51.9	18.6	30.3	29.1
설비투자	(273.8)	(291.1)	(347.5)	(298.1)	(306.9)
유형자산처분	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	1.0	(4.0)	(6.4)	(7.5)	(7.5)
재무현금	(312.1)	(69.0)	59.1	(67.1)	(67.1)
차입금증가	(298.9)	(51.3)	115.1	0.0	0.0
자본증가	(13.2)	(23.0)	(55.9)	(67.1)	(67.1)
배당금지급	13.2	23.0	55.9	67.1	67.1
현금 증감	(20.1)	354.3	(133.5)	15.4	225.7
기초현금	228.3	150.8	505.1	371.6	387.0
기말현금	208.2	505.1	371.6	387.0	612.7
Gross Cash flow	546.9	1,057.3	380.8	557.2	620.8
Gross Investment	161.0	447.1	499.3	473.5	326.6
Free Cash Flow	386.0	610.2	(118.6)	83.7	294.2

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	5,718.5	6,457.4	6,178.1	7,453.6	7,673.4
증가율(%)	(17.1)	12.9	(4.3)	20.6	2.9
매출원가	4,747.2	5,410.3	5,710.6	6,650.2	6,796.7
매출총이익	971.4	1,047.0	467.5	803.3	876.7
판매 및 일반관리비	317.5	208.0	206.4	247.7	255.1
기타영업손익	(0.0)	3.1	10.1	0.0	0.0
영업이익	653.9	842.2	271.2	555.6	621.6
증가율(%)	492.5	28.8	(67.8)	104.8	11.9
EBITDA	833.3	996.7	431.6	725.4	801.1
증가율(%)	70.4	19.6	(56.7)	68.1	10.4
영업외손익	57.0	(83.8)	(18.1)	(3.3)	(2.2)
이자수익	10.9	14.1	18.9	18.3	19.2
이자비용	141.7	140.2	104.1	99.9	99.9
지분법손익	140.9	72.8	66.1	58.7	58.7
기타영업외손익	47.0	(30.5)	1.0	19.6	19.8
세전순이익	710.9	758.4	253.2	552.3	619.3
증가율(%)	흑전	6.7	(66.6)	118.1	12.1
법인세비용	173.9	214.6	48.5	110.5	123.9
당기순이익	537.0	543.8	204.7	441.8	495.5
증가율(%)	흑전	1.3	(62.4)	115.9	12.1
지배주주지분	471.1	505.6	192.6	348.4	390.7
증가율(%)	흑전	7.3	(61.9)	80.9	12.1
비지배지분	65.9	38.1	12.1	93.4	104.8
EPS	18,529	19,631	6,322	11,436	12,824
증가율(%)	흑전	5.9	(67.8)	80.9	12.1
수정 EPS	18,529	19,631	6,119	11,232	12,620
증가율(%)	흑전	5.9	(68.8)	83.6	12.4

주요투자지표

(단위: 원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표					
EPS	18,529	19,631	6,119	11,232	12,620
BPS	28,034	42,176	46,249	57,474	70,292
DPS	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	4.9	8.5	18.2	10.1	9.0
PBR	3.2	4.0	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	5.9	7.1	13.1	7.8	6.8
배당수익률	1.1	1.2	1.7	1.7	1.7
PCR	4.7	4.6	10.1	6.9	6.2
수익성(%)					
영업이익률	11.4	13.0	4.4	7.5	8.1
EBITDA이익률	14.6	15.4	7.0	9.7	10.4
순이익률	9.4	8.4	3.3	5.9	6.5
ROE	82.0	47.4	13.5	25.0	22.8
ROIC	11.5	22.2	7.8	14.2	14.7
안정성(%)					
순차입금/자본지분	213.8	113.3	115.8	94.0	68.8
유동비율	64.5	75.9	74.0	82.5	91.6
이자보상배율	5.0	6.7	3.2	6.8	7.7
활동성(%)					
총자산회전율	0.9	1.4	1.3	1.4	1.3
매출채권회전율	6.2	8.3	6.7	7.2	6.7
재고자산회전율	7.6	11.8	9.5	9.4	8.7
매입채무회전율	5.8	10.1	9.1	9.7	9.0



GS(078930.KS)

화학/에너지 곽진희

Tel. 368-6170 / jhkwak@eugenefn.com

2013년 고도화율 1위 정유사가 된다

■ 2013년 정유업종 최선호주

GS에 대해 투자의견 BUY를 유지하며 정유업종 내 최선호주로 제시한다. GS는 2013년 1분기 GS칼텍스의 RFCC 증설과 7월 GS EPS의 LNG 3호기 증설이 완공될 예정이다. 동사는 2012년 중간 지주회사인 GS에너지를 설립했는데 본격적인 투자 확대에 따라 성장성도 높아질 것으로 예상되어 긍정적이다.

■ 중국과 동남아시아 석유 수요 성장으로 역내 수급 밸런스 유지 전망

2013년 정제마진은 2012년보다 소폭 하락할 전망이다. 2012년 정제마진은 \$7.3로 과거 7년 평균인 \$7.8 수준이었다. 이에 따라 2012년 정유업체 실적은 견조했다. 2013년 연평균 정제마진이 하향 안정화될 것으로 보는 이유는 글로벌 증설 예정인 정제설비 규모가 200만B/D이고, 70만B/D 폐쇄 예정으로 있어 설비 순증이 130만B/D 이다. IEA에 따르면 2012년 수요 증가가 85만B/D인 상황인데, 2013년도 크게 다르지 않을 것으로 예상되기 때문이다. 하지만 2012년 수요를 주도했던 중국과 동남아시아의 석유 수요 증가폭은 더욱 커질 것으로 예상되어 역내 석유제품 수급은 밸런스가 유지될 것으로 예상된다.

■ 아로마틱 제품 수급 타이트는 더욱 강화

2013년 정유업체 실적은 견조할 것으로 예상하는데, 이는 화학부문 아로마틱제품이 이를 견인할 전망이다. 저마진 사업인 정유 부문의 이익은 소폭 낮아지나, 아로마틱 화학제품의 강세가 2013년에도 지속될 것으로 예상하기 때문이다. 북미를 중심으로 한 feed의 경질화로 아로마틱 제품 수급 타이트는 이어질 전망이다.

BUY(유지)

현재주가(11/7) 74,400원
목표주가(12M, 유지) 84,000원

Key Data	(기준일: 2012. 11. 7)
KOSPI(pt)	1,937.6
KOSDAQ(pt)	518.5
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	6,912.9
52주 최고/최저(원)	75,000 / 48,950
52주 일간 Beta	1.26
발행주식수(천주)	92,915
평균거래량(3M, 천주)	406
평균거래대금(3M, 백만원)	27,248
배당수익률(12F, %)	1.8
외국인 지분율(%)	17.4
주요주주 지분율(%)	
허창수외 48인	45.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.1	20.2	26.1	17.7
KOSPI 대비 상대수익률	17.0	17.5	27.1	16.8

Financial Data

결산기(12월)	2011	2012F	2013F
매출액(십억원)	8,493.4	11,037.7	13,983.5
영업이익(십억원)	930.4	890.0	1,413.3
세전계속사업손익(십억원)	892.9	880.3	1,440.1
당기순이익(십억원)	810.1	707.3	1,152.1
EPS(원)	8,327	7,198	12,528
증감률(%)	-4.3	-13.5	74.0
PER(배)	6.1	10.3	5.9
ROE(%)	14.9	11.3	16.3
PBR(배)	0.8	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	7.4	11.1	7.2

자료: 유진투자증권



GS(078930.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
자산총계	28,179.9	10,424.8	12,973.9	14,254.1	15,486.7
유동자산	12,564.3	1,991.6	2,809.1	2,924.0	2,917.0
현금성자산	2,633.6	1,016.6	661.9	394.1	182.1
매출채권	5,176.3	624.6	1,712.3	2,028.5	2,197.5
재고자산	4,626.3	272.0	355.7	421.4	456.5
비유동자산	15,615.6	8,433.2	10,164.9	11,330.1	12,569.7
투자자산	6,363.1	6,456.2	7,228.7	7,522.2	7,827.6
유형자산	13,367.5	1,562.3	2,446.0	3,290.9	4,198.3
기타	(4,115.1)	414.7	490.2	517.0	543.8
부채총계	18,294.4	3,635.6	5,623.0	5,879.0	6,023.6
유동부채	11,083.1	2,322.4	2,980.7	3,223.1	3,353.5
매입채무	5,650.4	746.1	1,301.9	1,542.4	1,670.9
유동성이자부채	4,745.2	1,387.3	1,488.0	1,488.0	1,488.0
기타	687.5	189.0	190.9	192.8	194.7
비유동부채	7,211.4	1,313.1	2,642.3	2,655.9	2,670.1
비유동이자부채	6,095.4	949.1	2,105.3	2,105.3	2,105.3
기타	1,115.9	364.0	537.0	550.6	564.8
자본총계	9,885.5	6,789.3	7,350.9	8,375.1	9,463.1
자본지분	4,861.5	6,015.7	6,555.0	7,579.1	8,667.1
자본금	473.5	473.5	473.5	473.5	473.5
자본잉여금	1,308.4	1,312.8	1,312.8	1,312.8	1,312.8
이익잉여금	2,883.1	4,331.5	4,866.5	5,890.7	6,978.7
기타	196.5	(102.2)	(97.8)	(97.8)	(97.8)
비자본지분	5,024.0	773.6	796.0	796.0	796.0
자본총계	9,885.5	6,789.3	7,350.9	8,375.1	9,463.1
총차입금	10,840.6	2,336.4	3,593.3	3,593.3	3,593.3
순차입금	8,207.0	1,319.8	2,931.4	3,199.2	3,411.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업현금	243.9	185.7	1,140.3	1,025.3	1,155.6
당기순이익	1,499.0	810.1	707.3	1,152.1	1,215.9
자산상각비	622.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비현금성손익	52.0	(662.2)	97.5	13.6	14.2
운전자본증감	(1,412.0)	(175.1)	176.9	(140.4)	(74.5)
매출채권감소(증가)	(720.2)	(181.2)	(436.9)	(316.3)	(169.0)
재고자산감소(증가)	(936.8)	(57.7)	(78.1)	(65.7)	(35.1)
매입채무증가(감소)	79.2	114.1	506.7	240.5	128.5
기타	165.8	(50.3)	185.2	1.1	1.1
투자현금	(922.5)	(525.7)	(1,826.3)	(1,171.1)	(1,245.7)
단기투자자산감소	(707.2)	0.0	(2.8)	(5.8)	(6.1)
장기투자증권감소	(125.8)	0.0	(100.2)	(206.4)	(214.8)
설비투자	(1,352.2)	(513.2)	(726.2)	(844.9)	(907.4)
유형자산처분	38.9	6.5	3.5	0.0	0.0
무형자산처분	(53.0)	(44.6)	(29.6)	(26.8)	(26.8)
재무현금	371.8	349.8	975.9	(127.9)	(127.9)
차입금증가	636.0	394.3	1,119.7	0.0	0.0
자본증가	(94.8)	(142.3)	(143.8)	(127.9)	(127.9)
배당금지급	94.8	142.3	143.8	127.9	127.9
현금 증감	(257.7)	11.6	289.3	(273.7)	(218.0)
기초현금	1,426.2	217.1	228.7	518.0	244.3
기말현금	1,168.5	228.7	518.0	244.3	26.3
Gross Cash flow	1,655.9	473.5	804.8	1,165.7	1,230.1
Gross Investment	1,627.3	700.8	1,646.5	1,305.6	1,314.1
Free Cash Flow	28.7	(227.4)	(841.7)	(139.9)	(84.0)

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	42,269.9	8,493.4	11,037.7	13,983.5	15,018.3
증가율(%)	22.4	(79.9)	30.0	26.7	7.4
매출원가	38,352.9	6,709.8	9,112.2	11,241.8	12,103.6
매출총이익	3,917.0	1,783.6	1,925.5	2,741.7	2,914.7
판매 및 일반관리비	2,260.9	876.8	1,080.0	1,328.4	1,426.7
기타영업손익	(0.0)	23.5	44.5	0.0	0.0
영업이익	1,656.1	930.4	890.0	1,413.3	1,488.0
증가율(%)	16.6	(43.8)	(4.3)	58.8	5.3
EBITDA	2,278.5	930.4	890.0	1,413.3	1,488.0
증가율(%)	9.1	(59.2)	(4.3)	58.8	5.3
영업외손익	(338.9)	(37.5)	(9.8)	26.8	32.0
이자수익	129.0	74.5	27.8	64.8	70.3
이자비용	341.9	81.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	47.4	2.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(173.3)	(33.6)	(37.6)	(38.0)	(38.4)
세전순이익	1,317.2	892.9	880.3	1,440.1	1,519.9
증가율(%)	36.2	(32.2)	(1.4)	63.6	5.5
법인세비용	288.7	82.7	172.9	288.0	304.0
당기순이익	1,499.0	810.1	707.3	1,152.1	1,215.9
증가율(%)	63.4	(46.0)	(12.7)	62.9	5.5
자배주주지분	808.1	773.7	668.9	1,164.0	1,228.6
증가율(%)	65.3	(4.3)	(13.5)	74.0	5.5
비자배지분	690.9	36.5	38.5	(12.0)	(12.6)
EPS	8,697	8,327	7,198	12,528	13,222
증가율(%)	65.3	(4.3)	(13.5)	74.0	5.5
수정 EPS	8,697	8,327	7,172	12,501	13,196
증가율(%)	65.3	(4.3)	(13.9)	74.3	5.6

주요투자지표

(단위: 원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표					
EPS	8,697	8,327	7,172	12,501	13,196
BPS	50,454	61,007	64,042	74,574	85,780
DPS	1,250	1,350	1,350	1,350	1,350
밸류에이션(배,%)					
PER	7.5	6.1	10.3	5.9	5.6
PBR	1.3	0.8	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.5	7.4	12.0	7.7	7.5
배당수익률	1.9	2.7	1.8	1.8	1.8
PCR	3.7	10.1	8.8	6.0	5.7
수익성(%)					
영업이익률	3.9	11.0	8.1	10.1	9.9
EBITDA이익률	5.4	11.0	8.1	10.1	9.9
순이익률	3.5	9.5	6.4	8.2	8.1
ROE	33.5	14.9	11.3	16.3	15.0
ROIC	7.8	8.2	17.0	19.7	17.4
안정성(%)					
순차입금/자기자본	83.0	19.4	39.9	38.2	36.0
유동비율	113.4	85.8	94.2	90.7	87.0
이자보상배율	7.8	144.0	n/a	n/a	n/a
활동성(%)					
총자산회전율	1.6	0.4	0.9	1.0	1.0
매출채권회전율	9.3	2.9	9.4	7.5	7.1
재고자산회전율	10.2	3.5	35.2	36.0	34.2
매입채무회전율	7.5	2.7	10.8	9.8	9.3



편집상의 공백페이지입니다

Part2.

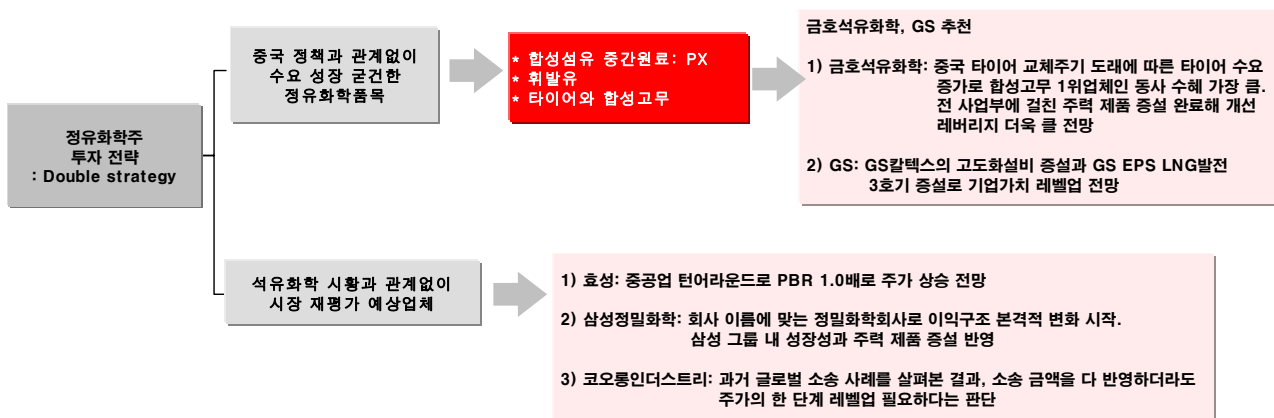
α 전략 삼총사:
효성, 삼성정밀, 코오롱인더



2013년 전략 중목을 제시한다. 이들은 효성, 삼성정밀화학, 코오롱인더스트리이다. 이들은 Top down 관점 또는 석유화학 시황과 관계없이 개별 기업의 성장 또는 회복 스토리가 가능하기 때문이다. 이들의 투자 포인트 요약은 다음과 같다.

- 1) 효성: 중공업 턴어라운드로 PBR 1.0배로 주가 상승 전망
- 2) 삼성정밀화학: 회사 이름에 맞는 정밀화학회사로 이익구조 본격적 변화 시작.
삼성 그룹 내 성장성과 주력 제품 증설 반영
- 3) 코오롱인더스트리: 과거 글로벌 소송 사례 분석 결과 소송 금액 반영하더라도 주가의 한 단계 레벨업 필요하다는 판단

도표 80 시장 재평가 예상되는 화학주 3총사



자료: 유진투자증권



EUGENE

your best
partner.



기업분석

효성(004800.KS)

BUY(상향) / TP 78,000원(상향)

중공업 개선의 초입, 투자의견 BUY로 상향

코오롱인더스트리(120110.KS)

BUY(신규) / TP 74,000원(신규)

최대 보수적으로 접근해도 상승여력 있어 커버리지 재개

삼성정밀화학(004000.KS)

BUY(신규) / TP 90,000원(신규)

이익 성장의 시작!

your best
partner

유진투자증권





효성(004800.KS)

화학/에너지 객진희

Tel. 368-6170 / jhkwak@eugenefn.com

중공업 개선의 초입, 투자의견 BUY로 상향

■ 목표주가를 37% 상향한 78,000원으로 제시

효성에 대해 투자의견을 BUY로 상향하고, 목표주가를 78,000원으로 37% 상향한다. 기존 PBR 0.7배에서 1.0배로 상향 적용하였다. 2013년 동사 가치 평가에 디스카운트 사업 부문이었던 중공업의 회복이 예상된다. 중공업 부문 영업이익이 2011년 -1,853억원, 2012년 -1,087억원 적자에서 2013년 영업이익 88억원으로 턴어라운드를 보일 전망이다. 중공업 부문의 턴어라운드와 대내외적으로 불확실한 세계 경기 속에서 글로벌 생산 1위 능력 제품인 동사의 스판덱스와 타이어코드에 대한 재평가가 예상된다.

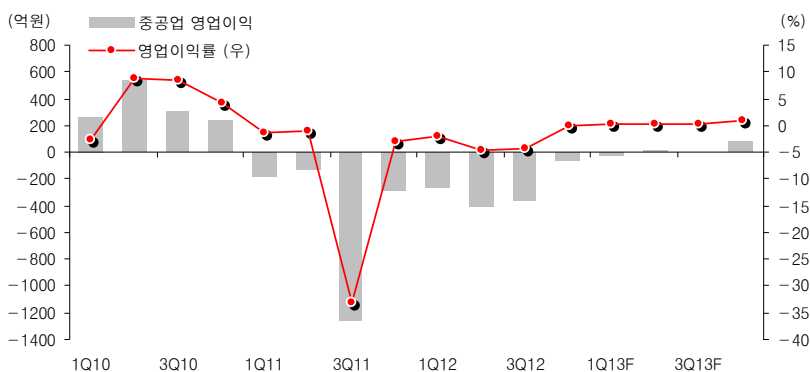
■ 중공업 정말 개선되는가

동사 중공업 부문은 2011년 1분기부터 7분기째 영업적자가 지속되고 있다. 동사는 2011년 4분기부터 수주에 대한 수익성 제고를 시작했고 리드 타임을 감안하면 흑자 전환하는 분기는 2013년 2분기로 예상된다. 그럼에도 현 시점에서 동사를 추천한다. 2012년 3Q는 환율 하락에 따른 파생 이익으로 적자폭 축소, 4Q는 계절적 매출액 증가하며 실적의 개선이 이미 진행중이기 때문이다. 향후 2년간 중공업 사업부의 평균 영업이익률은 0.5%로 예상된다. 중공업의 디스카운트 요인이 제거되고 동사의 알짜 사업부 재평가를 통해 기업 가치 재평가가 예상된다.

■ 글로벌 1위 제품인 스판덱스와 타이어코드에 주목

스판덱스와 타이어코드는 효성이 글로벌 M/S 1위이다. 두 제품이 동사 실적에서 차지하는 비중은 매출액에서 33%를 차지하고 있고, 영업이익에서 46%를 차지하고 있다.

중공업 개선의 초입, 투자의견 BUY로 상향



자료: 유진투자증권

BUY(상향)

현재주가(11/7) 64,500원
목표주가(12M, 상향) 78,000원

Key Data	(기준일: 2012. 11. 7)
KOSPI(pt)	1,937.6
KOSDAQ(pt)	518.5
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	2,265.1
52주 최고/최저(원)	70,000 / 44,700
52주 일간 Beta	1.40
발행주식수(천주)	35,117
평균거래량(3M, 천주)	121
평균거래대금(3M, 백만원)	7,323
배당수익률(12F, %)	1.6
외국인 지분율(%)	20.4
주요주주 지분율(%)	
조석래 외 10인	33.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.3	13.6	6.3	-3.6
KOSPI 대비 상대수익률	12.2	10.9	7.2	-4.5

Financial Data

결산시점(12월)	2011	2012F	2013F
매출액(십억원)	11,342.1	12,708.7	12,507.1
영업이익(십억원)	288.8	369.2	504.3
세전계속사업손익(십억원)	(9.9)	159.0	302.6
당기순이익(십억원)	(93.8)	125.5	229.9
EPS(원)	-1,281	3,707	6,586
증감률(%)	적전	흑전	77.7
PER(배)	na	17.4	9.8
ROE(%)	-3.2	4.2	7.2
PBR(배)	0.8	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	12.7	11.2	10.7

자료: 유진투자증권

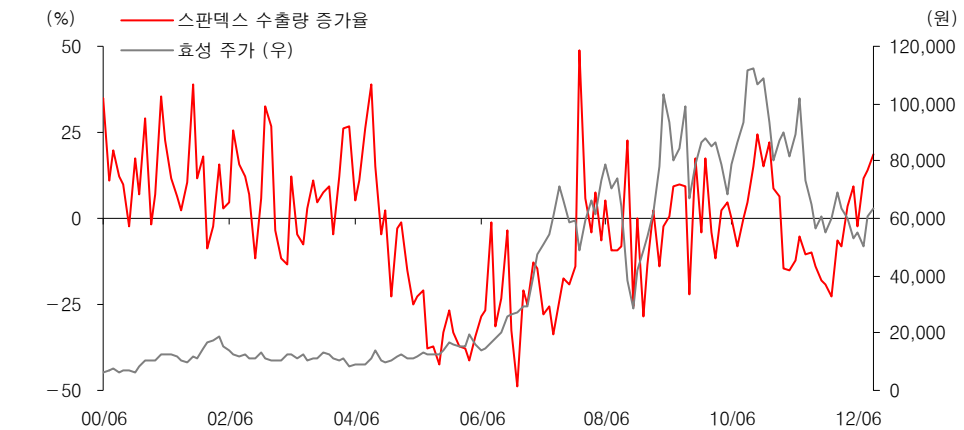


중공업 정말 개선되는가: 과거 스파덱스 사례 분석

시장에서 효성을 보는 가장 핵심 포인트는 중공업이 정말 턱어라운드 하는가 하는 것이다. 여기에 대한 답을 과거 동사의 섬유부문인 스파덱스 사례에서 찾았다.

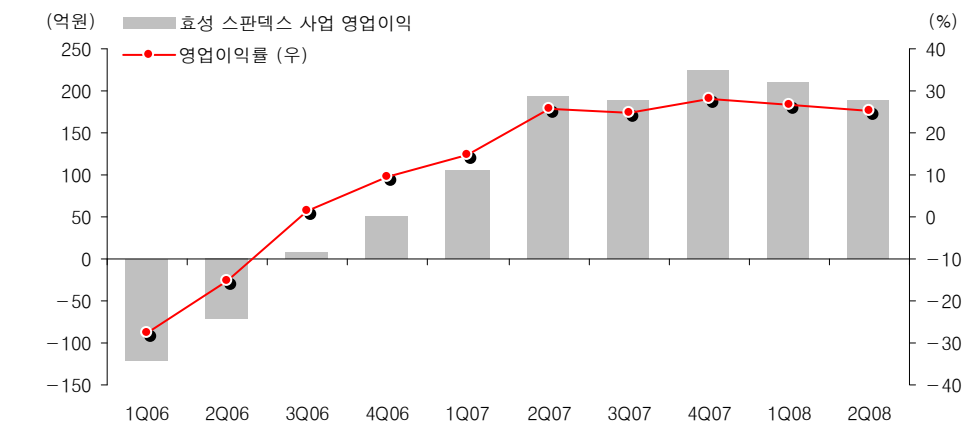
스파덱스는 2001~2002년, 2005년 두 차례에 걸쳐 중국 기업을 중심으로 한 공급과잉에 따라 구조조정의 기간을 겪었다. 2006년 당시 동사의 스파덱스 영업이익은 1분기와 2분기 모두 적자를 기록하였고, 3분기부터 턱어라운드 하였다. 이에 따라 동사 주가는 2006년 6월을 저점으로 상승하기 시작하여 연말까지 주가가 102% 상승하였다. 주가 상승의 시점은 실제 3분기 동사 영업이익의 턱어라운드를 확인하는 시점인 2006년 10월이 아니라 스파덱스 영업환경이 더 이상 나빠지지 않는 시점에서부터 주가는 상승한 것을 확인할 수 있다.

도표 81 효성 주가와 스파덱스 수출량 증가율: 과거 스파덱스 턱어라운드가 주가에 반영되는 시점을 볼 때 중공업 개선 초입인 현 시점부터 주가 상승 예상



자료: KITA, 유진투자증권

도표 82 효성 주가와 과거 동사 스파덱스 이익 추이: 과거 스파덱스 턱어라운드가 주가에 반영되는 시점을 볼 때 중공업 개선 초입인 현 시점부터 주가 상승 예상



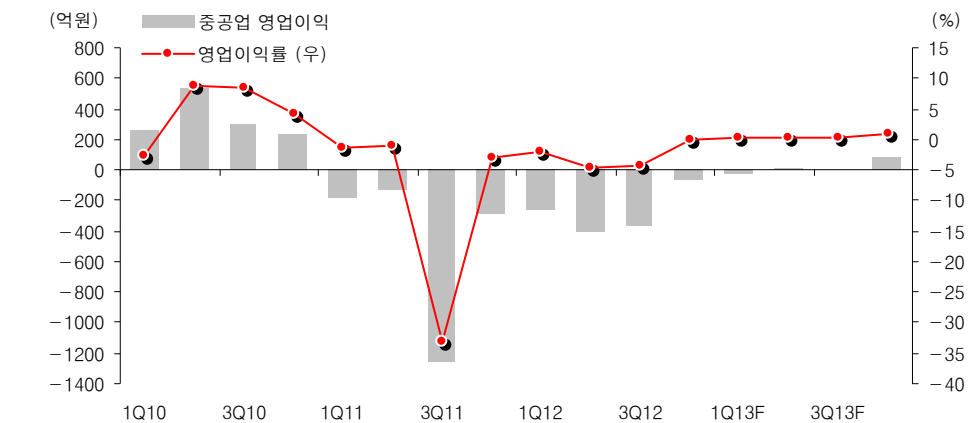
자료: 효성, 유진투자증권



타 스파텍스 경쟁업체들이 도산 등 구조조정을 진행하는 동안 효성은 스파텍스 생산능력을 확대하며 경쟁력을 상승시켜 왔다. 중공업은 아직 글로벌 경쟁 상황이 치열하기 때문에 스파텍스와 동일하게 적용하기는 어렵다. 스파텍스는 구조조정 이후 영업이익률 20%에 달하는 실적을 기록했지만, 중공업은 2013년 턱어라운드해 영업이익 88억원, 영업이익률 0.4%에 불과할 것으로 예상된다. 다만, 중공업 부문 영업이익이 2011년 -1,853억원, 2012년 -1,087억원 적자를 기록했던 것에서 BEP 수준으로 회복 되더라도 동사의 이익 개선 효과는 매우 커 동사에 대한 시장 재평가가 예상된다.

3분기 중공업은 환율 하락에 따른 파생 이익 반영으로 적자폭 축소 예상되며, 4분기는 계절적 매출액 증가에 따른 적자폭 감소를 보일 전망이다. 동사는 2011년 4분기부터 수주에 대한 수익성 제고를 시작했고 리드 타임을 감안하면 흑자 전환하는 분기는 2013년 2분기로 예상한다. 2013년부터는 저가 수주 물량 해소에 따른 턱어라운드로 동사 이익에 대한 신뢰 회복이 이뤄질 전망이다.

도표 83 효성 중공업 부문 영업이익 추이 및 전망

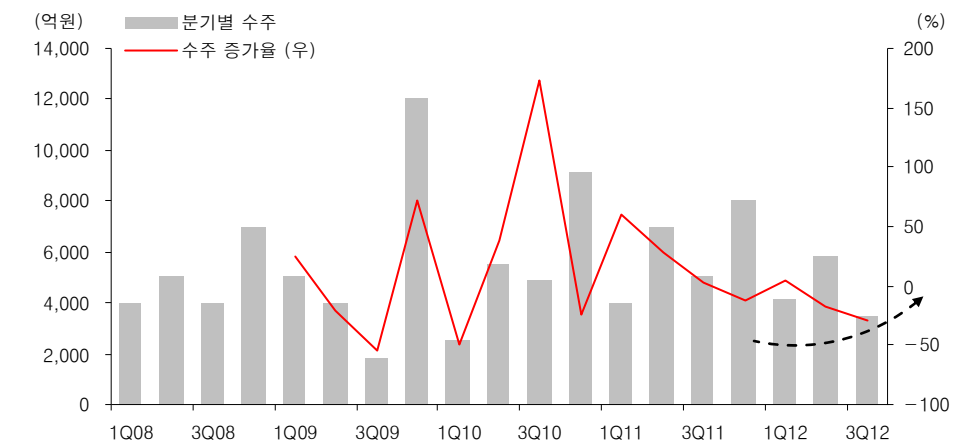


자료: 효성, 유진투자증권



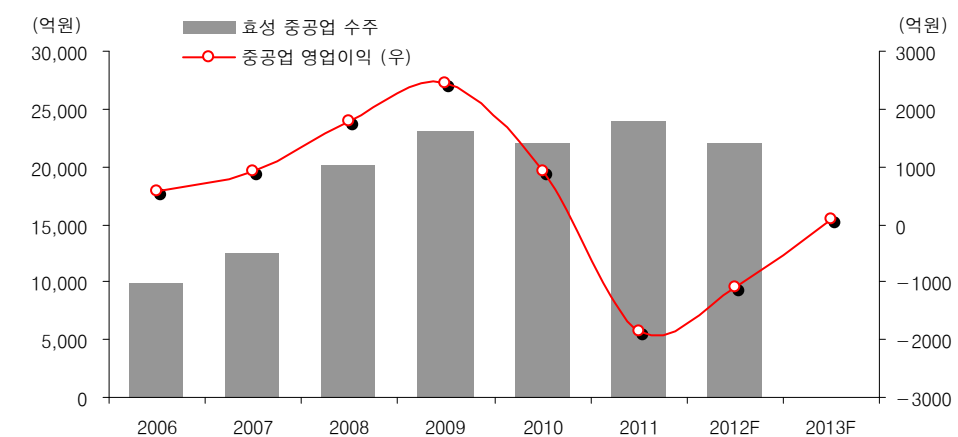
중공업의 외형 성장은 향후 2년 동안 적을 것으로 예상된다. 또한, 2009년과 같은 중공업 부문 영업이익률 15% 기록은 향후 어려울 것으로 예상된다. 그리고 이에 대한 시장의 눈높이는 충분히 낮아진 상태이다. 2013년은 지난 2년 동안의 부진과 성장을 위한 초기 학습 비용에 따른 손실을 회복하는 실적을 기록하는 데에 의의가 있으며 2013년부터 미국과 중국의 정권이 교체됨에 따라서 중국은 신규 발전 설비 수요, 미국은 교체 수요에 대한 발주가 증가하며 점진적인 시장 회복을 보일 전망이다.

도표 84 효성 분기별 수주 추이



자료: 효성, 유진투자증권

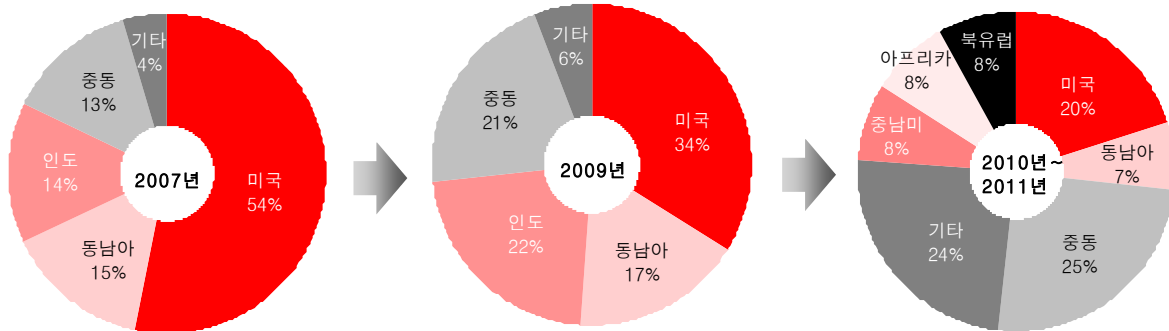
도표 85 효성 연간 중공업 수주 추이



자료: 효성, 유진투자증권



도표 86 중공업 수주 국가 다변화로 지난 2년간 고전했으나, 주요 국가 다변화로 향후 시장 내 안정적 영업 유지 예상



자료: 효성, 유진투자증권

도표 87 세계 중전기기업체

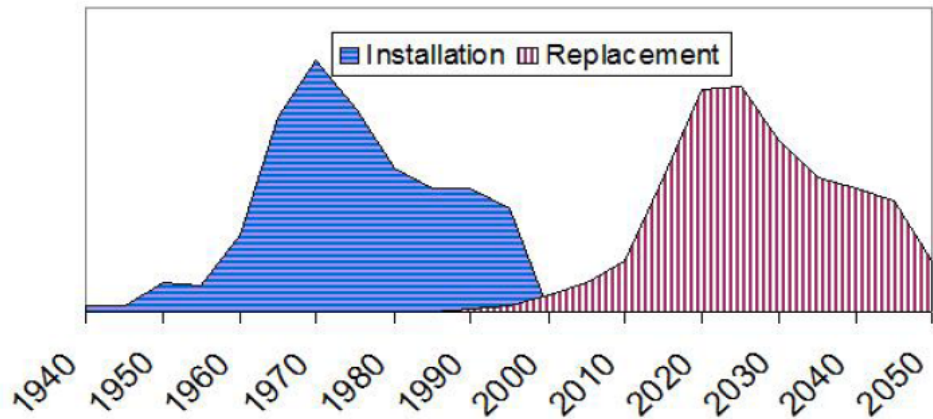


자료: 한국전기산업진흥회, 유진투자증권



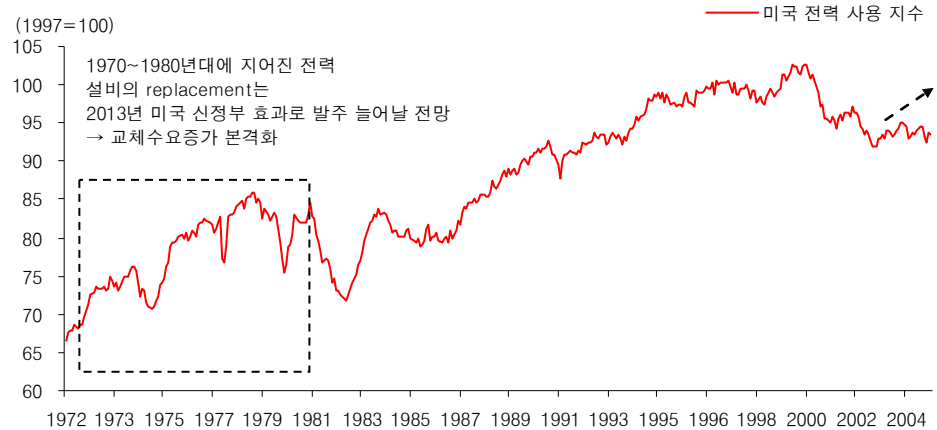
1) 미국의 전력 replacement 수요 증가

도표 88 미국 및 유럽 노후 전력설비에 대한 지속적인 교체수요 예상되며 업계에서는 2020년이 최대 피크가 될 것으로 예상하고 있음



자료: 한국전기산업진흥회, 유진투자증권

도표 89 1970~80년대 전력 설비의 1차 replacement 시작 → 교체수요증가 본격화

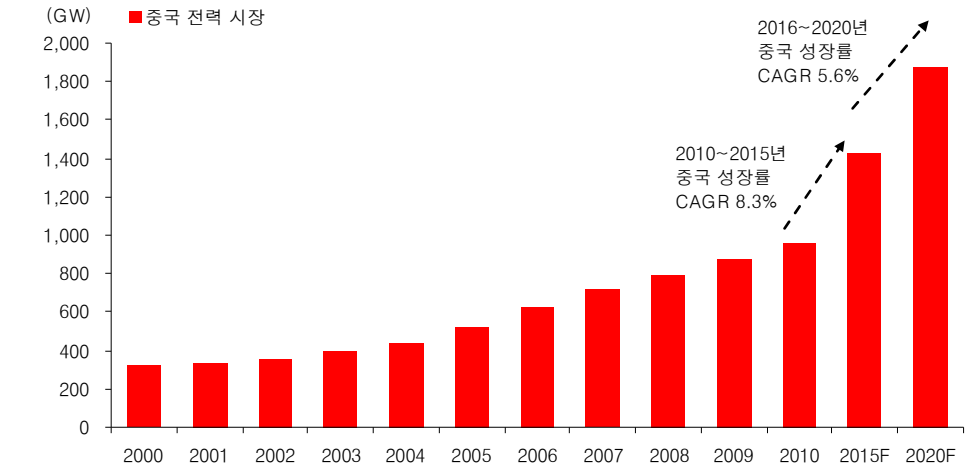


자료: EIA, 유진투자증권



2) 중국 인프라 투자 시작

도표 90 중국 지도부 교체 후 인프라 투자 확대로 전력 시장 성장 전망



자료: EPIC(2011), 유진투자증권

도표 91 국가별 발전설비: 중국 1인당 전력소비가 세계 평균으로 증가시 390GW 설치 필요 (현 설비대비 55% 증가)

항목	단위		한국	일본	대만	미국	캐나다	중국	프랑스	독일	인도	세계
발전설비	GW	2008년	73.1	276.1	45.8	1,087.0	123.8	713.3	116.1	113.9	157.1	4,368.7
		2009년	77.7	281.1	48.0	1,119.7	129.1	874.1	120.4	118.6	174.9	4,711.6
		증가율	6.2	1.8	4.8	3.0	4.3	22.5	3.7	4.1	11.4	7.8
인구 1인당 전력소비량	kWh/명	2008년	8,805	9,336	9,346	12,834	18,723	2,465	7,286	6,551	666	2,855
		2009년	9,282	8,722	8,805	12,865	17,566	2,758	8,043	6,405	733	3,305
		증가율	5.4	-6.6	-5.8	0.2	-6.2	11.9	10.4	-2.2	10.1	15.8

주: 2012년 기준 세계 평균 수준으로 중국 1인당 전력 소비 증가시 173GW 필요 (현재 설비대비 20% 증가)

자료: EPIC(2011), 유진투자증권

도표 92 중국의 스마트 그리드 발전계획

2009~2010년	2011~2015년	2016~2020년
계획·시험단계	전면건설·개발단계	개선단계

자료: EPIC(2011), 중국전력연감, 중전력자료, 유진투자증권

도표 93 중국의 전력수급 실적 및 예측

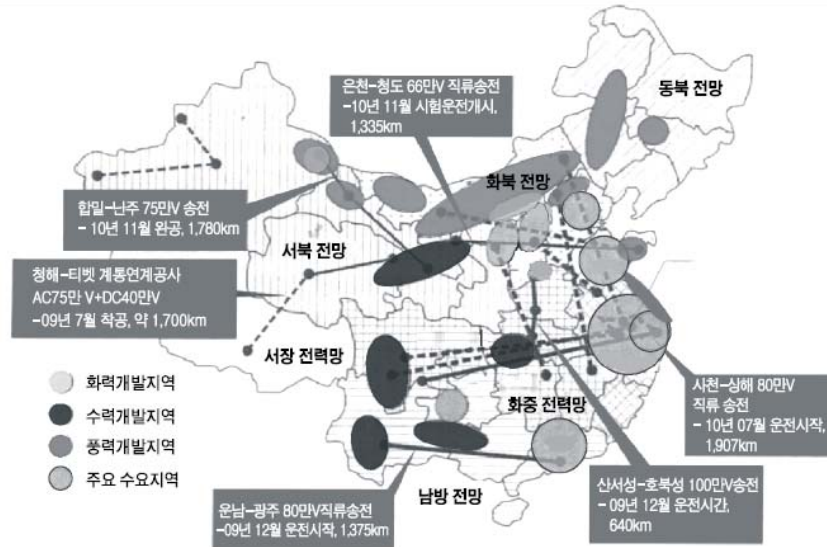
구분	GDP 성장률(%)	소비전력량(억kWh)	탄성치	발전설비용량(만kW)
2006년	11.6	28,368(전년 대비 14.6%)	1.26	62,370
2007년	13.0	32,555(14.4%)	1.11	71,822
2008년	9.0	34,379(5.6%)	0.62	79,273
2009년	8.7	36,430(6.0%)	0.69	87,407
2010년	9~10	45,000	1.10	95,000
2020년	-	74,000	-	147,000

주: 2008년까지는 실적, 2009년의 전력소비량은 속보치

자료: 중국 국가전력망 「2007년 전국 전력시장 분석 예측 보고서」, 중국통계연감



도표 94 중국의 삼중삼형 1루프 건설계획 루트



자료: EPIC(2011), 중국전력연감, 중전력자료, 유진투자증권

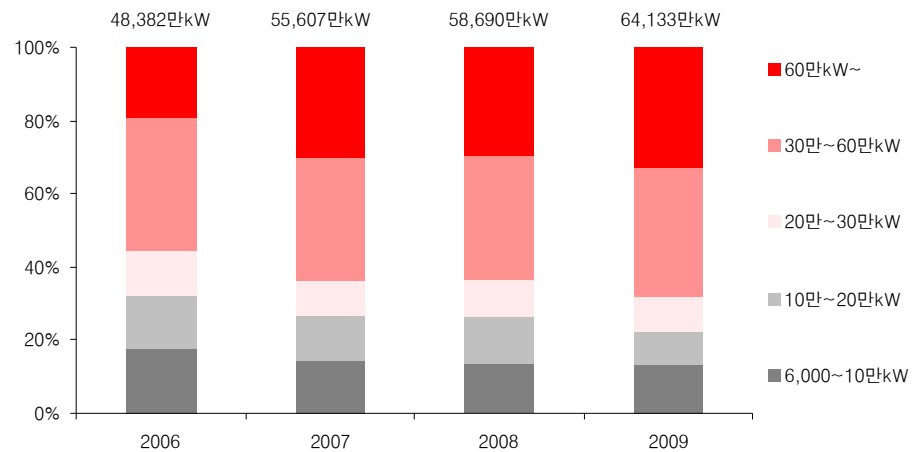


도표 95 중국의 변전용량 현황

연도	합계	750kV		500kV		330kV		220kV	
		총용량	동기대비	총용량	동기대비	총용량	동기대비	총용량	동기대비
2002	52,664	-	-	13,750	17.2	1,755	14.9	37,209	9.4
2003	60,653	-	-	16,166	17.6	1,899	8.2	42,588	14.4
2004	71,739	-	-	20,921	27.9	2,064	8.7	48,754	14.4
2005	84,333	300	-	24,665	17.9	2,557	23.9	56,811	16.5
2006	97,831	300	-	29,547	17.8	3,130	22.4	65,154	14.5
2007	122,983	300	-	41,781	41.4	3,951	26.2	76,951	18.1
2008	147,598	660	120	52,588	25.9	4,665	18.1	89,685	16.5
2009	175,039	1,740	163	64,145	22	5,656	21.2	103,498	15.4
2010	198,417	3,870	122.4	69,843	8.9	6,457	14.6	118,247	14.3

자료: 2011년 중국전력기업 연도발전보고서, 유진투자증권

도표 96 중국 화력 발전설비의 규모별 설비용량(6,000kW 이상)



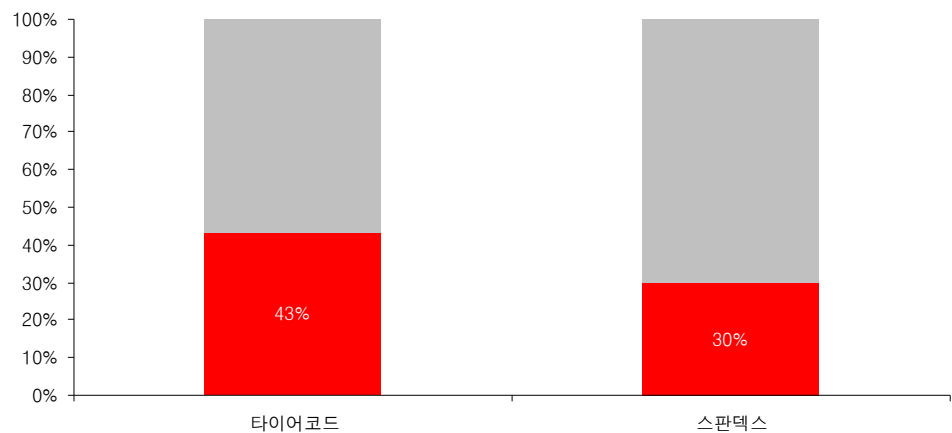
자료: 중국전력연감, 중전련자료, 유진투자증권



중공업에 가려진 알짜 사업: 스파덱스와 타이어코드

중공업 부문의 턴어라운드와 대내외적으로 불확실한 세계 경기 속에서 글로벌 생산 1위 제품인 스파덱스와 타이어코드에 대한 재평가가 예상된다. 두 제품이 동사 실적에서 차지하는 비중은 매출액에서 33%를 차지하고 있고, 영업이익에서 46%를 차지하고 있다(무역 부문 제외).

도표 97 타이어코드와 스파덱스의 효성 M/S: 전세계 타이어 10개 중 4개는 효성의 타이어 코드로 생산하고, 스파덱스 옷 10장 중 3장은 효성이 만든다



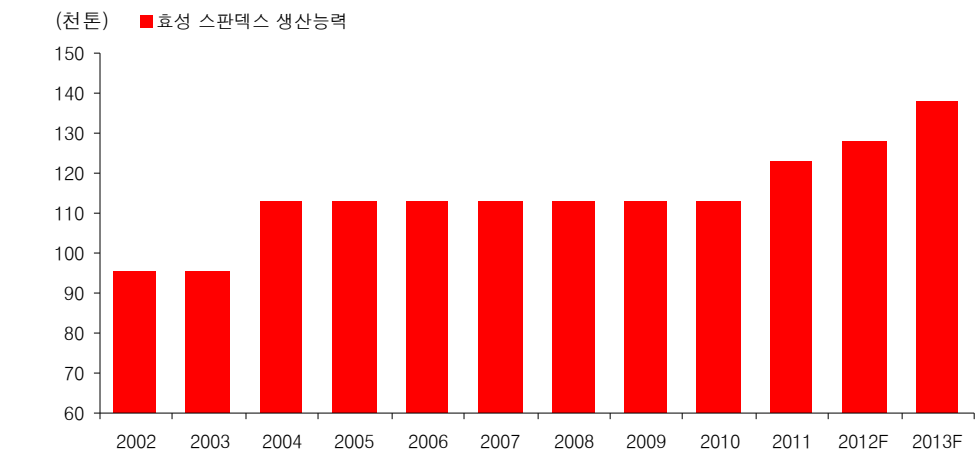
자료: 효성, 유진투자증권



1) 스판덱스

스판덱스는 석유화합물인 ‘폴리우레탄’이 주 성분으로 기존 고무실에 비해 3배 이상의 강도를 가지고 있다. 원래 길이의 5~8배 정도로 늘어나고 또 다시 줄어드는 탄성이 매우 뛰어나다. 이러한 기능성 때문에 거의 모든 옷에 사용되고 있다. 동사는 중국, 베트남, 터키, 브라질에 스판덱스 공장 증설을 지난 3년간 지속해 왔는데, 수요 성장 지역에 증설하는 전략으로 향후 물량 소화에 있어서도 매우 긍정적이다.

도표 98 효성 스판덱스 생산능력 추이



자료: 효성, 유진투자증권



2) 타이어코드

타이어코드는 자동차의 타이어가 안정적으로 굴러갈 수 있도록 타이어의 모양을 잡아주고, 충격을 흡수하는 등 안정성, 내구성, 주행성을 위한 부품이다. 타이어 안에는 고무뿐 아니라, 원사로 만들어진 타이어코드, 철판으로 만들어진 스틸코드, 그리고 비드와이어라는 부품이 들어가게 된다. 이 중 폴리에스터 원사로 만든 타이어코드 생산은 동사가 세계 1위를 차지하며 글로벌 M/S 43%를 차지하고 있다. 즉, 전세계 타이어 10개 중 4개는 효성의 타이어코드로 생산한다고 볼 수 있다.

비포장 도로용 타이어에는 나일론 타이어코드를, 일반 승용차에 많이 사용되는 래디얼 타이어(포장도로용)에는 폴리에스터 타이어코드를, 고속주행용 차량(유럽 아우토반 등)에는 레이온 타이어코드를 주로 사용하고 있다.

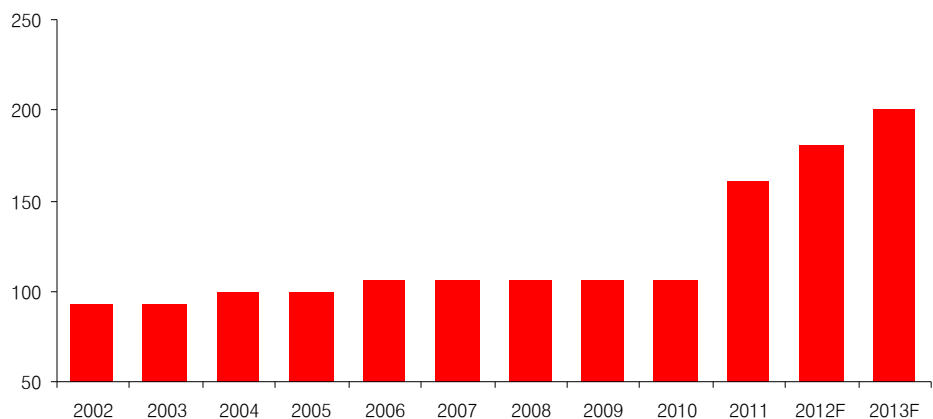
도표 99 타이어코드



자료: 효성, 유진투자증권

도표 100 효성 타이어코드 생산능력

(천 톤) ■ 폴리에스터 타이어코드 생산능력



자료: 효성, 유진투자증권

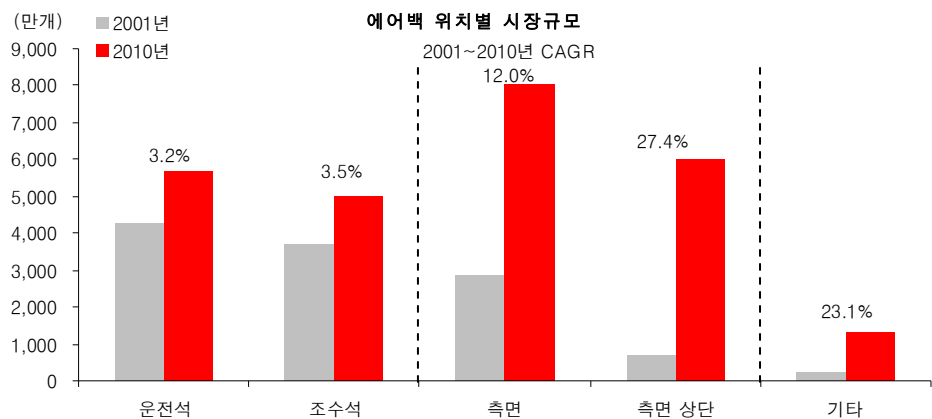


부러놓은 씨앗

1) GST

효성은 2011년 유럽 에어백 원단업체인 GST(Global Safety Textiles)를 인수했다. GST는 글로벌 최대 에어백 원단 공급사로, 독일, 폴란드, 체코, 루마니아, 남아프리카공화국, 미국, 멕시코, 중국 등 총 11개 지역에 생산 시설을 두고 있다. 동사는 Flat Fabric, Cushion, OPW(One Piece Woven: 봉제 과정이 필요 없는 에어백 쿠션) 제품을 생산하고 있으며 최종 수요처는 완성차업체이다. 유럽 자동차 판매량 감소에 따라 2012년까지 이익 기여는 적을 전망이나, 동사의 시트벨트와 같은 산업자재사업부문의 글로벌 영향력을 바탕으로 거래선을 다변화하려고 하고 있으며, 자동차 내 에어백 적용을 증가에 따라 향후 성장성이 높다고 판단한다.

도표 101 에어백 위치별 시장: OPW이 사용되는 측면 에어백 성장성이 높아 GST에 긍정적



자료: 유진투자증권, Industrial Textile Associates

도표 102 에어백 사진

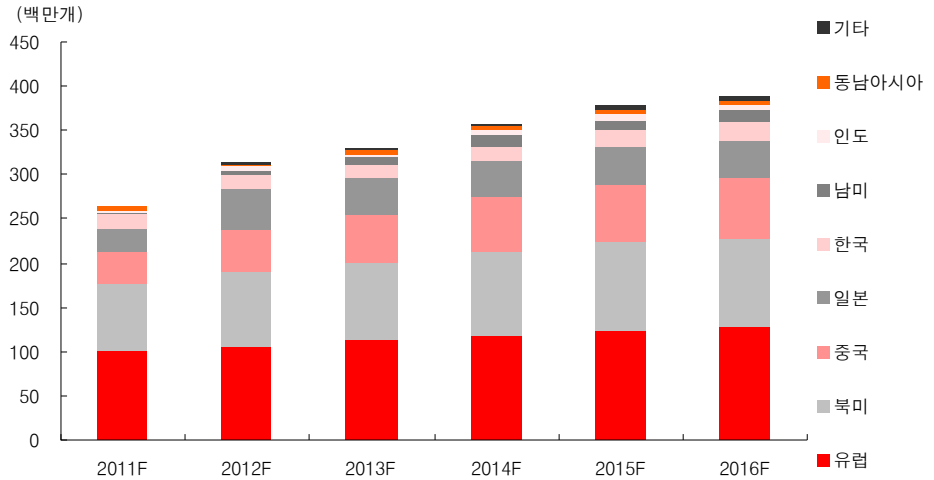


자료: 유진투자증권



도표 103 국가별 에어백 시장 규모(2011년)

: 유럽, 북미 중심의 시장이고, 향후 중국 시장 확대 전망



: 자료: 유진투자증권, 2011 CSM Worldwide, 효성



2) TAC필름

TAC(TriAetyl Cellulose) 필름은 편광판의 핵심 소자인 PVA 필름을 물리적으로 보호하는 일종의 보호필름이다. 동사는 2009년 연산 5000만 제곱미터의 TAC필름 설비를 기계적 완공하였으나 가동률을 향상시키는데 지난 3년의 시기를 보냈다. 이처럼 수출 정착에 장기간이 걸렸던 이유는 TAC필름이 원료 수급, 제한된 공급처, 높은 기술장벽 등의 문제로 일본의 Fuji film과 Konica Minolta가 시장을 양분해 이를 생산하는 유일한 두 업체였기 때문에 동사가 국산화를 진행한 첫 업체로서의 시행착오였던 것으로 판단된다.

일본의 양사는 사진용 TAC필름에서 출발하여 액정용으로 전환하여 LCD용으로 생산하고 있다. TAC필름은 캐스팅법으로 생산하기 때문에 대형면적의 필름을 균일한 두께로 이물 없이 핸들링하는 기술이 필요하며 LCD가 대형화됨에 따라 기술 장벽이 한층 높아지고 있다.

동사는 2005년말 독일의 Agfa필름을 인수하여 TAC필름의 개발에 성공하였고, 2007년말부터 총 1,300억원을 투자해 연 5천만m²의 생산능력을 갖추었다. 2012년부터 정상 수출에 도달해 연 1,000억원 매출액, 120억원 수준의 영업이익을 기록할 것으로 추정된다. 한국업체의 IT 소재 국산화를 향상은 지속되는 과제이기 때문에 향후 동사의 TAC 필름 증설에 따른 동 사업 실적 성장은 이어질 전망이다. 현재 동사는 추가로 2호라인 증설을 검토하고 있는 것으로 확인되며 2013년 착공 예정이다.

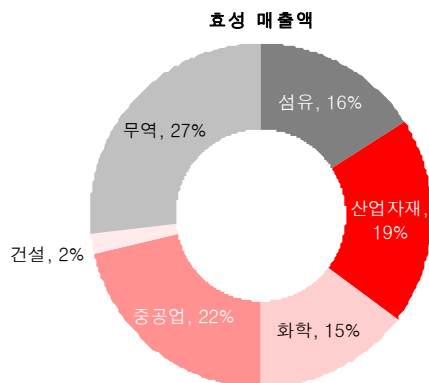


도표 104 효성 목표주가 산정

BPS (원)	77,667	Forward 12개월 BPS
PBR 배수	1.0	2013년 중공업 영업이익 BEP로 턴어라운드 예상되어 PBR 1.0배 적용
주당가치 (원)	77,667	

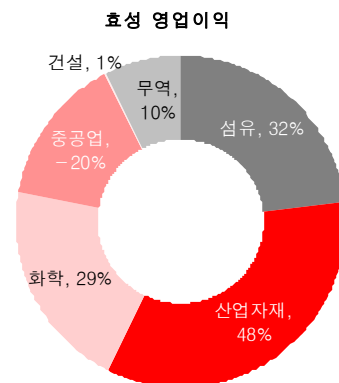
자료: 유진투자증권

도표 105 효성 사업부문별 매출액 비중



자료: 유진투자증권

도표 106 효성 사업부문별 영업이익 비중



자료: 유진투자증권

도표 107 효성 사업 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012F	2013F
석유	매출액	488.8	471.0	481.8	464.4	467.7	525.0	528.9	528.9	482.1	482.1	482.1	482.1	1906.1	2050.6	1928.4
	영업이익	44.3	43.3	6.8	5.8	5.2	36.3	31.9	39.2	34.7	35.2	35.0	35.1	100.2	112.7	140.0
	영업이익률	9.1	9.2	1.4	1.2	1.1	6.9	6.0	7.4	7.2	7.3	7.3	7.3	5.3	5.5	7.3
산자	매출액	470.2	492.1	515.5	504.9	663.7	604.2	636.0	587.9	578.3	578.3	578.3	578.3	1982.7	2491.8	2313.3
	영업이익	55.9	48.7	35.8	37.6	49.0	45.5	45.2	43.6	41.6	42.2	41.9	42.1	178.0	183.3	167.9
	영업이익률	11.9	9.9	6.9	7.4	7.4	7.5	7.1	7.4	7.2	7.3	7.3	7.3	9.0	7.4	7.3
화학	매출액	373.2	409.0	387.5	368.4	382.6	418.0	445.1	411.2	376.1	418.6	420.1	463.9	1538.2	1656.8	1678.6
	영업이익	34.2	45.7	28.1	-0.5	15.0	25.5	32.7	20.9	27.8	34.2	28.5	16.9	107.6	94.0	107.5
	영업이익률	9.2	11.2	7.3	-0.1	3.9	6.1	7.3	5.1	7.4	8.2	6.8	3.6	7.0	5.7	6.4
중공업	매출액	442.8	475.4	383.8	721.4	547.0	614.8	556.1	794.6	526.6	645.9	578.2	869.5	2023.3	2512.6	2620.2
	영업이익	-18.4	-12.3	-125.8	-28.8	-26.0	-40.1	-26.1	-5.0	-1.5	1.4	0.9	8.6	-185.3	-97.1	9.4
	영업이익률	-4.1	-2.6	-32.8	-4.0	-4.7	-6.5	-4.7	-0.6	-0.3	0.2	0.2	1.0	-9.2	-3.9	0.4
건설	매출액	81.6	118.2	121.3	157.7	112.2	167.1	139.7	153.4	147.0	150.4	148.7	149.6	478.8	572.3	595.7
	영업이익	-1.1	3.1	2.7	9.3	5.9	7.9	6.9	7.4	7.1	7.3	7.2	7.2	13.9	28.0	28.9
	영업이익률	-1.3	2.6	2.2	5.9	5.2	4.7	4.9	4.8	4.9	4.8	4.8	4.8	2.9	4.9	4.8
무역	매출액	838.2	789.4	837.0	948.5	896.5	842.7	842.7	842.7	842.7	842.7	842.7	842.7	3413.0	3424.6	3370.8
	영업이익	21.5	24.9	17.1	11.0	10.2	13.2	12.3	12.5	12.8	12.7	12.6	12.7	74.4	48.3	50.7
	영업이익률	2.6	3.1	2.0	1.2	1.1	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	2.2	1.4	1.5
합계	매출액	2691.3	2622.0	2673.4	3165.3	3069.7	3171.8	3148.5	3318.7	2952.8	3118.0	3050.2	3386.1	11152.0	12708.7	12507.1
	영업이익	131.4	143.3	35.1	34.5	59.3	88.3	103.0	118.6	122.6	133.0	126.1	122.6	344.3	369.2	504.3
	영업이익률	4.9	5.5	1.3	1.1	1.9	2.8	3.3	3.6	4.2	4.3	4.1	3.6	3.1	2.9	4.0

자료: 유진투자증권



효성(004800.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
자산총계	11,699.9	13,623.2	14,590.9	14,862.8	15,193.2
유동자산	4,464.1	5,116.6	5,188.3	5,196.1	5,214.3
현금성자산	979.6	665.8	544.7	460.8	279.3
매출채권	1,753.7	2,363.0	2,458.9	2,508.9	2,619.3
재고자산	1,489.5	1,835.8	1,930.2	1,969.5	2,056.2
비유동자산	7,235.8	8,506.6	9,402.6	9,666.7	9,978.8
투자자산	2,822.9	3,125.9	3,789.5	3,943.3	4,103.5
유형자산	4,652.9	4,929.9	5,133.6	5,184.0	5,276.0
기타	(240.0)	450.8	479.5	539.4	599.3
부채총계	8,473.1	10,662.8	11,378.9	11,456.0	11,578.5
유동부채	5,615.9	6,372.5	6,665.2	6,707.2	6,793.0
매입채무	2,004.7	1,725.5	1,782.2	1,818.4	1,898.5
유동상이자부채	2,810.1	4,078.3	4,308.6	4,308.6	4,308.6
기타	801.1	568.7	574.4	580.2	586.0
비유동부채	2,857.3	4,290.3	4,713.7	4,748.9	4,785.4
비유동이자부채	2,436.7	3,506.0	3,833.5	3,833.5	3,833.5
기타	420.6	784.3	880.2	915.4	951.9
자본총계	3,226.7	2,960.4	3,212.0	3,406.8	3,614.7
지배지분	2,974.4	2,868.8	3,105.8	3,300.6	3,508.5
자본금	175.6	175.6	175.6	175.6	175.6
자본잉여금	1,164.7	455.2	455.2	455.2	455.2
이익잉여금	832.5	2,213.2	2,314.8	2,509.6	2,717.5
기타	801.6	24.8	160.2	160.2	160.2
비지배지분	252.4	91.5	106.2	106.2	106.2
자본총계	3,226.7	2,960.4	3,212.0	3,406.8	3,614.7
총차입금	5,246.8	7,584.3	8,142.1	8,142.1	8,142.1
순차입금	4,267.2	6,918.4	7,597.4	7,681.3	7,862.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업현금	919.1	(560.8)	582.8	602.7	551.4
당기순이익	191.8	(9.9)	129.4	229.9	243.0
자산상각비	435.0	412.8	509.9	429.7	427.9
기타비현금성손익	(6.9)	18.5	109.9	(7.1)	(5.7)
운전자본증감	41.3	(999.3)	(102.1)	(49.8)	(113.9)
매출채권감소(증가)	(102.8)	(447.4)	(159.1)	(50.0)	(110.5)
재고자산감소(증가)	(402.2)	(446.3)	(103.6)	(39.2)	(86.7)
매입채무증가(감소)	380.8	16.4	67.5	36.2	80.1
기타	165.5	(122.1)	93.2	3.2	3.2
투자현금	(1,356.4)	(1,307.3)	(1,138.4)	(654.6)	(701.0)
단기투자자산감소	(87.9)	19.7	(186.6)	(3.1)	(3.2)
장기투자증권감소	(3.2)	0.0	15.8	31.2	30.8
설비투자	(738.4)	(1,066.5)	(694.4)	(480.0)	(520.0)
유형자산처분	61.5	23.5	29.1	0.0	0.0
무형자산처분	(19.1)	(49.4)	(46.3)	(59.9)	(59.9)
재무현금	589.4	1,786.6	494.6	(35.1)	(35.1)
차입금증가	595.6	1,674.9	538.8	0.0	0.0
자본증가	(6.3)	(33.2)	(31.9)	(35.1)	(35.1)
배당금지급	35.2	42.3	33.7	35.1	35.1
현금 증감	213.1	(96.0)	(57.5)	(87.0)	(184.7)
기초현금	448.5	622.6	526.6	469.1	382.1
기말현금	661.6	526.6	469.1	382.1	197.4
Gross Cash flow	877.8	679.9	749.1	652.5	665.2
Gross Investment	1,227.2	2,326.3	1,053.8	701.3	811.7
Free Cash Flow	(349.4)	(1,646.4)	(304.7)	(48.8)	(146.4)

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	11,591.5	11,342.1	12,708.7	12,507.1	12,824.6
증가율(%)	15.8	(2.2)	12.0	(1.6)	2.5
매출원가	9,993.9	10,237.1	11,433.9	11,055.2	11,330.7
매출총이익	1,597.6	1,105.0	1,274.9	1,451.9	1,493.9
판매 및 일반관리비	968.5	830.3	938.6	947.6	972.8
기타영업손익	0.0	14.1	33.0	0.0	0.0
영업이익	629.1	288.8	369.2	504.3	521.1
증가율(%)	(0.7)	(54.1)	27.8	36.6	3.3
EBITDA	1,064.1	701.6	879.1	933.9	949.0
증가율(%)	3.8	(34.1)	25.3	6.2	1.6
영업외손익	(262.6)	(236.8)	(210.3)	(201.7)	(201.3)
이자수익	30.4	20.9	16.4	17.8	18.2
이자비용	193.3	210.2	254.6	259.6	259.6
지분법손익	28.2	48.2	38.9	42.3	42.3
기타영업손익	(128.0)	(157.7)	(11.0)	(2.2)	(2.2)
세전순이익	366.5	(9.9)	159.0	302.6	319.8
증가율(%)	1.3	작전	흑전	90.3	5.7
법인세비용	174.6	44.7	33.5	72.6	76.7
당기순이익	191.8	(93.8)	125.5	229.9	243.0
증가율(%)	(19.6)	작전	흑전	83.2	5.7
지배주주지분	266.4	(45.0)	130.2	231.3	244.4
증가율(%)	(17.6)	작전	흑전	77.7	5.7
비지배지분	(74.6)	(48.8)	(4.6)	(1.3)	(1.4)
EPS	7,587	(1,281)	3,707	6,586	6,961
증가율(%)	(17.6)	작전	흑전	77.7	5.7
수정 EPS	7,587	(1,281)	3,707	6,586	6,961
증가율(%)	(17.6)	작전	흑전	77.7	5.7

주요투자지표

(단위: 원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표					
EPS	7,587	(1,281)	3,707	6,586	6,961
BPS	81,719	68,856	74,785	78,627	82,841
DPS	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배)					
PER	14.0	n/a	17.4	9.8	9.3
PBR	1.3	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	7.7	12.7	11.3	10.8	10.8
배당수익률	1.2	1.9	1.6	1.6	1.6
PCR	4.2	2.8	3.0	3.5	3.4
수익성(%)					
영업이익률	5.4	2.5	2.9	4.0	4.1
EBITDA이익률	9.2	6.2	6.9	7.5	7.4
순이익률	1.7	(0.8)	1.0	1.8	1.9
ROE	6.7	(3.2)	4.2	7.2	7.1
ROIC	4.7	2.5	2.9	3.6	3.6
인정성(%)					
순차입금/자기자본	132.2	233.7	236.5	225.5	217.5
유동비율	79.5	80.3	77.8	77.5	76.8
이자보상배율	3.9	1.5	1.6	2.1	2.2
활동성(%)					
총자산회전율	1.1	0.9	0.9	0.8	0.9
매출채권회전율	6.6	5.5	5.3	5.0	5.0
재고자산회전율	9.1	6.8	6.7	6.4	6.4
매입채무회전율	6.4	6.1	7.2	6.9	6.9

코오롱인더스트리(120110.KS)

화학/에너지 박진희

Tel. 368-6170 / jhkwak@eugenefn.com

최대 보수적으로 접근해도 상승여력 있어 커버리지 재개

■ 투자 의견 BUY, 목표주가 74,000원을 제시하며 커버리지 개시

코오롱인더스트리에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 74,000원을 제시하며 커버리지를 시작한다. 당사는 2011년 9월 미국 듀폰으로부터 코오롱인더의 아라미드 사업 소송에 대한 9억불 배심원 판결 이후 커버리지를 중단하였다. 커버리지를 재개하는 이유는 1)소송 관련 해 민사, 형사 모두 진행중이기 때문에 소송 금액과 내용면에서 더 부정적 뉴스는 없을 것으로 예상되고, 2)본 사업구조가 안정적이기 때문에 DCF를 통한 밸류에이션 접근이 가능하며, 3)과거 글로벌 소송 사례를 점검한 결과 주가 상승여력이 있다고 판단하기 때문이다.

■ 최대한 보수적으로 접근해도 주가 상승 여력이 있다

동사에 대한 목표주가 산정은 2013년 PBS에 PBR 1.0배를 적용하였다. 참고로 소송금액 1조원을 2013년에 일시로 모두 반영하고, 이에 따른 순차입금 증대로 이자 비용 증가를 가정하여 DCF 밸류에이션을 한 target price는 10.7만원이다.

■ 글로벌 소송 사례와 비교할 때 코오롱인더스트리 주가 낙폭은 과대하다고 판단

동일 사례를 적용하기는 어려우나 글로벌 소송 사례를 점검한 결과, 소송에 따른 주가 하락의 경우 핵심 사업군과의 영향 정도에 따라 차이는 있으나 본업의 경쟁력을 훼손하지 않는 경우, 주가는 PBR 1.0배 이하로 하락 경험에 없는 것을 확인하였다. 또한 과거 글로벌 소송 사례 경우 동 소송 제품군의 매출액이 전체 매출액에서 차지하는 비중이 평균 32%였는데 코오롱인더는 아라미드 매출액이 2%에 불과해 본업 경쟁력을 훼손하지 않을 것으로 판단한다. 동사 본업 가치에 대한 재평가가 예상된다.

BUY(신규)

현재주가(11/7) 56,100원

목표주가(12M, 신규) 74,000원

Key Data (기준일: 2012. 11. 7)

KOSPI(pt)	1,937.6
KOSDAQ(pt)	518.5
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	1,405.6
52주 최고/최저(원)	81,200 / 52,100
52주 일간 Beta	0.85
발행주식수(천주)	25,056
평균거래량(3M,천주)	115
평균거래대금(3M,백만원)	7,010
배당수익률(12F, %)	2.1
외국인 지분율(%)	15.4
주요주주 지분율(%)	
(주)코오롱외 22인	31.6

Company Performance

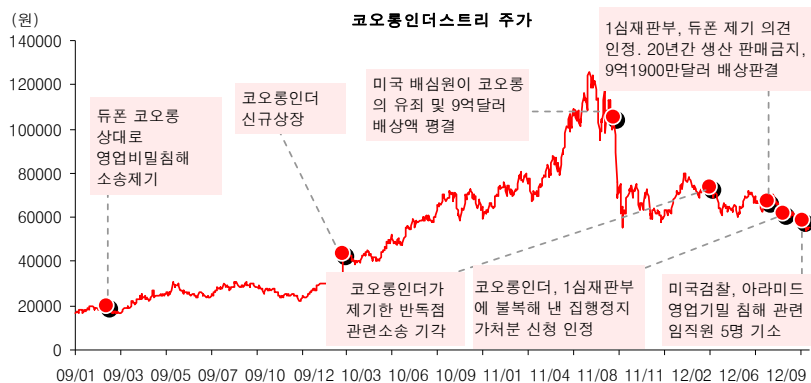
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.7	-16.1	-13.6	-16.0
KOSPI 대비 상대수익률	-2.8	-18.8	-12.6	-17.0

Financial Data

결산기(12월)	2011	2012F	2013F
매출액(십억원)	5,420.1	5,449.9	5,746.4
영업이익(십억원)	397.0	339.0	371.5
세전계속사업손익(십억원)	348.1	285.1	328.6
당기순이익(십억원)	338.6	230.3	249.7
EPS(원)	13,335	8,897	9,650
증감률(%)	10.6	-33.3	8.5
PER(배)	4.7	6.3	5.8
ROE(%)	22.3	12.9	12.7
PBR(배)	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	5.7	5.8	5.3

자료: 유진투자증권

소송 판결 후 하락만 하는 주가, 본업 가치 훼손되지 않고 밸류에이션 매력 존재



자료: 유진투자증권



코오롱인더스트리에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 74,000원을 제시하며 커버리지를 시작한다. 당사는 2011년 9월 미국 듀폰으로부터 코오롱인더의 아라미드 사업 소송에 대한 9억불 배심원 평결 이후 커버리지를 중단하였다. 커버리지를 재개하는 이유는 1)소송 관련해 더 이상 부정적 뉴스가 나오기 어렵고, 2)사업구조가 안정적이기 때문에 DCF를 통한 밸류에이션 접근이 가능하며, 3)과거 글로벌 소송 사례를 점검한 결과 주가 상승이 가능하다고 판단하기 때문이다.

동사에 대한 목표주가 산정은 2013년 PBS에 PBR 1.0배를 적용하였다. 참고로 소송금액 1조원을 2013년에 일시로 모두 반영하고, 이에 따른 순차입금 증대로 이자 비용 증가를 가정하여 DCF 밸류에이션을 한 target price는 107,000원이다.

도표 108 코오롱인더스트리 목표주가 산정

BPS (원)	74,719	2013년 BPS
PBR 배수	1.0	
주당가치 (원)	74,719	

자료: 유진투자증권

도표 109 참고 지표: 2013년 1조원의 소송금액을 일시 가정한 DCF 가치 산정

(억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	54,201	54,499	57,464	61,065	64,201	67,905
EBIT	3,970	3,390	3,715	4,381	5,040	6,188
EBITDA	5,469	5,033	5,349	6,045	6,751	7,953
NOPLAT	3,239	2,739	2,694	3,330	3,830	4,703
Net Working Capital inc(dec.)	4,439	1,551	917	747	716	810
Capex	3,968	2,540	2,038	2,038	2,438	2,438
Free Cash Flow		291	1,372	2,208	2,387	3,219

Risk Free 2.8%
Beta 1.0
Risk Premium 10.0%
WACC 9.9%

Equity Value	27,010
Fair Price - DCF (원)	107,824

자료: 유진투자증권



글로벌 소송 사례와 비교할 때 코오롱인더 주가 낙폭은 과대하다고 판단

동일 사례를 적용하기는 어려우나 글로벌 소송 사례를 점검한 결과, 소송에 따른 주가 하락의 경우 핵심 사업군과의 영향 정도에 따라 차이는 있으나 PBR 1.0배 이하로 주가 하락 경험에 없는 것을 확인하였다. 또한 과거 글로벌 소송 사례 경우 동 소송 제품군의 매출액이 전체 매출액에서 차지하는 비중이 32%였는데 코오롱인더는 아라미드 매출액이 2%에 불과해 본업 경쟁력을 훼손하지 않을 것으로 판단한다. 동사 본업에 대한 경쟁력을 재검토해 볼 시점이다.

도표 110 과거 글로벌 소송 사례

일자	피고	원고	내용	피해주장 금액	배상판결금액	해당특허의 피고측 매출	피고의 해당년 총 매출	해당 특허관련 사업이 매출액에서 차지하는 비율
2007	마이크로 소프트	알카텔-루슨트	MS 미디어 재생프로그램이 디지털 음악특허기술 침해 주장	17억5000억 달러	무효	Entertainment&Devision 6,083(백만)달러 (2007년)	51,122(백만)달러 (2007년)	11.90
2009	애보트 래보라토리스	센토코 (존슨&존슨 자회사)	관절염 치료제 특허 침해 주장	21억 달러	16억7000만 달러 (이익손실분11억7000만, 로열티5억400만)	관절염 치료제 remicade 4,304(백만)달러 (2009년)	johnson and johnson 총 매출 61,897(백만)달러 (2009년) Pharmaceutical 부문 매출 22,520(백만)달러 (2009년)	19.11
2010	애플	미러월드	인터페이스관련 특허 침해 주장		6억 2550만달러(2010년) 이후 2011년 증거 불충분으로 특허침해판결 무효	맥컴퓨터+아이폰+아이패드 50932(백만)달러 (2010년)	65,225(백만)달러 (2010년)	78.09
2003	마이크로 소프트	이올라스	멀티미디어 재생과 관련한 소프트웨어 특허권 침해 주장	12억 달러	이후 합의	Windows Server and SQL server products 9,094(백만)달러	51,122(백만)달러 (2007년)	17.79
2009	코오롱인더스트리	듀폰	듀폰의 전엔지니어를 고용하는 과정에서 영업기밀 침해를 주장	9억달러	민사소송 1심에서 9억1990만달러 배상판결(2012)	930억원	5조 4,201억원(2011년)	1.72

자료: Bloomberg, 유진투자증권

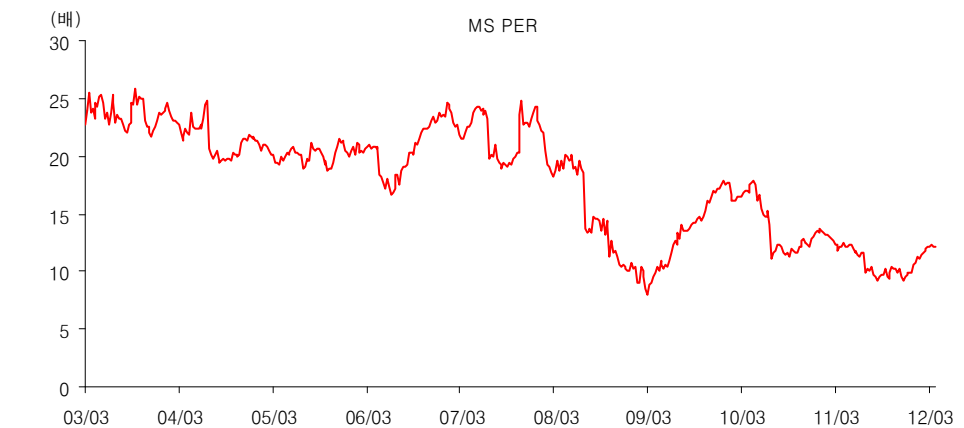


도표 111 글로벌 소송 사례 일지와 주가 추이 1: 마이크로소프트



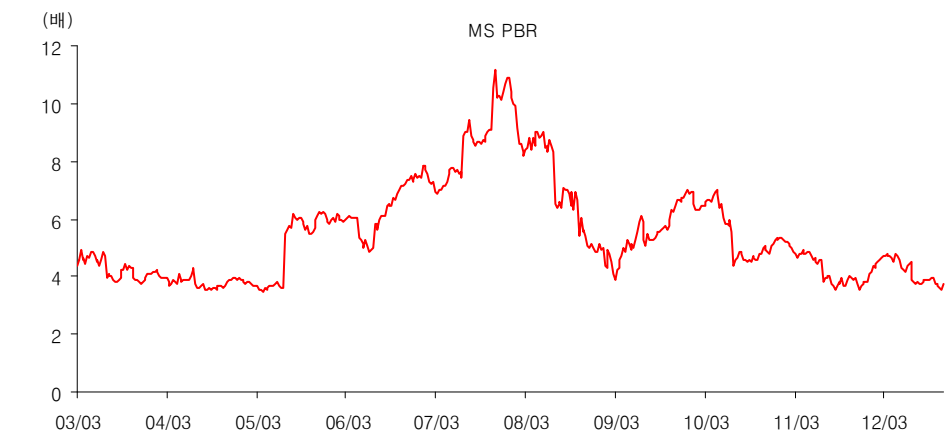
자료: Datastream, 유진투자증권

도표 112 글로벌 소송 사례 업체 PER 추이 1: 마이크로소프트



자료: Datastream, 유진투자증권

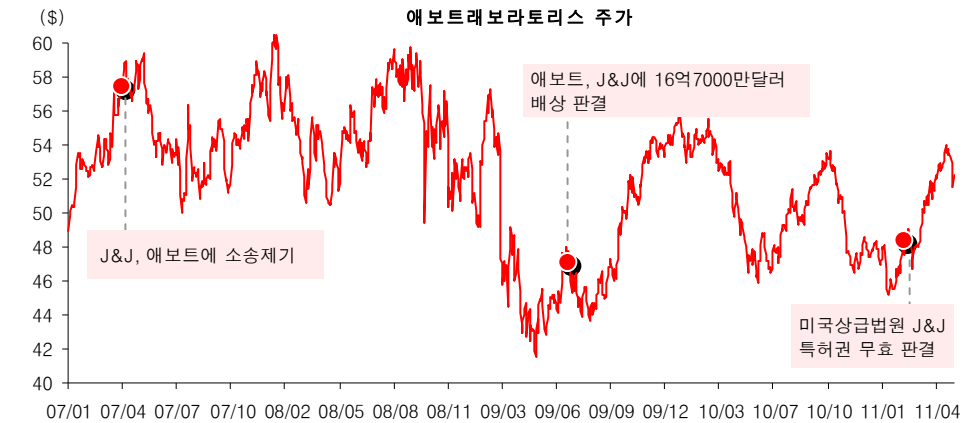
도표 113 글로벌 소송 사례 PBR 추이 1: 마이크로소프트



자료: Datastream, 유진투자증권

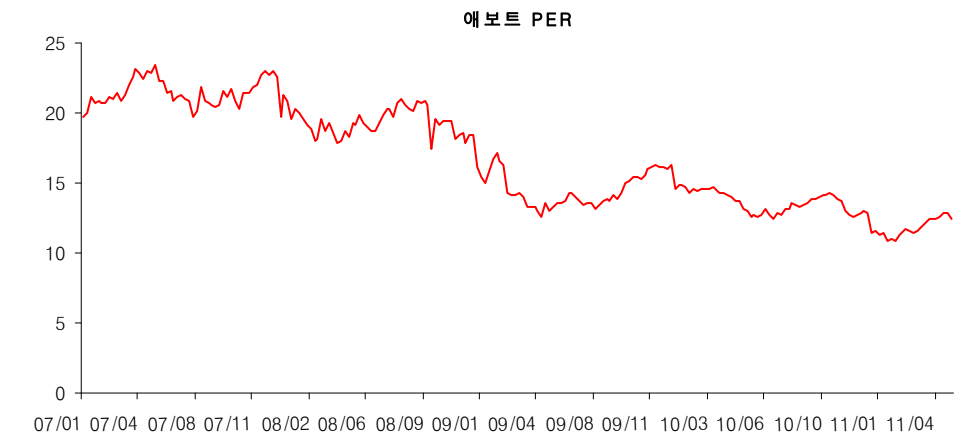


도표 114 글로벌 소송 사례와 주가 추이 2: 애보트 래보라토리스



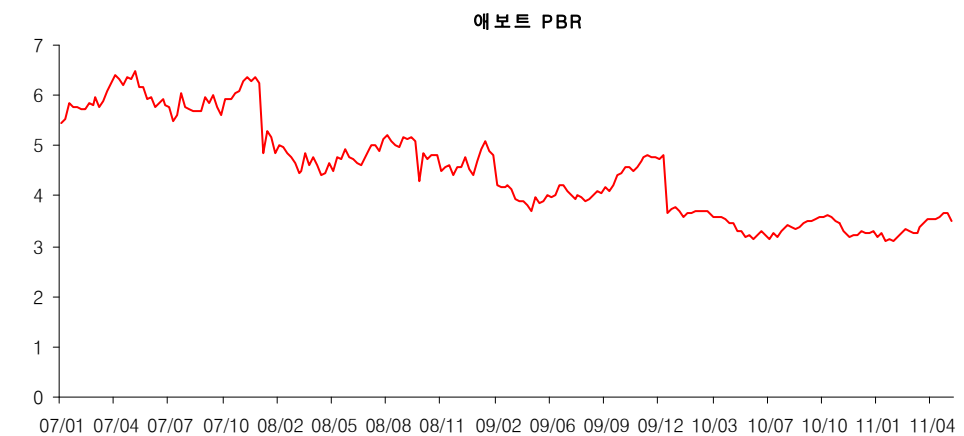
자료: Datastream, 유진투자증권

도표 115 글로벌 소송 사례 업체 PER 추이: 애보트 래보라토리스



자료: Datastream, 유진투자증권

도표 116 글로벌 소송 사례 업체 PBR 추이 : 애보트 래보라토리스



자료: Datastream, 유진투자증권

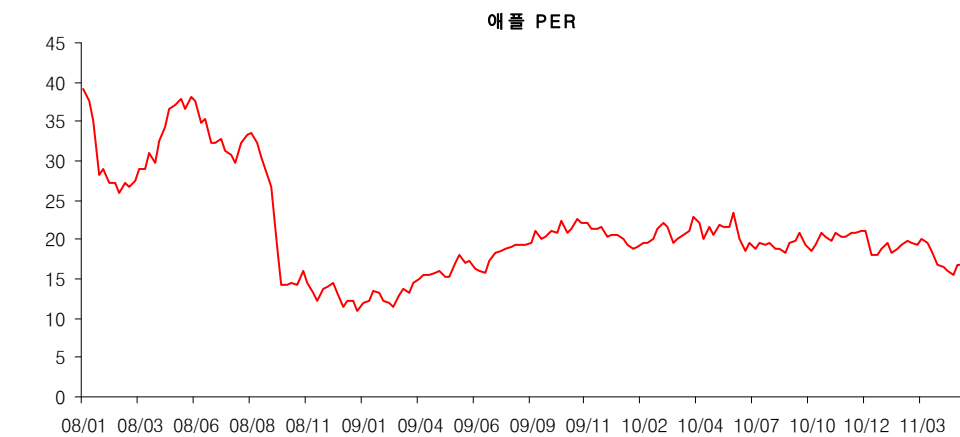


도표 117 글로벌 소송 사례와 주가 추이 3: 애플



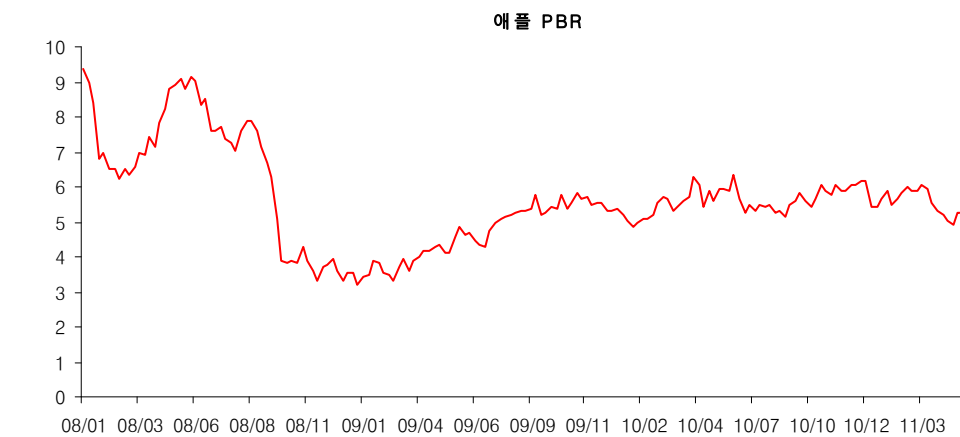
자료: Datastream, 유진투자증권

도표 118 글로벌 소송 사례 업체 PER 추이 : 애플



자료: Datastream, 유진투자증권

도표 119 글로벌 소송 사례 업체 PBR 추이 : 애플



자료: Datastream, 유진투자증권

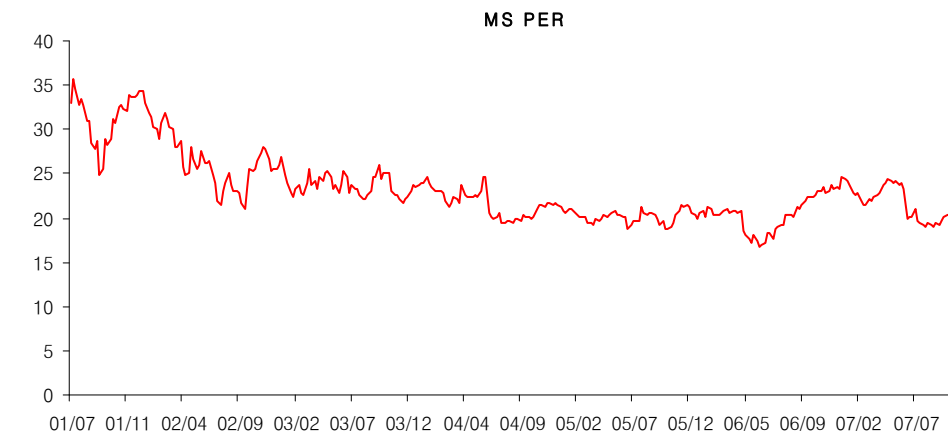


도표 120 글로벌 소송 사례와 주가 추이 4: 마이크로 소프트



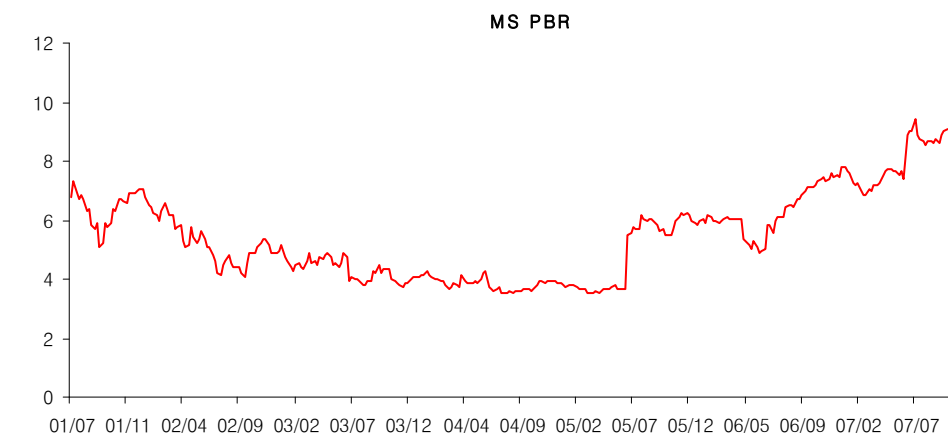
자료: Datastream, 유진투자증권

도표 121 글로벌 소송 사례 업체 PER 추이 : 마이크로 소프트



자료: Datastream, 유진투자증권

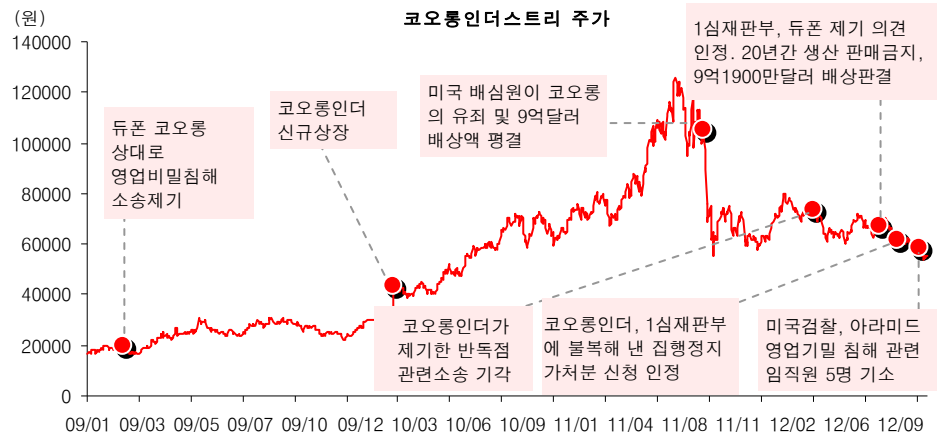
도표 122 글로벌 소송 사례 업체 PBR 추이 : 마이크로 소프트



자료: Datastream, 유진투자증권

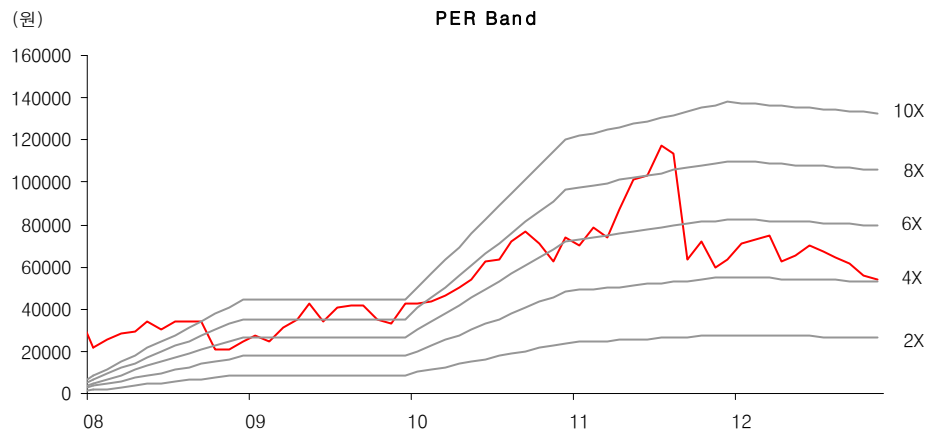


도표 123 2011년 9월 배심원 판결 이후 1년 2개월째 하락하고 있는 코오롱인더 주가



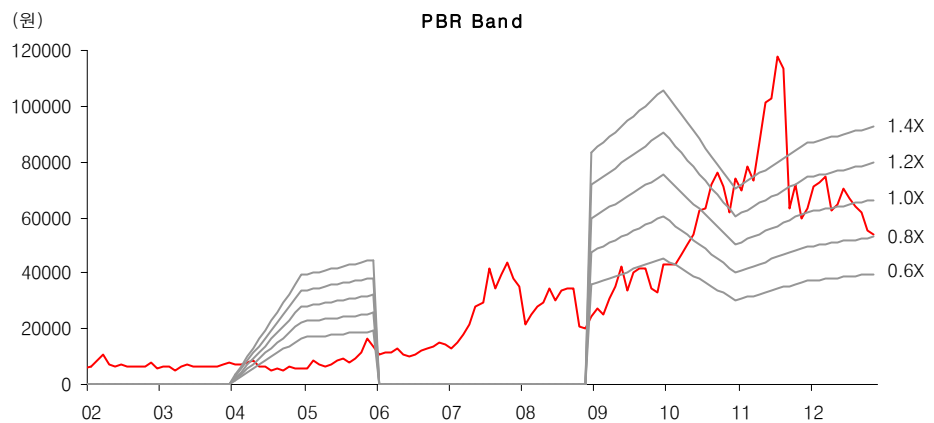
자료: Datastream, 유진투자증권

도표 124 코오롱인더스트리 PER 밴드 차트



자료: Datastream, 유진투자증권

도표 125 코오롱인더 PBR 밴드 차트



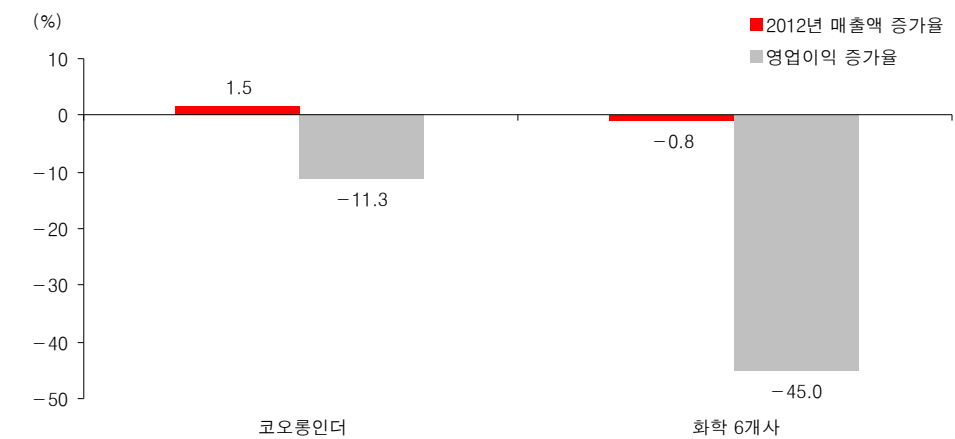
자료: Datastream, 유진투자증권



안정적 사업 구조는 2012년 두드러졌다

2012년 국내 화학 6개사 매출액은 전년대비 0.8% 감소하고, 영업이익은 45.0% 감소 예상되어 매우 부진한 실적을 연중 지속했던 반면, 코오롱인더스트리는 건실한 이익을 기록했다. 2012년 매출액은 5.5조원으로 전년대비 1.5% 증가 예상되고, 영업이익은 3,522억원으로 전년대비 11.3% 감소 예상되어 양호한 실적을 기록할 전망이다. 이는 2분기부터 분기당 130억원의 소송 관련 변호사 비용과 충당금을 반영했기 때문이며 이를 제외할 경우 동사 영업이익은 전년대비 증익하며 불확실한 세계 경기와 화학 시장 내에서도 선방한 실적을 기록한 것으로 판단되어 동사 사업의 포트폴리오는 건실하다.

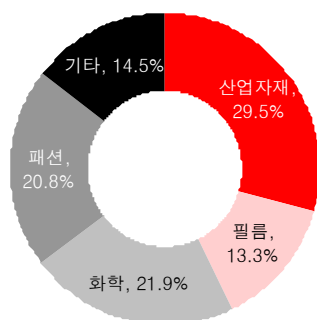
도표 126 2012년 화학업종 실적과 코오롱인더 실적 비교



자료: 유진투자증권

도표 127 코오롱인더 사업부문별 매출액 비중

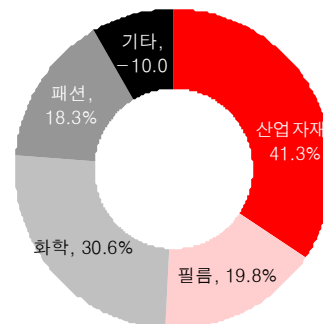
코오롱인더스트리 매출액



자료: 유진투자증권

도표 128 코오롱인더 사업부문별 영업이익 비중

코오롱인더스트리 영업이익



자료: 유진투자증권



코오롱인더스트리(120110.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
자산총계	4,037.5	4,797.6	5,204.5	5,503.9	5,833.7
유동자산	1,601.4	2,238.5	2,505.6	2,741.8	3,010.4
현금성자산	293.8	250.6	316.0	398.4	540.7
매출채권	627.1	868.7	971.4	1,048.8	1,112.1
재고자산	643.0	823.5	919.5	992.8	1,052.8
비유동자산	2,436.1	2,559.1	2,698.9	2,762.1	2,823.2
투자자산	670.5	493.1	559.0	581.7	605.3
유형자산	1,855.8	1,965.8	2,008.6	2,049.1	2,086.6
기타	(90.3)	100.2	131.3	131.3	131.3
부채총계	2,581.8	3,005.8	3,222.5	3,295.0	3,357.4
유동부채	1,438.0	2,057.1	2,031.8	2,093.9	2,145.5
매입채무	726.9	682.7	725.1	782.9	830.2
유동성이자부채	566.7	949.5	877.5	877.5	877.5
기타	144.4	424.9	429.1	433.4	437.7
비유동부채	1,143.8	948.7	1,190.8	1,201.1	1,211.9
비유동이자부채	856.0	732.6	918.9	918.9	918.9
기타	287.8	216.1	271.9	282.2	293.0
자본총계	1,455.7	1,791.8	1,982.0	2,208.9	2,476.3
지배지분	1,318.9	1,723.2	1,851.6	2,078.5	2,345.9
자본금	131.1	139.0	139.1	139.1	139.1
자본잉여금	719.3	921.3	897.2	897.2	897.2
이익잉여금	206.3	668.4	852.3	1,068.5	1,335.9
기타	262.2	(5.5)	(37.1)	(26.4)	(26.4)
비지배지분	136.7	68.6	130.4	130.4	130.4
자본총계	1,455.7	1,791.8	1,982.0	2,208.9	2,476.3
총차입금	1,422.7	1,682.1	1,796.5	1,796.5	1,796.5
순차입금	1,129.0	1,431.5	1,480.5	1,398.1	1,255.7

현금흐름표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업현금	292.3	325.5	223.6	314.9	386.5
당기순이익	244.9	338.6	230.3	249.7	300.9
자산상각비	191.1	149.9	164.3	163.3	166.4
기타비(현금성손익)	(21.5)	1.8	61.3	(6.5)	(6.1)
운전자본증감	(181.7)	(261.4)	(169.2)	(91.7)	(74.7)
매출채권감소(증가)	(52.9)	(41.0)	(101.0)	(77.5)	(63.3)
재고자산감소(증가)	(64.7)	(169.1)	(96.8)	(73.3)	(59.9)
매입채무증가(감소)	(3.6)	(12.1)	38.2	57.8	47.3
기타	(60.5)	(39.1)	(9.7)	1.3	1.3
투자현금	(382.9)	(217.6)	(265.9)	(201.0)	(212.8)
단기투자자산감소	(124.5)	0.5	(1.7)	(2.1)	(2.2)
장기투자증권감소	(7.8)	13.6	5.8	11.0	(0.4)
설비투자	(265.3)	(391.0)	(249.1)	(200.0)	(200.0)
유형자산처분	8.2	2.7	0.9	0.0	0.0
무형자산처분	(17.2)	(5.8)	(4.9)	(3.8)	(3.8)
재무현금	166.8	(32.7)	71.3	(33.5)	(33.5)
차입금증가	(147.6)	97.6	108.0	0.0	0.0
자본증가	314.1	(17.9)	(35.3)	(33.5)	(33.5)
배당금지급	0.7	32.3	35.7	33.5	33.5
현금 증감	76.2	75.7	33.7	80.3	140.2
기초현금	75.5	160.2	231.2	264.9	345.2
기말현금	151.7	236.0	264.9	345.2	485.4
Gross Cash flow	473.7	614.8	455.8	406.5	461.2
Gross Investment	440.0	479.5	433.3	290.6	285.3
Free Cash Flow	33.7	135.4	22.5	115.9	175.9

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	5,110.0	5,420.1	5,449.9	5,746.4	6,106.5
증가율(%)	적지	6.1	0.6	5.4	6.3
매출원가	3,799.2	4,035.7	4,175.8	4,426.8	4,660.8
매출총이익	1,310.9	1,384.4	1,274.2	1,319.7	1,445.7
판매 및 일반관리비	939.6	982.2	934.0	948.2	1,007.6
기타영업손익	0.0	(5.1)	(1.1)	0.0	0.0
영업이익	371.2	397.0	339.0	371.5	438.1
증가율(%)	적지	7.0	(14.6)	9.6	17.9
EBITDA	562.3	546.9	503.3	534.9	604.5
증가율(%)	적지	(2.7)	(8.0)	6.3	13.0
영업외손익	(90.0)	(49.0)	(53.9)	(42.9)	(42.2)
이자수익	4.6	9.7	18.3	14.0	14.4
이자비용	103.5	92.0	93.1	92.6	92.6
지분법손익	24.5	26.8	19.4	16.9	16.9
기타영업손익	(15.7)	6.5	1.4	18.8	19.2
세전순이익	281.2	348.1	285.1	328.6	360.0
증가율(%)	적지	23.8	(18.1)	15.2	20.5
법인세비용	36.3	64.1	54.8	78.9	95.0
당기순이익	244.9	338.6	230.3	249.7	300.9
증가율(%)	적지	38.2	(32.0)	8.4	20.5
지배주주지분	224.7	323.1	222.9	241.7	291.3
증가율(%)	적지	43.8	(31.0)	8.5	20.5
비지배지분	20.3	15.4	7.4	8.0	9.6
EPS	12,063	13,335	8,897	9,660	11,629
증가율(%)	적지	10.6	(33.3)	8.5	20.5
수정 EPS	12,063	13,335	8,759	9,512	11,490
증가율(%)	적지	10.6	(34.3)	8.6	20.8

주요투자지표

(단위: 원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표					
EPS	12,063	13,335	8,759	9,512	11,490
BPS	50,314	61,978	66,561	74,719	84,331
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
밸류에이션(배.%)					
PER	6.1	4.7	6.3	5.8	4.8
PBR	1.5	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.4	5.7	6.1	5.6	4.7
배당수익률	1.6	1.9	2.1	2.1	2.1
PCR	3.3	2.8	3.4	3.8	3.4
수익성(%)					
영업이익율	7.3	7.3	6.2	6.5	7.2
EBITDA이익율	11.0	10.1	9.2	9.3	9.9
순이익율	4.8	6.2	4.2	4.3	4.9
ROE	n/a	22.3	12.9	12.7	13.6
ROIC	n/a	12.9	9.4	9.1	10.3
안정성(%)					
순차입금/자본	77.6	79.9	74.7	63.3	50.7
유동비율	111.4	108.8	123.3	130.9	140.3
이자보상배율	3.8	4.8	4.5	4.7	5.6
활동성(%)					
총자산회전율	0.0	1.2	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	0.0	7.2	5.9	5.7	5.7
재고자산회전율	0.0	7.4	6.3	6.0	6.0
매입채무회전율	0.0	7.7	7.7	7.6	7.6



삼성정밀화학(004000.KS)

화학/에너지 박진희

Tel. 368-6170 / jhkwak@eugenefn.com

이익 성장의 시작!

■ 투자 의견 BUY, 목표주가 9만원 제시하며 커버리지 개시

삼성정밀화학에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 90,000원을 제시한다. 주가 상승여력은 28%이다. 동사의 지난 6년 평균 PER은 19.9배로, 삼성 그룹의 화학회사라는 점에 대한 기대감으로 주가는 고평가되어 왔다. 하지만 실제 2004년~2011년까지 동사 연평균 매출액 증가율은 8%, 영업이익은 7%에 그쳤었다. 그러나 2011년부터 투자 사이클이 시작되었고, 2011년부터 향후 3년 연평균 매출액은 15%, 영업이익은 29% 증가할 것으로 예상되어 매수 추천한다. 목표주가 산정은 2013년과 2014년에 걸쳐 이익 가시화 예상되어 2013~2014년 EPS를 현재화하여 PER 19.9배(과거 6년 평균)를 적용하였다.

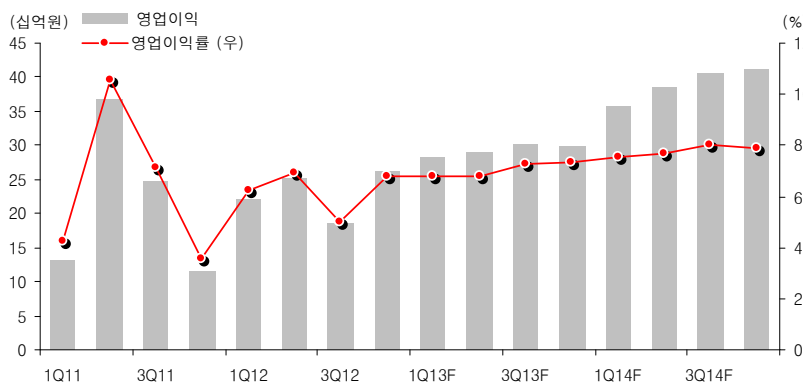
■ 2011년부터 본격적으로 시작되었던 투자, 이익 성장이 시작된다

동사는 이익률이 높은 주력 제품을 중심으로 2011년부터 증설하기 시작하였다. 2001년~2010년 동안 연평균 554억원 투자를 했으나, 2011년부터 2014년까지 연 평균 3,606억원을 투자할 예정이다. 과거대비 6.5배 규모이다. 증설하는 제품은 고마진의 셀룰로오스 계열 의약품, 화장품용 정밀화학 제품(회사 제품명: 애니코트, 메셀로스)과 ECH, 가성소다와 같은 고수익성의 제품을 중심으로 증설하고 있어 긍정적이다. 2012년 2Q 토너 증설 완료, 3Q 메셀로스 증설, 4Q 애니코트 증설 예정이다.

■ 세일가스 개발 → 한국 화학업체의 향후 모델은 정밀화학이 될 것

미국을 중심으로 한 세일가스 개발에 따라 장기적으로 한국 나프타 베이스 석유화학업체들의 경쟁력 약화가 예상된다. 결국 장기적인 방향성은 20년 전 일본 화학회사가 경험했던 정밀화학으로의 비즈니스 모델 전환이다. 이에 따라 장기 관점에서도 동사 경쟁력은 높을 전망이다.

2011년부터 본격적으로 시작되었던 투자, 이익 성장이 시작된다



자료: 유진투자증권

BUY(신규)

현재주가(11/7) 69,600원

목표주가(12M, 신규) 90,000원

Key Data (기준일: 2012. 11. 7)

KOSPI(pt)	1,937.6
KOSDAQ(pt)	518.5
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	1,795.7
52주 최고/최저(원)	71,000 / 47,600
52주 일간 Beta	0.88
발행주식수(천주)	25,800
평균거래량(3M, 천주)	162
평균거래대금(3M, 백만원)	10,686
배당수익률(12F, %)	0.9
외국인 지분율(%)	7.5
주요주주 지분율(%)	
삼성SDI외 9인	32.1
한국투자신탁운용	9.1
국민연금	6.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.9	13.9	32.1	27.0
KOSPI 대비상대수익률	6.8	11.2	33.0	26.0

Financial Data

결산기(12월)	2011	2012F	2013F
매출액(십억원)	1,333.6	1,477.8	1,665.7
영업이익(십억원)	72.3	91.9	117.2
세전계속사업손익(십억원)	87.8	121.0	146.5
당기순이익(십억원)	73.4	103.6	111.3
EPS(원)	2,846	3,973	4,228
증감률(%)	-13.7	39.6	6.4
PER(배)	21.4	17.5	16.5
ROE(%)	6.9	9.1	9.1
PBR(배)	1.4	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	10.5	13.2	8.4

자료: 유진투자증권



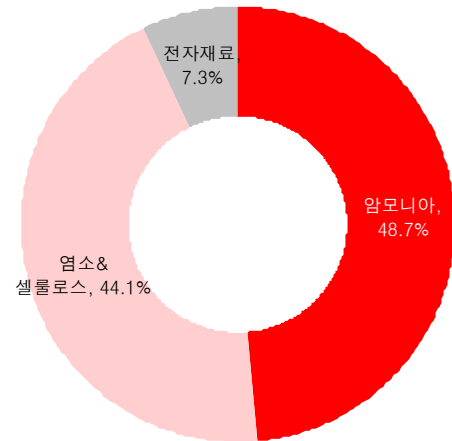
도표 129 삼성정밀화학 목표주가 산정

EPS (원)	4,531	2013년~2014년 EPS의 평균 (2014년은 10% 할인하여 현재화)
PER 배수	19.9	현재의 사업구조를 보유한 2006년~2011년 평균 PER
주당가치 (원)	90,171	

자료: 유진투자증권

도표 130 삼성정밀화학 매출액 구성

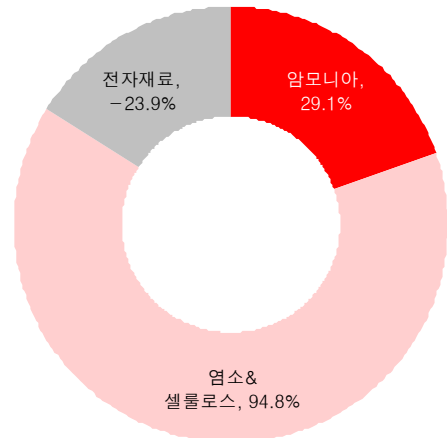
2012년 매출액 누계



자료: 삼성정밀화학, 유진투자증권

도표 131 삼성정밀화학 영업이익 구성

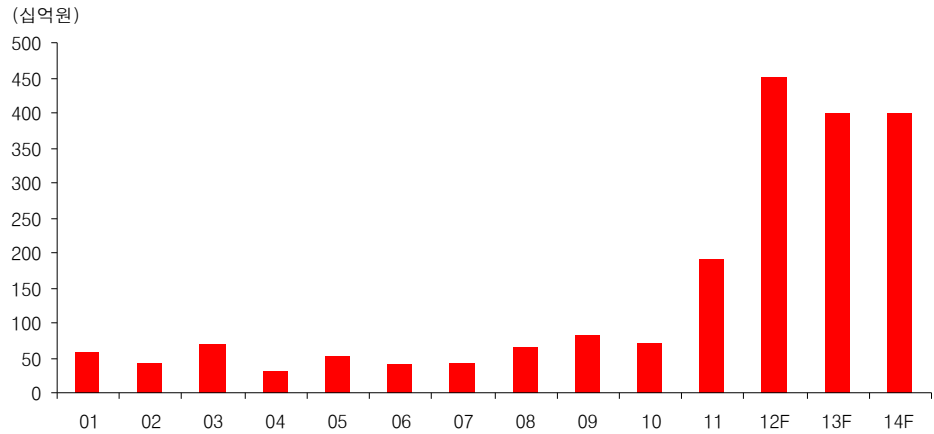
2012년 영업이익 누계



자료: 삼성정밀화학, 유진투자증권



도표 132 삼성정밀화학 CAPEX 추이 및 예정



자료: 삼성정밀화학, 유진투자증권

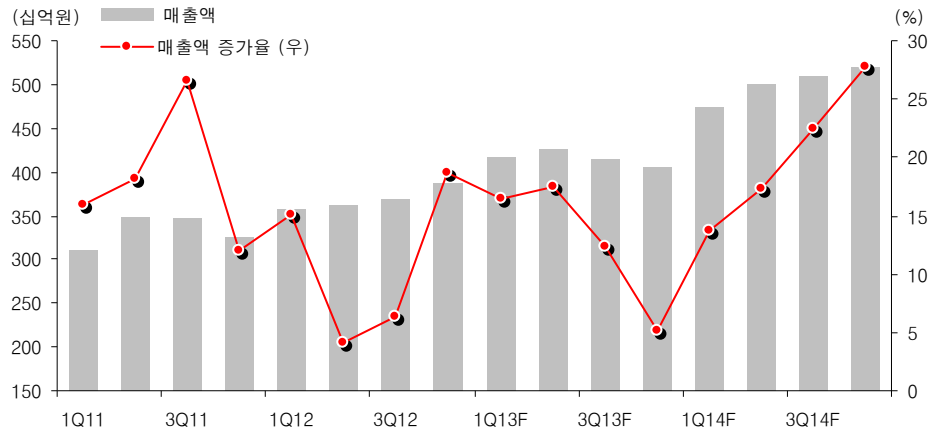
도표 133 삼성정밀화학 주요 생산 제품

제품	용도	최종 사용 산업
Mecellose®	건축재료, 페인트, 화학접착제	건축
Hecellose®	페인트 첨가물, 화장품	건축/미용
AnyCoat®	캡슐 제작, tablet coating	의료서비스
ECH	엑포시 수지와 계면활성제에 대한 원료	건축
가성소다	세제, 기타 산업 이용	건축/IT
염화메틸	농약, 인공합성, forming agent Fluoric refrigerant, 제약제품, solvent	석유화학 등
PTAC	종이 질의 향상을 위한 종이 첨가제	농업/전자 의료서비스
BT Powder	MLCC 원재료	제지업
TMAC	TMAH 제작, 반도체와 TFT-LCD 개발 위한 원재료	전자공업
LCP	보빈, 커넥터 원재료	전자공업
토너	레이저 컬러 프린트의 토너	전자공업

자료: 삼성정밀화학, 유진투자증권

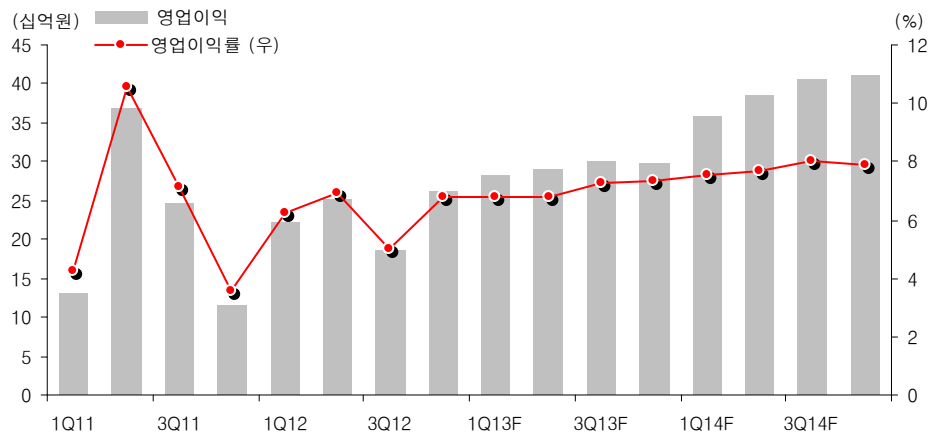


도표 134 삼성정밀화학 매출액 추이 및 전망



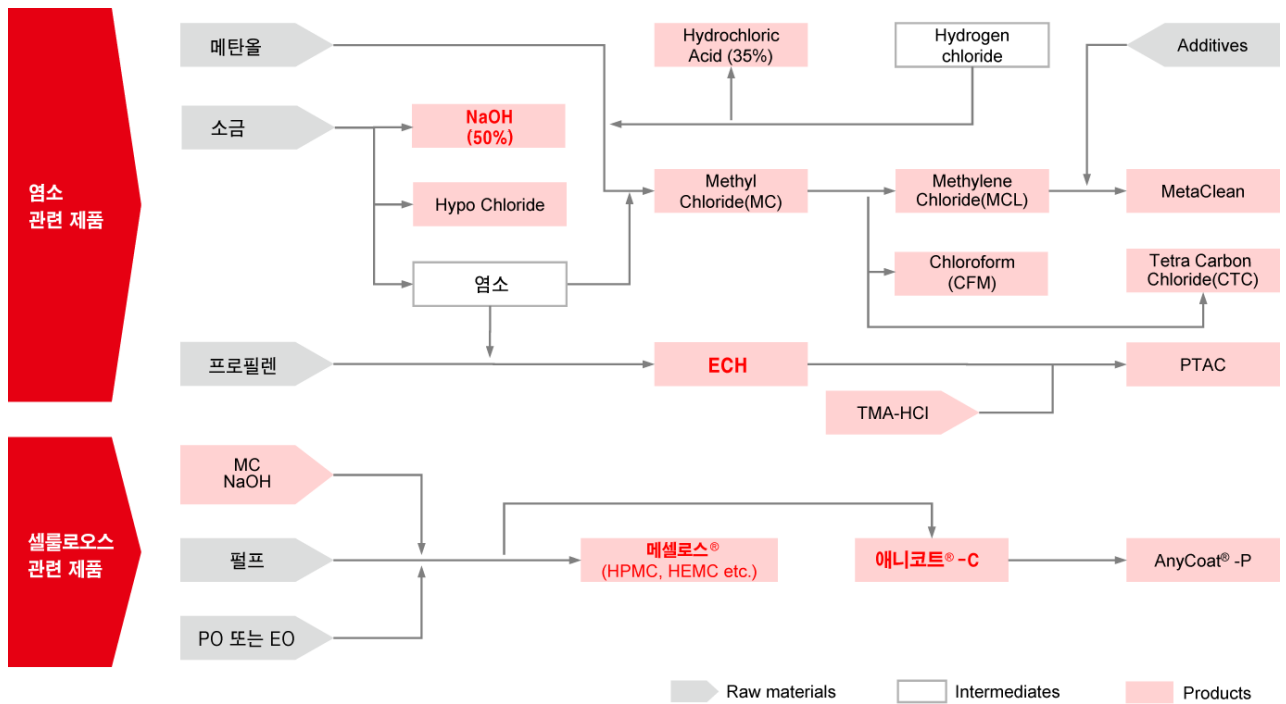
자료: 삼성정밀화학, 유진투자증권

도표 135 삼성정밀화학 영업이익 추이 및 전망



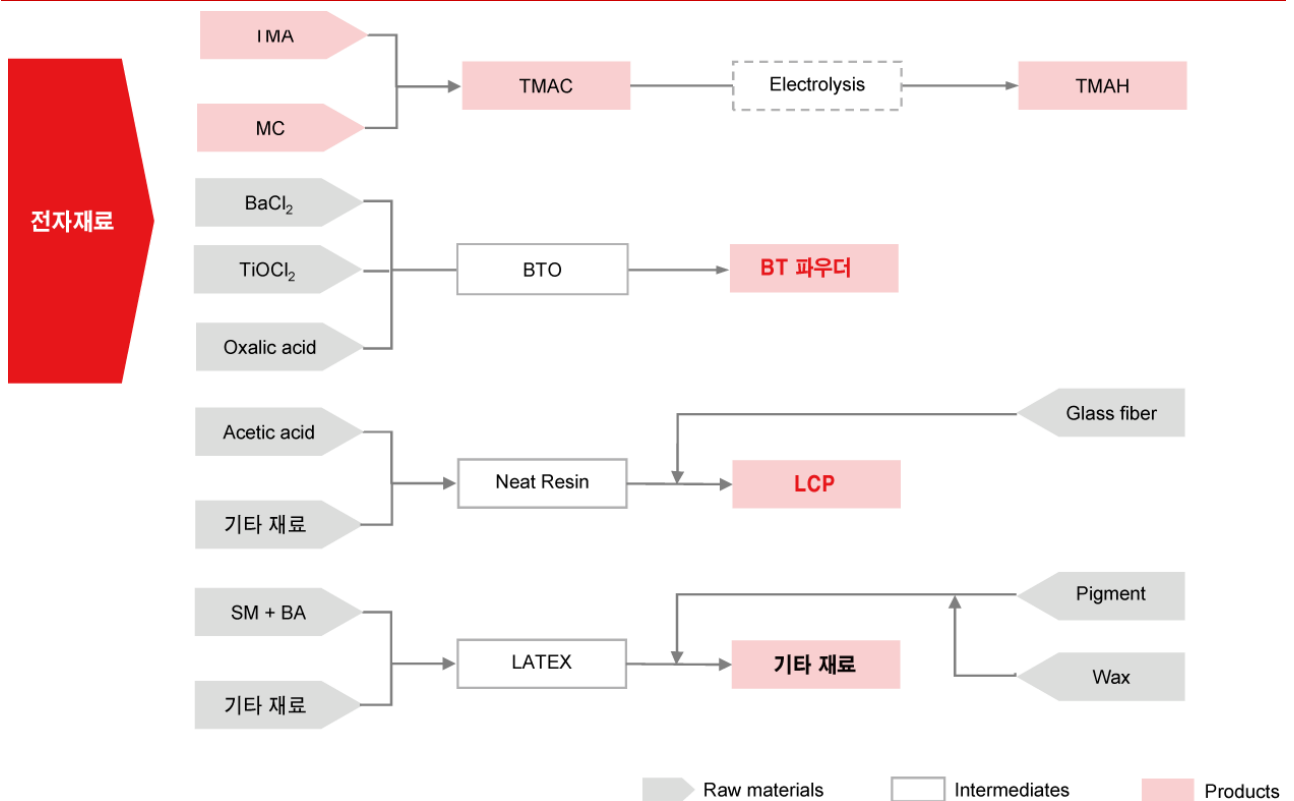
자료: 삼성정밀화학, 유진투자증권

도표 136 삼성정밀화학 염소셀룰로오스 사업부문 구조도



자료: 유진투자증권

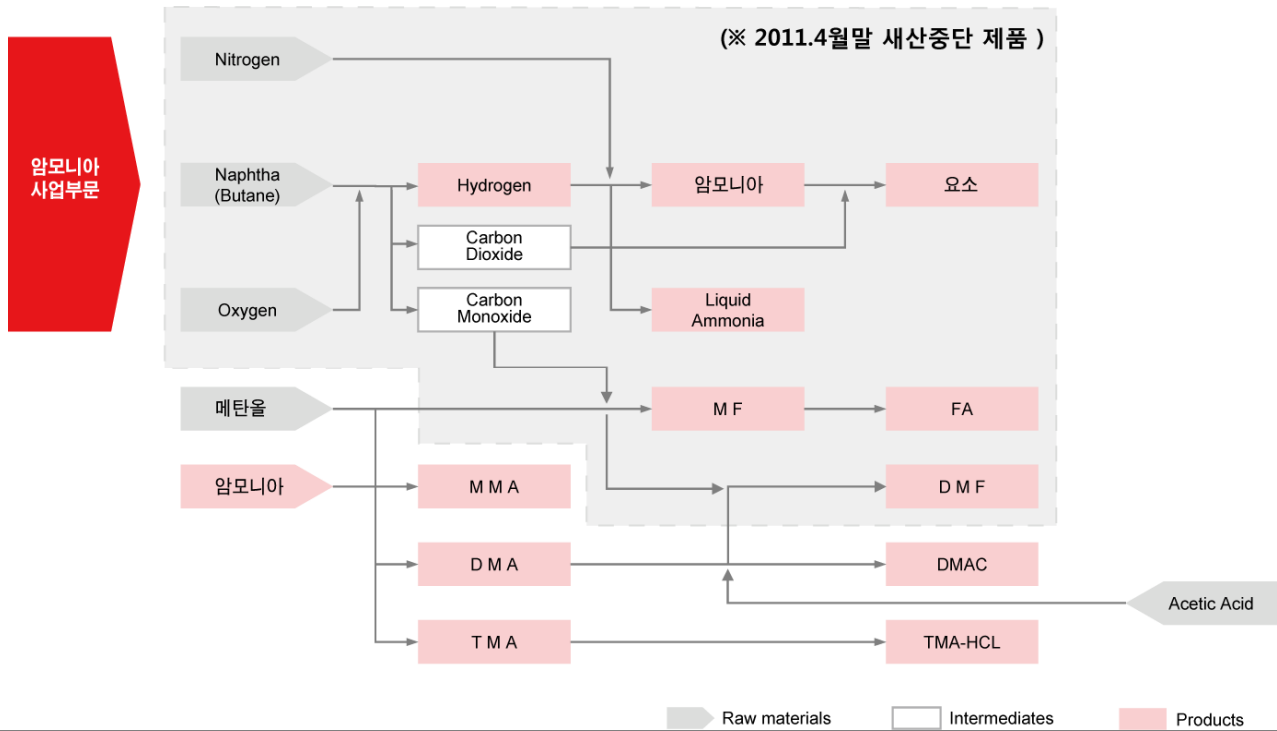
도표 137 삼성정밀화학 전자재료 사업부문 구조도



자료: 유진투자증권



도표 138 삼성정밀화학 암모니아 사업부문 구조도



자료: 유진투자증권



도표 139 삼성정밀화학 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012F	2013F	2014F
사업부문별																
암모니아																
매출액	1,571	1,659	1,642	1,664	1,695	1,744	1,869	1,988	2,024	2,046	1,928	1,952	6,535	7,296	7,950	8,266
요소	233	188	90	85	218	245	123	188	227	228	141	168	596	774	765	740
DMF	111	77	57	48	54	50	49	50	50	51	50	50	292	203	200	211
DMAC	68	70	71	69	74	82	73	75	74	76	74	74	277	304	298	314
암모니아	1,005	1,128	1,245	1,301	1,174	1,180	1,467	1,502	1,497	1,519	1,492	1,487	4,679	5,323	5,994	6,311
영업이익	-25	22	-10	70	100	54	37	76	75	64	61	67	57	267	268	275
영업이익률	-1.6%	-1.6%	1.3%	-0.6%	4.2%	5.9%	3.1%	2.0%	3.8%	3.7%	3.2%	3.2%	3.5%	0.9%	3.7%	3.4%
염소&셀룰로스																
매출액	1,331	1,595	1,602	1,371	1,638	1,650	1,519	1,575	1,730	1,807	1,811	1,706	5,899	6,382	7,054	10,024
염화메탄	128	179	183	161	143	119	107	121	118	113	114	117	651	490	462	461
가성소다	233	321	356	340	369	384	372	386	417	423	390	414	1,249	1,511	1,645	2,306
매셀로스	373	438	461	403	508	535	514	516	551	600	597	605	1,674	2,073	2,353	2,796
AnyCoat	118	135	133	107	129	144	121	143	244	283	297	290	493	537	1,113	1,203
ECH	304	343	296	190	352	348	265	259	252	240	261	156	1,132	1,224	909	2,334
영업이익	176	370	312	162	200	264	160	199	222	239	252	242	1,020	822	955	1,291
영업이익률	13.2%	13.2%	23.2%	19.5%	11.8%	12.2%	16.0%	10.5%	12.6%	12.8%	13.2%	13.9%	14.2%	17.3%	12.9%	13.5%
전자재료																
매출액	207	237	228	230	244	241	307	309	413	413	413	413	902	1,101	1,653	1,741
BTP	58	61	54	41	60	67	87	82	82	82	82	82	213	296	327	393
TMAC	73	88	83	93	90	94	103	97	97	97	97	97	337	384	388	388
LCP	42	46	35	45	33	34	31	29	32	32	32	32	168	127	128	152
TONER	35	42	56	51	61	46	86	101	202	202	202	202	184	294	809	809
영업이익	-19	-24	-55	-115	-78	-67	-12	-12	-15	-13	-12	-11	-214	-169	-51	-8
영업이익률	-10.2%	-24.3%	-50.2%	-31.8%	-27.9%	-4.0%	-4.0%	-3.6%	-3.2%	-2.9%	-2.6%	-10.2%	-23.7%	-15.4%	-3.1%	-0.5%
합계																
매출액	3,109	3,491	3,472	3,264	3,577	3,635	3,695	3,871	4,168	4,267	4,153	4,071	13,336	14,778	16,657	20,031
영업이익	132	368	247	117	222	251	185	262	282	291	301	299	863	920	1,172	1,559
영업이익률	4.2%	4.2%	10.5%	7.1%	3.6%	6.2%	6.9%	5.0%	6.8%	6.8%	6.8%	7.2%	7.3%	6.5%	6.2%	7.0%

자료: 삼성정밀화학, 유진투자증권



삼성정밀화학(004000.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
자산총계	1,271.2	1,400.5	1,531.3	1,639.5	1,822.2
유동자산	573.0	582.0	374.0	201.8	135.6
현금성자산	218.4	159.5	(89.4)	(285.0)	(484.3)
매출채권	170.3	227.9	276.3	290.5	371.2
재고자산	169.5	186.6	178.9	188.1	240.4
비유동자산	698.2	818.5	1,157.4	1,437.7	1,686.6
투자자산	360.0	315.1	359.3	373.9	389.1
유형자산	358.6	478.6	779.0	1,050.1	1,287.5
기타	(20.4)	24.8	19.0	13.7	10.1
부채총계	223.1	311.7	349.7	363.4	421.4
유동부채	161.8	229.5	233.2	243.0	296.9
매입채무	132.8	174.9	183.5	193.0	246.6
유동성이자부채	0.1	19.1	13.8	13.8	13.8
기타	28.9	35.5	35.9	36.2	36.6
비유동부채	61.3	82.2	116.5	120.4	124.5
비유동이자부채	0.0	0.0	20.7	20.7	20.7
기타	61.3	82.2	95.9	99.8	103.8
자본총계	1,048.1	1,088.7	1,181.6	1,276.1	1,400.8
지배지분	1,048.1	1,088.7	1,181.6	1,276.1	1,400.8
자본금	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0
자본잉여금	331.4	331.2	331.1	331.1	331.1
이익잉여금	476.0	525.7	609.1	703.6	828.3
기타	111.7	102.9	112.4	112.4	112.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,048.1	1,088.7	1,181.6	1,276.1	1,400.8
총차입금	0.1	19.1	34.4	34.4	34.4
순차입금	(218.2)	(140.4)	123.8	319.4	518.7

현금흐름표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업현금	104.1	140.0	152.5	221.4	218.3
당기순이익	85.2	73.4	103.6	111.3	141.4
자산상각비	52.4	64.6	53.9	135.6	167.6
기타비(현금성손익)	(13.5)	(10.1)	26.1	(11.8)	(11.7)
운전자본증감	(35.2)	(3.6)	(27.8)	(13.7)	(79.1)
매출채권감소(증가)	(11.8)	(43.8)	(7.3)	(14.2)	(80.7)
재고자산감소(증가)	(36.6)	(12.3)	(22.4)	(9.2)	(52.3)
매입채무증가(감소)	21.2	32.3	12.0	9.4	53.6
기타	(8.0)	20.3	(10.1)	0.3	0.3
투자현금	(88.4)	(89.1)	(369.3)	(400.2)	(400.8)
단기투자자산감소	(22.9)	102.0	30.9	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	(0.1)	4.8	0.9	1.4	0.8
설비투자	(142.7)	(182.6)	(380.3)	(400.0)	(400.0)
유형자산처분	3.3	0.5	0.6	0.0	0.0
무형자산처분	(4.7)	(3.8)	(1.1)	(1.4)	(1.4)
재무현금	(15.7)	(8.7)	(0.7)	(16.8)	(16.8)
차입금증가	(0.8)	6.9	15.2	0.0	0.0
자본증가	(15.7)	(15.6)	(16.0)	(16.8)	(16.8)
배당금지급	16.5	16.5	16.6	16.8	16.8
현금 증감	0.0	42.1	(217.6)	(195.6)	(199.3)
기초현금	85.4	86.1	128.2	(89.4)	(285.0)
기말현금	85.5	128.2	(89.4)	(285.0)	(484.3)
Gross Cash flow	129.8	140.8	183.7	235.1	297.4
Gross Investment	100.8	194.7	428.0	413.9	479.9
Free Cash Flow	29.0	(53.9)	(244.4)	(178.9)	(182.5)

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,130.0	1,333.6	1,477.8	1,665.7	2,003.1
증가율(%)	8.8	18.0	10.8	12.7	20.3
매출원가	989.8	1,174.2	1,295.7	1,453.3	1,729.1
매출총이익	140.2	159.5	182.1	212.5	274.0
판매 및 일반관리비	79.5	84.8	98.7	95.3	118.1
기타영업손익	0.0	(2.3)	8.5	0.0	0.0
영업이익	60.7	72.3	91.9	117.2	155.9
증가율(%)	(33.1)	19.1	27.0	27.6	33.0
EBITDA	113.1	136.9	145.8	252.8	323.5
증가율(%)	(19.2)	21.1	6.5	73.4	27.9
영업외손익	43.3	15.5	29.1	29.2	30.2
이자수익	18.2	12.6	2.5	13.5	14.5
이자비용	0.4	0.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	12.6	10.8	13.1	15.7	15.7
기타영업손익	13.0	(7.4)	13.6	0.0	0.0
세전순이익	104.0	87.8	121.0	146.5	186.1
증가율(%)	0.2	(15.6)	37.8	21.1	27.1
법인세비용	18.9	14.4	17.4	35.1	44.7
당기순이익	85.2	73.4	103.6	111.3	141.4
증가율(%)	(1.7)	(13.8)	41.1	7.4	27.1
지배주주지분	85.1	73.4	102.5	109.1	138.6
증가율(%)	(1.8)	(13.7)	39.6	6.4	27.1
비지배지분	(0.0)	(0.0)	1.1	2.2	2.8
EPS	3,299	2,846	3,973	4,228	5,372
증가율(%)	(1.8)	(13.7)	39.6	6.4	27.1
수정 EPS	3,299	2,846	3,973	4,228	5,372
증가율(%)	(1.8)	(13.7)	39.6	6.4	27.1

주요투자지표

(단위: 원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표					
EPS	3,299	2,846	3,973	4,228	5,372
BPS	40,623	42,198	45,798	49,462	54,294
DPS	650	650	650	650	650
밸류에이션(배)					
PER	25.1	21.4	17.5	16.5	13.0
PBR	2.0	1.4	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	17.0	10.5	13.2	8.4	7.2
배당수익률	0.8	1.1	0.9	0.9	0.9
PCR	16.5	11.2	9.8	7.6	6.0
수익성(%)					
영업이익률	5.4	5.4	6.2	7.0	7.8
EBITDA이익률	10.0	10.3	9.9	15.2	16.2
순이익률	7.5	5.5	7.0	6.7	7.1
ROE	8.9	6.9	9.1	9.1	10.6
ROIC	9.4	10.3	9.9	8.2	8.6
인정성(%)					
순차입금/자기자본	n/a	n/a	10.5	25.0	37.0
유동비율	354.2	253.6	160.4	83.1	45.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성(%)					
총자산회전율	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
매출채권회전율	6.9	6.7	5.9	5.9	6.1
재고자산회전율	7.5	7.5	8.1	9.1	9.3
매입채무회전율	9.2	8.7	8.2	8.8	9.1



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 종가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 종가대비 0%미만

