



화학업계의 불독(Bull-Dog) 황주원입니다.

(02)3770-5607

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr



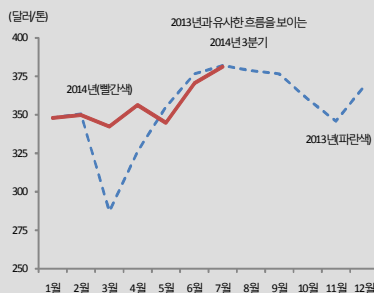
2014년 3분기 화학/정유 아이디어

‘제품가격→주가→실적회복’ 선순환 시작되다!

화학/정유 (OverWeight)

종목	투자의견	목표주가 (원)
[정유업체]		
SK 이노베이션	BUY (M)	150,000 (M)
S-Oil	BUY (M)	70,000 (D)
[석유화학업체]		
LG 화학	BUY (M)	340,000 (M)
롯데케미칼	BUY (M)	260,000 (M)
금호석유	Strong Buy (M)	160,000 (M)
한화케미칼	BUY (M)	26,000 (M)
코오롱인더	HOLD (M)	70,000 (M)
SKC	BUY (U)	40,000 (M)
휴켄스	BUY (M)	27,000 (D)
대한유화	BUY (M)	100,000 (M)
국도화학	BUY (M)	90,000 (M)

석유화학업체 평균 스프레드 동향



자료: 동양증권 리서치센터

【목 차】

- I. 결론 및 주요 화학/정유 업체 실적 요약 (2 ~ 3p)
- II. 2014년 2분기 정유/화학업체 실적 예상 특징 (4 ~ 5p)
- III. 2014년 3 ~ 4분기 투자 아이디어 (6 ~ 19p)
 - 1) 정유업체 Valuation과 펀더멘탈의 총동
 - 2) 중국 Manufacturing Season 진입으로 EG/TPA 개선
 - 3) 인도 Modi효과로 PVC 활로 모색
 - 4) ENSO로 천연고무 과잉공급 완화
 - 5) 태양광설치 집중으로 태양전지/LDPE 가격 개선 시도
- IV. 2014년 3분기 화학/정유업체 투자 전술 (20 ~ 22p)
 - 1) 제품가격 인상 모멘텀에 주목
- V. 2014년 3분기 추천종목 및 실적 Preview (23 ~ 75p)
 - 1) 금호석유, 롯데케미칼, 한화케미칼
 - 2) SK이노베이션, S-Oil, LG화학, 코오롱인더, SKC,



Why This Report

화학업체 여건을 살펴보면 올해 3분기는 좋았던 지난해와 유사한 것 같습니다. 긍정하겠습니다. 작년보다 낫습니다. 2013년에는 중국만이 미니경기부양을 진행했지만, 금년에는 중국, 인도, 인도네시아, 태국 등 동남아시아 대부분의 국가가 경기 회복을 최고의 정책목표로 내세우고 있으니깐요. 이것 때문인지, 9개월만에 처음으로 중국의 화학제품 실수요가 늘어나는게 느껴진다는 말을 대형 화학업체 관계자로부터 들었습니다. 지금 우리에게 필요한 것은 무엇일까요? 아마도, 문일지십(聞一知十)의 통찰력입니다. 2분기 안 좋은가. 그러면 나는 매수하겠다는 자신감은 답입니다.

Investment Point

2014년 2분기 주요 업체별 예상 실적 : 전반적 기대 이하 [1~5p]

- ▶ SK 이노베이션(주) : 예상매출액 15.8조원, 영업이익 △609억원(전분기 2,257억원), 지배주주순이익 1,341억원
- ▶ S-Oil(주) : 예상매출액 7.4조원, 영업이익 △393억원(전분기 469억원), 지배주주순이익 1,067억원
- ▶ LG 화학(주) : 예상매출액 5.8조원, 영업이익 3,841억원(전분기 3,621억원), 지배주주순이익 2,809억원
- ▶ 롯데케미칼(주) : 예상매출액 3.7조원, 영업이익 605억원(전분기 683억원), 지배주주순이익 258억원
- ▶ 한화케미칼(주) : 예상매출액 2.1조원, 영업이익 563억원(전분기 830억원), 지배주주순이익 270억원
- ▶ 금호석유(주) : 예상매출액 1.2조원, 영업이익 429억원(전분기 286억원), 지배주주순이익 326억원
- ▶ 코오롱인더(주) : 예상매출액 1.3조원, 영업이익 674억원(전분기 500억원), 지배주주순이익 574억원
- ▶ SKC(주) : 예상매출액 7,082억원, 영업이익 363억원(전분기 317억원), 지배주주순이익 226억원
- ▶ 휴켄스(주) : 예상매출액 1,705억원, 영업이익 113억원(전분기 191억원), 순이익 93억원
- ▶ 대한유화 : 예상매출액 5,397억원, 영업이익 110억원(전분기 166억원), 순이익 93억원
- ▶ 국도화학(주) : 예상매출액 2,493억원, 영업이익 127억원(전분기 102억원), 순이익 91억원

2014년 3분기 투자 아이디어 : EG/TPA/고무/PVC/태양전지 긍정적 [6 ~ 19p]

- 1) 정유업체 Valuation과 펀더멘탈의 총동 : 바닥권 PBR 에도, 정제마진 약화로 주가 혼조 불가피
- 2) 중국 Manufacturing Season 진입 : EG/TPA 제품 스프레드 평균 20% 이상 개선
- 3) 9월 몬순 이후 인도 Modi 부양 대책 기대 : 한국산 PVC 수출 환경 개선
- 4) ENSO(엘니뇨)로 동남아시아 강수량 감소 : 천연고무 생산 축소로 가격 회복 시작
- 5) 하반기 태양광설치 설치 집중 : 태양전지 및 LDPE 가격 반등의 계기

2014년 3분기 전술 및 매수 종목 : 화학제품 가격 반등 모멘텀으로 [20 ~ 47p]

- 1) 석유화학에 대한 비중확대 바람직 : 성수기, 중국/인도/동남아 경기부양대책으로 화학제품 구매수요 증가 중. 2013년 하반기와 같은 석유화학 랠리 가능
- 2) 화학제품 가격 상승, 실적 개선 업체에 집중 투자 바람직 : 천연고무, EG,PVC/태양전지 가격 인상이 기대됨. 반면, 업스트림 석화제품을 사용하는 특화기업은 원가 부담으로 작용 불가피
- 3) 관심종목 :
 - 금호석유 : 6월 중순부터 천연고무 및 합성고무가격 반등 중. 하반기 영업이익 120% 개선 가능
 - 롯데케미칼 : 6월부터 EG/TPA 급반등 중. 하반기 영업이익 100% 개선 가능
 - 한화케미칼 : 3분기 중반 태양전지 가격 반등 기대. 하반기 순이익 130% 개선 가능

3분기 석유화학 비중확대 시기. 중대형 화학업체로 집중...

- 3분기 특징 : 석화제품 실수요 및 가수요 발생. 고무, EG/TPA, PVC, 태양전지 반등
- 3분기 Top Picks : 분기 초 금호석유, 롯데케미칼(주), 분기 중반 한화케미칼(주)

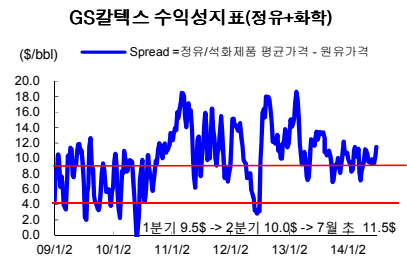
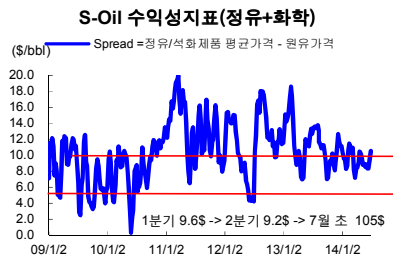
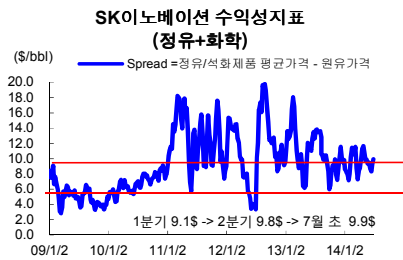
[요약] 2012~14년 주요 화학/에너지업체 분기 실적 추정치

구분	분기실적(억원)												연간실적(억원)		
	'12.1분기	'12.2분기	'12.3분기	'12.4분기	'13.1분기	'13.2분기	'13.3분기	'13.4분기	'14.1분기	'14.2분기	'14.3분기	'14.4분기	2012	2013	2014(단)
[에너지 및 석유정제 업체]															
SK이노베이션 매출액 Buy 영업이익 지배주주 순이익	188,343 7,380 6,500	188,781 -1,325 -2,390	184,580 8,835 5,074	171,600 2,104	181,082 6,959	168,526 3,949	158,582 3,161	158,505 -240	168,780 2,257	157,801 -609	157,670 2,738	183,464 2,905	733,300 16,994	666,695 13,829	667,715 7,291
TP 150,000원															
▶ 2014년 2분기 예상 영업손익 -609억원으로, 전분기 대비 적자 전환 우려. 정제마진 약세, 원/달러 환율하락, 장기보수 등으로 정제부문 영업손실 2,600억원 수준으로 크게 발생되기 때문 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 2,738억원으로, 전분기 대비 흑자전환 가능. 2분기 환율 하락으로 발생한 2,000억원 규모의 비용이 소멸될 것으로 예상되기 때문 ▶ 2014년 세후이익 예상치는 6,306으로, 전년대비 14% 감소															
S-Oil 매출액 Buy 영업이익 지배주주 순이익	90,360 3,770 3,159	87,978 -1,500 -1,652	85,028 5,197 4,565	83,867 352	80,137 3,269	69,747 999	81,258 252	80,445 -858	76,025 469	73,737 -393	74,040 881	76,866 1,377	347,233 7,818	311,587 3,662	300,667 2,335
TP 70,000원 (하향)															
▶ 2014년 2분기 예상 영업손익 △393억원으로, 전분기 대비 적자 전환. 원/달러 환율 하락 영향으로 정유부문 1,300억원 대 적자 우려. 중간배당 450원/주 예상 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 881억원으로, 전분기 대비 흑자 전환 가능. 전분기에 원/달러 환율 급락으로 발생한 일회성 비용 1,000억원이 소멸되기 때문 ▶ 2014년 세후이익 예상치는 2,445억원으로, 전년대비 15% 감소. 연간배당 1,330원/주 예상															
[NCC 보유 석화 업체]															
LG화학 매출액 Buy 영업이익 지배주주 순이익	57,531 4,467 3,754	59,965 4,993 3,766	58,335 6,003 4,527	56,808 3,640 2,899	57,206 4,089	59,172 5,152	58,651 5,162	56,406 3,163	56,728 3,621	58,803 3,841	61,594 4,792	59,094 3,760	232,630 19,103	231,435 17,429	236,220 16,015
TP 340,000원															
▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 3,841억원으로, 전분기 대비 소폭 개선. 석유화학 스프레드와 편광판 가동률, 2차전지 가동률 등이 회복됨. 그러나, 원/달러 환율 하락으로 600 ~ 700억원 영업이익이 줄어들 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 4,792억원으로, 전분기 대비 950억원 증가. 부진했던 합성고무와 PVC 개선으로 화학부문 실적 개선 가능. 중국 남경 편광판 1라인 양산시작으로 실적 기여 가능 ▶ 2014년 세후이익 예상치는 1조 2,323억원으로, 전년 수준에서 정체															
롯데케미칼 매출액 Buy 영업이익 지배주주 순이익	38,504 2,027 1,674	39,488 -477 -127	41,319 6,003 1,579	39,718 231	41,712 1,171	41,593 696	40,393 1,717	40,682 1,287	38,734 830	37,120 683	39,630 605	38,770 1,137	159,028 3,717	164,381 4,870	154,254 3,847
TP 260,000원															
▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 605억원으로, 전분기 대비 소폭 감소. EG/TPA/부타디엔 가격 약세가 이어졌기 때문. 본사 올레핀 및 아로마틱은 약세를 보였지만, PE/PP 생산하는 타이탄썬은 개선이 기대됨 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 1,422억원으로, 전분기 대비 개선 예상. 성수기에 접어들어 EG/TPA 가격이 20% 내외 상승 하면서 실적을 견인할 전망 ▶ 2014년 세후이익 예상치는 2,648원으로, 전년 대비 8% 감소															
한화케미칼 매출액 Buy 영업이익 지배주주 순이익	16,946 321 347	17,123 451 -127	17,710 403 413	17,843 -1,123 -337	17,797 -85	19,805 317	20,853 411	20,181 336	19,573 830	20,799 563	19,942 704	20,393 828	69,622 52	78,635 979	80,707 2,925
TP 26,000원															
▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 563억원으로 전분기 대비 감소. LDPE 가격 하락 및 폴리실리온 장기보수로 300억원 정도 이익이 축소될 전망 ▶ 2014년 3분기 예상 영업손익 704억원으로 전분기 대비 회복 가능. PE/PVC 등 유휴부문 가격 상승 효과와 전분기 장기보수 비용 소멸로 실적 회복. 영업외항목에서는 자회사 처분이익 850억원 정도 기대 ▶ 2014년 세후이익 예상치는 1,565원으로, 전년 82억원 대비 큰 폭 회복 기대															
대한유화 매출액 Buy 영업이익 지배주주 순이익	5,418 52 52	5,080 -39 -74	5,273 22 3	5,059 -82 -103	4,966 95	5,469 113	4,672 116	4,553 -144	5,236 166	5,397 110	5,566 187	5,461 123	20,829 -48	19,660 180	21,660 586
TP 100,000원															
▶ 2014년 2분기 예상 영업이익은 110억원으로, 전분기 대비 감소 예상. PE/PP 스프레드는 강세가 이어졌지만, C4 부진 때문. 특히, 1분기에 비해 고가진의 에틸렌 직접 외부판매량이 감소함 ▶ 2014년 3분기 예상 영업손익은 187억원으로, 전분기 대비 회복. PT/PP 성수기로 가격강세가 이어지고 있기 때문. 특히, 2분기에 부진했던 벤젠과 C4가격이 회복되는 것도 긍정적 ▶ 2014년 세후이익 예상치는 469억원으로, 전년대비 8% 증가 예상															
[NCC 미보유 다운스트림 석화업체]															
금호석화 매출액 Strong Buy 영업이익 지배주주 순이익	16,226 1,219 1,016	15,840 262 89	14,317 452 406	12,454 306 -215	14,170 779	13,834 756	11,921 -15	11,396 -177	12,416 286	12,008 429	12,942 754	12,929 873	58,837 2,238	51,321 1,343	50,296 2,341
TP 160,000원															
▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 429억원으로, 전분기 대비 소폭 증가. 합성고무 만 부진한 가운데, 합성수지/발진소/금호피엔비화학주 모두 실적 개선 ▶ 2014년 3분기 예상 영업손익 754억원으로, 전분기 대비 추가 개선 기대. 발진소 및 합성수지 강세 지속. 합성고무 및 금호피엔비화학주 흑자전환 예상 ▶ 2014년 세후이익 예상치는 1,547억원으로, 전년 △123억원 대비 흑자 전환															
SKC 매출액 Buy 영업이익 지배주주 순이익	5,984 255 237	6,769 447 309	6,666 432 296	6,872 313 -182	5,602 238	6,319 307	6,845 364	7,648 331	6,675 317	7,082 363	7,623 404	7,974 385	26,292 1,447	26,414 1,240	29,354 1,496
TP 40,000원															
▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 363억원으로, 전분기 대비 개선. 화학부문 호황속에 필름 판매량 회복. 계열사는 소폭 흑자 예상 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 404원으로, 전분기 대비 개선. PO/PPG 및 필름부문 이익은 정체되는 반면, SK 테일레스수지 성수기 진입으로 자회사 실적 소폭 회복 기대 ▶ 2014년 세후이익 예상치는 705억원으로, 전년대비 24% 개선															
코오롱인더 매출액 Hold 영업이익 지배주주 순이익	13,309 859 718	13,523 976 549	12,151 494 228	14,147 611	12,683 488	13,279 767	12,400 372	14,253 689	13,130 500	12,925 674	13,029 488	15,291 832	53,130 2,940	52,615 2,316	54,376 2,494
TP 70,000원															
▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 674억원으로, 전분기 대비 증가. 패션, 석유수지 화학부문 이익 견조한 상황에서 산업자재 성수기 진입 효과 때문. 다만, 필름부문은 실적 부진 지속 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 488억원으로, 전분기 대비 감소. 패션부문 계절 비수기 영향 때문. 석유수지는 3만톤 신규설비 가동으로 회복. 산업자재 설비는 풀 가동 예상 ▶ 2014년 세후이익 예상치는 1,970억원으로, 전년대비 77% 개선 예상. 2014년 4월 듀폰주과의 합소상 승수로, 1심 재판결전까지 분기당 100억원 내외의 충당금결정 부담이 없어짐															
윙스 매출액 Buy 영업이익 지배주주 순이익	1,477 147 112	1,585 221 178	1,871 170 125	2,133 127 107	2,089 131	1,891 170	2,122 177	1,855 119	1,915 190	1,705 113	1,769 125	1,753 97	7,066 665	7,957 597	7,141 526
TP 27,000원 (하향)															
▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 113억원으로, 전분기 대비 급감. 거래처인 KPX 화인케미칼주 가동률 전면 중단 영향으로 DNT 판매가 부진했기 때문 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 125억원으로, 전분기 수준에서 큰 변화 없을 전망. KPX 화인케미칼주의 전면 공장 가동 중단 영향이 3분기에도 이어지기 때문 ▶ 2014년 세후이익 예상치는 460억원으로, 전년 대비 15% 감소. DNT 가동률 회복 노력이 지연되고 있음															
국도화학 매출액 Buy 영업이익 지배주주 순이익	1,663 108 88	1,572 120 108.56	1,522 65 55.34	1,447 39 44.34	2,229 106	2,419 139	2,328 109	2,143 51	2,450 102	2,493 127	2,869 153	3,011 139	6,204 332	9,119 405	10,822 521
TP 90,000원															
▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 127억원으로, 전분기 대비 회복. 주력제품인 에폭시 가동률 70% 초반으로 회복. 다만, 국내 BPA 업체의 가격인상 압력으로 원료비 부담이 발생됨 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 153억원으로, 전분기 대비 증가. 6월부터 BPA 및 에폭시 국제가격 인상되면서 3분기 판매가격 회복이 가능할 전망 ▶ 2014년 세후이익 예상치는 389억원으로, 전년 대비 36% 증가 예상. 2014년 하반기 ~ 2015년 상반기 방수용 에폭시 특수기 진입															

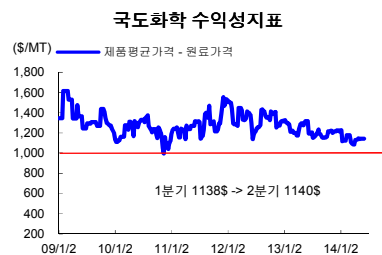
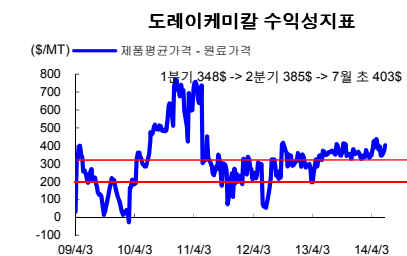
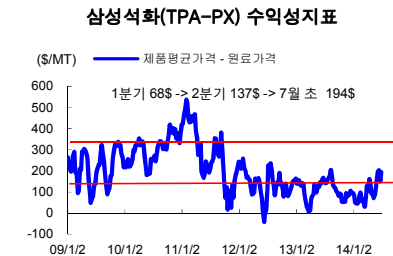
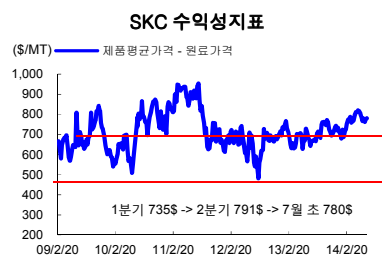
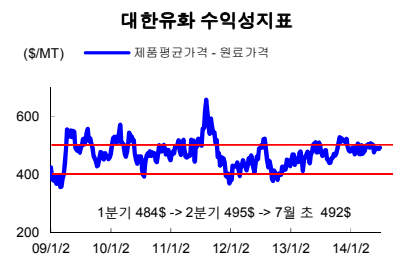
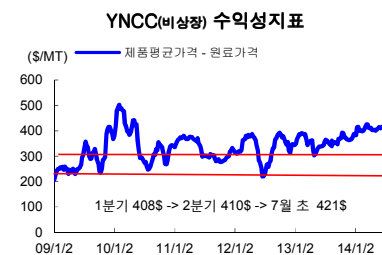
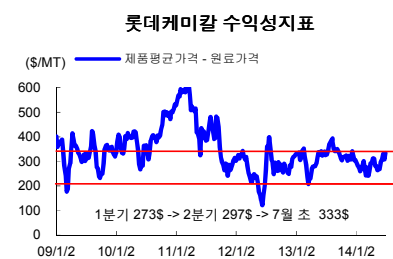
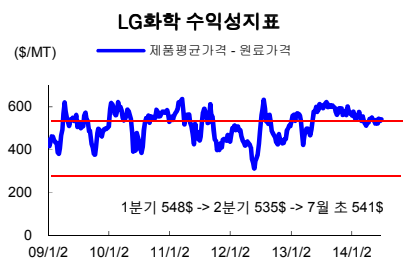
자료: 동양증권 리서치센터

[요약2] 주요 화학/에너지업체별 제품 1단위당 마진 추이

석유정제업체 수익성지표(Refining 마진) 추이



석유화학업체 수익성지표(Cash 마진) 추이



자료: 동양증권 리서치센터

I. 2014년 2분기 실적 Preview : 실망

(1) 정유업체 예상 실적 특징 : 영업이익 급감 vs 순이익 개선

[2분기 특징] ① 정제마진 Flat, ② PX 부진, ③ 원/달러 환율 하락 충격

복합정제마진 8.0\$로, 전분기
7.4\$ 대비 0.6\$ 상승

1) 국내 정유 3사의 1배럴당 복합정제마진(원유도입 시차 반영 후)은 1분기 7.4\$에서 2분기 8.0\$로 소폭 개선되었다. 그러나, 가장 판매량이 가장 많은 경유 마진이 1분기 18.0\$에서 2분기 16.3\$로 떨어지면서 부담을 주고 있다. [그림1/표1]

PX 스프레드, 1분기 124\$에서
2분기 20\$로 추락

2) 정유사의 대표 석화제품인 PX의 1톤당 스프레드는 1분기 124\$에서 2분기 20\$로 추락했다. 한국, 싱가포르 등 대규모 아시아 신규증설에 대한 부담이 크게 작용했기 때문이다.

원/달러 환율하락으로
2,000억원 내외의 영업이익 감소

3) 원/달러 평균 환율하락(1분기 평균 1,065원/달러 → 2분기 1,030원/달러)으로 영업비용이 추가로 발생되었다. 원유 도입시 결제하는 시기와 석유제품을 생산해서 판매하는 시기의 차이 때문에 발생하는 것이다. 이번 환율하락으로 SK 이노베이션(주) △2,000억원, GS 칼텍스(주) △1,800억원, S-Oil(주) 1,500억원의 영업이익 감소 효과가 우려된다.

다만, 분기초/말 환율 급락(1분기 말 1,065원/달러 → 2분기 말 1,013원/달러)으로, 순외화부채에 대한 영업외항목의 외환이익이 크게 발생된다. 평균 35억 달러의 순외화부채를 가지고 있는 국내 정유 3사는 1,700 ~ 1,900억원의 외환이익이 추정된다.

[2분기 정유업체 예상 실적] 영업손익 적자 전환, 순이익 증익

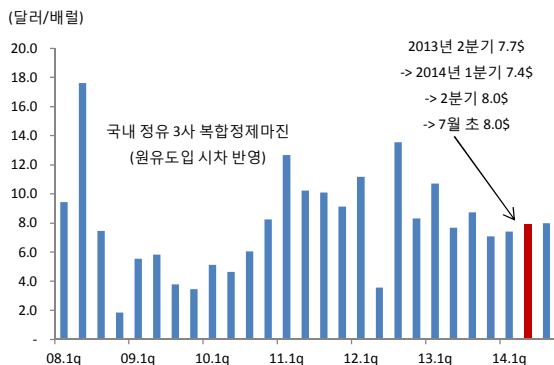
SK 이노베이션(주) 지배주주
순이익 1,341억원 예상
(전분기 817억원)

SK 이노베이션(주) 예상 실적은 ‘매출액 15.8조원(전분기 16.9조원), 영업손익 △609억원(전분기 2,257억원), 지배주주 순이익 1,341억원(전분기 817억원)’ 등이다. 상업정제설비 5호기와 고도화설비 1호기 정기보수로 인해, 추가적으로 1,500억원 규모의 추가비용이 발생된 것으로 보인다.

S-Oil(주) 지배주주 순이익
1,067억원 예상
(전분기 254억원)

S-Oil(주) 예상 실적은 ‘매출액 7.4조원(전분기 7.6조원), 영업손익 △393억원(전분기 469억원), 지배주주 순이익 1,067억원(전분기 254억원)’ 등이다.

그림 1. 국내 정유사의 분기별 복합정제마진 추이 :



자료: 동양증권 리서치센터

표 1. 석유제품별 정제마진(=각 제품가격 - Dubai 원유가격)

시 기	휘발유	등유	경유	B/C유	나프타
용 도	자동차연료	항공유	자동차연료	화학발전	석유화학
2012년 1분기	17.3	15.8	16.4	-0.5	-4.4
2분기	17.7	16.0	15.4	-1.1	-8.7
3분기	19.7	20.4	19.5	-2.2	-6.4
4분기	16.3	19.6	17.9	-8.6	-4.5
2013년 1분기	20.8	21.3	20.2	-7.5	-2.8
2분기	17.3	15.0	16.4	-3.7	-8.0
3분기	12.5	17.0	17.6	-12.7	-5.8
4분기	9.3	17.4	18.0	-12.6	-2.8
2013년 1분기	14.5	17.2	18.0	-10.7	-1.3
2분기	16.0	14.4	16.3	-12.8	-1.0
7월 초	17.1	13.1	13.4	-14.3	-2.4

자료: 동양증권 리서치센터

(2) 화학업체 예상 실적 특징 : Up Stream 부진 vs Down Stream 개선

[2분기 특징] ① 석화마진 혼조, ② 원/달러 환율 하락

한국 11개 석유화학업체
Cash 마진 357\$로, 전분기 대비
5\$ 소폭 회복

원/달러 환율하락으로
200 ~ 600억원 규모의 영업이익
감소

1) 국내 11개 석유화학업체의 제품 1톤당 스프레드 평균치는 1분기 348\$에서 2분기 357\$로 소폭 개선되었다. 제품별로는 혼란스런 모습을 보였다. HDPE/ABS 등은 강세를 유지한 반면, 화학섬유 관련 체인 원료인 EG/PX 등은 하락세가 두드러졌다. [그림1/표1]

2) 정유사와 마찬가지로 원/달러 평균 환율하락(1분기 평균 1,065원/달러 → 2분기 1,030원/달러)으로 영업비용이 추가로 발생되었다. 주로 원료를 해외에서 대규모로 구매하는 Upstream 업체에 부담으로 작용했다. 예를 들어, LG 화학(주), 롯데케미칼(주) 등은 각각 600억원과 300억원 규모의 영업이익 축소 원인이 된 것으로 보인다.

[2분기 석유화학업체 예상 실적] 다운스트림 이익 증가, 업스트림 부진

SKC(주), 코오롱인더(주), 금호석유(주)
등은 증익

특화제품을 생산하는 Specialty 생산업체는 2분기 실적 개선이 가능하다. 필름 및 우레탄 원료전문 생산업체인 SKC(주)의 예상 영업이익 규모는 363억원으로, 전분기 317억원 대비 15% 증가할 전망이다. 패션, 석유수지, 자동차 소재에 집중되어 있는 코오롱인더(주)의 예상 영업이익은 674억원으로, 전분기 500억원을 상회할 수 있다. 발전소와 ABS 호조로 금호석유(주) 예상 영업이익은 429억원으로, 전분기 286억원보다 증가할 것으로 보인다.

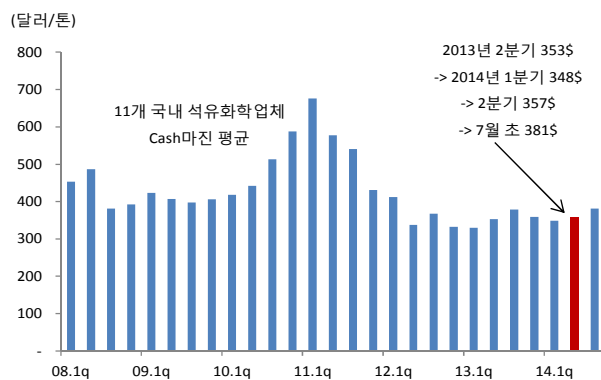
롯데케미칼(주), 대한유화(주),
한화케미칼(주) 등은 감익

반면, 기초 석유화학제품을 주로 생산하는 업체의 실적은 부진하다. EG/TPA 약세에 노출되었던 롯데케미칼(주) 예상 영업이익은 605억원으로 전분기 683억원 대비 추가로 감소할 전망이다. PE/PP에 집중되어 있는 대한유화(주) 예상 영업이익도 110억원으로 전분기 166억원 대비 크게 감소할 것으로 보인다. 한화케미칼(주)의 예상 영업이익은 563억원으로 전분기 830억원에서 30% 이상 감익될 전망이다. 폴리실리콘 정기보수로 실적감소가 크다.

LG 화학(주)은 소폭 증익이
예상되지만, 기대에 미달

국내 대표화학업체인 LG 화학(주)의 예상 영업이익은 3,841억원으로, 전분기 3,621억원 대비 소폭 개선이 예상된다. 정보소재 성수기 효과 때문이다. 다만, 원/달러 환율 하락 영향으로 영업실적 회복 폭이 기대에 못 미치는 수준이다.

그림 2. 국내 11개 석유화학업체 분기별 Cash 마진



자료: 동양증권 리서치센터

표 2. 주요 석유화학제품별 Cash 마진(=각 제품가격 - 전단계 원료가격)

시 기	DPE	ABS	EG	PX	PVC
	범 소재	IT외장재	섬유소재	섬유소재	건축소재
2012년 1분기	386	324	420	359	396
2분기	354	182	296	163	339
3분기	468	413	459	378	431
4분기	401	295	476	373	329
2013년 1분기	488	268	490	388	380
2분기	532	234	415	319	400
3분기	558	289	486	300	42
4분기	592	219	427	223	350
2014년 1분기	577	258	342	124	346
2분기	635	294	330	20	342
7월 초	629	360	397	121	358

HDPE = HDPE-나프타

ABS = ABS - (0.7*부타디엔+0.15*AN+0.15*SM)

EG = EG - 0.65*나프타

PX = PX - 1.25*나프타

PVC = PVC - 0.5*에틸렌

자료: 동양증권 리서치센터

II. 2014년 3분기 투자 아이디어 : 제품가격 모멘텀으로

2014년 3분기에는 5가지 화학제품가격 변화에 주목해야 한다. 1) 휘발유, 벙크유 등 정유제품 회복을 기대하기 힘들 반면, 2) 중국의 Manufacturing Season 진입으로 EG 등 석유제품 가격 강세는 이어질 전망이다. 3) 인도의 경기부양 의지로부터 PVC 회복 가능성을 점쳐볼 수 있다. 4) ENSO는 2.5년 동안 부진했던 천연고무와 합성고무 가격 반등을 이끌 수 있다. 5) 태양전지 설치량 집중으로 모듈가격 반등도 기대해 볼 만 한다.

(1) 정유업체 Valuation 과 펀더멘탈의 충돌

2014년 하반기, 정유주 주가 약세
등락 반복

2014년 하반기 정유업체의 투자매력 특징을 한마디로 표현하면 ‘Valuation(주가 평가)과 펀더멘탈(업계 동향)의 충돌’ 이 될 것이다. [표3]에서 정리했듯이, 기업 실적 대비 주가 수준이 바닥권에 도달하면서 저가매력이 지속적으로 지적되었지만, 국내 정유업을 둘러싼 위험요인은 상반기 대비 나아지기 힘들 것으로 보이기 때문이다. 정유주 주가는 박스권 등락 흐름이 이어질 수 밖에 없다.

정유주 주가 Valuation은 글로벌
정유사 기준 역사적인 바닥권 수준에
근접

먼저, Valuation 을 살펴보자. [표4]는 1997년부터 2013년 동안 글로벌 주요 정유사의 PBR(주가/순자산 배율) 흐름을 조사했다. 17년 동안 각 대륙 주요 정유사의 최저 PBR 을 계산한 후 이를 평균해 보면, 0.57배라는 결과를 얻을 수 있다. 가장 보수적인 Valuation 이 될 것이다. 이를 SK 이노베이션(주)의 주당순자산 원에 곱해서 바닥권 주가를 계산하면, 9 ~ 10만원 수준이다. 2014년 6월 11만원 주가는 바닥권 수준에 근접했음을 알 수 있다.

내수 성장이 정체된 유럽 정유사의
Devaluation 과정은 참고할만함

이 과정 중에서 참고 할만한 정보가 있다. 석유제품이 성숙단계에 접어든 유럽/일본 정유사와 석유제품 수요성장세가 이어지고 있는 미국의 PBR 흐름이다. 2010년 이후 평균 PBR 을 살펴보면, 미국정유사의 평균치는 1.5배로 유럽 1.0배와 일본 0.7배에 비해 0.5p 와 0.8p 높게 나타나고 있다. 특히, [그림3]에 나타나듯이, 유럽 정유사의 PBR 지표는 2010년을 기점으로 미국 정유사 보다 낮게 형성되기 시작했다. 수요정체가 진행되는 동시에 유럽산 Brent 원유가격이 미국의 WTI 가격 보다 높게 형성되면서 유럽정유사의 원가경쟁력이 떨어졌기 때문이다. Dubai 원유가격 강세와 국내 수요 성장 정체 상황에 놓여있는 국내 정유사의 기대치를 고려하는데 도움이 될 것이다.

표3. 국내 정유사 주가 약세 배경

위험 인자	주요 내용	2014년 하반기 동향
글로벌 상황	▷글로벌 석유제품 수요 성장세 약세 지속 *GDP성장률 대비 석유제품 수요탄력도 둔화 ▷연료유 품질기준 강화로, 대체에너지 사용비율 확대시도가 지속되고 있음	▷글로벌 경기 회복이 더디게 진행됨에 따라 석유제품 수요도 점진적 회복 ▷전기차 및 선박용 듀얼엔진 채용 등 에너지 효율을 높이는 수송수단 도입 증가 계획 확대
원가 경쟁력약화	▷중동산 원유 도입시에 적용되는 프리미엄(OSP) 강세로, 원료비 부담 증가 *OSP 동향 : 2010년 △0.1\$/배럴 → 2013년 2.5\$/배럴 → 2014년 1~6월 2.3\$/배럴	▷중동 리스크 지속으로 인해, OSP 프리미엄 강세는 이어질 전망이다 *4분 예는 4\$/배럴까지 상승
국내 규제강화	▷정유설비 추가 경쟁 도입(삼성토탈주에 정유업 허가) ▷국내 판매 주유소 경쟁 강화(알뜰주유소 등 도입)	▷국내 규제 지속
개별기업 위험	▷2014년 SK이노베이션(주), 삼성토탈(주) 신규설비 증설이 집중 → 가동시기에 PX 시황이 급격히 악화 → 투자자산결정 효율성에 대한 문 부각 ▷S-Oil(주)의 고도화설비 및 PP 등 추가 증설 검토 → 적절성 의문이 부각됨	▷글로벌 PX 공급과잉 심화 예상

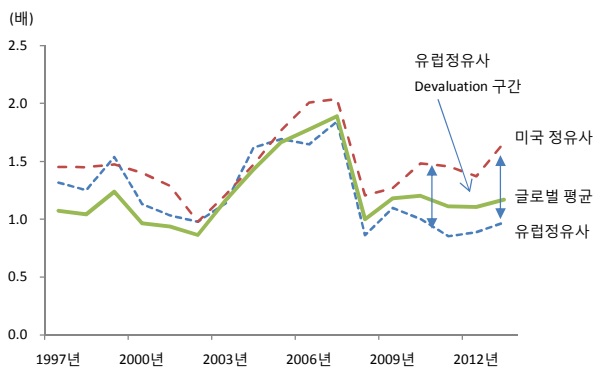
자료: 동양증권 리서치센터

표 4. 글로벌 정유사 역사적인 PBR 추이 : 바닥권 PBR 평균치 0.57 배

지 역	정유사	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	최저치
		배	배	배	배	배	배	배	배	배	배	배	배	배	배	배	배	배	배
유럽	BP	1.7	2.0	2.6	1.5	1.6	1.4	1.5	1.8	1.8	1.8	1.8	1.2	1.5	1.2	1.1	1.0	1.1	1.0
	ENI	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2	1.4	1.5	1.5	1.0	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
	Helleninc		1.0	2.2	1.2	0.8	0.6	0.7	0.8	1.1	1.0	1.0	0.5	0.8	0.7	0.7	0.9	1.1	0.5
	ML	1.5	1.5	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.5	1.7	1.7	2.7	0.7	1.2	1.3	0.9	1.0	0.9	0.7
	OMV	1.0	0.6	0.7	0.5	0.6	0.7	0.9	1.6	2.6	1.7	1.8	0.6	0.9	0.9	0.6	0.7	0.9	0.5
	PKN Orlen	1.2	1.3	1.3	0.8	0.8	0.7	0.9	1.1	1.2	1.3	1.1	0.7	0.9	0.9	1.0	0.7	0.9	0.6
	Repsol	1.2	1.3	1.3	0.8	0.8	0.7	0.9	1.1	1.2	1.3	1.1	0.7	0.9	0.9	1.0	0.7	0.9	0.7
	Shell				1.2	1.0	0.9	0.9	2.7	1.5	1.5	1.5	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	0.9
	Total	1.3	1.2	1.8	1.8	1.6	1.6	2.3	2.7	2.4	2.9	3.1	1.8	2.1	1.6	1.5	1.6	1.9	1.2
	평균	1.3	1.3	1.5	1.1	1.0	1.0	1.1	1.6	1.7	1.7	1.8	0.8	1.1	1.0	0.9	0.9	1.0	0.7
북미	Chevron	1.7	1.9	2.0	1.7	.9	1.6	1.8	1.8	1.5	1.8	2.0	1.4	1.	1.6	1.6	1.5	1.6	1.4
	Conoco	1.4	1.3	1.5	1.2	0.9	0.6	0.7	0.8	0.	0.	0.9	0.9	0.8	0.9	1.0	1.4	1.	0.6
	Exxon	2.4	2.9	3.2	3.1	2.7	2.4	2.4	2.6	2.6	3.2	3.5	3.1	2.6	2.3	2.4	2.3	2.5	2.3
	Hollyfrontier								1.9	3.3	4.5	3.3	1.3	1.7	2.5	0.8	1.4	1.6	0.8
	Marathon	1.0	0.9	0.7	0.5	0.8	0.6	0.8	0.8	1.0	1.1	1.2	0.5	0.6	0.6	1.1	1.2	1.3	0.5
	Sunoco						0.7	1.1	1.3	1.2	1.6	1.7	1.5	1.9	2.5	3.2	0.8	1.2	0.7
	Tesoro	1.1	0.9	0.7	0.6	0.7	0.3	0.9	1.5	2.1	1.6	2.0	0.5	0.6	0.8	0.9	1.4	1.8	0.3
	Valero	1.1	0.8	0.8	1.1	0.7	0.7	0.8	1.2	1.7	1.3	1.6	0.6	0.5	0.8	0.6	0.9	1.4	0.5
	평균	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	1.0	1.2	1.5	1.8	2.0	2.0	1.2	1.3	1.5	1.5	1.4	1.7	0.8
아시아	Cosmo Oil	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.8	1.4	0.9	0.7	0.5	0.5	0.7	0.5	.5	0.7	0.4
	India Oil							0.8	2.1	2.0	1.5	2.2	1.0	1.4	1.4	1.0	1.1	0.8	0.8
	Iemitsu Kosan	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.8	1.4	0.9	0.7	0.5	0.5	0.7	0.5	0.5	0.7	0.4
	Nippon Oil	0.5	0.6	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	1.1	1.3	0.9	1.0	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5
	Petrochina				0.5	0.5	0.6	1.5	1.2	1.7	2.5	2.5	1.1	1.5	1.5	1.3	1.4	1.1	0.5
	Sinopec				0.5	0.4	0.5	1.3	1.1	1.2	1.8	2.4	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	0.4
	SK	0.6	0.7	0.8	0.4	0.4	0.4	1.9	1.2	1.2	1.2	0.9	1.3	1.2	1.1	1.2	1.1	0.7	0.4
	S-Oil	0.4	1.3	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0	2.3	2.3	2.5	2.3	2.1	1.6	2.4	2.2	2.3	1.3	0.4
	평균	0.5	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	1.2	1.3	1.5	1.5	1.6	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	0.9	0.3
기타	Gazprom Neft			0.2	0.1	0.3	1.0	1.4	1.5	1.5	1.5	2.1	0.6	1.3	0.9	0.8	0.7	0.7	0.1
	Lukoil			2.2	0.6	0.5	0.6	14.0	1.0	1.4	1.7	1.7	0.4	0.7	0.6	.5	0.7	0.6	0.4
	Rosneft										4.0	3.8	0.8	1.5	1.1	0.9	1.1	0.9	0.8
	Petrobras	0.7	0.4	14.5	1.0	1.1	0.9	1.1	1.2	1.5	1.7	2.5	1.1	1.6	1.0	0.8	0.7	0.6	0.4
	Sasol	1.4	0.6	1.2	1.0	1.8	1.3	1.2	1.7	2.6	2.6	2.7	2.0	2.0	2.1	2.2	1.8	2.3	0.6
	평균	1.0	0.5	1.2	0.7	0.9	0.9	1.2	1.3	1.7	2.3	2.5	1.0	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0	0.4
평균		1.1	1.1	1.3	1.0	1.0	0.9	1.2	1.5	1.7	1.8	2.0	1.0	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2	0.57

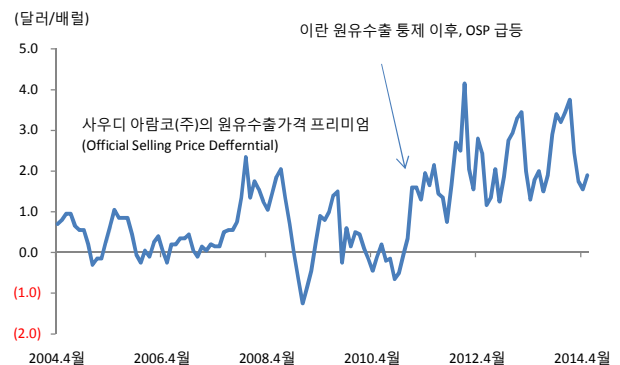
자료: Bloomberg

그림 3. 유럽, 미국 정유사 PBR 추이 : 2010 년부터 유럽 정유사 Devaluation



자료: 동양증권 리서치센터

그림 4. Dubai 원유 프리미엄(OSP) 동향 : 국내 정유사의 원가경쟁력 저하 요인



자료: 동양증권 리서치센터

정유주 Devaluation 배경
4가지(수요약세, 원가경쟁력 약화,
국내 규제 리스크, 투자효율성에 대한
의문)는 하반기에도 큰 변화가 없음

2014년 인도네시아 휘발유, 경유
수입 보조금 8% 내외 삭감

2015년 1월, 선박연료 품질기준
강화를 앞두고 벙크유 구매 위축 현상
지속

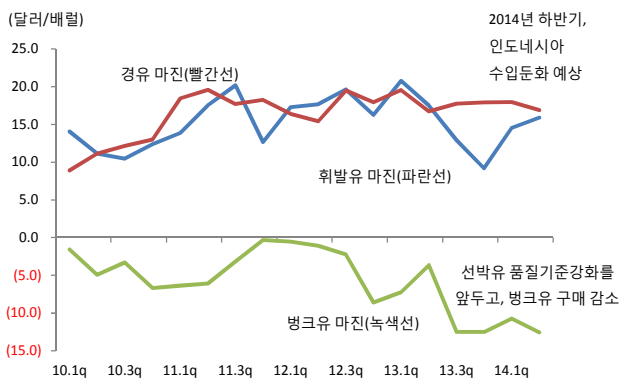
반면, 2014년 상반기 국내 정유업체 주가를 압박했던 4가지 위험인자는 하반기에도 큰 변화가 없을 것으로 판단된다. 먼저, 정유사 주가 약세 배경을 살펴보자.

첫째, 수요시황 악화이다. 2014년 상반기 글로벌 석유제품 일일 수요량은 9,091만배로, 전년 동기 대비 1.5% 성장한 것으로 추산된다. 같은 기간 글로벌 GDP 성장율은 2.8% 수준으로, 석유제품 수요 탄력도는 0.53배 수준이다. 하반기 글로벌 GDP 성장율은 2.8 ~ 3.0% 수준으로 상반기와 큰 변화가 없을 것으로 예상되고 있다. 석유제품 수요증가율은 1.3 ~ 1.5% 수준에서 정체될 것으로 보인다. 하반기 극적인 수요회복에 의한 정제마진 개선을 기대하기 힘들다는 뜻이다.

특히, 동남아시아에서 휘발유 수입이 가장 많은 인도네시아의 하반기 수입수요 상황이 녹록하지 않다. 인도네시아는 석유제품 일정물량에 대해 보조금을 지원하고 있다. 그런데, 2013년 하반기부터 시작된 통화가치 하락과 예산부족을 이유로, 2014년 석유제품 보조금 규모 축소를 발표했다. 구체적으로, 보조금 대상이 되는 휘발유 규모를 기존 3,234만kl에서 2,943만kl로 8.9% 정도 축소했다. 디젤의 경우에도 보조금 대상규모를 1,463만kl에서 1,567만kl로 줄여 잡았다. 하반기 아시아지역의 휘발유와 디젤 제품의 정제마진 급등을 기대하기 힘든 이유이다.[그림5]

더구나, 선박용 연료로 사용되는 벙크유는 구조적인 변화에 직면해 있다. [표5]에 요약한 것처럼 2015년 1월 1일 부터 북미, 발틱 및 북해 연근해에서 200마일 이상 항해하는 선박의 경우 연료에 포함되는 황함유량에 대한 규제가 강화된다. 지금까지는 벙크유에 포함되는 황함유량이 1%가 허용되었지만, 2015년 부터 0.1%로 좀더 깨끗한 연료를 사용해야 한다. 해상 수송수단에 대한 환경 규제 강화 차원에서 진행되는 것이다. 그런데, 연말까지 선박회사들은 1% 황이 포함된 벙크유 구매를 꺼리는 것은 당연하다. 선박회사는 자신들이 보유하고 있는 고유황 연료를 소진시키기 위해 불가피한 선택이기 때문이다. 정유사 입장에서 난감한 상황이 벌어질 수 밖에 없다. 벙크유 판매 부진으로 정제마진이 위축되기 때문이다. 최소한 2014년 10월 정도까지 벌어질 일이다.

그림 5. 휘발유, 경유, 벙크유 정제마진 추이



자료: 동양증권 리서치센터

표 5. 해상 수송 연료에 대한 환경규제 강화

규제대상 지역(ECA) 이외의 황유량 규제	규제대상지역(ECA)의 황함량 규제
2012년 1월 1일 이전까지 4.5%	2010년 7월 1일 이전까지 1.5%
2012년 1월 1일 이후 3.3%	2010년 7월 1일 이후 1.0%
2020년 1월 1일 이후 0.5%	2015년 1월 1일 이후 0.1%

주 : ECA(Emission Control Areas : 규제대상지역)은 북해, 발틱해, 북미지역 연근해를 200마일 이상 운행하는 모든 선박이 대상이 됨

자료: IMO(International

중동산 원유 구입시 지불하는 OSP는
국내 정유사에 원가부담

둘째, 원가 경쟁력 약화이다. 한국 정유사는 중동으로부터 70 ~ 75% 원유를 수입하고 있다. 도입가격은 ‘Dubai 기준 원유가격 + OSP 프리미엄’으로 결정된다. [그림4]에 나타나듯이, 2012년부터 OSP(Official Selling Price) 프리미엄 상승세가 이어지고 있다. 그전까지만 하더라도, 연평균 OSP는 $\pm 1.0\$$ 이었던 반면, 2012년부터 겨울철에 4.0\$를 넘어서고 있다. 예를 들어, Dubai 원유가격이 100\$ 일 경우에 국내 정유사가 도입하는 원유가격은 106\$(= Dubai 100\$ + OSP 프리미엄 4\$ + 원유수송비 2\$) 정도라는 뜻이다. 국내 정유사에 실적 압박요인이 분명하다.

OSP 프리미엄 상승 배경은 중동의 지정학적 위험 증가를 지적할 수 있다. 이란, 이라크, 리비아, 시리아, 이집트 등의 정치적 이유로 중동산 원유 구입이 어려워지자, 사우디아라비아, 오만 등 중동 OPEC 국가는 Dubai 가격에 프리미엄을 요구하고 있는 것이다. 2014년 중반 이라크 내전이 확대되면서, 다시금 중동지역 지정학적 위험이 높아지고 있다. 내전이 항상 그렇듯이, 단기간에 완전히 해결되기 힘들 것으로 보인다. 하반기에도 국내 정유사의 OSP 부담에는 큰 변화가 없다는 뜻이다.

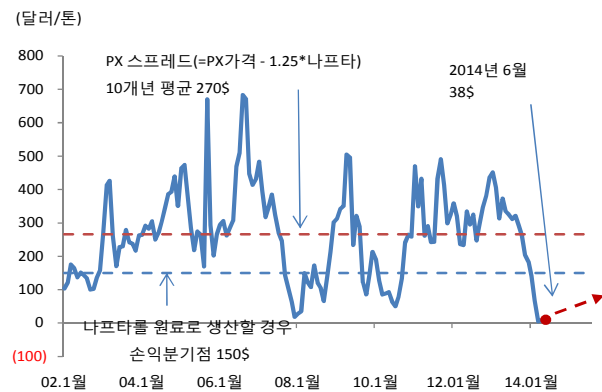
셋째, 국내 규제 리스크이다. 한국 정부는 정제사업에 대한 경쟁과 석유판매점(주유소)에 대한 경쟁을 강화시키고 있다. 국내 휘발유 등 석유제품 판매가격을 합리적으로 유도하기 위한 목적이다. 이를 위해서, 삼성토탈(주)에 정유사업을 인가했으며, 주유소에 대해서는 알뜰주유소를 등장시켰다. 뿐만 아니라, 주간단위로 주유소판매가격을 공공기관에 보고하게끔 유도하고 있다. 정유사 입장에서 내수시장에서 정제마진 확대가 쉽지 않다는 뜻이다. 하반기에도 이런 규제는 이어질 것이다.

글로벌 PX 신규증설은 2014년
하반기와 2015년 2분기에 집중

넷째, 개별 기업의 투자 의사 결정 효율성에 대한 의문이다. 문제의 발단은 석유화학제품인 PX 증설부터이다. [표6]에 나타나듯이, 2014년 국내에는 삼성토탈(주) 100만톤과 SK 계열사 230만톤 가동이 대기하고 있다. 아시아에서는 인도 ONGC(주) 90만톤, 사우디 SATORP(주) 70만톤, 싱가포르 Julong Aromatics(주) 80만톤 등이 하반기에 생산한다. 더구나, 2015년 2분기에 다시 증설이 집중된다. 인도 Reliance(주) 230만톤, IOC(주) 37만톤, 중국의 Sinochem(주) 30만톤 등이 가동된다.

[그림6]에 나타나듯이, 2014년 상반기에 PX 마진은 손익분기점 수준 이하로 낮아졌다. 새 설비를 돌리더라도, 이익이 날 수 없는 과잉투자가 이루어진 것이다. 앞서 언급한 2014년 신규설비 가동이 대부분 하반기에 집중되어 있다는 점을 감안하면, 상반기에 이어 하반기에도 PX 투자 시기 조절 실패에 따른 부담이 이어질 수 밖에 없다.

그림 6. PX 스프레드(=PX- 1.25*나프타) : 가히 충격수준의 마진 위축



자료: 동양증권 리서치센터

표 6. 글로벌 PX 신규 증설 계획 : 2014년 하반기와 2015년 상반기 집중

가동시기	기업(생산지역)	생산능력
2014년	1분기	Qindao Lidong(중국) PetroChina Sichuan(중국) Sinopec Hainan(중국)
	2분기	PTT(태국) Sinopec Zhangzhou(중국)
	3분기	SK종합화학(한국) 삼성토탈(한국) Julong Aromatic(싱가폴) ONGC(인도) SATORP(사우디)
	4분기	SK인천(한국) Aramco Sinopec(한국)
	2분기	Reliance(인도) IOC(인도) Julong Aromatic(싱가폴) Atyrau Refinery(카자흐스탄)
	3분기	Sinochem(중국)
		80만톤 65만톤 60만톤 10만톤 80만톤 90만톤 70만톤 130만톤 70만톤 230만톤 37만톤 10만톤 50만톤 30만톤

자료: 동양증권 리서치센터

(2) 중국 Manufacturing Season 진입으로 EG 회복

석유화학 업황
2013년 2분기 바닥 →
하반기 상승국면 →
2014년 상반기 박스 등락

2014년 상반기, 롯데케미칼주를 포함한 국내 석유화학업체의 수익지표는 박스권 흐름이 이어졌다. [그림7]에 나타나듯이, 11개 주요 화학업체 스프레드(제품가격에서 원료가격을 차감한 수치)의 평균치는 2013년 2분기 310\$을 바닥으로 반등한 후, 2014년 상반기에는 340 ~ 370\$ 사이에서 움직이고 있다. 2013년 반등 이후 추가 상승을 제한하고 있는 것은 중국 發 금융긴축 때문이다. 2014년 1월부터 Shadow banking통제가 다시 강화되면서, 중국 보세창구에 화학제품 재고가 줄어 들더라도, 반드시 필요한 실수요를 제외하고 재고 확보 등의 구매수요는 억제되었다.

2014년 7월 중순부터,
아시아 화학제품 계절적인 성수기
진입

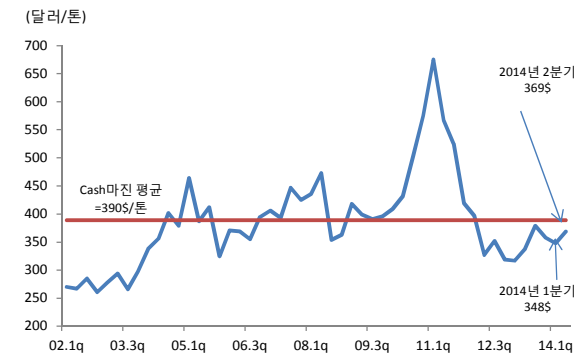
2014년 6월부터 상황이 바뀌고 있다. 중국의 금융 통제완화 및 지방정부 재정 조기 집행 가능성이 높아지고 있기 때문이다. 분명, 상반기보다 중국의 화학제품 수요여건이 나아질 수 있다는 뜻이다. 특히, **2014년 7 ~ 9월에는 화학제품 계절 성수기에 진입할 뿐만 아니라, 올해는 예년에 비해 성수기가 한달 정도 앞당겨 질 것이다.** 7월 중순부터는 중국 국경절 연휴를 앞두고 화학제품 소비가 증가하는 특수기에 진입하게 되는 것과 더불어 이슬람 문화권 금식월 종료(6/28~7/27일)에 따른 수요회복을 기대할 수 있다. 더구나, 올해는 동북아시아의 중추절(추석)이 예년과 달리 9월 초로 3 ~ 4주 정도 앞당겨져 있다.

3분기 성수기에는 EG/PX 등
섬유관련 체인 제품 스프레드 개선이
두드러짐

[표7]에서 최근 5년간 수치를 이용해, 주요화학 제품별 3분기 스프레드 개선효과를 나타냈다. 대부분 화학제품 스프레드는 2분기 대비 15% 이상 개선된다. 그 중에서도 섬유체인 관련 제품인 EG와 PX 스프레드는 각각 33%와 40% 정도 개선된 것을 알 수 있다. 올해도 이와 비슷한 흐름이 기대된다. 일반적으로, 추석 연휴기간에 대형 유통매장을 중심으로 가을/겨울용 신상품이 전시 판매된다. 전년에 비해 3주 정도 앞당겨진 추석으로 인해, 7월부터 폴리에스터 섬유 소재 구매가 활발히 진행될 전망이다. 당연히, EG 구매수요 회복도 기대해 볼 수 있다.

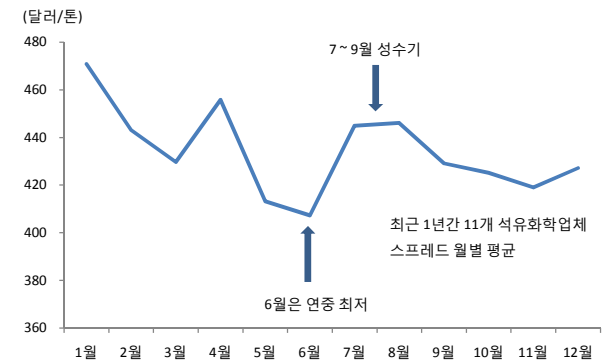
EG 생산업체(대표기업, 롯데케미칼주 104만톤/년)는 2014년 상반기에 적자를 면치 못한 것으로 보인다. [그림9]에 나타나듯이, 2014년 1 ~ 5월까지 EG 1톤당 스프레드(=EG-0.65*나프타)는 330\$ 수준이었다. 과거 10개년 평균인 469\$에 크게 미달하고 있을 뿐만 아니라, 영업손익분기점(Break-even Point)인 400\$에도 미치지 못하고 있다. 스프레드 330\$ 수준에서는 월당 150억원 내외의 영업적자가 발생하는 것으로 추정된다.

그림 7. 국내 석유화학업체 스프레드 Cycle : 2014년 박스권 흐름



자료: 동양증권 리서치센터

그림 8. 석유화학업체 스프레드 계절성 : 6월 최저 → 7~9월 회복기



자료: 동양증권 리서치센터

2014년 하반기,
EG 중국의 계절적인 성수기 +
글로벌 신규증설 규모 축소 +
SABIC 대규모 정기보수

2014년 3분기에는 EG 제품에서 흑자 전환이 가능한 것으로 판단된다. 이를 위해서는 EG 가격이 최소 980\$ 이상으로 높아져야 한다. 나프타 950\$ 수준에서 계산된 대형 EG 업체 손익분기점은 980\$ 수준이기 때문이다. 다행히도, 2014년 6월 단기 급등으로 EG 가격은 1,000\$ 전후까지 회복되었다. 다음 2가지를 고려하면, 3분기 평균 가격은 1,050\$ 정도에서 형성될 것으로 보인다.

첫째, EG 가격이 1,050\$에 도달하기 전까지는 기존 EG 생산업체의 가동을 회복이 진행되지 못할 전망이다. 감가상각이 진행되고 있는 중소 규모의 EG 생산업체는 나프타 가격을 950\$로 가정하면 1,050\$ 정도는 되어야 영업이익을 창출할 수 있기 때문이다. 한국의 대한유화(주)도 약 15만톤 규모의 EG 생산설비를 갖고 있는데, 이정도 가격이 손익분기점이다.

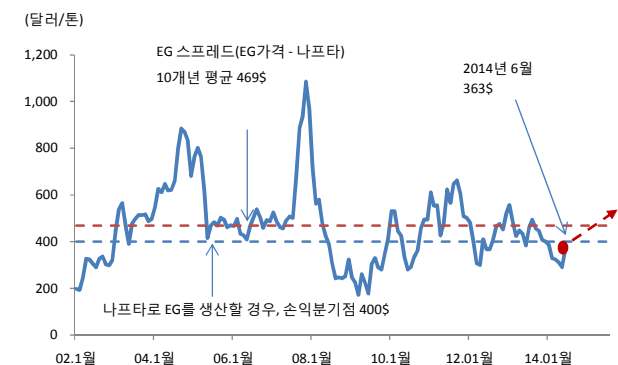
둘째, 하반기에 신규 물량압박도 크지 않다. [표8]에 나타나듯이, 2014년 상반기에는 대만 CMFC(주) 20만톤, 중국 Petrochina Sichuan 석화(주) 36만톤, Sinopec Hubei Chemical(주) 20만톤, Yongjin Chemical(주) 20만톤 등 신규설비가 가동되었다. 반면, 하반기에는 중국 Xianjian Tianye(주) 25만톤, 한국 대한유화(주) 15만톤 등으로 신규설비 가동규모가 크지 않다. 뿐만 아니라, 세계 최대 EG 생산업체인 사우디 SABIC(주)은 130만톤(Jubail 지역) 설비를 3 ~ 4분기 중에 2 ~ 3개월 정도씩 정기보수를 계획하고 있다. 하반기에는 EG 공급이 상반기 대비 타이트할 수 밖에 없다.

표 7. 주요 화학제품의 분기별 스프레드 비교(최근 5개년 평균치)

1분기 =100	HDPE 범용	ABS IT 소재	EG 섬유소재	PVC 건축소재	PX 섬유소재 원료	BR 자동차 소재
1분기	100	100	100	100	100	100
2분기	101	70	78	90	65	160
3분기	117	119	104	102	91	180
4분기	114	87	99	89	80	140

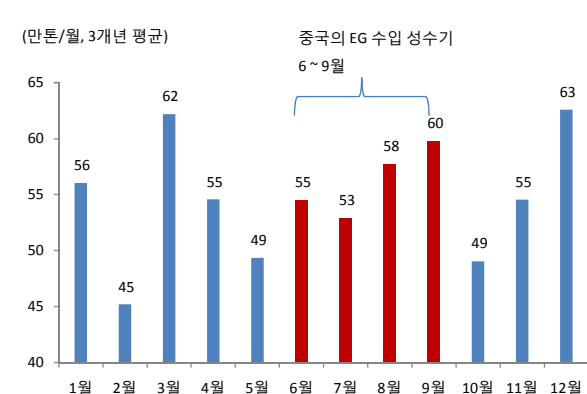
자료: 동양증권 리서치센터

그림 9. EG 스프레드(EG-0.65*나프타) : 2분기 바닥 터치후 반등 가능



자료: 동양증권 리서치센터

그림 10. 중국 EG 월별 수입량(최근 3개년) : 6 ~ 9월 수입 증가



자료: 동양증권 리서치센터

표 8. 2014년 아시아 EG 신규 증설

시	기	기	업	국가	생 능력	비고
2014년	1분기	CMFC		대만	20만톤	50% 가동
		Petrochina		중국	36만톤	
	2분기	Sinopec Hubei Chemical		중국	20만톤	석탄기반
		Yongjin chemical		중국	20만톤	
	3분기	Xianjian Tianye		중국	25만톤	
	4분기	대한유화		한국	15만톤	

자료: 동양증권 리서치센터

(3) 인도 Modi 효과로 PE/PVC 강세 가능

2014년 5월, 인도 총선거로 정권교체.
대규모 경기부양 대책 후속 예상

8% 경제성장률 회복을 위해, 노후
인프라투자 등을 통한 경기부양 기대

2014년 하반기, 수요약세에 시달리던 아시아 화학시장에 변화가 예상된다. 인도 정권교체에 따른 경기활성화 대책 때문이다. 2014년 5월, 인도 총선거에 의해 10년간 정권을 유지해왔던 국민회의당(대표 간디)이 Modi가 이끄는 인민의회당에 참패했다. 가장 큰 원인으로 지적되는 것이 경제 정책 실패이다. 성장보다는 분배정책에 무게 중심을 두었던 국민회의당의 경제정책으로, 인도의 경제성장률은 8 ~ 9%에서 4% 전후로 낮아졌다. 이번에 집권여당이 된 Modi의 인민의회당은 경제 성장을 위해 6 ~ 7월 새로운 예산 편성을 진행 중 이다.

인구 12억명에 이르는 인도의 경기부양대책은 노후화된 인프라 투자확대로 진행될 가능성이 높다. 이럴 경우, 아시아 화학업체에는 분명 유리하다. 인도는 정유설비는 자국 소비 대비 30% 정도의 잉여 정유설비를 가지고 있어서 휘발유 등 석유제품은 수출하고 있지만, 석유화학제품 자급률은 77% 수준에 그치고 있다. 토목/건축에 연관된 경기부양이 시작될 경우, 화학제품에 대한 수입량 확대에 이어지게 된다.

표 9. 인도의 석유화학제품 소비 및 수입량 추이

구 분		2010	2011	2012	2013	2014
LDPE (만톤)	생산능력	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5
	소비량	32.5	37.8	42.6	48.9	54.6
	수입량	14.7	17.5	24.0	28.5	34.2
EVA (만톤)	생산능력	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
	소비량	11.4	2.1	12.4	13.4	14.4
	수입량	6	11.	11.2	12.1	13.0
LLDPE (만톤)	생산능력	88.7	102.0	102.0	102.0	102.0
	소비량	107.6	105.5	123.7	135.8	150.4
	수입량	38.5	35.3	52.2	51.2	5.9
HDPE (만톤)	생산능력	151.3	174.0	174.0	174.0	190.0
	소비량	146.9	155.2	169.2	190.1	217.3
	수입량	44.9	33.2	44.9	53.6	64.6
전체 PE (만톤)	생산능력	257.8	296.5	296.5	296.5	329.3
	소비량	298.4	310.6	347.9	388.1	436.6
	수입량	108.7	97.2	132.3	145.5	170.7
PP (만톤)	생산능력	357.5	375.0	419.0	463.0	463.0
	소비량	257.6	28.2	307.2	330.4	371.7
	수입량	33.4	32.5	21.7	21.0	20.0
PVC (만톤)	생산능력	130.0	130.0	130.0	140.0	150.0
	소비량	187.5	206.5	212.4	241.5	261.0
	수입량	65.9	78.0	98.9	110.0	118.5
PS (만톤)	생산능력	45.2	45.2	45.2	45.2	45.2
	소비량	23.6	25.9	28.4	314.3	34.4
	수입량	2.4	2.2	2.4	2.9	4.4
ABS (만톤)	생산능력	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
	소비량	11.9	12.9	13.5	14.2	15.0
	수입량	3.5	4.4	5.0	5.7	6.5
BTX (만톤)	생산능력	216.4	221.8	221.8	235.3	248.8
	소비량	119.0	130.6	141.7	153.7	166.7
	수입량	33.2	33.0	34.9	37.9	41.3
PX (만톤)	생산능력	240.8	255.4	255.4	345.4	345.4
	소비량	199.7	242.4	230.5	241.0	347.8
	수입량	35.0	59.2	52.7	42.7	17.7
EO (만톤)	생산능력	16.6	20.0	20.7	21.7	25.1
	소비량	17.4	18.8	19.9	20.8	21.4
	수입량	2.8	2.9	3.2	3.3	3.3
LAB (만톤) (알킬벤젠)	생산능력	52.0	52.0	52.0	52.0	52.0
	소비량	44.9	47.8	49.8	52.3	55.0
	수입량	8.9	11.7	12.3	12.7	13.5

자료: Sicheon.com

인도, 석화제품 자급율은 77% 수준.
특히, PVC 자급율은 58%

인도부양책은 PE 호황국면을
연장시키는 효과 기대.
롯데케미칼(연산 200만톤),
대한유화(100만톤) 수혜

한국 PVC 생산업체에는 불황의
터널을 벗어날 수 있는 계기로 작용.
LG 화학(80만톤), 한화케미칼(60만톤)
수혜

[표9]에 나타나듯이, 인도 경제성장시 가장 수혜를 볼 수 있는 화학소재는 PE 와 PVC 이다. PE 연간 소비량은 388만톤이지만, 자체 생산능력이 296만톤으로, 자급할 수 있는 생산비율은 77% 수준이다. 연간 국내 소비에 부족한 규모는 145만톤 내외로, 수입에 의존해야 한다. PVC 는 좀더 심각하다. 인도의 PVC 연간 소비량은 240만톤 이지만, 자체 생산능력은 140만톤으로 자급율이 58% 수준에 그치고 있다. 연간 수입해야 하는 규모는 110만톤에 달한다. 특히, 토목 및 건축 경기 부양이 가시화될 경우, 파이프에 사용되는 HDPE 와 PVC 에 대해서는 품귀현상이 발생할 가능성이 높다.

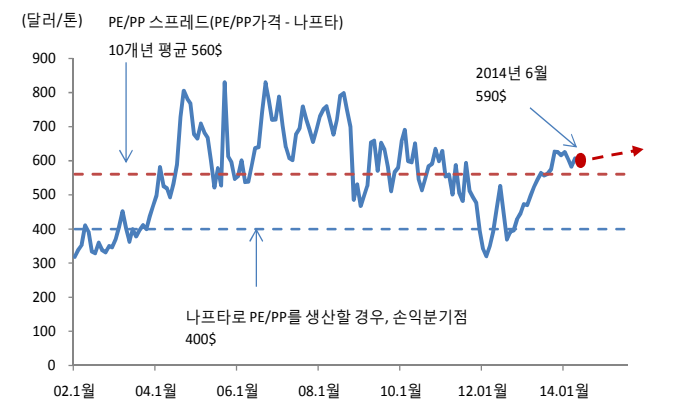
먼저, PE 상황을 살펴보자. [그림11]은 PE/PP 1톤당 스프레드(=HDPE/LDPE/PP - 나프타) 추이다. 2013년 중반부터 회복되기 시작해서, 2013년 8월에 10개년 평균 스프레드인 560\$을 상향 돌파했다. 그 이후에도 강세를 유지하며, 2015년 6월 590\$ 수준에서 형성되고 있다. 포장재, 대 구경 파이프 등에 사용되는 범용 제품인 PE/PP 초강세 현상이 1년 정도 지속되었다는 뜻이다. 이런 상황에서 인도 發 특수가 발생되면, PE/PP 스프레드가 상당기간 600\$ 전후의 강세 흐름이 연장되는 효과를 기대해 볼 수 있다. 국내에서는 롯데케미칼(연간 생산능력 200만톤)과 대한유화(100만톤)가 수혜를 볼 수 있다.

PVC 의 경우에는 좀 더 드라마틱 할 것으로 보인다. 특히, 인도 경기부양 정책은 한국 업체에 긴 어둠의 터널을 빠져 나오는 계기가 될 수 있다. 2가지 측면에서 긍정적이다.

첫째, PVC 스프레드 개선을 기대할 수 있다. [그림12]은 PVC 스프레드(=PVC - 0.5*에틸렌 - 0.6*소금) 이다. 2014년 6월 스프레드는 308\$로 10개년 평균치인 360\$을 하회하고 있다. 2012년 이후 2014년 상반기 동안 PVC 스프레드 평균치는 330\$로, 2.5년 동안 부진국면을 이어 갔다. 중국 건축 영향에 따른 부동산 경기 둔화와 동남아시아 인프라투자가 일단락 되면서 파이프 및 전선 피복에 사용되는 PVC 수요가 위축되었기 때문이다.

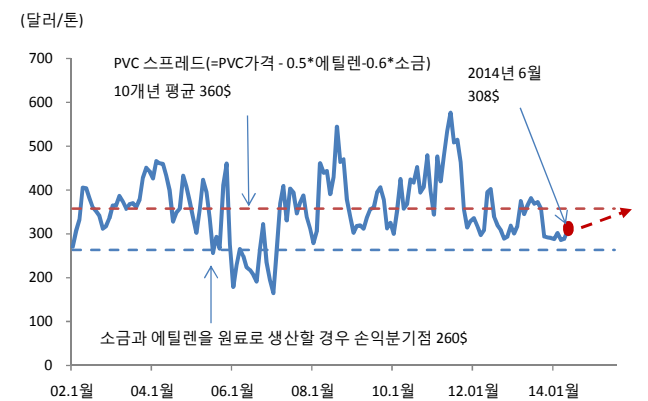
과거 2009년 ~ 2011년 인도의 경기인프라 투자가 집중되었던 시기에 PVC 스프레드가 강세가 뚜렷했다는 점에 주목해야 한다. 인도의 노후 인프라 교체 등을 중심으로 부양대책이 실시되면서, PVC 스프레드는 다시 과거 평균 수준인 360\$ 이상으로 회복할 수 있을 것으로 보인다.

그림 11. 주력제품인 PE/PP 스프레드(PE/PP-나프타) :



자료: 동양증권 리서치센터

그림 12. PVC 스프레드(PVC-0.5*에틸렌-0.6*소금) :



자료: 동양증권 리서치센터

한국 PVC 생산업체의 인도 수출 규모는 연간 30만톤 내외로, 생산량의 22%에 해당

2014년 4월 인도정부는 PVC 수입에 대해 반덤핑관세 재산정. LG 화학(주) 및 한화케미칼(주)은 면제

둘째, 한국 PVC 생산업체는 인도로 수출량을 확대할 수 있다. 국내 PVC 연간 생산능력은 146만톤 규모로, LG 화학(주) 86만톤과 한화케미칼(주) 60만톤을 생산할 수 있다. 2013년 기준으로 한국 내에서 PVC 생산량은 140만톤이었으며, 이 가운데 50%가 넘는 74만톤을 수출했다. 인도로 수출한 PVC는 약 30만톤으로, 국내 생산량의 22%에 해당한다. 인도는 한국 PVC의 최대 수출국이다. 2014년 1 ~ 5월까지 수출규모는 12.3만톤으로, 전년대비 18% 정도 줄어들어 있다. 인도 호황시기에 연간 수출규모가 32만톤까지 확장되었던 경험이 있다. 실제로, 5월 중순부터 국내 PVC 생산업체는 인도향 수출 확대를 적극 검토하고 있다.

더구나, 2014년 4월에 인도 정부(Ministry of Commerce & Industry)는 PVC 수입업체에 대해 반덤핑관세를 발표했다. 저가로 인도로 수입되었다는 것이다. [표 10]은 인도로 수입되는 PVC 생산업체별로 부과된 반덤핑관세를 정리한 것이다. 대만, 중국, 미국, 인도네시아, 태국, 말레이시아, 일본, 한국의 PVC 생산업체가 주요 대상이었다. 각 사별로는 면제 ~ 147\$/톤의 반덤핑 관세가 결정되었다. 다행히도, 한국의 LG 화학(주), 한화케미칼(주)은 면제 조치를 받았다. 해당 기업으로부터 인도로 PVC 제품을 수입할 경우에는 반덤핑관세 만큼 제품가격이 인상되는 효과가 있다. 아시아 다른 경쟁업체에 비해 한국 PVC 생산업체의 수출확대 가능성이 그만큼 늘어난 것이다.

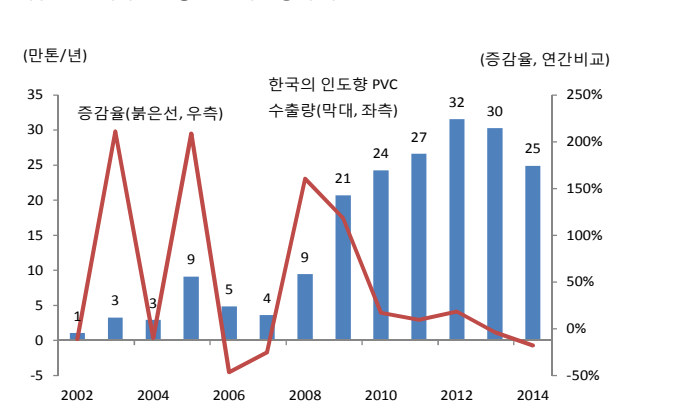
부연해서, 인도의 수입산 PVC에 대한 반덤핑 결과를 국가별로 정리하면 다음과 같다. 대만의 대표적인 화학회사인 Formosa(주)는 면제된 반면, China General Plastics(주) 33.62\$, Ocean Plastics(주) 9.47\$ 등을 부과받았다. 내수상황이 좋지 못한 중국업체는 이보다 심했다. Qingdao Haijing Chemical(주) 139.64\$, Xinjian Shehezi Zhongfa Chemical(주) 91.27\$, Tianjin LG Dagu Chemical(주) 123.27\$, Shandong Ocean Chemical CA(주) 123.27\$ 등이었다. 미국에 생산공장이 있는 Formosa Plastics(주)는 31.22\$가 할당되었으며, Westlake Vynil(주) 29.99\$가 부과되었다. 태국 생산업체 48.21\$, 말레이시아 생산업체 42.92\$, 일본 생산업체 14.95\$ 등이었다. 아시아 PVC 가격이 1,000\$ 정도에서 형성된다는 점을 감안하면, 덤핑관세율은 작게는 0.9%에서 많게는 14%에 해당된다.

표 10. 인도의 수입산 PVC에 대한 반덤핑관세 부과 내용(2014년 4월 기준)

생산 국가	기 업	반덤핑 관세	생산국가	기 업	반덤핑 관세
		\$/톤			\$/톤
대만	CGPC	33.62	미국	FPC	31.22
	FPC	면제		Westlake Vinyl Co	29.99
	OPC	9.47		미국 기타	115.54
	대만 기타	61.25			
중국	Qingdao Haijing Chem	139.6	인도네시아		70.58
	Xinjiang Shihezi Zhongfa	91.27	태국		48.21
	LG Dagu	123.27	말레이시아		42.92
	Shandong Ocean Chem	123.27	일본		14.95
	Tangshan Sanyou CA	123.27	한국	LG화학	면제
	Chiping Xinfa PVC	123.27		한화케미칼	면제
	중국 기타	147.96			

자료: India Ministry of Commerce & Industry

그림 13. 한국의 인도향 PVC 수출량 추이



주 : 2014년 수출량은 1 ~ 5월 확정치(전년대비 증감율 -18%)를 기준으로 연간으로 추산함
자료: 무역협회

(4) ENSO → 면화/천연고무 가격 Trigger

2014년 여름 엘니뇨 발생
가능성 대두

2014년 3 ~ 4분기 ENSO(Elino & South Oscillation, 엘리뇨-남방진동)가 화학제품 수요와 가격을 견인할 것으로 예상된다. NOAA(미국해양기상청) 등에서 2014년 6월 정도부터 ENSO 발생 가능성을 제시하고 있기 때문이다.[그림14]

ENSO 발생은 서태평양지역
저기압이 약화로부터 시작

ENSO 의 발생과정을 살펴보자. 우선, 에어로졸(화산폭발시 발생하는 미세 화산재로, 대기중에서 태양복사열을 차단하는 역할을 함)을 포함한 다양한 원인을 배경으로, 호주 북부지역 및 동남아시아지역의 저기압이 약해진다. 이는 서태평양(호주 북부 및 인도네시아 등지)에서 페루지역으로 이동하는 고위도 편서풍을 약화시키게 된다. 적도부근의 편서풍은 페루해안 인근에서 하강하게 되는데, ENSO 로 인해 편서풍이 약해지면 페루지역 인근에서의 하강기류도 줄어들게 된다. 곧, 페루지 표면에서는 고기압이 평소보다 약하다는 뜻이다. 페루 지표에서 고기압이 약해지면, 남미에서 아시아지역으로 이동하는 해상풍이 약화되면서, 남미지역의 뜨거운 해수대가 정체되면서 페루 등 인근 지역에는 고온다습한 현상에 노출된다.

ENSO 발생시, 1차 농작물
생산지가 집결된 인도, 동남아
등지에 가뭄 발생

ENSO 가 발생될 경우 전지구적 기후변화를 [표11]로 정리했다. 가장 먼저 페루 지역은 고온 습윤한 바닷물로 인해, 고온과 홍수가 관측된다. 일본 남부 및 중국 남부 등 아열대 지역에서는 예년보다 많은 강수량 특징을 보인다. 반면, 호주북부, 인도, 동남아시아, 중국 북부에서는 강수량이 줄어들면서 가뭄이 발생된다. 캘리포니아, 알래스카 등 북미 서부지역은 고온 현상이 나타나는 반면, 곡창지대인 미국 남동부지역에서도 저온현상에 시달린다.

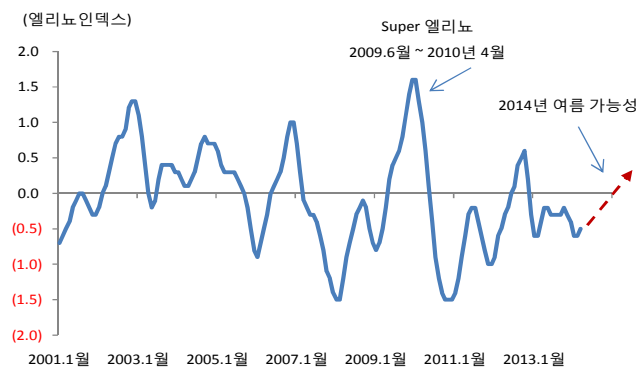
ENSO 로 인한 가뭄은 발전용
경유수요 증가와 면화/천연고무
생산량 감소로 이어짐

이러한 ENSO 인한 가뭄은 석유화학업체에 크게 2가지 정도로 긍정적인 영향을 기대할 수 있다. 첫째, 중국 북부의 가뭄은 여름철 전력부족 사태를 유발한다. 전체 전력 생산의 20% 정도를 수력 발전에 의존하고 있기 때문이다. 가뭄으로 수력발전 생산이 줄면, 자연스레 산업체는 화력발전량을 늘리게 된다. 석탄과 경유 수요가 늘어나는 계기로 작용할 수 있다.

ENSO 는 롯데케미칼(주),
금호석유(주) 등 석유제인과
고무체인 업체에 유리

둘째, 인도, 동남아 지역의 강수량 감소는 면화와 천연고무 생산량을 줄이게 된다. 가을 수확철에 강수량이 줄어들면서, 면화와 천연고무 가격 양등을 촉발할 수 있다. 이는 대체제인 합성섬유(폴리에스터, 나일론 등)와 합성고무의 수요를 견인하게 된다.

그림 14. 엘리뇨 Index 변화 : 2009 년 이후, 2014 년 발생가능성 높아지는 중



자료: 기후변화정보센터

표 11. 엘리뇨-남방진동(ENSO) 발생시, 전지구적 기온 및 강수량 변화

지역	봄		여름		가을		겨울	
	기온	강수량	기온	강수량	기온	강수량	기온	강수량
동남아	높음	적음			높음	적음	높음	적음
동북아		많음	낮음	많음	낮음	적음		
인도			높음	적음	높음	적음	높음	
호주	높음		적음	높음	적음	높음	높음	
북미	높음	많음	낮음	많음	높음		높음	
멕시코만		많음						많음
남미북부				적음			높음	적음
페루	높음		높음	많음	높음		높음	
러시아	낮음			적음			낮음	
유럽			높음	적음		적음		많음
지중해	낮음	많음	낮음	많음		많음		
아프리카	높음					많음	높음	적음

자료: NOAA, bloomberg

ENSO 는 3분기 폴리에스터 수요 자극

ENSO 발생은 면화생산량에 더 민감하게 작용했던 경험이 있음

2014년 엘리뇨 발생이 확정될 경우, 면화 및 폴리에스터 가격 상승 가능 → 합섬원료인 EG, TPA 가수요 촉발

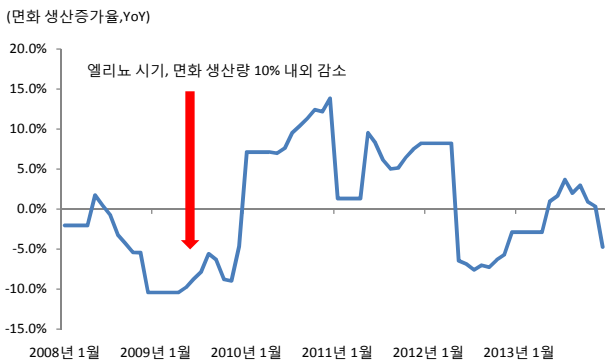
다만, 2014년 중국정부의 면화 구매를 통한 가격 안정화 정책 소멸은 아쉬운 점

먼저, ENSO 는 면화 수확량 및 가격에 큰 영향을 미치는 것으로 조사되었다. [그림15]에 나타나듯이, 지난 2009 ~ 2010년 수퍼 엘리뇨 발생시기에 면화 글로벌 면화생산량은 10% 내외 감소되었다. 면화 주요 생산국인 중국, 인도, 미국, 우크라이나 등의 북반구 지역에서 동시다발적인 가뭄이 발생되었기 때문이다. 일반적으로, 면화는 친수성(親水性) 식물로, 4 ~ 5월에 파종을 하게 된다. 생장기입 6 ~ 8월 사이에 비가 많이 내릴수록 9 ~ 10월 수확량이 증가하는 특징을 가지고 있다. 2009년 ~ 2010년 처럼 생장기 또는 수확기에 엘리뇨에 의한 가뭄이 발생되면, 생산량에 치명적인 영향을 미치게 된다.

수확기 생산량 감소는 곧바로 면화가격 상승으로 이어지게 된다. [그림16]에 나타나듯이, 2009년 ~ 2010년 면화생산량 감소시기에 국제 면화 1톤당 가격은 1,200\$에서 2,000\$로 높아졌으며, 투자자적 자금이 유입되면서 5,000\$을 상회하기도 했다. 2014년 6 ~ 9월, 중국 북동부, 인도, 미국 동부, 동유럽 지역 강수량이 크지 않을 가능성이 제기되고 있다. 2011년의 투기적 자금에 의한 비이성적 과열반응은 아니더라도, 면화가격을 상당 폭 높일 가능성이 있다. 물론, 면화가격은 상승은 대체재인 폴리에스터 섬유 구매수요를 촉발시키게 되고, 그 원료로 사용되는 TPA, EG 생산업체인 롯데케미칼주에는 긍정적인 뉴스가 될 수 있다.

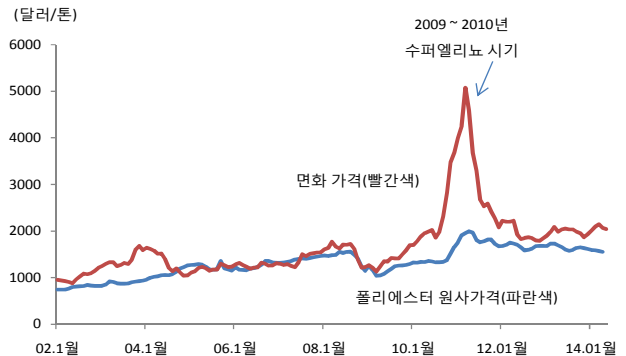
다만, 2014년 세계 최대 소비국인 중국정부의 면화 재고에 대한 정책이 바뀐 것은 아쉬운 점이다. 그동안, 중국 면화 생산 농민들에게 소득 보장을 목표로, 재고를 직접구매하는 정책을 펴왔다. 하지만, 2014년 부터는 면화를 수매하는 대신, 농가에 직접 보조금을 지급하는 형태로 정책 변환을 꾀하기 시작했다. 실수요 부진 시기에 면화가격 안전판 역할을 했던 중국정부의 면화 재고 확보용 구매수요가 사라진다는 뜻이다. 엘리뇨에 의한 공급 차질과 구매수요 감소라는 혼조 흐름이 하반기에 나타날 것으로 보인다.

그림 15. 글로벌 면화생산 증가율 : 엘리뇨 시기에 면화생산량 급감



자료: bloomberg

그림 16. 면화와 폴리에스터 가격 추이 : 엘리뇨 발생시기 면화 및 폴리에스터 상승



자료: 무역협회, Ciscchem.com

ENSO 는 9월 천연고무(Natural Rubber) 가격에 직격탄

ENSO 발생은 9 ~ 3월 천연고무
생산량 감소로 이어짐

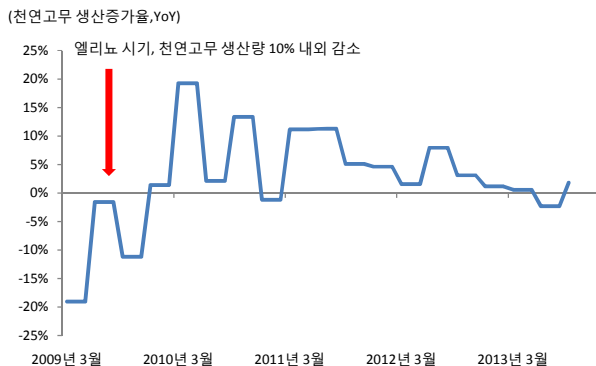
2014년 엘리뇨 발생이 확정될
경우, 천연고무 가격 상승 →
합성고무인 SBR/BR 가격
회복으로 이어질 가능성 높

더구나, ENSO 는 천연고무에도 마찬가지로 영향을 미친다. [그림17]에 나타나듯이, 지난 2009 ~ 2010년 수퍼 엘리뇨 발생시기에 글로벌 천연고무 생산량은 전년 대비 10%에서 많게는 20%까지 감소 되었다. 세계 천연고무 월 소비량은 100만톤 내외로, 그 중 70% 이상을 주로 태국, 인도네시아, 말레이시아, 베트남 등에서 생산하기 때문이다. 엘리뇨 시기에 가뭄이 심한 지역들이다.

최대 수확시기에 엘리뇨 영향으로 생산량이 감소할 경우, 천연고무 가격 상승으로 이어졌다. [그림 18]에 나타나듯이, 2009년 ~ 2010년 생산량 감소시기에 국제 천연고무 1톤당 가격은 1,600\$에서 3,100\$로 높아졌다. 물론, 2010년 말 천연고무 가격은 5,000\$을 상회하는 급등세를 보였는데, 이 시기에는 태국의 대형 홍수로 인해 천연고무 나무가 유실되는 경험을 겪었다.

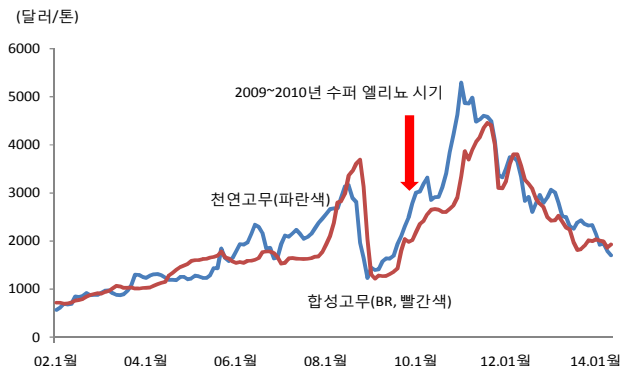
실제로, 2014년 6월, 인도지역 강수량은 예년의 40% 수준에 그치고 있는 것으로 알려지고 있다. 이로 인해, 2014년 천연고무 생산증가율이 1% 미만일 것이라는 전망이 나오고 있다. (자료 : Economist Intelligence Unit, 2014년 5월). 반면, 타이어수요는 4% 내외 성장할 것으로 예상되고 있다. 글로벌 천연고무 과잉재고가 점차 해소될 수 있다는 의미이다. [표13]에 나타나듯이, 천연고무 가격은 2014년 2분기를 바닥으로 장기 회복국면에 접어들 가능성이 매우 크다는 뜻이다. 당연히, 천연고무 가격 상승은 대체재인 합성고무(BR 및 SBR) 가격에도 영향을 미칠 수 밖에 없다. 아시아 1위 합성고무 생산업체인 금호석유(주)에 긍정적인 뉴스가 될 수 있다.

그림 17. 글로벌 천연고무생산 증가율 : 엘리뇨 시기에 천연고무 생산량 감소



자료: bloomberg

그림 18. 천연고무와 합성고무 가격 : 엘리뇨 시기 천연고무 및 합성고무 상승



자료: 무역협회, bloomberg

표 12. 글로벌 천연고무 재고량 전망(EIU 전망)

구 분	2012	2013	2014	2015	2016
	만톤	만톤	만톤	만톤	만톤
1분기	160.2	222.4	250.0	280.4	300.0
2분기	160.4	202.5	225.0	260.0	280.0
3분기	199.9	235.0	270.0	275.0	275.0
4분기	220.1	291.5	320.8	344.2	
% 변화율	+35.5	+32.4	+10.1	+7.3	

자료: EIU(2014년 5월)

표 13. 천연고무(태국 RSS 3 기준) 가격 전망

태국 RSS3	2012	2013	2014	2015	2016
	\$/톤	\$/톤	\$/톤	\$/톤	\$/톤
1분기	3,907	3,173	2,472	3,000	3,550
2분기	3,670	2,892	2,350	3,200	3,750
3분기	2,997	2,569	2,400	3,300	3,800
4분기	3,113	2,560	2,600	3,500	
연 평균	3,422	2,799	2,455	3,250	
% 변화율	△29.7	△18.2	△12.3	+32.4	

자료: EIU(2014년 5월)

(5) 하반기 태양광전지 설치량 회복

2014년 하반기, 태양광전지
설치량 모멘텀 부각

2014년 하반기 태양광전지 수요 모멘텀이 다시 부각될 전망이다. 2013년 하반기에 중국, 일본을 중심으로 크게 증가했던 태양전지 설치 수요가 재현될 가능성이 높기 때문이다.

2014년 예상 설치량 44GW로,
전년대비 7GW 증가

먼저, 태양전지 연간 설치량 변화의 특징을 살펴보자. 2013년 글로벌 태양전지(대규모발전설비 + 건물지분용 소형발전설비) 설비규모는 37GW 수준이었다. 2012년 31GW에서 약 6GW가 증가한 것으로, 원자력발전설비 37개와 비슷한 규모이다. 2014년 ~ 2017년 동안에는 최소한 매년 6 ~ 7GW 규모의 추가적인 태양전지 설치량이 확대될 전망이다. 중국이 2014년 ~ 2017년까지 자국내 태양전지발전 규모를 전체 35GW에서 70GW로 확대시킬 계획을 가지고 있기 때문이다. 단순히 산술 계산하더라도 매년 7GW 규모의 태양전지가 필요하다.

정부 주도의 태양전지 확대는 2013년에 나타나는 특이한 계절성을 갖게 된다. 2013년 분기별 설치량은 1분기 6.8GW, 2분기 8.1GW, 3분기 8.8GW, 4분기 13.5GW 등으로, 4분기에 집중되었다. 연간 배정된 정부예산이 4분기에 집중되는 특수성 때문으로 이해된다. 더구나, 주요국은 재생에너지 대한 보조금을 줄이려고 할 경우, 매년 3 ~ 4월부터 새롭게 적용한다. 이것도 4분기에 태양전지 생산/판매/설치가 집중되는 배경이다.

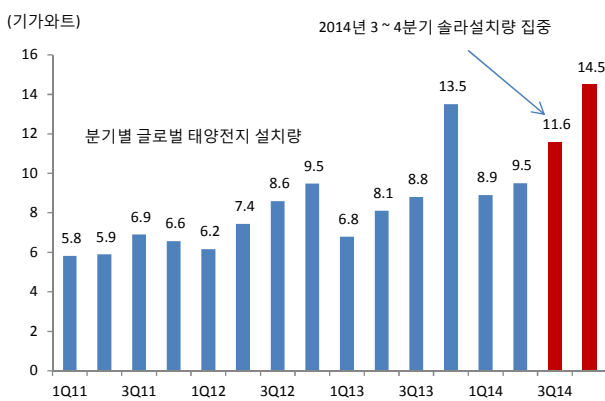
2014년 상반기 18GW 정도
설비된 이후, 하반기 26GW 설비
예정

2014년도 마찬가지로 흐름을 예상할 수 있다. [그림19]에 나타나듯이, 2014년 상반기 설치량은 18GW로 전년 하반기 22GW 대비 18% 정도 줄어든 전망이다. 반면, 글로벌 연간 44GW 규모의 설치가 될 경우 하반기에는 26GW 정도가 집중되어야 한다. 이는 상반기 대비 40% 이상 증가하는 것이다. 3분기 초반부터 태양전지 수요 및 가격 등에서 긍정적인 신호가 발생될 것으로 보인다.

원가절감으로 영업흑자전환한
한화케미칼주의 태양광자회사
수혜

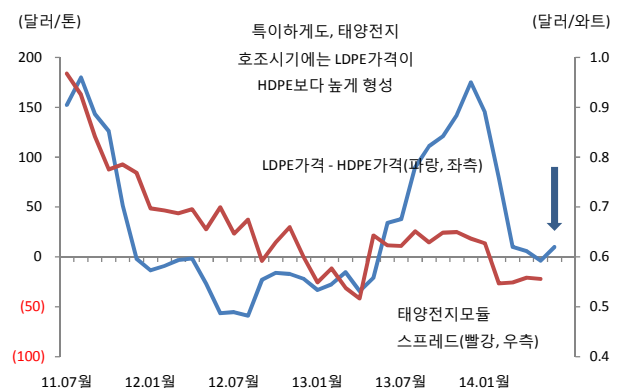
원가절감으로 상반기 손익분기점을 넘어서 태양전지 업체 등에 수혜가 예상된다. 국내에서는 한화큐셀(주)과 한화솔라원(주) 등 1.8GW 규모의 모듈생산능력을 가지고 있는 한화케미칼(주)이 수혜를 입을 것이다.

그림 19. 글로벌 태양광전지 설치량 : 2014년 3 ~ 4분기 집중



자료: OCI, 업계자료

그림 20. LDPE-HDPE 스프레드 차이



자료: bloomberg, Cishcem, 동양증권 리서치센터

태양전지 업황 변곡점을 찾는
방법, LDEP-HDPE 가격차이(?)

여기서, 한가지 의문이 든다. **태양전지 사업부문은 호황과 불황이 짧게 반복되고 있는데, 변곡점을 미리 예상할 수 있는 방법은 없을까?** 흥미롭게도, 화학제품 가운데 **‘LDPE와 HDPE 가격 차이’**가 힌트가 될 수 있다.

LDPE(Low Density Poly Ethylene)은 밀도가 낮아서 필름으로 만들면 빛이 투과되는 특성을 갖는다. 그래서, 농업용 포장재(일명, 비닐하우스)로 주로 사용되는 범용제품이다. HDPE(High Density Poly Ethylene)은 밀도가 높은 합성수지로, 건축용 파이프, 포장재 등으로 다양하게 사용된다. 공통점은 범용제품이며, 원료도 에틸렌이 비슷한 비율로 투입된다. 수요에 특별한 변화가 없는 경우에는 LDEP와 HDPE 가격은 비슷한 수준에서 형성되는 것이 일반적이다.

태양전지 호황시작시기에
LDPE 가격이 HDPE 보다 크게
높아지는 경향을 보임

그런데, 특정시기에는 **LDPE 1톤당 가격이 HDPE 보다 200\$ 이상 높게 나타나는 경우가 종종 발견된다.** [그림 20]에 나타나듯이, 2010 ~ 2011 년과 2013 년 하반기가 대표적이다. 공급관계도 **두시기 모두 태양전지 시장이 호황 상태였다.** 반면, 태양전지 시장이 위축된 2012 년과 2014 년 상반기에는 **‘LDPE-HDPE 스프레드’**는 다시 원점으로 낮아졌다.

우연의 일치일까? 아니다. LDPE 생산설비 특징에서 해답을 얻을 수 있다. LDPE는 EVA(Ethylene Vinyl Acetate)로 생산제품을 바꿀 수 있는 Swing 설비이다. EVA가 호조를 보이면, LDPE 생산량을 줄이는 대신 EVA 생산량을 늘릴 수 있다는 뜻이다. 여기서, EVA는 에틸렌과 비닐아세테이트(Vinyl Acetate)를 결합한 것으로, 필름, 전선, 시트, 코팅재료 등에 사용된다. 특히, 2010년 이후에는 태양전지 백쉬트에 사용되는 접착제인 EVA 슈트 원료에 대한 수요비중이 크게 성장하고 있다.[표 14]

태양전지 시장이 회복되기 시작하면서 EVA 필름 및 EVA 레진 주문이 증가하면, LDPE 생산업체는 EVA 생산설비로 전환한다. LDPE 생산량은 당연히 줄 수 밖에 없다. 안정적인 수요 특성상 LDPE 생산량 감소는 가격을 HDPE 높게 끌어올리는 것이다. 반대로, 태양광전지 시장이 위축될 조짐은 LDPE 가격이 HDPE와의 격차를 줄이면서 나타난다.

2014년 6월 말,
중국 내수시장에서 LDPE-
HDPE 가격 시그널 발생됨

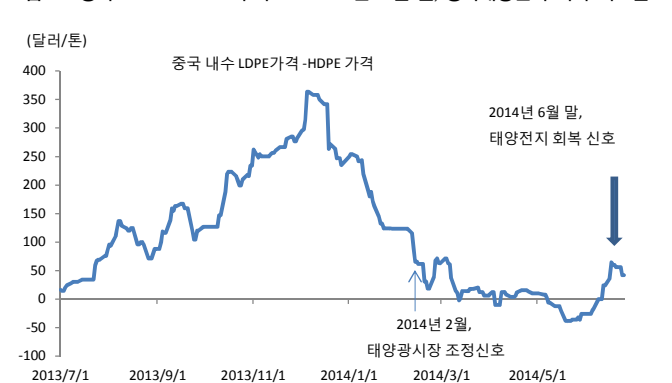
2014년 6월 말, LDPE-HDPE 시그널이 중국에서 먼저 발생되었다. [그림 21]은 중국의 LDPE와 HDPE 가격을 매일 추적한 것이다. 2014년 3월부터 6월 중순까지는 (-)권에 머물다가 6월 말에 (+)급반등하고 있다. 하반기 태양전지 설치량 확대와 선적물량 증가가 언급되는 과정 중에 나타난 것이다. 2013년 하반기와 같은 패턴이 반복될 것으로 조심스레 예상해 볼 수 있다.

표 14. EVA 응용분야

EVA에 비닐아세테이트(VA) 함유량	EVA 응용분야
1 ~ 6%	일반 포장재용 필름
6 ~ 15%	농업용필름, Blow Molding용 필름, Extrusion Laminate 필름, Forming Molded 필름, 전선, 케이블, 사출형필름, 신축성 포장필름
15 ~ 20%	접착제, 코팅, 압출제품, Form 신발소재
28 ~ 33%	태양전지 ※장기접착성, 셀보호능력, 투명성, 유연성, 내충격성이 뛰어나서 20년 이상 수명을 요하는 태양전지 백쉬트 접착제로 사용 적합

자료: 화학저널

그림 21. 중국 LDPE-HDPE 추이 : 2014년 6월 말, 중국태양전지 회복 시그널



자료: www.sunsirs.com

III. 2014년 3분기 투자 전술 : 대형 석화업체로 적극적 대응

2014년 3분기 업황 :
정유 약세 지속 vs
범용 Upstream 화학업체 모멘텀 회복

2014년 3분기 화학/정유업종에 전술로 ‘단순한 대형업체를 중심으로 공격적인 접근’ 을 권고한다. 중국 건축 영향으로 3 ~ 6월 동안 이어졌던 부진을 딛고, 오랜만에 제품가격과 판매량이 동시에 호조를 보일 것으로 예상되기 때문이다.

특히, 제품가격 회복이 수익으로 직결되는 중대형 범용화학업체에 관심을 가져야 한다. **분기 초**에는 롯데케미칼(주)과 금호석유(주) 주력제품의 가격과 3분기 실적 모멘텀에 주목해야 한다. **분기 말**에 가까울수록 태양광전지와 PVC/LDPE 수혜가 많은 **한화케미칼(주)에 기회**가 생길 전망이다. [표15]

(1) 정유/특화 화학업체 보다 대형 범용화학업체 부각

2014년 2분기 초 중반에는 Upstream 업체(정유업체 및 롯데케미칼(주) 등 순수 화학업체) 보다 SKC 등 특화된 다운스트림 업체의 투자매력이 강했다. 기초 범용화학제품 가격이 약세를 보이면서, 이를 원료로 사용하는 다운스트림업체의 실적이 안정적으로 방어되었기 때문이다.

2013년 하반기 ~
2014년 상반기 부진했던
EG/TPA, 합성고무, PVC 등에 기회

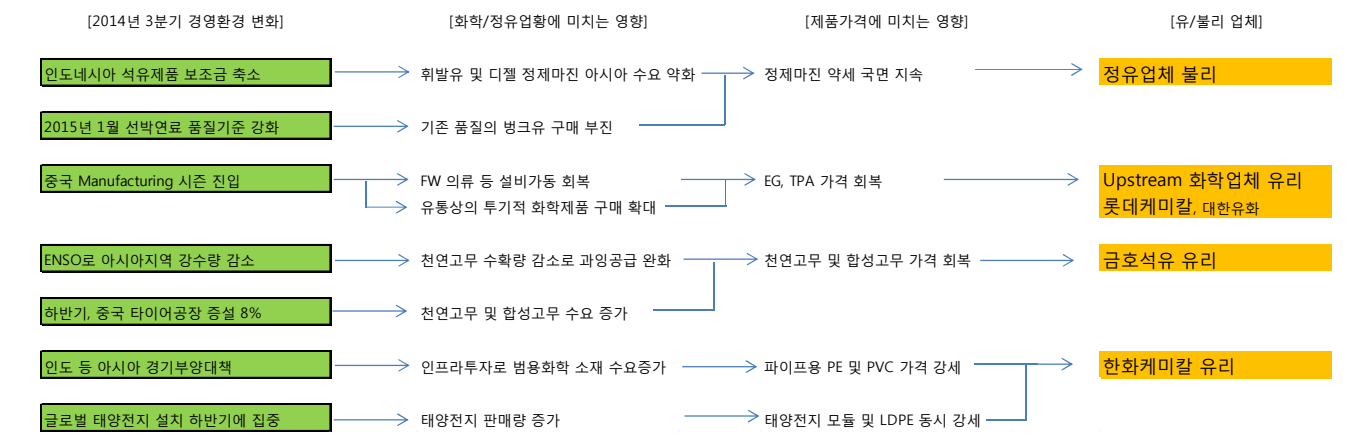
그러나, 2014년 3분기에는 상황이 다르게 진행될 전망이다. 앞서 3분기 전망처럼, 2014년 상반기 동안 약세를 보였던 EG/TPA, 합성고무, PVC 등의 화학제품에 기회가 생기고 있기 때문이다.

먼저, 7 ~9월에 중국은 Manufacturing Season 에 진입하는 동시에, 중국 정부의 경기부양 의지가 부각되면서, EG 와 TPA 가격이 가장 먼저 반응하고 있다. 2분기 900\$ 이하에 머물렀던 양제품 가격은 6월 하순에 1,000\$ 내외까지 반등한 상황이다.

몬순(Monsoon, 雨季)에 접어들었지만 상대적으로 적은 강우량으로 인해, 동남아시아 지역의 수확량이 줄어들고 있는 천연고무도 6월초 1,600\$을 바닥으로 반등하기 시작해 6월 말에는 1,750\$로 회복되었다.

그나마, 아직 반응이 없는 제품은 PVC 이다. 인도의 우기가 끝나는 9월부터 인프라 투자용 PVC 수요가 증가하면서 제품가격도 견조한 회복을 기대해 볼 수 있다.

표15. 2014년 3분기, 화학/정유 주요 경영환경과 투자 전술



자료: 동양증권 리서치센터

(2) 2014년 3분기 Top Picks : 금호석유, 롯데케미칼, 한화케미칼

‘3분기 제품가격 상승 → 주가 상승’ 구도가 그려지는 화학 3총사

2014년 3분기 동안 ‘제품가격 상승 → 주가 상승 → 실적 개선 → 주가 추가 상승’의 선순환에 접어들 것으로 예상되는 화학업체는 **금호석유(Strong Buy, 목표가 16만원)**, **롯데케미칼(Buy, 목표가 26만원)**, **한화케미칼(Buy, 목표가 2.6만원)**, 등이 대표적이다.

시기적으로 보면, 7 ~ 8월에는 롯데케미칼(주)과 금호석유(주) 모멘텀이 더 부각될 것으로 보이는 반면, 3분기 말에 접근할수록 한화케미칼(주)의 매력이 부각될 것으로 보인다.

금호석유(011780),
천연고무 및 합성고무 회복 수혜
하반기 영업이익 120% 증가 가능

금호석유(011780)은 100만톤 규모의 연간 합성고무 생산능력을 가진 글로벌 1위 업체이다. 2014년 하반기 천연고무 가격 반등으로 합성고무 수익성 개선이 기대된다. 이를 배경으로 2014년 하반기 영업이익 예상치는 1,627억원이 가능할 것으로 보이며, 상반기 대비 120% 정도 회복되는 것이다. 특히, 산업은행(주) 보유지분 14%가 출회되면서, 지배력이 취약한 대주주는 경영권방어를 위한 노력이 가시화될 수 있다. 주가에 또 다른 긍정변수이다.

롯데케미칼(011170),
3분기 EG 가격 회복 수혜
하반기 영업이익 상반기 대비 100% 증가

롯데케미칼(011170)은 104만톤의 연간 EG 생산능력을 가진 글로벌 5위권 수준의 MEG 생산업체이다. 2014년 3분기 화학섬유인 폴리에스터 핵심 원료로 사용되는 MEG 가격 회복이 기대된다. 이를 배경으로, 2014년 하반기 영업이익 예상치는 2,560억원으로, 상반기 대비 100% 회복되는 수준이다. 더구나, 최근 2년간 과잉공급에 시달리고 있는 또다른 주력제품인 TPA에는 6월 말부터 변화가 생기고 있다. 중국을 중심으로 TPA 가격을 원료인 PX에 연동하게끔 바꾼 것이다. 적자에 허덕이던 TPA도 손익분기점 수준의 실적을 달성할 수 있는 근간이 될 것으로 보인다.

한화케미칼(009830),
① 3 ~ 4분기 태양전지 모듈 및 PVC 가격 회복 기대 ② 하반기 영업이익 상반기 대비 10% 개선

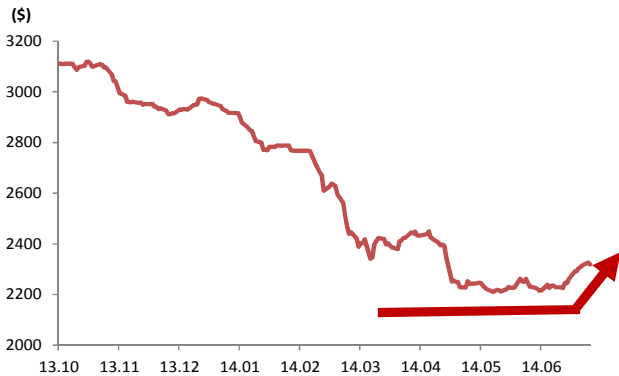
한화케미칼(009830)은 연간 2.4GW 규모의 태양전지 모듈 생산능력을 가진 글로벌 3위권 업체이다. 뿐만 아니라, 글로벌 20위권의 PVC 56만톤 생산능력(국내 2위)을 가지고 있다. 2014년 하반기 태양광 설치 집중으로 모듈 가격 반등이 기대된다는 점과 인도 수출확대로 PVC 수출 가격 회복이 예상된다. 이를 배경으로, 2014년 하반기 영업이익 예상치는 1,532억원으로, 상반기 및 전년대비 각각 10%와 105% 이상 증가할 것으로 보인다. 더구나, 과도한 차입금 축소 노력이 가시화되고 있는 점도 안정적인 주가 상승을 가능하게 할 것이다.

표 16. 2014년 3분기에 추천하는 화학업체(금호석유(주), 롯데케미칼(주), 한화케미칼(주))의 분기 실적 추정치

구분	분기실적(억원)												연간실적(억원)		
	'12.1분기	'12.2분기	'12.3분기	'12.4분기	'13.1분기	'13.2분기	'13.3분기	'13.4분기	'14.1분기	'14.2분기	'14.3분기	'14.4분기	2012	2013	2014(단)
금호석유 Strong Buy	16,226	15,840	14,317	12,454	14,170	13,834	11,921	11,396	12,416	12,008	12,942	12,929	58,837	51,321	50,296
매출액	1,219	262	452	306	779	756	-15	-177	286	429	754	873	2,238	1,343	2,341
영업이익	1,016	89	406	-215	343	262	55	-783	149	326	490	569	1,296	-123	1,534
자배주주 순이익	▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 429억원으로, 전분기 대비 소폭 증가. 합성고무 만 부진한 가운데, 합성수지/발전소/금호피엔비화학(주) 모두 실적 개선 ▶ 2014년 3분기 예상 영업손익 754억원으로, 전분기 대비 추가 개선 기대. 발전소 및 합성수지 강세 지속. 합성고무 및 금호피엔비화학(주) 흑자전환 예상 ▶ 2014년 세후이익의 예상치는 1,547억원으로, 전년 △123억원 대비 흑자 전환														
TP 160,000원															
롯데케미칼 Buy	38,504	39,488	41,319	39,718	41,712	41,593	40,393	40,682	38,734	37,120	39,630	38,770	159,028	164,381	154,254
매출액	2,027	-477	1,936	231	1,171	696	1,717	1,287	683	605	1,422	1,137	3,717	4,870	3,847
영업이익	1,674	-127	1,579	19	1,144	254	1,522	-42	486	258	1,080	824	3,145	2,879	2,648
자배주주 순이익	▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 605억원으로, 전분기 대비 소폭 감소. EG/TPA/부타디엔 가격 약세가 이어졌기 때문. 본사 올레핀 및 아로마틱은 약세를 보였지만, PE/PP 생산하는 타이탄(주)은 개선이 기대됨 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 1,422억원으로, 전분기 대비 개선 대폭 개선 예상. 성수기에 접어들어 EG/TPA 가격이 20% 내외 상승 하면서 실적 개선 전망 ▶ 2014년 세후이익의 예상치는 2,648억원으로, 전년 대비 8% 감소														
TP 260,000원															
한화케미칼 Buy	16,946	17,123	17,710	17,843	17,797	19,805	20,853	20,181	19,573	20,799	19,942	20,393	69,622	78,635	80,707
매출액	321	451	403	-1,123	-85	317	411	336	830	563	704	828	52	979	2,925
영업이익	347	-127	413	-337	252	-342	-19	191	198	270	875	240	296	82	1,565
자배주주 순이익	▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 563억원으로 전분기 대비 감소. LDPE 가격 하락 및 폴리실리콘 정제비용으로 300억원 정도 이익이 축소될 전망 ▶ 2014년 3분기 예상 영업손익 704억원으로 전분기 대비 회복 가능. PE/PVC 등 유화부문 가격 상승 효과와 전분기 정제비용 비용 소멸로 실적 회복. 영업외항목에서는 자회사 처분이익 850억원 정도 기대 ▶ 2014년 세후이익의 예상치는 1,565억원으로, 전년 82억원 대비 큰 폭 회복 기대														
TP 26,000원															

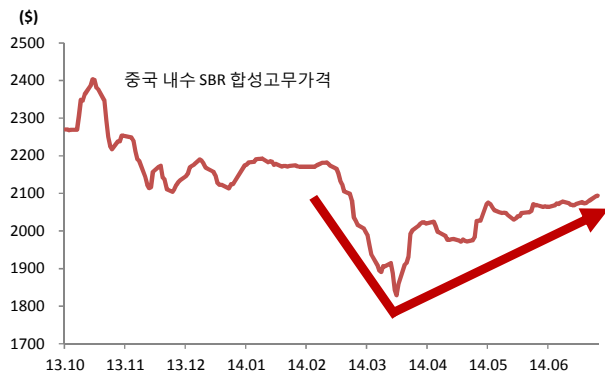
자료: 동양증권 리서치센터

그림 22. 최근 1년간 천연고무 가격 동향(중국) → 금호석유(주) 관련



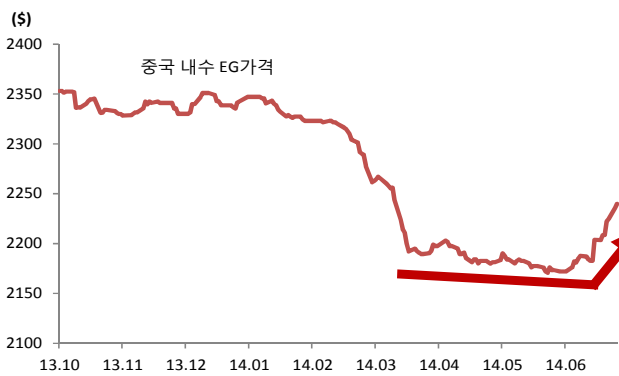
자료: 동양증권 리서치센터

그림 23. 최근 1년간 SBR 가격 동향(중국) → 금호석유(주) 관련



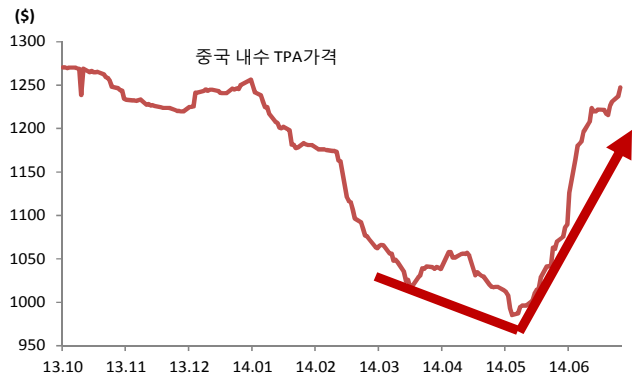
자료: 동양증권 리서치센터

그림 24. 최근 1년간 EG 가격 동향(중국) → 롯데케미칼(주) 관련



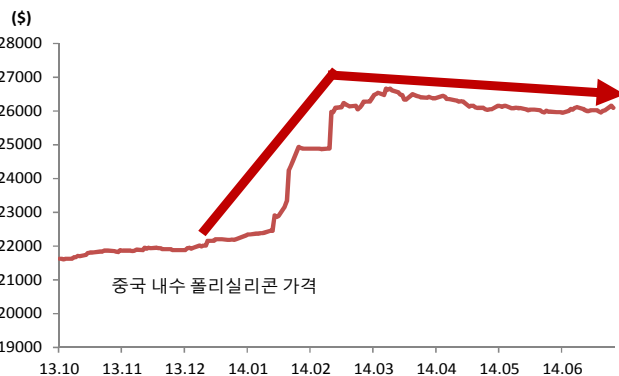
자료: 동양증권 리서치센터

그림 25. 최근 1년간 TPA 가격 동향(중국) → 롯데케미칼(주) 관련



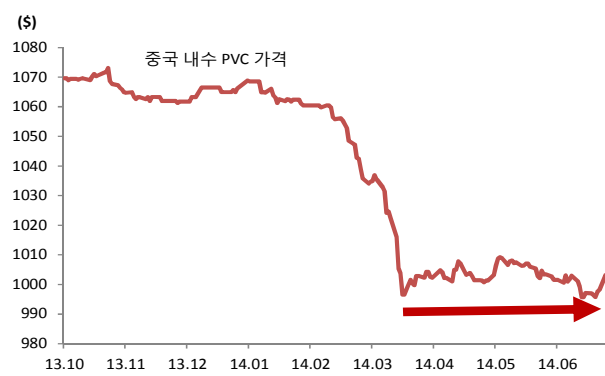
자료: 동양증권 리서치센터

그림 26. 최근 1년간 폴리실리론 가격 동향(중국) → 한화케미칼(주) 관련



자료: 동양증권 리서치센터

그림 27. 최근 1년간 PVC 가격 동향(중국) → 한화케미칼(주) 관련



자료: 동양증권 리서치센터

IV. 2014년 3분기 추천 종목 및 주요업체 2분기 실적 Preview

표 17. 2014년 3분기 관심 종목 : 제품가격 상승 모멘텀 존재

종목	목표주가/의견 변경 내역	투자포인트	참고 page
금호석유 (011780)	160,000원 유지 Strong Buy 유지	▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 429억원으로, 전분기 대비 증가 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 754억원으로, 전분기 대비 76% 개선 ▶ 2014년 목표주가 160,000원. 천연고무 및 합성고무 반등 모멘텀	24p
롯데케미칼 (011170)	260,000원 유지 Buy 유지	▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 605억원으로, 전분기 대비 약세 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 1,422억원으로, 전분기 대비 135% 개선 ▶ 2014년 목표주가 260,000원. EG/TPA 가격 반등 모멘텀	32p
한화케미칼 (009830)	26,000원 Buy 유지	▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 563억원으로, 전분기 대비 감소 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 704억원으로, 전분기 대비 25% 개선 ▶ 2014년 목표주가 26,000원. PVC/태양전지 가격 상승 모멘텀	40p

표 18. 2014년 2분기 실적 Preview 종목

종목	목표주가/의견 변경 내역	투자포인트	참고 page
SK이노베이션 (096770)	150,000원 Buy	▶ 2014년 2분기 예상 영업손익 △609억원으로, 전분기 대비 적자 전환 우려 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 2,736억원으로, 전분기 대비 흑자 전환 기대 ▶ 2014년 목표주가 150,000원. 박스권 주가 등락 전망	48p
S-Oil (096770)	70,000원(하향) Buy	▶ 2014년 2분기 예상 영업손익 △393억원으로, 전분기 대비 적자 전환 우려 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 881억원으로, 전분기 대비 흑자 전환 기대 ▶ 2014년 목표주가 70,000원. 실적 부진으로 배당투자 매력 감소	52p
LG화학 (051910)	340,000원 Buy	▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 3,841억원으로, 전분기 대비 소폭 개선 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 4,792억원으로, 전분기 대비 추가 개선 기대 ▶ 2014년 목표주가 340,000원. IT소재 부문 약세가 주가 상승 걸림돌	56p
코오롱인더 (120110)	70,000원 Hold	▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 674억원으로, 전분기 증가 전망 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 488억원으로, 전분기 대비 감소 ▶ 2014년 목표주가 70,000원. 분기 실적에 따라 주가 등락 지속	60p
SKC (01179)	40,000원 Buy	▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 363억원으로, 전분기 대비 개선 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 404억원으로, 전분기 대비 개선 ▶ 2014년 목표주가 40,000원. 분사 실적 모멘텀 약화	64p
휴켄스 (069260)	27,000원(하향) Buy 유지	▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 113억원으로, 전분기 대비 급감 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 125억원으로, 전분기 수준 유지 ▶ 2014년 목표주가 27,000원. 구조조정 성과 지연	68p
대한유화 (006650)	100,000원 Buy	▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 110억원으로, 전분기 대비 감소 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 187억원으로, 전분기 대비 회복 ▶ 2014년 목표주가 100,000원. 3분기 PE/PP 호조로 주가 회복 가능	72p
국도화학 (007690)	90,000원 Buy	▶ 2014년 2분기 예상 영업이익 123억원으로, 전분기 대비 개선 ▶ 2014년 3분기 예상 영업이익 153억원으로, 전분기 대비 개선 ▶ 2014년 목표주가 90,000원. 예복시 특수가 진입 시작	76p



화학업계의 불독(Bull-Dog) 항주원입니다.

(02)3770-5607

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

동양증권

금호석유 (011780)

2014년 3분기, 고무가격 회복 효과가 기대된다!

투자의견: Strong Buy

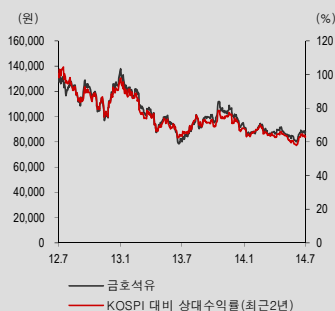
목표주가: 160,000원

화학

주가	88,000원
자본금	1,675억원
시가총액	27,923억원
주당순자산	49,033원
부채비율	148.88%
총발행주식수	33,491,177주
60일 평균 거래대금	99억원
60일 평균 거래량	114,426주
52주 고	112,000원
52주 저	80,000원
외인지분율	8.74%
주요주주	박찬구 외 6인 24.26%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	8.1	1.6	9.9
상대	8.0	0.7	(0.3)
절대(달러환산)	9.7	6.6	24.6



자료: Datastream



Why This Report

2014년 6월 고무시황에 변화가 발견되고 있습니다. 2년 동안 내리거만 했던 천연고무 가격이 반등하기 시작했기 때문입니다. 5월 말 1,650\$에서 6월 말에는 1,800\$ 까지 회복되었군요. 이런 시기에 EIU(Economist Intelligence Unit)라는 유럽 경제전망 기관에서 흥미로운 천연고무 보고서가 나왔습니다. 2014년 천연고무 생산량 증가율이 0.8%에 그친다는 내용입니다. 기상이변과 Uproot(뿌리 뽑기) 때문이라고 합니다. 2012년부터 문제된 과잉공급 문제가 드디어 해결의 실마리가 잡히는 것은 아닐까요? 천연고무가격 회복은 금호석유주에 분명 중요한 시그널입니다.

Investment Point

2014년 2분기 예상 실적 : 영업이익 429억원으로, 2개 분기 연속 개선

▶ 2분기 예상 실적은 매출액 2조 2,008억원(전분기 1조 2,416억원), 영업이익 429억원(전분기 286억원), 지배주주 순이익 326억원(전분기 149억원) 등. 영업이익은 전분기 대비 50% 증가 예상. 다만, 시장 컨센서스(2014년 7월 4일 기준) 456억원 보다 소폭 하회할 전망

▶ 실적 회복 배경 : 1) 설비 가동률이 90%를 상회하는 호조로 합성수지(ABS, PS) 영업이익 160억원 예상(전분기 341억원) 2) 석탄발전소 및 정밀화학 호조로 영업이익 360억원 예상(전분기 341억원) 3) 예폭시, 페놀 등 호조로 금호피앤비화학(주) 영업손익은 △1억원 내외로 전분기 △90억원 적자폭 축소 4) 다만, 합성고무 부문 영업손익은 △90억원(전분기 △101억원)으로 약세가 이어짐

2014년 3분기 실적 모멘텀 : 예상 영업이익 754억원으로 전분기 대비 70% 이상 회복

▶ 3분기 실적 추정치는 매출액 1조 2,942억원(전분기 1조 2,008억원), 영업이익 754억원(전분기 429억원), 지배주주 순이익 512억원(전분기 326억원) 등. 영업이익은 전분기 추정치 429억원 대비 76% 증가 가능

▶ 3개 분기 연속 실적 개선 배경 : 1) 천연고무 및 합성고무 가격 회복을 바탕으로, 합성고무 사업부문 영업이익 170억원으로 흑자 전환 예상 2) 예폭시 4.5만톤 증설과 BPA 등 가격 인상 효과에 힘입어 금호피앤비화학(주) 60억원 전후의 영업흑자 실현 가능 3) 발전소/합성수지는 여전히 호조세를 보이면서 510억원 내외의 영업이익 달성 가능

투자의견 Strong BUY, 목표주가 160,000원 유지

- '2014년 하반기 합성고무 회복 → 2015년 발전소 증설' 등의 기업체질 강화 과정 진행 중
- 현재 PBR 1.8배 수준으로 높아 보이지만, 발전소 증설후 ROE 23% 고려시 저평가 상태

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	58,837	51,321	50,296	56,386	64,715
매출액증가율	-8.9	-12.8	-2.0	12.1	14.8
영업이익	2,238	1,342	2,341	4,416	6,570
영업이익률	3.8	2.6	4.7	7.8	10.2
지배주주귀속 순이익	1,296	-123	1,534	3,123	4,935
지배주주 귀속 EPS	4,049	-558	4,882	10,097	16,043
증가율	-79.1	-113.8	-974.9	106.8	58.9
PER	31.9	-180.9	18.0	8.7	5.5
PBR	2.7	2.2	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	15.5	16.8	11.5	7.5	5.4
ROA	2.8	-0.3	3.6	7.1	10.3
ROE	8.7	-0.8	10.0	18.0	23.7

I. 2014년 2분기 예상 실적 : 2개 분기 연속 영업이익 개선

2014년 2분기, 실적 턴 어라운드
지속

2분기 영업이익 예상치
429억원으로, 전분기 286억원
대비 50% 개선

2014년 2분기 예상 실적 특징을 ‘예상보다 더디지만 실적 회복 가시화’로 요약할 수 있다. 2분기 추정실적을 살펴보면, 매출액 1조 2,008억원(전분기 1조 2,416억원), 영업이익 429억원(전분기 286억원), 지배주주 순이익 326억원(전분기 149억원) 등이다. 영업이익은 2013년 4분기 △177억원을 바닥으로 2014년 1분기 286억원에서 추가로 개선되는 수치이다. 다만, 영업이익 시장 컨센서스(2014년 7월 4일 기준) 456억원 보다는 낮을 것으로 보인다.

[표19]에서 잘 나타나듯이, 부문별로는 ‘합성수지 및 발전부문 강세가 지속된 가운데, 합성고무 및 금호 P&B(주)는 적자 규모가 축소’ 되는 모습이 기대된다.

1) 합성고무부문 예상 영업손익
1분기 △101억원 적자 →
2분기 △90억원 적자(e)

1) 합성고무 부문(BR, SBR 등) 예상 영업이익은 △90억원 수준으로, 전분기 △101억원에서 적자폭이 소폭 줄어들 전망이다. 판매량은 증가했지만, 판매가격 하락으로 전체 수익성 개선은 당초 기대보다 약할 전망이다. 2분기 합성고무 판매량은 1분기 대비 5% 정도 증가할 전망이다. SBR(연산 48만톤) 설비가동율은 1분기 90% 수준에서 2분기에 100%로 높아졌기 때문이다. 하지만, 34만톤 생산능력의 BR 설비 가동율은 60% 내외에서 약세를 보였다.

2분기 합성고무 제품가격은 1,800\$로, 전분기 1,980\$ 대비 9% 정도 하락하면서 영업실적 개선을 더디게 만들었다. 주로 4 ~ 5월 초 합성고무가격 급락 때문이었다. 합성고무(SBR)가격은 4월 1,750\$ → 5월 1,800\$ → 6월 1,920\$로 회복흐름을 보이고 있다.

2) 합성수지 예상 영업이익
1분기 136억원 →
2분기 160억원(e)

2) 합성수지 부문(ABS, PS, 포리올 등) 예상 영업이익은 160억원으로, 전분기 136억원 대비 개선이 예상된다. 판매물량 및 이익이 동시에 진행되기 때문이다. ABS/PS 설비 가동율은 1분기 80% 내외에서 2분기에 90% 대로 높아졌다. 이로 인해, 2분기 판매물량은 1분기 대비 5% 이상 증가한 것으로 보인다. 더구나, 영업이익률은 4% 중반으로, 전분기 4.1%에서 추가 개선이 기대된다.

3) 열병합 및 정밀화학
예상 영업이익
1분기 341억원 →
2분기 360억원(e)

3) 정밀화학/열병합발전 부문 예상 영업이익은 360억원으로, 전분기 341억원에 이어 강세흐름을 이어갈 전망이다. 유연탄 및 폐타이를 연료로 전기 및 스팀 에너지를 생산하는 발전소부문은 예년과 달리 2분기에 정기보수가 없다. 발전소 부문에서 350억원 이상의 영업이익이 달성이 가능한 배경이다. 뿐만 아니라, 합성고무 판매와 더불어 타이어 노화방지제/가황촉진제 등의 판매도 같이 증가하면서, 정밀화학부문 이익도 소폭 개선된 것으로 추산된다.

4) 금호 P&B(78% 지회사)
예상 영업손익
1분기 △90억원 적자 →
2분기 △1억원(e) 적자

4) 금호 P&B(지분율 78%) 예상 영업이익은 △1억원으로, 전분기 △90억원에서 손익분기점에 도달한 것으로 전망된다. 판매량 변화는 없었지만, 에폭시, 페놀, 아세톤 등의 가격 상승으로 적자 축소가 가능하다. 뿐만 아니라, 24만톤과 38만톤 생산능력을 각각 보유한 아세톤(전분기 1,000\$ → 1,100\$)과 페놀 가격(1,415\$ → 1,470\$)로 전분기 5 ~ 10% 인상되었다. 특히, 9만톤 생산능력을 가진 Epoxy는 선박용 도료시장 특수 효과로 인해, 3% 내외의 영업이익률을 유지하고 있다.

표 19. 금호석유(주) 실적 추정치 : 2014년 2분기 예상 영업이익 429 억원(전분기 286 억원, 시장 컨센서스 456 억원)

		2012				2013				2014				연간실적				
		1Q12	2012	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2014	3Q14	4Q14	2012	2013	2014	2015	
생산capa	SBR (만톤)		12.0	12.0	12.0	16.3	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	52.4	71.1	71.1	71.1	
	BR (만톤)		8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	34.2	34.2	34.2	34.2	
	ABS (만톤)		6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	25.0	25.0	25.0	25.0	
	가황축전제 (만톤)		2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	8.0	8.0	8.0	8.0	
	스틸 (톤/시간)		1,130	1,130	1,130	910	910	910	910	910	910	910	910	1,075	910	910	1,310	
	전기 (MWH)		186	186	186	155	155	155	155	155	155	155	155	178	155	155	155	
	BPA (만톤)		7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	10.8	10.8	10.8	7.0	10.8	10.8	28.0	35.5	39.3	43.0
	EPDM (만톤)		2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	10.0	13.0	16.0	22.0
	M DI (만톤)		3.8	3.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	17.5	20.0	20.0	20.0
			16,226	15,840	14,317	12,454	14,170	13,834	11,921	11,396	12,416	12,008	12,942	12,929	58,837	51,321	50,296	56,386
매출액	억원																	
합성고무	억원		8,706	8,567	6,928	6,174	6,801	6,540	5,107	4,501	5,103	4,488	5,044	5,530	30,375	22,949	20,165	25,827
SBR	\$/MT		3,304	2,994	2,396	2,440	2,446	2,192	1,805	2,200	1,961	1,799	1,950	1,970	2,834	2,161	1,920	2,240
BR	\$/MT		3,648	3,363	2,998	2,669	2,683	2,294	1,850	2,050	2,011	1,775	1,920	2,219	3,170	2,219	1,914	2,280
부타디엔(원재료)	\$/MT		3,468	2,606	2,133	1,686	1,911	1,395	1,156	1,450	1,421	1,347	1,400	1,450	2,473	1,478	1,404	1,725
합성수지	억원		3,421	3,228	3,372	2,871	3,314	3,597	3,404	3,164	3,335	3,683	3,634	3,300	12,892	13,479	13,962	13,213
ABS	\$/MT		2,091	1,903	1,947	1,920	1,985	1,881	1,982	1,900	1,916	1,891	1,900	1,880	1,965	1,937	1,897	1,860
PS	\$/MT		1,545	1,507	1,546	1,709	1,821	1,781	1,739	1,820	1,772	1,716	1,780	1,720	1,577	1,790	1,742	1,700
SM(원재료)	\$/MT		1,433	1,361	1,424	1,596	1,691	1,654	1,760	1,650	1,617	1,590	1,580	1,580	1,454	1,689	1,592	1,454
고무약품/유틸리티	억원		1,200	1,333	1,274	1,257	1,169	1,158	1,361	1,497	1,374	1,348	1,407	1,326	5,064	5,185	5,455	5,660
금호P&B	억원		2,899	2,712	2,743	2,152	2,886	2,539	2,049	2,234	2,604	2,489	2,857	2,774	10,506	9,708	10,724	11,686
에폭시	\$/MT		2,999	3,101	2,991	3,003	2,924	2,940	2,950	2,853	2,727	2,740	2,820	2,860	3,024	2,917	2,787	2,873
BPA	\$/MT		1,668	1,665	1,680	1,752	1,832	1,778	1,670	1,640	1,662	1,665	1,780	1,800	1,691	1,730	1,722	1,723
페놀	\$/MT		1,324	1,407	1,298	1,461	1,561	1,440	1,240	1,270	1,415	1,424	1,480	1,450	1,373	1,378	1,442	1,353
아세톤	\$/MT		981	978	898	914	1,080	996	1,011	965	1,000	1,100	1,140	1,120	943	1,013	1,090	1,113
벤젠(원재료)	\$/MT		1,183	1,102	1,178	1,365	1,400	1,287	1,260	1,270	1,310	1,285	1,300	1,280	1,207	1,304	1,294	1,263
영업이익	억원		1,219	262	452	306	779	755	-15	-177	286	429	754	873	2,238	1,342	2,341	4,416
합성고무	억원		753	-6	140	125	367	493	-12	-175	-101	-90	173	233	1,012	672	216	1,767
Cash마진	\$/MT		613	201	251	251	382	449	138	-52	93	50	130	150	329	229	106	315
합성수지	억원		86	-1	135	57	107	81	59	7	136	160	147	130	276	255	573	559
Cash마진	\$/MT		200	196	242	131	258	221	179	159	265	278	224	173	192	204	235	237
고무약품/유틸리티	억원		294	186	189	161	224	152	177	163	341	360	370	323	830	716	1,394	1,521
금호P&B	억원		32	82	-26	-36	82	30	-240	-171	-90	-1	63	186	52	-300	159	570
Cash마진	\$/MT		260	221	238	175	256	306	152	182	209	300	364	355	224	224	307	354
지배주주 순이익	억원		1,016	89	406	-215	343	262	55	-783	149	326	490	569	1,296	-123	1,534	3,123
EPS	원/주														4,049	-	558	4,882
BPS	원/주														47,407	45,227	49,033	57,105
ROE															8.5%	-1.2%	10.0%	17.7%

Fundamental 변화

- ▶ 2013년 1분기 : 영업이익 779억원, 지배주주 순이익 343억원. 영업이익 규모는 전분기 306억원 대비 156% 회복된 수치. 대우건설, CJ대한통원, 아시아나항공 매도가능유가증권 손상차손 200억원 발생
- ▶ 2013년 2분기 : 영업이익 768억원으로, 전분기 대비 유사한 영업실적 달성. 업황 악세에도 불구하고, 합성고무 이익률 7% 회복에 의미가 있음
- ▶ 2013년 3분기 : 영업이익 768억원 대비 대폭 감소. 2008년 금융위기 이후 분기실적 기준 최저치. 7~8월 부타디엔 및 합성고무 가격 급락 때문. BPA 판매부진에 따른 금호P&B 적자실태
- ▶ 2013년 4분기 : 영업손실 177억원 수준으로, 전분기 159억원에서 적자폭 확대.
- ▶ 2014년 1분기 : 영업이익 286억원 수준으로, 전분기 177억원 적자에서 흑자 전환에 성공. 합성수지와 발전소 실적 호조가 눈에 띄임
 - (1) 합성고무 부문 영업손익은 101억원(전분기 170억원 수준)으로 적자폭이 축소됨. 합성고무 설비가동률 2월부터 정상가동(SBR 100%, SSBR 100%, BR 60%). 고가 C4 구매 계약 종료로, 원료비 200\$/톤 절감
 - (2) 합성수지(ABS/PS) 부문 영업이익은 136억원 수준(전분기 74억원)으로 대폭 개선. ABS 및 PS 가격 회복 속세에 원료인 SM 가격은 안정화되고 있기 때문. 더불어, PPG 판매 호조도 이어지고 있음
 - (3) 발전소/특수고무/기타 부문 영업이익은 341억원(전분기 163억원 내외)으로 전분기 대비 개선. 지난 4분기에는 발전설비 평가보수 및 주요 수요설비(고무 등) 가동률 축소로 스텝 판매가 부진했음. 1분기 정상 가동으로 수익 개선에 기여
 - (4) 금호P&B 영업손익은 90억원(전분기 171억원)으로 적자폭 축소됨. 아시아 BPA 생산업체의 가동률 조정에 의한 가격 인상 효과로 적자폭이 개선됨
- ▶ 2014년 2분기 : 예상 영업이익 429억원 수준으로, 전분기 286억원 대비 개선 기대. 합성수지와 발전소 실적 호조 속에 합성고무는 부진 상태가 이어졌음
 - (1) 합성고무 부문 영업손익은 90억원(전분기 101억원 수준)으로 적자폭이 소폭 축소될 것으로 예상
 - 합성고무 설비 가동률은 SBR 100%, SSBR 100%, BR 60%으로 1분기 대비 회복됨. 합성고무 판매물량도 6% 정도 개선됨. 다만, 판매가격 하락으로 합성고무 판매액은 전분기 대비 감소 전망
 - (2) 합성수지(ABS/PS) 부문 영업이익은 160억원 수준(전분기 136억원)으로 호조 예상. ABS 및 PS 설비 가동률이 90% 대로 회복되면서 호황세를 유지하고 있음. 영업이익률도 4% 중반 대를 기록할 전망
 - (3) 발전소/특수고무/기타 부문 영업이익은 360억원(전분기 341억원 내외)으로 전분기에 이어 강세 지속. 발전소 정기보수가 10월로 연기되면서 2분기에도 건조한 실적 달성 가능
 - (4) 금호P&B 영업손익은 147억원(전분기 90억원)으로 손익분기점에 근접한 것으로 파악됨. BPA 설비 가동률은 70% 중반 수준을 유지했지만, 내수 판매가격을 인상하면서 수익성을 회복시키고 있음. 특히, 영업이익률 4% 수준의 예상치 설비 4만톤 중설이 완료되면서 수익 회복의 견인차 역할
- ▶ 2014년 3분기 : 예상 영업이익 754억원 수준으로, 전분기 429억원 대비 흑자폭을 확대할 전망. 합성수지/발전소 호조속에 합성고무와 금호P&B가 흑자 전환할 것으로 기대되기 때문
 - (1) 합성고무 부문 영업손익은 170억원(전분기 90억원 수준)으로 흑자 전환이 가능할 전망
 - 3분기에는 BR 가동률이 높아지면서 판매물량 추가 확대가 예상됨. 뿐만 아니라, 합성고무 가격이 1900\$ 대로 높아지는 반면, 부타디엔 가격은 1400\$ 수준에서 머물면서 흑자 스프레드 달성이 가능함
 - (2) 합성수지(ABS/PS) 부문 영업이익은 147억원 수준(전분기 160억원)으로 강세 지속. 장난감, 가전제품, PPG 등의 수요 강세에 힘입어 설비 가동률 90% 대 유지
 - (3) 발전소/특수고무/기타 부문 영업이익은 370억원(전분기 360억원 내외)으로 강세 흐름 지속. 가황축전제 등 정밀화학 가동률 상승으로 흑자폭 확대 가능
 - (4) 금호P&B 영업손익은 63억원(전분기 147억원)으로 흑자전환이 예상됨. 예로서 4.5만톤 설비 가동이 본격화되는 가운데, BPA 등 주력제품 가격 회복이 동시에 가능하기 때문

- ▶ 2014년 : 금호P&B(자회사) Epoxy 4.5만톤 증설(2014년 2분기)
- ▶ 2015년 : 금호석유 열병합발전소 증설(2분기, 4분기), 금호P&B(자회사) 페놀 30만톤(2분기), 금호폴리캠주 EPDM 6만톤(2분기)

자료 : 동양증권 리서치센터

II. 2014년 3분기 매수해야 하는 이유 : 영업이익 3개 분기 연속 개선 가능

3분기 추정 영업이익
754억원으로, 전분기 대비 76%
추가 개선 기대

2014년 3분기 실적 회복 속도가 빨라질 전망이다. 3분기 실적 추정치는 매출액 1조 2,942억원(전분기 1조 2,008억원), 영업이익 754억원(전분기 429억원), 지배주주 순이익 512억원(전분기 326억원) 등이다. 영업이익은 전분기 추정치 429억원 대비 76% 증가되는 수치이다.

실적 회복 가능성을 높이는 배경으로 1) 합성고무 흑자전환, 2) 금호피앤비화학(주) 흑자전환 등 2가지를 지적할 수 있다.

합성고무 흑자 전환

2014년 6월 초, 합성고무
스프레드 554\$로 손익분기점
상향 돌파 성공.
하반기에는 더욱 강화 기대

2014년 6월부터 합성고무 부문 영업손익이 흑자전환에 성공하며 달라지고 있다. [그림28]에 나타나듯이, 10개월만에 보이는 변화이다. 6월 초 합성고무 평균 스프레드가 554\$로 상승하며, 손익분기점인 550\$을 상향 돌파했다. 2014년 하반기에는 스프레드 회복이 지속될 흑자 기조가 강화될 것으로 전망된다. 타이어업체의 합성고무 재고감소, 아시아 합성고무 신규증설 압박 완화, 대체재인 천연고무 가격 반등을 계기로, 합성고무 스프레드는 회복세에 접어들 것으로 보인다

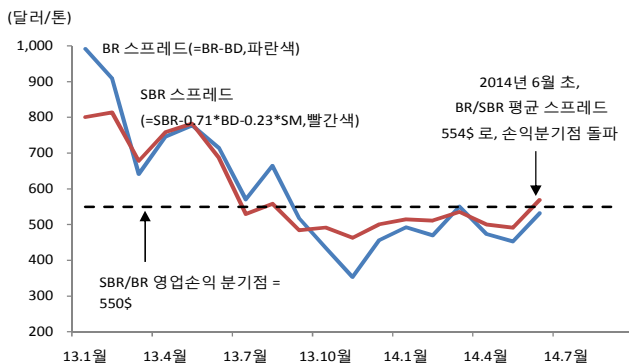
1) 2014년 중반,
타이어업체의
합성고무 보유재고
낮아져, 하반기
구매에 나설 수 밖에
없는 상황

첫째, 2014년 중반 현재, 타이어업체에서 보유하고 있는 합성고무 재고가 낮은 편이다. [그림29]는 타이어 최대 생산국인 일본의 합성고무 유통재고이다. 2014년 6월 현재, 재고 규모는 1,499톤으로, 평균치인 1,820톤 대비 17% 정도 미달하고 있다. 북미, 중국, 유럽 등 주요 타이어 소비지역의 판매 호조세를 비추어 볼 때 이례적인 것으로 보인다. 하반기에 합성고무 구매에 나서게 된다는 뜻이다.

2) 2014년 하반기, 아시아 지역
합성고무 신규증설 부담 감소

둘째, 2014년 하반기에는 합성고무 증설 압박이 줄어들 전망이다. [표20]는 2014년 아시아지역의 부타디엔(합성고무 원료)와 BR/SBR 증설 계획이다. 상반기에는 인도의 ISRL(주) SBR 12만톤, SBR Reliance(주) 15만톤, 중국의 Zhejiang Waitai(주) SBR 10만톤 등 37만톤 규모의 증설이 진행되었다. 물론, 수익성 악화로 인해, 양산 시기는 늦춰지고 있다. 반면, 하반기에는 중국 Liaoning Beifang Dynasol(주)의 S-SBR 10만톤 정도만 대기하고 있다. 여기서, SSBR은 친환경 타이어에 사용되는 고가제품으로, 기존의 SBR 시장에는 영향을 미치지 않는다. 2014년 하반기 금호석유(주)의 합성고무 판매 경쟁은 상반기보다 완화될 수 있다는 의미이다.

그림 28. 금호석유(주)의 BR/SBR 스프레드 추이 : 2014년 6월 흑자 전환



자료: 동양증권 리서치센터

표 20. 2014년 아시아 부타디엔과 합성고무 증설 계획 : 하반기 증설 압박 小

구분		부타디엔	신규증설	합성고무	신규증설
		기업(국적)	생산능력 (만톤/년)	기업(국적)	생산 능력 (만톤/년)
2014년	1분기	PTTG(태국)	7.5	ISRL(인도)	12.0
	2분기	Sichuan(중국)	15.0	Reliance(인도)	15.0
		Shangdong	15.0	Zhejiang	10.0
		Wanda(중국)		Weital(중국)	
		PCS(싱가폴)	10.0		
SECCO(중국)		9.0			
	FREP(중국)	6.0			
	3분기			Lianoning	10.
				Beifong(중국)	
	4분기				

자료: ICIS, 동양증권 리서치센터

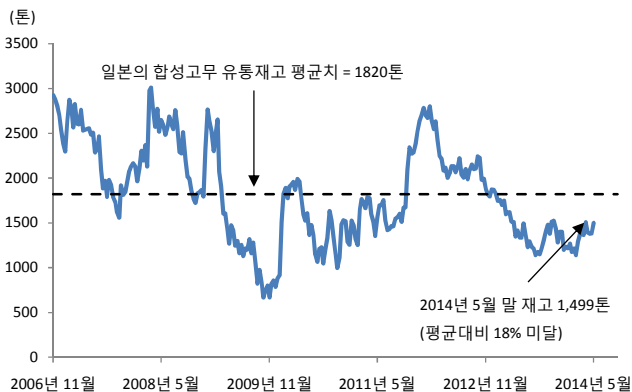
더구나, 2014년 2분기 말에는 부타디엔 신규설비 가동이 집중되어 있다. 중국 Sichuan 석화(주) 15만톤, 싱가포르 PCS(주) 10만톤, 중국 FREP(주) 6만톤, Secco(주) 9만톤 등이 3분기에는 양산하게 된다. 합성고무 생산업체 입장에서 구매 원료인 Butadiene 의 하반기 가격이 상대적으로 안정화될 수 있음을 의미한다.

3) 2014년 6월부터 시작된 천연고무 가격 회복세는 가팔라질 전망

셋째, 합성고무 대체재인 천연고무 가격 회복세가 가시화될 전망이다. [그림30]은 천연고무 가격 동향을 나타낸 그림이다. 2014년 초 2,400\$ 정도였던 천연고무 가격은 5월 말에는 1,650\$로 급락한 후 7월 초에는 1,800\$까지 회복되었다. 본격적인 수확시기에 접어드는 9월에는 가격 회복세가 더욱 뚜렷해질 전망이다.

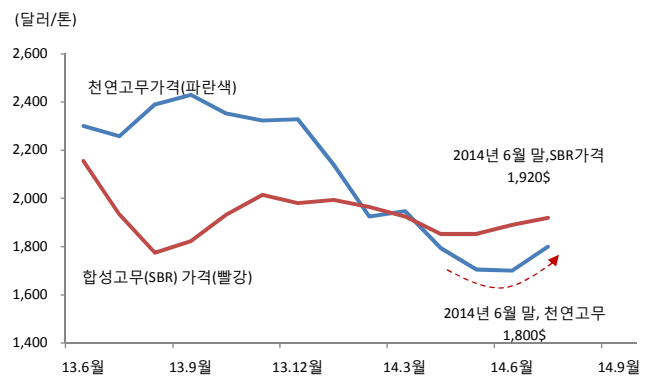
엘리뇨 영향으로 2014년 6월 인도지역 강수량은 예년의 40% 수준에 그치고 있는 것으로 알려져 있다. 동남아시아 전반에 걸쳐 진행되는 현상으로, 2014년 천연고무 생산증가율이 전년 대비 1% 미만에 그칠 것이라는 전망이 나오고 있다. (자료 : Economist Intelligence Unit, 2014년 5월). 반면, 타이어수요는 4% 내외 성장할 것으로 예상되고 있다. 이로 인해, [표21]에 나타나듯이 글로벌 천연고무 과잉재고가 점차 해소될 수 있다는 의미이다. 2016년 천연고무가격 반등이 일시적인 현상이 아니라는 뜻이다.

그림 29. 일본의 합성고무 유통재고 동향 : 평균대비 17% 미달



자료: Michelin

그림 30. 천연고무와 합성고무 가격 : 2014년 6월 반등 시작



자료: Bloomberg

표 21. 글로벌 천연고무 재고량 전망(EIU 전망)

구분	2012	2013	2014	2015	2016
	만톤	만톤	만톤	만톤	만톤
1분기	160.2	222.4	250.0	280.4	300.0
2분기	160.4	202.5	225.0	260.0	280.0
3분기	199.9	235.0	270.0	275.0	275.0
4분기	220.1	291.5	320.8	344.2	
% 변화율	+35.5	+32.4	+10.1	+7.3	

자료: EIU(2014년 5월)

표 22. 천연고무(태국 RSS 3 기준) 가격 전망

태국 RSS3	2012	2013	2014	2015	2016
	\$/톤	\$/톤	\$/톤	\$/톤	\$/톤
1분기	3,907	3,173	2,472	3,000	3,550
2분기	3,670	2,892	2,350	3,200	3,750
3분기	2,997	2,569	2,400	3,300	3,800
4분기	3,113	2,560	2,600	3,500	
연 평균	3,422	2,799	2,455	3,250	
% 변화율	△29.7	△18.2	△12.3	+32.4	

자료: EIU(2014년 5월)

금호피앤비화학(주) 실적 턴 어라운드

2014년 하반기
금호피앤비화학(주) 흑자전환 가능

- 1) BPA 스프레드
2013년 1분기
바닥확인 후 반등
시작

2014년 2분기 말을 기점으로, 금호피앤비화학(주)은 실적 턴 어라운드에 성공할 것으로 보인다. BPA 스프레드 반등과 Epoxy 신규증설 효과 때문이다.

첫째, 주력제품인 BPA 제품 스프레드 개선이 기대된다. [그림31]은 BPA의 스프레드(=BPA - 0.62*벤젠 - 0.38*프로필렌) 흐름이다. 2013년 12월 197\$로, 최근 10년래 최저점을 통과한 이후 반등에 성공하는 모습을 보이고 있다. 주요 BPA 생산업체의 생산량 조절 뿐만 아니라, 글로벌 선박용 도료 수요가 증가하면서 BPA 수요여건이 개선되었기 때문이다. 하반기에 방수용 도료로 사용되는 에폭시 신규증설 및 주문 증가가 이어진다는 점을 감안하면, BPA는 2014년 1분기를 기점으로 바닥 탈출에 성공한 것으로 판단된다.

- 2) 2014년 6월 Epoxy
4.5만톤 증설로, 연간
영업이익 50 ~
60억원 증가

둘째, 금호피앤비화학(주)의 생산제품 구성이 변한다. 2013년 3분기 BPA 15만톤 증설에 이어 2014년 6월에는 Epoxy 수지(방수용 도료, PCB 기판용 재료 등에 사용) 4.5만톤 신규설비가 가동된다. 연간 Epoxy 수지 생산능력은 9.0만톤에서 13.5만톤으로 증가하게 된다.

금호피앤비화학(주)의 주요 화학제품 총 생산능력이 160만톤이라는 점을 감안하면, 2014년 Epoxy 증설 규모는 3% 내외로 미미한 수준이다. 그럼에도 불구하고, 영업손익 개선에는 의미가 있다.

[그림32]에 나타나듯이, Epoxy 수지 스프레드(= Epoxy - 0.54*BPA - 0.45*ECH) 평균치는 1,120\$ 수준으로 큰 변동 없이 안정적인 흐름을 보여왔다. 주 원료인 BPA 가격에 Epoxy 가격이 연동하는 특징을 가지고 있기 때문이다. 이런 환경 덕분에 금호피앤비화학(주)의 Epoxy 부문도 매분기 3 ~ 4% 수준의 안정적인 영업이익률을 기록하고 있다. 2014 ~ 2015년 상반기, Epoxy의 주 수요처인 선박용 도료 수요가 확대되는 시기라는 점을 감안하면, 신규 증설 물량은 3 ~ 4% 영업이익률 하에서 판매에 무리가 없을 것으로 보인다. 구체적으로, 4.5만톤 신규설비 풀 가동을 가정할 경우, 매출액 1,300억원과 영업이익 40 ~ 50억원이 추가로 발생될 수 있다.

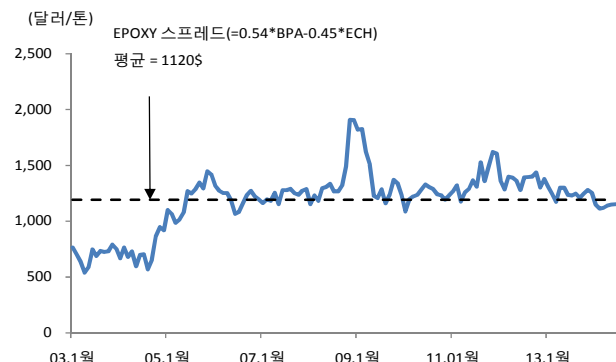
더구나, 신규로 증설된 Epoxy 4.5만톤을 생산하기 위해서는 BPA 2.4만톤이 필요하다. 2013년 7월 15만톤 증설 이후 가동율이 70% 중반에 머물렀던 BPA 가동율을 높일 수 있다. 적자상황인 BPA 제품이 흑자 상태인 Epoxy로 대체되는 효과를 기대할 수 있다.

그림 31. BPA 스프레드 : 2013년 4분기 이후, 턴 어라운드 시작



자료: 동양증권 리서치센터

그림 32. Epoxy 스프레드 : 안정적인 영업이익률 3 ~ 4% 유지 중



자료: 동양증권 리서치센터

금호석유 (011780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	58,837	51,321	50,296	56,386	64,715
매출원가	54,806	48,177	46,308	50,201	56,376
매출총이익	4,031	3,144	3,988	6,185	8,338
판매비	1,793	1,802	1,647	1,768	1,768
영업이익	2,238	1,342	2,341	4,416	6,570
EBITDA	3,837	3,086	4,138	6,199	8,265
영업외손익	-901	-2,048	-354	-238	60
외환관련손익	57	-14	30	-9	0
이자손익	-878	-650	-663	-680	-595
관계기업관련손익	670	326	286	443	648
기타	-750	-1,710	-7	7	7
법인세비용차감전순이익	1,337	-705	1,987	4,178	6,630
법인세비용	76	-278	441	965	1,532
계속사업순이익	1,261	-427	1,546	3,213	5,098
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,261	-427	1,546	3,213	5,098
지배지분순이익	1,296	-123	1,534	3,123	4,935
포괄순이익	1,572	-448	1,717	3,213	5,098
지배지분포괄이익	1,559	-168	1,474	2,628	4,148

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	14,901	12,589	12,780	15,529	18,638
현금및현금성자산	2,462	833	381	1,977	3,145
매출채권 및 기타채권	6,376	6,026	7,126	7,775	8,867
재고자산	5,673	5,386	4,912	5,416	6,265
비유동자산	29,206	29,527	29,508	30,588	31,041
유형자산	21,296	22,217	23,240	23,902	23,728
관계기업등 지분관련자산	3,181	3,375	3,599	4,042	4,690
기타투자자산	4,173	3,244	1,916	1,916	1,916
자산총계	44,107	42,116	42,288	46,117	49,679
유동부채	14,385	14,045	11,690	12,135	11,313
매입채무 및 기타채무	5,115	5,213	5,214	5,562	6,148
단기차입금	7,924	4,813	5,269	5,750	4,343
유동성장기부채	778	3,779	974	589	589
비유동부채	13,139	12,474	13,607	14,108	14,108
장기차입금	6,521	6,673	6,985	7,486	7,486
사채	5,580	5,086	5,902	5,902	5,902
부채총계	27,524	26,519	25,297	26,243	25,421
지배지분	15,477	14,746	16,021	18,724	22,850
자본금	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675
자본잉여금	2,653	2,652	2,652	2,652	2,652
이익잉여금	11,132	10,514	11,689	14,392	18,517
비지배지분	1,107	851	970	1,150	1,408
자본총계	16,584	15,598	16,991	19,875	24,258
순차입금	18,257	19,293	18,539	17,541	14,965
총차입금	20,932	20,362	19,146	19,744	18,337

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	2,455	2,877	4,155	5,574	6,656
당기순이익	1,261	-427	1,546	3,213	5,098
감가상각비	1,530	1,697	1,766	1,757	1,674
외환손익	-19	-2	-58	9	0
총속, 관계기업관련손익	-670	-326	-286	-443	-648
자산부채의 증감	-643	499	-412	-852	-1,409
기타현금흐름	996	1,436	1,599	1,889	1,942
투자활동 현금흐름	-3,738	-3,393	-1,605	-2,351	-1,432
투자자산	-38	8	1,360	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,688	-3,509	-3,019	-2,419	-1,500
유형자산 감소	4	43	0	0	0
기타현금흐름	-16	65	55	68	68
재무활동 현금흐름	-1,319	-1,112	-1,617	182	-2,211
단기차입금	-5,159	-3,091	462	482	-1,407
사채 및 장기차입금	4,399	2,522	-1,664	116	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-559	-559	-420	-420	-809
기타현금흐름	0	17	4	5	5
연결범위변동 등 기타	13	-2	-1,385	-1,809	-1,844
현금의 증감	-2,588	-1,629	-452	1,596	1,168
기초 현금	5,051	2,462	833	381	1,977
기말 현금	2,462	833	381	1,977	3,145
NOPLAT	2,238	1,342	2,341	4,416	6,570
FCF	-619	-453	186	1,908	3,837

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

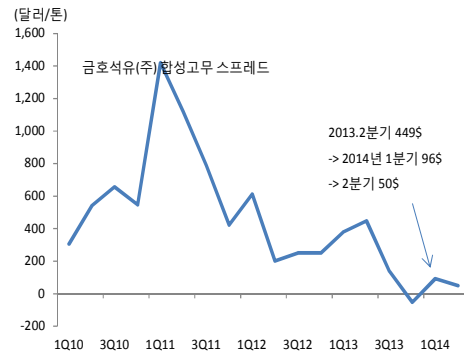
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	4,049	-558	4,882	10,097	16,043
BPS	47,407	45,227	49,033	57,105	69,423
EBITDAPS	11,458	9,216	12,355	18,509	24,678
SPS	175,679	153,238	150,177	168,360	193,229
DPS	2,000	1,500	1,500	3,065	4,848
PER	31.9	-180.9	18.0	8.7	5.5
PBR	2.7	2.2	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	15.5	16.8	11.5	7.5	5.4
PSR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5

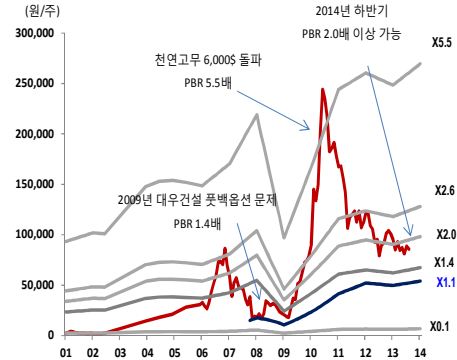
재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액 증가율 (%)	-8.9	-12.8	-2.0	12.1	14.8
영업이익 증가율 (%)	-73.3	-40.0	74.4	88.6	48.8
지배순이익 증가율 (%)	-74.4	-109.5	-1,344.9	103.6	58.0
매출총이익률 (%)	6.9	6.1	7.9	11.0	12.9
영업이익률 (%)	3.8	2.6	4.7	7.8	10.2
지배순이익률 (%)	2.2	-0.2	3.1	5.5	7.6
EBITDA 마진 (%)	6.5	6.0	8.2	11.0	12.8
ROIC	7.6	2.9	6.2	11.0	15.7
ROA	2.8	-0.3	3.6	7.1	10.3
ROE	8.7	-0.8	10.0	18.0	23.7
부채비율 (%)	166.0	170.0	148.9	132.0	104.8
순차입금/자기자본 (%)	118.0	130.8	115.7	93.7	65.5
영업이익/금융비용 (배)	2.2	1.9	3.3	6.2	9.8

그림 33. 금호석유(주)의 합성고무 스프레드 : 바닥 탈출 시도



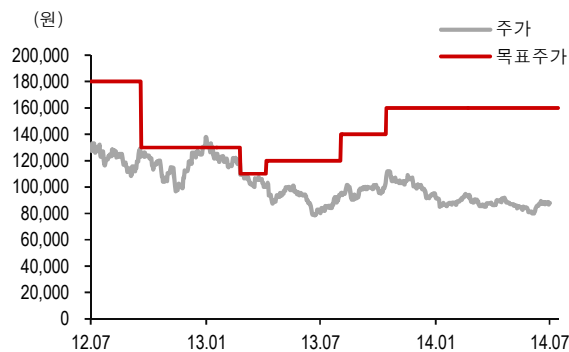
자료: 동양증권 리서치센터

그림 34. 금호석유(주) PBR 밴드 : 2.0 배 이상 기대



자료: 동양증권 리서치센터

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

날짜	투자의견	목표주가
2014-07-06	Strong Buy	160,000
2014-06-09	Strong Buy	160,000
2014-06-02	Strong Buy	160,000
2014-05-12	Strong Buy	160,000
2014-04-17	Strong Buy	160,000
2014-04-08	Strong Buy	160,000
2014-04-07	Strong Buy	160,000
2014-02-04	BUY	160,000
2014-01-07	BUY	160,000
2013-11-25	BUY	160,000

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -100%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



화학업계의 불독(Bull-Dog) 황지원은입니다.

(02)3770-5607

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

동양증권

롯데케미칼 (011170)

2014년 3분기, EG/TPA 반등 효과가 기대된다!

투자의견: BUY (Maintain)

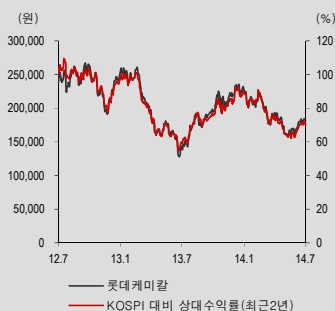
목표주가: 260,000원

화학

주가	182,000원
자본금	1,714억원
시가총액	62,381억원
주당순자산	189,882원
부채비율	58.79%
총발행주식수	34,275,419주
60일 평균 거래대금	289억원
60일 평균 거래량	166,021주
52주 고	235,500원
52주 저	138,000원
외인지분율	24.33%
주요주주	롯데물산 외 3인 53.55%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	11.7	(4.2)	28.6
상대	10.9	(5.1)	18.4
절대(달러환산)	13.3	0.3	44.5



자료: Datastream



Why This Report

2014년 6월에 접한 뉴스들을 되뇌어 봅니다. ① 중국은 부동산 성장을 완화해 경기 연속락을 유도하려고 한다. ② 인도는 저성장 국면 탈출을 위해 경기부양대책을 적극 검토하고 있다. ③ 인도네시아는 7월 대통령선거 이후, 국면전환을 위해 경제성장 전략을 추진할 것이다. ④ 태국 군사 과도정권은 민생안정을 위해 경제성장을 유도할 것이다. 재정건전성을 강조했던 2013년 이맘때와 사뭇 다른 행보입니다. 화학업체에 미치는 함의(Implication)는 무엇일까요? 2014년 6월, 롯데케미칼주주력제품인 EG, TPA 등의 가격 반등세가 상당기간 이어질 수 있다는 뜻일까요?!

Investment Point

2014년 2분기 예상 실적 : 영업이익 605억원으로 부진

▶ 2분기 예상 실적은 매출액 3조 7,120억원(전분기 3조 8,734억원), 영업이익 605억원(전분기 683억원), 지배주주 순이익 258억원(전분기 486억원) 등으로 부진한 실적 예상. 영업이익은 시장 컨센서스(2014년 7월 4일 기준) 1,061억원에 크게 하회 전망

▶ 실적 악화 배경 : 1) EG 가격 900\$ 초반 약세로 인해 본사 올레핀 부문 영업이익 721억원 예상(전분기 963억원) 2) TPA 890\$ 부진으로 아로마틱부문 영업손익 △340억원으로 부진(전분기 △288억원) 다만, 3) PE/PP 호조에 힘입어 타이탄(주) 자회사 영업손익은 224억원으로 전분기 8억원 대비 개선

2014년 3분기 실적 모멘텀 : 예상 영업이익 1,422억원으로 전분기 대비 135% 증가

▶ 3분기 예상매출액 3조 9,630억원(전분기 3조 7,120억원), 영업이익 1,422억원(전분기 605억원), 지배주주 순이익 1,080억원(전분기 258억원) 등임. 영업이익은 전분기 대비 135% 회복 가능

▶ 급격한 실적 개선 배경 : 1) EG 가격 1,050\$ 회복으로 본사 올레핀 부문 영업이익 1,200억원으로 회복 2) TPA 가격 1,050\$ 회복과 PIA(산업용 접착제) 설비 증설효과로 아로마틱 부문 영업손익 △17억원으로 적자 축소 3) PE/PP 강세 지속으로 타이탄(주) 영업이익 250억원 수준 강세 지속

투자의견 BUY, 목표주가 260,000원 유지

- 2014년 3분기, 주력제품가격 반등 → 실적회복 → 주가 회복 국면 지속
- 현재 PBR 1.0배 수준으로, 최근 5개년 평균치 1.5배 대비 상대적 저평가 상태

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	159,028	164,389	154,254	162,981	186,602
매출액증가율	1.3	3.4	-6.2	5.7	14.5
영업이익	3,717	4,874	3,848	5,736	9,697
영업이익률	2.3	3.0	2.5	3.5	5.2
지배주주귀속 순이익	3,145	2,879	2,647	3,984	7,595
지배주주 귀속 EPS	9,862	8,400	7,722	11,622	22,159
증가율	-67.9	-14.8	-8.1	50.5	90.7
PER	27.5	23.5	23.6	15.7	8.2
PBR	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	11.6	8.0	8.9	7.3	5.1
ROA	3.0	2.7	2.5	3.7	6.7
ROE	5.5	4.7	4.1	6.0	10.5

I. 2014년 2분기 예상 실적 : 영업이익 전분기 대비 11% 감익

2분기 추정 영업이익
606억원으로, 시장기대치
1,061억원 대비 크게 미달 예상

2014년 2분기 예상 실적 특징을 ‘주력제품인 EG/TPA 부진으로 실적 부진’으로 요약할 수 있다. 2분기 추정치는 매출액 3조 7,120억원(전분기 3조 8,734억원), 영업이익 605억원(전분기 683억원), 지배주주 순이익 258억원(전분기 486억원) 등이다. 특히, 영업이익 추정치는 전분기 683억원과 전년동기 696억원 대비 감소가 불가피 해 보인다. 게다가, 시장 컨센서스 1,061억원(2014년 7월 4일)에 크게 미달하는 수준이다. [표23]

말레이시아 자회사인 타이탄(주)은 실적 개선이 예상되지만, 본사의 올레핀 부문(舊 호남석유(주)) 및 아로마틱 부문(舊 KP 케미칼(주))은 전분기 대비 감소가 불가피하기 때문이다.

올레핀부문 영업이익
1분기 963억원 →
2분기 721억원(e)

- 1) 폴리올레핀 부문(舊 호남석유(주)) 영업이익 추정치는 721억원으로, 전분기 963억원을 크게 밀돌 전망이다. 주력제품인 PE/PP 가격 및 스프레드는 건조한 흐름을 보였지만, 합섬원료에 사용되는 EG 가격이 1분기 960\$ 수준에서 2분기에 930\$ 대로 떨어졌다. EG 가격이 최소한 960 ~ 970\$ 전후가 되어야 영업이익이 발생한다는 점을 감안하면, 2분기에 EG는 적자 상황에 빠진 것으로 추정된다. 뿐만 아니라, Butadiene 가격도 전분기 1,421\$에서 1,340\$ 수준으로 낮아졌다. 나프타 가격 950\$에서 Butadiene 가격이 최소한 1,500\$ 정도는 되어야 영업이익이 발생된다. 2분기 부진의 또다른 배경이다.

게다가, 원/달러 환율 하락(1분기 1,065원/달러 → 2분기 1,030원/달러)로 인해, 시차를 두고 구매하는 나프타 구매부담이 약 200억원 정도 추가로 발생되었다. 이것도 실적에 부담요인이다.

아로마틱부문 영업손익
1분기 △288억원 →
2분기 △340억원(e)

- 2) 아로마틱부문(舊 KP 케미칼(주)) 영업손익 추정치는 △340억원으로, 전분기 △288억원 대비 적자폭이 추가로 확대될 전망이다. 증설효과가 지연되는 가운데, 주력제품인 TPA 가격은 전분기 935\$에서 2분기 890\$로 하락했지만, 주 원료인 MX도 약 20 ~ 30\$ 정도 낮아지면서 스프레드가 약화되었기 때문이다. 2분기에는 국내 TPA 설비를 PIA 설비로 전환하는 작업이 완료되었다. PIA 생산능력이 기존 20만톤에서 46만톤으로 확대되었다. 수요상황을 고려할 때, 단기에 풀가동되기 보다 점진적인 판매가 가시화될 전망이다. 이로 인한 실적 개선효과는 3분기부터 시작된다.

뿐만 아니라, Lotte Chemical UK(영국 소재 PET 자회사)에서 PET 칩 생산능력을 기존 15만톤에서 35만톤으로, 약 20만톤 증설이 완료되었다. 당초에는 2분기부터 양산을 시작할 계획이었지만, 3분기로 지연되면서 2분기에는 실적 개선효과를 기대할 수 없었다.

타이탄(주) 자회사 영업이익
1분기 8억원 →
2분기 224억원(e)

- 3) 말레이시아 타이탄(주) 영업이익 추정치는 224억원으로 전분기 8억원에서 회복이 기대된다. 주력제품인 PE/PP 강세로, 평균 스프레드는 1분기 459\$에서 2분기 485\$로 높아졌기 때문이다. 더구나, 1분기에 Butadiene 10만톤 설비 정기보수로 발생되었던 일회성 비용이 소멸되면서 정상적인 판매가 이루어진 것도 실적 회복의 또다른 배경이 될 수 있다.

표 23. 롯데케미칼(주) 실적 추정치 : 2014년 2분기 예상 영업이익 605억원(전분기 683억원, 시장 컨센서스 1,061억원)

		2012				2013				2014				연간실적				
		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2012	2013	2014	2015	
생산capa	에틸렌 (만톤)	61.8	68.0	68.0	68.0	68.0	68.0	68.0	68.0	68.0	68.0	68.0	68.0	265.8	272.0	272.0	272.0	
	프로필렌 (만톤)	34.0	37.1	37.1	37.1	37.1	37.1	37.1	37.1	37.1	37.1	37.1	37.1	145.4	148.5	148.5	148.5	
	부타디엔 (만톤)	9.5	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	39.5	40.0	40.0	40.0	
	EG (만톤)	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	104.0	104.0	104.0	104.0	
	PP (만톤)	34.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	151.0	156.0	156.0	156.0	
	PE (만톤)	44.4	50.6	50.6	50.6	50.6	50.6	50.6	50.6	50.6	50.6	50.6	50.6	196.3	202.5	202.5	202.5	
	SM (만톤)	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	50.0	50.0	50.0	50.0	
	PET (만톤)	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	19.6	19.6	19.6	58.4	58.4	73.4	78.4	
	MMA (만톤)	3.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	18.5	20.0	20.0	20.0	
	PC (만톤)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	6.5	6.5	6.5	6.5	
	TPA/PIA (만톤)	53.8	53.8	53.8	53.8	53.8	53.8	53.8	53.8	41.3	41.3	41.3	41.3	215.0	215.0	165.0	165.0	
	PET필름 (만톤)					0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5		2.0	2.0	2.0	
	BR/SSBR (만톤)												1.3			1.3	5.0	
	매출액	역원	38,504	39,488	41,319	39,718	41,712	41,612	40,383	40,672	38,734	37,120	39,630	38,770	159,028	164,389	154,254	162,981
	본사 석화사업	역원	20,130	21,840	24,754	24,234	25,220	24,602	23,650	24,602	23,603	22,555	23,618	23,414	90,968	97,832	93,190	95,125
EG	\$/MT	1,065	925	1,007	1,083	1,150	970	1,080	1,040	963	938	1,050	1,000	1,023	1,000	988	1,047	
PP	\$/MT	1,388	1,375	1,381	1,406	1,406	1,388	1,375	1,510	1,488	1,503	1,500	1,470	1,383	1,420	1,490	1,494	
HDPE	\$/MT	1,365	1,337	1,317	1,353	1,430	1,405	1,443	1,520	1,533	1,573	1,586	1,520	1,344	1,450	1,553	1,545	
LD/LLDPE	\$/MT	1,358	1,309	1,287	1,338	1,403	1,378	1,500	1,660	1,624	1,558	1,599	1,650	1,318	1,485	1,608	1,540	
PET	\$/MT	1,608	1,539	1,406	1,604	1,829	1,613	1,630	1,670	1,542	1,494	1,590	1,640	1,547	1,636	1,567	1,640	
SM	\$/MT	1,433	1,361	1,424	1,536	1,691	1,654	1,780	1,650	1,617	1,590	1,580	1,580	1,454	1,689	1,592	1,454	
부타디엔	\$/MT	3,468	2,806	2,133	1,686	1,911	1,395	1,156	1,450	1,421	1,347	1,400	1,450	2,473	1,478	1,404	1,725	
PC	\$/MT	2,731	2,816	2,614	2,681	2,754	2,748	2,724	2,688	2,588	2,580	2,600	2,620	2,711	2,729	2,600	2,900	
나프타(원재료)	\$/MT	1,030	888	926	943	968	870	920	945	960	954	940	948	949	926	951	956	
타이탄	역원	6,488	6,888	6,960	5,954	6,844	7,216	6,903	7,462	6,995	7,047	7,108	6,938	26,289	28,425	28,087	28,659	
HDPE	\$/MT	1,365	1,337	1,317	1,353	1,430	1,405	1,443	1,520	1,533	1,573	1,586	1,520	1,344	1,450	1,553	1,545	
PP	\$/MT	1,388	1,375	1,381	1,406	1,406	1,388	1,375	1,510	1,488	1,503	1,500	1,470	1,383	1,420	1,490	1,494	
부타디엔	\$/MT	3,468	2,806	2,133	1,686	1,911	1,395	1,156	1,450	1,421	1,347	1,400	1,450	2,473	1,478	1,404	1,725	
나프타(원재료)	\$/MT	1,030	888	926	943	968	870	920	945	960	954	940	948	949	926	951	956	
KP캐미칼	역원	11,886	10,760	9,605	9,530	9,648	10,036	9,840	8,606	8,136	7,519	8,904	8,419	41,781	38,132	32,978	39,197	
TPA/PIA	\$/MT	1,185	1,066	1,041	1,121	1,164	1,054	1,083	1,030	995	890	1,050	1,000	1,103	1,083	969	1,058	
PET	\$/MT	1,608	1,539	1,406	1,604	1,829	1,613	1,630	1,670	1,542	1,494	1,590	1,640	1,547	1,636	1,567	1,640	
BTX(BZ+OX)	\$/MT	1,183	1,102	1,178	1,363	1,400	1,287	1,260	1,270	1,310	1,285	1,300	1,280	1,207	1,304	1,294	1,263	
MX(원재료)	\$/MT	1,194	1,087	1,119	1,221	1,225	1,089	1,140	1,170	1,050	1,028	1,100	1,050	1,158	1,133	1,057	1,270	
영업이익	역원	2,027	-477	1,936	231	1,174	686	1,717	1,287	683	605	1,422	1,137	3,717	4,874	3,847	5,736	
본사 석화사업	역원	1,657	120	1,657	556	1,289	979	1,688	1,605	963	721	1,190	1,208	3,990	5,541	4,083	4,490	
Cash마진	\$/MT	537	409	502	431	473	444	502	497	439	431	475	493	469.8	479.1	458.4	466	
타이탄	역원	-49	-312	371	-75	-157	-64	143	223	8	224	249	86	-255	142	567	687	
Cash마진	\$/MT	427	410	474	393	434	460	481	500	459	465	489	463	426	469	475	483	
KP캐미칼	역원	419	-85	-92	-250	39	-219	-94	-538	-288	-340	-17	-157	-8	-813	-802	599	
Cash마진	\$/MT	251	241	135	236	257	225	222	198	238	249	272	230	216	225	247	283	
지배주주 손이익	역원	1,674	-127	1,579	19	1,143	254	1,522	-41	486	258	1,080	824	3,145	2,879	2,648	3,984	
EPS	원/주													9,882	8,400	7,722	11,622	
BPS	원/주													176,320	182,325	189,882	200,522	
ROE														5.6%	4.6%	4.1%	5.8%	

Fundamental 변화

▶ 2013년 1분기 : 영업이익 1171억원, 지배주주 손이익 1144억원, 영업이익 규모는 전분기 231억원 대비 큰 폭으로 회복하는 추세임

▶ 2013년 2분기 : 영업이익 686억원으로, 1171억원 대비 큰 폭으로 감소. EG/부타디엔(TPA 부진)에 의해 PE/PP가 호조됨 때문

▶ 2013년 3분기 : 영업이익 1,717억원으로, 전분기 686억원에서 큰 폭으로 회복. PE/PP 호조세 속에, 주 원료인 나프타 투입원가 절감 효과 때문

▶ 2013년 4분기 : 영업이익 1,287억원으로, 전분기 1,717억원에서 조정. PE/PP/부타디엔 강세지만, BTX/EG/TPA 등이 비수기에 진입함기 때문. 특히, 아로마틱(TPA부진) 실적 악화 영향이 컸음

▶ 2014년 1분기 : 영업이익 683억원으로, 전분기 1,287억원에서 급감. 고가 나프타 가격 투입으로 EG/TPA 부진이 이어졌기 때문

(1) 본사 올레핀(총 호남석유) 영업이익 963억원(전분기 1,603억원) 전분기 대비 크게 감소. 주 원료인 나프타는 970\$ 내외에서 투입됨. 주력제품인 PE/PP 마진은 견조하게 이어지지만, EG 및 부타디엔 약세가 문제였음.

주력제품 1톤당 스프레드는 430\$ 수준으로, 지난 4분기 대비 50\$ 이상 하락한 상황. 다만, 다량인것은 3월부터 저가 나프타(원료)가 투입되면서 스프레드가 안정화되고 있다는 것임. 1분기 평균 나프타 투입가격은 960\$ 수준

(2) 타이탄(100% 자회사) 영업이익은 84억원(전분기 220억원)으로 전분기 대비 소폭 감소. 알레시아와 BD 공장 정비보수(2월)와 에틸렌가격 호강세로 인해, 인도네시아 공장 수익이 악화되기 때문

(3) 아로마틱(총 케미칼(케미칼, 해와치사) 영업손익은 △288억원(전분기 △538억원)으로 적자폭이 축소됨. TPA 시황은 전분기 대비 악화되지만, 적자 주범이던 영국셀렌(Lotte UK)의 TPA설비 가동중단으로 적자 폭을 줄였기 때문

특히, 1분기에는 BTX 집 신규설비 20만톤이 가동되기 시작함. 핵심원료인 PTA는 1분기에는 기존에 보유하고 있던 제고를 사용하면서 보수작업이 발생되었지만, 2분기부터는 한국 본사 물량 사용 예정

(4) 열화성 영업이익은 자산처분이익 170억원이 계상됨

▶ 2014년 2분기 : 예상 영업이익 605억원으로, 전분기 683억원 대비 정세 예상. 본사 올레핀 부문 실적 악세, 타이탄과 아로마틱 부문 회복 기대

(1) 본사 올레핀(총 호남석유) 영업이익 721억원(전분기 963억원) 전분기 대비 악세 예상. 2분기 평균 나프타 투입가격이 예상됨에 따라 판매량은 정제된 전망

주력제품 1톤당 스프레드는 431\$ 수준으로, 전분기와 비슷할 것으로 보임. 대신, 원/달러 환율하락으로 원료부담이 200억원 추가로 발생한 것으로 추정됨. 제품별로는 PE/PP 호조세는 이어지는 반면, EG/부타디엔 BTX는 약세가 이어지고 있음

(2) 타이탄(100% 자회사) 영업이익은 224억원(전분기 84억원)으로 전분기 대비 개선 예상. 원료인 나프타 가격 하락으로 스프레드는 485\$로 전분기 대비 20\$ 이상 개선. 더구나, 1분기 Butadiene 투입가격이 끝나면서 판매량도 확대 가능

(3) 아로마틱(총 케미칼(케미칼, 해와치사) 영업손익은 △340억원(전분기 △288억원)으로 적자상태가 나아질 전망. TPA 시황은 여전히 악할 것으로 예상됨.

Lotte UK에서 지난 분기 고가의 TPA 투입(2013년 말에 자체생산했던 TPA)이 끝나면서 적자폭이 축소될 것으로 예상. 한국 올신공정은 2분기말에 PIA 생산능력을 기존 20만톤에서 26만톤으로 확대할 계획임. 이로인해, 3분기에는 올신 아로마틱 공정에서 추가적인 실적 개선을 기대할 수 있음

▶ 2014년 3분기 : 예상 영업이익 1,422억원으로, 전분기 605억원 대비 800억원 이상 회복 가능. EG/TPA 회복으로 본사 올레핀과 아로마틱 개선 낙관됨

(1) 본사 올레핀(총 호남석유) 영업이익 1,190억원(전분기 721억원) 전분기 대비 강한 회복 기대. 주력제품인 EG 등의 상승기에 접어들면서 가격 회복이 이루어지기 때문

EG가격이 1,050\$ 수준에 유지되면서, 주력제품 1톤당 스프레드는 473\$(전분기 431\$) 회복 예상. 특별한 장기보수가 없기 때문에 NOC설비 가동률은 100% 수준을 유지할 전망

(2) 타이탄(100% 자회사) 영업이익은 249억원(전분기 224억원)으로 전분기 대비 개선 예상. PE/PP 가격 강세가 이어지기 때문

(3) 아로마틱(총 케미칼(케미칼, 해와치사) 영업손익은 △174억원(전분기 △340억원)으로 적자폭이 크게 축소될 전망. 주력제품인 TPA가격인 1,050\$ 수준을 유지할 것으로 예상되기 때문

더구나, 한국 올신공정은 2분기말에 PIA 생산능력을 기존 20만톤에서 46만톤으로 확대되면서 수익성 개선 가능

▶ 2014년 1분기 영국소재 TPA 생산 자회사인 LOUK(주) PET집 90만 종설, 연말 말레이시아에 BR 3.5만톤 신설

자료 : 동양증권 리서치센터

II. 2014년 3분기 매수해야 하는 이유 : 영업이익 135% 증가

3분기 추정 영업이익
1,422억원으로 전분기 대비
135% 급격한 회복 기대

2014년 3분기 매수 권고 이유로 '주력제품 가격 회복을 배경으로 실적 점프 매력' 이 풍부하기 때문이다. 3분기 실적 추정치는 매출액 3조 9,630억원(전분기 3조 7,120억원), 영업이익 1,422억원(전분기 605억원), 지배주주 순이익 1,080억원(전분기 258억원) 등이다. 영업이익은 전분기 추정치 605억원 대비 135% 정도 회복되는 수치이다.

실적 회복을 자신하는 배경은 1) EG/TPA 가격 회복, 2) PE/PP 스프레드 강세 지속, 3) PIA 증설 효과 등 3가지를 지적할 수 있다.

EG/TPA 가격 회복

3분기 EG 및 TPA 가격은
1,050\$ 수준(전분기
900\$ 전후)의 가격 강세 기대

연중 최대 성수기 진입을 배경으로, 그동안 부진했던 EG와 TPA 가격 회복이 기대되기 때문이다. 구체적으로, EG 가격은 2분기 930\$에서 3분기에는 1,050\$ 수준으로 회복될 수 있다. [그림35]에 나타나듯이, EG 스프레드도 적자권을 벗어나 4000\$ 이상의 스프레드 달성이 가능하다. 과잉공급 압박에 시달리고 있는 TPA 가격도 전분기 890\$ 수준에서 1,110\$ 수준으로 강한 반등이 기대된다.

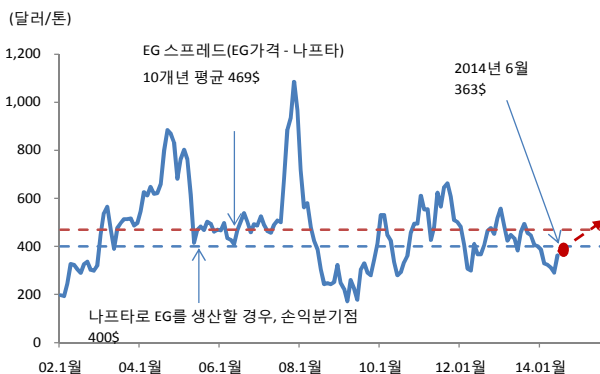
6~8월은 FW의류용
폴리에스터 섬유 성수기

첫째, 중국의 Manufacturing Season 진입으로 구매수요가 증가한다. [그림36]는 최근3개년간 중국의 EG 수입량을 월별로 평균한 것이다. 매년 6~9월 동안에는 매월 55~60만톤의 EG를 수입하고 있다. 비수기인 5월 평균 수입량 49만톤에 비교하면 계절성을 확인할 수 있다. EG/TPA 2가지 제품 모두 폴리에스터 섬유를 생산하는 핵심 원료이다. 3분기에는 가을/겨울 의류 생산을 위해 폴리에스터 섬유에 대한 소비가 집중되는 시기이다.

EG 하반기 신규증설 제한,
정기보수 증가로 공급 타이트

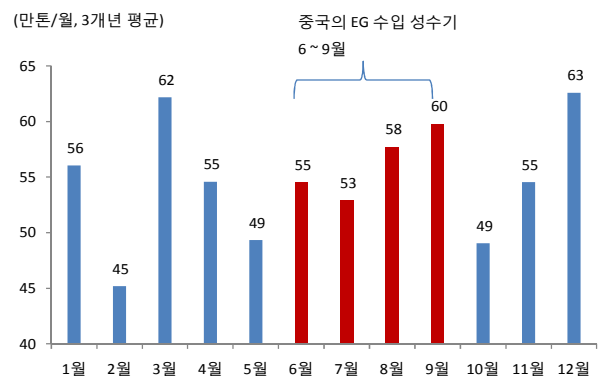
둘째, 하반기에는 대규모 신규 물량압박도 크지 않다. 2014년 상반기에는 대만 CMFC(주) 20만톤, 중국 Petrochina Sichuan 석화(주) 36만톤, Sinopec Hubei Chemical(주) 20만톤, Yongjin Chemical(주) 20만톤 등 96만톤 규모의 신규설비가 가동되었다. 반면, 하반기에는 중국 Xianjian Tianye(주) 25만톤, 한국 대한유화(주) 15만톤 등으로 신규설비 가동규모가 크지 않다. 뿐만 아니라, 세계최대 EG 생산업체인 사우디 SABIC(주)는 130만톤(Jubail 지역) 설비를 3~4분기 중에 2~3개월 정도 정기보수를 계획하고 있다. 하반기에는 분명 EG 공급은 상반기 대비 타이트할 수 밖에 없다.

그림 35. EG 스프레드(EG-0.65*나프타) : 2분기 바닥 터치후 반등 가능



자료: 동양증권 리서치센터

그림 36. 중국 EG 월별 수입량(최근 3개년) : 6~9월 수입 증가



자료: 무역협회

PE/PP 스프레드 강세 지속

인도 8% 경제성장을 회귀를 위해, 노후 인프라투자 등을 통한 경기부양 기대

2014년 9월, 몬순이 끝나면서 인도를 중심으로 PE 등에 대한 구매수요가 강화될 것으로 예상된다. 인구 12억명에 이르는 인도가 노후화된 인프라 투자를 통한 경기부양대책이 가시화되기 때문이다. 이럴 경우, 아시아 화학업체에는 분명 유리하다. 인도는 정유설비는 자국 소비 대비 30% 정도의 잉여 정유설비를 가지고 있어서 휘발유 등 석유제품은 수출하고 있지만, 석유화학제품 자급률은 77% 수준에 그치고 있다. 토목/건축에 연관된 경기부양이 시작될 경우, 화학제품에 대한 수입량 확대에 이어지게 된다.

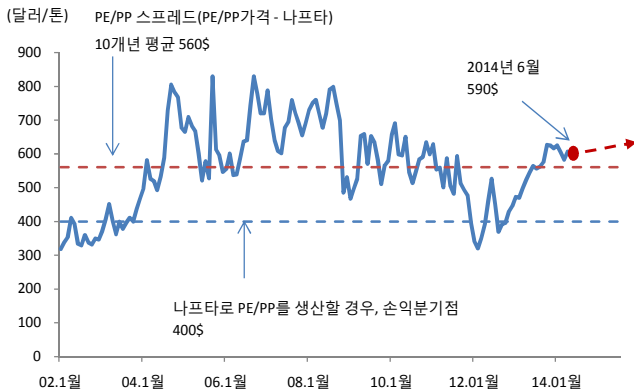
인도, 석화제품 자급률은 77% 수준. PE 제품 수입의존도 높음

[그림38]에 나타나듯이, **인도 경제성장시 가장 수혜를 볼 수 있는 화학소재는 PE가 포함되어 있다.** PE 연간 소비량은 388만톤이지만, 자체 생산능력이 296만톤으로, 자급할 수 있는 생산비율은 77% 수준이다. 연간 국내 소비에 부족한 규모는 145만톤 내외로, 수입에 의존해야 한다. PVC는 좀더 심각하다.

PE-나프타 스프레드 600\$ 전후의 강세 지속

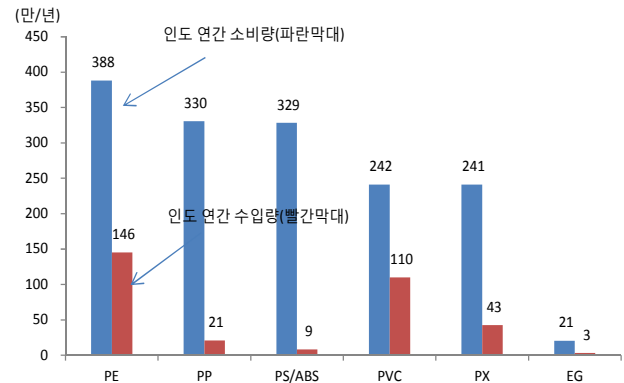
[그림37]은 PE/PP 1톤당 스프레드(=HDPE/LDPE/PP - 나프타) 추이다. 2013년 중반부터 회복되기 시작해서, 2013년 8월에 10개년 평균 스프레드인 560\$을 상향 돌파했다. 그 이후에도 강세를 유지하며, 2015년 5월 600\$ 수준에서 형성되고 있다. 인도 8% 특수가 발생되면, PE/PP 스프레드는 상당기간 600\$ 전후의 강세를 이어갈 수 있다. 추가로, [그림8]은 HDPE 스프레드이다. 타이탄주의 인도네시아 공장처럼 에틸렌을 원료로 HDPE를 만들어 내는 경우의 수익지표 흐름이다. 2014년 5월 스프레드는 203\$로 10개년 평균치인 190\$을 넘어서고 있다. 2014년 2분기 설비 가동률은 70%에 머물고 있지만, 인도 특수가 발생할 경우 스프레드 개선 및 가동률 개선이 동시에 진행될 것으로 기대된다. 타이탄주의 수익 회복을 이끌 수 있다.

그림 37. 주력제품인 PE/PP 스프레드(PE/PP-나프타) :



자료: 동양증권 리서치센터

그림 38. 화학제품별 인도 소비량과 수입량 : PE, PVC, PX, PP 수입량 많음



자료: 동양증권 리서치센터

TPA → PIA 설비 전환 효과

롯데케미칼주는 TPA 비중을 줄이면서, 고부가제품 위주로 생산구조를 변화

롯데케미칼주는 2014년 상반기에 TPA 에 편중되었던 생산구조를 다양하게 변화시키고 있다. 기존 아로마틱 부문 생산 능력은 TPA 205만톤(국내 105만톤 + 해외 100만톤), PIA (산업용 접착제 등) 20만톤, PET 중합설비 59만톤이었다. 생산구조 변화 뒤에는 TPA 147만톤, PIA 46만톤, PET 79만톤 등이 된다.

2013년 말, TPA 생산능력
50만톤 폐쇄

① 2013년 4분기 말에는 적자상황이 누적되고 있던 영국의 TPA 생산설비 50만톤 설비 폐쇄 결정을 내렸다.

2014년 2분기, PET 생산능력
20만톤 확대

② 2014년 1분기에는 영국 공장에서 PET 설비 20만톤 증설이 이루어졌다. 국내외 전체 PET 생산능력은 기존 59만톤에서 79만톤으로 확대되었다.

2014년 2분기 말, 고부가 PIA
생산능력 46만톤 확대

③ 2014년 2분기 말에는 국내 PIA 설비 증설이 완료된다. PIA 생산능력은 기존 20만톤에서 46만톤으로 증가하게 된다.

아로마틱 사업구조 개선으로 연간
1,700억원 이상의 영업이익 확대
가능

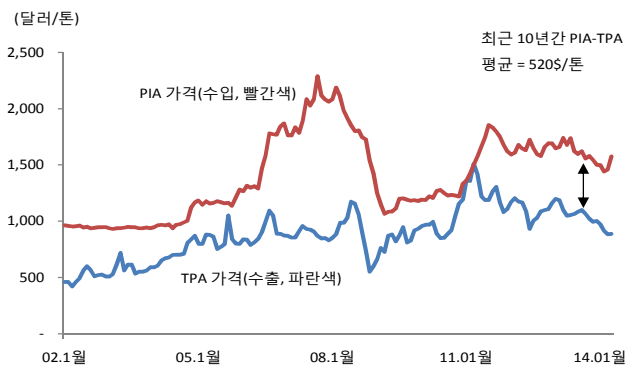
생산구조 변경전 기준으로 추정한, 아로마틱 부문 연간 실적은 매출액 3조 5,112억원, 영업손익 △2,223억원(영업이익률 △6.3%) 수준이다. 그러나, TPA 생산능력 58만톤 축소, PIA 6만톤 확장, PET 20만톤 증설을 적용할 경우 추정실적은 ‘매출액 3조 3,732억원, 영업손익 △469억원(영업이익률 △1.4%)’ 수준이다. 구조 변경 전 대비해서, 영업손익은 1,754억원 개선되는 효과가 기대된다. 매출액이 줄어드는 것은 영국 TPA 설비폐쇄에 따른 판매감소분이 크기 때문이다. 반면, 영업손익이 개선된 것은 TPA 보다 수익성이 높은 PIA 와 PET 로 제품비중을 확대하기 때문이다. [표24/그림39]

표 24. 롯데케미칼주 설비 변화에 따른 수익성 개선 효과

구 분		설비구성 변경전	설비구성 변경후
[생산능력]	TPA (만톤/년)	205	147
	PIA (만톤/년)	20	46
	PET (만톤/년)	59	79
	BTX (만톤/년)	32	32
[제품가격]	TPA (\$/톤)	890	890
	PIA (\$/톤)	1,432	1,425
	PET (\$/톤)	1,490	1,490
	BTX (\$/톤)	1,211	1,211
[원료가격]	EG (\$/톤)	918	918
	나프타 (\$/톤)	940	940
[스프레드, A]	PET (\$/톤)	37	37
	PIA (\$/톤)	572	572
	PET (\$/톤)	501	501
	BTX (\$/톤)	271	271
[손익분기고정비, B]	TPA (\$/톤)	230	30
	PIA (\$/톤)	230	230
	PET (\$/톤)	320	320
	BTX (\$/톤)	250	250
[실질스프레드, A B]	TPA (\$/톤)	△193	△193
	PIA (\$/톤)	342	342
	PET (\$/톤)	181	181
	BTX (\$/톤)	21	21
적용 환율	(원/달러)	1,040	1,040
[추정실적]			
연간 매출액	(억원)	35,112	33,732
연간 영업손익	(억원)	-2,223	-46
	영업이익률	-6.3%	-1.4%

자료: 동양증권 리서치센터

그림 39. TPA와 PIA 가격 비교 : PIA 가격은 TPA 대비 500\$ 정도 높아



자료: 무역협회, Ciscchem.com

롯데케미칼 (011170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	159,028	164,389	154,254	162,981	186,602
매출원가	151,092	155,272	146,406	153,129	172,203
매출총이익	7,936	9,118	7,848	9,851	14,399
판매비	4,219	4,243	4,001	4,115	4,702
영업이익	3,717	4,874	3,848	5,736	9,697
EBITDA	8,317	9,945	8,689	10,520	14,239
영업외손익	151	-1,128	-329	-524	232
외환관련손익	481	145	-47	0	0
이자손익	-277	-634	-742	-834	-775
관계기업관련손익	90	-274	218	310	1,007
기타	-142	-365	242	0	0
법인세비용차감전순손익	3,869	3,746	3,518	5,212	9,929
법인세비용	604	888	880	1,228	2,290
계속사업순손익	3,265	2,858	2,639	3,984	7,639
중단사업순손익	-103	0	0	0	0
당기순이익	3,161	2,858	2,639	3,984	7,639
지배지분순이익	3,145	2,879	2,647	3,984	7,595
포괄순이익	1,530	2,362	2,884	3,984	7,639
지배지분포괄이익	1,679	2,411	2,866	3,984	7,595

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	41,787	46,144	42,660	47,078	55,301
현금및현금성자산	7,448	9,791	5,538	7,837	10,966
매출채권 및 기타채권	16,377	15,992	15,512	16,485	18,821
재고자산	15,006	16,288	18,306	19,453	22,210
비유동자산	61,936	60,733	61,306	62,905	62,303
유형자산	44,209	41,865	42,236	43,541	41,947
관계기업등 지분관련자산	13,339	14,521	14,726	15,036	16,043
기타투자자산	1,668	1,630	1,635	1,635	1,635
자산총계	103,723	106,877	103,966	109,983	117,605
유동부채	26,727	29,290	23,414	25,519	27,884
매입채무 및 기타채무	19,065	14,951	11,984	12,735	14,540
단기차입금	1,632	5,770	5,505	5,619	5,777
유동성장기부채	4,772	7,318	3,477	4,717	5,119
비유동부채	16,155	14,642	15,079	15,322	13,385
장기차입금	3,170	4,454	5,555	4,956	5,007
사채	9,776	7,215	6,475	7,317	5,329
부채총계	42,882	43,932	38,493	40,841	41,269
지배지분	60,434	62,561	65,083	68,730	75,879
자본금	1,714	1,714	1,714	1,714	1,714
자본잉여금	4,721	4,773	4,765	4,765	4,765
이익잉여금	54,279	56,822	59,134	62,781	69,930
비지배지분	407	383	389	413	456
자본총계	60,841	62,945	65,472	69,142	76,335
순차입금	10,053	12,098	14,477	13,774	9,268
총차입금	19,551	25,036	21,807	23,403	22,027

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	1,028	3,593	3,855	7,842	8,724
당기순이익	3,161	2,858	2,639	3,984	7,639
감가상각비	4,571	5,050	4,823	4,768	4,527
외환손익	-414	-132	6	0	0
총속, 관계기업 관련손익	-75	274	-218	-310	-1,007
자산부채의 증감	-5,042	-5,365	-4,146	-1,318	-3,168
기타현금흐름	-1,173	908	751	718	733
투자활동 현금흐름	-4,469	-5,498	-3,610	-6,073	-2,933
투자자산	-2,842	-1,711	-1	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-5,981	-2,893	-5,142	-6,073	-2,933
유형자산 감소	160	157	69	0	0
기타현금흐름	4,194	-1,052	1,465	0	0
재무활동 현금흐름	-1,575	4,324	-4,321	1,260	-1,822
단기차입금	0	0	-273	114	158
사채 및 장기차입금	1,250	5,442	-3,466	1,483	-1,535
자본	32	-24	0	0	0
현금배당	-700	-337	-337	-337	-445
기타현금흐름	-2,156	-758	-245	0	0
연결범위변동 등 기타	-49	-76	-177	-729	-839
현금의 증감	-5,064	2,343	-4,253	2,299	3,129
기초 현금	12,513	7,448	9,791	5,538	7,837
기말 현금	7,448	9,791	5,538	7,837	10,966
NOPLAT	3,717	4,874	3,848	5,736	9,697
FCF	-3,286	532	-1,561	1,777	5,901

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

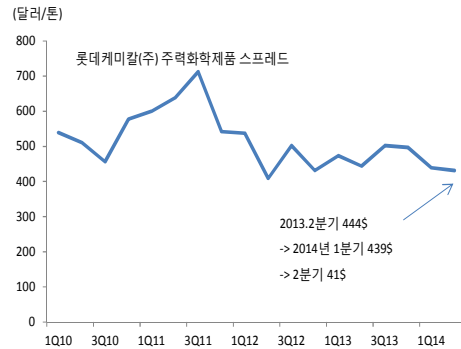
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	9,862	8,400	7,722	11,622	22,159
BPS	176,320	182,525	189,882	200,522	221,381
EBITDAPS	26,079	29,014	25,350	30,694	41,543
SPS	498,630	479,613	450,044	475,503	544,419
DPS	1,000	1,000	1,000	1,322	2,766
PER	27.5	23.5	23.6	15.7	8.2
PBR	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	11.6	8.0	8.9	7.3	5.1
PSR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3

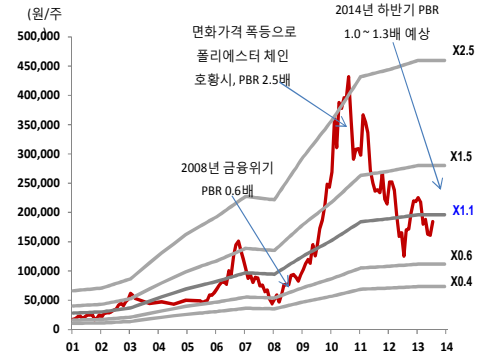
재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액 증가율 (%)	1.3	3.4	-6.2	5.7	14.5
영업이익 증가율 (%)	-74.7	31.1	-21.1	49.1	69.1
지배순이익 증가율 (%)	-67.8	-8.5	-8.1	50.5	90.7
매출총이익률 (%)	5.0	5.5	5.1	6.0	7.7
영업이익률 (%)	2.3	3.0	2.5	3.5	5.2
지배순이익률 (%)	2.0	1.8	1.7	2.4	4.1
EBITDA 마진 (%)	5.2	6.0	5.6	6.5	7.6
ROIC	5.9	6.4	4.7	6.7	11.0
ROA	3.0	2.7	2.5	3.7	6.7
ROE	5.5	4.7	4.1	6.0	10.5
부채비율 (%)	70.5	69.8	58.8	59.1	54.1
순차입금/자기자본 (%)	16.6	19.3	22.2	20.0	12.2
영업이익/금융비용 (배)	5.4	5.5	4.0	5.7	9.7

그림 40. 롯데케미칼주의 주력제품 스프레드



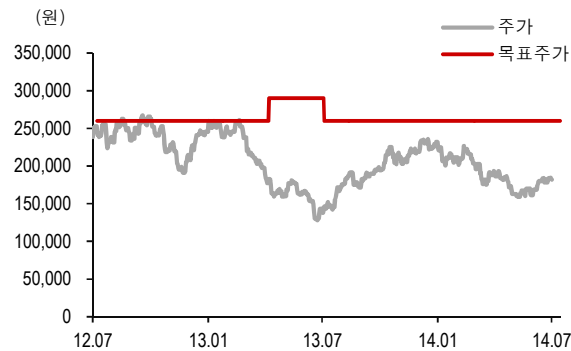
자료: 동양증권 리서치센터

그림 41. 롯데케미칼주의 PBR 밴드 : PBR 1.0~1.3 배 예상



자료: 동양증권 리서치센터

롯데케미칼 (011170) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2014-07-06	BUY	260,000
2014-06-03	BUY	260,000
2014-06-02	BUY	260,000
2014-05-12	BUY	260,000
2014-04-30	BUY	260,000
2014-04-08	BUY	260,000
2014-04-07	BUY	260,000
2014-03-26	BUY	260,000
2014-02-06	BUY	260,000
2014-01-07	BUY	260,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H-High, L-Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



화학업계의 불독(Bull-Dog) 항주원입니다.

(02)3770-5607

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

동양증권

한화케미칼 (009830)

2014년 하반기, PVC/태양전지 반등 효과가 기대된다!

투자의견: BUY (Maintain)

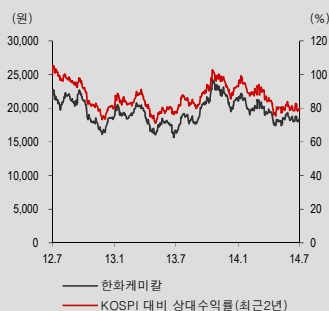
목표주가: 26,000원

화학

주가	18,350원
자본금	8,153억원
시가총액	29,819억원
주당순자산	27,805원
부채비율	167.20%
총발행주식수	163,063,308주
60일 평균 거래대금	327억원
60일 평균 거래량	1,795,368주
52주 고	24,200원
52주 저	16,300원
외인지분율	15.68%
주요주주	한화 외 6인 36.95%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(1.1)	(7.6)	10.2
상대	(1.7)	(8.4)	1.4
절대(달러환산)	0.4	(3.2)	23.8



자료: Datastream



Why This Report

과거 한화케미칼주의 주가 상승시기에는 공통점이 있습니다. LDPE-HDPE 스프레드가 (+) 상태에 있었습니다. LDPE는 비닐하우스 포장재로 사용되고, HDPE는 파이프 등에 사용되는 범용제품입니다. 2가지 제품 가격은 비슷하게 형성되는게 일반적이는데, 이상하게도 한화케미칼주 주가 급등시기에는 LDPE 가격이 HDPE 가격보다 100 ~ 200\$ 높았습니다. 2014년 6월 말에 다시 이런 현상이 발생되기 시작했습니다. 과연, 한화케미칼주를 매수해야 할 시기일까요? 그러면, LDPE-HDPE 스프레드와 한화케미칼주는 무슨 관계가 있을까요?

Investment Point

2014년 2분기 예상 실적 : 영업이익 563억원으로, 전분기 대비 30% 감익

▶ 2분기 예상 실적은 매출액 2조 799억원(전분기 예상치 1조 9,573억원), 영업이익 563억원(전분기 830억원), 지배주주 순이익 270억원(전분기 198억원) 등. 영업실적 1분기 대비 30% 이상 감소하는 동시에, 시장 컨센서스(2014년 7월 4일) 634억원 대비 하회 전망

▶ 실적 조정 배경 : 1) 주력 화학제품인 LDPE 가격 하락과 폴리실리콘 정기보수로 본사 영업손익 △2억원 적자 예상(전분기 210억원 흑자) 2) 태양전지 자회사도 일회성 이익 소멸로 영업이익은 164억원으로 소폭 감소 불가피(전분기 241억원) 3) 다만, 유통(갤러리아)과 소재(한화 L&C) 등의 실적은 견조하게 유지 예상

2014년 하반기 실적 모멘텀 : 영업이익 3분기 704억원 < 4분기 828억원

▶ 3분기 예상 매출액 1조 9,942억원(전분기 2조 799억원), 영업이익 704억원(전분기 563억원), 지배주주 순이익 857억원(전분기 270억원) 등임. 영업이익은 전분기 대비 25% 회복 가능. 더구나, 4분기 영업이익은 828억원으로 추가 개선 기대

▶ 하반기 실적 개선 배경 : 1) 인도 경기부양 대책 효과로 한국산 PVC 수출 여건이 개선되면서 본사부문에서 분기당 영업이익 200억원 달성 가능 2) 글로벌 태양전지 설치 수요가 집중되면서, 태양전지 자회사의 분기 영업이익이 200억원 이상 달성 가능 3) 유통 및 소재 등에서 분기당 350억원 안정적인 실적 가능

투자의견 BUY, 목표주가 26,000원 유지

- 2014년 하반기 PVC/LDPE/태양전지 업황 개선 + 재무구조 개선 = 기업가치 회복
- 현재 PBR 0.7배 수준으로, 평균치인 0.9배 도전 가능

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	69,622	78,636	80,707	83,102	91,176
매출액증가율	-12.3	12.9	2.6	3.0	9.7
영업이익	52	979	2,925	3,987	4,140
영업이익률	0.1	1.2	3.6	4.8	4.5
지배주주귀속 순이익	296	83	1,565	1,815	3,274
지배주주 귀속 EPS	208	57	963	1,117	2,017
증가율	-88.5	-72.6	1,589.5	16.0	80.6
PER	107.4	338.3	19.0	16.4	9.1
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	22.4	15.6	11.4	10.0	10.4
ROA	0.2	0.1	1.2	1.4	2.4
ROE	0.7	0.2	3.6	4.0	6.9

I. 2014년 2분기 예상 실적 : 영업이익 전분기 대비 30% 감익

2분기 예상 영업이익
563억원으로 서프라이즈 실적을
보였던 1분기 대비 30% 감소
예상

2014년 1분기 서프라이즈 실적을 달성한 이후, 2분기에는 조정이 불가피할 것으로 보인다. 2분기 추정 실적은 매출액 2조 799억원(전분기 예상치 1조 9,573억원), 영업이익 563억원(전분기 830억원), 지배주주 순이익 270억원(전분기 198억원) 등이다. 영업이익 추정치는 전분기 830억원 대비 32% 정도 감소하는 수치이다. 게다가, 시장 컨센서스(2014년 7월 4일 기준) 634억원에도 미달 할 것으로 보인다.[표25]

유화부문 제품가격 하락과 폴리실리콘 적자설비 가동으로 본사 실적이 줄어든 것이 가장 큰 배경이다. 반면, 유통(갤러리아백화점), 건재/소재(한화 L&C), 태양전지(한화솔라원주/한화큐셀주) 등은 1분기와 유사한 실적 흐름을 이어간 것으로 보인다.

본사부문
1분기 영업이익 210억원 →
2분기 △2억원(e)

- 1) 본사 부문(PE/PVC/가성소다/염소/폴리실리콘) 추정 영업손익은 △2억원 수준으로, 전분기 210억원에서 적자 전환할 것으로 전망이다. LDPE/LLDPE 가격은 전분기 1,624\$에서 2분기 1,558\$로, 약 66\$ 정도 하락 반면, 주 원료인 에틸렌 가격은 40\$(1분기 1,418\$ → 2분기 1,377\$) 정도 떨어지는데 그쳤다. PE 제품 스프레드 약화로 석유화학 부문 실적이 100억원 정도 감소한 것으로 추정된다.

게다가, 여수공장에서 폴리실리콘 1만톤 설비가 가동되기 시작했다. 4월에 90% 정도 설비를 돌렸다가, 5 ~ 6월에 정기보수를 실시하면서 평균 가동율은 60% 대에 머물렀다. 폴 가동하에 국제 판매가격 21 ~ 22\$/kg 로 판매할 경우, 분기당 영업손실 90억원가 발생되는데, 정기보수가 겹치면서 2분기에 160억원 규모의 영업손실이 발생될 전망이다.

태양광 자회사
1분기 영업이익 241억원 →
2분기 164억원(e)

- 2) 태양광자회사(한화솔라원주, 한화큐셀주)의 예상 영업이익은 164억원로, 전분기 241억원 대비 소폭 축소되지만 흑자 상태가 유지될 전망이다. 모듈 ASP(평균 판가)는 전분기 0.69\$에서 소폭 하락한 0.68\$ 수준이 예상되지만, 판매량은 10% 증가할 것으로 보인다. 특히, 한화솔라원주와 한화큐셀주의 W 당 평균 판매가격은 0.67 ~ 0.68\$ 수준을 유지하고 있다. 와트당 영업비용(생산비+판매비)는 0.65\$로, 와트당 0.02\$ 내외의 영업이익 달성이 가능하다.

한화갤러리아(유통)
1분기 영업이익 120억원 →
2분기 140억원(e)

- 3) 유통부문(한화갤러리아주, 한화타임월드주)의 영업이익은 전분기 120억원에서 140억원 수준으로 회복할 것으로 기대된다. 1분기에 서울 압구정 한화갤러리아주 명품관 리모델링이 마무리되면서, 3 ~ 4월 고객 증가율이 30%에 이르렀다. 아쉽게도, 세월호 여파로 5 ~ 6월 소비심리가 위축되면서 실적 개선폭이 제한될 전망이다.

건재/소재(한화 L&C주)
1분기 영업이익 183억원 →
2분기 198억원(e)

- 4) 건재/소재(한화 L&C주 등) 부문 영업이익은 198억원 수준으로, 전분기 183억원 대비 소폭 개선이 예상된다. 계절적인 성수기 진입으로 전자재 판매는 호조를 보였지만, 국내 스마트폰판매 위축으로 FCCL 등 전자재료 부문 실적은 정체되는 모습을 보였다.

- 5) 2014년 5월에는 GDR(Global Depositary Receipts, 해외주식예탁증권) 형태로, 유상증자가 이루어졌다. 유입되는 3,500억원으로, 2014년 만기도래하는 해외차입금과 회사채를 순차적으로 상환할 계획이다.

표 25. 한화케미칼(주) 실적 추정치 : 2014년 2분기 예상 영업이익 563억원(전분기 830억원, 시장 컨센서스 634억원)

	1Q12	2012				2013				2014				연간실적			
		2012	3Q12	4Q12		2013	3Q13	4Q13		2014	3Q14	4Q14		2012	2013	2014	2015
생산capa	PVC (만톤)	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	26.5	86	86	91	106
	LDPE(LDPE (만톤)	19.1	19.1	19.1	19.1	19.1	19.1	19.1	24.1	24.1	24.1	24.1		76	81	96	96
	가성소다 (만톤)	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8		87	87	87	89
	테양전지 모듈 (MW)	393	393	393	449	449	449	449	449	449	449	449	574	1,586	1,795	1,920	2,295
	테양전지 셀 (MW)	200	200	200	438	438	438	438	438	438	438	438	563	1,038	1,750	1,875	2,250
	폴리실리콘 (만톤)				438	438	438	438		0.25	0.25	0.25	0.25			1.0	1.3
매출액	억원	16,946	17,123	17,710	17,843	17,797	19,805	20,853	20,181	19,573	20,799	19,942	20,393	69,622	78,636	80,707	83,102
본사 유회사업	억원	3,783	3,140	3,821	3,401	3,320	3,824	4,171	4,250	3,816	4,000	4,206	4,079	14,145	15,575	16,102	15,325
LDPE	\$/MT	1,358	1,309	1,267	1,338	1,403	1,378	1,500	1,660	1,624	1,558	1,599	1,650	1,318	1,485	1,608	1,540
에틸렌(원재료)	\$/MT	1,272	1,122	1,166	1,212	1,258	1,157	1,226	1,350	1,418	1,377	1,370	1,350	1,193	1,248	1,379	1,349
본사 화상사업	억원	5,273	5,303	5,292	5,282	4,896	5,095	5,039	5,019	4,700	4,644	4,796	4,975	21,130	20,049	19,115	20,099
PVC	\$/MT	996	975	961	950	985	970	1,015	1,000	1,048	1,038	1,070	1,100	968	993	1,064	1,070
가성소다	\$/MT	449	460	460	390	342	320	330	340	320	330	340	340	440	333	333	407
EDC	\$/MT	305	312	263	300	301	300	300	315	340	398	403	400	295	304	385	400
여수폴리실리콘	억원									70	397	558	583			1,607	2,789
폴리실리콘 단가	\$/kg										22.0	21.7	22.4			22.0	21.9
본사 기타사업	억원	96	82	82	55	96	57	57	80	84	150	168	146	315	290	548	633
중국 남보	억원	699	774	914	837	753	900	1,034	854	696	677	744	772	3,224	3,541	2,899	3,113
PVC	\$/MT	996	975	951	950	985	970	1,015	1,000	1,048	1,038	1,070	1,100	968	993	1,064	1,070
EDC	\$/MT	305	312	263	300	301	300	300	315	340	398	403	400	295	304	385	400
한화솔라원	억원	1,416	1,972	1,794	1,464	1,943	2,158	2,059	2,257	1,950	2,070	2,034	1,869	6,646	8,428	7,923	9,607
테양전지 모듈 단가	\$/W	0.96	0.84	0.78	0.77	0.66	0.66	0.68	0.68	0.68	0.69	0.69	0.67	0.84	0.67	0.68	0.64
폴리실리콘(재료)	\$/kg	28.7	23.4	20.7	17.6	18.0	18.0	18.5	18.3	22.0	22.0	21.7	22.4	22.6	18.2	22.0	21.9
한화Q-Cell	억원				710	1,817	1,828	2,456	2,833	3,041	3,219	3,180	3,411	710	8,933	12,850	13,377
테양전지 셀 단가	\$/W			0.44	0.38	0.41	0.41	0.42	0.42	0.41	0.41	0.40	0.40	0.41	0.41	0.40	0.39
테양전지 Water(재료)	\$/장			1.02	0.89	0.90	0.90	0.93	0.91	0.90	0.89	0.87	0.86	0.96	0.91	0.88	0.87
캘리리야/타일월드	억원	882	872	792	1,084	1,181	1,181	1,122	1,428	1,174	1,346	1,317	1,533	3,630	4,912	5,371	6,149
한화L&C	억원	2,484	2,719	2,797	3,028	2,749	3,115	3,296	3,514	3,124	3,364	2,337	2,421	11,028	12,674	11,247	9,644
기타 자회사	억원	2,313	2,261	2,218	2,002	1,042	1,647	1,619	-74	988	1,328	1,160	1,188	8,795	4,234	4,664	5,155
영업이익	억원	321	451	403	-1,123	-85	317	411	336	830	563	704	828	52	979	2,925	3,987
본사 유회사업	억원	188	104	242	-68	105	247	271	241	246	141	195	125	466	864	708	899
Cash마진	\$/MT	47	63	151	124	105	248	330	364	297	267	308	344	96	262	304	234
본사 화상사업	억원	589	587	625	202	262	272	227	134	176	202	213	208	2,003	895	799	1,047
Cash마진	\$/MT	867	937	896	777	753	765	797	739	773	746	784	850	869	763	788	861
여수폴리실리콘	억원									-14	-168	-71	-52			-305	-161
본사 기타사업	억원	-255	-254	-265	-269	-278	-250	-247	-185	-198	-177	-131	-108	-1,043	-960	-614	-626
중국 남보	억원	-76	-92	-13	-73	-70	-50	36	-41	-65	-67	-14	23	-204	-125	-123	-47
한화솔라원	억원	-410	-176	-450	-1,094	-223	-223	-241	-41	35	66	79	109	-2,130	-728	289	835
한화Q-Cell	억원				-307	-53	-119	-9	-131	206	98	70	127	-397	-312	501	424
캘리리야/타일월드	억원	60	57	-22	133	-117	135	37	296	120	141	101	259	228	587	622	723
한화L&C	억원	98	91	116	43	142	165	146	87	183	198	180	133	348	540	693	678
기타 자회사	억원	127	134	171	400	-87	140	191	-25	141	129	83	3	832	218	356	15
자본비용익(여전NCC를 등)	억원	420	-91	315	-35	422	-100	182	270	40	137	150	12	609	775	339	511
세후이익	억원	347	-127	413	-337	252	-341	-19	191	198	270	857	240	296	83	1,565	1,815
EPS	원/주													208	57	963	1,117
RPS	원/주									28,964	28,692	27,805	28,493				
ROE										0.7%	0.2%	3.5%	3.9%				

Fundamental 변화

- ▶ 2013년 1분기 : 영업적자 85억원, 지배주주 손이익 251억원, 영업손익 규모는 전분기 △1,123억원 적자에서 적자폭 축소
- ▶ 2013년 2분기 : 영업이익 317억원으로 흑자전환 가능했지만, 지배주주 손이익은 341억원 적자 실현
- ▶ 2013년 3분기 : 영업이익 411억원으로, 전분기 317억원 대비 소폭 개선. 지배주주 손이익은 △19억원으로, 전분기 △342억원에서 적자폭을 축소시켰지만 적자상태 지속. 태양광자회사 일회성 영업비용이 600억원 이상 발생되었기 때문
- ▶ 2013년 4분기 : 영업이익 336억원으로, 전분기 411억원 대비 감소. 다만, 태양광자회사 일회성 영업비용이 소멸로, 지배주주 손이익은 191억원 내외로 흑자 전환
- ▶ 2014년 1분기 : 영업이익 830억원으로, 전분기 336억원에 비해 크게 개선. 태양광자회사, 한화솔라원 등의 실적 개선 때문
- (1) 본사 예상 영업이익 223억원 수준으로, 전분기 190억원 대비 소폭 개선. 원료인 에틸렌가격 조 정세로 인해 원가 상승에 발맞추어, 제품 다각화(LDPE/EVA)로 인해 속력은 일한 상황
- (2) 태양광 부문 영업손익(솔라원, 규셀)은 241억원으로, 전분기 △172억원 대비 흑자전환에 성공. 일본형 모듈화가 인상에 성공하면서 한화솔라원 수익이 개선됨. 특히, 한화규셀은 지난분기 발생한 제품개선소실 원인으로 100억원 규모의 추가이익이 발생됨
- (3) 한화솔라원 등 간체(소재)부문 영업이익은 248억원으로 상공급 등 일회성 비용이 반영된 전분기 122억원 대비 개선. 자동차 소재 및 태양전지 박막 등 판매 호조 덕택
- (4) 한화캘리리야 및 타일월드 등 유동 부문 영업이익은 120억원으로, 전분기 289억원 대비 약세. 의류제품 등이 계절적인 비수기였기 때문. 1~3월 서울 입주형 캘리리야 영등포 리모델링도 수직성 등하에 영향을 받음
- (5) 영업외항목 : 자본비용이익 40억원(여전NCC를 220억원에도 불구하고, 나머지 자회사에서 일회성 비용발생). 금융비용 570억원(총차입금 562억원)
- ▶ 2014년 2분기 : 예상 영업이익 563억원으로, 전분기 830억원에 비해 감익 예상. 유동, 한화L&C 등이 상수기에 진입하는 가운데, 태양광부문도 흑자 유지 가능. 그러나, 본사 유회 및 폴리실리콘 적자가 부담됨
- (1) 본사 예상 영업손익 △2억원 수준으로, 전분기 223억원 대비 감소 불가피. 원료인 에틸렌 가격에 따라 실적 등하 불가피. 다만, PVC 및 가성소다는 수요부진으로 회복속도가 빠르지 않을 전망
- 여수 폴리실리콘 1만톤 공정에 60~70% 수준(자회사 50%와 외부 판매 50%로), 생산능력이(전분기 포함) 258kg과 국제 판매가격 228 등을 감안하면, 플 가동시 90억원 내외의 적자 발생. 6월 가동후 첫분기보수 영향으로 일회성 비용 발생 예상
- (2) 태양광 부문 영업손익(솔라원, 규셀)은 164억원으로, 전분기 241억원 대비 줄지만, 흑자상태 유지 예상. 1분기에 발생한 한화규셀의 재고이익이 없어지지만, 모듈 ASP 추가 인상 속에 생산원가 하락 효과 기대. 외도당 영업손익 규모는 0.02~0.03으로 흑자 상태 유지
- (3) 한화캘리리야 등 유동부문 영업이익 141억원으로 전분기 120억원 대비 소폭 개선 예상. 1분기 서울 입주형 캘리리야 영등포 리모델링 완료로, 매출 회복이 기대되지만, 세율호 여파로 5~6월 회복 속도가 정체되었음
- (4) 한화솔라원 등 간체(소재)부문 영업이익 규모는 189억원 수준으로, 전분기 198억원 대비 소폭 개선 기대. 간체 상수기가 이어지지만, 스마트폰용 FOLC 등은 1분기 대비 판매가 부진한 상황임
- (5) 영업외항목 : 자본비용이익 140억원 정도 기대. 전분기에 발생한 자회사 일회성 비용이 없어지는 가운데, 여전NCC를 자본비용은 120억원 정도 발생 예상
- ▶ 2014년 3분기 : 예상 영업이익 704억원으로, 전분기 564억원 대비 회복 가능. 화학제품 상수기 속에 전분기 폴리실리콘 적자폭이 축소될 수 있기 때문
- (1) 본사 예상 영업이익 206억원 수준으로, 전분기 △2억원에서 흑자 전환 기대. LDPE 및 PVC 상수기 진입으로 가격인상 효과를 기대할 수 있음.
- 여수 폴리실리콘 1만톤 공정에 대한 첫기보수가 5~6월에 마무리되면서 설비 가동률은 100%로 회복할 전망. 전분기 대비 약 100억원 규모의 영업이익 회복효과 기대
- (2) 태양광 부문 영업손익(솔라원, 규셀)은 149억원으로, 전분기 164억원 수준에서 정체 예상. 모듈 ASP(평균판매가격) 인상효과를 기대할 수 없지만, 원가 절감으로 외도(w) 당 0.02~0.03 수준의 영업이익 창출능력은 지속될 전망. 9월 정도부터 4분기 아서까지 실적 수요집중 효과 기대
- (3) 한화캘리리야 등 유동부문 영업이익 101억원으로 전분기 141억원 대비 감소 불가피. 여름철 휴가시즌 진입으로 판매가 줄어들기 때문
- (4) 한화솔라원 등 간체(소재)부문 영업이익 규모는 180억원 수준으로, 전분기 198억원 대비 소폭 감소 예상. 자동차 소재는 호조를 이어가지만, 스마트폰용 FOLC 회복 흐름은 이어질 전망
- (5) 영업외항목 : 한화L&C의 간체(소재)부문 매출과 드림파이버(마모저장성 생선 재처리) 매출이 1000억원 정도 발생 추정

▶ 2014년 : 사우디 Shipchem 합작으로 EVA/LDPE 20만톤 신설(1분기 가동), 폴리실리콘 1만톤 신설(2014년 4월 양산 시작)

자료 : 동양증권 리서치센터

II. 2014년 3 ~ 4분기 매수해야 하는 이유 : 분기당 700 ~ 800억원 대 이익 안착

영업이익 증가세 하반기 동안
지속 예상.

2분기 563억원
＜ 3분기 704억원
＜ 4분기 828억원

2014년 3 ~ 4분기 매수 권고 이유로 ‘주력제품 가격 회복으로 실적 회복 모멘텀이 재부각’ 될 것으로 기대되기 때문이다. 3분기 실적 추정치는 매출액 1조 9,942억원(전분기 2조 799억원), 영업이익 704억원(전분기 563억원), 지배주주 순이익 857억원(전분기 270억원) 등이다. 3분기 영업이익은 전분기 대비 25% 회복되는 수치이다. 더구나, 화학제품 비수기에도 불구하고, 4분기 영업실적은 828억원으로 추가 개선을 기대할 수 있다.

하반기 꾸준한 실적 회복을 자신하는 배경은 1) PE/PVC 판매여건 회복, 2) 태양광전지 성수기 효과 진입효과 등 2가지를 지적할 수 있다.

주력제품인 PVC 회복 여건 충분

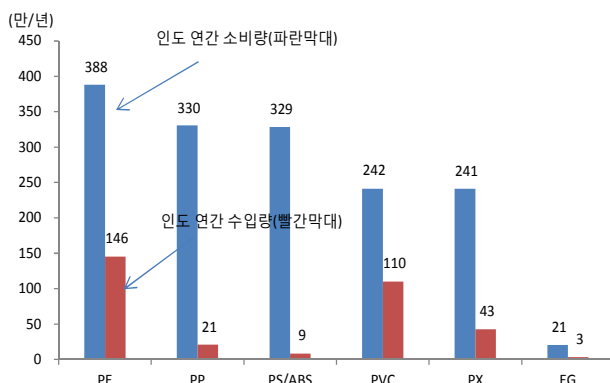
인도 8% 경제성장을 회귀를 위해,
노후 인프라투자 등을 통한 경기부양
기대

2014년 9월, 몬순이 끝나면서 인도를 중심으로 PE 등에 대한 구매수요가 강화될 것으로 예상된다. 인구 12억명에 이르는 인도가 노후화된 인프라 투자를 통한 경기부양대책이 가시화되기 때문이다. 이럴 경우, 아시아 화학업체에는 분명 유리하다. 인도는 정유설비는 자국 소비 대비 30% 정도의 잉여 정유설비를 가지고 있어서 휘발유 등 석유제품은 수출하고 있지만, 석유화학제품 자급률은 77% 수준에 그치고 있다. 토목/건축에 연관된 경기부양이 시작될 경우, 화학제품에 대한 수입량 확대로 이어지게 된다.

인도 경기부양대책은 PVC 수입 수요
확대로 이어짐

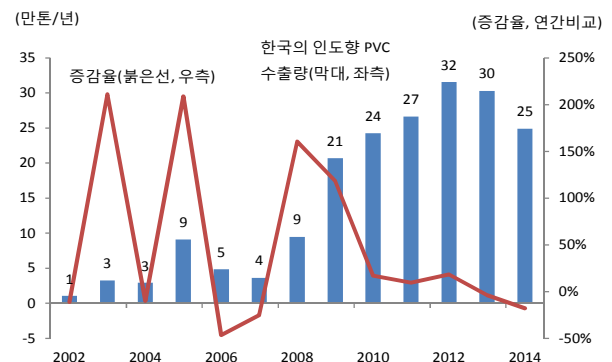
인도 경제성장시 가장 수혜를 볼 수 있는 화학소재는 PE와 PVC이다. PE 연간 소비량은 388만 톤이지만, 자체 생산능력이 296만톤으로, 자급할 수 있는 생산비율은 77% 수준이다. 연간 국내 소비에 부족한 규모는 145만톤 내외로, 수입에 의존해야 한다. PVC는 좀더 심각하다. 인도의 PVC 연간 소비량은 240만톤이지만, 자체 생산능력은 140만톤으로 자급률이 58% 수준에 그치고 있다. 연간 수입해야 하는 규모는 110만톤에 달한다. 특히, 토목 및 건축 경기 부양이 가시화될 경우, 파이프에 사용되는 HDPE와 PVC에 대해서는 품귀현상이 발생할 가능성이 높다.

그림 42. 화학제품별 인도 소비량과 수입량 : PE, PVC, PX, PP 수입량 많음



자료: 동양증권 리서치센터

그림 43. 한국의 인도향 PVC 수출량 추이



주: 2014년 수출량은 1 ~ 5월 확정치(전년대비 증감율 -18%)를 기준으로 연간으로 추산함
자료: 무역협회

인도부양책은 PE 호황국면을 연장시키는 효과

특히, PVC가 드라마틱 할 것으로 보인다. 특히, 인도 경기부양 정책은 한국 업체에 긴 어둠의 터널을 빠져 나오는 계기가 될 수 있다. 2가지 측면에서 긍정적이다.

첫째, PVC 스프레드 개선을 기대할 수 있다. [그림44]은 PVC 스프레드(=PVC - 0.5*에틸렌 - 0.6*소금)이다. 2014년 6월 스프레드는 308\$로 10개년 평균치인 360\$을 하회하고 있다. 2012년 이후 2014년 상반기 동안 PVC 스프레드 평균치는 330\$로, 2.5년 동안 부진국면을 이어갔다. 중국 건축 영향에 따른 부동산 경기 둔화와 동남아시아 인프라투자가 일단락 되면서 파이프 및 전선 피복에 사용되는 PVC 수요가 위축되었기 때문이다.

한국 PVC 생산업체의 인도 수출 규모는 연간 30만톤 내외로, 생산량의 22%에 해당

둘째, 한국 PVC 생산업체는 인도로 수출량을 확대할 수 있다. 국내 PVC 연간 생산능력은 146만톤 규모로, LG 화학(주) 86만톤과 한화케미칼(주) 60만톤을 생산할 수 있다. 2013년 기준으로 한국 내에서 PVC 생산량은 140만톤이었으며, 이 가운데 50%가 넘는 74만톤을 수출했다. 인도로 수출한 PVC는 약 30만톤으로, 국내 생산량의 22%에 해당한다. 인도는 한국 PVC의 최대 수출국이다. 2014년 1 ~ 5월까지 수출규모는 12.3만톤으로, 전년대비 18% 정도 줄어들어 있다. 인도 호황시기에 연간 수출규모가 32만톤까지 확장되었던 경험이 있다. 실제로, 5월 중순부터 국내 PVC 생산업체는 인도향 수출 확대를 적극 검토하고 있다.

2014년 4월 인도정부는 PVC 수입에 대해 반덤핑관세 재산정. LG화학(주) 및 한화케미칼(주)은 면제

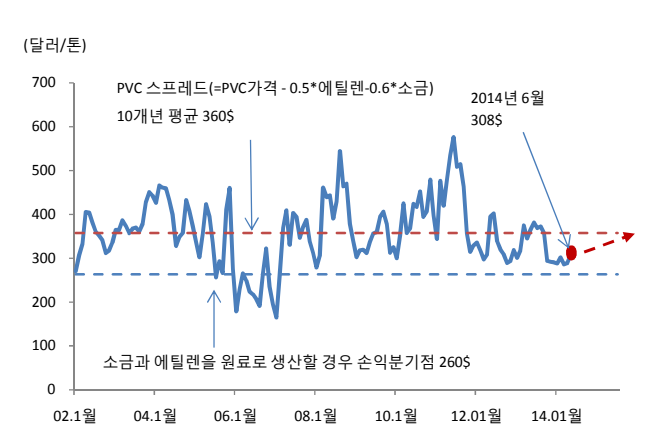
더구나, 2014년 4월에 인도 정부(Ministry of Commerce & Industry)는 PVC 수입업체에 대해 반덤핑관세를 발표했다. 저가로 인도로 수입되었다는 것이다. [표26]은 인도로 수입되는 PVC 생산업체별로 부과된 반덤핑관세를 정리한 것이다. 대만, 중국, 미국, 인도네시아, 태국, 말레이시아, 일본, 한국의 PVC 생산업체가 주요 대상이었다. 각 사별로는 면제 ~ 147\$/톤의 반덤핑 관세가 결정되었다. 다행히도, 한국의 LG화학(주), 한화케미칼(주)은 면제 조치를 받았다. 아시아 다른 경쟁 업체에 비해 한국 PVC 생산업체의 수출확대 가능성이 그만큼 늘어난 것이다.

표 26. 인도의 PVC 수입업체에 대한 반덤핑관세(2014년 4월):

생산 국가	기 업	반덤핑 관세 \$/톤	생산국가	기 업	반덤핑 관세 \$/톤
대만	CGPC	33.62	미국	FPC	31.22
	FPC	면제		Westlake Vinyl Co	29.99
	OPC	9.47		미국 기타	115.54
	대만 기타	61.25	인도네시아		70.58
중국	Qingdao Haijing Chem	139.	태국		48.21
	Xinjiang Shihezi Zhongfa	91.7	말레이시아		42.92
	LG Dagu	123.27	일본		14.95
	Shandong Ocean Chem	123.27	한국	LG화학	면제
	Tangshan Sanyou CA	123.27		한화케미칼	면제
	Chiping Xinfa PVC	12.27			
	중국 기타	147.96			

자료: 동양증권 리서치센터

그림 44. PVC 스프레드(PVC-0.5*에틸렌-0.6*소금):



자료: 동양증권 리서치센터

주력제품인 태양전지 성수기 진입

2014년 하반기, 태양광전지
설치량 모멘텀 부각

2014년 8월 부터 태양광전지 수요 모멘텀이 다시 부각되면서, 한화케미칼(주)의 태양광자회사(한화큐셀(주), 한화솔라윈(주))의 실적 개선을 이끌 것으로 보인다. 2013년 하반기에 중국, 일본을 중심으로 크게 증가했던 태양전지 설치 수요가 2014년에도 똑같이 재현될 가능성이 높기 때문이다.

2014년 상반기 18GW 정도
설비된 이후, 하반기 26GW 설비
예정

2014년도 마찬가지로 흐름을 예상할 수 있다. [그림45]에 나타나듯이, 2014년 상반기 설치량은 18GW로 전년 하반기 22GW 대비 18% 정도 줄어들 전망이다. 반면, 글로벌 연간 44GW 규모의 설치가 될 경우 하반기에는 26GW가 설치되어야 한다. 이는 상반기 대비 40% 이상 증가하는 것이다. 3분기 초반부터 태양전지 수요 및 가격 등에서 긍정적인 신호가 발생될 것으로 보인다.

한화솔라윈(주) 4분기
모듈생산원가 와트당 0.1\$ 수준
절감 계획중

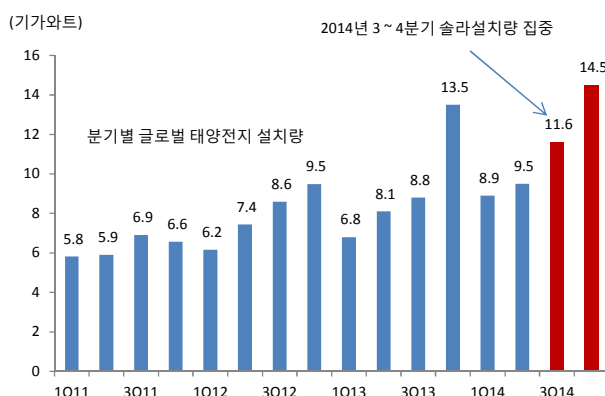
게다가, 2014년부터는 한화솔라윈(주) 및 한화큐셀(주)은 원가절감 노력이 실적으로 나타나고 있다. 한화솔라윈(주)의 와트(w) 당 모듈 영업비용은 2011년 초 1.53\$에서 2014년 1분기 0.65\$로 낮추었다. 2014년말에는 0.55\$까지 줄일 계획이다. 2014년 중반 태양전지 모듈가격은 0.67 ~ 0.68\$ 수준이다. 2014년 말 원가 절감이 이루어지면, 태양전지 모듈 판매가격이 0.6\$ 수준 이하로 하락하지 않으면, 분당 300억원 이상의 안정적인 이익 창출이 가능해진다는 뜻이다.

덤으로, 태양전지 수요가
집중되는 시기에는 LDPE 가격도
당달이 강세를 보임

이것만이 아니다. [그림 46]에 나타나듯이, 태양전지 수요가 집중되면, 한화케미칼(주) 주력 화학제품인 LDPE 가격이 다른 합성수지보다 가격이 높아지는 특이한 현상이 발생된다. LDPE 생산설비 특수성에서 해답을 얻을 수 있다. LDPE는 EVA(Ethylene Vinyl Acetate)로 생산제품을 바꿀 수 있는 Swing 설비이다. EVA가 호조를 보이면, LDPE 생산량을 줄이는 대신 EVA 생산량을 늘릴 수 있다는 뜻이다. 여기서, 필름, 전선, 시트, 코팅재료 등에 사용된다. 특히, 2010년 이후에는 태양전지 백쉬트에 사용되는 접착제인 EVA 시트 원료에 대한 수요비중이 크게 성장하고 있다.

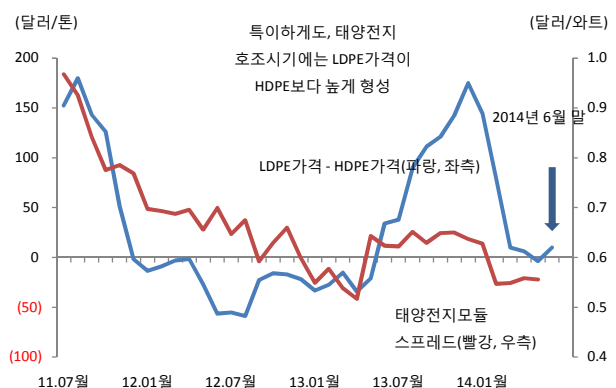
결국, 태양전지 시장이 회복되기 시작하면서 EVA 필름 및 EVA 레진 주문이 증가하면, LDPE 생산업체는 EVA 생산설비로 전환한다. LDPE 생산량은 당연히 줄 수 밖에 없다. 안정적인 수요 특성상 LDPE 생산량 감소는 가격을 HDPE 높게 끌어올리는 것이다. 반대로, 태양광전지 시장이 위축될 조짐은 LDPE 가격이 HDPE와의 격차를 줄이면서 나타난다. 2014년 6월 말 다시 나타나고 있다.

그림 45. 글로벌 태양광전지 설치량 : 2014년 3~4분기 집중



자료: OCI, 업계자료

그림 46. LDPE-HDPE 스프레드 차이



자료: bloomberg, Cishcem, 동양증권 리서치센터

한화케미칼 (009830) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	69,622	78,636	80,707	83,102	91,176
매출원가	58,273	65,989	65,690	66,377	73,063
매출총이익	11,349	12,646	15,016	16,725	18,113
판매비	11,297	11,667	12,091	12,738	13,973
영업이익	52	979	2,925	3,987	4,140
EBITDA	3,586	4,876	6,790	7,665	7,647
영업외손익	-635	-1,412	-807	-1,467	119
외환관련손익	279	103	-88	-16	0
이자손익	-1,958	-2,086	-1,978	-1,962	-1,930
관계기업관련손익	609	525	342	511	2,049
기타	435	45	916	0	0
법인세비용차감전순손익	-582	-433	2,118	2,520	4,259
법인세비용	539	362	602	574	860
계속사업순손익	-1,121	-795	1,516	1,946	3,399
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,121	-795	1,516	1,946	3,399
지배지분순이익	296	83	1,565	1,815	3,274
포괄순이익	-1,815	-810	1,493	1,946	3,399
지배지분포괄이익	-126	10	1,561	1,815	3,274

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	35,826	44,697	49,363	48,776	49,626
현금및현금성자산	5,943	9,205	10,025	8,162	5,536
매출채권 및 기타채권	13,095	14,941	15,756	16,319	17,853
재고자산	14,283	17,379	19,948	20,661	22,603
비유동자산	88,241	83,374	83,873	83,363	86,564
유형자산	59,057	59,940	60,093	59,247	60,558
관계기업등 지분관련자산	13,046	12,777	13,177	13,688	15,737
기타투자자산	3,464	2,262	2,329	2,329	2,329
자산총계	124,067	128,071	133,236	132,140	136,189
유동부채	42,493	43,970	45,106	43,363	46,655
매입채무 및 기타채무	16,254	17,897	18,208	18,677	19,952
단기차입금	19,032	17,744	16,905	17,131	17,746
유동성장기부채	3,760	4,391	5,824	3,387	4,787
비유동부채	35,919	39,533	38,266	37,666	35,666
장기차입금	15,391	19,279	19,166	19,166	19,166
사채	12,963	13,722	12,469	11,869	9,869
부채총계	78,413	83,503	83,371	81,029	82,320
지배지분	40,957	40,573	45,340	46,462	48,969
자본금	7,070	7,070	8,153	8,153	8,153
자본잉여금	4,888	4,856	7,192	7,192	7,192
이익잉여금	27,315	27,289	28,641	29,763	32,270
비지배지분	4,697	3,995	4,524	4,648	4,901
자본총계	45,654	44,567	49,864	51,111	53,869
순차입금	44,191	44,869	43,108	42,161	44,803
총차입금	51,392	55,310	54,571	51,760	51,776

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	2,793	4,043	4,350	6,823	5,281
당기순이익	-1,121	-795	1,516	1,946	3,399
감가상각비	3,375	3,693	3,675	3,505	3,347
외환손익	-381	-173	41	16	0
총속, 관계기업 관련손익	-609	-525	-342	-511	-2,049
자산부채의 증감	-679	-440	-1,781	42	-1,245
기타현금흐름	2,209	2,284	1,241	1,826	1,828
투자활동 현금흐름	-6,982	-2,599	-6,019	-4,658	-4,658
투자자산	-440	1,079	-580	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-8,719	-6,719	-5,794	-4,658	-4,658
유형자산 감소	470	652	35	0	0
기타현금흐름	1,706	2,389	319	0	0
재무활동 현금흐름	1,789	1,901	1,791	-3,666	-920
단기차입금	0	0	254	226	616
사채 및 장기차입금	4,609	4,493	-1,081	-3,037	-600
자본	108	101	3,616	0	0
현금배당	-649	-381	-240	-720	-795
기타현금흐름	-2,280	-2,311	-758	-136	-140
연결범위변동 등 기타	-144	-84	699	-361	-2,329
현금의 증감	-2,544	3,262	820	-1,863	-2,627
기초 현금	8,487	5,943	9,205	10,025	8,162
기말 현금	5,943	9,205	10,025	8,162	5,536
NOPLAT	101	1,797	2,925	3,987	4,140
FCF	-5,764	-1,466	-1,616	2,140	908

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

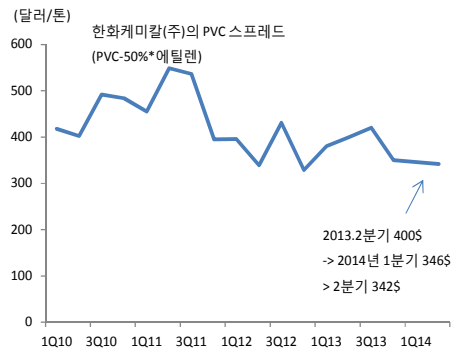
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	208	57	963	1,117	2,017
BPS	28,964	28,692	27,805	28,493	30,030
EBITDAPS	2,536	3,448	4,164	4,701	4,690
SPS	49,235	55,609	49,494	50,963	55,914
DPS	250	150	425	471	741
PER	107.4	338.3	19.0	16.4	9.1
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	22.4	15.6	11.4	10.0	10.4
PSR	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3

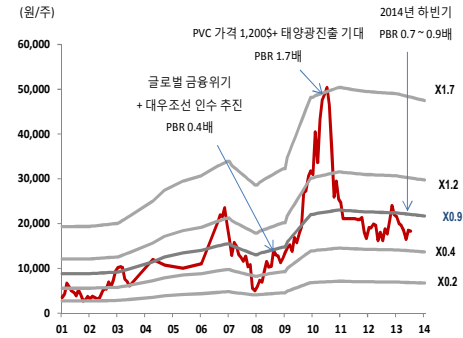
재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액 증가율 (%)	-12.3	12.9	2.6	3.0	9.7
영업이익 증가율 (%)	-98.4	1,765.7	198.8	36.3	3.8
지배순이익 증가율 (%)	-88.3	-72.1	1,796.4	16.0	80.4
매출총이익률 (%)	16.3	16.1	18.6	20.1	19.9
영업이익률 (%)	0.1	1.2	3.6	4.8	4.5
지배순이익률 (%)	0.4	0.1	1.9	2.2	3.6
EBITDA 마진 (%)	5.2	6.2	8.4	9.2	8.4
ROIC	0.1	2.4	2.7	3.8	4.0
ROA	0.2	0.1	1.2	1.4	2.4
ROE	0.7	0.2	3.6	4.0	6.9
부채비율 (%)	171.8	187.4	167.2	158.5	152.8
순차입금/자기자본 (%)	107.9	110.6	95.1	90.7	91.5
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.4	1.4	1.9	2.0

그림 47. 한화케미칼주의 PVC 스프레드 동향 : 바닥 터치



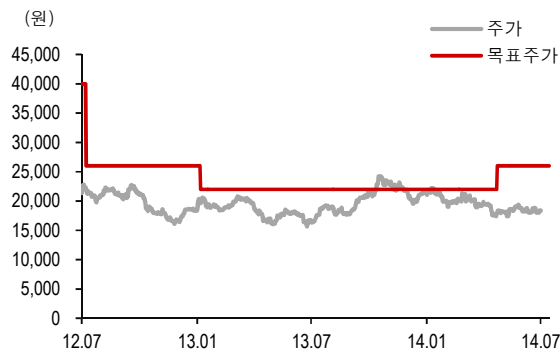
자료: 동양증권 리서치센터

그림 48. 한화케미칼주 PBR 밴드 : 0.7 ~ 0.9 배 도전



자료: 동양증권 리서치센터

한화케미칼 (009830) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

날짜	투자의견	목표주가
2014-07-06	BUY	26,000
2014-06-02	BUY	26,000
2014-05-14	BUY	26,000
2014-05-12	BUY	26,000
2014-04-24	BUY	26,000
2014-04-08	HOLD	22,000
2014-04-07	HOLD	22,000
2014-03-18	HOLD	22,000
2014-01-07	HOLD	22,000
2013-11-13	HOLD	22,000

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



회학업제이 불독(Bull-Dog) 항주원입니다.

(02)3770-5607

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr



SK이노베이션 (096770)

2014년 2분기 영업실적 급감 -> 3분기 회복

투자의견: BUY (Maintain)

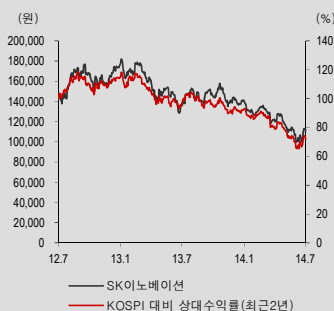
목표주가: 150,000원

정유

주가	110,500원
자본금	4,686억원
시가총액	103,003억원
주당순자산	174,264원
부채비율	142.31%
총발행주식수	93,713,990주
60일 평균 거래대금	466억원
60일 평균 거래량	418,384주
52주 고	158,000원
52주 저	99,600원
외인지분율	33.38%
주요주주	SK 외 1인 33.40%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	2.8	(8.3)	(18.8)
상대	2.1	(9.1)	(25.2)
절대(달러환산)	4.3	(4.0)	(8.7)



자료: Datastream

Investment Point

2014년 2분기 예상 실적 : 원/달러 환율 하락으로, 영업이익과 순이익 혼조 [표27]

- ▶ 2014년 2분기 예상실적은 매출액 15조 7,801억원(전분기 16조 8,780억원), 영업이익 △609억원(전분기 2,257억원), 지배주주 순이익 1,341억원(전분기 817억원) 등임. 영업이익과 순이익은 시장 컨센서스 2,521억원 및 2,366억원 대비 크게 미달 예상
- ▶ 정유부문 추정 영업손익은 △2,635억원으로, 전분기 350억원 대비 약 3,000억원 줄어든 것으로 예상. 평균 원달러 환율 하락으로 인해 재고손실 등으로 2,000억원 규모의 영업이익 감소할 전망. 더구나, 상압정제설비 5호기와 촉매분해고도화설비 1호기 정기보수(5월 말 ~ 7월 초)로 1,500억원 내외의 일회성 기회비용 발생이 예상됨. 반면, 달러기준 복합정제마진은 1분기 7.8\$에서 2분기 8.6\$로, 소폭 개선된 상황임. 중동에서 도입하는 원유에 적용되는 프리미엄(OSP)가 약 1.0\$ 정도 낮아졌기 때문
- ▶ 석유화학부문 추정 영업이익은 542억원(전분기 845억원)으로 전분기 대비 감소가 예상됨. PX/SM 가격 조정여파로 1톤당 Cash 마진이 1분기 417\$에서 2분기에 408\$로 낮아졌기 때문. 특히, 신규증설 부담 영향으로 PX 평균 가격은 1,262\$에서 2분기 1,223\$로 낮아졌음
- ▶ 윤활유부문 추정 영업이익은 695억원으로 전분기 663억원 대비 소폭 개선될 전망됨. 80% 중반의 설비가 동틀이 유지되는 가운데, 윤활기유 스프레드가 58\$(전분기 50\$)로 회복되었기 때문
- ▶ 해외자원개발 부문 추정 영업이익은 1,397억원(전분기 1,043억원)으로 회복 전망. 하루 7.1만배럴 생산이 유지되는 가운데, 1분기에 선적이 지연되면서 재고가 판매로 이루어지면서 정상적인 이익으로 회귀
- ▶ 분기 초/말 원/달러 환율 급락으로(1분기 말 1,067원/\$ → 2분기 말 1,031원/달러), 순외화부채 37억달러에 대한 외환이익 1,950억원 발생될 전망(지난 분기 외환손실 576억원)

2014년 3분기 예상 실적 : 영업이익 2,738억원으로, 흑자 전환 가능

- ▶ 3분기 예상 실적을 살펴보면, '매출액 15.6조원(전분기 15.8조원), 영업이익 2,738억원(전분기 △609억원), 지배주주 순이익 1,978억원(전분기 1,341억원)' 등임
- ▶ 영업실적 회복 예상 이유 : ① 2분기에 발생되었던 일회성 비용(원/달러 환율 하락 영향 및 정기보수) 3,500억원 소멸 효과가 기대될 뿐만 아니라, ② 윤활기유 스프레드 추가 개선 가능성이 높음

투자의견 BUY, 목표주가 150,000원 유지

- PX 및 정제마진 약세로, 하반기 주가 모멘텀 부진 예상. PBR 0.6 ~ 0.8배 등락 예상

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	733,300	666,695	667,715	754,356	766,245
매출액증가율	7.3	-9.1	0.2	13.0	1.6
영업이익	16,994	13,829	7,291	10,496	17,064
영업이익률	2.3	2.1	1.1	1.4	2.2
지배주주귀속 순이익	11,854	7,299	6,306	9,075	14,446
지배주주 귀속 EPS	12,776	7,850	6,776	9,771	15,579
증가율	-62.7	-38.6	-13.7	44.2	59.4
PER	12.6	19.3	16.3	11.3	7.1
PBR	1.0	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.6	10.2	12.9	10.7	7.8
ROA	3.4	2.1	1.6	2.2	3.3
ROE	7.9	4.7	3.9	5.5	8.3

		1012	2012	3012	4012	1013	2013	3013	4013	1014	2014	3014	4014	2012	2013	2014	2015
●전 Capa																	
	석유장제	(만배월/일)	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5
	석유화학 PX	(만톤)	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	76.0	136.5	336.0	473.291
	석유화학 PE	(만톤)	19.7	19.7	19.7	19.7	19.7	19.7	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5	78.8	84.6	102.0	102.0
	자원개발	(만배월/일)	6.3	5.8	6.3	6.5	7.0	7.2	7.2	7.2	7.2	7.5	7.5	6.2	7.2	7.4	7.5
운할기유	(만배월/일)	3.3	5.1	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.1	5.9	6.2	7.1	
●총손익	역원	188,343	188,781	184,580	171,586	181,082	168,526	158,582	158,505	168,780	157,801	157,670	183,464	733,300	666,685	667,715	754,756
	정유사업	억원	143,797	145,628	143,667	132,763	138,943	127,203	114,814	118,105	127,388	119,457	116,706	565,888	498,965	484,684	473,291
	휘발유	\$/bbl	133.0	123.4	125.5	123.5	128.8	118.3	119.0	115.0	119.1	121.5	120.7	119.0	128.4	120.3	120.1
	경유	\$/bbl	132.0	121.3	126.3	126.8	128.5	117.5	124.0	123.0	121.7	120.1	119.0	123.0	126.6	123.3	121.0
	등유	\$/bbl	132.0	122.0	126.4	126.1	128.5	116.0	123.0	123.0	122.5	122.0	121.0	123.0	126.6	122.6	122.2
	B/C유	\$/bbl	115.0	104.8	103.8	98.6	100.7	97.1	93.0	91.0	93.8	93.0	92.2	96.0	105.6	95.5	93.8
	두바이유(원제로)	\$/bbl	117.0	106.0	104.0	107.2	107.3	100.8	106.0	106.5	104.0	105.0	107.0	103.0	108.6	105.2	104.8
	석화사업	억원	34,415	31,990	30,768	28,542	32,846	31,373	33,231	29,973	31,139	27,365	29,946	49,402	125,715	127,423	137,882
	에틸렌	\$/MT	1,272	1,122	1,166	1,212	1,258	1,157	1,226	1,353	1,418	1,377	1,380	1,381	1,193	1,248	1,381
	PX	\$/MT	1,580	1,380	1,440	1,566	1,647	1,418	1,462	1,410	1,282	1,223	1,200	1,281	1,484	1,484	1,294
	SM	\$/MT	1,433	1,361	1,424	1,586	1,681	1,654	1,760	1,650	1,617	1,577	1,580	1,580	1,454	1,689	1,589
	합성수지	\$/MT	1,364	1,340	1,322	1,366	1,413	1,330	1,480	1,570	1,548	1,553	1,443	1,431	1,484	1,463	1,457
	벤젠	\$/MT	1,183	1,102	1,178	1,355	1,400	1,287	1,280	1,270	1,310	1,285	1,300	1,280	1,207	1,304	1,294
	자일렌	\$/MT	1,194	1,087	1,119	1,221	1,225	1,089	1,140	1,170	1,050	1,028	1,100	1,053	1,155	1,156	1,057
	프로필렌	\$/MT	1,365	1,306	1,303	1,261	1,310	1,300	1,300	1,400	1,3						

- ▶ 2013년 1분기: 영업이익 6,699억원, 지배주주 순이익 2,222억원, 정유·석유화학 부문, 운송부 역세, 자원개발 생산량 확대, 제2정기이익 300억원, 자원개발 공구순차치 407억원

▶ 2013년 2분기: 영업이익 3,935억원(전분기 6,699억원, 전년동기 -1329억원), 정유부문 역세, 석화 부문, 운송부 역세, 자원개발 증가, 수험본고고도화설비 및 올산 삼양정제설비, PX 설비 정비보수

▶ 2013년 3분기: 영업이익 3,819억원(전분기 3,935억원, 전년동기 8,889억원)으로, 전분기 대비 감소. 정유부문 및 석유화학부문 역세복합, 운송부 소속 개진, 자원개발 감소. 브랜트선 원유공급률 개선을 수출시 관세 환급권 과정금 360억원 추정

▶ 2013년 4분기: 영업이익 2,400억원(전분기 3,169억원, 전년동기 2,104억원)으로 전분기 대비 적자전환. 정유부문 적자폭 확대, 석화 역세, 운송부 역세, 자원개발 정책 전환, 인산 삼양정제설비 및 GTX 정비보수

▶ 2014년 1분기: 영업이익 2,200억원(전분기 2,400억원, 전년동기 6,394억원)으로 전분기 적자에서 적자전환 성공. 정유 및 운송부 역세 개선전환, 석유화학과 자원개발을 감축으로 전환

(1) 석유정제부문 영업이익 350억원(전분기 3,038억원)으로, 전분기 대비 적자전환. 휘발유 및 나프타 대신 복합으로, 복합정제미전진은 0.7~1% 내외 개선 기대. 정제설비 정비보수가 1분기에 없음(지난 4분기에 인산정환 정비보수 진행)

2013년 4분기 1회식 비용 2,000억원(제2기상세비 2,000억원 + 부유관세 환급에 대한 추징금 600억원)은 2014년 1분기에 소멸

(2) 석유화학부문 영업이익은 649억원(전분기 1,389억원)으로, 전분기 대비 크게 감소. PX 가격 급락으로 인산, 화학제품 Cash미전진 전분기 대비 30% 정도 하락함. MCC/PX 설비 정비기동들은 100%를 유지함. 4분기에 발생한 GTX 65만톤 정비보수 및 제2정기상세비 800억원의 소멸됨

(3) 운송부부문 영업이익은 663억원(전분기 582억원)으로 회복됨. 글로벌 에너지 업체 정비보수로, 운송부기 소속 스프레드는 55%배럴(전분기 53%)배럴로 소속 개선

(4) 자원개발부문 영업이익은 1,104억원(전분기 1,435억원)으로, 감소폭이 좁음. 일산 7.2만배럴 규모의 원유 생산량을 생산(원유: 전년동기 53%)>70%했지만, 선적편에 시차가 발생되면서 실적 하락으로 나타남

(5) 원달러 환율 2013년 4분기 말 10529 → 2014년 1분기 말 10679원으로 외환관련손실 579억원 발생. 예잉잉 및 페루PXA 판매호조 및 가락진산 효과로 전체 지분이익은 650억원의 이익을 기록함

▶ 2014년 2분기: 예상 영업손실 2,650억원(△2,650억원)으로, 전분기 대비 2,800억원 정도 감소할 전망. 운송부, 자원개발은 소폭의 회복이 기대되지만, 정유 및 석화학부 실적 감소가 큰 영향

(1) 석유정제부문 예상 영업손실은 3,287억원(전분기 300억원)으로, 전분기 대비 3,000억원 정도 감소할 전망. 휘발유/정유 수요 회복과 증산선 환유 트라이버로 복합정제미전진 1.0% 증가 개선이 기대됨. 이로 인한 실적 개선은 1,100억원 수준임

그러나, 원/달러 환율 1,013원으로 화학제품과 고차산정가공소재와 플로이드 가격 인상으로 약 2,000억원 규모의 영업이익이 줄어들게 됨. 여기에, 삼양정제설비 5분기 고도화설비 정비보수(5/24~2/28)가 진행되면서 1,300억원 내외의 기회비용이 추가로 발생됨

(2) 석유화학부문 예상 영업이익은 542억원(전분기 865억원)으로, 전분기 대비 200억원 정도 감소 예상 전망. PX 마진 확대 때문에, 5월 SM 300만톤 노후설비 개조기에 따른 실적 개선효과도 발생 기대

(3) 운송부부문 예상 영업이익은 669억원(전분기 669억원)으로, 전분기 대비 50억원 정도 개선 예상. 운송부 상수기 진입으로 스프레드가 전분기 538에서 55% 정도 개선되기가 때문

(4) 자원개발부문 예상 영업이익은 1,307억원(전분기 1,435억원)으로, 전분기 대비 300억원 개선 전망. 전분기에 선적차질에 발생되었던 물량임 정상공급으로 판매되기 때문. 미국 Shale 광구 2곳 안은 2분기 말에 전량 종료. 3분기부터는 일산 3,200배럴(기존 7.2만배럴/일) 규모의 생산량 확대효과를 기대할 수 있음

(5) 원/달러 환율 2014년 1분기 말 1,0679원 → 2분기 말 1,013원으로, 외환이익이 1,900억원 정도 발생 가능

▶ 2014년 3분기: 예상 영업손실 2,700억원(전분기 △600)으로, 전분기 대비 3,300억원 정도 복 제 예상. 정유부문에서 2분기에 발생한 일회성손실이 소멸되기 때문

(1) 석유정제부문 예상 영업손실 346억원(전분기 △655억원)으로, 전분기 대비 3,000억원 회복 예상. 복합정제미전진 8.8% 수준으로, 전분기와 비슷한 호황이 예상되지만, 정제미전진 모멘텀은 크지 않음

그러나, 지난해와 원/달러 환율 급락으로 발생한 일회성 제2기상세비 2,000억원 소멸 기대. 여기에, 2분기 발생한 삼양정제설비 5분기와 고도화설비 정비보수 비용 1,300억원 소멸 효과 기대

(2) 석유화학부문 예상 영업이익은 579억원(전분기 542억원)으로, 전분기 대비 소폭 개선되지만 약세 흐름 지속 전망. 아시아 지역 신규 PX 설비 가동 종료로 마진 확대 지속

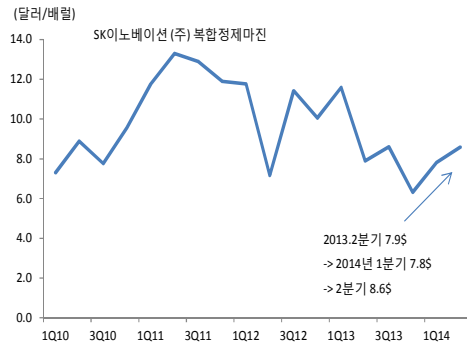
(3) 운송부부문 예상 영업이익은 649억원(전분기 669억원)으로, 전분기 대비 140억원 정도 개선 예상. 운송부 상수기 진입으로 스프레드가 전분기 558에서 63% 정도도 개선되기 때문

(4) 자원개발부문 예상 영업이익은 137억원(전분기 1,307억원)으로, 전분기 대비 비슷한 실적 예상. 미국 Shale 광구 2곳 안은 3분기 말에 완공되어 일산 3,200배럴(기존 광구 생산량 7만배럴/일) 규모의 생산량 확대효과를 기대할 수 있음

(5) 원/달러 환율 2014년 2분기 말 1013원 → 3분기 말 1019원으로 가락진산 외환손실 △640억원 정도 발생 추정

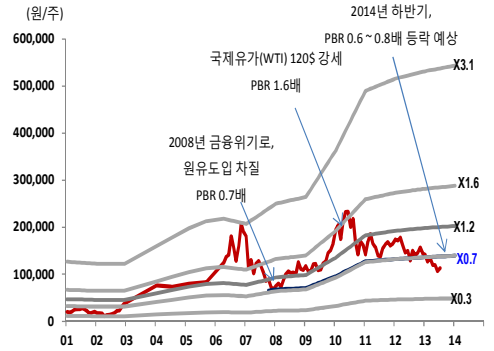
자료 : 동양증권 리서치센터

그림 49. SK 이노베이션 (주)의 복합정제마진 : 달러기준 회복



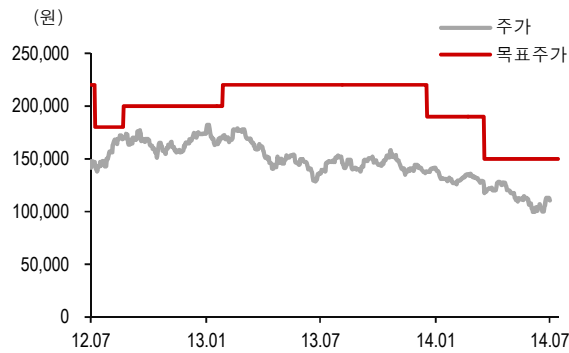
자료: 동양증권 리서치센터

그림 50. SK 이노베이션(주)의 PBR 밴드 : 0.6~0.8 배 등락



자료: 동양증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2014-07-06	BUY	150,000
2014-06-02	BUY	150,000
2014-05-12	BUY	150,000
2014-04-25	BUY	150,000
2014-04-08	BUY	150,000
2014-04-07	BUY	150,000
2014-03-20	BUY	150,000
2014-02-05	BUY	190,000
2014-01-07	BUY	190,000
2013-12-19	BUY	190,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 SK 이노베이션종목을 기초자산으로 하는 주기연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -100이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

SK 이노베이션 (096770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	733,300	666,695	667,715	754,356	766,245
매출원가	697,437	634,077	638,175	718,254	723,253
매출총이익	35,863	32,618	29,540	36,102	42,993
판매비	18,869	18,789	22,250	25,607	25,928
영업이익	16,994	13,829	7,291	10,496	17,064
EBITDA	23,231	20,522	14,591	17,741	24,020
영업외손익	-106	-2,655	1,533	1,040	1,466
외환관련손익	1,964	209	362	-188	0
이자손익	-2,280	-1,903	-1,189	-1,324	-1,217
관계기업관련손익	1,311	677	2,351	2,552	2,683
기타	-1,101	-1,638	9	0	0
법인세비용차감전순이익	16,887	11,174	8,824	11,536	18,530
법인세비용	5,064	3,386	2,407	2,521	4,180
계속사업순이익	11,824	7,787	6,416	9,015	14,351
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	11,824	7,787	6,416	9,015	14,351
지배지분순이익	11,854	7,299	6,306	9,075	14,446
포괄순이익	9,559	8,343	6,700	9,015	14,351
지배지분포괄이익	10,314	7,664	6,537	9,075	14,446

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	178,852	169,974	219,679	222,949	235,096
현금및현금성자산	28,288	28,486	59,816	55,916	59,697
매출채권 및 기타채권	65,024	61,901	69,945	73,281	77,174
재고자산	67,587	70,800	80,383	84,217	88,690
비유동자산	159,459	182,914	197,915	201,722	205,949
유형자산	123,240	143,349	152,752	154,594	156,699
관계기업등 지분관련자산	14,882	18,730	24,638	27,190	29,873
기타투자자산	6,128	5,594	5,363	5,363	5,363
자산총계	338,311	352,889	417,594	424,671	441,045
유동부채	120,248	116,653	137,099	140,688	143,281
매입채무 및 기타채무	84,720	83,549	96,298	99,882	104,063
단기차입금	15,381	22,209	23,870	23,820	23,560
유동성장기부채	17,665	8,243	14,144	14,199	12,871
비유동부채	54,582	67,083	108,155	105,341	106,968
장기차입금	12,371	8,230	12,582	11,350	10,177
사채	33,678	50,143	86,497	84,914	87,714
부채총계	174,831	183,736	245,253	246,028	250,248
자본	153,713	158,395	161,949	168,041	179,504
자본금	4,686	4,686	4,686	4,686	4,686
자본잉여금	58,931	58,931	58,931	58,931	58,931
이익잉여금	91,148	95,353	98,596	104,689	116,152
비지배지분	9,767	10,758	10,392	10,602	11,292
자본총계	163,480	169,153	172,341	178,643	190,796
순차입금	40,831	58,238	74,949	76,041	72,298
총차입금	79,128	89,057	137,269	134,461	134,499

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	11,616	13,790	5,559	10,749	15,287
당기순이익	11,824	7,787	6,416	9,015	14,351
감가상각비	5,453	6,110	6,686	6,658	6,394
외환손익	-748	-279	-935	188	0
총속, 관계기업 관련손익	-1,272	-1,374	-2,351	-2,552	-2,683
자산부채의 증감	-5,196	-1,236	-6,974	-5,225	-5,437
기타현금흐름	1,556	2,782	2,716	2,665	2,661
투자활동 현금흐름	-24,618	-19,791	-22,628	-10,885	-10,774
투자자산	-598	-3,301	-3,622	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-15,776	-27,234	-16,185	-8,500	-8,500
유형자산 감소	318	895	11	0	0
기타현금흐름	-8,563	9,849	-2,832	-2,385	-2,274
재무활동 현금흐름	-2,420	6,346	47,796	-2,476	466
단기차입금	-11,903	7,059	1,594	-50	-260
사채 및 장기차입금	3,856	1,924	46,501	-2,758	299
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,641	-2,993	-2,993	-2,993	-2,993
기타현금흐름	8,268	357	2,694	3,326	3,420
연결범위변동 등 기타	-249	-147	603	-1,288	-1,198
현금의 증감	-15,671	198	31,330	-3,900	3,781
기초 현금	43,959	28,288	28,486	59,816	55,916
기말 현금	28,288	28,486	59,816	55,916	59,697
NOPLAT	16,994	13,829	7,291	10,496	17,064
FCF	-2,836	-12,139	-10,557	1,722	6,235

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	12,776	7,850	6,776	9,771	15,579
BPS	165,476	170,471	174,264	180,765	192,997
EBITDAPS	24,789	21,898	15,570	18,931	25,631
SPS	782,487	711,415	712,503	804,956	817,642
DPS	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200
PER	12.6	19.3	16.3	11.3	7.1
PBR	1.0	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.6	10.2	12.9	10.7	7.8
PSR	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액 증가율 (%)	7.3	-9.1	0.2	13.0	1.6
영업이익 증가율 (%)	-42.6	-18.6	-47.3	44.0	62.6
지배순이익 증가율 (%)	-62.6	-38.4	-13.6	43.9	59.2
매출총이익률 (%)	4.9	4.9	4.4	4.8	5.6
영업이익률 (%)	2.3	2.1	1.1	1.4	2.2
지배순이익률 (%)	1.6	1.1	0.9	1.2	1.9
EBITDA 마진 (%)	3.2	3.1	2.2	2.4	3.1
ROIC	6.5	4.8	2.4	3.6	5.7
ROA	3.4	2.1	1.6	2.2	3.3
ROE	7.9	4.7	3.9	5.5	8.3
부채비율 (%)	106.9	108.6	142.3	137.7	131.2
순차입금/자기자본 (%)	26.6	36.8	46.3	45.3	40.3
영업이익/금융비용 (배)	5.0	5.0	3.1	4.2	6.9



회계업계의 불독(Bull-Dog) 황지원은입니다.

(02)3770-5607

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr



S-Oil (010950)

2014년 2분기 영업실적 급감 -> 3분기 회복

투자의견: BUY (Maintain)

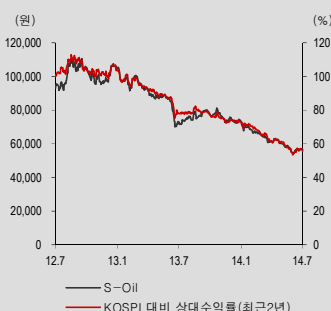
목표주가: 70,000원 (Down)

정유

주가	56,300원
자본금	2,915억원
시가총액	64,989억원
주당순자산	46,489원
부채비율	134.35%
총발행주식수	116,604,719주
60일 평균 거래대금	140억원
60일 평균 거래량	239,961주
52주 고	81,200원
52주 저	53,900원
외인지분율	46.12%
주요주주	Aramco Overseas Company
	BV 외 7인 35.07%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	2.4	(8.6)	(22.6)
상대	1.7	(9.4)	(28.7)
절대(달러환산)	3.9	(4.3)	(13.0)



자료: Datastream

Investment Point

2014년 2분기 예상 실적 : 원/달러 환율 하락으로, 영업이익과 순이익 혼조 [표28]

- ▶ 2014년 2분기 추정 실적은 매출액 7조 3,737억원(전분기 7조 6,025억원), 영업이익 △393억원(전분기 469억원), 지배주주 순이익 1,067억원(전분기 254억원) 등임. 영업이익은 시장 컨센서스 813억원을 크게 하회할 것으로 예상
- ▶ 정유부문 예상 영업이익은 △1,320억원으로, 전분기 △525억원 대비 800억원 정도 감소할 전망이다. 평균 원달러 환율 하락(1분기 1,065원/달러 → 2분기 1,030원/달러)으로 인해 채고손실 등으로 1,500억원 규모의 영업이익이 감소할 것으로 추산됨. 반면, 달러기준 복합정제마진은 1분기 5.3\$에서 2분기 7.1\$로 소폭 개선된 상황임. 중동에서 도입하는 원유에 적용되는 프리미엄(OSP)이 약 1.0\$ 정도 낮아졌기 때문. 일부 탈황설비를 제외하고는 대규모 정기보수 없이 상업정제설비 등은 정상 가동되었음
- ▶ 석유화학부문 예상 영업이익은 331억원으로, 전분기 468억원 대비 감소가 불가피함. PX 가격하락(전분기 1,262\$ → 2분기 평균 1,223\$)으로 인해, 주력 석유화학 제품 평균 스프레드는 306\$에서 296\$ 수준으로 떨어졌기 때문. PX 스프레드 약세에도 불구하고, 가동율은 100%를 유지했음
- ▶ 윤활유부문 예상 영업이익은 596억원으로 전분기 526억원 대비 소폭 개선이 예상됨. 설비 풀 가동 속에 윤활기유 스프레드가 53\$/배럴에서 58\$로 개선되기 때문
- ▶ 분기 초/말 원/달러 환율 급락으로(1분기 말 1,067원/\$ → 2분기 말 1,031원/달러), 순외화부채 34억달러에 대한 외환이익 1,800억원 발생될 전망(지난 분기 외환손실 475억원)

2014년 3분기 예상 실적 : 영업이익 881억원으로, 전분기 적자에서 흑자 전환

- ▶ 3분기 예상 실적을 살펴보면, '매출액 7.4조원(전분기 7.4조원), 영업이익 881억원(전분기 △393억원), 지배주주 순이익 270억원(전분기 1,067억원)' 등임
- ▶ 영업실적 회복 예상 이유 : ① 2분기에 발생되었던 일회성 비용(원/달러 환율 하락 영향 및 정기보수) 1,500억원 소멸 효과가 기대될 뿐만 아니라, ② 윤활기유 스프레드 추가 개선 가능성이 높음

투자의견 BUY, 목표주가 70,000원으로 하향

- 2014년 하반기, 복합정제마진 및 PX 약세 흐름 지속
- 전년도 주당 배당 1,330원을 벗어나기 힘들 것으로 예상. PBR 1.2 ~ 1.4배 등락 예상

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	347,233	311,585	300,667	297,829	303,676
매출액증가율	8.8	-10.3	-3.5	-0.9	2.0
영업이익	7,818	3,660	2,335	5,408	7,744
영업이익률	2.3	1.2	0.8	1.8	2.6
지배주주귀속 순이익	5,852	2,896	2,445	4,163	6,050
지배주주 귀속 EPS	5,106	2,481	2,126	3,636	5,295
증가율	-51.0	-51.4	-14.3	71.0	45.6
PER	20.6	33.6	26.5	15.5	10.6
PBR	2.3	1.8	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.3	16.2	14.7	10.4	8.7
ROA	4.6	2.4	2.0	3.1	4.3
ROE	11.0	5.4	4.5	7.5	10.3

표 28. S-Oil주주의 실적 추정치 : 2014년 2분기 예상 영업이익 △393억원(전분기 469억원, 시장 컨센서스 813억원)

		2012				2013				2014				연간실적			
		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2012	2013	2014	2015
총산 Capa	석유 상업정제 (만배럴/일)	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9
	석유화학 PX (만톤)	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	160.0	160.0	160.0	160.0
	석유화학 BZ (만톤)	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	54.0	54.0	54.0	54.0
	석유화학 프로필렌 (만톤)	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	22.6	22.6	22.6	22.6
	윤활기유 (만배럴/일)	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0	4.1	4.1
매출액		90,360	87,978	85,028	83,867	80,137	69,747	81,256	80,445	76,025	73,737	74,040	76,866	347,233	311,585	300,667	297,829
정유사업	억원	72,945	71,243	69,125	68,404	65,323	57,038	66,933	65,794	61,788	59,751	60,062	62,802	281,717	255,088	244,403	241,767
휘발유	\$/bbl	133.0	123.4	125.5	123.5	128.8	118.3	119.0	115.0	119.1	121.5	120.7	119.0	126.4	120.3	120.1	121.0
경유	\$/bbl	132.0	121.3	126.3	126.8	128.5	117.5	124.0	123.0	121.7	120.1	119.0	123.0	126.6	123.3	121.0	121.0
등유	\$/bbl	132.0	122.0	125.4	125.1	128.5	116.0	123.0	123.0	122.5	122.2	121.0	123.0	126.1	122.6	122.2	122.0
B/C유	\$/bbl	115.0	104.8	103.8	98.6	100.7	97.1	93.0	92.0	93.8	93.0	92.2	96.0	105.6	95.7	93.8	97.0
두바이유(원재료)	\$/bbl	117.0	106.0	104.0	107.2	107.3	100.8	106.0	106.5	104.0	105.0	107.0	103.0	108.6	105.2	104.8	105.0
석화사업	억원	11,409	10,493	10,595	10,659	10,486	8,699	9,858	9,940	8,950	8,627	8,533	8,767	43,155	38,983	34,878	34,159
프로필렌	\$/MT	1,365	1,306	1,303	1,260	1,310	1,300	1,300	1,400	1,396	1,357	1,370	1,350	1,309	1,328	1,368	1,310
벤젠	\$/MT	1,183	1,102	1,178	1,365	1,400	1,287	1,260	1,270	1,310	1,285	1,300	1,280	1,207	1,304	1,294	1,263
PX	\$/MT	1,580	1,380	1,440	1,566	1,647	1,418	1,462	1,410	1,262	1,223	1,200	1,250	1,494	1,484	1,234	1,266
나프타(원재료)	\$/MT	1,030	898	926	943	968	870	920	945	960	954	940	948	949	926	951	956
윤활사업	억원	6,301	6,079	5,381	4,785	4,328	4,010	4,467	4,711	5,287	5,358	5,445	5,297	22,546	17,516	21,387	21,903
윤활기유	\$/bbl	163	183	157	151	141	142	144	149	152	150	160	156	163.4	144.0	154.5	158
영업이익		3,770	-1,500	5,197	352	3,268	999	251	-858	469	-393	881	1,377	7,818	3,660	2,335	5,408
정유사업	억원	795	-4,599	2,403	-2,436	1,310	-591	-1,686	-2,582	-525	-1,320	-83	440	-3,838	-3,549	-1,488	995
정제마진	\$/bbl	5.8	4.2	5.7	5.4	7.5	5.7	4.7	4.9	5.3	7.1	6.1	5.1	5.3	5.7	5.9	6.1
석화사업	억원	1,916	1,882	2,031	2,490	1,817	1,095	1,536	1,207	468	331	329	371	8,319	5,655	1,498	1,724
Cash마진	\$/MT	454	439	453	551	459	514	481	389	306	296	296	310	474	461	302	267
윤활사업	억원	1,059	1,217	763	298	142	495	402	517	526	596	635	566	3,337	1,556	2,324	2,689
Cash마진	\$/bbl	49.0	69.0	49.0	50.0	40.0	50.0	51.0	52.0	53.0	58.4	60.0	61.0	54	48.3	58.1	59.8
회계손익		574	-536	995	1,375	-1,305	-1,298	2,200	633	-475	1,820	-595	-350	2,408	230	400	-175
지배주주 손이익		3,159	-1,652	4,565	-220	1,475	-224	1,922	-276	254	1,067	270	854	5,852	2,896	2,445	4,163
EPS	원/주													5,106	2,481	2,126	3,636
BPS	원/주													46,121	45,932	46,489	48,730
주당배당	원/주		450	2,200			450	881			450	881		2,650	1,330	1,330	1,881
ROE														11.1%	5.4%	4.6%	7.5%

Fundamental 변화

▶ 2013년 1분기: 영업이익 3,268억원, 지배주주 손이익 1,475억원. 정유부문 마진 개선 속에 석화(BTX) 및 윤활유 사업은 부진. 재고평가이익 150억원

▶ 2013년 2분기: 영업이익 999억원, 지배주주 손이익 △225억원. 정유부문 적자전환(수첨분해설비 장기보수, 400억원 규모의 재고평가손실)

▶ 2013년 3분기: 영업이익 251억원, 지배주주 손이익 1,922억원. 정유부문 대규모 적자, 석화부문 개선, 윤활유 정제

▶ 2013년 4분기: 영업손익 △858억원으로 전분기 252억원 대비 적자전환. 일회성 비용 1200억원 발생(원달러 환율 하락 영향 850억원, 재고손실 300억원)

▶ 2014년 1분기: 영업손익 469억원으로 전분기 △858억원 대비 흑자전환. 4분기 일회성 비용 소멸 및 정제마진 회복 때문. 다만, PX 마진 급락으로 석화부문 수익은 악화됨

(1) 석유정제부문 영업손익은 △325억원으로, 전분기 △2,582억원에서 적자폭 크게 축소. 휘발유 및 나프타 마진 개선 영향으로 복합정제마진(사차반영)은 0.7% 정도 개선됨. 다만, 온화한 겨울 기온으로 인해, 정유제품 판매량은 4.8% 줄어들음

1분기 유가하락으로 재고손실은 250억원 정도 발생되었음. 부인하면, 2013년 4분기에 발생한 일회성 비용 900억원(재고손실 200억원, 환율하락 영향 700억원) 소멸 되었음

(2) 석유화학부문 영업이익 468억원으로 전분기 1,207억원 대비 급감함. PX 가격 약세 영향으로 제품 스프레드가 90% 하락. 재고평가손실도 150억원 발생됨. 설비는 100% 가동됨

(3) 윤활유부문 영업이익은 526억원으로, 전분기 517억원 수준에서 소폭 개선. 11월 3,000b/d 증설 설비 가동. 배럴당 스프레드는 전분기 대비 강화할 유지(배럴당 53\$). 재고평가손실 50억원 발생됨

(4) 순회차부채 339달러에 대한 외환평가손실 △475억원 발생(원달러 환율 2013년 4분기 말 1052원 → 1분기 말 1067원). 3월에 E1(주 지분매각으로, 유가증권처분이익 327억원 발생

▶ 2014년 2분기: 예상 영업손익 △393억원으로 전분기 469억원 대비 860억원 정도 감소 전망. 정유부문 및 석화부문 약세 속에 윤활유부문 소폭 개선 기대

(1) 석유정제부문 예상 영업손익은 △1320억원으로, 전분기 △525억원 대비 800억원 이상 감소 불가피. 복합정제마진(사차 및 OPS 반영)은 15\$/정제마진 0.5\$/OPS 프리미엄 하락 1.0\$/정도 개선될 것으로 예상됨. 금액으로 환산하면 영업이익을 1200억원 정도 개선시키는 수준임

그러나, 2분기에는 원/달러 환율 하락이 문제됨. 2분기 원/달러 환율 하락(1분기 1065원 → 2분기 1,030원)에 의한 재고평가손실 500억원과 영업이익 감소 1000억원 등 총 1,500억원 규모의 영업이익이 줄어들게 됨

(2) 석유화학부문 예상 영업이익 331억원으로 전분기 468억원 대비 감소 전망. PX 가격 하락 지속으로, 석화권 스프레드는 전분기 300\$/에서 290\$/로 10% 정도 낮아짐. 2분기 불리한 스프레드 상황에서도 PX 설비 가동률은 100%를 유지했음

(3) 윤활유부문 예상 영업이익은 596억원으로, 전분기 526억원 수준에서 개선 예상. 설비가동률은 100%를 유지하고 있음. 아시아지역 윤활기유 장기보수로 인해, 윤활유 마진이 10% 내외 개선될 것으로 기대되기 때문

(4) 순회차부채 339달러에 대한 영업외 외환평가이익 1,800억원 발생(원/달러 환율 2014년 1분기 말 1067원 → 2분기 말 1013원)

▶ 2014년 3분기: 예상 영업손익 881억원으로 전분기 △393억원 대비 1300억원 정도 회복 전망. 정유부문 일회성 비용이 줄어들기 때문

(1) 석유정제부문 예상 영업손익은 △83억원으로, 전분기 △1,320억원 대비 1200억원 이상 회복 예상. OSP 상승 등으로 복합정제마진은 소폭 하락할 것으로 예상됨

그러나, 2분기 원/달러 환율 하락(1분기 1065원 → 2분기 1,030원)에 의한 발생되었던 영업이익 감소 요인이었던 1,500억원 규모가 해소될 것으로 전망됨. 대규모 장기보수가 없다는 것도 긍정적

(2) 석유화학부문 예상 영업이익 329억원으로 전분기 331억원 수준에서 정제 예상. 아시아지역 PX 공급 확대로, 석화권 스프레드는 전분기 296\$/ 수준에서 정제가 불가피할 전망

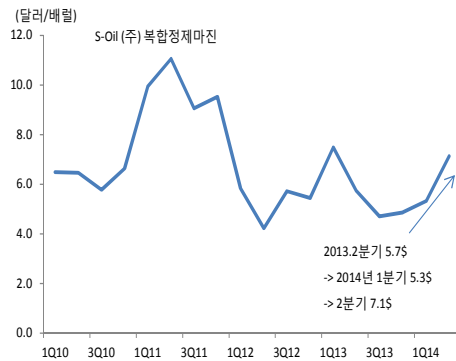
(3) 윤활유부문 예상 영업이익은 635억원으로, 전분기 596억원 수준에서 소폭 추가 개선 예상. 설비 풀 가동속에 윤활유 마진 개선세가 이어지기 때문

(4) 원/달러 환율 2014년 2분기 말 1013원 → 3분기 말 1030원으로 가강하면, 영업외 외환손실이 △600억원 정도 발생 추정

▶ 2014년: 대규모 장기보수 계획 없음. 흑색분해 고도화설비 투자 검토(휘발유, 프로필렌 설비 완공은 2017 ~ 2018년)

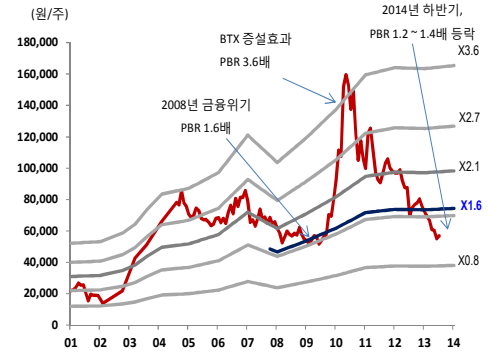
자료 : 동양증권 리서치센터

그림 51. S-Oil(주)의 복합정제마진 추이 : 달러 기준 회복



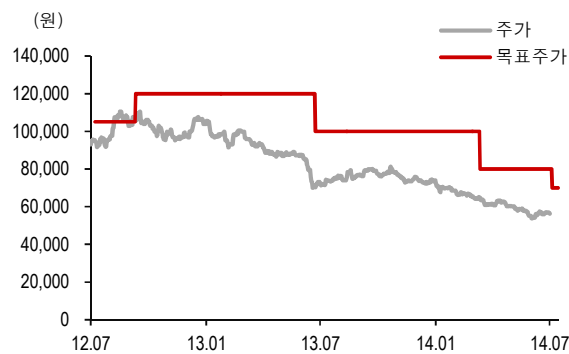
자료: 동양증권 리서치센터

그림 52. S-Oil(주)의 PBR 밴드 : 1.2 ~ 1.4 배 등락 예상



자료: 동양증권 리서치센터

S-Oil (010950) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2014-07-06	BUY	70,000
2014-06-02	BUY	80,000
2014-05-12	BUY	80,000
2014-04-24	BUY	80,000
2014-04-08	BUY	80,000
2014-04-07	BUY	80,000
2014-03-13	BUY	80,000
2014-01-07	BUY	100,000
2013-12-18	BUY	100,000
2013-10-25	HOLD	100,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -100이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

S-Oil (010950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	347,233	311,585	300,667	297,829	303,676
매출원가	334,108	302,293	292,429	285,664	289,241
매출총이익	13,125	9,292	8,238	12,164	14,435
판매비	5,307	5,632	5,903	6,757	6,692
영업이익	7,818	3,660	2,335	5,408	7,744
EBITDA	11,730	7,339	6,420	9,624	11,952
영업외손익	-628	212	844	77	230
외환관련손익	2,076	352	875	-175	0
이자손익	-404	-167	119	203	180
관계기업관련손익	-140	71	49	49	49
기타	-2,159	-44	-199	0	0
법인세비용차감전순이익	7,189	3,872	3,179	5,485	7,973
법인세비용	1,338	976	734	1,321	1,923
계속사업순이익	5,852	2,896	2,445	4,163	6,050
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,852	2,896	2,445	4,163	6,050
지배지분순이익	5,852	2,896	2,445	4,163	6,050
포괄순이익	5,758	2,866	2,198	4,163	6,050
지배지분포괄이익	5,758	2,866	2,198	4,163	6,050

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	85,815	79,125	86,091	89,435	86,068
현금및현금성자산	4,344	5,846	8,366	13,184	10,906
매출채권 및 기타채권	30,069	27,099	30,229	30,050	30,503
재고자산	43,859	42,379	42,049	41,743	42,516
비유동자산	39,159	40,082	40,902	49,068	56,243
유형자산	36,703	37,604	38,816	46,991	54,165
관계기업등 지분관련자산	297	301	297	346	395
기타투자자산	1,445	1,451	568	568	568
자산총계	124,974	119,207	126,992	138,503	142,311
유동부채	62,751	58,848	61,124	60,043	59,892
매입채무 및 기타채무	31,161	30,460	26,584	26,443	26,798
단기차입금	25,171	25,329	32,845	31,887	31,364
유동성장기부채	3,099	1,537	122	139	156
비유동부채	8,462	6,819	11,680	21,657	21,648
장기차입금	248	210	203	181	172
사채	6,484	4,989	9,990	19,990	19,990
부채총계	71,213	65,667	72,803	81,700	81,540
자본	53,760	53,540	54,189	56,803	60,771
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
자본잉여금	13,315	13,315	13,315	13,315	13,315
이익잉여금	37,041	36,828	37,724	40,338	44,306
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	53,760	53,540	54,189	56,803	60,771
순차입금	23,202	22,495	29,418	34,627	38,704
총차입금	35,002	32,065	43,160	52,196	51,682

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	7,351	7,931	-3,010	7,158	7,698
당기순이익	5,852	2,896	2,445	4,163	6,050
감가상각비	3,861	3,612	4,018	4,159	4,159
외환손익	-883	-545	-693	175	0
총속, 관계기업 관련손익	2,498	-71	-49	-49	-49
자산부채의 증감	-1,626	3,156	-7,111	518	-608
기타현금흐름	-2,350	-1,118	-1,620	-1,808	-1,854
투자활동 현금흐름	-5,973	-955	-6,589	-11,343	-9,019
투자자산	-4,429	3,662	1,375	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,873	-4,462	-5,121	-12,334	-11,334
유형자산 감소	41	14	9	0	0
기타현금흐름	289	-169	-2,851	990	2,315
재무활동 현금흐름	-5,803	-5,474	9,363	7,488	-2,597
단기차입금	0	0	-230	-957	-523
사채 및 장기차입금	-1,553	-2,388	11,142	9,994	8
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-4,250	-3,086	-1,549	-1,549	-2,082
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-1	0	2,756	1,516	1,639
현금의 증감	-4,425	1,502	2,520	4,818	-2,278
기초 현금	8,770	4,344	5,846	8,366	13,184
기말 현금	4,344	5,846	8,366	13,184	10,906
NOPLAT	7,818	3,660	2,335	5,408	7,744
FCF	6,775	5,110	-6,351	-3,495	-1,858

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	5,106	2,481	2,126	3,636	5,295
BPS	46,121	45,932	46,489	48,730	52,133
EBITDAPS	10,059	6,294	5,506	8,253	10,250
SPS	297,786	267,215	257,852	255,417	260,432
DPS	2,650	2,650	1,330	1,788	2,290
PER	20.6	33.6	26.5	15.5	10.6
PBR	2.3	1.8	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.3	16.2	14.7	10.4	8.7
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액 증가율 (%)	8.8	-10.3	-3.5	-0.9	2.0
영업이익 증가율 (%)	-53.9	-53.2	-36.2	131.6	43.2
지배순이익 증가율 (%)	-50.9	-50.5	-15.6	70.3	45.3
매출총이익률 (%)	3.8	3.0	2.7	4.1	4.8
영업이익률 (%)	2.3	1.2	0.8	1.8	2.5
지배순이익률 (%)	1.7	0.9	0.8	1.4	2.0
EBITDA 마진 (%)	3.4	2.4	2.1	3.2	3.9
ROIC	8.3	3.6	2.3	4.7	6.2
ROA	4.6	2.4	2.0	3.1	4.3
ROE	11.0	5.4	4.5	7.5	10.3
부채비율 (%)	132.5	122.7	134.4	143.8	134.2
순차입금/자기자본 (%)	43.2	42.0	54.3	61.0	63.7
영업이익/금융비용 (배)	9.1	6.8	5.2	8.8	12.7



화학업계의 불독(Bull-Dog) 항주원입니다.

(02)3770-5607

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

동양증권

LG화학 (051910)

2014년 2분기 실적 소폭 개선 -> 3분기 개선

투자의견: BUY (Maintain)

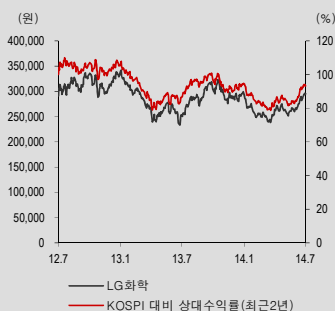
목표주가: 340,000원

화학

주가	295,000원
자본금	3,695억원
시가총액	210,224억원
주당순자산	169,527원
부채비율	51.33%
총발행주식수	73,900,021주
60일 평균 거래대금	529억원
60일 평균 거래량	194,608주
52주 고	323,000원
52주 저	238,500원
외인지분율	34.19%
주요주주	LG 외 4인 33.56%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	11.1	11.5	16.6
상대	10.4	10.5	7.3
절대(달러환산)	12.8	16.8	31.0



자료: Datastream

Investment Point

2014년 2분기 예상 실적 : 영업이익 3,841억원으로, 전분기 대비 6% 회복 [표29]

▶ 2014년 2분기 추정 실적은 매출액 5조 8,803억원(전분기 5조 6,728억원), 영업이익 3,841억원(전분기 3,621억원), 지배주주 순이익 2,809억원(전분기 2,881억원) 등임. 영업이익은 시장 컨센서스(2014년 7월 4일 기준) 4,390억원을 하회하는 수준임

▶ 석유화학부문 영업이익 예상치는 2,925억원으로, 전분기 3,077억원 대비 소폭 감소 예상. 나프타 원료가격이 전분기 대비 10\$ 정도 하락하면서, 주력제품 스프레드는 전분기 489\$에서 10\$ 정도 개선된 498\$을 기록한 것으로 추정됨. 300억원 정도 영업이익이 늘어나 정상이지만, 원/달러 환율 하락으로 400억원 내외의 비용이 추가로 발생되면서 소폭 감익 될 것으로 추정됨

PE/PP는 강세를 유지하고 있지만, 가격저항에 부딪히는 상황임. ABS는 TV 및 자동차 수요 확대에 강세가 이어지고 있음. 고희수성수지(SAP)는 여전히 두자리수 이익률을 기록하는 호조를 보이고 있음. BPA/알코올은 역대 과잉공급으로 부진세가 이어짐에 따라, 가동률을 70%로 유지함

▶ IT 소재부문(전자+정보소재) 예상 영업이익 규모는 916억원으로 전분기 544억원에서 370억원 정도 개선될 전망. 편광판 부문은 TV 업체 생산활기로 가동률이 80% 중후반으로 개선됨. 중국 신규라인 1호기는 3분기부터 본격 가동 예상. 소형전지의 경우, 1분기 대비 가동률이 5%p 개선됨. 각형전지 80% 초반, 폴리머전지 80% 중반, 원통형 전지 95% 수준임. 다만, 원/달러 환율하락으로 200억원 내외의 기회손실 예상

2014년 3분기 예상 실적 : 영업이익 4,792억원으로, 전분기 대비 25% 개선

▶ 3분기 예상 실적을 살펴보면, '매출액 6.2조원(전분기 5.9조원), 영업이익 4,792억원(전분기 3,841억원), 지배주주 순이익 3,649억원(전분기 2,809억원)' 등임

▶ 실적 회복 예상 근거 : ① PE/PP/ABS/SAP 강세 속에 그동안 부진했던 합성고무/PVC 등이 회복되면서, 석유화학 영업이익은 3,561억원 수준으로 개선 가능 ② 중국 남경 편광판 1호 라인 양산 및 핸드셋용 폴리머 전지 판매 증가로 IT소재 부문 영업이익은 1,230억원 수준 회복 기대 ③ 다만, 10월 NCC 정기보수를 앞두고, 9월 재고 확보를 위해 석유화학제품 판매가 줄어들 수 있다는 점은 변수임

투자의견 BUY, 목표주가 340,000원 유지

- 견조한 석유화학과 예상보다 약한 IT소재라는 상반된 펀더멘탈 특징이 하반기에도 지속
- 3분기 주가 30만원 대 안착 가능하지만, IT소재 약세는 주가 추가 상승을 제한 할 전망

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	232,630	231,436	236,220	257,875	308,951
매출액증가율	2.6	-0.5	2.1	9.2	19.8
영업이익	19,103	17,430	16,015	20,417	24,111
영업이익률	8.2	7.5	6.8	7.9	7.8
지배주주귀속 순이익	14,945	12,660	12,323	15,743	18,510
지배주주 귀속 EPS	22,085	18,637	18,130	23,112	27,143
증가율	-30.5	-15.6	-2.7	27.5	17.4
PER	14.8	15.2	16.3	12.8	10.9
PBR	2.3	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.7	7.5	8.2	6.9	6.2
ROA	9.4	7.4	6.7	7.9	8.6
ROE	14.8	11.4	10.2	12.0	12.8

표 29. LG 화학주의 실적 추정치 : 2014년 2분기 예상 영업이익 3,841억원(전분기 3,621억원, 시장 컨센서스 4,390억원)

	2012				2013				2014				연간실적			
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2012	2013	2014	2015
생산capa																
에틸렌 (만톤)	47.8	47.8	47.8	47.8	47.8	47.8	47.8	47.8	47.8	51.5	51.5	55.3	191.0	191.0	206.0	236.0
프로필렌 (만톤)	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0	28.9	108.0	108.0	109.9	117.4
부타디엔 (만톤)	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	26.5	26.5	26.5	26.5
PVC (만톤)	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5	122.0	122.0	122.0	122.0
PE (만톤)	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8	27.5	95.0	95.0	98.8	113.8
PP (만톤)	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	11.5	38.5	38.5	40.4	47.9
SM (만톤)	17	17	17	17	17	17	17	17	17.0	17.0	17.0	17.0	67.8	67.8	67.8	67.8
EG (만톤)	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	13.0	13.0	13.0	13.0
ABS (만톤)	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	123.8	123.2	123.2	123.2
PS (만톤)	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	19.0	19.0	19.0	19.0
BPA (만톤)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	28.0	28.0	28.0	28.0
BR/SBR (만톤)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	32.0	32.0	32.0	32.0
PC (만톤)	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	17.0	17.0	17.0	17.0
가성소다 (만톤)	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	51.0	51.0	51.0	51.0
SAP (만톤)	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	15.7	15.7	15.7	15.7
2차전지 (억셀)	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.4	2.4	2.4	2.4	8.0	8.7	9.5	9.8
중대형전지 (만대)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	3.5	3.5	3.5	3.5	10.0	12.0	14.0	14.0
관광판 (만㎡)	2,937	2,937	2,937	2,937	2,937	2,937	2,937	2,937	2,937	3,837	3,837	3,837	11,749	11,749	14,449	15,349
FPI (만장)	325	325	325	325	325	325	325	325	975	975	1,300	1,300	1,300	2,600	4,550	5,200
LCD글라스 (만㎡)		150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	450.0	600.0	600.0	1,200
ITO필름 (만㎡)						75	75	75	75	175	175	175		225.0	800.0	700
매출액	57,531	59,956	58,335	56,808	57,206	59,172	58,651	56,406	56,728	58,803	61,594	58,094	232,630	231,435	236,220	257,875
석화사업	39,592	44,236	44,540	42,930	43,016	44,655	43,697	42,394	43,213	43,739	45,175	43,285	171,389	173,922	175,412	196,686
에틸렌 \$/MT	1,272	1,122	1,166	1,212	1,258	1,157	1,226	1,350	1,418	1,377	1,370	1,350	1,193	1,248	1,379	1,349
프로필렌 \$/MT	1,365	1,306	1,303	1,280	1,310	1,300	1,300	1,400	1,396	1,357	1,380	1,350	1,309	1,328	1,371	1,310
PVC \$/MT	996	975	951	950	965	970	1,015	1,000	1,048	1,038	1,070	1,100	998	993	1,064	1,070
LDPE \$/MT	1,358	1,309	1,267	1,338	1,403	1,378	1,500	1,600	1,624	1,558	1,599	1,650	1,318	1,465	1,608	1,540
HDPE \$/MT	1,365	1,337	1,317	1,355	1,430	1,405	1,443	1,520	1,533	1,573	1,586	1,520	1,344	1,450	1,553	1,545
PP \$/MT	1,368	1,375	1,381	1,406	1,406	1,388	1,375	1,510	1,488	1,503	1,500	1,470	1,383	1,420	1,490	1,494
SM \$/MT	1,438	1,361	1,424	1,596	1,691	1,654	1,760	1,650	1,617	1,590	1,580	1,580	1,454	1,689	1,592	1,454
EG \$/MT	1,005	925	1,007	1,083	1,150	970	1,080	1,040	963	938	1,050	1,000	1,023	1,080	988	1,047
ABS \$/MT	2,091	1,903	1,947	1,920	1,965	1,881	1,982	1,500	1,916	1,891	1,900	1,880	1,965	1,937	1,897	1,880
PS \$/MT	1,545	1,507	1,546	1,709	1,821	1,781	1,739	1,820	1,772	1,716	1,760	1,720	1,577	1,780	1,742	1,700
BPA \$/MT	1,688	1,665	1,680	1,752	1,832	1,778	1,670	1,640	1,657	1,647	1,700	1,710	1,691	1,730	1,679	1,723
BR/SBR \$/MT	3,648	3,363	2,998	2,669	2,683	2,294	1,850	2,150	2,008	1,800	1,920	2,000	3,170	2,219	1,932	2,270
PC \$/MT	2,731	2,816	2,614	2,681	2,754	2,748	2,724	2,688	2,586	2,580	2,600	2,620	2,711	2,729	2,600	2,655
EDC \$/MT	305	312	263	300	301	300	300	315	340	398	403	400	295	304	365	400
가성소다 \$/MT	449	460	460	380	342	320	330	340	320	330	340	340	440	333	333	407
나트륨(원재료) \$/MT	1,030	898	926	943	968	870	920	943	960	954	940	948	949	926	951	966
IT소재	13,225	15,416	15,345	15,308	14,190	14,317	14,954	14,022	13,515	15,055	16,419	15,809	59,304	57,493	60,808	66,179
2차전지	5,624	5,775	6,114	6,618	5,917	6,185	7,075	6,649	6,812	6,841	7,470	7,200	24,131	25,026	28,223	31,589
LCD관광판/전자재	7,611	8,644	9,231	9,023	8,273	8,132	7,879	7,373	6,703	6,824	8,949	8,638	34,515	31,657	32,465	34,530
영업이익	4,467	4,993	6,003	3,640	4,089	5,016	5,162	3,163	3,621	3,841	4,782	3,760	19,103	17,430	16,015	20,417
석화사업	3,659	3,401	4,361	2,939	3,235	3,668	3,796	2,618	3,077	2,925	3,561	3,043	14,359	13,317	12,606	15,606
Cash마진	465	628	535	463	501	526	517	484	489	498	522	534	522	507	511	520
IT소재	808	1,582	1,642	702	854	1,347	1,367	543	544	916	1,231	717	4,744	4,113	3,409	4,811
매주주 수익	3,754	3,786	4,527	2,889	3,391	3,964	3,518	1,767	2,881	2,809	3,649	2,984	14,945	12,660	12,323	15,743
EPS	원/주												22,095	16,637	16,130	22,112
BPS	원/주												144,063	152,137	156,527	196,685
ROE													15.3%	11.9%	10.7%	12.4%

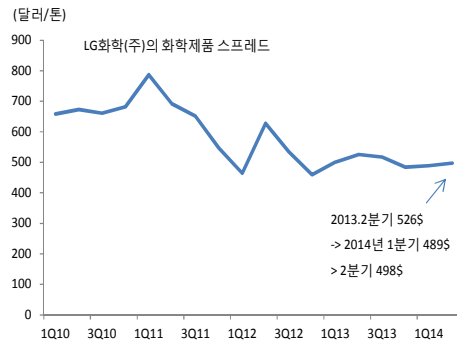
Fundamental 변화

- ▶ 2013년 1분기 : 영업이익 4,089억원, 지배주주 수익 3,391억원, 석유화학 손실 수거 효과, 관광판 이익률 개선, 전지 작차 지속
- ▶ 2013년 2분기 : 영업이익 5,015억원으로, 전분기 4,089억원 대비 개선, 석유화학 및 IT소재 동시 개선
- ▶ 2013년 3분기 : 영업이익 5,163억원으로, 전분기 5,015억원 대비 소폭 개선, 7-8월 실적 개선 기대감이 높았지만, 합성고무(BPA) 목적자 TV 관련 관광판 물품 부진으로 실적 정체
- ▶ 2013년 4분기 : 영업이익 3,163억원으로, 전분기 5,163억원 대비 감소, PE/PP 원유화학제품 강세에도 불구하고, IT 전장업체 재고조정으로 관광판 등의 소재 부진, 원/달러 환율 하락으로 800억원 규모의 비용 발생
- ▶ 2014년 1분기 : 영업이익 3,621억원으로, 전분기 3,163억원 대비 소폭 개선, 석화 회복 속에 IT소재는 비수기 영향으로 정체
- (1) 석유화학 부문 영업이익 3,077억원(전분기 2,618억원)으로 소폭 회복, 전분기 1회성 비용 소멸(180억원 규모) 효과
- PE/PP는 중국 수출 전환 수요로 스프레드가 약화되었지만 여전히 강세 유지, 원료가격 안정화로 ABS는 이익 폭 개선, 수요악세 영향으로 PVC/BPA/알코올은 판매 부진
- (2) 정보소재부문 영업이익 916억원(전분기 544억원)으로 전분기 수준에서 정체, 계절 비수기로 인해, 관광판 가동률은 80% 후반으로 떨어지면서 정보소재 영업이익은 축소, 역월 수준에서 정체, LCD글라스 수출은 40% 후반으로 작차상태 지속(수출 50%시 추가 치환)
- 전지부문 영업이익은 174억원으로 전분기 △61억원에서 흑자전환, 소형전지 가동률은 소폭 개선됨, 중국형 원통형전지 매출이 늘어났기 때문, 각형전지 70%, 롤러마진지 80% 증반, 원통형전지 80% 증반 수준임, 중대형전지는 소폭의 판매가 개선되었지만 여전히 부진함(GM/벌트 1분기 판매수 전년 대비 15% 감소)
- ▶ 2014년 2분기 : 예상 영업이익 3,841억원으로, 전분기 3,621억원 대비 200억원 정도 개선 예상, 원/달러 환율 급락 영향으로, 석유화학 부문 이익 정체, IT소재 부문 이익 개선 속도 축소
- (1) 석유화학 부문 예상 영업이익 3,569억원(전분기 3,077억원)으로 전분기 대비 소폭 악세, 중국을 중심으로 수요악세는 4월보다 6월로 접어들수록 소폭의 개선되는 움직임은 보였음, 대부분 제품 가동률은 100%를 유지했음(다만, BPA는 70%에 머물렀음)
- 제품 라인 단가는 전분기과 비슷한 수준인 반면, 원료가격은 95% 수준으로 전분기 대비 10% 정도 절감되었음, 이로 인해, 스프레드는 10% 정도 개선되었음, 그러나, 원/달러 환율 하락으로 400억원 내외의 영업이익 감소 요인이 발생됨
- PE/PP 강세는 강세가 유지됨, UHD TV 생산 및 자동차 수요 확대 등으로 ABS는 5% 영업이익률의 고마진 기록, PVC 및 합성고무 역시 지속, BPA/알코올은 수요악세로 인해 가동률을 낮추면서 손익분기점을 달성함, SAP(고급수정 수지)는 여전히 두자릿수 영업이익률 달성 호조
- (2) 정보소재부문 예상 영업이익 916억원(전분기 544억원)으로 전분기 전입에 따른 실적 회복 가능, UHD TV 판매 호조로 관광판 가동률은 80% 후반에서 80% 중후반으로 개선됨, 중국 남경 2개 관광판 라인 가동이 시작되지만 본격 생산은 3분기예나 가능
- 전지부문 소형전지 위주의 성장세 유지, 중국형 원통형전지(후대용 충전기)는 90% 증반 가동률 유지, 모바일용 롤러마진지 가동률 80% 증반 달성, 각형전지는 80% 초반 수준 가동률 달성, 중대형전지는 시보레볼트 판매부진 여파로 매출액 정체 예상
- 원/달러 환율 하락으로 정보소재(배터리+관광판) 부문 영업이익은 200-300억원 감소
- ▶ 2014년 3분기 : 예상 영업이익 4,800억원으로, 전분기 3,841억원 대비 900억원 정도 개선 예상, 석화부문 호황이 효과와 관광판 증설효과 때문
- (1) 석유화학 부문 예상 영업이익 3,569억원(전분기 3,077억원)으로 회복 가능, 먼저, 지난분기 원/달러 환율 급락으로 400억원 규모의 영업이익 감소 문제가 완화된 것(원/달러 1,020원 가량)
- 화학제품 상승기 진입 및 실수요 회복으로 주력제품 스프레드는 20% 이상 개선될 것으로 기대(분기 영업이익 300 ~ 400억원 개선)
- 제품별로는 PE/PP는 전염병에 가격저항으로 추가 개선은 제한적, 중국 다이에 신장설비로 합성고무 판매 여건은 개선됨, 인도차 수출비중 확대가 진행중인 PVC 여건 개선, 자동차용 판매비중 높은 ABS 강세 지속, BPA는 여전히 가동률 70% 정도 유지
- (2) 정보소재부문 예상 영업이익 1,230억원(전분기 916억원)으로 추가 개선 기대, 중국 남경 1분기 본격 양산으로 관광판 가동률은 90% 수준에 육박 예상,
- 중소형 배터리를 스마트폰 소재로 출시로 배터리 가동률이 90%로 추가 개선이 기대, 원통형 전지 가동률은 90% 증반의 물가동률에 유지 예상
- 전분기 원/달러 환율 급락 영향으로 발생되었던 200억원 내외의 이익 감소 효과 해소 기대

▶ 2014년 : EVA 1조원(1분기), SSBR 6조원(1분기), SAP 8조원(1분기), 중국 관광판 1,680만㎡(1분기), 국내 ITO 1만㎡ 400만㎡(1-2분기), 롤러마진지 300만㎡(1분기), 에틸렌 1조원(4분기), 대형 타이어스크린용 에틸렌아세틸렌 1만㎡(4분기)

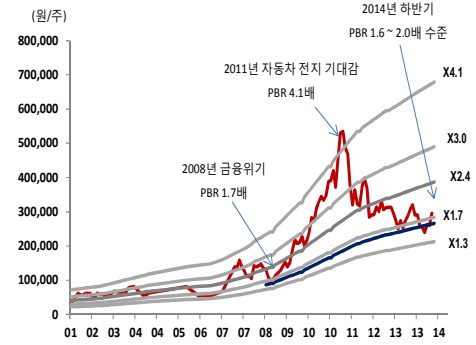
자료 : 동양증권 리서치센터

그림 53. LG 화학(주)의 석유화학 1 톤당 스프레드 추이



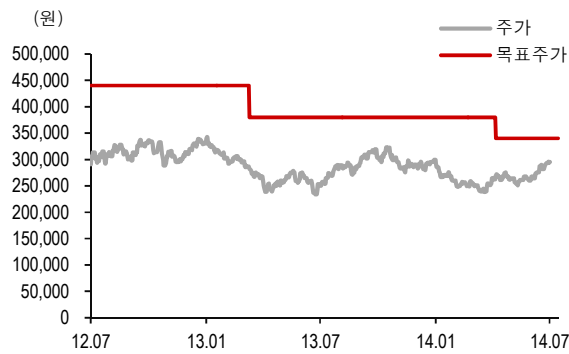
자료: 동양증권 리서치센터

그림 54. LG 화학(주) PBR 밴드 : PBR 1.6 ~ 2.0 배 범위



자료: 동양증권 리서치센터

LG 화학 (051910) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

날짜	투자의견	목표주가
2014-07-06	BUY	340,000
2014-06-02	BUY	340,000
2014-05-12	BUY	340,000
2014-04-20	BUY	340,000
2014-04-08	BUY	340,000
2014-04-07	BUY	340,000
2014-01-07	BUY	380,000
2013-12-23	BUY	380,000
2013-10-21	BUY	380,000
2013-10-07	BUY	380,000

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -100이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

LG 화학 (051910) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	232,630	231,436	236,220	257,875	308,951
매출원가	199,551	198,347	204,679	220,907	265,011
매출총이익	33,079	33,089	31,541	36,968	43,941
판매비	13,976	15,659	15,526	16,552	19,830
영업이익	19,103	17,430	16,015	20,417	24,111
EBITDA	27,839	27,883	27,588	32,955	37,269
영업외손익	-298	-1,417	-362	-217	-357
외환관련손익	-52	33	-218	27	0
이자손익	-429	-295	-319	-369	-482
관계기업관련손익	124	54	223	125	125
기타	58	-1,210	-48	0	0
법인세비용차감전순손익	18,805	16,013	15,653	20,200	23,753
법인세비용	3,742	3,307	3,419	4,571	5,377
계속사업순손익	15,063	12,706	12,234	15,629	18,376
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	15,063	12,706	12,234	15,629	18,376
지배지분순이익	14,945	12,660	12,323	15,743	18,510
포괄순이익	13,756	12,695	12,000	15,629	18,376
지배지분포괄이익	13,717	12,629	12,152	15,827	18,609

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	74,529	80,316	88,163	93,305	103,902
현금및현금성자산	7,208	13,991	11,981	11,012	7,063
매출채권 및 기타채권	32,612	33,326	38,228	41,705	49,981
재고자산	26,279	25,640	28,965	31,599	37,870
비유동자산	91,282	94,148	103,296	112,779	120,601
유형자산	83,482	85,596	94,263	103,854	111,760
관계기업등 지분관련자산	4,051	4,479	4,896	5,021	5,145
기타투자자산	220	63	64	64	64
자산총계	165,812	174,465	191,459	206,084	224,503
유동부채	43,380	45,979	51,265	52,876	57,708
매입채무 및 기타채무	23,347	21,488	26,826	28,128	31,226
단기차입금	16,667	17,197	19,240	19,527	20,261
유동성장기부채	851	4,872	2,158	2,180	3,181
비유동부채	14,778	11,229	13,676	13,746	12,745
장기차입금	5,940	4,047	5,513	5,572	5,572
사채	5,980	3,990	4,988	4,998	3,997
부채총계	58,158	57,208	64,942	66,622	70,453
지배지분	106,293	115,969	125,125	137,924	152,350
자본금	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
자본잉여금	11,578	11,578	11,578	11,578	11,578
이익잉여금	92,047	101,726	111,113	123,911	138,338
비지배지분	1,361	1,287	1,392	1,538	1,700
자본총계	107,654	117,257	126,517	139,462	154,050
순차입금	15,812	10,825	13,338	14,685	19,368
총차입금	29,469	30,105	31,899	32,278	33,011

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	17,657	21,829	20,054	25,060	21,953
당기순이익	15,063	12,706	12,234	15,629	18,376
감가상각비	8,545	10,212	11,311	12,305	12,950
외환손익	-610	-228	271	-27	0
총속, 관계기업관련손익	0	0	-94	-125	-125
자산부채의 증감	-5,192	-2,869	-5,701	-4,724	-11,244
기타현금흐름	-150	2,008	2,033	2,001	1,996
투자활동 현금흐름	-26,546	-13,103	-22,313	-21,896	-20,856
투자자산	-914	-255	-335	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-19,074	-13,607	-20,558	-21,896	-20,856
유형자산 감소	93	81	56	0	0
기타현금흐름	-6,650	678	-1,476	0	0
재무활동 현금흐름	2,461	-1,988	-1,436	-2,706	-3,489
단기차입금	0	0	-232	287	734
사채 및 장기차입금	5,623	1,096	1,880	91	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-3,162	-3,084	-3,084	-3,084	-4,223
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-158	45	1,686	-1,427	-1,557
현금의 증감	-6,586	6,783	-2,009	-969	-3,949
기초 현금	13,794	7,208	13,991	11,981	11,012
기말 현금	7,208	13,991	11,981	11,012	7,063
NOPLAT	19,103	17,430	16,015	20,417	24,111
FCF	-228	7,808	-2,168	1,715	-289

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	22,085	18,637	18,130	23,112	27,143
BPS	144,043	157,137	169,527	186,845	206,367
EBITDAPS	37,671	37,730	37,332	44,594	50,432
SPS	314,790	313,175	319,648	348,952	418,067
DPS	4,000	4,000	4,000	5,548	6,801
PER	14.8	15.2	16.3	12.8	10.9
PBR	2.3	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.7	7.5	8.2	6.9	6.2
PSR	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액 증가율 (%)	2.6	-0.5	2.1	9.2	19.8
영업이익 증가율 (%)	-32.2	-8.8	-8.1	27.5	18.1
지배순이익 증가율 (%)	-30.1	-15.3	-2.7	27.8	17.6
매출총이익률 (%)	14.2	14.3	13.4	14.3	14.2
영업이익률 (%)	8.2	7.5	6.8	7.9	7.8
지배순이익률 (%)	6.4	5.5	5.2	6.1	6.0
EBITDA 마진 (%)	12.0	12.0	11.7	12.8	12.1
ROIC	13.5	11.2	9.6	11.0	11.6
ROA	9.4	7.4	6.7	7.9	8.6
ROE	14.8	11.4	10.2	12.0	12.8
부채비율 (%)	54.0	48.8	51.3	47.8	45.7
순차입금/자기자본 (%)	14.9	9.3	10.7	10.6	12.7
영업이익/금융비용 (배)	26.2	26.7	22.4	29.7	35.2



화학업계의 불독(Bull-Dog) 항주원입니다.

(02)3770-5607

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

동양증권

코오롱인더 (120110)

2014년 2분기 실적 회복 -> 3분기 감소

투자의견: HOLD (Maintain)

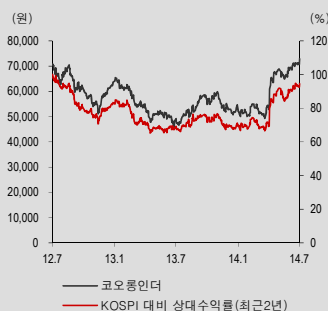
목표주가: 70,000원

화학

주가	72,900원
자본금	1,394억원
시가총액	19,166억원
주당순자산	76,211원
부채비율	139.80%
총발행주식수	27,870,293주
60일 평균 거래대금	69억원
60일 평균 거래량	103,511주
52주 고	72,900원
52주 저	46,600원
외인지분율	19.91%
주요주주	코오롱 외 19인 31.43%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	6.7	38.1	48.2
상대	6.0	36.8	36.4
절대(달러환산)	8.3	44.6	66.5



자료: Datastream

Investment Point

2014년 2분기 예상 실적 : 영업이익 674억원으로, 전분기 대비 35% 증가 [표30]

- ▶ 2분기 추정 실적은 매출액 1조 2,925억원(전분기 1조 3,130억원), 영업이익 674억원(전분기 500억원), 지배주주 순이익 574억원(전분기 339억원) 등임. 영업이익은 시장 컨센서스 772억원을 하회할 것으로 예상
- ▶ 화학부문(산업용 접착제) 예상 영업이익은 201억원으로, 전분기 208억원 대비 소폭 개선 전망. 석유수지 등 주요설비는 100% 가동되는 가운데, 제품판매가격은 전분기 수준에서 변동이 있음
- ▶ 산업자재부문(에어백, 타이어코드 등) 예상 영업이익 규모는 156억원으로, 전분기 124억원에서 개선 전망. 자동차용 소재 성수기 진입 속에 에어백 및 타이어코드 설비는 100% 가동을 이어가고 있음. 평균 판매가격 인상은 이어지고 있지만, 수요업체에서 받아들여지지 않음
- ▶ PET 필름부문 예상 영업이익은 56억원으로, 전분기 59억원에 이어 약세 지속. 범용 필름 비중이 높은 코오롱인더(주)의 경우, 판매물량에는 변화가 없었음. 저가 제품 위주로 판매량이 집중되면서 평균판가도 부진
- ▶ 패션부문 예상 영업이익은 231억원으로 전분기 169억원으로 높아질 전망. SS 제품 성수기에도 불구하고 작년 영업손익 240억원에 미달하는 것은 5~6월 세월호 애도 분위기로 소비가 위축되었기 때문
- ▶ Dupont(주) 소송관련 영업비용은 약 90 ~ 100억원 규모의 변호사 비용 정도 발생 예상. 2014년 4월 미국 항소심에서 파기환송 재심리 판결이 내려지면서, 변호사 비용이 다른 분기에 비해 증가함

2014년 3분기 예상 실적 : 영업이익 488억원으로, 전분기 대비 28% 감소

- ▶ 3분기 예상 실적은 '매출액 1.3조원(전분기 1.3조원), 영업이익 488억원(전분기 674억원), 지배주주 순이익 3698억원(전분기 574억원)' 등임
- ▶ 실적 감소 예상 근거 : ① SS제품에 대한 할인 판매 시기로, 패션부문 영업손익이 전분기 231억원에서 41억원으로 급감하기 때문 ② 석유화학 업스트림 가격 상승으로, 코오롱패션머티리얼(주), 코오롱글로벌(주), 코오롱플라스틱(주) 등의 자회사 실적이 소폭 감소할 것으로 우려됨. 다만, ③ 석유수지 3만톤 신규설비 가동이 본격화되면서 화학부문 실적은 오히려 개선될 것으로 보임

투자의견 HOLD, 목표주가 70,000원 유지

- Dupont(주)과의 파기환송심 판결전까지 분기 실적 등락에 따라 주가 등락 지속 불가피
- 3분기는 실적 감소기로 주가는 7만원에서 하락압력이 점차 높아질 것으로 보임

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	53,130	52,615	54,376	57,271	61,502
매출액증가율	-2.0	-1.0	3.3	5.3	7.4
영업이익	2,940	2,316	2,494	2,728	3,259
영업이익률	5.5	4.4	4.6	4.8	5.3
지배주주귀속 순이익	1,672	1,115	1,970	2,356	2,472
지배주주 귀속 EPS	6,569	4,379	7,776	9,262	9,709
증가율	-50.2	-33.3	77.6	19.1	4.8
PER	10.0	12.4	9.4	7.9	7.5
PBR	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.0	7.7	8.5	8.0	7.2
ROA	3.5	2.4	4.0	4.5	4.4
ROE	9.6	6.2	10.4	11.2	10.7

표 30. 코오롱인더(주) 실적 추정치 : 2014년 2분기 예상 영업이익 674억원(전분기 500억원, 시장 컨센서스 772억원)

		2012				2013				2014				연간실적			
		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2012	2013	2014	2015
생산 Capa	석유수지 (만톤)	2.5	2.5	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	3.5	3.5	3.5	10.5	11.0	13.3	14.0
	타이어코드 (만톤)	1.9	1.9	1.9	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	8.0	8.7	8.7	8.7
	에어백 (만톤)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	3.1	3.1	3.1	3.1
	아라미드 (만톤)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.5	0.5	0.5
	PET필름 (만톤)	2.9	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	12.2	12.9	12.9	12.9
	폴리에스터 원사 (만톤)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	8.1	8.1	8.1	8.1
	Nylon원사 (만톤)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	5.5	5.5	5.5	5.5
	자동차용 Seat봉제 (만㎡)	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	11.2	11.2	11.2	11.2
	아세탈산(POM) (만톤)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	6.0	6.0	6.0	9.0
	폴리아미드(PA-6) (만톤)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.0	1.0	1.0	1.0
매출액		13,309	13,523	12,151	14,147	12,683	13,279	12,400	14,253	13,130	12,925	13,029	15,291	53,130	52,615	54,376	57,271
화학부문		2,836	2,743	2,712	2,732	2,583	2,304	2,636	2,606	2,788	2,688	2,923	2,983	11,023	10,119	11,382	12,249
석유수지		\$/MT	2,827	2,912	2,904	2,815	2,828	2,789	2,716	2,678	2,705	2,724	2,698	2,865	2,756	2,701	2,666
하이라놀		\$/MT	3,141	3,226	3,189	3,251	3,268	3,246	3,205	3,190	3,325	3,299	3,310	3,204	3,227	3,307	3,318
산업자재		1,800	1,922	1,716	1,611	1,689	1,785	1,662	1,782	1,787	1,809	1,716	1,758	7,049	6,928	7,070	7,098
타이어코드		\$/MT	4,285	4,289	4,119	4,029	3,926	3,871	3,970	3,945	3,989	4,020	3,990	4,181	3,886	3,981	4,008
에어백		\$/MT	12,245	13,284	14,537	15,687	14,233	14,034	14,392	14,185	14,271	14,455	14,347	13,938	14,087	14,314	14,411
아라미드		\$/MT	21,594	22,066	21,587	21,805	20,937	21,682	20,049	20,038	19,346	19,811	19,732	21,763	20,677	19,630	19,701
필름/전자재료		1,674	1,652	1,621	1,541	1,545	1,649	1,631	1,491	1,524	1,449	1,678	1,602	6,488	6,316	6,253	6,782
PET필름		\$/MT	4,441	5,064	5,278	5,057	4,933	4,959	4,800	4,638	4,732	4,846	4,846	4,954	4,960	4,852	4,859
패션부문		2,843	3,004	2,279	4,334	2,952	2,957	2,379	4,501	2,907	2,863	2,404	4,820	12,460	12,789	12,994	13,949
본사 및 기타		726	687	585	594	420	915	488	416	526	513	545	547	2,602	2,239	2,131	2,253
코오롱난징		248	246	275	328	140	253	384	344	461	443	449	428	1,097	1,121	1,781	1,794
타이어코드		\$/MT	4,285	4,289	4,119	4,029	3,926	3,871	3,970	3,945	3,989	4,020	3,990	4,181	3,886	3,981	4,008
코오롱패션메타리얼		1,517	1,412	1,300	1,210	1,367	1,518	1,308	1,248	1,299	1,232	1,316	1,333	5,439	5,439	5,180	5,156
폴리에스터원사		\$/MT	1,608	1,539	1,604	1,682	1,692	1,610	1,635	1,540	1,586	1,592	1,643	1,608	1,663	1,585	1,585
나일론원사		\$/MT	3,781	3,698	3,293	3,351	3,326	3,313	3,249	3,300	3,490	3,595	3,675	3,531	3,291	3,565	3,570
코오롱글로벌텍		1,064	1,237	1,105	1,265	1,447	1,239	1,315	1,325	1,243	1,373	1,332	1,283	4,671	5,386	5,291	5,549
코오롱플라스틱		601	620	548	532	540	589	607	542	585	555	607	538	2,301	2,278	2,294	2,441
폴리아세탈		\$/MT	1,976	1,900	1,792	1,784	1,744	1,712	1,648	1,671	1,641	1,654	1,636	1,863	1,689	1,650	1,663
폴리아미드		\$/MT	3,191	3,137	2,853	2,975	2,960	2,884	2,843	2,906	2,511	2,872	2,735	3,039	2,889	2,756	3,009
영업이익		859	976	494	611	488	767	372	689	500	674	488	832	2,940	2,316	2,494	2,728
화학부문		255	257	242	207	205	210	215	212	208	201	238	223	961	842	870	1,011
Cash마진		\$/MT	1,574	1,694	1,692	1,688	1,680	1,688	1,645	1,636	1,617	1,648	1,673	1,654	1,657	1,650	1,629
산업자재		194	205	151	83	91	147	124	91	124	156	148	140	633	453	567	587
Cash마진		\$/MT	3,011	3,180	3,079	3,047	2,857	2,834	2,880	2,742	2,910	3,072	2,970	2,980	3,079	2,781	2,985
필름/전자재료		159	168	161	64	66	94	68	50	59	56	87	72	552	278	273	335
Cash마진		\$/MT	2,501	2,512	2,233	2,336	2,450	2,288	2,312	2,221	2,067	1,994	2,257	2,177	2,385	2,318	2,124
패션부문		168	221	6	393	173	240	17	437	189	231	41	426	788	867	867	933
본사 및 기타		-71	-31	-114	-183	-153	-140	-147	-188	-138	-102	-120	-112	-389	-628	-472	-522
코오롱난징		29	34	33	43	39	59	49	58	47	51	39	37	139	205	173	151
코오롱패션메타리얼		68	25	-30	-47	21	87	15	-12	20	22	23	-3	17	112	53	28
코오롱글로벌텍		36	54	16	42	56	48	26	45	43	47	9	44	148	175	142	150
코오롱플라스틱		22	43	29	8	-10	22	5	-4	-22	14	24	5	102	13	21	55
지배주주 손이익		718	549	228	176	197	450	148	320	339	574	398	659	1,672	1,115	1,970	2,356
EPS		원/주												6,589	4,379	7,776	9,282
BPS		원/주												67,989	70,207	76,211	84,070
ROE														9.7%	6.2%	10.2%	11.0%

Fundamental 변화

▶ 2013년 1분기 : 영업이익 488억원은 전분기 611억원 대비 20% 감소하는 수저임. 석유수지를 제외한 산업자재/필름/패션 비수기. 변호사비용 70억원, 듀폰트 소송충당금 90억원

▶ 2013년 2분기 : 영업이익 767억원(전분기 488억원). 대부분의 사업에서 실적 회복. 듀폰트 소송비용 100억원 집행

▶ 2013년 3분기 : 영업이익 375억원(전분기 767억원)으로 감소. 석유수지 안정세 속에 산업자재/필름/패션 비수기 노출

▶ 2013년 4분기 : 영업이익 689억원(전분기 375억원). 석유수지 유지, 산업자재 회복, 필름 약세, 패션 상승기 진입. 재고가격 등 일회성 비용 100억원 발생

▶ 2014년 1분기 : 영업이익 500억원(전분기 689억원)으로, 전분기 대비 감소. 석유수지 유지, 산업자재 회복, 필름 약세, 패션 비수기 진입

(1) 석유화학 부문 영업이익 208억원(전분기 212억원). 석유수지에 대한 가격인하 압력 증가. 페놀/에폭시 수익개선. 석유수지 호조속에 대한 신규 3만톤 공장 기계적 완공. 양산은 2분기 말부터 시작

(2) 산업자재 부문 영업이익 124억원(전분기 91억원). 자동차 소재(에어백, 타이어코드) 판매 호조. 전분기 일회성 재고손실 소멸로 실적 개선 기여 기대

(3) 필름부문 영업이익 59억원(전분기 50억원) 소폭 개선. 1~2월 광학용필름 비수기 이후, 3월부터 점진적인 필름 판매량 개선. 중국 과잉공급 여파로 수익 약세는 지속

(4) 패션부문 영업이익 168억원(전분기 437억원). 1월 이후 불철 비수기와 온화한 기온으로 3월 판매 부진.

(5) 듀폰트 소송 예상 비용 : 변호사 비용 70억원(영업비용) 반영

2014년 4월 듀폰트 항소심은 코오롱인더(주) 승소(코오롱인더(주) 승소 1심으로 손해배상액 재선정을 위한 파기환송 진행. 파기환송심 판결전까지 충당금 설정 없음)

(6) 주요 계열사 영업이익은 789억원(전분기 889억원) 대비 소폭 감소됨. 중국 난징공장 판매 호조에도 불구하고, 코오롱플라스틱의 영업손익이 △22억원 적자율 시현함

▶ 2014년 2분기 : 예상 영업이익 674억원(전분기 500억원)으로, 전분기 대비 회복되지만, 전년 동기 767억원에 비해 하회 전망. 석유수지 유지, 산업자재 회복, 필름 약세, 패션 상승기 진입

(1) 석유화학 부문 예상 영업이익 208억원(전분기 212억원)으로 소폭 하락 예상. 100% 가동 속에 평균판매가격은 변동이 없었음. 원/달러 환율 하락으로 판매액 및 이익 감소 예상. 신규증설 3만톤은 3분기 부터 본격 판매 예상

(2) 산업자재 부문 예상 영업이익 156억원(전분기 124억원) 전망. 상승기 진입으로 자동차 소재(에어백, 타이어코드) 판매 호조세 지속. 타이어코드 및 에어백 설비는 풀 가동중임

(3) 필름부문 영업이익 59억원(전분기 50억원) 전분기과 유사한 약세 지속. 3~4월 부터 광학용필름 판매량이 소폭 개선되고 있지만, 제품가격 인상이 되지 않으면서 수익성 개선은 지연되고 있음

(4) 패션부문 예상 영업이익 210억원(전분기 168억원)으로 상승기 효과 기대. 4월 무더운 기온으로 여름패션 제품 판매가 상대적으로 호조를 보인 반면, 5~6월에는 세월호 영향으로 판매 위축

(5) 주요 계열사 영업이익은 134억원(전분기 789억원) 대비 개선 기대. 자동차 소재 상승기 진입으로, 중국 난징공장(에어백, 타이어코드), 코오롱글로벌텍(자동차시트), 코오롱플라스틱(폴리아미드) 등의 수익개선이 예상됨

(6) 듀폰트 소송 예상 비용 : 항소심판결로 변호사 비용 90~100억원(영업비용)으로 소폭 증가 예상. 코오롱인더(주)는 듀폰트과의 합의없이 파기환송심리 진행 예정

▶ 2014년 3분기 : 예상 영업이익 480억원(전분기 674억원)으로, 전분기 대비 감소되지만 전년 동기 375억원에 비해 개선 전망. 패션 비수기 진입속에 석유수지 증설 효과 기대

(1) 석유화학 부문 예상 영업이익 238억원(전분기 208억원)으로 개선 전망. 신규증설 3만톤 설비가 본격적으로 가동되면서 실적으로 귀속 예상

(2) 산업자재 부문 예상 영업이익 148억원(전분기 156억원)에서 정체 예상. 타이어코드 및 에어백 풀 가동속에 제품가격 인하압력 지속 전망

(3) 필름부문 영업이익 57억원(전분기 59억원)은 전분기 대비 소폭 개선 기대. 일본산 PET필름 예비 반납금 관세 부과로, 코오롱인더(주)의 두꺼운 필름 판매량 확대 가능

(4) 패션부문 예상 영업이익 41억원(전분기 210억원)으로 여름철 비수기 진입. 국내 아웃도어 제품시장은 판매 증가율이 10% 이하로 낮아져 있는 상황임

(5) 주요 계열사 영업이익은 699억원(전분기 134억원) 소폭 조정 예상. 원/달러 상승으로 코오롱메타리얼, 코오롱글로벌텍, 코오롱플라스틱 수익성이 조금씩 낮아질 것으로 판단

(6) 듀폰트 소송 예상 비용 : 변호사 비용 70억원(영업비용) 정으로 회계

▶ 2014년 : 석유수지 3만톤 증설(2분기 양산), 듀폰트과의 영업기밀 도둑에 대한 제소 진행(2013년 5월 공판 → 2014년 4월 코오롱승소 → 2015년 중에 1심 제정 판결)

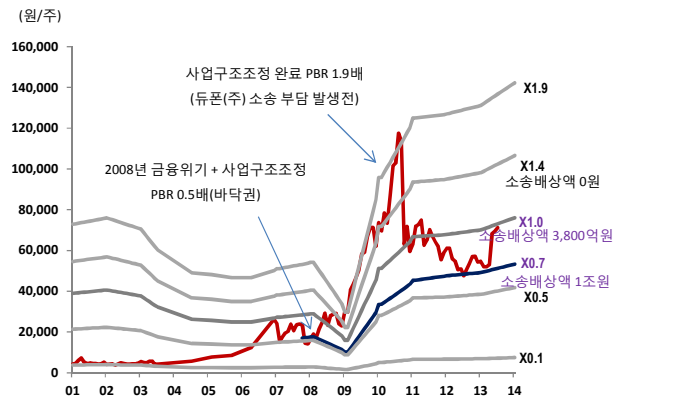
자료 : 동양증권 리서치센터

표 31. Dupont(주)과의 Aramid(초강력섬유) 소송일지 : 항소심 코오롱인더(주) 승소

일 시	주요 내용
2005년	코오롱(주), 500톤 규모의 Para - Aramid 제품 양산공장 준공
2006년	코오롱(주), Dupont(주)의 전직 엔지니어인 Michael Mitchell을 고용하여 미국 시장 영업 개시
2009년 2월	Dupont(주), 미국 버지니아 법원에 코오롱(주)을 상대로 영업기밀 침해 혐의로 소송 제기
2009년 4월	코오롱(주), 미국 버지니아 법원에 Dupont(주)을 상대로 미국내 반독점법 위반 소송제기 (미국내에서 Dupont(주)이 Aramid를 판매했을 경우, 장기공급계약 조건 형태로만 판매함에 따라 다른 Aramid 생산업체가 미국내 판매하기 어렵게 만들었다는 혐의)
2009년 8월	미국 버지니아 법원 1심판결 , 코오롱(주)이 2009년 3월 제기한 Dupont(주)의 반독점 위반 소송에서 코오롱(주) 패소
2010년 3월	미국 버지니아 항사 법원, Michael Mitchell에 대해 18개월 감옥형 선고(Dupont(주)의 영업기밀 누출 혐의)
2011년 11월	미국 버지니아 법원, 코오롱인더(주)에 대해 Dupont(주)의 영업기밀 침해에 대해 유죄 및 손해배상액 9억 1,980만달러와 정벌금 35만 달러 선고
2012년 8월 30일	미국 버지니아 법원, 코오롱인더(주)에 대해 20년간 아라미드 생산 및 판매 중단 선고
2012년 8월 30일	코오롱인더(주), 아라미드 분쟁에 대해 항소제기
2012년 9월 21일	미국 연방법원, 코오롱인더(주)에 대해 2심 판결까지 아라미드 생산/판매 유죄 결정
2012년 10월 18일	미국 연방법원 검찰, 코오롱인더(주)와 임직원 5명에 대해 영업 및 질도, 정보전용, 조사방해 혐의로 형사소송을 제기함(민사소송과 별도 진행)
2013년 5월	미국 항소법원, 손해배상액 산정 적정성에 대한 항소심 공판(Hearing)
2014년 2월	2009 ~ 2012년 소송전까지 발생한 Dupont의 변호사비용 197억원에 대해 코오롱인더(주)의 배상 판결
2014년 4월	미국 항소법원의 2심 판결(코오롱인더(주)의 주장을 받아들여, 미국 버지니아 지방법원에서 다시 재판하도록 파기환송을 결정)
2014년 2분기 ~	미국 버지니아 지방법원, 파기환송심 진행 및 판결(최종 손해배상액 결정)

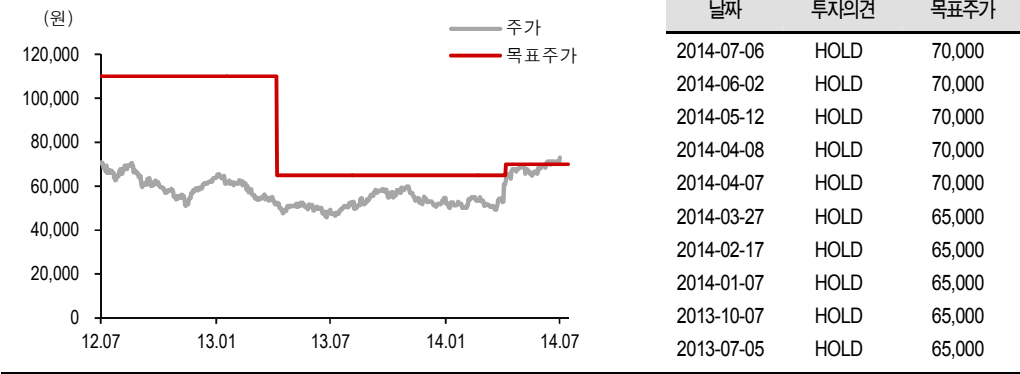
자료: 동양증권 리서치센터

그림 55. 코오롱인더(주)의 PBR 밴드 : 파기항소심 동안, 주가 7만원 중심 박스권



자료: 동양증권 리서치센터

코오롱인더 (120110) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

날짜	투자의견	목표주가
2014-07-06	HOLD	70,000
2014-06-02	HOLD	70,000
2014-05-12	HOLD	70,000
2014-04-08	HOLD	70,000
2014-04-07	HOLD	70,000
2014-03-27	HOLD	65,000
2014-02-17	HOLD	65,000
2014-01-07	HOLD	65,000
2013-10-07	HOLD	65,000
2013-07-05	HOLD	65,000

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
 - 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
 - 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
 - Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20~-20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
 - 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
 - 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경
- 본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

코오롱인더 (120110) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	53,130	52,615	54,376	57,271	61,502
매출원가	40,106	39,739	41,702	44,026	47,027
매출총이익	13,024	12,876	12,674	13,245	14,475
판매비	10,084	10,559	10,179	10,516	11,216
영업이익	2,940	2,316	2,494	2,728	3,259
EBITDA	4,662	4,138	4,341	4,524	5,007
영업외손익	-802	-739	131	330	-43
외환관련손익	-14	47	17	-3	0
이자손익	-759	-668	-681	-519	-500
관계기업관련손익	188	308	507	516	550
기타	-217	-426	287	336	-93
법인세비용차감전순손익	2,138	1,577	2,625	3,059	3,216
법인세비용	426	441	630	681	722
계속사업순손익	1,711	1,137	1,995	2,377	2,494
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,711	1,137	1,995	2,377	2,494
지배지분순이익	1,672	1,115	1,970	2,356	2,472
포괄순이익	886	858	1,873	2,377	2,494
지배지분포괄이익	872	799	1,842	2,348	2,463

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	20,194	19,382	22,514	24,646	26,720
현금및현금성자산	2,449	1,237	2,617	3,934	4,528
매출채권 및 기타채권	8,270	8,159	8,941	9,342	10,071
재고자산	8,160	8,580	9,205	9,619	10,370
비유동자산	26,089	27,817	28,460	29,480	30,582
유형자산	19,527	21,136	21,542	22,071	22,646
관계기업등 지분관련자산	2,066	2,598	2,958	3,474	4,023
기타투자자산	1,769	1,384	1,243	1,243	1,243
자산총계	46,283	47,199	50,974	54,126	57,301
유동부채	16,576	16,860	17,894	18,262	19,103
매입채무 및 기타채무	6,466	6,321	6,866	7,048	7,625
단기차입금	3,627	5,456	7,392	7,578	7,841
유동성장기부채	5,687	4,337	2,983	2,983	2,983
비유동부채	10,881	10,883	11,823	12,261	12,261
장기차입금	3,920	4,215	5,263	5,263	5,263
사채	4,397	4,307	4,168	4,606	4,606
부채총계	27,457	27,743	29,717	30,523	31,364
지배지분	17,534	18,175	19,857	22,048	24,229
자본금	1,391	1,393	1,394	1,394	1,394
자본잉여금	8,973	9,060	9,059	9,059	9,059
이익잉여금	7,868	8,760	10,579	12,770	14,951
비지배지분	1,292	1,281	1,400	1,555	1,709
자본총계	18,826	19,456	21,257	23,603	25,938
순차입금	14,493	16,378	16,258	15,565	15,234
총차입금	17,633	18,315	19,805	20,429	20,693

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	2,394	2,734	2,836	3,620	3,391
당기순이익	1,711	1,137	1,995	2,377	2,494
감가상각비	1,694	1,792	1,821	1,771	1,724
외환손익	10	9	-4	3	0
총속, 관계기업 관련손익	0	0	-388	-516	-550
자산부채의 증감	-1,741	-1,017	-1,207	-624	-883
기타현금흐름	719	812	618	608	605
투자활동 현금흐름	-2,528	-3,738	-2,379	-2,305	-2,305
투자자산	-620	-464	-8	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,162	-3,422	-2,304	-2,300	-2,300
유형자산 감소	18	9	4	0	0
기타현금흐름	236	139	-72	-5	-5
재무활동 현금흐름	239	-204	1,139	452	-34
단기차입금	0	0	244	186	264
사채 및 장기차입금	949	849	1,230	438	0
자본	471	201	1	0	0
현금배당	-370	-254	-172	-172	-298
기타현금흐름	-811	-1,000	-163	0	0
연결범위변동 등 기타	-16	-4	-215	-450	-457
현금의 증감	89	-1,212	1,380	1,317	594
기초 현금	2,360	2,449	1,237	2,617	3,934
기말 현금	2,449	1,237	2,617	3,934	4,528
NOPLAT	2,940	2,316	2,494	2,728	3,259
FCF	173	-947	231	993	1,092

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	6,569	4,379	7,776	9,262	9,709
BPS	67,989	70,207	76,211	84,070	91,896
EBITDAPS	16,755	14,871	15,575	16,233	17,966
SPS	190,957	189,072	195,103	205,491	220,671
DPS	900	600	600	1,061	1,200
PER	10.0	12.4	9.4	7.9	7.5
PBR	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.0	7.7	8.5	8.0	7.2
PSR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액 증가율 (%)	-2.0	-1.0	3.3	5.3	7.4
영업이익 증가율 (%)	-26.9	-21.2	7.7	9.4	19.5
지배순이익 증가율 (%)	-48.3	-33.3	76.6	19.6	4.9
매출총이익률 (%)	24.5	24.5	23.3	23.1	23.5
영업이익률 (%)	5.5	4.4	4.6	4.8	5.3
지배순이익률 (%)	3.1	2.1	3.6	4.1	4.0
EBITDA 마진 (%)	8.8	7.9	8.0	7.9	8.1
ROIC	7.8	5.3	5.7	6.1	7.0
ROA	3.5	2.4	4.0	4.5	4.4
ROE	9.6	6.2	10.4	11.2	10.7
부채비율 (%)	145.8	142.6	139.8	129.3	120.9
순차입금/자기자본 (%)	82.7	90.1	81.9	70.6	62.9
영업이익/금융비용 (배)	3.3	3.0	3.1	3.9	4.7



화학업계의 불독(Bull-Dog) 항주원입니다.

(02)3770-5607

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

동양증권

SKC (011790)

2014년 2분기 실적 소폭 개선 -> 3분기 소폭 개선

투자의견: BUY (Maintain)

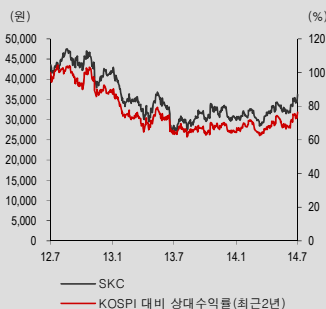
목표주가: 40,000원

화학

주가	36,250원
자본금	1,811억원
시가총액	13,128억원
주당순자산	35,402원
부채비율	198.29%
총발행주식수	36,215,063주
60일 평균 거래대금	58억원
60일 평균 거래량	174,329주
52주 고	36,250원
52주 저	27,200원
외인지분율	5.20%
주요주주	SK 외 7인 44.98%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	12.2	13.8	28.1
상대	11.5	12.8	17.9
절대(달러환산)	13.9	19.2	43.9



자료: Datastream

Investment Point

2014년 2분기 예상 실적 : 영업이익 363억원으로, 전분기 대비 15% 증가 [표32]

- ▶ 2014년 2분기 추정 실적은 매출액 7,082억원(전분기 6,675억원), 영업이익 363억원(전분기 317억원), 지배주주 순이익 226억원(전분기 174억원) 등임. 영업이익은 시장 컨센서스 398억원보다 낮게 추정됨
- ▶ 본사 PET 필름 부문 예상 영업이익은 140억원으로, 전분기 124억원 수준에서 소폭 회복될 전망. TV 용 광학용 필름 및 저가 필름 판매증가로, 필름 부문 전체 판매량은 1분기 대비 10% 정도 증가 예상. 다만, 광학용 필름을 포함한 평균판매가격(ASP)은 1분기와 크게 다르지 않음. 기존의 고급형 필름라인에서 저가형 필름 생산을 확대했기 때문. 이로 인해, 영업이익률도 바닥권 수준에서 회복되지 못하고 있음
- ▶ 본사 PO/SM 부문의 예상 영업이익은 229억원으로, 전분기 193억원 대비 개선이 예상됨. 정기보수 없이 PO 설비는 풀 가동되고 있음. 아시아 주요 PO 생산업체 정기보수 영향으로 PO(Propylene Oxide) 가격은 전분기 2,183\$에서 2,204\$로 강보합세를 이어감. 특히, 계절적인 성수기에 접어들어 PPG(포리올) 판매가 확대되면서 실적 개선을 이끌 것으로 판단됨
- ▶ 주요 종속 계열사 영업손익은 △5억원으로, 전분기 0억원 수준에서 정체가 예상됨. 통신중계기 판매 비수기에 접어들어 있는 SK 텔레시스㈜ 영업손익은 △50억원(전분기 47억원 흑자)에서 약세가 예상됨. 태양전지 잉곳 라인 풀가동 중인 SKC 솔믹스㈜ 영업이익은 3억원으로 전분기 △6억원에서 소폭 개선이 기대됨. 20% 영업이익률이 유지되고 있는 SKC 에어가스㈜ 영업이익은 39억원(전분기 36억원)으로 견조할 전망. 다만, 기대했던 중국 장수공장에서는 판매지연으로 10억원 규모의 영업손실이 예상됨

2014년 3분기 예상 실적 : 영업이익 404억원으로, 전분기 대비 11% 개선 가능

- ▶ 3분기 예상 실적은 '매출액 7,623억원(전분기 7,082억원), 영업이익 404억원(전분기 363억원), 지배주주 순이익 183억원(전분기 226억원)' 등임
- ▶ 실적 소폭 회복 예상 근거 : ① 주로 계열사 이익 개선이 예상됨. SK텔레시스㈜의 통신중계기 판매 성수기 진입으로 적자폭 축소가 예상될 뿐만 아니라, 열수축 필름 2만톤을 증설한 SKC Inc 실적이 소폭 개선될 전망. 다만, ②본사 화학부문은 PO가격 하락반전으로 실적 약보합이 예상될 뿐만 아니라, 저가형 PET 필름 판매량 확대는 기대되지만, 이익률 약세 부담으로 실적 모멘텀은 제한적일 것으로 보임

투자의견 BUY, 목표주가 40,000원 유지

- 필름 부문 부진 영향으로, 하반기 PBR 1.0 ~ 1.1배 수준에서 주가 정체 예상
- 2014년 6월 27일부터 전환 가능한 166만주 전환사채(전환가 30,200원)은 단기 걸림돌

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	26,292	26,414	29,354	30,792	33,419
매출액증가율	6.3	0.5	11.1	4.9	8.5
영업이익	1,447	1,240	1,469	1,674	1,756
영업이익률	5.5	4.7	5.0	5.4	5.3
지배주주귀속 순이익	660	568	705	762	855
지배주주 귀속 EPS	1,823	1,568	1,947	2,105	2,360
증가율	-47.6	-14.0	24.2	8.1	12.1
PER	24.1	20.7	18.6	17.2	15.4
PBR	1.4	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	12.8	11.7	11.2	10.4	10.3
ROA	2.0	1.6	1.9	1.9	2.1
ROE	5.8	4.9	5.7	5.8	6.2

표 32. SKC(주) 실적 추정치 : 2014년 2분기 예상 영업이익 363억원(전분기 영업이익 317억원, 시장 컨센서스 398억원)

		2012				2013				2014				연간실적			
		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2012	2013	2014	2015
생산 Capa																	
PET 필름(국내)	만톤	2.9	2.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	13.4	15.4	15.4	15.4
PET 필름(해외)	만톤	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	2.3	2.3	2.3	2.3	3.3	3.8	3.8	5.0	8.0	13.0	15.0
EVA(국내/해외)	만톤	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	3.9	3.9	3.9	3.9
PO	만톤	7.0	7.0	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	29.5	31.0	31.0	31.0
PPG	만톤	3.0	3.0	3.0	4.8	4.8	4.8	4.8	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	13.8	19.6	21.5	21.5
SM	만톤	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9	39.4	39.4	39.4	39.4
매출액																	
필름부문	억원	5,984	6,769	6,666	6,872	5,602	6,319	6,845	7,648	6,675	7,082	7,623	7,974	26,292	26,414	29,354	30,792
PET Chip	\$/MT	1,608	1,539	1,406	1,634	1,629	1,613	1,630	1,670	1,542	1,494	1,590	1,640	1,547	1,636	1,567	1,640
EG(원재료)	\$/MT	1,065	925	1,007	1,093	1,150	970	1,080	1,040	963	938	1,050	1,000	1,023	1,060	988	1,047
TPA(원재료)	\$/MT	1,185	1,066	1,041	1,121	1,164	1,054	1,083	1,030	935	890	1,050	1,000	1,103	1,083	969	1,058
정밀화학부문	억원	2,916	2,654	2,704	2,495	2,231	2,687	2,543	2,670	2,737	2,748	2,750	2,714	10,769	10,131	10,949	11,018
PO/PPG	\$/MT	2,070	2,123	1,938	2,067	2,085	2,019	2,069	2,147	2,183	2,204	2,180	2,140	2,050	2,080	2,177	2,100
SM	\$/MT	1,433	1,361	1,424	1,596	1,691	1,654	1,760	1,650	1,617	1,590	1,580	1,580	1,454	1,689	1,592	1,454
프로필렌(원재료)	\$/MT	1,365	1,306	1,303	1,260	1,310	1,300	1,300	1,400	1,396	1,357	1,380	1,350	1,309	1,328	1,371	1,310
주요계열사 매출액	억원	1,448	2,403	2,208	2,685	1,431	1,509	2,046	2,970	1,875	2,087	2,513	3,123	8,745	7,956	9,598	10,506
SKC Inc/기타	억원	693	669	590	533	410	544	492	425	712	684	862	892	2,486	1,871	3,149	3,835
SKC솔믹스	억원	247	185	259	279	279	279	286	281	280	298	303	304	970	1,125	1,185	1,249
SK텔레시스	억원	430	1,468	1,266	1,784	653	587	1,156	2,112	735	955	1,185	1,768	4,948	4,508	4,643	4,783
SKC에어가스	억원	78	81	93	89	89	99	112	152	148	151	163	159	341	452	621	639
영업이익																	
필름부문	억원	255	447	432	313	238	307	364	331	317	363	404	385	1,447	1,240	1,469	1,674
Cash마진	\$/MT	4,812	4,868	4,365	4,787	4,429	4,545	4,471	4,325	4,262	3,936	4,158	4,258	4,708	4,442	4,154	4,168
정밀화학부문	억원	302	310	243	173	143	204	178	142	193	229	225	179	1,028	667	826	776
Cash마진	\$/MT	781	817	669	759	707	667	630	650	800	842	810	790	757	664	811	801
주요계열사	억원	-102	-42	-4	-56	-73	-108	16	46	0	-5	30	69	-204	-119	93	203
SKC Inc/기타	억원	38	40	44	-3	16	45	68	48	17	3	10	11	119	177	41	105
SKC솔믹스	억원	-24	-102	-45	-100	-44	-83	-37	-27	-6	3	4	4	-271	-191	5	33
SK텔레시스	억원	-116	20	-3	47	-45	-70	-15	25	-47	-50	-15	21	-52	-105	-92	-79
SKC에어가스	억원	15	22	13	14	14	24	27	40	36	39	31	33	64	105	139	144
세후이익																	
EPS	원/주	237	309	296	-182	125	167	175	101	174	226	183	122	660	568	705	762
BPS	원/주													1,823	1,568	1,947	2,105
ROE														31.847	32.714	35.402	36.980
														5.7%	4.8%	5.5%	5.7%

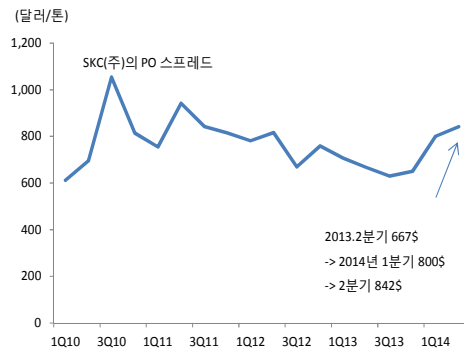
Fundamental 변화

- ▶ 2013년 1분기: 영업이익 238억원 실현. 영업이익은 2분기 329억원 및 전년 동기 245억원 대비 감소
- ▶ 2013년 2분기: 영업이익 307억원으로, 전분기 238억원 대비 개선되지만, 자회사 영업적자로 실적 개선폭은 기대 이하
- ▶ 2013년 3분기: 영업이익 364억원으로, 전분기 307억원 대비 18% 개선. 본사 필름 및 화학부문 실적 감익 속에 계열사 손익이 흑자로 전환했기 때문
- ▶ 2013년 4분기: 영업이익 331억원으로, 전분기 364억원 대비 소폭 감소. 비수기 진입으로 본사 필름 및 화학부문은 악재가 불가피하지만, SK텔레시스와의 계열성으로 자회사 영업이익이 이를 보완함
- ▶ 2014년 1분기: 영업이익 317억원으로, 전분기 331억원 대비 소폭 감소. 필름 및 화학부문 비수기임을 감안하면 선망
 - (1) PO/SM 부문 영업이익 193억원(전분기 142억원)으로 강한 실적 회복. 겨울철 단비수기 진입 속에서도 PO 및 PPG 판매가격 인상이 이루어짐. 아시아 주요 PO 생산업체의 정기보수 때문
 - (2) 필름부문 영업이익은 124억원(전분기 143억원)으로, 전분기 대비 추가 하락. 12~2월 중순까지 광학용 필름 판매 비수기에 노출. 일본 연화약품으로 일본 제품의 국내 유입이 증가하면서, 경쟁이 심화되었기 때문
 - (3) 계열사 영업손익은 0억원(전분기 46억원)으로, 전분기 적자에서 호전됨. 연말 특수 이후 중계기 수요가 없어지면서 SK텔레시스에는 △47억원 수준으로 영업손실 발생
 - SKC 솔믹스 영업손익은 △6억원 수준으로, 전분기 △27억원에서 개선. 태양광전지 잉곳 원가절감을 위해 일부 폴리실리콘 구입처를 독일 Wacker사에서 한국 OCI로 변경.
 - SKC Inc(미국 PET 필름업체) 영업이익 10억원, SKC에어가스(산소, 질소, 아르곤 판매) 36억원 흑자 실현
- (4) 일회성 중국 남통 법인 토지 환급금 40억원(영업외수익) 발생
- ▶ 2014년 2분기: 영업이익 363억원으로, 전분기 317억원 대비 50억원 정도 추가 개선 기대. 화학 및 계열사 이익이 소폭 개선되기 때문
 - (1) PO/SM 부문 예상 영업이익 229억원(전분기 193억원)으로 강세 흐름 지속. PPG 성수기 진입 속에 아시아지역 PO 정기보수로, 타이탄한 수입 상황 지속 예상. PO설비는 플가동을 유지함
 - (2) 필름부문 영업이익은 140억원(전분기 124억원)으로, 전분기 대비 비슷하거나 소폭 반등 예상. UHD TV 생산 호조로 광학용 필름을 중심으로 판매량 10% 정도 증가. 그러나, 주력제품 가격은 정체되면서 영업이익을 회복은 지연되고 있음
 - (3) 계열사 예상 영업손익은 △5억원(전분기 0억원)으로, 큰 변동이 없을 것으로 예상. SK텔레시스에는 비수기 영향으로 △50억원 내외의 적자 예상
 - SKC 솔믹스 예상 영업손익은 3억원 수준으로, 전분기 △6억원에서 흑자 전환 가능. 원로인 폴리실리콘 구입처 연하 속에 잉곳/웨이퍼 설비를 풀로 가동할 계획임
 - SKC Inc(미국 PET 필름업체) 및 SKC에어가스(산소, 질소, 아르곤 판매)는 40억원 내외의 안정적인 영업이익의 달성 가능
 - 중국 남통 PET 필름 공장 2분기 본격적인 매출이 시작되지만, 초기 감가상각비 부담으로 인해, 영업적자 발생 예상
- (4) 전환사채(CB) 500억원 주식 전환 압박 시작. 2014년 6월 27일부터 전환가 30,200원으로 보통주 전환 가능. 전체 전환이 이루어지지 않 경우 발행주식수 165만주 증가
- ▶ 2014년 3분기: 영업이익 404억원으로, 전분기 363억원 대비 40억원 정도 추가 개선 기대. 화학 및 필름 부문은 정체되는 가운데, 계열사 이익 회복 때문
 - (1) PO/SM 부문 예상 영업이익 225억원(전분기 229억원)으로, 약보합세 유지 예상. 아시아지역 PO 정기보수 마무리로, 가격 하락압력이 점차 높아질 것으로 예상되기 때문
 - (2) 필름부문 영업이익은 149억원(전분기 140억원)으로, 전분기에 비슷한 흐름 유지 예상. 저가 범용제품 판매량 확대에 예상되지만, 평균 판매가격(ASP)은 정체될 전망
 - (3) 계열사 예상 영업손익은 30억원(전분기 △5억원)으로, 소폭 흑자 달성 기대. SK텔레시스에는 계절적인 판매 성수기 시작으로 △15억원으로 영업손실 규모 축소 예상
 - SKC 솔믹스 예상 영업손익은 4억원 수준으로, 전분기 3억원에서 흑자 전환 가능. 태양전지 잉곳/웨이퍼 설비 플가동 속에 세라믹 소재 판매 호조 지속
 - SKC Inc(미국 PET 필름업체) 및 SKC에어가스(산소, 질소, 아르곤 판매)는 40억원 내외의 안정적인 영업이익의 달성 가능. 2분기 말 미국 SKC Inc공장에서 증설된 20만톤 열수축필름은 설비 안정화 작업 진행 예상
 - 중국 남통 PET 필름 공장은 중국 현지 수요에 의해 2분기 전연으로 판매량은 점진적인 개선이 예상됨

▶ 2013년 : PO 대규모 정기보수(3월), 중국 PET 필름 4만톤 증설(3분기부터 단계적 가동)

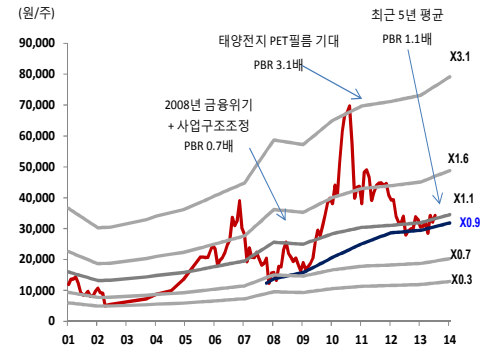
자료 : 동양증권 리서치센터

그림 56. SKC(주)의 주요제품 PO 스프레드



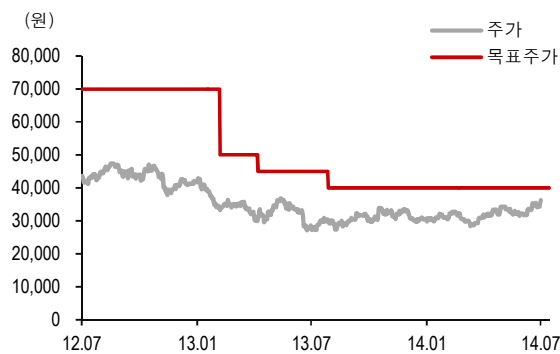
자료: 동양증권 리서치센터

그림 57. SKC(주) PBR 밴드 : PBR 0.1 배 전후 등락 예상



자료: 동양증권 리서치센터

SKC (011790) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

날짜	투자의견	목표주가
2014-07-06	BUY	40,000
2014-06-02	BUY	40,000
2014-05-12	BUY	40,000
2014-04-29	BUY	40,000
2014-04-08	BUY	40,000
2014-04-07	BUY	40,000
2014-02-24	HOLD	40,000
2014-01-07	HOLD	40,000
2013-10-30	HOLD	40,000
2013-10-07	BUY	40,000

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -100이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

SKC (011790) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	26,292	26,414	29,354	30,792	33,419
매출원가	22,078	22,316	24,405	25,328	27,559
매출총이익	4,213	4,099	4,949	5,464	5,860
판매비	2,766	2,858	3,480	3,790	4,104
영업이익	1,447	1,240	1,469	1,674	1,756
EBITDA	2,491	2,451	2,725	2,900	2,948
영업외손익	-478	-760	-566	-639	-562
외환관련손익	50	-3	28	-7	0
이자손익	-632	-743	-715	-699	-700
관계기업관련손익	143	74	164	199	266
기타	-38	-89	-43	-131	-128
법인세비용차감전순이익	969	480	903	1,036	1,194
법인세비용	479	222	202	237	270
계속사업순이익	490	257	701	799	924
중단사업순이익	-172	0	0	0	0
당기순이익	318	257	701	799	924
지배지분순이익	660	568	705	762	855
포괄순이익	125	234	730	799	924
지배지분포괄이익	486	533	736	762	855

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	7,893	8,054	11,061	11,743	12,468
현금및현금성자산	495	226	1,364	1,515	1,501
매출채권 및 기타채권	3,308	3,898	4,887	5,183	5,595
재고자산	3,443	3,245	3,883	4,119	4,446
비유동자산	27,020	27,804	27,875	28,098	28,422
유형자산	20,860	21,969	22,032	22,112	22,219
관계기업등 지분관련자산	2,535	2,452	2,493	2,692	2,958
기타투자자산	536	434	464	464	464
자산총계	34,913	35,858	38,936	39,841	40,890
유동부채	12,540	11,366	10,393	11,012	10,988
매입채무 및 기타채무	4,745	5,170	5,521	5,839	6,280
단기차입금	4,348	2,143	3,121	3,027	2,961
유동성장기부채	3,007	3,923	1,661	2,057	1,657
비유동부채	10,457	12,438	15,490	15,189	15,589
장기차입금	5,532	5,207	6,168	6,211	6,211
사채	3,412	5,821	7,803	7,459	7,859
부채총계	22,997	23,803	25,883	26,201	26,577
지배지분	11,516	11,830	12,803	13,375	14,034
자본금	1,811	1,811	1,811	1,811	1,811
자본잉여금	1,584	1,545	1,962	1,962	1,962
이익잉여금	8,077	8,514	9,036	9,608	10,268
비지배지분	401	225	250	265	279
자본총계	11,916	12,055	13,053	13,640	14,313
순차입금	15,660	16,658	17,036	16,887	16,835
총차입금	16,316	17,122	18,775	18,776	18,710

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	1,188	1,499	516	1,733	1,671
당기순이익	490	257	701	799	924
감가상각비	978	1,150	1,196	1,170	1,142
외환손익	-64	-18	-29	7	0
총속, 관계기업관련손익	-143	-74	-164	-199	-266
자산부채의 증감	-367	-29	-1,558	-212	-293
기타현금흐름	294	213	369	168	164
투자활동 현금흐름	-4,584	-2,428	-1,369	-1,250	-1,250
투자자산	66	-5	21	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,540	-2,273	-1,252	-1,250	-1,250
유형자산 감소	16	42	2	0	0
기타현금흐름	-126	-191	-140	0	0
재무활동 현금흐름	3,008	662	1,861	-189	-261
단기차입금	1,827	-2,110	785	-94	-66
사채 및 장기차입금	920	2,735	839	96	0
자본	0	0	417	0	0
현금배당	-183	-180	-180	-191	-195
기타현금흐름	444	216	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-29	-3	130	-143	-174
현금의 증감	-417	-269	1,139	151	-14
기초 현금	913	495	226	1,364	1,515
기말 현금	495	226	1,364	1,515	1,501
NOPLAT	1,447	1,240	1,469	1,674	1,756
FCF	-3,131	-425	-413	1,055	1,009

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	1,823	1,568	1,947	2,105	2,360
BPS	31,847	32,714	35,402	36,980	38,801
EBITDAPS	6,878	6,769	7,526	8,007	8,141
SPS	72,599	72,937	81,055	85,026	92,279
DPS	500	500	530	543	620
PER	24.1	20.7	18.6	17.2	15.4
PBR	1.4	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	12.8	11.7	11.2	10.4	10.3
PSR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액 증가율 (%)	6.3	0.5	11.1	4.9	8.5
영업이익 증가율 (%)	-32.3	-14.3	18.5	14.0	4.9
지배순이익 증가율 (%)	-47.6	-14.0	24.2	8.1	12.1
매출총이익률 (%)	16.0	15.5	16.9	17.7	17.5
영업이익률 (%)	5.5	4.7	5.0	5.4	5.3
지배순이익률 (%)	2.5	2.1	2.4	2.5	2.6
EBITDA 마진 (%)	9.5	9.3	9.3	9.4	8.8
ROIC	3.3	2.7	4.4	4.8	5.0
ROA	2.0	1.6	1.9	1.9	2.1
ROE	5.8	4.9	5.7	5.8	6.2
부채비율 (%)	193.0	197.5	198.3	192.1	185.7
순차입금/자기자본 (%)	136.0	140.8	133.1	126.3	120.0
영업이익/금융비용 (배)	2.2	1.6	1.9	2.2	2.3



화학업계의 불독(Bull-Dog) 황주원입니다.

(02)3770-5607

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

동양증권

휴켄스 (069260)

2014년 2분기 실적 급감 -> 3분기 약세 지속

투자의견: BUY (Maintain)

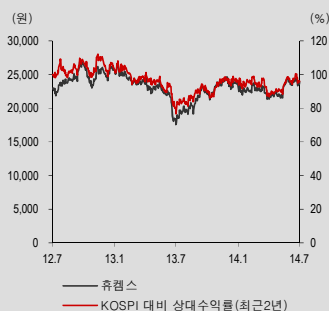
목표주가: 27,000원 (Down)

화학

주가	23,900원
자본금	409억원
시가총액	9,770억원
주당순자산	12,372원
부채비율	63.40%
총발행주식수	40,878,588주
60일 평균 거래대금	19억원
60일 평균 거래량	79,913주
52주 고	24,650원
52주 저	17,550원
외인지분율	12.08%
주요주주	박연차 외 5인 37.53%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(1.0)	10.4	36.2
상대	(1.7)	9.4	25.4
절대(달러환산)	0.4	15.6	53.0



자료: Datastream

Investment Point

2014년 2분기 예상 실적 : 영업이익 113억원으로, 전분기 대비 40% 급감 [표33]

- ▶ 2014년 2분기 추정 실적은 '매출액 1,705억원(전분기 1,915억원), 영업이익 113억원(전분기 191억원), 지배주주 순이익 93억원(전분기 121억원)' 등임. 영업이익은 시장컨센서스 125억원을 소폭 하회할 전망
- ▶ DNT(연성폴리우레탄 TDI 원료, 연간생산능력 24만톤) 설비 가동률은 1분기 52% 수준에서 2분기에 30% 초반으로 추가로 낮아졌음. DNT 판매처는 OCI(주)와 KPX 화인케미칼(주). 그 중에 KPX 화인케미칼(주)이 4월 중순부터 6월 초까지 자신의 TDI 설비 전체에 대해 가동을 중단했음. 이로 인해, 휴켄스(주) DNT 가동율이 2011년 4분기 27% 이후 최저치를 기록할 것으로 보임. TDI 시장 약화와 KPX 화인케미칼(주)의 새 주인 찾기가 지연되고 있다는 점을 고려할 때, DNT 단기 회복은 쉽지 않을 것으로 보임
- ▶ MNB(경성폴리우레탄 MDI 원료, 연간 생산능력 31.4만톤) 설비가동율은 100% 수준으로 강세를 이어감. 2주간 정기보수로 판매량은 소폭 영향을 받았음. 산업용 화약으로 사용되는 초안(연간 생산능력 10만톤)으로 판매호조에 힘입어 100% 가동상태를 유지하고 있음.
- ▶ 주력제품(DNT, MNB, 초안, 질산) 등은 원료인 암모니아, 벤젠, 톨루엔 등에 연동되는데, 2분기 평균 원료 가격은 전분기 대비 1.3% 정도 아주 소폭 하락함(암모니아 529\$→538\$으로 인상되었지만, 벤젠 1,310\$ → 1,285\$, 톨루엔 1,050\$→1,028\$ 등은 하락)
- ▶ 구조조정 관련 : 1) KPX 화인케미칼(주)과의 DNT 공급계약 갱신을 위한 미팅은 진척상황이 없었음. 2) 말레이시아 암모니아 공장 프로젝트 진행을 위한 Petronas(주)와의 천연가스(암모니아 주 원료) 공급 계약 체결도 늦어지고 있음

2014년 3분기 예상 실적 : 영업이익 125억원으로, 전분기 대비 소폭 회복

- ▶ 3분기 예상 실적은 '매출액 1,629억원(전분기 1,528억원), 영업이익 125억원(전분기 121억원), 지배주주 순이익 109억원(전분기 99억원)' 등임
- ▶ 소폭의 실적 개선 근거 : ① KPX화인케미칼(주)의 공장 가동이 소폭 개선되면서 휴켄스(주)의 DNT 가동율이 40% 초반으로 회복이 예상되는 가운데, ② 암모니아, 벤젠 등의 가격 반등으로 제품가격 인상 가능

투자의견 BUY, 목표주가 27,000원으로 하향

- DNT 판매정상화 지연과 말레이시아 진출 지연은 하반기 주가 부담요인으로 작용
- 2.2만원 이하 주가에서 배당투자 매력은 유호(주당 800원 예상)

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	7,133	7,957	7,141	7,740	8,810
매출액증가율	25.8	11.5	-10.3	8.4	13.8
영업이익	659	597	526	680	878
영업이익률	9.2	7.5	7.4	8.8	10.0
지배주주귀속 순이익	535	539	460	559	710
지배주주 귀속 EPS	1,308	1,320	1,125	1,368	1,738
증가율	4.6	0.9	-14.8	21.6	27.0
PER	17.8	17.2	21.2	17.5	13.8
PBR	2.1	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	10.2	9.1	10.5	8.9	7.4
ROA	7.2	7.0	5.9	7.0	8.5
ROE	12.0	11.8	9.8	11.4	13.6

표 33. 휴켄스주의 실적 추정치 : 2014년 2분기 영업이익 113억원 (전분기 191억원, 시장 컨센서스 125억원)

	2012				2013				2014				연간실적			
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2012	2013	2014	2015
생산 Capex																
암모니아 (만톤)																
질산 (만톤)	16.0	16.0	16.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	74.0	104.0	104.0	104.0
초안 (만톤)	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	11.5	11.5	11.5	11.5
DNT (만톤)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	24.0	24.0	24.0	24.0
MNB (만톤)	4.1	4.1	4.1	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	20.2	31.4	31.4	31.4
탄소배출권 (만톤)	8.8	8.8	8.8	8.8	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	35.0	188.0	188.0	188.0
폴리부텐(자회사) (만톤)					0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25		1.0	1.0	1.0
(일렉트릭놀리지주)					[연결재무제표 작성시작]											
매출액	1,477	1,585	1,871	2,133	2,089	1,891	2,122	1,855	1,915	1,705	1,769	1,753	7,066	7,957	7,141	7,740
DNT	370	659	573	555	476	404	403	366	365	226	278	358	488	666	1,227	1,947
톨루엔 \$/MT	1,194	1,087	1,119	1,221	1,225	1,089	1,140	1,170	1,064	1,028	1,100	1,050	1,155	1,156	1,061	1,150
암모니아 \$/MT	420	511	635	649	589	550	530	520	529	538	537	527	554	547	533	531
질산	297	226	313	420	411	367	422	346	356	331	335	329	1,256	1,546	1,350	1,392
암모니아 \$/MT	420	511	635	649	589	550	530	520	529	538	537	527	554	547	533	531
초안	119	138	123	137	105	130	122	126	122	127	109	126	517	483	484	482
암모니아 \$/MT	420	511	635	649	589	550	530	520	529	538	537	527	554	547	533	531
MNB	504	359	711	858	981	813	1,037	881	945	900	922	825	2,432	3,662	3,588	3,508
벤젠 \$/MT	1,183	1,102	1,178	1,365	1,400	1,287	1,260	1,270	1,300	1,285	1,300	1,280	1,207	1,304	1,291	1,263
탄소배출권	6	9	0	20	6	6	0	0	0	0	0	0	35	12	0	0
탄소배출권 가격 \$/MT	12	11	10	10	6	5	5	5	6	6	6	6		5	6	7
일렉트릭놀리지					30	68	68	24	38	49	49	39		190	175	176
폴리부텐					1,873	1,908	1,881	1,856	1,853	1,888	1,882	1,878		1,879	1,875	1,880
사리악 프로젝트																
영업이익	147	221	170	127	131	170	177	119	191	113	125	97	665	597	526	680
화학부문	142	213	170	109	131	173	178	125	194	107	119	92	633	606	512	660
Cash마진 \$/MT	75	81	108	97	80	90	81	79	94	65	75	71	90	82	76	89
탄소배출권	5	8	0	18	4	4	0	0	0	0	0	0	31	9	0	88
일렉트릭놀리지					0	6	-1	-6	-3	6	6	5		-1	14	20
Cash마진 \$/MT					894	955	953	925	893	934	932	930		932	922	928
사리악 프로젝트																
미결제순이익	112	178	125	107	156	115	130	139	164	93	92	111	522	539	460	559
EPS													1,308	1,320	1,125	1,368
BPS													11,061	11,967	12,372	13,018
주당배당				70				75				80	700	750	800	900
ROE													11.8%	11.0%	9.1%	10.5%

fundamental 변화

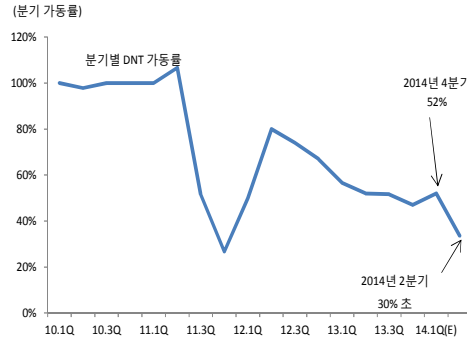
- ▶ 2013년 1분기 : 영업이익 131억원 (전분기 170억원)으로, DNT 설비가동률 57%로 역대, 전분기 성과급 비용 소멸 및 자산수증이익(카본제로로부터 탄소배출권 권리) 50억원 발생.
- ▶ 2013년 2분기 : 영업이익 170억원 (전분기 177억원)으로, 다시 급감할 전망. 거래처인 KPX화인케미칼이 생산 전면 중단으로, 휴켄스주의 DNT 판매량이 줄어들기 때문
- ▶ 2013년 3분기 : 영업이익 177억원(전분기 170억원)으로 전분기 대비 소폭 개선. DNT 가동률 50% 초반 수준이었지만, MNB 판매 회복이 실적 개선을 견인함
- ▶ 2013년 4분기 : 영업이익 119억원(전분기 177억원)으로 전분기 대비 감소. DNT 및 MNB 가동률 축소와 일렉트릭놀리지(20억원) 때문
- ▶ 2014년 1분기 : 영업이익 191억원(전분기 113억원)으로, 정상수준으로 회복. DNT 및 MNB 가동률이 정상화되면서, 일렉트릭놀리지 비용이 소멸되기 때문
 - (1) DNT(TDI 원료) 설비 가동률은 50% 초반(전분기 48%)으로 복구함. 주 수요처인 OCI(주) 및 KPX화인케미칼이 4분기 정기보수로 부터 가동이 정상화되기 때문
 - (2) MNB(MDI 원료) 설비 가동률 105 ~ 110% 수준에서 형성. 다만, 일본 미쓰이화학 MNB 판매량 회복으로 전분기 대비 가동률 회복
 - (3) DNT 가동률 약제로 생산량이 같이 줄었던 질산제품을 외부로 판매하면서 실적 회복에 기여
- ▶ 2014년 2분기 : 예상 영업이익 113억원(전분기 191억원)으로, 다시 급감할 전망. 거래처인 KPX화인케미칼이 생산 전면 중단으로, 휴켄스주의 DNT 판매량이 줄어들기 때문
 - (1) DNT(TDI 원료) 설비 가동률은 30% 초반(전분기 50% 초반)으로 크게 낮아질 전망. 주 판매처인 KPX화인케미칼이 액각을 앞두고, 4월 초 ~ 6월 까지 TDI 3개 생산라인을 전면 중단했기 때문
 - (2) MNB(MDI 원료)는 우레탄 호조에 힘입어 설비 가동률 100% 수준을 유지함. 다만, 5월 약 2주간 정기보수로 생산량은 줄었음
 - (3) 2013년 12월 KPX화인케미칼과 판매계약이 만료된 것에 대해서는 여전히 협상이 지연되고 있음.
 - (4) 장기성장 동력인 말레이시아 사리악 질산공장 프로젝트는 Petronas와의 천연가스 구매계약 체결이 늦어지고 있음. 이로 인해, 앞산 설비 구축도 지연될 것으로 예상됨
- ▶ 2014년 3분기 : 예상 영업이익 125억원(전분기 113억원)으로, 소폭 반등할 전망. DNT 판매량이 소폭 회복 될 것으로 가정한 결과임
 - (1) DNT(TDI 원료) 설비 가동률은 40% 초반(전분기 50% 초반)으로 소폭 반등할 것으로 예상. 주 판매처인 KPX화인케미칼이 4월 초 ~ 6월까지 전면중단한 설비에 대해 4분기 일부 가동이 예상되기 때문. KPX화인케미칼은 보유하고 있는 TDI 재고가 비축한 상태로, KPX케미칼(우레탄생산업체)에 납품하기 위해 설비 가동할 필요함
 - (2) MNB(MDI 원료)는 우레탄 호조에 힘입어 설비 가동률 110% 수준의 강세가 이어질 전망.
 - (3) KPX화인케미칼과의 판매계약 정상화를 위해, 휴켄스주는 DNT판매 계약에 대한 판매 포물리(가격연동 방식)를 낮출 가능성도 배제할 수 없음

▶ 2014년 : KPX화인케미칼에 연간 10만톤 판매하기로 계약된 DNT 판매계약이 2013년 12월 31일부로 완료. DNT 재경신 계약이 지연되고 있음

▶ 2017년 : 말레이시아 사리악 프로젝트 완공(암모니아 60만톤, 질산 40만톤, 초안 20만톤)

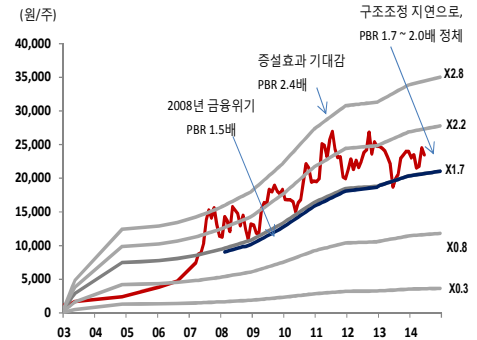
자료 : 동양증권 리서치센터

그림 58. 휴켄스(주)의 DNT 설비가동률: 30% 초반



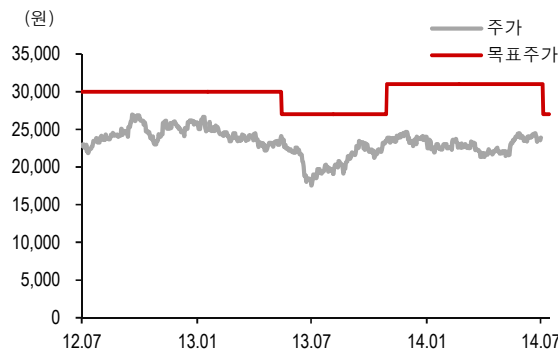
자료: 동양증권 리서치센터

그림 59. 휴켄스(주) PBR 밴드: 구조조정 지연 부담 발생



자료: 동양증권 리서치센터

휴켄스 (069260) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 (Buy, Hold, Sell)과 위험도 2단계 (H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -100이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

휴켄스 (069260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	7,133	7,957	7,141	7,740	8,810
매출원가	6,092	6,976	6,249	6,726	7,549
매출총이익	1,041	981	892	1,014	1,260
판매비	382	384	366	335	383
영업이익	659	597	526	680	878
EBITDA	937	994	893	1,049	1,257
영업외손익	-20	107	73	69	71
외환관련손익	-6	-3	-11	-34	-50
이자손익	39	-35	9	22	40
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-53	145	76	81	81
법인세비용차감전순이익	639	703	599	749	949
법인세비용	117	201	143	181	230
계속사업순이익	522	503	456	568	719
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	522	503	456	568	719
지배지분순이익	535	539	460	559	710
포괄순이익	499	508	455	568	719
지배지분포괄이익	515	546	457	557	707

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	3,795	4,024	4,207	4,260	4,546
현금및현금성자산	313	248	532	489	505
매출채권 및 기타채권	1,286	1,124	1,079	1,153	1,361
재고자산	331	324	317	338	400
비유동자산	3,916	3,741	3,643	3,844	4,035
유형자산	3,389	3,210	3,121	3,336	3,540
관계기업등 지분관련자산	182	175	174	174	174
기타투자자산	50	59	59	59	59
자산총계	7,710	7,765	7,850	8,104	8,580
유동부채	1,407	1,632	1,796	1,908	2,036
매입채무 및 기타채무	930	681	632	672	768
단기차입금	215	347	687	632	622
유동성장기부채	203	449	341	468	510
비유동부채	1,698	1,498	1,250	1,123	1,082
장기차입금	1,063	843	585	458	416
사채	498	499	499	499	499
부채총계	3,105	3,129	3,046	3,032	3,117
지배지분	4,522	4,591	4,757	5,021	5,407
자본금	409	409	409	409	409
자본잉여금	1,818	1,818	1,818	1,818	1,818
이익잉여금	2,405	2,664	2,829	3,093	3,479
비지배지분	83	45	47	51	56
자본총계	4,605	4,636	4,804	5,072	5,463
순차입금	-37	-244	-448	-460	-486
총차입금	2,093	2,276	2,258	2,203	2,192

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	415	869	750	844	906
당기순이익	522	503	456	568	719
감가상각비	268	380	350	354	366
외환손익	2	1	11	34	50
총속, 관계기업관련손익	21	19	3	0	0
자산부채의 증감	-381	-40	-56	-91	-206
기타현금흐름	-17	7	-16	-21	-24
투자활동 현금흐름	-238	-619	-195	-581	-581
투자자산	-222	122	-312	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,074	-237	-280	-570	-570
유형자산 감소	7	0	0	0	0
기타현금흐름	1,051	-504	397	-11	-11
재무활동 현금흐름	-266	-315	-319	-350	-334
단기차입금	-897	-58	78	-55	-10
사채 및 장기차입금	1,022	230	-102	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-286	-283	-295	-295	-324
기타현금흐름	-104	-204	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	49	44	26
현금의 증감	-89	-65	284	-43	16
기초 현금	402	313	248	532	489
기말 현금	313	248	532	489	505
NOPLAT	659	597	526	680	878
FCF	-638	547	431	223	269

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	1,308	1,320	1,125	1,368	1,738
BPS	11,299	11,967	12,372	13,018	13,963
EBITDAPS	2,293	2,431	2,184	2,566	3,075
SPS	17,450	19,465	17,469	18,934	21,551
DPS	700	750	750	823	841
PER	17.8	17.2	21.2	17.5	13.8
PBR	2.1	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	10.2	9.1	10.5	8.9	7.4
PSR	1.3	1.2	1.4	1.3	1.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액 증가율 (%)	25.8	11.5	-10.3	8.4	13.8
영업이익 증가율 (%)	12.4	-9.5	-11.8	29.2	29.1
지배순이익 증가율 (%)	4.6	0.9	-14.8	21.6	27.0
매출총이익률 (%)	14.6	12.3	12.5	13.1	14.3
영업이익률 (%)	9.2	7.5	7.4	8.8	10.0
지배순이익률 (%)	7.5	6.8	6.4	7.2	8.1
EBITDA 마진 (%)	13.1	12.5	12.5	13.6	14.3
ROIC	15.4	10.2	9.9	12.4	14.9
ROA	7.2	7.0	5.9	7.0	8.5
ROE	12.0	11.8	9.8	11.4	13.6
부채비율 (%)	67.4	67.5	63.4	59.8	57.1
순차입금/자기자본 (%)	-0.8	-5.3	-9.4	-9.2	-9.0
영업이익/금융비용 (배)	9.7	6.0	5.0	6.5	8.4



화학업계의 불독(Bull-Dog) 항주원입니다.

(02)3770-5607

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr



대한유화 (006650)

2014년 2분기 실적 급감 -> 3분기 급증

투자의견: BUY (Maintain)

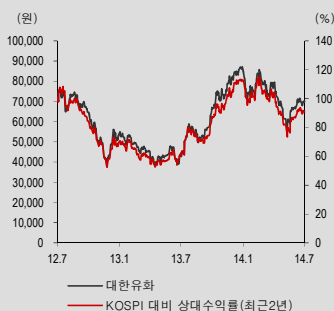
목표주가: 100,000원

화학

주가	70,200원
자본금	410억원
시가총액	4,563억원
주당순자산	127,785원
부채비율	84.51%
총발행주식수	6,500,000주
60일 평균 거래대금	29억원
60일 평균 거래량	43,604주
52주 고	87,200원
52주 저	42,750원
외인지분율	11.18%
주요주주	이순규 외 15인 46.02%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	4.9	(10.6)	58.3
상대	4.2	(11.4)	45.7
절대(달러환산)	6.5	(6.4)	77.9



자료: Datastream

Investment Point

2014년 2분기 예상 실적 : 영업이익 110억원으로, 전분기 대비 34% 감소 [표34]

▶ 2014년 2분기 추정 실적은 매출액 5,397억원(전분기 5,236억원), 영업이익 110억원(전분기 166억원), 지배주주 순이익 93억원(전분기 142억원) 등임. 영업이익은 시장컨센서스 136억원에 미달할 전망

▶ 매출 비중 70%를 차지하는 PE/PP 수익은 약화되었음. 판매제품 구성 변화와 스프레드 하락 때문임. 먼저, NCC 설비 가동율은 100%를 유지했으며, PE/PP 합성수지는 지난 분기 68% 수준에서 70% 초반으로 가동율이 높아졌음. 지난 1분기에는 NCC 에서 생산되는 에틸렌 물량의 5% 내외를 외부에 직접 판매했음. PE 로 전환하는 것보다 에틸렌으로 직접 판매하는 것이 유리했기 때문. 반면, 2분기에 접어들면서 외부에 판매되던 에틸렌을 PE 공정에 투입했음. 2분기 실적 하락에 주 원인임

게다가, 범용 PE/PP 의 스팟시장 기준 스프레드(=PE/PP 평균가격 - 나프타 가격)는 1분기 605\$에서 2014년 2분기 590\$로 낮아진 것도 실적 둔화 원인이었음. 그러나, 여전히 PE/PP 스프레드는 10개년 평균치 560\$를 상회하고 있음

▶ 반면, 매출액의 10%를 차지하는 C4 가스는 손익분기점 수준인 1,450 ~ 1,500\$를 하회하면서 적자상태로 추정됨. 2분기 아시아지역에서 신규 부타디엔 설비 55만톤이 완공되면서, 부타디엔 가격이 전분기 1,421\$에서 1,347\$ 수준으로 낮아짐. 부연하면, C4가격은 부타디엔에 연동하는 구조임

2014년 3분기 예상 실적 : 영업이익 187억원으로 전분기 대비 70% 증가

▶ 3분기 예상 실적은 '매출액 5,566원(전분기 5,397억원), 영업이익 187억원(전분기 139억원), 지배주주 순이익 159억원(전분기 93억원)' 등임

▶ 큰 실적 개선 예상 근거 : ① 유럽지역 에틸렌 가격이 1,500\$(아시아 1,370\$)로 높아짐에 따라 중동산 PE/PP 합성수지가 아시아로 유입되는 물량이 줄면서 가격 강세를 이끌고 있음 ② 매출액의 20%를 차지하는 BTX 제품가격 강세 수혜 기대. 휘발유 성수기로 인해 아시아 BTX(휘발유 첨가제로 사용)가 미국으로 수출되면서 국내 공급이 타이트하기 때문 ③ 9월 아시아지역 NCC업체 정기보수로 에틸렌 체인 제품 공급이 타이트해 질 전망

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 유지

- 3분기 PE/PP 강세로 주가 상승 국면 재진입 예상
- 4분기에는 주당 1,200원 수준의 배당매력과 EG/EO 신규 설비 모멘텀이 이어짐

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	20,829	19,660	21,660	24,582	20,650
매출액증가율	2.9	-5.6	10.2	13.5	-16.0
영업이익	-48	179	586	517	454
영업이익률	-0.2	0.9	2.7	2.1	2.2
지배주주귀속 순이익	-124	460	498	441	397
지배주주 귀속 EPS	-1,902	7,071	7,667	6,784	6,115
증가율	-141.2	-471.8	8.4	-11.5	-9.9
PER	-39.6	7.9	9.2	10.3	11.5
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	17.6	10.5	8.3	9.2	9.5
ROA	-1.0	3.5	3.4	2.8	2.5
ROE	-1.6	6.0	6.2	5.2	4.5

표 34. 대한유화(주) 실적 추정치 : 2014년 2분기 예상 112억원(전분기 166억원, 시장 컨센서스 136억원)

	2012				2013				2014				연간실적				
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2012	2013	2014	2015	
생산 Capa																	
HDPE (만톤)	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	53.0	53.0	53.0	53.0	
PP (만톤)	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	47.0	47.0	47.0	47.0	
BTX (만톤)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	20.0	20.0	20.0	20.0	
기타(C4+PPG) (만톤)	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	15.0	15.0	15.0	15.0	
EG/EO (만톤)												4.8			4.8	19.0	
[연결재무제표 작성]																	
매출액	억 원	5,418	5,080	5,273	5,059	4,966	5,469	4,672	4,553	5,236	5,397	5,566	5,461	20,829	19,660	21,660	24,582
HDPE	억 원	1,571	1,452	1,387	1,372	1,502	1,621	1,616	1,501	1,488	1,603	1,660	1,612	5,782	6,240	6,363	6,318
HDPE	\$/MT	1,365	1,337	1,317	1,355	1,430	1,405	1,443	1,520	1,533	1,573	1,586	1,520	1,344	1,450	1,553	1,545
PP	억 원	1,397	1,324	1,292	1,262	1,347	1,412	1,433	1,331	1,281	1,358	1,392	1,365	5,275	5,523	5,396	5,552
PP	\$/MT	1,368	1,375	1,381	1,406	1,406	1,388	1,375	1,510	1,488	1,503	1,500	1,470	1,383	1,420	1,490	1,494
BTX	억 원	751	650	629	583	614	667	627	568	665	619	639	628	2,612	2,476	2,550	2,549
BTX	\$/MT	1,183	1,102	1,178	1,365	1,400	1,287	1,260	1,270	1,310	1,285	1,300	1,280	1,207	1,304	1,294	1,263
기타(C4)	억 원	913	682	576	488	530	453	378	419	455	427	442	450	2,659	1,781	1,774	2,019
Butadiene	\$/MT	3,468	2,606	2,133	1,686	1,911	1,395	1,156	1,450	1,421	1,347	1,400	1,450	2,473	1,478	1,404	1,725
나프타	\$/MT	1,030	898	926	943	968	870	920	945	960	954	940	948	949	926	951	956
EG/EO	억 원															0	1,835
EG	\$/MT																1,047
주요개별사 매출액	억 원					71	67	59	52	69	75	75	75		248	293	308
코리아에어텍	억 원					71	67	59	52	69	75	75	75		249	293	325
영업이익	억 원	52	-39	22	-82	95	113	115	-144	166	110	187	123	-48	179	586	517
대한유화	억 원	52	-39	22	-82	93	111	114	-146	169	110	187	124	-48	171	590	521
Cash마진	\$/MT	491	439	480	386	434	458	470	481	476	468	498	481	449	461	481	472
주요개별사 매출액	억 원	-	-	-	-	1	2	-6	2	-3	0	0	0		-1	-4	-4
코리아에어텍	억 원	-	-	-	-	1	2	-6	2	-3	0	0	0		-1	-4	-4
지배주주 순이익	억 원	52	-74	3	-103	73	92	326	-31	142	93	159	104	-122	460	498	441
EPS	원/주													-1,902	7,071	7,667	6,784
BPS	원/주													114,306	121,076	127,785	133,429
주당배당	원/주				0			1,000					1,200	0	1,000	1,200	1,200
ROE														-1.7%	5.8%	6.0%	5.1%

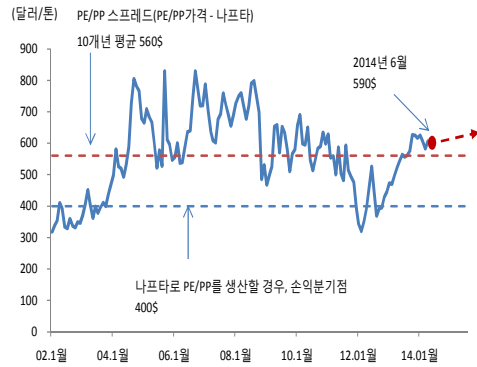
Fundamental 변화

- ▶ 2013년 1분기 : 영업이익 95억원으로 회복.
- ▶ 2013년 2분기 : 영업이익 113억원으로, 2개분기 연속 실적 개선
- ▶ 2013년 3분기 : 영업이익 116억원으로, 전분기 대비 소폭 개선
- ▶ 2013년 4분기 : 영업손익 △146억원으로, 적자전환. 대규모 NCC 설비 정기보수로 기회비용이 크게 발생되었기 때문
- ▶ 2014년 1분기 : 영업이익 166억원으로, 전년 동기 95억원과 전분기 △146억원 대비 증가 예상. 주력제품 1톤당 스프레드는 482\$로 전분기 481\$ 대비 추가 개선 기대
 - (1) 정기보수로 종로로 정상적인 판매 진행. Ethylene 및 프로필렌 강제에 힘입어, PE/PP 스프레드(PP/PE-나프타)는 560\$로 강세 지속. 특히, PE보다 에틸렌 수익이 개선됨에 따라, 매출량의 5% 내외를 외부에 직접 판매 연초 주력제품인 파이프 그레이드 HDPE 가격 인상이 이루어짐에 따라 수익성 개선에 일조
 - (2) 분기당 38만톤 정도 판매하는 C4 가스는 영업손익 66P 수준 예상
 - (3) 분기당 5만톤 정도 판매하는 BTX 제품가격은 1~2월 1,300\$ 이상의 강세가 이어졌음
- ▶ 2014년 2분기 : 예상 영업이익 113억원으로, 전분기 166억원 대비 감소할 전망. 주력제품 1톤당 스프레드는 476\$에서 468\$로 떨어질 소폭 낮아졌기 때문
 - (1) NCC 설비 가동율이 100% 가동을 유지함. PE/PP 등 합성수지 가동율은 1분기 68%보다 개선된 70% 초반을 유지함
 - 1분기에 PE 대신 에틸렌을 직접 외부로 판매했지만, 2분기에는 다시 정상으로 회귀해서 에틸렌 외부 매출이 없었음
 - (2) 분기당 38만톤 정도 판매하는 C4 가스는 영업손익이 이어짐. 제품가격 결정변수인 Butadiene 가격이 1421\$에서 1347\$로 낮아지기 때문. 손익분기점은 1450\$ 전후 임
 - (3) 분기당 5만톤 정도 판매하는 BTX 제품가격은 2분기 1,285\$로 전분기 1,310\$ 대비 낮아져 있음
- ▶ 2014년 3분기 : 예상 영업이익 187억원으로, 전분기 113억원 대비 감소 예상. 화학제품 계절 성수기 진입 효과로 수익 개선 가능
 - (1) 합성수지(PE/PP) 설비 가동율은 70% 중반으로 소폭 개선될 전망. 더구나, 화학제품 계절 성수기 진입으로 스프레드 강세 현상이 이어질 전망. 유럽 에틸렌 가격 급등으로 인해, 중동산 PE/PP 물량이 유럽으로 집중되면서, 상대적으로 아시아지역의 공급이 타이트한 상황이 이어짐. 특히, 8월 중순~9월에는 아시아지역 NCC업체 2차 정기보수가 집중되어 있다는 점도 긍정적
 - (2) 분기당 38만톤 정도 판매하는 C4 가스 소폭의 적자상황은 이어질 전망. 7~8월 중국에서 신규 BD 설비 15만톤(FREP 6만톤, SECCO 9만톤) 가동으로, 부타디엔 가격은 약세 흐름을 이어갈 전망이다
 - (3) 분기당 5만톤 정도 판매하는 BTX 제품가격은 2분기보다는 가격 흐름이 개선될 것임. 휘발유 성수기 영향으로 미국에서 아시아 지역 벤젠을 수입하고 있기 때문(벤젠은 휘발유 옥탄가를 높이는 첨가제로도 사용됨)

▶ 2014년 : 3분기 EO/EG 19만톤 신규 증설(2015년 1분기 양산 예정)

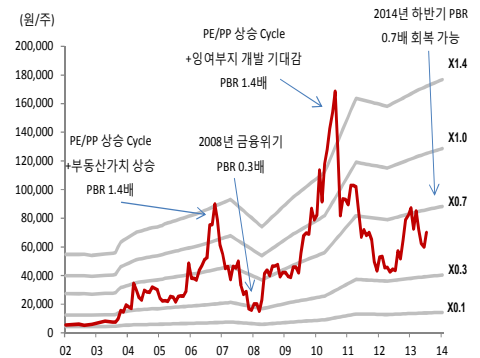
자료 : 동양증권 리서치센터

그림 60. 대한유화주의 PE/PP 스프레드 : 고점에서 강세지속



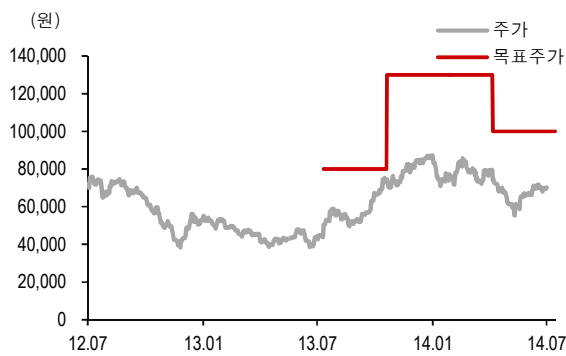
자료: 동양증권 리서치센터

그림 61. 대한유화주 PBR 밴드 : PBR 0.7 배 도전



자료: 동양증권 리서치센터

대한유화 (006650) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

날짜	투자의견	목표주가
2014-07-06	BUY	100,000
2014-06-02	BUY	100,000
2014-05-20	BUY	100,000
2014-05-12	BUY	100,000
2014-04-08	BUY	100,000
2014-04-07	BUY	100,000
2014-03-03	BUY	130,000
2014-01-22	BUY	130,000
2014-01-07	BUY	130,000
2013-11-25	BUY	130,000

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성: 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -100%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

대한유화 (006650) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	20,829	19,660	21,660	24,582	20,650
매출원가	20,347	18,965	20,519	23,425	19,671
매출총이익	483	694	1,140	1,157	980
판매비	531	515	554	640	525
영업이익	-48	179	586	517	454
EBITDA	403	561	895	801	712
영업외손익	-70	388	55	58	63
외환관련손익	-25	-2	-12	0	0
이자손익	-95	-74	-71	-51	-46
관계기업관련손익	14	303	32	32	32
기타	37	161	107	77	77
법인세비용차감전순이익	-118	568	642	575	517
법인세비용	5	109	145	135	121
계속사업순이익	-122	458	497	440	396
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-122	458	497	440	396
지배지분순이익	-124	460	498	441	397
포괄순이익	-137	439	497	440	396
지배지분포괄이익	-138	440	498	441	397

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	4,805	4,659	5,731	6,398	5,928
현금및현금성자산	1,022	759	1,569	1,865	2,026
매출채권 및 기타채권	1,910	2,065	2,071	2,263	1,935
재고자산	1,857	1,807	1,916	2,094	1,791
비유동자산	7,976	8,887	9,648	9,746	9,870
유형자산	7,202	7,776	8,536	8,603	8,695
관계기업등 지분관련자산	384	768	801	832	864
기타투자자산	129	109	77	77	77
자산총계	12,781	13,545	15,380	16,144	15,798
유동부채	3,064	2,984	3,083	3,976	3,304
매입채무 및 기타채무	993	1,464	1,311	1,426	1,228
단기차입금	1,329	1,119	1,740	2,020	1,546
유동성장기부채	660	370	0	498	497
비유동부채	2,260	2,666	3,961	3,463	3,464
장기차입금	370	500	1,761	1,761	1,761
사채	797	997	997	499	500
부채총계	5,324	5,649	7,044	7,439	6,767
지배지분	7,394	7,834	8,270	8,636	8,960
자본금	410	410	410	410	410
자본잉여금	2,643	2,643	2,643	2,643	2,643
이익잉여금	4,377	4,818	5,254	5,621	5,944
비지배지분	64	63	66	69	71
자본총계	7,457	7,896	8,335	8,705	9,031
순차입금	2,135	2,227	2,782	2,766	2,131
총차입금	3,156	2,986	4,498	4,778	4,305

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	101	747	694	604	1,179
당기순이익	-122	458	497	440	396
감가상각비	451	382	309	284	258
외환손익	0	0	3	0	0
총속, 관계기업 관련손익	-14	-303	-32	-32	-32
자산부채의 증감	-218	187	-167	-170	474
기타현금흐름	4	23	84	83	82
투자활동 현금흐름	-531	-855	-996	-349	-349
투자자산	-77	-6	-17	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-464	-859	-880	-350	-350
유형자산 감소	1	3	0	0	0
기타현금흐름	9	6	-99	1	1
재무활동 현금흐름	206	-154	1,225	206	-548
단기차입금	0	0	112	280	-474
사채 및 장기차입금	298	-154	1,174	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-93	0	-62	-74	-74
기타현금흐름	1	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	-113	-165	-120
현금의 증감	-225	-263	810	296	162
기초 현금	1,246	1,022	759	1,569	1,865
기말 현금	1,022	759	1,569	1,865	2,026
NOPLAT	-50	179	586	517	454
FCF	-281	-145	-284	159	730

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	-1,902	7,071	7,667	6,784	6,115
BPS	114,306	121,076	127,785	133,429	138,403
EBITDAPS	6,200	8,632	13,774	12,317	10,959
SPS	320,448	302,456	333,229	378,179	317,696
DPS	0	1,000	1,200	1,200	1,200
PER	-39.6	7.9	9.2	10.3	11.5
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	17.6	10.5	8.3	9.2	9.5
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액 증가율 (%)	2.9	-5.6	10.2	13.5	-16.0
영업이익 증가율 (%)	-111.7	-474.0	226.7	-11.8	-12.2
지배순이익 증가율 (%)	-141.2	-471.7	8.4	-11.5	-9.9
매출총이익률 (%)	2.3	3.5	5.3	4.7	4.7
영업이익률 (%)	-0.2	0.9	2.7	2.1	2.2
지배순이익률 (%)	-0.6	2.3	2.3	1.8	1.9
EBITDA 마진 (%)	1.9	2.9	4.1	3.3	3.4
ROIC	-0.5	1.4	4.2	3.5	3.0
ROA	-1.0	3.5	3.4	2.8	2.5
ROE	-1.6	6.0	6.2	5.2	4.5
부채비율 (%)	71.4	71.5	84.5	85.5	74.9
순차입금/자기자본 (%)	28.9	28.4	33.6	32.0	23.8
영업이익/금융비용 (배)	-0.4	1.7	5.9	5.1	4.5



화학업계의 불독(Bull-Dog) 황주원입니다.

(02)3770-5607

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

동양증권

국도화학 (007690)

00

2014년 2분기 실적 소폭 증가 -> 3분기 특수기 진입

투자의견: BUY (Maintain)

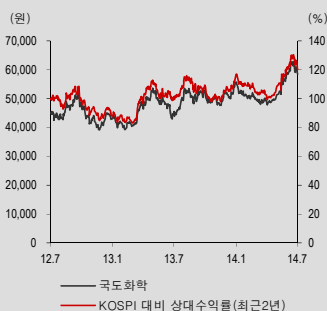
목표주가: 90,000원

화학

주가	58,500원
자본금	291억원
시가총액	3,399억원
주당순자산	66,545원
부채비율	68.25%
총발행주식수	5,810,616주
60일 평균 거래대금	14억원
60일 평균 거래량	24,906주
52주 고	62,800원
52주 저	43,950원
외인지분율	31.89%
주요주주	뉴서울화공 외 3인 22.94%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(0.8)	20.1	28.4
상대	(1.5)	19.0	18.2
절대(달러환산)	0.6	25.8	44.3



자료: Datastream

Investment Point

2014년 2분기 예상 실적 : 영업이익 127억원으로, 전분기 대비 25% 증가 [표35]

- ▶ 2014년 2분기 추정 실적은 매출액 2,493억원(전분기 2,450억원), 영업이익 127억원(전분기 102억원), 지배주주 순이익 91억원(전분기 64억원) 등임. 영업이익은 시장컨센서스 140억원에 미달할 전망
- ▶ 매출 비중 80%를 차지하는 에폭시 수지 부문(용도 : 방수용 도료, IT 용 PCB 소재 등) 수익은 소폭 개선될 전망. 한국과 중국 곤산지역 설비가동률은 60% 중반(생산능력 56만톤) 수준으로, 1분기와 비슷하거나 소폭 개선 예상. 2분기에는 본격적인 선박용 특수기 시작되지 않은 것으로 판단됨

2분기 에폭시 가격은 2,740\$ 정도로 전분기와 크게 변동은 없었음. 주 원료인 BPA 국제 가격도 1,650 ~ 1,660\$ 수준에서 머물렀음. 다만, BPA 국내 생산업체(LG 화학, 금호파인화학)가 내수가격을 먼저 인상하면서, 일시적으로 국도화학에 부담이 생겼음. 에폭시 제품가격은 주 원료인 BPA 가격에 1개월 정도의 시차를 두고 반영된다는 점을 감안하면, 3분기에 에폭시 가격 인상이 진행될 것으로 예상됨

- ▶ 매출 비중 20%를 차지하는 폴리올(용도 : 경성 및 연성 폴리우레탄 소재)은 전분기 대비 개선됨. LNG 선박용 보냉재 특수 영향으로 국도화학의 폴리올 설비 가동률은 70% 중반 ~ 80%(생산능력 : 12.7만톤) 수준으로 개선되었음. 폴리올 가격도 2,284\$로 전분기 대비 소폭 개선됨

2014년 3분기 예상 실적 : 영업이익 153억원으로 전분기 대비 20% 증가

- ▶ 3분기 예상 실적은 '매출액 2,869원(전분기 2,493억원), 영업이익 153억원(전분기 127억원), 지배주주 순이익 124억원(전분기 91억원)' 등임
- ▶ 실적 개선 예상 근거 : ① 컨테이너 선박에 사용되는 방수용 도료 특수기가 시작되면서, 에폭시 설비 가동률이 70% 중반으로 개선 가능 ② 6월 말 국제 BPA 가격 반등이 가시화됨에 따라, 3분기 에폭시 판매가격 인상이 가능함

투자의견 BUY, 목표주가 90,000원 유지

- 3분기 글로벌 컨테이너 선박용 방수도료(에폭시) 특수기 본격 진입 시작
- 현재 PBR 0.9배 수준으로, 에폭시 특수기 평균 PBR 1.2배와 ROE 10~ 13% 창출능력 고려 시 여전히 저평가 상태임. Buy & Hold 유효

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	8,414	9,119	10,822	12,272	13,474
매출액증가율	-3.8	8.4	18.7	13.4	9.8
영업이익	405	406	521	731	556
영업이익률	4.8	4.5	4.8	6.0	4.1
지배주주귀속 순이익	296	310	389	573	440
지배주주 귀속 EPS	5,098	5,335	6,697	9,870	7,575
증가율	21.8	4.6	25.5	47.4	-23.3
PER	9.2	9.0	8.7	5.9	7.7
PBR	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.7	5.9	5.2	3.2	4.1
ROA	5.3	5.4	6.2	8.6	6.3
ROE	9.3	9.1	10.5	13.9	9.7

표 35. 국도화학(주) 실적 추정치 : 2014년 2분기 예상 127억원(전분기 102억원, 시장 컨센서스 140억원)

		2012				2013				2014				연간실적				
		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2012	2013	2014	2015	
생산 Capa	에폭시 (천톤)		80.5	80.5	80.5	80.5	100.0	100.0	100.0	140.0	140.0	140.0	140.0	322.0	440.0	560.0	560.0	
	포리올 (천톤)		1.5	1.5	1.5	1.5	25.0	25.0	25.0	31.8	31.8	31.8	31.8	6.0	106.8	127.0	127.0	
	가동률 (%)		68%	65%	65%	64%	76%	81%	79%	59%	64%	72%	82%	66%	74%	76%	84%	
매출액		억원	1,663	1,572	1,522	1,447	2,229	2,419	2,328	2,143	2,450	2,493	2,869	3,011	6,204	9,119	10,822	12,272
에폭시	억원		1,333	1,316	1,246	1,163	1,685	1,886	1,748	1,745	1,787	1,825	2,190	2,322	5,058	7,064	8,125	9,406
가격	\$/MT		3,061	3,109	2,995	2,982	2,913	2,964	2,840	2,825	2,728	2,746	2,925	3,050	3,037	2,886	2,862	2,970
포리올	억원		26	26	23	22	253	318	352	346	497	523	528	521	97	1,269	2,070	2,191
가격	\$/MT		2,253	2,294	2,068	2,078	2,056	2,069	1,993	2,167	2,273	2,284	2,148	2,045	2,173	2,071	2,188	2,147
원료가격																		
BPA	\$/MT		1,735	1,673	1,687	1,755	1,914	1,743	1,670	1,628	1,659	1,657	1,700	1,680	1,713	1,739	1,674	1,686
PO	\$/MT		2,069	2,123	1,910	2,067	2,085	2,019	2,069	2,151	2,195	2,205	2,140	2,040	2,042	2,081	2,145	2,100
영업이익		억원	108	120	65	39	106	139	109	51	102	127	153	139	332	405	521	731
국도화학	억원		108	120	65	39	106	139	109	51	102	127	153	139	332	405	521	731
Cash/마진	\$/MT		1,304	1,411	1,286	1,203	874	1,052	982	1,021	900	914	1,006	1,111	1,301	977	983	1,050
Epoxy-BPA	\$/MT		1,326	1,436	1,309	1,227	999	1,221	1,171	1,197	1,069	1,089	1,225	1,370	1,325	1,147	1,188	1,273
PPG-PO	\$/MT		495	490	444	321	283	353	235	339	408	418	329	311	438	303	366	362
지배주주 순이익		억원	88	109	55	44	80	106	84	40	64	91	124	110	296	310	389	573
EPS	원/주														5,098	5,335	6,697	9,870
BPS	원/주														56,584	60,985	66,545	75,214
주당배당	원/주				1,000				1,000				1,300		1,000	1,000	1,300	1,300
ROE														9.0%	8.7%	10.1%	13.1%	

Fundamental 변화

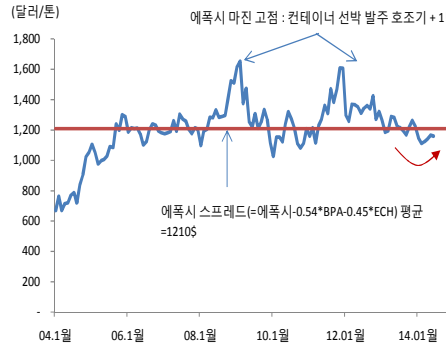
- ▶ 2014년 1분기: 영업이익 102억원 실현. 영업이익 규모는 전분기 51억원 대비 회복
(1) 에폭시 등 공장 가동률 60% 중반 수준. 2013년에 증설된 중국 공장은 50% 가동중
- ▶ 2014년 2분기: 예상 영업이익 127억원으로, 전분기 102억원 대비 소폭 개선 예상. 당초 기대했던 것 보다는 부진하지만, 에폭시 업황은 개선 추세에 있음
(1) 에폭시 부문 설비 가동률은 65% 수준으로, 전분기 대비 소폭 개선됨.
에폭시 가격과 원료인 BPA가격은 각각 2,750\$과 1,660\$ 내외로 전분기 대비 큰 변화가 없었음. 다만, 7월 중순 이후, 국제 BPA와 에폭시 가격이 상승하기 시작함
(2) 폴리올 가동률(중국 공산공장에서 생산) 70% 중반으로, 전분기 대비 추가적으로 회복됨.
LNG 선박용 보냉제 수요가 경성폴리우레탄 수요가 호조를 보였기 때문. 폴리올 가격은 2,200\$로 전분기와 비슷했지만, 원료인 PO 가격이 빠지면서 폴리올 스프레드는 전분기 408\$에서 419\$로 소폭 개선됨
- ▶ 2014년 3분기: 예상 영업이익 153억원으로, 전분기 127억원 대비 개선 예상. 본격적인 제품가격 상승과 가동률 상승이 동시에 진행되기 시작하는 시기임
(1) 에폭시 부문 설비 가동률은 60% 중반에서 70% 초중반으로 상승 예상. 에폭시 가격은 원료인 BPA 가격 상승 뒤 1개월 시차를 두고 제품가격에 전가되는 특징을 고려하면, 3분기에 제품가격 인상 가능
(2) 폴리올 가동률(중국 공산공장에서 생산) 70% 중반 수준에서 정체가 예상됨. 계절 비수기 속에 스프레드도 조정을 받을 것으로 예상

▶ 2013년 : 에폭시 12만톤 및 포리올 27만톤(중국 공산, 11월) 증설 완료

▶ 2014년 : 본사 리모델링(2015년 상반기 완료, 90억원 소요)

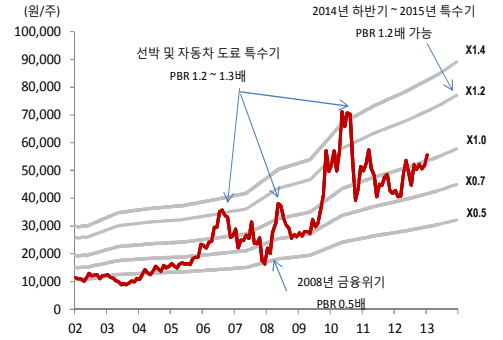
자료 : 동양증권 리서치센터

그림 62. 국도화학주의 에폭시 스프레드 : 5 월 상승 전환시작



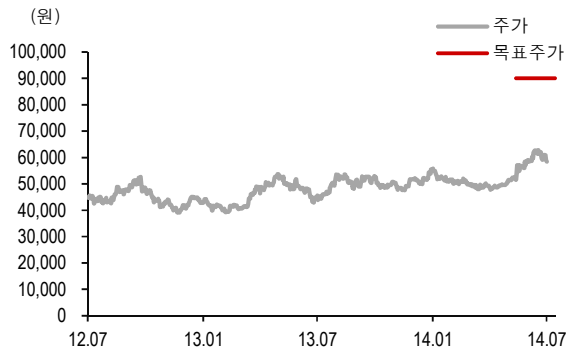
자료: 동양증권 리서치센터

그림 63. 국도화학(주) PBR 밴드 : PBR 0.7 배 도전



자료: 동양증권 리서치센터

국도화학 (007690) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

날짜	투자의견	목표주가
2014-07-06	BUY	90,000
2014-06-02	BUY	90,000
2014-05-14	BUY	90,000

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 (Buy, Hold, Sell)과 위험도 2단계 (H: High, L: Low)로 구분
- Buy: 10% 이상 (Low) / 20% 이상 (High), Hold: -10% ~ 10% (Low) / -20% ~ 20% (High), Sell: -100% 이상 (Low) / -20% 이상 (High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월 19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계 (Strong Buy, Buy, Market Perform, Under Perform, Sell)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계 (High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

국도화학 (007690) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	8,414	9,119	10,822	12,272	13,474
매출원가	7,578	8,218	9,704	10,877	12,156
매출총이익	836	901	1,119	1,396	1,318
판매비	430	496	597	665	762
영업이익	405	406	521	731	556
EBITDA	507	520	645	848	667
영업외손익	-10	2	11	36	35
외환관련손익	-2	11	-11	0	0
이자손익	-16	-1	23	36	35
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	8	-8	-1	0	0
법인세비용차감전순손익	395	408	532	767	591
법인세비용	96	94	136	186	143
계속사업순손익	299	314	396	581	448
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	299	314	396	581	448
지배지분순이익	296	310	389	573	440
포괄순이익	265	319	387	581	448
지배지분포괄이익	263	314	387	584	448

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	3,313	3,434	4,343	4,482	5,036
현금및현금성자산	65	112	278	627	473
매출채권 및 기타채권	1,678	1,666	1,997	1,918	2,390
재고자산	796	952	1,088	958	1,193
비유동자산	2,165	2,471	2,316	2,258	2,207
유형자산	2,108	2,222	2,233	2,176	2,125
관계기업등 지분관련자산	0	45	45	45	45
기타투자자산	10	168	3	3	3
자산총계	5,478	5,904	6,659	6,741	7,242
유동부채	1,655	1,459	1,980	1,656	1,967
매입채무 및 기타채무	936	999	1,328	1,200	1,464
단기차입금	372	333	486	289	337
유동성장기부채	281	93	111	111	111
비유동부채	455	818	721	611	434
장기차입금	228	415	320	209	182
사채	0	149	149	149	0
부채총계	2,109	2,277	2,701	2,267	2,401
지배지분	3,288	3,544	3,867	4,370	4,729
자본금	291	291	291	291	291
자본잉여금	462	462	462	462	462
이익잉여금	2,536	2,786	3,117	3,620	3,979
비지배지분	80	84	91	103	112
자본총계	3,368	3,627	3,958	4,474	4,841
순차입금	71	223	-130	-785	-761
총차입금	881	990	1,066	759	630

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	618	320	381	799	147
당기순이익	299	314	396	581	448
감가상각비	100	114	124	117	111
외환손익	1	-9	12	0	0
총속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	141	-116	-187	74	-439
기타현금흐름	77	18	37	26	26
투자활동 현금흐름	-352	-322	-344	-239	-239
투자자산	35	-39	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-213	-215	-111	-60	-60
유형자산 감소	19	1	1	0	0
기타현금흐름	-193	-69	-234	-179	-179
재무활동 현금흐름	-448	49	19	-378	-212
단기차입금	-299	-39	155	-197	48
사채 및 장기차입금	-101	148	-77	-110	-177
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-47	-60	-60	-71	-83
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-6	0	110	166	150
현금의 증감	-188	47	166	349	-154
기초 현금	253	65	112	278	627
기말 현금	65	112	278	627	473
NOPLAT	405	406	521	731	556
FCF	338	96	214	686	34

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	5,098	5,335	6,697	9,870	7,575
BPS	56,584	60,985	66,545	75,214	81,391
EBITDAPS	8,732	8,949	11,099	14,600	11,481
SPS	144,801	156,945	186,248	211,202	231,893
DPS	1,000	1,000	1,200	1,399	1,399
PER	9.2	9.0	8.7	5.9	7.7
PBR	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.7	5.9	5.2	3.2	4.1
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액 증가율 (%)	-3.8	8.4	18.7	13.4	9.8
영업이익 증가율 (%)	7.3	0.0	28.5	40.2	-23.9
지배순이익 증가율 (%)	21.8	4.6	25.5	47.4	-23.2
매출총이익률 (%)	9.9	9.9	10.3	11.4	9.8
영업이익률 (%)	4.8	4.4	4.8	6.0	4.1
지배순이익률 (%)	3.5	3.4	3.6	4.7	3.3
EBITDA 마진 (%)	6.0	5.7	6.0	6.9	5.0
ROIC	8.2	8.3	9.8	14.0	10.3
ROA	5.3	5.4	6.2	8.6	6.3
ROE	9.3	9.1	10.5	13.9	9.7
부채비율 (%)	62.6	62.8	68.3	50.7	49.6
순차입금/자기자본 (%)	2.2	6.3	-3.4	-18.0	-16.1
영업이익/금융비용 (배)	9.0	14.0	59.0	0.0	0.0

[석유화학제품 생산계통도]

