



석유화학

SECTOR REPORT

입지수
02) 3772-1559
jslim510@goodi.com

고우리
02) 3772-1528
wooli.ko@goodi.com

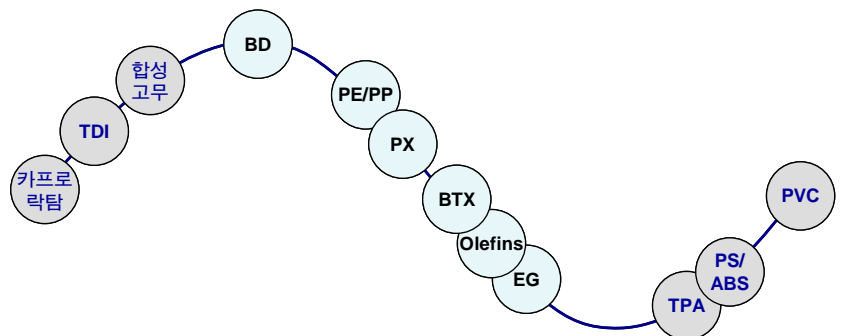
하강하는 경기에도 날개는 있다

초고유가에도 상반기 Downstream 기업 중심으로 수익성 선방 2008년 상반기 석유화학 산업은 유가 급등에 따른 기업 마진 위축 우려가 지속되었으나, 전반적으로 타이트한 수급이 유지되면서 기대 이상의 양호한 수익이 유지되고 있다. 국내 대형 유화업체 8社 기준 2008년 1분기 영업이익은 전분기 대비 15.9% 증가했고, 2분기는 전체적으로 1분기 수준의 실적이 예상된다. 제품별로는 다소간의 차별성이 있지만, 유가 급등에도 불구하고 중국 등 거대 신흥국을 중심으로 한 소비경기(석유화학 수요)가 견고하게 유지되면서 수익성 악화가 제한적 영향에 그쳤다고 요약할 수 있다.

하반기 산업 경기하강 본격화... 일부 Downstream 기업은 실적 호전도 5년간에 걸친 석유화학 최장기간 호황국면이 마감, 2008년말부터 본격적인 하강세가 시작될 전망이다. 본격적인 하강 시점은 4분기 비수기 수요둔화로 시작된 상황 위축이 그대로 하강세로 굳어지는 추세가 예상된다. 다가올 석유화학 경기하강 영향은 기업별로 주력품목에 따른 차별성이 클 전망이다. 지난 경기 호황이 Upstream을 보유한 Pure Petrochemical 기업들의 잔치였다면, 다가올 경기 패턴은 ▲ Up-stream 중심의 NCC 기업들 중심으로 수익이 악화되고 ▲ Downstream 중 수급여건이 좋아지는 제품을 보유한 기업들은 수익이 선방하거나 또는 개선까지도 예상된다.

Top Picks 석유화학업종에 대해 중립 의견을 제시하며, 투자유망 종목으로 LG화학(051910)과 금호석유화학(011780)을 선정하였다. 중소형주 중에서는 실적호전 모멘텀이 있음에도 과도한 저평가 영역에 있는 한국화인케미칼(025850)과 대표적 턴어라운드 기업인 카프로(006380)를 추천한다.

2008년 하반기 석유화학 주요 품목별 경기사이클 Position (conceptually)



굿모닝신한증권의 리서치 자료는 당사의 웹사이트 외에도 블룸버그(Bloomberg), 퍼스트콜(First Call), I/B/E/S, ISI, Multex 및 에프앤가이드(FnGuide) 등 제 3자가 운영하거나 제공하는 시스템 상에서도 보실 수 있습니다.

I. 2008년 상반기 Review

- ▶ 화학업계 수익은 원료가격 보다는 제품 수급에 우선 ; 불안한 선방 유지
- ▶ Upstream ; 유가가 발목을 잡지만... Downstream ; 시차를 두고 제품가로 부분 전가
- ▶ 중국의 석유화학제품 수입 감소세... 신흥개도국 수입수요 호조로 경기 방어
- ▶ 기업 실적 Review ; Upstream 기업과 Downstream 기업의 엇갈린 행보

2008년 1분기 유가급등 위기감에도 석유화학 기업 이익 선방

2008년 상반기 석유화학산업은 유가 급등에 따른 기업 마진 위축 우려가 지속되었으나, 전반적으로 타이트한 수급이 유지되면서 기대 이상의 양호한 수익이 유지되었다고 평가할 수 있다. 2007년 10월부터 시작된 원료가 급등은 겨울철 수요 비수기와 겹치면서 업계 수익성이 크게 악화, 국내 대형 유화학업체 8社 기준 영업이익이 3분기 대비 18.5% 감소하면서 위기감이 감돌았다. 그러나 2008년에 접어들면서 가파랐던 원료가 상승이 1~2개월의 시차를 두고 대부분 제품가에 반영, 1분기 영업이익이 전분기 대비 15.9% 증가하는 회복세를 나타냈다. 제품별로는 다소간의 차별성이 있지만, 유가 급등에도 불구하고 개도국을 중심으로 한 소비경기(석유화학 수요)가 견고하게 유지되면서 수익성 악화가 제한적 영향에 그쳤다고 요약할 수 있다.

2008년 상반기에 주목해야 할 주요 이슈를 정리하면 다음과 같다.

석유화학산업의 수익성은 원료가 영향보다는 수급

첫째, 석유화학산업 수익성의 Key Factor는 역시 원료가 보다는 수급이다. 과거 '100불대 유가에서는 석유화학 기업이 이익을 내기 어렵다'는 위기론이 무성했지만, 기업들의 실적은 유가가 폭등하기 이전의 기대 수준에서 크게 벗어나지 않았다. 이는 석유화학 산업이 수요의 가격탄력성이 낮은 기초소재 산업으로, 수요가 받쳐주는 원가 상승은 제품가격으로 전이가 가능하다는 것을 입증하는 것이다. 결국은 제품이 반영에 필요한 시간이 부담이다.

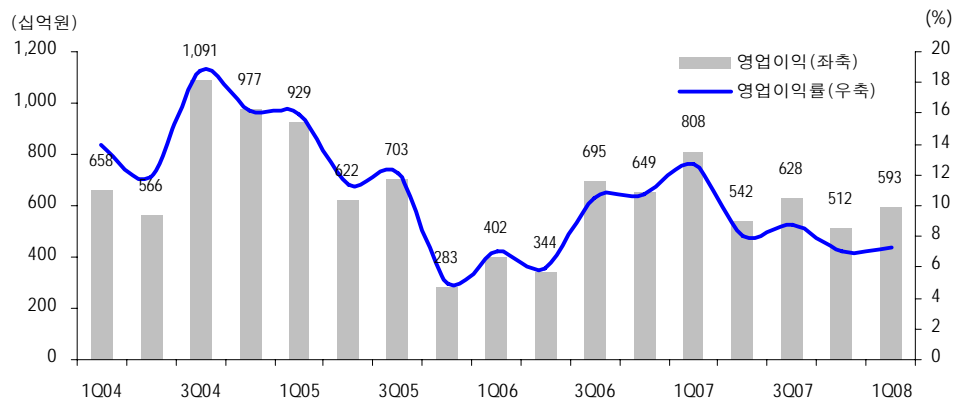
Upstream 원료가 부담으로 고전, Downstream 중심의 시황 호조

둘째, 품목별로 명암이 엇갈렸다. 계열제품(downstream)경기는 비교적 견조했으나, 기초유분(upstream)은 고전을 면치 못했다. 그 원인은 ▲upstream이 유가 상승 영향을 직접적으로 받는다는 사실과 ▲ 올레핀은 증설(이란 에탄크래커, 메타시스 프로필렌) 영향이 가시화되기 시작했다. 셋째 ▲ BTX는 중국의 스티렌계 수지와 폴리에스터 섬유 경기 부진에 기인한 것이다.

08년 1분기 중국 석유화학제품 수입 감소... 일시적 요인이 크지만 우려

셋째, 중국의 석유화학제품 수입 감소가 가시화됐다는 것이다. 2005년에 시작된 합성수지 수입 감소는 점차 굳어지고, 올해는 화섬원료 수입마저 감소하면서 1분기 석유화학제품 수입액이 감소했다. 2008년 중국의 석유화학 수입이 본격적인 감소세로 돌아섰다고 판단하기는 이르지만, 신증설 추진 현황을 감안할 때 과거와 달리 추세적 수입증가를 기대하기도 어렵다. 이제는 중국 이외의 개도국 시장의 수입 수요 강도가 더욱 중요해질 전망이다.

국내 대표 유화학기업들의 분기별 합산 영업이익 추이



자료: 각사 사업보고서

주 : LG화학(석유화학부문), 한화석유화학, 호남석유화학, 롯데대산유화, 대한유화, 여천NCC, 삼성토탈, 금호석유화학 기준

산업 수익은 원료가 보다는 제품 수급 ; 불안한 선방 유지

**상한선을 모르는 석유화학
원료가 상승, 우려감 만성화**

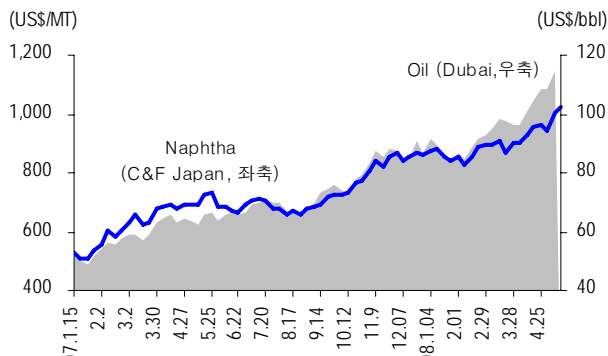
석유화학산업의 원료인 납사가격이 5월 들어 톤당 1,000달러를 돌파했다. '07년초 500불대, '08년초 800불대를 거쳐 거침없는 상승을 지속했다. 그러나 납사가격 1,000달러도 높은 수준이 아니다. 유가(Dubai)가 배럴당 120불에 이르는 상황에서 그나마 4~5월 NCC 기업들의 정기보수 집중과, 석유화학 원료로 납사 대신 가스(LPG, 에탄) 투입을 늘림에 따라 현 납사가격 상승은 유가 상승에는 다소 못미치는 수준이다. NCC 정기보수가 마감되면 현 유가수준에서도 납사가격은 톤당 1,100달러대로 추가 상승할 가능성도 배제할 수 없다.

**수익 유지가 가능한 max.
원료가 수준은 알 수 없지만
아직 석유화학 수요 견조**

이러한 상황에서도 석유화학 기업들이 이익을 낼 수 있는가? 유가 상승 랠리가 지속되고 있어 쉽게 답하기 어려운 문제이지만 현재까지를 종합한다면, 아직까지는 수급 요인이 유가 영향보다 우위에 있다고 판단된다. 즉 2008년 3분기까지 석유화학 공급은 제한적 수준에서 증가하는데, 아직 수요가 위축되지 않아 원료가 상승이 시차(수출가 1개월 이내, 내수/계약가 1~2개월)를 두고 제품가격에 반영되고 있다. 석유화학 수요는 선진국을 중심으로 위축되는 감도 있으나, 중동/북아프리카/러시아 등 자원보유 신흥국의 활황으로 상당부분 보충되는 것으로 분석된다.

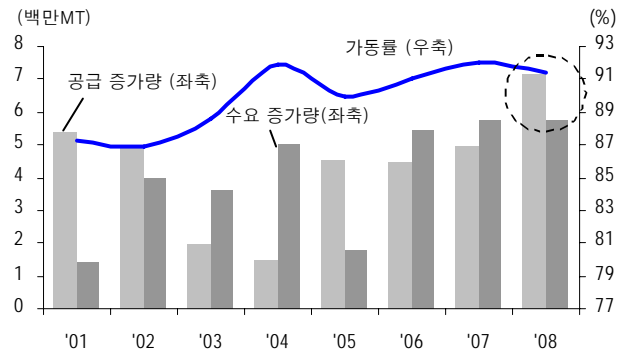
실례로 석유화학의 주류라고 할 수 있는 NCC/PO Margin은 과거 경기 고점에서 톤당 400불, 저점에서 톤당 150불 수준이었는데, 2008년 1월부터 4월까지 평균 마진은 300불 수준으로 비교적 양호하게 유지되고 있다.

기초원료 납사가격 사상 최고 1,000달러 돌파



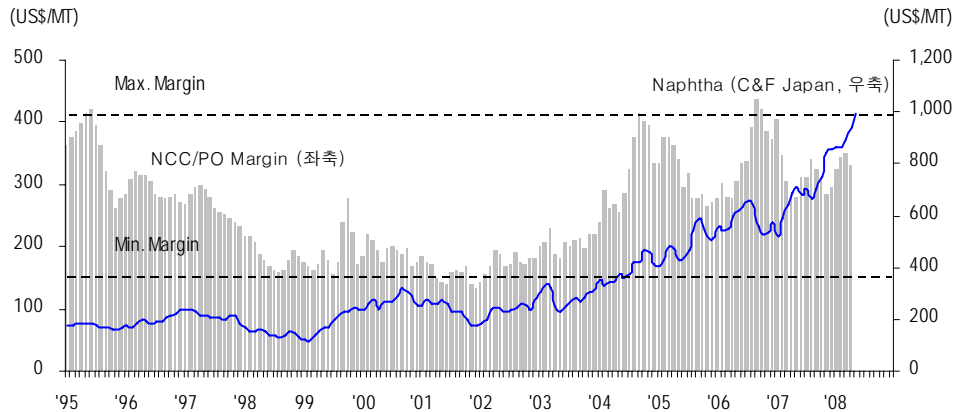
자료: Petronet, Platts

그러나 석유화학 수급 다소 타이트한 상황 유지 (에틸렌 기준)



자료: Tecnon, CMAI 자료를 기초로 굿모닝신한증권 추정

석유화학 주류 마진 양호한 수준 유지 (NCC/PO Margin History ; Max. vs. Min)

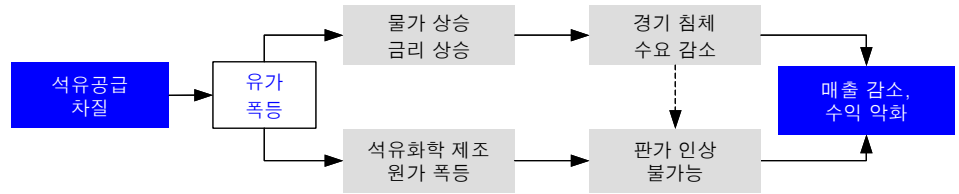


자료: Platts, KPIA 등의 가격 자료를 기초로 굿모닝신한증권 추산

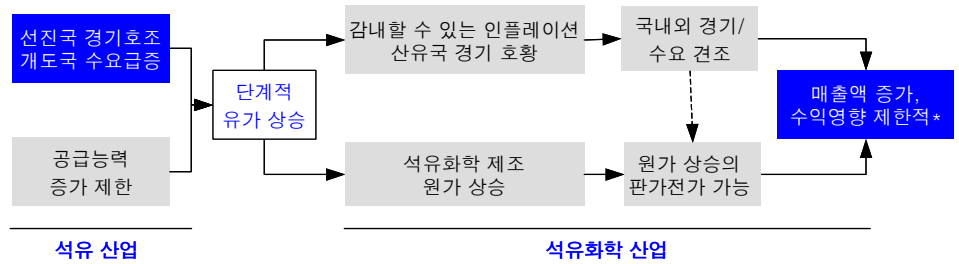
주 : NCC margin은 제품 생산비율과 자체연료 사용을 감안하여 계산, PE/PP는 에틸렌과의 Spread를 가중치 두고 계산하여 합산

과거 Oil Shock와 금번 유가 상승 랠리가 석유화학산업에 미치는 영향의 차별성

1. 2차 Oil Shock (Supply Trouble)



금번 유가 상승 랠리 (수요 Drive, 2004~2008.1Q)



자료: 굿모닝신한증권

주 : * 제한적이라는 표현은 이익률이 감소할 수 있다는 것과, 시차를 두고 반영되기 때문임

Upstream : 유가가 시황의 발목을 잡고... Downstream : 단계적 극복 진행 中

NCC 기업은 원료가 급등에 직접 노출... 부담 지속

석유화학의 전체적인 수익성은 양호한 수준에서 움직였지만, Upstream NCC는 원료가 급등에 대한 직접적인 영향과, 타이트했던 수급이 다소 완화되면서 Spread 위축 부담이 컸다. Upstream은 납사가격이 인상되면 원료가격과 Utility 비용이 동시에 상승, 제조원가의 80%에 가까운 부분이 납사가격에 노출되어 있다고 할 수 있다. 따라서 납사가격 상승에 따른 피해가 Downstream보다는 직접적일 수 밖에 없다.

에틸렌, 프로필렌은 이란 증설 물량 유입으로 다소 고전했으나, 4월이후 회복세

더욱이 에틸렌, 프로필렌의 경우에는 신규 공급물량이 증가하면서 Spread 축소 압력을 가중시켰다. 에틸렌은 2004년~2005년 부터 완공이 연기되었던 이란의 NPC Olefin #7(Marun), #9(Arya Sasol), #10(Jam) 프로젝트가 2007년 하반기 완공된 이후 가동률을 점차 높이면서, 2008년 1분기부터는 이란에서 아시아로 에틸렌을 월 3~4만톤 정도를 수출했다. 절대 유입물량이 크지는 않지만, 시장에서 가격에 미치는 영향은 상당했던 것으로 판단된다. 또한 프로필렌의 경우에도 일본과 한국 NCC 기업들이 메타시스 공정의 프로필렌 신규설비를 다수 완공시킴에 따라 2007년말부터 타이트하던 수급이 밸런스로 전환, 원료가 상승을 원활하게 가격에 전가시키지 못했다. 그러나 이러한 상황은 4월부터 시작된 NCC 정기보수 및 채산성 악화에 따른 NCC업계의 가동률 감축으로 빠르게 반전됐다. 일본과 동남아의 소규모 구설비들이 가동률을 감축하고, 다수의 NCC 크래커가 정기보수를 진행함에 따라 수급이 다시 타이트해진 것이다. 이러한 상황으로 개선된 Spread는 성수기 3분기까지는 어느정도 유지될 전망이다.

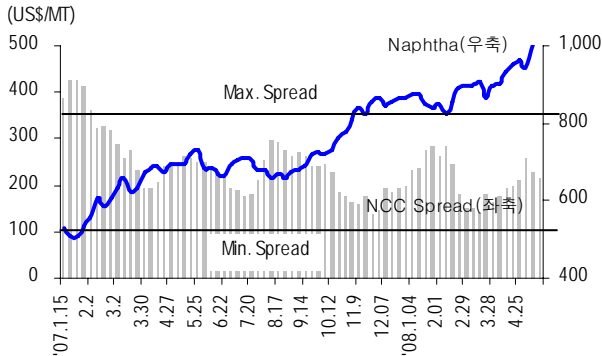
BTX도 동절기 Slow한 수요로 부진했으나, 제한적 범위에서 다소 개선

BTX의 경우에는 수요부진이 부진하면서 Spread 축소 압력을 가중시켰다. Benzene의 경우 세계 스티렌계 수지(특히 PS, EPS) 수요 성장이 부진을 지속하고 있고, 미국의 휘발유 소비 감소로 휘발유 첨가제용 수요도 감소하여 잉여 물량 부담을 한층 가중시켰다. PX의 경우에도 생산능력 기준으로는 다소 타이트한 수급상황이지만, 중국의 폴리에스터 섬유 경기부진이 지속되면서 TPA 가동률이 저조하였고, 나아가 TPA원료인 PX 시황 부진으로 파급되었다. 그러나 BTX Chain의 경우에도 중국의 춘절연휴 이후부터 거래가 활기를 띠면서 Spread가 다소 개선되는 모습을 나타내고 있다. 그러나 원료가 급등을 제품가에 충분히 반영시키기에는 수급이 여의치 않기 때문에, BTX Spread는 Historically 중간 이하 수준에서 움직일 것으로 판단된다.

**Downstream 제품은 타이탄한
수급으로 원료가 부담에도 수익
선방**

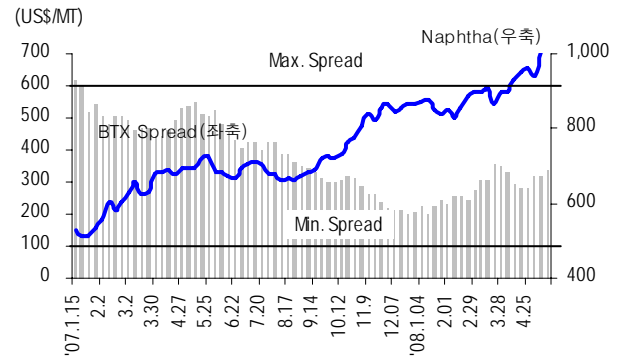
Downstream의 경우에는 2007년 4분기 사우디 등지에서의 공급차질 여파로 일시적으로 폭등세를 나타냈던 EG를 제외하고, 전체적으로 나쁘지 않은 모습이다. 특히 2006~2007년초 바닥에서 회복된 PVC와 합성고무는 원료가 강세에도 불구하고 단계적 턴어라운드가 꾸준히 진행되고 있다.

NCC spread, 원료가 부담에도 꾸준히 회복 진행



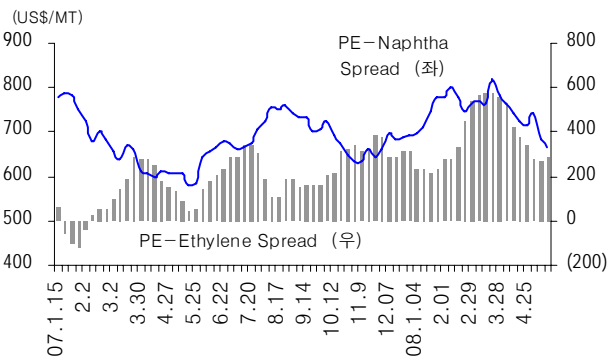
자료: Platts Data를 기초로 굿모닝신한증권 추산
주 : NCC Cracker 제품별 비중에 Utility 비용을 반영한 Spread

BTX spread, '07.4Q보다는 개선 추세이지만 수요 부진이 부담



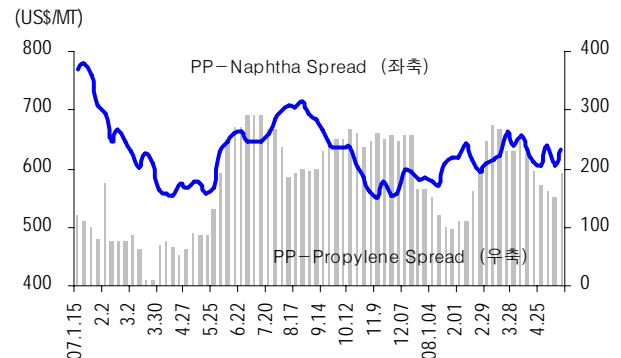
자료: Platts Data를 기초로 굿모닝신한증권 추산
주 : 석유기업의 석유화학사업 개념으로 벤젠:PX가 1:2 생산 기준 Spread

PE spread, 상반기까지는 Strong 수준 유지



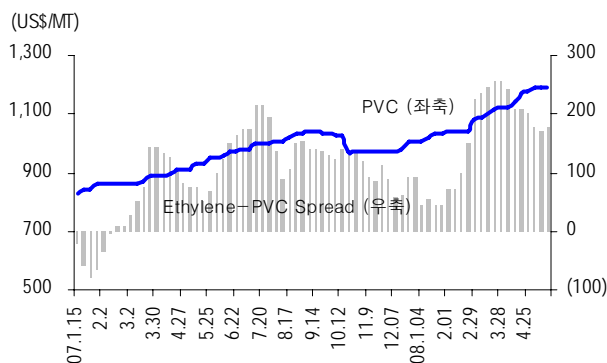
자료: Platts Data를 기초로 굿모닝신한증권 추산

PP spread, 약세 시황으로 전환됐지만 아직은 나쁘지 않은 수준



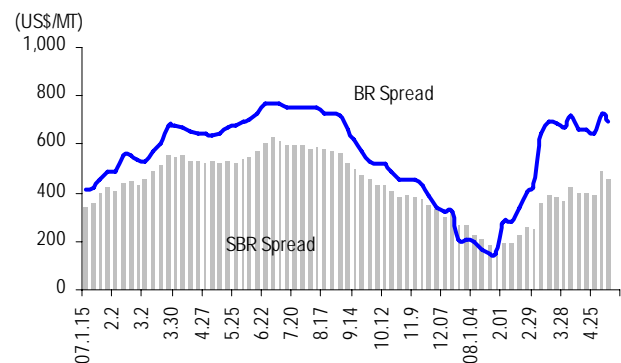
자료: Platts Data를 기초로 굿모닝신한증권 추산

PVC Spread, '07.1Q 바닥에서 단계적 회복 진행중



자료: Platts Data를 기초로 굿모닝신한증권 추산

Rubber spread, 힘겨운 원료가 부담에도 타이탄한 수급의 판정승



자료: Platts, Kotis Data를 기초로 굿모닝신한증권 추산

중국의 석유화학제품 수입 감소세... 신흥개도국 수입수요 호황으로 경기 방어

1분기 중국의 주요 석유화학제품 수입 감소

중국의 수입 수요는 아시아 석유화학 경기를 결정하는 가장 중요한 요인 중 하나다. 중국의 석유화학제품(5대 범용 합성수지 기준) 수요가 세계 수요에서 차지하는 비중은 총량 기준 21%, 증가량 기준 36%를 점유하고 있다. 더욱이 중국이 세계 석유화학제품 교역에서 차지하는 비중은 평균적으로 40%를 상회하고 있어, 중국의 수입량은 아시아 경기에 중대한 영향을 미친다. 그런데 2008년 1분기 중국의 석유화학제품 수입이 과거 증가세 둔화에서, 감소로 전환했다.

이렇게 중국의 석유화학 제품 수입이 감소한 것에는 크게 3가지 요인이 있다.

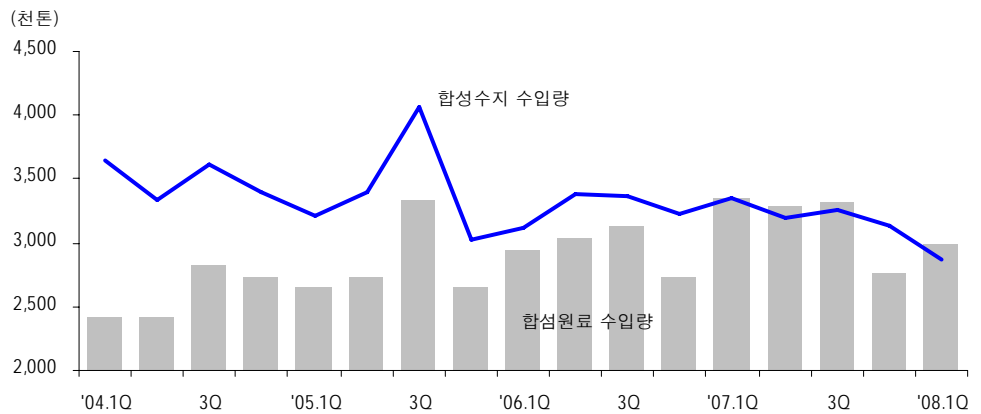
직접 원인은 가격 불확실성이 높은 여건으로 거래상의 재고 축소가 가장 큰 것으로 추정

첫째, 수입 거래상의 재고 조정 ; 중국 범용 석유화학제품 수입량의 60~70%는 거래상(딜러)에 의해 거래되는데, 금년들어 국제 원유시장의 불확실성이 큰 상황에서 제품가격의 방향성에 대한 확신 부족으로 1분기에는 거래상들이 유통재고를 낮게 갖고 간 것으로 추정된다. 유가가 안정되면 가격 하락을 기대한 것이지만, 유가가 고공비행을 지속하면서 2분기부터 다시 수입이 활발해질 것으로 추정된다.

페플라스틱의 수입 증가도 정상품 수입 감소의 한 요인

둘째, 페플라스틱의 수입량 증가 ; 중국은 유가 상승이 시작된 2003년 이후 세계 각국으로부터 페플라스틱을 대량으로 수입하기 시작했다. 이들이 수입하는 페플라스틱은 에틸렌계의 경우 2003년에는 톤당 200달러대, 2008년 3월에는 톤당 580달러로 정상품 수입가격의 약 30~40% 수준이다. 이에 따라 저가의 페플라스틱을 정상품과 섞어 플라스틱제품을 생산, 원가급등 부담을 경감시키는 방법으로 사용하고 있다. 2008년 1분기에는 비닐계 페플라스틱 수입량이 정상품 수입량을 추월했고, 에틸렌계 페플라스틱 수입량도 정상품 수입량의 50%를 넘어섰다.

중국의 합성수지/합성원료 수입 감소 본격화 (정상품 수입 기준)



자료: CECIC, KPIA

주 : 합성수지는 PE/PP/PVC/PS/ABS, 합성원료는 TPA/EG/카프로락탐/AN 기준

중국의 페플라스틱 수입, 정상품 수입 감소에 중요한 요인 (중국의 주요 수지 수입 현황)

(천톤)		'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08.1Q
PVC	정상품	2,251	2,292	2,110	1,661	1,452	1,304	304
	페플라스틱	144	217	624	907	1,175	1,155	330
	페플라스틱비중 (%)	6	9	30	55	81	89	108
	수입 합계	2,395	2,509	2,734	2,568	2,627	2,459	634
PE	정상품	4,853	5,045	5,209	5,654	5,260	4,962	1,182
	페플라스틱	530	1,629	1,431	1,324	1,739	2,261	624
	페플라스틱비중 (%)	11	32	27	23	33	46	53
	수입 합계	5,383	6,674	6,640	6,978	6,999	7,223	1,806

자료 : 중국 무역통계

주 : 페플라스틱은 Waste, parings&scrap, of polymers로 분류된 에틸렌계와 비닐계 플라스틱 기준

**장기적으로 플라스틱 사용규제
정책과 석유화학 가공제품 수출
둔화 우려**

셋째, Plastic 제품 사용 규제와 석유화학 가공제품 수출 증가 둔화 ; 중국정부는 자원/환경 정책 강화 차원에서 White Pollution의 주범인 스티로폴(EPS)과 플라스틱 비닐백의 사용 규제를 강화하고 있다. 특히 올해 1월에는 2008년 6월부터 대형마트의 1회용 비닐백 무상공급을 금지하고 용도별 표준규격으로 제한하는 「플라스틱쇼핑백 생산과 판매 제한 관련 통지」를 발표했다. 이러한 정책이 당장의 플라스틱 소비에 미치는 영향은 크지 않다고 판단되지만, 장기적으로 플라스틱 수요성장이 둔화될 우려도 있다. 또한 중국의 주요 수출품목인 가전/완구와 의류/잡화, 플라스틱 수출이 과거의 성장세에서 크게 둔화되는 것도 우려되고 있다. 금액 기준으로 과거 20~30%대 성장이 10%대 성장으로 둔화되었는데, 원자재 인플레이에 따른 전체적인 수출단가 인상까지 감안하면 10% 미만의 증가에 머문 것으로 판단된다. (p.16 Risk Factor 참조)

**그러나 아직 구조적 수입
감소세로 판단하기는 일러**

2008년 1분기 중국의 석유화학제품 수입 감소 요인 중 앞의 두가지 요인은 일시적인 현상으로 판단된다. 재고 조정과 성수기 도래로 2분기이후 수입 수요가 다시 늘어날 것으로 예상되기 때문이다. 또한 폐플라스틱의 수입도 플라스틱 가격 급등에 따른 가격 저항의 일환으로, 세계적으로 공급할 수 있는 폐플라스틱의 양적 한계 때문에 추가로 더욱 증가하기는 어려울 전망이다. 따라서 2008년 중국의 석유화학 수입이 감소세로 돌아섰다고 보기는 아직 이르지만, 2009년 중국내 대규모 신증설 설비 가동을 감안하면 과거와 같은 추세적 증가는 기대하기 어렵다.

**신흥개도국 경기 호황으로
석유화학제품 시장 다변화
빠르게 진행**

반면 러시아, 북아프리카, 중동, 남미 등 신흥개도국의 수입이 빠르게 증가하고 있다. 구체적 통계는 파악되지 않지만, 한국 석유화학기업의 합성수지 수출에서 중국 비중이 PE는 2003년 40%에서 2008년1분기 26%, PVC는 52%에서 17%로 감소했으나 그 물량이 대부분 신흥개도국 시장으로 유입됐다. 업계에 따르면 신흥개도국 시장 수출단가가 중국보다 높은 점을 감안한다면, 신흥개도국 시장의 적극적 수입으로 중국의 수입감소 부담을 대체하고 있는 것으로 판단된다.

한국의 석유화학 수출시장, 중국 비중은 크게 감소하고 신흥 개도국 비중 빠르게 증가				
(%)	2003		2008.1Q	
PE 수출	중국	39.6	중국	25.8
	나이지리아	6.8	일본	12.7
	인도네시아	5.2	나이지리아	8.3
	남아프리카	4.7	베트남	8.5
	베트남	4.3	인도네시아	4.9
PVC 수출	중국	51.9	중국	17.5
	인도	7.6	이란	15.0
	홍콩	6.4	러시아 연방	13.8
	나이지리아	5.1	인도	8.9
	터키	3.7	우크라이나	4.2

자료: KOTIS

기업 실적 Review : Upstream 기업과 Downstream 기업의 엇갈린 행보

1분기 실적은 올 한해 경기
진행 추세를 반영하는 신호탄

2008년 1분기 실적은 금년 잔여기간중 진행될 NCC 기업과 Downstream 기업 수익의 방향성을 암시하는 신호탄으로 해석할 수 있다. NCC 기업들의(호남석유화학, 여천NCC, 대한유화, 삼성토탈)의 영업이익은 전년 동기대비 57%, 전분기대비 15% 감소했다. 이는 하강 분위기의 경기에서 Commodity 중심의 사업구조로 원료가 급등 부담이 그대로 실적으로 연결된 것으로 해석할 수 있다.

국내 주요 석유화학기업의 연간 및 '08.1Q 실적										
(십억원)	종목명	2004	2005	2006	2007	1Q07	4Q07	1Q08	% QoQ	% YoY
매출액	LG화학	7,127	7,425	9,302	10,795	2,381	3,004	3,448	14.8	44.8
	LG석유화학	1,793	1,989	2,195	2,133	602	231		합병	합병
	한화석유화학	2,011	2,116	2,219	2,485	569	684	735	7.4	29.0
	호남석유화학	1,952	2,113	2,181	2,255	553	577	738	27.9	33.5
	대한유화공업	1,012	1,041	1,307	1,431	335	394	414	5.3	23.7
	여천NCC*	3,222	3,316	3,490	4,468	1,048	1,239	1,414	14.1	35.0
	삼성토탈*	2,695	2,812	3,321	3,752	796	1,091	1,212	11.1	52.3
	동양제철화학	1,111	1,097	1,194	1,343	331	345	408	18.4	23.5
	금호석유화학	1,508	1,709	1,753	2,125	492	561	651	16.1	32.2
	삼성정밀화학	794	791	746	829	197	200	235	17.6	19.4
	제일모직	2,479	2,630	2,844	3,112	674	879	829	(5.7)	23.0
	카프로	252	620	505	669	161	171	211	23.6	30.9
	한국화인케미칼	214	188	208	277	74	69	87	25.3	17.8
	케이피케미칼	1,513	1,530	1,628	1,962	467	451	498	10.4	6.8
	영업이익	LG화학	523	422	334	764	127	221	379	71.2
LG석유화학		289	242	258	328	126	23		합병	합병
한화석유화학		271	218	114	167	31	33	60	81.1	92.6
호남석유화학		385	340	255	273	100	54	66	22.9	(34.2)
대한유화공업		104	47	94	82	38	10	11	17.6	(70.8)
여천NCC(주)		606	402	312	296	140	58	38	(34.9)	(72.8)
삼성토탈(주)		550	405	425	370	131	84	59	(30.0)	(55.0)
동양제철화학		138	107	109	181	55	44	83	86.3	50.8
금호석유화학		115	120	87	161	32	32	53	66.8	68.9
삼성정밀화학		44	41	12	29	6	7	14	84.4	120.4
제일모직		145	193	229	224	30	66	56	(15.3)	84.6
카프로		6	15	(29)	14	6	1	20	1,483.5	255.7
한국화인케미칼		(7)	(10)	10	53	15	12	21	75.9	35.8
케이피케미칼		123	76	(17)	46	22	(2)	11	흑자전환	(50.8)
LG화학		매출	7,576	7,922	9,851	11,328	2,531	3,061	3,448	8.5
+LG석화	영업이익	811	663	592	1,091	253	245	379	54.8	49.6
	OP Margin (%)	10.7	8.4	6.0	9.6	10.0	8.0	11.0		
NCC	매출	8,880	9,282	10,300	11,907	2,731	3,301	3,779	14.5	38.3
	영업이익	1,645	1,194	1,087	1,021	409	206	174	(15.4)	(57.5)
	OP Margin (%)	18.5	12.9	10.6	8.6	15.0	6.2	4.6		
기타	매출	7,870	8,565	8,878	10,317	2,395	2,676	2,919	9.1	21.9
	영업이익	564	542	402	708	166	161	258	60.1	55.3
	OP Margin (%)	7.2	6.3	4.5	6.9	6.9	6.0	8.8		
Total	매출	27,682	29,377	32,894	37,637	8,679	9,895	10,881	10.0	25.4
	영업이익	3,293	2,617	2,196	2,987	859	644	870	35.1	1.3
	OP Margin (%)	11.9	8.9	6.7	7.9	9.9	6.5	8.0		

자료: 각사 사업보고서, 굿모닝신한증권 정리

주 : LG석유화학의 LG화학 합병전 매출은 25%, 영업이익은 전체를 반영하여 합산

NCC - 호남석유화학, 대한유화공업, 여천NCC, 삼성토탈 4사

기타 - 동양제철화학, 금호석유화학, 삼성정밀화학, 제일모직, 카프로, 한국화인케미칼, 케이피케미칼 7사

그러나 2분기 수익동향은
Upstream 개선, Downstream은
부담 추세

반면 Downstream 중심 기업(동양제철화학, 금호석유화학, 삼성정밀화학, 제일모직, 카프로, 한국화인케미칼, 케이피케미칼)의 영업이익은 전년 동기비 55%, 전분기 대비 60% 증가하였다. 이는 '타이트한 제품 수급 + Upstream의 (납사가 대비) 약세 시황 + 환율 수혜'가 겹쳐진 결과로 해석된다. 2분기 실적은 Upstream 기업의 정기보수에 따른 개선으로 서로간의 차별성이 다소 축소될 수 있으나, 향후 기업별 실적 방향성은 1분기의 모습과 크게 다르지 않을 것으로 예상된다.

개별기업으로는 1분기 LG화학
및 Downstream 중심기업의
실적 호전 돋보여

개별업체별로 살펴보면 LG화학의 경우 2007년 11월1일부로 합병한 LG석유화학 과가 실적을 합산 비교하더라도, 4분기대비 +54.8%, 전년동기대비 +49.6% 증가하였는데 이는 석유화학 non-commodity 제품의 선방과 PVC, 정보전자소재, 산업재 호전이 가장 중요한 요인으로 해석된다. 한화석유화학의 실적 호전도 PVC 경기 호황을 가장 중요한 요인으로 지적할 수 있다. Downstream 기업은 상당수 기업의 영업이익이 QoQ, YoY 모두 50% 이상 증가하는 호실적을 기록했다.

II. 2008년 하반기 석유화학 경기전망과 이슈

- ▶ 종합 ; 동절기 시황 위축 시작, 중동 신규 물량과 만나는 2008년말부터 본격적 하강 시작
- ▶ 품목별 이슈 점검 ; 하강하는 경기에도 날개는 있다.
- ▶ Risk Factor ; 국제 유가 폭등, 서브프라임 사태로 인한 선진경기 침체 및 수요 둔화 우려

석유화학 경기의 본격 하강은 4분기 비수기와 함께 시작 예상

5년이라는 석유화학 최장기간 호황 국면이 마감되고, 2008년말부터 본격적인 하강세가 시작될 전망이다. 본격적인 하강 시점은 4분기 비수기 수요둔화로 시작된 시황 위축이 그대로 하강세로 굳어지는 추세로 예상된다. 하강 강도(Soft Landing, Hard Landing or Perfect Storm)는 국내 석유화학기업들을 놓고 볼 때 Hard Landing 수준 가능성이 가장 높다고 판단한다. 중동과 중국의 증설 물량만을 놓고 볼 때에는 Perfect Storm에 가까워 보인다. 그러나 ① 현재의 초고유가 상황에서 가격 경쟁이 치열해지면 일본과 동남아, 중국의 소규모 설비들이 먼저 가동률을 낮출 수 밖에 없고 ② 지난 수년간 기업들의 Special Grade 강화 노력으로 중동/중국의 대형 설비에서는 생산할 수 없는 제품군을 꽤 확보했으며 (대부분 기업들의 감가상각비 부담은 계속 낮아지는 추세) ③ 중동 신규설비의 가동 트러블과 중국 설비의 완공 지연 가능성까지 감안한다면, 외형으로 드러나는 것 보다는 심각성을 덜 수 있는 요인들이 상당 부분 존재한다.

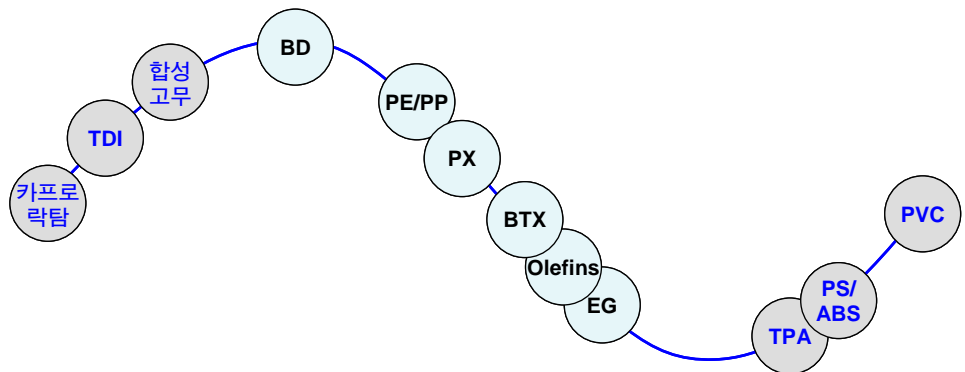
그러나 석유화학 호황기에 불황을 겪은 일부 Downstream 중심 기업, 턴어라운드 또는 호황 진입

특히 다가올 석유화학 경기하강 영향을 기업별로 보면 주력품목에 따른 차별성이 클 전망이다. 지난 경기 호황 기업별 실적은 Upstream을 보유한 Pure Petrochemical 기업들의 잔치였다. Downstream 중심 기업의 상당수는 급등한 원가와 증설 부담으로 적자를 면치 못했다. 따라서 다가올 경기 패턴은 Up-stream중심의 NCC 기업들 중심으로 수익은 악화되고, Downstream 중 수급여건이 좋아지는 제품을 보유한 기업은 수익 선방 또는 개선이 예상된다.

경기하강기의 초고유가 지속 부담 커져... 대내외 환경 변화에 따른 중국 수요도 Risk 요인

그러나 상한선을 알 수 없는 유가 상승 랠리는 하강하는 석유화학 경기에 중대한 Risk 요인이다. 사실 현재의 유가가 이미 과거 Worst 시나리오로 말하던 수준이기 때문에 유가 Risk를 작게 취급할 수도 있지만, 경기 하강기의 유가 영향은 호황기의 영향과는 다른 성격을 가질 수 있다는 점을 유의해야 한다. 또한 중국의 수요 둔화 가능성도 중요한 Risk 요인이다. 미국의 서브프라임 사태 휴유증, 중국 수출산업의 경쟁력 약화(위안화, 노동/환경 문제) 등으로 수출 증가세 둔화가 뚜렷해진 상황에서 올림픽 이후 내수가 수출 성장 둔화를 커버하지 못할 경우 아시아 석유화학 경기 활력이 예상보다 더욱 약해질 수 있다.

석유화학 주요 품목 Position, 경기 사이클 라인에 폭 넓게 분포 (하반기 경기 전망)



자료: 국토농신한증권

주: 경기 사이클 라인은 품목별로 사이클 주기나 진폭 등에 차이가 크기 때문에 동일 선상으로 보기 어렵지만, Conceptual 개념임

종합 ; 동절기 시황 위축, 중동 신규 물량과 만나는 2008년말부터 본격적 하강 시작

수요 성수기 효과와 신규 설비의 Full 가동시기 고려시 3분기까지는 양호한 경기 흐름 유지 가능

금년 3분기 석유화학 경기는 유가나 거시경제에서 큰 위협이 없다면, 고점보다는 낮으나 Cycle 중단 이상의 수익성이 유지될 전망이다. 이러한 전망의 근거는 첫째, 신규물량 부담이 크지 않다는 것이다. 이란의 증설은 일단락이 지어져 가동률만 높아지는 상황이기 때문에 큰 부담이 없고, 사우디나 쿠웨이트에서 2Q 또는 3Q 완공 예정 설비들이 대부분 연말 부근에서야 Full 가동이 가능하다고 판단되기 때문이다. 둘째, 3분기 성수기 효과도 중요한 요인이다. 완제품의 연말 특수 준비를 위한 수요 증가와 10월 정기보수를 앞두고 메이커와 딜러의 재고 축적이 겹치면서 1년중 수요가 가장 활발한 시기이기 때문이다.

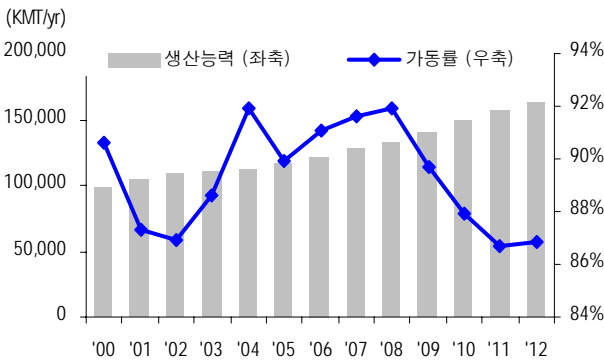
4분기부터 경기 하강세 본격화 전망... 더 이상의 중동 완공 지연효과 기대하기 어려워

그러나 4분기부터는 더 이상의 호황 연장을 기대하기 어렵다. 우선 11월부터 동절기 비수기에 접어들면서 수요도 부진하고, 중동의 에탄크래커가 1~2기만 정상적으로 완공되더라도 거래상과 end-user들은 가격 하락을 예상하여 재고 축소, 구매지연이 이어진다고 예상되기 때문이다. 현재 2008년 4분기 완공 예정 에틸렌 설비는 사우디 3기, 쿠웨이트 1기로 총 435만톤 규모이다. 이들 설비 모두는 최근 뉴스에도 건설 진척도가 계속 발표되고 있어 계획과 크게 다른 지연은 없을 전망이다. 또한 2009년 공급증가 물량은 876만톤 규모로 이중 1/3이 지연되더라도 수요 증가량을 백만톤 가까이 초과한다. 따라서 더 이상의 공사 지연에 의지한 호황 연장은 기대하기 어렵다.

추가 공장 완공 지연은 경기 저점을 연장시키는 부담요인으로 작용할 수 있어

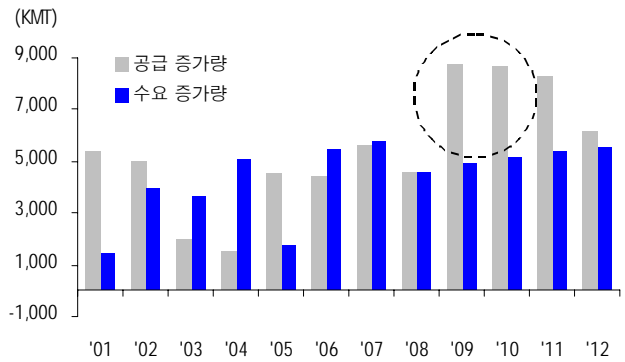
특히 2009년 이후의 공장 완공 지연은 동종 업계에 더욱 큰 부담으로 작용할 수 있다. 현재 2011년까지 완공 예정 설비의 대부분은 엔지니어링사 선정 등 계획이 구체적으로 진행되고 있기 때문에 취소 가능성이 매우 낮다. 따라서 동 설비들의 완공이 지연될 경우 산업 경기 저점을 연장시키는 부정적 영향이 크다. 경기 저점은 골이 깊더라도 짧게 끝나서, 경쟁력이 떨어지는 소규모 노후 설비가 확실하게 Scrap 되는 것이 나머지 기업들에게 훨씬 득이 되기 때문이다.

'08년까지는 세계 에틸렌 가동률 고점 수준 지속



자료: Tecnon, ICIS, Platts, 화공일보 등을 참고하여 굿모닝신한증권 추산

'09~'10년 에틸렌 원공량은 지연 효과를 기대하기에는 너무 커

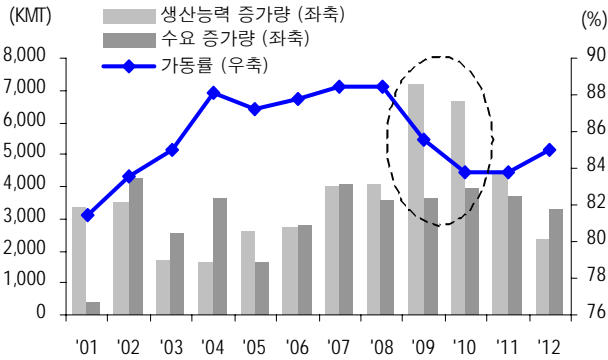


자료: Tecnon, ICIS, Platts, 화공일보 등을 참고하여 굿모닝신한증권 추산

프로필렌, 공급과잉률은 에틸렌보다 크지만 전용설비의 가동률 조정으로 경기에 대한 하방 경직성 예상

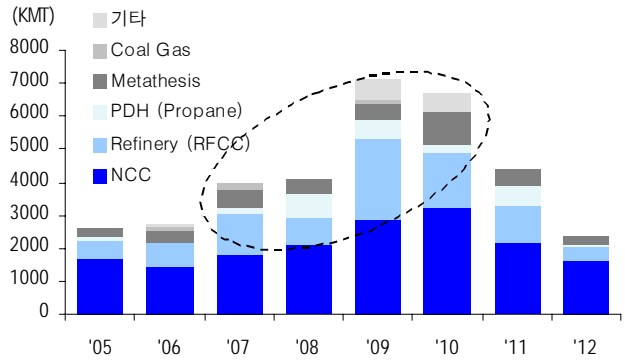
프로필렌 시황도 에틸렌과 비슷하다. 프로필렌은 한때 에틸렌 사업의 대안으로 판단, 석유화학 업계는 프로필렌 전용설비 건설을 서둘렀다. 그러나 기업들이 비슷한 생각을 하고 난 후 2~3년이 지난 현 시점에서 보면, 상당수의 NCC기업이 메타시스(에틸렌과 부틸렌을 원료로 프로필렌 생산) 공장을 완공하고 정유기업이 RFCC를 건설했으며 중동에서는 공격적으로 PDH(프로판탈수소화)공장을 건설했다. 이에따라 프로필렌의 공급과잉 수준은 에틸렌 보다 더욱 빠르게 문제되고, 심해질 전망이다. 프로필렌은 중동과 아시아 기업의 공급원이 격차가 작아 아시아 기업에게 크게 불리하지 않지만, 향후 공급과잉에 의한 시황 부진이라는 결론에는 큰 차이가 없다. 다만 프로필렌 생산설비 중 메타시스나 PDH 공정 등은 On purpose 프로필렌 공정이기 때문에 이익이 감소하면 가동률 조정이 용이, 시황의 Bottom line을 다소 높일 수는 있을 전망이다.

프로필렌의 공급과잉 더 빨리 시작되고, 더 크다



자료: Tecnon, ICIS, Platts, 화공일보 등을 참고하여 국토농신한증권 추산

프로필렌 전용설비 건설 Over-shooting (공정별 설비 건설 추이)



자료: CMAI 2007

품목별 이슈 점검 ; 하강하는 경기에도 날개는 있다

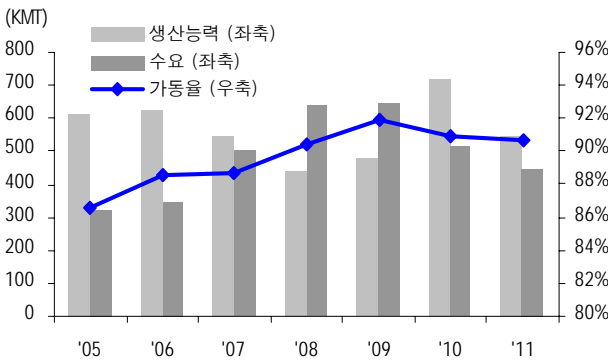
합성고무, 최소 2009년까지
순항 지속

현재 초강세 시황이 지속되는 합성고무가 짧게는 2009년, 길게는 2011년까지는 강세 시황이 유지될 것으로 판단된다. 최소 기간을 2009년으로 잡은 것은 2009년까지는 합성고무 부문의 수출시장을 Target으로 한 대규모 증설이 없기 때문이다. 중국에서 증설은 계속 추진되지만, 세계 시황에 영향을 줄만한 규모가 아니고, 제품 Quality도 세계 Top Tier와는 어느정도 격차가 있기 때문에 크게 우려할 문제는 아니라고 판단된다. 다만 2009년의 금호석유화학, 2010년 싱가포르 Lanxess, Haldia 등의 대규모 증설이 부담 되지만, 중국 및 신흥개도국 시장에서 연평균 10% 이상의 수요 강세 지속을 감안한다면 시황이 크게 악화되지 않는다고 판단한다. 특히 천연고무 수급은 2011년까지 현재의 타이트한 상황이 크게 바뀌기 어렵다는 것이 중론이 때문에, 합성고무 시황을 견조하게 유지시켜주는 버팀목으로 작용할 전망이다.

부타디엔 문제, 합성고무
시황에 부정적 영향과 긍정적
효과 공존

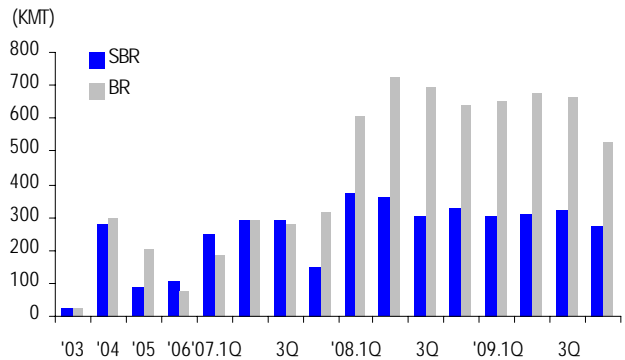
합성고무 시황의 가장 큰 부담은 원료인 부타디엔 문제이다. 현재 부타디엔 수급이 매우 타이트하고, 상당기간 타이트한 상황이 유지돼서 부담이 있다는 시각에는 동의한다. 그러나 합성고무 시황이 외적(중국 및 신흥개도국 자동차/타이어의 높은 성장률), 내적(천연고무 가격 강세) 문제로 Bullish 상황에서는 합성고무의 호황 수위를 약간 낮추겠지만 장기화 시키는 효과도 상존한다. 부타디엔을 안정적으로 확보하지 못한 기업은 합성고무 설비 투자를 결정하기 어렵기 때문이다. 따라서 원료문제는 부정적 영향과 긍정적 효과를 함께 고려할 필요가 있다.

합성고무, Big Cycle로 올라가고 있다.



자료: IRSG 2007을 기초로 국토농신한증권 추산

특히 BR margin 초강세 전망 (SBR, BR의 Production Margin)



자료: CMAI 'Global Outlook for C4s & Elastomers' (2008.3)

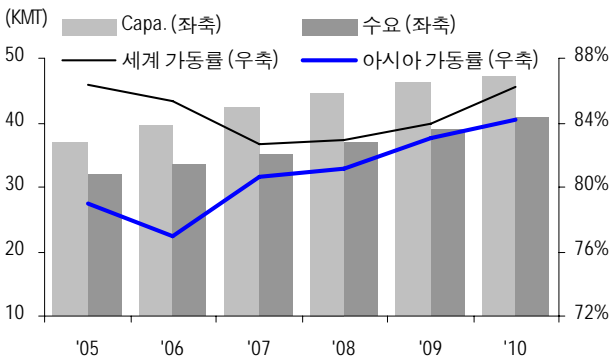
PVC, 단계적인 턴어라운드 진행 중

2008년 상반기 PVC의 턴어라운드는 동절기 비수기에 접어들 때 까지 유지될 전망이다. 중국의 석탄가격 급등과 전력비 상승으로 전석법 설비의 원가수준이 크게 높아진 상황에서, 2월(폭설)/5월(지진)에 발생한 자연재해로 전석 공급이 차질을 빚으면서 수급이 예상 이상으로 타이트해져 턴어라운드 속도가 빨라졌다. 또한 8월로 예정된 베이징 올림픽으로 전석법 PVC 설비 가동이 제한을 받을 예정으로, 동아시아의 타이트한 수급 분위기는 10월까지 이어질 전망이다.

미국과 중국의 증설 부담 보다는 전석법 설비 경쟁력 약화에 더욱 주목

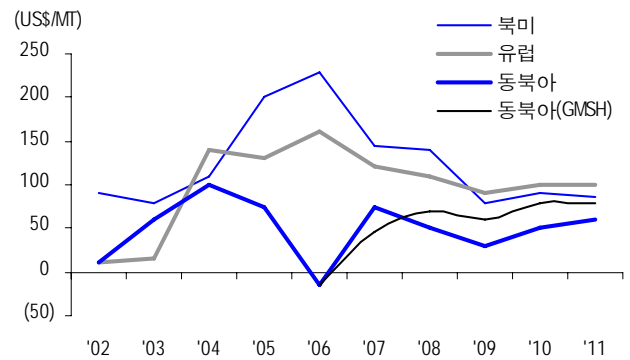
세계 석유화학 전문 연구기관인 CMAI는 미국 주택경기 침체와 미국 및 중국의 증설 우려로 2008~2009년 PVC 시황에 대해 부정적 시각을 밝혀왔다. 그러나 미국의 증설은 PVC 시황 악화로 일부 취소될 가능성도 있고, 중국의 증설도 정부규제 강화와 석탄문제에 따른 원가경쟁력 약화로 상당부분 차질이 빚어질 전망이다. 반면 중국과 인도, 러시아, 북아프리카 등 개도국의 PVC 수요가 왕성하기 때문에 우려했던 수급 부담은 시황에 절대적 영향을 미치지 않을 것으로 판단된다.

세계 수급은 '07~'09년에 일시적 부담 (PVC 세계 수급)



자료: CMAI와 업계 자료를 기초로 굿모닝신한증권 추산

그러나 동북아 PVC 업황은 점진적 개선 추세 전망



자료: CMAI(2008.3), 굿모닝신한증권 수정

원만한 저점 탈출은 진행되고 있지만 호황 진입은 난망... 제품 차별화 대안이 핵심

ABS는 2007년 중국내 생산능력 급증에 따라 나타난 저조한 시황에서의 호전은 가능하겠지만, 회복 강도가 크지 않다. 동북아의 심각한 과잉공급은 2008년 점차 해소되는 추세이나 2008년 말 Chimei(10만톤), 2009년과 2010년 천진 발해(Bohai) 그룹(각각 20만톤), 2011년 LGYC의 증설이 계획대로 실행된다면 만족스런 수급 개선은 기대하기 어렵다. 결국 범용제품의 시황 호전은 중기적으로 어렵고, 다만 기업별 Specialty Grade 비율에 따라 발생하는 추가 이익이 기업이 기대할 수 있는 수익 개선의 모멘텀이 될 전망이다.

(천톤)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
LGYC	300	450	450	450	450	750	750
Chimei+GPPC	430	430	570	630	730	730	730
Jilin PC	170	170	170	170	170	170	170
Shinho	50	50	50	100	100	100	100
FCFC	125	125	250	250	250	250	250
Sinopec	-	200	200	200	200	200	200
Bohai Group	-	-	-	-	200	200	400
기타	170	170	170	170	170	170	170
합계	1,075	1,425	1,690	1,800	2,100	2,400	2,600
증가율 (%)		25	16	6	14	13	8

자료: 업계 자료를 기초로 굿모닝신한증권 추산
 주 : 기타는 Daqing PC(70), Lanzhou PC(50), Panjin(50)

TPA 경기 3분기 계절적
영향으로 소폭 개선될 수
있으나, 구조적 회복은 2009년
이후에야

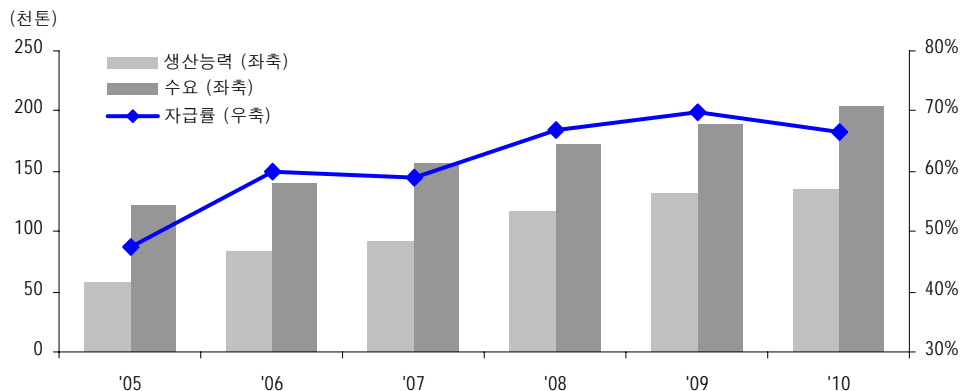
TPA의 경우에도 경기 회복까지는 좀 더 시간이 필요한 것으로 판단한다. 폴리에스터산업은 동북아 전체적인 기업 구조조정으로 심각한 공급과잉이 다소 감소했다. 그러나 중국 섬유/의류 산업에 '대유럽 쿼터 해제'라는 호재보다, '단순 가공품 수출경쟁력 약화'라는 악재 영향이 더욱 중요하게 작용하여 수출 증가세 둔화가 지속되고 있다. 이에 따라 폴리에스터 산업의 경기가 크게 회복되지 못하고 있다. 더욱이 TPA의 경우에는 2007~2008년중 너무나 많은 신증설 계획이 예정되어 있다. 이들 중 얼마만큼의 프로젝트가 실현되는지는 미지수이나, 약 70% 정도만 실현된다고 가정하더라도 동북아 TPA 시장의 본격적인 개선은 2008년 중에는 어려울 전망이다. 다만 신증설 부담이 감소하고 타이트한 원료(PX) 수급상황이 개선되는 2009년 하반기경부터 의미 있는 시장 개선이 진행될 것으로 생각한다.

중국의 TPA 수급, 2007~2008년 증설 부담 커 (중국의 TPA 생산능력 증가 추이)

(천톤)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
BP Zhuhai Chemical	450	450	1,350	1,350	1,350
FPG Zhejiang		600	600	600	600
Fujian Jialong			600	600	600
Helen Petrochem			600	600	600
Hualian Sunshine	1,200	1,800	1,800	1,800	1,800
Jiangsu Shenghong			600	600	600
Petrochina Liaoyang	280	830	830	830	830
Sinopec Yizheng	800	1,000	1,000	1,000	2,000
Yisheng Dalian			1,200	1,200	1,200
Zigong Sichuan			500	500	500
Sinopec Yangzi	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550
기타	5,110	5,560	5,560	5,560	5,560
합계	9,390	11,790	16,190	16,190	17,190
증가율 (%)		20	27	0	6

자료: DeWitt 2007, ICIS
주: 연말 생산능력 기준

중국의 TPA 수급, 자급률 2008년 70%에 도달 (중국 TPA 수급 전망)



자료: Dewitt 2007 자료를 기초로 국토농신한증권 추정
주: 생산능력은 2007년 이후 증설 계획 중 70%만 실현되고, 하반기 가동을 가정한 연간 실질 생산능력 기준

Risk Factor : 경기 하강기 유가 부담, 중국 수요성장세 둔화 우려

경기 하강기 유가 부담은 Risk 증폭

2004년 이후 유가 Risk는 항상 존재했지만, 2008년 하반기부터 유가 Risk는 좀더 중대한 문제라고 판단된다. 2007년까지 지속된 경기 호황기 유가 상승은 기업 수익에 결정적으로 악영향을 미치지 못했다고 판단된다. 제품에 따라 다소간의 이익 감소는 있었겠지만, 중요한 변수였다고 평가하기는 어렵다(이때 PVC처럼 타원료 경쟁 관계의 제품은 예외). 그러나 2008년 하반기 이후 경기 하강이 본격화 될 것으로 예상되는 시점의 유가 Risk는 석유화학기업 이익, 특히 NCC 기업 이익에 더욱 중요한 Risk로 작용할 수 있다. 타이트하던 수급이 과잉으로 전환되는 시점의 원료가 급등은 가동률 축소 외에는 방법이 없기 때문이다.

전문 에너지 연구 기관, 유가의 하향 안정세라는 전망 stance 변화

과거 주요 국제 유가 연구기관의 전망 자료는 현시점을 Peak으로 유가의 하향 안정화를 예상해 왔다. 그러나 최근 전망에서는 EIA와 PIRA가 3분기까지 추가 상승 이후 하향 안정화를 전망, 현재의 유가가 Peak라고 보기도 어렵다는 시각을 표명했다. 상존하는 지정학적 리스크에 달러 약세 상황이 유가 안정화의 가장 큰 부담요인으로 판단된다. 유가의 불확실성이 점점 더욱 커지는 상황에서 수요에 기반하지 않은 외적 요인에 의한 유가 상승행리는 석유화학업계, 특히 경기 하강을 목전에 둔 NCC 기업에게 과거보다 훨씬 큰 부담으로 작용할 전망이다.

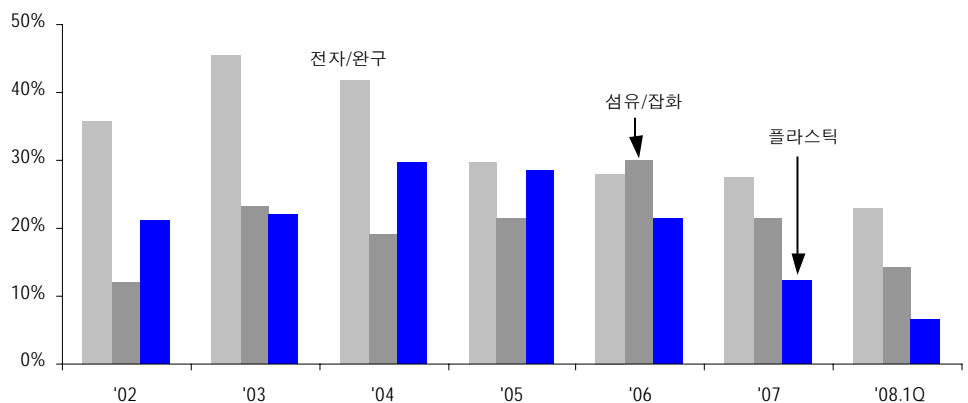
세계 주요 기관의 유가 전망												
기관 (전망시기)	기준 유종	2007 평균	2008E					2009E				
			1Q	2Q	3Q	4Q	평균	1Q	2Q	3Q	4Q	평균
CERA (08/04/27)	Dubai	68.5	92.5	103.8	93.5	95.5	96.3	94.5	90.5	87.5	89.5	90.5
	Brent(D)	72.5	96.5	106.8	96.5	98.5	99.6	97.5	93.5	90.5	92.5	93.5
	WTI	72.2	97.7	108.3	98.0	100.0	101.0	99.0	95.0	92.0	94.0	95.0
EIA (08/05/06)	WTI	72.3	97.9	112.2	114.0	114.0	109.5	108.3	107.3	102.0	95.0	103.2
PIRA (08/04/25)	WTI	72.3	97.9	113.3	122.4	119.0	113.2	-	-	-	-	-
	Brent	72.5	96.9	110.9	121.2	117.7	111.7	-	-	-	-	-

자료: Petronet

중국의 가공제품 수출둔화로 인한 수요 성장세 위축도 Risk 요인

올해 들어 중국의 석유화학 수요 성장세 둔화도 과거보다 우려가 커지고 있다. 최근 3~4년간 중국의 석유화학 수요는 수출산업 Drive에 기반한 두자리수 성장률을 지속했다. 그러나 2008년 들어 중국의 주요 수출품, 특히 석유화학 가공품의 수출 성장률 둔화가 두드러지고 있다. 중국 위안화의 평가절상, 노동법 개정, 중국 정부의 단순 가공산업 수출지원 축소, 미국의 소비침체에 따른 수입 감소 등 여러 요인들이 복합된 결과로 해석된다. 그러나 2008년까지는 하절기 베이징 올림픽으로 내수 부문에서 상당한 특수가 예상된다. 결국 가장 큰 우려는 올림픽 이후, 내수 경기가 soft-landing을 하면서 향후 경제 및 석유화학 수요 성장을 견조하게 대체할 수 있는가의 문제이다. 중국 국민의 소득수준 향상으로 어느 정도는 가능할 것으로 판단한다. 그러나 올림픽 이후 예상과 달리 중국 내수 경기가 냉각될 경우 동북아 석유화학 경기에 중요한 부정적 요인으로 부각될 수 있다.

중국 주요 석유화학 가공산업의 수출 성장률 둔화 추세



자료: 중국무역통계

주 : 석유화학 가공산업의 분류 기준은 HS Code로 전자완구 84+85+95, 섬유/잡화 61+62+64, 플라스틱 3916~3926 기준

III. 투자 전략 – valuation

- Global Commodity 화학기업, 시장 지수 대비 20%대 디스카운트 거래
- 그러나 non-commodity 화학기업은 시장 PER 수준에서 거래
- 하반기 투자 유망 종목 : LG화학, 금호석유화학

가치평가 방법

Global Peer의 시장 대비 상대 PER를 도출하여 할인(할증) 방법으로 Valuation... SOTP와 History PBR Band도 참고

국내 화학기업들의 Valuation 기본 컨셉은 해외 화학기업들의 2008년 PER을 자국 시장PER로 나눈 relative PER를 구하고, 여기서 도출된 시장PER대비 할인(할증)율을 적용하여 적정주가를 도출하였다. 또 다른 가치평가 방법으로는 일부 국내 화학기업들이 계열사 출자 규모가 큰 점을 감안하여 사업부문 가치외에 투자자산 가치를 합산한 SOTP valuation을 적용하였다. 석유화학과 같이 cyclical 특성이 강한 업종의 경우 경기하강국면에서 history PBR band를 기준으로한 valuation도 보조 평가지표로 활용하였다.

Global 화학기업을 commodity와 non-commodity로 구분하여 relative PER 산출

우선 세계 주요 화학기업군을 경기변동성이 큰 commodity기업과 변동성이 적은 non-commodity 기업으로 구분하였으며, 각 group에 대한 relative PER를 산출했다. 화학사업에서 Commodity와 Specialty는 구분할 수 있는 기준선이 명확하지 않고, 또한 이 구분이 고정된 것이 아니라 계속 바뀌기(Specialty 제품의 commodization) 때문에 기업 구분에는 주관성이 포함될 수 밖에 없다. 그럼에도 불구하고 세계 화학기업의 valuation을 보면 분명히 commodity 중심의 기업과 그렇지 않은 기업간 relative PER에 차별성이 존재하기 때문에 valuation의 기준을 동일하게 적용할 수 없다. 이에 따라 당사는 세계 화학기업을 commodity 기업(범용사업 70% 이상)과 non-commodity 기업(범용사업 70% 미만)으로 구분하였다.

Global Commodity 화학기업의 Valuation 비교

	주가 (5/21)	단위	EPS			PER (x)		상대PER (x)		market PER (x)	
			2007	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
한화석유	13,600	원	2,321	1,756	1,728	7.75	7.87	0.63	0.73	12.31	10.83
호남석유화학	93,200	원	13,576	12,676	11,833	7.35	7.88	0.60	0.73	12.31	10.83
금호석유화학	44,750	원	5,240	6,268	8,077	7.14	5.54	0.58	0.51	12.31	10.83
KP케미칼	8,720	원	473	741	878	11.76	9.94	0.96	0.92	12.31	10.83
FORMOSA CHEMICALS & FIBRE	76.40	TWD	8.49	7.39	6.55	10.33	11.66	0.70	0.91	14.69	12.83
FORMOSA PLASTICS CORP	88.00	TWD	8.08	7.90	6.92	11.15	12.71	0.76	0.99	14.69	12.83
NAN YA PLASTICS CORP	73.00	TWD	7.89	7.32	6.58	9.97	11.09	0.68	0.86	14.69	12.83
MITSUBISHI CHEMICAL HOLDINGS	717	¥	116	53	57	13.47	12.55	0.89	0.92	15.08	13.62
MITSUI CHEMICALS INC	604	¥	53	52	50	11.69	12.05	0.77	0.89	15.08	13.62
ASAHI KASEI CORP	619	¥	54	54	56	11.45	11.02	0.76	0.81	15.08	13.62
TOSOH CORP	460	¥	44	37	45	12.53	10.23	0.83	0.75	15.08	13.62
DOW CHEMICAL	42.51	USD	3.71	3.44	3.12	12.35	13.62	0.80	1.04	15.42	13.11
NOVA CHEMICALS CORP	28.49	USD	3.71	3.04	2.49	9.37	11.45	0.61	0.87	15.42	13.11
한국기업을 제외한 평균								0.76	0.89		
전체 평균								0.74	0.84		

자료: Bloomberg

Global commodity 화학업체는 시장지수대비 20% 이상 디스카운트

Commodity 화학기업은 경기하강에 따른 감익 우려로, 디스카운트 확대 추세

Global commodity 화학기업의 valuation은 자국 시장의 relative PER 2008년 기준으로 24% 디스카운트를 받는 것으로 조사된다. 일반적으로 Commodity 기업은 Cyclic 성격이 강해 이익 안정성이 떨어진다는 것과 산업의 성숙화로 수요 성장률이 낮다는 이유로 디스카운트를 받을 수 있다. 그러나 현 시점에서의 디스카운트는 석유화학산업 경기 하강이 임박, 올해부터 감익이 예상된다는 점이 더욱 중요하게 작용한 것으로 해석된다.

Non-commodity 화학업체는 시장 PER 수준에서 거래

non-commodity 화학기업은 시장대비 디스카운트 없어

반면 Global non-commodity 화학기업의 valuation은 자국 시장의 relative PER 2008년 기준으로 디스카운트가 없는 것으로 조사된다. non-commodity 화학기업에는 일본의 정보전자소재 화학기업 7개社, 구미 화학기업 4개社 가 포함되어 있다. 기준으로 선택한 구미 Specialty 화학기업이 적은 이유는 상당수의 기업이 구조조정 과정 중에 있어 유의성 있는 valuation을 받는 기업이 적기 때문으로, 구미의 diversified 또는 specialty 화학 기업 중 기업 구조조정 작업이 마무리 단계에 있는 안정성 있는 화학기업만을 선택했다.

일본 정보전자소재기업, 타사업 비중이 더 클어도 시장대비 할증 받는 경우도 다수

Non-commodity 화학기업의 valuation에서 눈에 띄는 부분은 일본의 정보전자소재 화학기업의 valuation이 시장 PER 보다 높다는 것이다. 실질적으로 이들 기업의 매출비중은 대부분 정보전자소재 부문 보다는 석유화학 또는 화섬 사업이 50% 이상을 점유한다. 그럼에도 불구하고 이들 기업이 높은 valuation을 받는 것은 이들 기업의 주력 성장사업이 정보전자소재 부문으로, 동 사업의 매출비중은 크지 않지만 매년 이익비중이 의미 있는 규모로 꾸준히 증가하기 때문이라고 해석할 수 있다.

	주가 (5/21)	단위	EPS			PER (x)		상대PER (x)		market PER (x)	
			2007	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
LG화학	103,000	원	10,033	11,890	11,279	8.66	9.13	0.70	0.84	12.31	10.83
제일모직	54,800	원	3,367	3,785	4,664	14.48	11.75	1.18	1.08	12.31	10.83
카프로	12,400	원	-263	1,369	1,401	9.06	8.85	0.74	0.82	12.31	10.83
화인케미칼	77,500	원	12,998	17,584	25,269	4.41	3.07	0.36	0.28	12.31	10.83
SUMITOMO CHEMICAL CO LTD	737	¥	41	38	60	19.45	12.37	1.29	0.91	15.08	13.62
HITACHI CHEMICAL CO LTD	2,170	¥	147	173	186	12.56	11.64	0.83	0.86	15.08	13.62
JSR CORP	2,130	¥	149	160	176	13.33	12.07	0.88	0.89	15.08	13.62
KURARAY CO LTD	1,298	¥	73	84	93	15.50	13.96	1.03	1.03	15.08	13.62
SHIN-ETSU CHEMICAL CO LTD	6,280	¥	434	468	506	13.41	12.42	0.89	0.91	15.08	13.62
TEIJIN LTD	382	¥	18	24	29	15.82	13.22	1.05	0.97	15.08	13.62
TORAY INDUSTRIES INC	656	¥	34	36	40	18.23	16.58	1.21	1.22	15.08	13.62
BASF SE	93	EUR	8.03	8.10	8.13	11.48	11.43	0.93	1.08	12.33	10.58
KONINKLIJKE DSM NV	37.10	EUR	3.03	3.41	3.56	10.88	10.43	0.97	1.02	11.26	10.20
DU PONT (E.I.) DE NEMOURS	48.95	US\$	3.18	3.50	3.69	13.97	13.26	0.91	1.01	15.42	13.11
ROHM AND HAAS CO	56.02	US\$	3.30	3.87	4.38	14.49	12.79	0.94	0.98	15.42	13.11
한국기업을 제외한 평균								0.99	0.99		
전체 평균								0.93	0.93		

자료: Bloomberg

국내 화학업체는 LG화학, 제일모직을 non-commodity로 분류

relative PER를 국내 화학기업에 적용 시, LG화학에 대한 성격 구분에 이견 있을 수 있어

국내 화학기업의 Valuation에서 고민이 필요한 부분은 개별 기업을 Commodity 기업과 non-commodity 기업으로 구분하는 기준이다. 이때 카프로나 화인케미칼과 같은 small cap. 기업은 Global 기업과의 규모격차가 커 직접적인 비교가 어렵기 때문에 문제가 되지 않는다. 또한 호남 석유화학, 한화석유화학, 금호석유화학, KP케미칼에 대해서는 Commodity 기업으로 분류하는데 큰 이견이 없다고 생각한다. 다만 LG화학을 commodity 화학기업으로 볼 것인가, non-commodity 화학기업으로 볼 것인가에서는 이견이 있을 수 있다.

LG화학의 실질 이익비중은 non-commodity 부분 50% 수준

당사는 LG화학을 non-commodity 화학기업으로 구분했다. 이렇게 구분한 근거는 크게 두가지다. 첫째는 LG화학 사업 중 non-commodity 화학사업 비중이 2008년 1분기 기준으로 매출 비중 45%, 영업이익 비중 50%를 상회하기 때문이다. 이때 non-commodity 화학사업은 정보전자소재사업과 석유화학사업 중 BPA/옥소알콜/아크릴/특수수지/EPC를 의미한다. 이러한 사업 구조라면 LG화학을 non-commodity 화학기업으로 분류하는 것에 큰 무리가 없다고 판단한다.

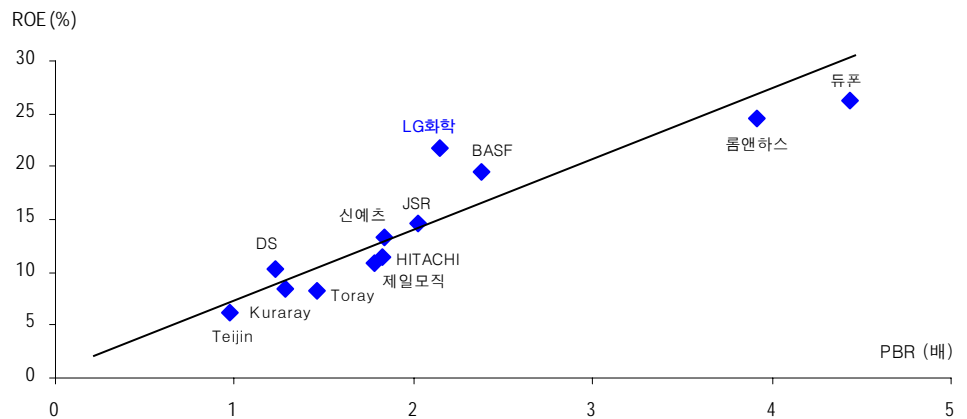
향후 신규투자의 대부분을 non-commodity 사업으로 배분

둘째 non-commodity 화학사업이 주력 육성사업으로, 향후 매출 및 이익 성장이 동 부문에서 진행되기 때문이다. 향후 commodity 화학사업은 유가상승에 의한 cost-push 요인이 아니라면 매출증가는 어려운 반면, 정보전자소재 및 BPA 사업 등은 지속적인 성장이 진행될 전망이다. 이는 투자측면에서 볼 때 동사의 사업보고서 기준 2007~2008년에 구체적으로 진행되는 설비투자액은 2,748억원(경상/지분투자 제외)으로 이중 88%에 해당하는 2,418억원이 BPA 및 정보전자소재 사업에 투자하는 것에서도 알 수 있다.

LG화학, commodity 화학기업 분류에 따른 디스카운트 해소 타당

LG화학은 이처럼 non-commodity 화학기업적인 성격이 뚜렷함에도 불구하고 일반적으로 동사의 석유화학사업을 Commodity로 분류, Commodity 화학기업으로 평가하면서 낮은 valuation을 받고 있다. 일반적으로 구미화학기업들은 자사의 사업을 commodity와 specialty (특화)/functional(기능성)/applied(응용) 형태로 구분하며, LG화학의 non-commodity 석유화학사업은 후자에 포함시킨다. 따라서 LG화학의 사업을 Global 화학기업과 같은 잣대로 구분한다면 diversified 또는 non-commodity 화학기업으로 분류하는 것이 타당하다고 판단한다.

LG화학, 높은 ROE에도 Global 화학기업 대비 저평가 (Global non-commodity 화학기업의 valuation)



자료: Bloomberg
 주: ROE, PBR은 Bloomberg의 2008년 추정 컨센서스 기준

하반기 투자유망 종목 - Top picks: LG화학, 금호석유화학

연간 영업이익 증가 모멘텀이
지속되는 저평가주 중심으로
발굴

당사는 2008년 하반기 투자유망종목을 선정하는 기준으로 ▲ 하반기 영업이익 증가 모멘텀 유지 여부와 ▲ Global Peer 또는 동종업계 대비 상대 PER가 낮은 종목을 우선적으로 검토했다. 이때 영업이익 증가 모멘텀은 2분기를 포함한 연간 개념으로 접근했고, 2009/2010년의 실적까지 감안하여 판단했다. 또한 저평가 종목에 대해서는 저평가를 받는 원인을 valuation에 최대한 반영했다. 즉 그룹 이슈로 평가가 절하되는 종목은 자산평가에 있어 보수적 기준으로 평가하여 반영했고, 기타 이슈(주식유동성 문제 등)로 저평가를 받아온 small cap. 종목은 History band 를 참고하여 과거에 받아온 저평가 수준을 valuation에 반영했다. 이러한 valuation을 통해 산출된 적정주가와 현주가(5/22 종가 기준)와의 Gap이 큰 기업들을 기준으로 매수 추천을 한다. 참고로 당사의 적정주가는 GMSH Universe 제조업 평균 PER, PBR, 수정EV/EBITDA를 기준으로 상대평가 했기 때문에, 주식시장 등락에 따라 적용하는 target multiple도 함께 변하는 점을 감안해야 한다.

주요 석유화학기업들의 수익 추정 및 주가 관련 지표									
(십억원)		LG화학	호남석유화학	한화석유화학	금호석유화학	제일모직	케이피케미칼	한국화인케미칼	카프로
현재 주가 (5/22)		103,500	91,300	13,000	46,000	54,000	8,610	77,000	12,000
투자의견		매수	중립	중립	매수	중립	중립	매수	매수
목표주가 (원)		130,000	102,500	15,000	61,000	59,000	8,800	100,000	15,100
영업이익	FY07	763.6	273.4	167.0	160.8	224.1	46.2	52.8	13.9
	FY08E	1,335.7	211.4	234.0	253.8	259.5	63.5	78.1	69.4
	FY09E	1,347.5	167.8	243.5	275.3	292.5	67.6	81.0	80.1
세전이익	FY07	822.4	596.0	276.3	177.0	200.3	46.4	55.8	(10.2)
	FY08E	1,325.3	481.9	269.6	234.8	221.4	67.2	74.8	50.3
	FY09E	1,405.9	483.9	288.5	262.0	265.7	94.1	87.1	71.7
EPS (원)	FY07	9,166	14,544	2,108	4,717	3,025	380	12,676	(256)
	FY08E	11,500	11,345	1,653	6,190	3,630	706	19,450	1,257
	FY09E	12,534	11,695	1,571	7,091	4,118	737	23,268	1,577
BPS (원)	FY07	46,224	90,290	19,303	31,074	34,411	6,502	33,412	2,005
	FY08E	55,733	100,635	17,523	36,656	37,312	7,208	51,113	3,262
	FY09E	65,780	111,330	18,694	42,939	40,674	7,945	71,382	4,839
PER (x)	FY08E	9.0	8.2	8.2	7.2	15.1	12.4	4.0	9.9
	FY09E	8.2	8.0	8.7	6.3	13.3	11.8	3.3	7.9
PBR (x)	FY08E	1.9	0.9	0.7	1.3	1.4	1.2	1.5	3.7
	FY09E	1.6	0.8	0.7	1.1	1.3	1.1	1.1	2.5
ROE (%)	FY08E	22.6	11.9	9.1	18.3	10.1	10.3	46.0	47.7
	FY09E	20.6	11.0	8.7	17.8	10.6	9.7	38.0	38.9
발행주식수 (천)		83,900	31,860	141,407	28,448	50,000	98,338	2,800	40,000
자사주 (천)		614	0	0	5,593	610	0	0	0
수정발행주식수 (천)		83,286	31,860	141,407	22,855	49,390	98,338	2,800	40,000
자사주 차감후 시가총액		8,056.5	2,969.4	1,915.7	936.8	2,706.6	857.5	217.0	496.0
EBITDA	FY08E	1,909.9	330.4	337.8	319.8	349.5	163.0	80.6	128.0
	FY09E	1,931.6	287.8	342.1	366.6	391.5	166.1	83.7	138.7
순차입금	FY08E	578.1	(542.0)	618.5	1,679.3	518.2	(312.6)	(80.9)	159.5
	FY09E	2.5	(759.3)	723.7	1,618.9	533.6	(461.6)	(122.8)	39.4
투자자산	FY08E	750.6	2,104.7	1,618.5	1,746.2	721.4	72.2	2.8	16.4
	FY09E	903.5	2,363.9	1,733.7	1,850.1	725.0	73.6	2.9	16.6
수정EV	FY08E	8,034.1	743.6	1,239.4	1,219.1	2,647.7	487.1	133.8	642.4
	FY09E	7,336.1	318.9	1,252.5	1,075.7	2,660.2	337.0	91.9	522.2
수정EV/EBITDA (배)	FY08E	4.2	2.3	3.7	3.8	7.6	3.0	1.7	5.0
	FY09E	3.8	1.1	3.7	2.9	6.8	2.0	1.1	3.8

자료: 굿모닝신한증권 추정

당사는 2008년 하반기 투자유망 종목으로 LG화학(051910), 금호석유화학(011780)을 선정했고, 실적 모멘텀이 뒷받침되는 저평가 또는 턴어라운드 중소형 우량주로서 한국화인케미칼(025850)과 카프로(006380)를 선정했다. 업체별 투자 포인트는 다음과 같다.

**정보전자소재 사업이
주력사업으로 안착, 석유화학의
제한적 감익을 보완**

LG화학 (051910) : 동사의 투자포인트는 첫째 지난 10년간 어렵게 육성시킨 정보전자소재 사업이 전방산업의 업황 호조와 함께 의미 있는 주력사업(2008년 추정 매출 2.4조, 영업이익 2,935억원)으로 안착하여 향후 이익성장에 크게 기여할 전망이다. 둘째, 둘째 다각화된 석유화학 포트폴리오로 경기하강 시 이익감소가 매우 제한적이라는 점이 국내 다른 석유화학기업과의 중요한 차별 요인이다. 특히 동사는 Global 화학기업과 비교할 때 결코 뒤지지 않는 사업기반(중국 대규모 현지 공장)과 성장동력(디스플레이소재, 이차전지), 규모(20위권)를 보유한 기업이다. 세계적으로 non-commodity 화학기업은 자국 Market PER 대비 디스카운트가 없다는 점을 감안한다면, 동사에 대한 디스카운트도 점차 해소되는 것이 타당하다고 판단한다.

**합성고무의 호황 연장과 수익성
있는 성장 매력**

금호석유화학 (011780) : 합성고무의 호황 연장과 수익성을 담보한 성장이 동사의 투자자산 관련 이슈보다 훨씬 중요한 소재라고 생각한다. 2007년부터 시작된 합성고무의 호황은 원료 공급부족이 더해지면서 호황의 높이는 축소시키지만, 투자를 제한하는 요인으로 호황의 길이를 연장시키는 효과가 있다. 또한 수익과 성장이 동반하기는 쉽지 않음에도, 동사의 2008~2009년에 완공될 합성고무, 고무약품, 열병합발전사업은 호경기 타이밍에 신규 가동을 시작하여 수익이 담보된 성장이 기대된다. 동사에 대한 그룹 재무 리스크를 투자자산 가치평가에 최대한 반영하더라도, 현 주가는 동사의 사업가치 상승 대비 저평가 수준이라고 판단한다.

**Small cap. 디스카운트를
감인해도 실적 대비 저평가**

한국화인케미칼 (025850) : 한국화인케미칼은 시총이 적은데다 주식 유동성 부족으로 small cap. 디스카운트를 받아 왔지만, 같은 디스카운트를 적용하더라도 현재의 PER는 동사의 이익 모멘텀 대비 과도하게 저평가 되어있다. 동사의 TDI 사업은 2007년에 시작된 턴어라운드가 2010년까지 연결될 전망으로, 호전되는 실적의 지속성이 확인될수록 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다.

**주력사업의 턴어라운드와 보조
사업의 Value-up**

카프로 (006380) : 카프로는 증설에 따른 감가상각 부담과 시황부진으로 지난 3년간 적자를 기록했으나, 올해부터는 카프로락탐의 시황 회복과 부산물 유안비료의 고공비행으로 힘찬 턴어라운드가 진행되고 있다. 동사의 주가는 비료테마와 함께 빠르게 상승하여 테마로 인식하기도 하지만, 동사의 투자 포인트는 주력사업의 턴어라운드와 보조사업의 Value-up으로 보는 것이 타당하다고 판단한다.

<참조 1> 세계 에틸렌 연도별 신증설 계획

기업명 (천톤)	국가	Capa.	완공시기	실질 생산능력 증가량					비고
				2008	2009	2010	2011	2012	
2007									
FPCC	대만	1,000	'07.2Q	500					납사
Marun Petrochemical (Olefins #7)	이란	1,100	'07.2Q	275					에탄/프로판
QAPCO (Ind Qatar/Total)	카타르	200	'07.4Q	200					에탄
Arya Sasol PC (Olefins #9)	이란	1,000	'07.4Q	1,000					에탄
2008									
Jam Petrochemical (Olefins #10)	이란	1,320	'08.1Q	1,155	165				에탄/프로판/Raffinate
Yansab (Sabic 50%)	사우디	1,300	'08.3Q	217	1,083				에탄/프로판 '08.2Q 지연
Sharq #2 (Eastern Petrochemical)	사우디	1,200	'08.4Q	100	1,100				에탄/프로판
Equate #2 (PIC/Dow)	쿠웨이트	850	'08.4Q	142	708				에탄
SEPC (Tasnee/Sahara/Basell)	사우디	1,000	'08.4Q	167	833				에탄/프로판
2009									
Dushanzi (PetroChina)	중국	1,000	'09.1Q		833	167			납사 '08.4Q 지연
Ras Laffan Olefins (Chevron/SIVCG)	카타르	1,300	'09.1Q		1,083	217			에탄 '08.4Q 지연
Petro Rabigh (Aramco/Sumitomo)	사우디	1,300	'09.1Q		1,083	217			에탄/부탄/VGO '08.4Q 지연
Fujian (Sinopec/Exxon/Aramco)	중국	800	'09.2Q		400	400			납사
Indian Oil Corp.	인도	800	'09.3Q		200	600			납사
Thai National Petrochemical (PTTPE)	태국	1,000	'09.3Q		250	750			에탄 Mix
Kayan (Sabic/Kayan/IPO)	사우디	1,350	'09.4Q		225	1,125			에탄/부탄
Zhenhai (Sinopec)	중국	1,000	'09.4Q		-	1,000			납사
2010									
Tianjin (Sinopec, SABIC...)	중국	1,000	'10.1Q			750	250		납사 '09.3Q 지연
PCS (Shell/일본신성가포르석유화학)	싱가폴	800	'10.1Q			600	200		납사
Sichuan Ethylene(Chengdu,Petrochina)	중국	800	'10.1Q			600	200		납사
Fushun	중국	800	'10.2Q			400	400		납사
Chinese Petroleum Corp. (CPC)	대만	1,200	'10.3Q			300	900		납사
Oil & Natural Gas Corp.(ONGC)	인도	1,100	'10.3Q			367	733		납사/가스
Borouge #2 (ADNOC/Borealis)	UAE	1,440	'10.4Q			240	1,200		에탄
MOC(Siam/Dow JV)	태국	900	'10.4Q			180	720		납사
2011									
Wuhan (Sinopec)	중국	800	2011				400	400	납사 '10.3Q 지연
Sipchem	사우디	900	2011				450	450	에탄/프로판 Ineos와 합
QP/Honam	카타르	1,000	2011				500	500	에탄/납사
Indian Oil Corp.	인도	1,450	2011				725	725	납사
Total/Sonatrach	알제리	1,100	2011				550	550	에탄
Arvand Petrochemical (Olefins #8)	이란	550	2011				275	275	에탄
Sinopec/KPC	중국	1,000	2011(?)				?		납사
Ilam (Olefins #13)	이란	490	2011(?)				?		에탄/프로판
2012									
Dow/Oman Oil JV	오만	900	2012					450	에탄 '09에서 연
ExxonMobil Singapore	싱가폴	1,000	2012					500	납사
Ras Tanura (Aramco/Dow)	사우디	1,200	2012					600	에탄/NGL/VGO
Sinopec (Shanghai or Dalian...)	중국	1,000	2012					500	납사
Dow/National Oil Com. (국영)	리비아	800	2012					400	에탄
QP/Shell	카타르	1,300	2012(?)					?	에탄/프로판
QP/ExxonMobil	카타르	1,300	2012(?)					?	에탄/프로판
Siam Cement-PV-Vinachem	베트남	1,000	2012(?)					?	납사
기타 Debottlenecking / Revamping				800	800	800	800	800	
세계 연간 생산능력 증가량				4,555	8,765	8,712	8,303	6,150	

(천톤)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
생산능력 (연도말 기준)	129,006	136,476	144,826	153,666	160,266	165,966
실질 생산능력	127,031	131,586	140,351	149,063	157,366	163,516
수요	116,371	120,979	125,915	131,053	136,400	141,965
기동률 (%)	91.6	91.9	89.7	87.9	86.7	86.8

자료: CMAI, ICIS, 업계자료 등을 종합하여 국토농신한증권 추정

<참조 2> 주요 석유화학 제품 가격 전망

(US\$/톤)		'07.1Q	'07.2Q	'07.3Q	'07.4Q	'08.1Q	'08.2Q	'08.3Q	'08.4Q	2009	2010
원유-Dubai	US\$/bbl	55.5	64.8	70.2	83.2	91.2	104.4	96.0	93.3	90.0	90.0
WTI	US\$/bbl	58.0	64.9	75.7	90.9	98.7	110.9	101.5	98.8	95.0	95.0
납사	C&F Japan	584	692	691	815	872	995	949	912	884	889
에틸렌	C&F SEA	1,234	1,146	1,195	1,184	1,246	1,337	1,291	1,228	1,151	1,124
프로필렌	C&F SEA	1,175	1,148	1,128	1,160	1,311	1,434	1,359	1,258	1,191	1,174
부타디엔	C&F SEA	1,100	954	936	1,319	1,741	1,941	1,798	1,720	1,629	1,583
벤젠	C&F SEA	962	1,067	982	993	1,042	1,153	1,130	1,060	1,025	998
톨루엔	C&F SEA	844	883	822	905	950	1,036	1,016	979	955	958
자일렌	C&F SEA	848	942	900	918	977	1,096	1,056	1,020	997	979
P-X	C&F SEA	1,164	1,240	1,108	1,112	1,190	1,372	1,322	1,246	1,197	1,154
SM	C&F SEA	1,282	1,350	1,374	1,360	1,376	1,478	1,443	1,376	1,320	1,304
LDPE	C&F FEA	1,327	1,369	1,501	1,607	1,722	1,786	1,721	1,595	1,488	1,418
LLDPE	C&F FEA	1,293	1,300	1,358	1,425	1,617	1,677	1,632	1,546	1,408	1,318
HDPE	C&F FEA	1,252	1,271	1,360	1,431	1,568	1,660	1,586	1,489	1,331	1,261
PP	C&F FEA	1,258	1,286	1,365	1,403	1,488	1,607	1,523	1,398	1,311	1,267
PVC	C&F FEA	859	933	1,016	986	1,059	1,215	1,216	1,163	1,115	1,109
PS	C&F FEA	1,389	1,431	1,443	1,461	1,442	1,540	1,509	1,440	1,390	1,375
ABS	C&F FEA	1,589	1,643	1,693	1,739	1,759	1,896	1,847	1,787	1,748	1,749
EG	C&F SEA	871	936	1,142	1,537	1,190	1,094	1,031	991	946	937
AN	C&F FEA	1,592	1,667	1,793	1,960	1,937	2,100	2,017	1,904	1,830	1,811
CPLM	C&F FEA	2,270	2,328	2,295	2,378	2,435	2,550	2,600	2,550	2,530	2,480
TPA	C&F SEA	883	910	957	877	937	983	969	946	941	937
SBR	FOB Korea	1,548	1,591	1,596	1,623	1,789	2,222	2,084	1,894	1,889	1,776
BR	FOB Korea	1,630	1,635	1,632	1,716	2,135	2,641	2,498	2,370	2,279	2,183

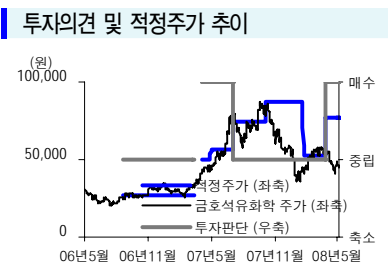
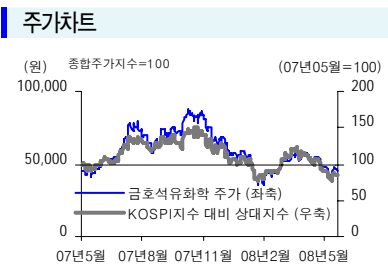
자료: Platts, KPIA, 한국화석협회, Kotis 등의 과거 자료를 기초로 굿모닝신한증권 전망

주: 유가 전망은 4월말 전망 기준으로 제품가격 전체와 함께 Update 예정

금호석유화학 (011780)

매수	
주가 (5월 22일)	46,000 원
적정주가	61,000 원
임지수	고우리
02) 3772-1559	02) 3772-1528
jslim510@goodi.com	wooli.ko@goodi.com

KOSPI:	1,835.42p
KOSDAQ:	647.15p
시가총액:	1,169.5 십억원
액면가:	5,000 원
발행주식수:	25.4 백만주
유동주식수:	16.4 백만주 (68.5%)
52주 최고가/최저가:	87,000 원/36,000 원
일평균 거래량 (60일):	216,181 주
일평균 거래액 (60일):	10,942 백만원
외국인 지분율:	8.2%
주요주주:	박철완외 31.3%
	박삼구 5.3%
절대수익률	3개월 5.7%
	6개월 -24.8%
	12개월 1.1%
KOSPI 대비	3개월 -2.8%
상대수익률	6개월 -26.3%
	12개월 -9.5%



12월결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)	배당수익률 (%)
2006	1,753.0	86.9	111.8	87.7	3,083	(27.8)	8.8	13.3	0.9	10.6	169.1	2.6
2007	2,124.5	160.8	177.0	134.2	4,717	53.0	11.5	13.4	1.7	15.7	166.2	1.4
2008E	2,866.4	253.8	234.8	176.1	6,190	31.2	7.4	9.1	1.3	18.3	161.0	2.2
2009E	2,891.0	275.3	262.0	201.7	7,091	14.6	6.5	7.7	1.1	17.8	132.5	2.2
2010E	3,111.9	251.4	280.2	215.8	7,585	7.0	6.1	7.4	0.9	16.4	105.1	2.2

그룹 관련 우려있지만 고무사업의 호황 돋보여

원료가 급등의 악조건에서도 1분기 호실적 발표, 고무사업의 위력 입증 지난 1분기 부터 디엔의 공급차질로 원료가 급등, 동사에 대한 실적 악화 우려가 컸었다. 그러나 동사의 1분기 실적은 매출 6,511억원으로 전분기대비 16%, 영업이익은 537억원으로 전분기 대비 67.8% 증가하는 호실적을 발표했다. 이를 통해 합성고무 사업이 고무 전체적인 타이 트한 수급에서는 원료가 전가 능력이 있음을 입증하였다.

원료+천연고무의 공급 부족으로 합성고무 호황 연장! 원료 부타디엔의 공급부족과 천연 고무의 작황 회복 지연으로 합성고무 호황이 장기화될 전망이다. 부타디엔의 타이트한 수 급은 동사 합성고무 사업의 큰 부담 요인이기는 하지만, 중기적 관점에서 호황을 연장시 켜주는 효과도 있다. 즉 천연고무는 부족하고 합성고무 수요는 증가하는데, 원료확보가 어려워 합성고무 투자가 제한적 범위에서만 추진되기 때문이다. 따라서 호황의 폭은 축소 시키지만, 시기는 연장해주는 효과가 있다.

규모의 경제를 확보한 고무 백화점으로 착실한 성장 진행 중 금호석유화학은 2009년 4 월에 SBR 11만톤, 10월 BR 12만톤을 증설(합성고무 생산능력 기준 82.3만톤 규모로 세 계 Top maker로 부상)하여, 설비효율성 향상과 Bargining Power 강화도 기대할 수 있 다. 또한 상황이 빠르게 회복되는 6PPD(노화방지제)를 3.1만톤 규모에서 2차체에 걸쳐(3 월 1.3만톤, 8월 2.6만톤) 증설하면서 이익규모를 더욱 확대하고, 2009년 3월 완공 예정 으로 페타이어 혼소 열병합 발전설비 건설을 추진, 저가연료 투입을 통한 추가 양호한 수 익도 기대된다. 이에따라 동사의 EPS는 2007년 4,717원에서 2010년 7,585원으로 크게 증가할 전망이다.

투자의견 '매수', 적정주가 61,000원 금호석유화학에 대하여 투자의견 '매수', 적정주가 61,000원으로 커버리지를 재개한다. 적정주가는 GM Universe 제조업 평균 PER (11.6 배)을 적용하여 구해진 값(71,000원)과 SOTP valuation에서 계산된 주당가치(50,000원) 를 평균한 값을 적정주가로 산정하였다. 이때, FI(재무적투자자)들의 대우건설 put option 행사시 대규모 인수자금 부담으로 시장에서 우려하는 그룹 재무 리스크를 valuation에 반영하기 위하여 당사는 SOTP valuation에 있어서 투자자산을 최대한 보수적으로 평가하였 다. 개별 계열사 보유 주식을 장부가와 순자산가액, 시가평가(20% 할인)중 최소 값을 보 유투자자산 가치로 산정하였다.

Risk Factor 점검

금호석유화학과 관련한 리스크 요인으로는 기업지배구조 및 그룹 재무 리스크 요인이며 금호석유화학의 영업호조에 불구하고 주가 약세 요인으로 작용하고 있다. 금호아시아나그룹은 대우건설에 이어 2008년초 대한통운을 M&A하는 등 공격적인 사세 확장을 하였다. 이 가운데 대한통운의 경우 인수형태가 유상신주 발행 형식으로 증자대금이 회사에 내부 유보되어 있으며 인수 1년후 유상감자를 통해 인수주체였던 대우건설과 아시아나 항공 등은 출자분의 상당부분의 자금회수가 가능할 것으로 보인다. 문제는 대우건설 인수과정에서 FI보유지분에 대한 put option 건인데 2009.3.15~12.15일 기간중 대우건설 3개월 평균주가가 약 32,000원 이상을 달성하지 못할 경우 금호아시아나 그룹에서 약 4.1조원의 자금 부담을 떠안아야 한다. 향후 예상 가능한 시나리오로는 대우건설이 대한통운 유상감자 재원과 양호한 cash-flow를 바탕으로 2009년 자사주 취득에 나서, 대우건설 주가 부양하는 방법이 대안이 될 수 있어 보인다. 만일, 이러한 시나리오가 여의치 않거나 실효를 거두지 못해 FI들이 대우건설 put option 행사하는 경우에도 서울고속터미널, 금호터미널, 금호생명 등 자산 매각을 통한 자구노력도 대안으로 고려해 볼 수 있겠다. 다시말해, 그룹 재무 리스크가 높다고 판단되지 않으며 FI put option행사시에도 금호석유화학이 추가로 자금부담을 떠안을 가능성 역시 적다고 판단한다.

금호석유화학 Valuation					
(십억원, 원)		2007	2008E	2009E	
PER Valuation	EPS	4,717	6,190	7,091	GMSH Universe 제조업
	target PER		11.6	9.9	
	적정 주가 (A)		71,671	70,551	
SOTP Valuation	EBITDA	218	320	367	GMSH Universe 제조업
	target EV/EBITDA		5.2	4.4	
	business 가치		1,676	1,599	
	순차입금		1,679	1,619	Min. Value
	투자자산가치		1,154	1,154	
	주주 몫 기업가치		1,151	1,133	
	발행주식수		28,448	28,448	
	자사주		5,593	5,593	
	수정발행주식수		22,855	22,855	
	적정 주가 (B)		50,346	49,577	
적정 주가 평균 (A, B)			61,009	60,064	

자료 : 금호석유화학, 굿모닝신한증권

금호석유화학의 투자자산 가치 평가							
(십억원, 원)	주식수 (천주)	지분율 (%)	순자산가액 (1)	장부가액 (2)	시가평가 (3)	Min.Value (1, 2, 3)	증가 (5/20)
금호산업-보통주	9,620	19.79	192	190	244	190	31,750
금호산업-우선주	3,969	31.24	79	79	32	32	10,200
아시아나항공	25,590	14.61	157	161	123	123	6,020
금호폴리캠	2,150	50.00	32	29	29	29	
금호미쓰이화학	1,750	50.00	59	59	59	59	
금호피앤비	22,476	78.20	136	135	135	135	
금호랜터카	9,952	76.76	62	62	62	62	
금호생명	14,119	23.83	93	93	149	93	
한국복합물류	1,539	15.55	15	11	11	11	
금호타이어	32,865	46.95	396	331	287	287	10,900
대우건설	14,622	4.49	130	369	209	130	17,850
기타			3	37	37	3	
합계			1,356	1,555	1,376	1,154	

자료 : 금호석유화학, 굿모닝신한증권

주: 시가평가는 상장사는 5월 20일 증가기준 20% 할인 적용, 상장 예정인 금호생명은 PBR 2배 기준 20% 할인, 기타 기업은 장부가를 적용함

부록 : 요약 재무제표

대차대조표

12월결산 (십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
자산총계	2,614.6	2,869.0	3,359.2	3,535.3	3,664.4
유동자산	463.2	489.1	632.2	652.0	689.9
현금및현금성자산	3.1	11.4	23.9	37.9	29.8
단기투자자산	1.5	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권	179.6	198.1	267.3	269.6	290.2
재고자산	243.0	257.4	317.3	320.0	344.4
기타	36.0	22.0	23.5	24.3	25.4
비유동자산	2,151.4	2,380.0	2,727.0	2,883.3	2,974.5
투자자산	1,514.1	1,578.4	1,746.2	1,850.1	1,998.7
유형자산	576.1	726.9	905.1	956.4	897.7
무형자산	44.7	46.7	46.6	46.6	46.6
부채총계	1,793.8	1,985.0	2,316.4	2,313.8	2,250.1
유동부채	795.1	712.9	1,135.5	1,146.2	816.8
매입채무	183.2	200.6	270.6	272.9	293.8
단기차입금	282.1	179.3	186.5	194.0	201.7
유동성장기부채	210.2	164.9	503.9	498.0	132.5
기타	119.6	168.0	174.5	181.3	188.7
비유동부채	998.7	1,272.2	1,180.8	1,167.6	1,433.3
사채	610.8	499.7	461.5	598.8	748.8
장기차입금	289.5	637.2	551.5	366.2	433.7
기타	98.4	135.3	167.8	202.6	250.9
자본총계	820.8	884.0	1,042.8	1,221.5	1,414.3
자본금	142.2	142.2	142.2	142.2	142.2
자본잉여금	303.4	303.4	303.4	303.4	303.4
자본조정	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)
기타포괄손익누계액	90.8	39.5	39.5	39.5	39.5
이익잉여금	324.4	438.9	597.6	776.4	969.1
총 차입금	1,392.5	1,481.1	1,703.4	1,657.0	1,516.8
순차입금(순현금)	1,388.0	1,469.6	1,679.3	1,618.9	1,486.9

현금흐름표

12월결산 (십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동으로인한현금흐름	68.0	168.9	113.0	219.9	205.0
당기순이익	87.7	134.2	176.1	201.7	215.8
유형자산감가상각비	66.7	51.2	59.9	85.2	108.7
무형자산상각비	5.5	6.1	6.1	6.1	6.1
지분법손실(이익)	(99.6)	(98.1)	(100.4)	(103.9)	(148.7)
투자자산처분손실(이익)	(0.0)	(30.5)	(4.3)	0.0	0.0
유형자산처분손실(이익)	1.1	3.6	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산, 부채의 변동	(13.9)	69.9	(38.2)	26.7	11.2
기타	20.5	32.5	13.9	4.1	12.0
투자활동으로인한현금흐름	(853.4)	(309.0)	(305.4)	(136.5)	(50.0)
단기투자자산의 감소(증가)	1.0	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자자산의 감소(증가)	(745.3)	(88.7)	(67.4)	0.0	0.0
유형자산의 감소(증가)	(97.1)	(205.7)	(238.0)	(136.5)	(50.0)
기타	(12.1)	(14.5)	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	(785.4)	(140.1)	(192.4)	83.4	155.0
재무활동으로인한현금흐름	616.5	148.4	205.0	(69.4)	(163.2)
단기차입금 증가(감소)	155.0	(102.9)	7.2	7.5	7.8
유동성장기부채의 증가(감소)	(145.7)	(210.4)	339.0	(5.9)	(365.4)
사채의 증가(감소)	408.7	127.5	(38.1)	137.3	150.0
장기차입금의 증가(감소)	213.5	350.5	(85.7)	(185.3)	67.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	(15.0)	(16.1)	(17.3)	(23.0)	(23.0)
기타	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	(168.9)	8.3	12.5	14.0	(8.2)
기초의 현금	172.0	3.1	11.4	23.9	37.9
기말의 현금	3.1	11.4	23.9	37.9	29.8
설비투자/매출액 (%)	5.5	9.7	8.3	4.7	1.6
감가상각비/매출액 (%)	3.8	2.4	2.1	2.9	3.5
감가상각비/설비투자 (%)	68.7	24.9	25.2	62.4	217.4

자료: 회사 자료, 국토농신한증권 추정

손익계산서

12월결산 (십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	1,753.0	2,124.5	2,866.4	2,891.0	3,111.9
증가율 (%)	2.6	21.2	34.9	0.9	7.6
수출비중 (%)	58.1	63.2	63.2	63.2	63.2
매출원가	1,541.7	1,812.4	2,438.0	2,433.5	2,664.5
증가율 (%)	5.4	17.6	34.5	(0.2)	9.5
매출총이익	211.3	312.1	428.4	457.5	447.4
매출총이익률(%)	12.1	14.7	14.9	15.8	14.4
판매비외관리비	124.4	151.4	174.6	182.1	196.0
증가율 (%)	(1.0)	21.7	15.3	4.3	7.6
영업이익	86.9	160.8	253.8	275.3	251.4
증가율 (%)	(27.8)	84.9	57.9	8.5	(8.7)
영업이익률(%)	5.0	7.6	8.9	9.5	8.1
영업외수익(비용)	24.9	16.3	(19.0)	(13.4)	28.9
이자수익	8.2	2.3	0.9	1.5	1.6
이자비용	61.4	76.8	86.0	90.7	85.7
외환관련이익(손실)	4.2	(2.4)	(5.6)	6.4	0.0
자산처분이익(손실)	(1.1)	26.9	4.3	0.0	0.0
지분법이익(손실)	99.6	98.1	100.4	103.9	148.7
기타영업외수익(비용)	(24.6)	(31.8)	(33.1)	(34.4)	(35.8)
법인세차감전계속사업이익	111.8	177.0	234.8	262.0	280.2
법인세비용	24.1	42.9	58.7	60.3	64.5
계속사업이익	87.7	134.2	176.1	201.7	215.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	87.7	134.2	176.1	201.7	215.8
증가율 (%)	(27.8)	53.0	31.2	14.6	7.0
당기순이익률(%)	5.0	6.3	6.1	7.0	6.9
EBITDA	159.0	218.1	319.8	366.6	366.1
증가율 (%)	(11.9)	37.1	46.7	14.6	(0.1)
배당성향(%)	18.4	12.9	13.1	11.4	10.7

주요 투자지표

12월결산	2006	2007	2008E	2009E	2010E
EPS (원)	3,083	4,717	6,190	7,091	7,585
Adj. EPS (원)	3,122	3,770	7,515	8,826	9,441
BPS (원)	28,852	31,074	36,656	42,939	49,715
DPS (원)	700	750	1,000	1,000	1,000
PER (배)	8.8	11.5	7.4	6.5	6.1
Adj. PER (배)	8.7	14.4	6.1	5.2	4.9
PBR (배)	0.9	1.7	1.3	1.1	0.9
PCR (배)	9.5	15.6	8.7	6.8	6.8
EV/EBITDA (배)	13.3	13.4	9.1	7.7	7.4
PEG (배)	0.3	0.7	0.9	1.2	2.1
배당수익률 (%)	2.6	1.4	2.2	2.2	2.2
수익성					
영업이익률 (%)	5.0	7.6	8.9	9.5	8.1
EBITDA이익률 (%)	9.1	10.3	11.2	12.7	11.8
세전이익률(%)	6.4	8.3	8.2	9.1	9.0
순이익률 (%)	5.0	6.3	6.1	7.0	6.9
ROA (%)	3.8	4.9	5.7	5.9	6.0
ROE (%)	10.6	15.7	18.3	17.8	16.4
ROIC (%)	9.6	16.6	21.9	21.0	19.1
안정성					
부채비율 (%)	218.5	224.6	222.1	189.4	159.1
순부채비율 (%)	169.1	166.2	161.0	132.5	105.1
이자보상배율 (배)	1.4	2.1	3.0	3.0	2.9
활동성					
총자산회전률 (회)	0.8	0.8	0.9	0.8	0.9
매출채권회전률 (회)	8.7	10.3	11.5	10.1	10.4
재고자산회전률 (회)	7.8	8.5	10.0	9.1	9.4
매입채무회전률 (회)	10.5	11.1	12.2	10.6	11.0
운전자본회전률 (회)	11.8	16.1	21.1	17.9	18.5

자료: 회사 자료, 국토농신한증권 추정

굿모닝신한증권 영업망

서울지역

강남	남	02) 538-0707
논현동	영업소	02) 556-6730
강남구청	역	02) 547-0202
압구정	갤러리	02) 3445-0973
강남	중앙	02) 6354-5300
관악	역	02) 887-0809
광교	교	02) 739-7155
광화문	교	02) 732-0770
종로	영업소	02) 722-4650
구로	로	02) 857-8600
중앙	유통단지	02) 2101-3620
노원	역	02) 937-0707
노원	현	02) 518-2222
강남	스포츠편	02) 3452-4830
답십리	리	02) 2217-2114
성수	동	02) 466-4228
도곡	곡	02) 2057-0707
대치	동	02) 562-2640
양재	동	02) 3463-1842
도곡	명품	02) 2057-1599
도곡	중앙	02) 554-6556
마명동	동	02) 718-0900
명품	PB센터	02) 752-6655
목동	동	02) 559-3399
목동	중앙	02) 2653-0844
목동	중앙	02) 2649-0101
배	동	02) 533-0202
보라매	역	02) 820-2000
삼성	역	02) 563-3770
삼성	동	02) 6677-3799
삼풍	동	02) 3477-4567
남부터미널	영업소	02) 522-7861
서교	동	02) 335-6600
송파	동	02) 449-0808
신당	동	02) 2254-4090
종로	광장	02) 2285-1325
신림	동	02) 875-1851
신반포	동	02) 533-1851
반포	남	02) 358-6385
신설	동	02) 2232-7100
동대문	영업소	02) 2238-6940
압구정	FC	02) 511-0005
압구정	FC	02) 541-5566
여의도	동	02) 3775-4270
동부	이촌	02) 798-4805
여의도	명품	02) 785-1373
연희	동	02) 3142-6363
영등포	동	02) 2677-7711
영압	부	02) 3772-1200
서여의도	영업소	02) 784-0978
을림	픽	02) 448-0707
천호	동	02) 471-0492
잠실	롯데	02) 2143-0800
잠실	신천	02) 423-6868
중랑	동	02) 2270-6500
창동	동	02) 995-0123
강북	영업소	02) 906-0192
태평	로	02) 757-0707

인천·경기지역

계양	032) 553-2772	
부천	상동	032) 323-9380
구월	동	032) 464-0707
연수	중앙	032) 819-9961
동두천	031) 862-1851	
산본	031) 392-1141	
수내	역	031) 712-0109
성남	중앙	031) 733-0953
수내	역명품	031) 713-8471
수원	031) 246-0606	
영통	중앙	031) 205-4627
수지	031) 262-2547	
안산	031) 485-4481	
의정부	031) 848-9100	
일산	031) 907-3100	
일산	중앙	031) 911-0984
정자	동	031) 715-8600
죽전	031) 898-0011	
평촌	031) 381-8686	
평택	031) 657-9010	

대전·충북지역

대전	042) 255-9131	
대전	산	042) 484-9090
유성	042) 823-8577	
청주	043) 296-5600	

광주·전라남북지역

광주	062) 232-0707	
상무	영업소	062) 385-2990
군산	063) 442-9171	
익산	영업소	063) 836-8938
동광양	061) 791-8020	
여천	061) 682-5262	
전주	063) 286-9911	
정읍	063) 531-0606	
하남	062) 956-0707	

강원지역

강릉	033) 642-1777
----	---------------

제주지역

서귀포	064) 732-3377
제주	064) 743-9011

PB센터

강남	02) 3011-5500	
부산	051) 608-9500	
분당	031) 783-4100	
서울	파이낸스	02) 3783-0700
서초	02) 3482-1221	
스타	타워	02) 2112-4500
여의도	02) 6337-3300	
일산	031) 819-8800	

부산·경남지역

김정	051) 516-8222	
김래	051) 505-6400	
마산	055) 297-2277	
밀양	055) 355-7707	
부산	051) 243-0707	
서면	051) 818-0100	
서면	명품	051) 818-3377
울산	052) 273-8700	
울산	남	052) 257-0777
창원	055) 285-5500	
해운대	051) 701-2200	

대구·경북지역

구미	054) 451-0707	
대구	053) 423-7700	
대구	동	053) 944-0707
대구	서	053) 642-0606
시지	053) 793-8282	
안동	054) 855-0606	
포항	054) 252-0370	

투자등급 (2003년 2월 10일부터 적용): 매수; 6개월 수익률 +15% 이상, 중립; 6개월 수익률 -15% ~ +15%, 축소; 6개월 수익률 -15% 이하

고객지원센터: 1588-0365

서울특별시 영등포구 여의도동 23-2 굿모닝신한타워

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성: 임지수, 고우리) 당사는 상기 LG화학, 제일모직회사를 기초자산으로 하는 ELW를 발행하였으며, 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 6개월간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행에 당사가 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 중목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.