

# 화학 (Neutral)

빙점 (Freezing point)



Analyst 유영국  
☎ 02) 368-6141  
ykyoo@eugenefn.com

Junior Analyst 손지우  
☎ 02) 368-6577  
jwshon@eugenefn.com

자료공표일 2008\_5\_26\_월



## ▶ Investment Point

정유 및 석유화학 업황은 하반기 이후 신증설 확대와 고유가 부담으로 본격 둔화 전망되어 관련업체 보수적 접근 필요. 다만 화학업종 경기 변동 영향이 크지 않은 기업 중심 선별적 접근 필요.

### 1) WTI 130\$/bbl 상회 불구 국제유가 상승 위협 지속 전망

- 제한적 공급 가정하에서 2차 오일쇼크 수준과 비교시 158\$/bbl 한계
- 세계 석유수요 감소가 나타나지 않는 한 한계가격 돌파 가능성 상존

### 2) 정유 : 2008년 하반기 이후 2009년까지 수급 완화 전망

- 하반기 이후 인도, 중국 등 정유설비 신증설 확대와 고유가 지속에 따른 석유수요 둔화 등 영향으로 정유설비가동률 및 정제마진 하락 불가피

### 3) 석유화학 : 2008년 하반기 이후 2010년까지 수급 완화 전망

- 하반기 이후 중동, 중국 등의 집중적인 신증설 확대로 설비가동률 하락 예상
- 고유가에 따른 나프타 가격 상승으로 북미 에탄 크래커에 비해서도 경쟁력 약화. 아시아 나프타 크래커 세계에서 가장 경쟁 열위 상태로 설상가상
- 유도품 PE, PP, EG 등 중심으로 급속한 수급 완화 전망. 반면, PVC, ABS, 화섬 (폴리에스터, PET Bottle Resin, TPA, 카프로락탐 등), 합성고무 수급 호조 전망

## ▶ Top picks

금호석유화학 (TP 75,000원, STRONG BUY)

효성 (TP 90,000원, BUY)

KCC (TP 640,000원, BUY)



## Contents

<b>I. Summary</b>	<b>3</b>		
<b>II. 국제유가</b>	<b>9</b>		
<b>III. 정유산업 전망</b>	<b>16</b>		
1. 2008년 하반기 이후 수급 완화 국면 진입 예상	16		
2. 고유가에 따른 석유수요 둔화 또한 위협 요인	21		
3. B-C유 가격 약세는 정제마진 약화 요인	24		
<b>IV. 석유화학산업 전망</b>	<b>27</b>		
1. 2008년 하반기 이후 수급 완화 국면 진입 예상	27		
2. 중장기 석유화학 전망	29		
3. 나프타 북미 에탄설비에 비해 비교열위	32		
4. 2008년 주요 제품별 수급 전망	35		
<b>V. 주요 제품별 전망</b>	<b>38</b>		
1. 에틸렌 - 2008년 하반기 이후 본격 수급 완화	39		
2. 프로필렌 - 2009년 이후 수급 완화 예상	42		
3. 부타디엔 - 2008~2009년 수급 양호	46		
4. 벤젠 & 유도품 (SM / PS / ABS)	48		
- 벤젠 수급 둔화 Vs ABS 수급 호전 전망			
5. PE-2008년 하반기 이후 수급 완화 본격화 예상	55		
6. PP-2008년 하반기 이후 공급물량 큰 폭 증대	63		
7. PVC - 카바이드공법 경쟁력 약화로 수급 전망 긍정적	66		
8. CA(Chlor-alkali) - 2008년~2009년 수급 일시 둔화 예상	72		
9. MEG - 2008년 하반기 이후 수급 완화 본격화	75		
10. TPA - 2008년~2010년 수급 호전 국면	78		
11. MX - 2008년~2009년 수급 완화, 이후 완만한 회복	81		
12. PX - 2009년 이후 수급 완화 본격화 전망	84		
13. O-X - 2008년 수급 양호한 흐름 유지	87		
14. PIA - 수급 호조 장기화 전망	89		
15. POLYESTER - 2007~2012년 중장기 수급 호전 전망	91		
16. Caprolactam - 장기 수급 전망 호조	95		
17. 합성고무 - 2008년 수급 호조	97		
<b>VI. 리스크 요인</b>	<b>99</b>		
<b>VII. 종목별 투자 의견</b>	<b>100</b>		
1. SK에너지	101	7. 호남석유화학	113
2. S-Oil	103	8. 효성	115
3. SK	105	9. 한화석유화학	117
4. GS	107	10. 금휴석유화학	119
5. LG화학	109	11. 케이피케미칼	121
6. KCC	111	12. 카프로	123
<b>VIII. Appendix</b>	<b>126</b>		
석유화학 계통도 / 정유시설 계통도			



<p><b>리서치센터장</b>  <b>박희운</b> 상무          ☎ 368-6101          ✉ hw Harold@eugenefn.com</p>	<p><b>통신서비스/인터넷/미디어</b>          통신서비스  <b>송재경</b> 팀장연구위원          ☎ 368-6120          ✉ jksong@eugenefn.com</p>	<p><b>소재</b>          화학/정유  <b>유영국</b> 연구위원          ☎ 368-6141          ✉ ykyoo@eugenefn.com</p>	<p><b>스몰캡</b>          지주서비스  <b>김장환</b> 연구위원          ☎ 368-6161          ✉ cert@eugenefn.com</p>
<p><b>매크로팀</b>          경제분석  <b>정용택</b> 팀장연구위원          ☎ 368-6162          ✉ ytjeong@eugenefn.com</p>	<p>인터넷/미디어/엔터테인먼트  <b>최찬석</b> 책임연구위원          ☎ 368-6155          ✉ nethead@eugenefn.com</p>	<p>철강/비철금속  <b>하종혁</b> 책임연구위원          ☎ 368-6144          ✉ james007@eugenefn.com</p>	<p><b>금융</b>          은행/카드  <b>홍헌표</b> 연구위원          ☎ 368-6272          ✉ hphong@eugenefn.com</p>
<p>선물시황  <b>박문서</b> 연구위원          ☎ 368-6156          ✉ david45@eugenefn.com</p>	<p><b>IT</b>          디스플레이/가전  <b>민천홍</b> 연구위원          ☎ 368-6150          ✉ davidmin@eugenefn.com</p>	<p><b>내수</b>          건설  <b>백재욱</b> 연구위원          ☎ 368-6131          ✉ bjwism@eugenefn.com</p>	
<p>신용분석  <b>이현석</b> 연구위원          ☎ 368-6496          ✉ joymyson@eugenefn.com</p>	<p>반도체  <b>최성제</b> 책임연구위원          ☎ 368-6121          ✉ dchoi@eugenefn.com</p>	<p>음식료/담배  <b>김민정</b> 책임연구위원          ☎ 368-6145          ✉ Minjeong@eugenefn.com</p>	
<p>계량분석  <b>정재현</b> 책임연구위원          ☎ 368-6151          ✉ jhjung17@eugenefn.com</p>	<p><b>산업재</b>          자동차  <b>공정호</b> 연구위원          ☎ 368-6177          ✉ jhkong@eugenefn.com</p>	<p>제약/교육  <b>이혜린</b> 책임연구위원          ☎ 368-6165          ✉ hrin@eugenefn.com</p>	
<p>주식전략  <b>박석현</b> 책임연구위원          ☎ 368-6140          ✉ shyun@eugenefn.com</p>	<p>조선/기계  <b>이봉진</b> 책임연구위원          ☎ 368-6176          ✉ bjlee@eugenefn.com</p>	<p>유통/화장품  <b>유정민</b> 책임연구위원          ☎ 368-6170          ✉ jamieyoo@eugenefn.com</p>	
<p>경제분석  <b>김유미</b> 선임연구위원          ☎ 368-6158          ✉ helloym@eugenefn.com</p>			

## I. Summary

	<p>지난 2003년 하반기 이후 금년 상반기까지 지속되었던 정유 및 석유화학 업종의 희열이 향후 점진적으로 사라질 것으로 전망된다. 정유 및 석유화학 두 업종 모두 공히 금년 하반기 이후 설비공급 확대로 수급이 완화될 것으로 전망되는 가운데, 국제유가 상승으로 수익성 압박이 커질 것으로 전망되기 때문이다.</p>
<p>국제유가 상승 위협 지속 전망</p>	<p>WTI 130\$/bbl 상회에도 불구하고 국제유가 상승 위협 지속 전망</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 제한적 석유 공급이라는 가정 시 1980년 2차 오일쇼크 이후 상황과 비교해볼 때 WTI 158\$/bbl (연평균 기준)이 한계 유가 상황으로 판단.</li> <li>2. 국제유가 하락 안정을 위해서는 수요 감소가 필수적. 그러나 급격한 국제유가 상승에도 불구하고 금리, 물가는 과거 1980년과 비교 시 상당히 안정된 수준으로 오히려 수요 증진요인으로 작용.</li> <li>3. 국제유가는 수요 감소가 나타나지 않는다면 제시된 한계유가를 돌파할 가능성도 상존.</li> </ol>
<p>정유업 하반기 이후 인도, 중국 설비증설 확대로 수급 완화 전망</p>	<p>정유업 2008년 하반기 이후 2009년까지 수급 완화 전망.</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 2008년 하반기 이후 인도, 중국 등을 중심으로 대규모 정유설비 신증설 예정되어 있어 아/태지역 정유설비 가동률 및 정제마진 하락 전망.</li> <li>2. 국제유가 추가 상승시 마다 석유수요 둔화 추세가 예상되어 정유업 수급 완화 예상보다 크게 나타날 가능성도 높음.</li> <li>3. 최근 석유수요는 OECD 국가들은 감소하는 반면, 비OECD 국가들은 증가하는 추세. 그러나 BRIC's 등 신흥개도국들이 현재 잉여 정유설비능력을 지닌 상태임에도 불구하고, 차후 신증설이 예정되어 있어 정제마진은 하락할 것으로 전망.</li> </ol>
<p>석유화학 하반기 이후 2010년까지 수급 완화 전망</p>	<p>석유화학 2008년 하반기 이후 2010년까지 수급 완화 전망.</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 2008년 하반기 이후 사우디 등 중동의 신증설이 확대되는 가운데, 2009년에는 중동 및 중국의 대규모 신증설이 예정되어 있어 석유화학 설비 가동률 하락은 불가피.</li> <li>2. 빠른 국제유가 상승으로 아시아 나프타 크래커가 북미지역 에탄 크래커에 비해서도 원가경쟁력 열위상태 진입. 아시아 나프타 크래커 경쟁력은 세계에서 가장 낮은 수준. 북미지역 석유화학 설비들의 노후 설비 폐쇄가 지연되고 있고, 생산물량의 아시아 유입 가능성도 높아 설상가상.</li> <li>3. 유도품은 PE, PP, EG 등을 중심으로 급속한 수급 완화 예상. 반면, PVC, ABS, 화섬(폴리에스터, PET Bottle Resin, TPA, 카프로락탐 등), 합성고무 등은 상대적 수급 양호.</li> </ol>
<p>Top picks 금호석유화학, 효성, KCC</p>	<p>화학업종 경기 변동 영향이 크지 않은 종목 중심으로 투자 확대 필요</p> <p>향후 정유 및 석유화학 업종은 수익성 둔화가 불가피할 것으로 전망됨에 따라, 관련 영향이 크지 않거나 화학업종 내에서 수급호조를 보이고 있는 종목으로 선별 접근 필요.</p> <p>Top Picks로 금호석유화학 (TP 75,000원. STRONG BUY), 효성 (TP 90,000원. BUY), KCC (TP 640,000원. BUY) 제시.</p>

〈표 1〉 커버리지 주요 투자지표 (단위: 원, 십억원, %, 배)

회사명	투자의견	목표주가	결산년월	매출액	영업이익	순이익	EPS	BPS	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA
SK에너지 A096770	Hold	133,000	200712	14,862.3	604.2	344.3	3,718	66,783	0.0	48.7	2.7	25.0
	유지	유지	200812E	43,608.8	1,511.4	869.2	9,275	75,317	13.1	12.6	1.6	8.1
			200912E	42,933.7	1,731.4	1,212.7	12,940	86,389	16.0	9.0	1.4	6.7
			201012E	42,957.0	1,930.3	1,464.7	15,629	100,151	16.8	7.5	1.2	5.6
S-OIL A010950	Hold	73,000	200712	15,218.7	1,073.7	746.5	6,402	34,019	23.7	12.3	2.3	6.1
	유지	유지	200812E	21,663.3	1,164.0	593.4	5,089	31,650	15.5	14.0	2.2	6.0
			200912E	22,209.3	969.9	622.0	5,335	31,860	16.8	13.3	2.2	7.2
			201012E	21,631.2	997.1	638.8	5,478	32,213	17.1	13.0	2.2	7.3
SK A003600	Buy	185,000	200712	23,651.5	1,165.4	1,394.0	10,667	61,451	17.3	9.1	1.6	9.2
	유지	유지	200812E	795.9	651.3	1,380.1	15,383	139,500	18.8	12.9	1.4	12.8
			200912E	919.8	665.1	582.4	12,204	145,930	8.6	13.0	1.1	14.6
			201012E	1,101.5	850.8	706.1	14,797	159,008	9.7	10.7	1.0	11.0
GS A078930	Hold	45,000	200712	420.2	370.4	372.4	3,932	29,718	13.7	14.8	2.0	15.7
	유지	유지	200812E	370.0	317.1	322.8	3,408	31,865	11.1	13.2	1.4	14.3
			200912E	362.1	319.5	326.1	3,444	34,308	10.4	13.0	1.3	14.2
			201012E	415.8	371.2	378.2	3,994	37,302	11.2	11.2	1.2	12.1
LG화학 A051910	Hold	115,000	200712	10,795.3	763.6	686.2	8,358	46,224	21.1	10.7	1.9	6.4
	하향	유지	200812E	14,464.7	1,331.3	943.3	11,243	55,777	22.0	9.2	1.9	4.8
			200912E	15,084.6	1,099.3	872.4	10,398	64,184	17.3	10.0	1.6	5.3
			201012E	15,349.9	985.2	799.1	9,524	71,717	14.0	10.9	1.4	5.4
KCC A002380	Buy	640,000	200712	2,097.6	163.3	203.1	18,050	408,000	5.6	29.2	1.3	16.1
	유지	유지	200812E	2,412.2	169.5	209.5	18,892	389,238	4.7	26.3	1.3	14.3
			200912E	2,561.5	250.6	290.4	25,811	406,949	6.5	19.3	1.2	13.0
			201012E	2,820.7	252.4	283.3	25,178	424,027	6.1	19.8	1.2	11.8
호남석유화학 A011170	Buy	120,000	200712	2,255.3	273.4	463.4	14,544	90,231	17.4	7.3	1.2	8.0
	유지	유지	200812E	3,025.0	245.6	384.9	12,080	101,273	12.6	7.6	0.9	7.8
			200912E	2,998.0	186.1	422.3	13,254	113,529	12.3	6.9	0.8	7.8
			201012E	2,978.1	204.4	447.4	14,042	126,573	11.7	6.5	0.7	7.1
한화석유화학 A009830	Hold	15,000	200712	2,485.2	167.0	212.9	2,108	19,303	11.5	7.8	0.9	10.3
	신규	신규	200812E	3,062.1	225.9	164.8	1,165	17,571	7.4	11.2	0.7	8.0
			200912E	3,010.1	186.9	153.7	1,087	18,372	6.0	12.0	0.7	8.7
			201012E	3,061.1	187.5	157.1	1,111	19,197	5.9	11.7	0.7	8.1
효성 A004800	Buy	90,000	200712	5,425.1	238.4	166.7	4,747	43,622	11.5	12.3	1.3	8.1
	유지	유지	200812E	6,352.5	325.9	223.1	6,354	50,695	13.5	11.5	1.4	8.1
			200912E	6,658.5	334.4	280.1	7,975	57,960	14.7	9.2	1.3	7.7
			201012E	6,920.1	315.4	312.6	8,901	66,150	14.3	8.2	1.1	7.7
금호석유화학 A011780	Strong Buy	75,000	200712	2,124.5	160.8	134.2	4,717	31,074	15.7	12.6	1.9	14.0
	유지	유지	200812E	2,858.0	275.0	146.7	5,156	34,856	15.6	8.9	1.3	8.2
			200912E	3,105.0	319.2	213.8	7,517	41,765	19.6	6.1	1.1	6.3
			201012E	3,241.7	344.6	244.5	8,594	49,752	18.8	5.4	0.9	5.4
케이피케미칼 A064420	Buy	12,500	200712	1,962.0	46.2	37.2	380	6,502	6.0	17.3	1.0	3.4
	하향	유지	200812E	2,228.1	93.9	96.5	981	7,489	14.0	8.8	1.1	3.0
			200912E	2,217.8	105.6	106.8	1,086	8,576	13.5	7.9	1.0	2.1
			201012E	2,153.7	93.1	107.6	1,094	9,669	12.0	7.9	0.9	1.4
카프로 A006380	Buy	18,000	200712	669.3	13.9	-10.2	0	2,003	-12.7	0.0	3.9	7.4
	유지	유지	200812E	850.6	69.4	53.9	1,349	3,352	50.3	8.9	3.6	4.7
			200912E	900.2	71.2	63.7	1,592	4,944	38.4	7.5	2.4	3.7
			201012E	851.1	71.9	55.3	1,383	6,327	24.5	8.7	1.9	3.0

자료: 유진투자증권

〈표 2〉 화학업종 커버리지 투자의견 변경 내용

회사명	코드	투자의견		목표주가	
		변경전	변경후	변경전	변경후
SK에너지	A096770	Hold	Hold	133,000	133,000
S-OIL	A010950	Hold	Hold	73,000	73,000
SK	A003600	Buy	Buy	185,000	185,000
GS	A078930	Hold	Hold	45,000	45,000
LG화학	A051910	Buy	Hold	115,000	115,000
KCC	A002380	Buy	Buy	640,000	640,000
호남석유화학	A011170	Buy	Buy	120,000	120,000
한화석유화학	A009830	NA	Hold	NA	15,000
효성	A004800	Buy	Buy	90,000	90,000
금호석유화학	A011780	Strong Buy	Strong Buy	75,000	75,000
케이피케미칼	A064420	Strong Buy	Buy	12,500	12,500
카프로	A006380	Buy	Buy	18,000	18,000

자료: 유진투자증권

〈표 3〉 세계 주요 정유업체 Peer Valuation

Index & Company	투자의견	목표주가 (원)	상승여력	주가 (원, US\$)	시가총액 (억원, 백만US\$)	P/E		EV/EBITDA		P/B		ROE	
						2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
한국													
SK에너지	HOLD	133,000	14%	117,000	106,872	12.7	10.5	7.9	6.6	1.5	1.4	13.0%	13.8%
S-Oil	HOLD	73,000	3%	71,200	80,159	13.1	12.0	5.8	6.5	2.2	2.2	16.5%	18.3%
SK	BUY	185,000	16%	159,000	74,669	11.4	9.8	28.4	26.2	1.0	1.0	9.6%	10.2%
GS	HOLD	45,000	0%	44,900	41,719	13.0	13.1	13.6	13.8	1.4	1.3	11.2%	10.2%
중국													
Petrochina				1.43	437,668	12.4	11.7	10.9	10.6	2.2	2.0	17.8%	17.0%
Sinopec				0.94	141,050	9.5	8.0	9.2	7.8	1.6	1.4	17.4%	18.1%
CNOOC				2.03	90,475	14.2	13.3	8.9	8.3	3.8	3.3	26.9%	24.6%
일본													
Nippon Oil				8.01	11,736	17.0	15.0	7.8	7.3	0.9	0.8	5.1%	5.6%
Cosmo Oil				4.17	3,531	12.5	14.4	7.3	6.4	0.8	0.8	6.5%	5.3%
Showa Shell Sekiyu				11.40	4,296	13.9	17.3	7.6	7.9	1.2	1.2	8.8%	6.8%
TonenGeneral Sekiyu				9.57	5,410	20.9	20.5	10.5	9.9	2.5	2.4	12.2%	11.9%
대만													
FORMOSA PETROCHEMICAL				3.14	29,081	16.8	16.3	10.7	12.0	3.9	3.8	23.1%	23.2%
인도													
Bharat Petroleum				8.06	2,914	5.6	6.7	3.7	3.8	1.0	0.9	17.0%	13.0%
RELIANCE INDUSTRIES				60.93	88,574	20.8	14.1	13.3	9.0	3.6	2.9	17.1%	20.2%
말레이시아													
PETRONAS GAS				3.15	6,229	17.3	16.9	8.9	8.6	2.5	2.5	14.6%	14.6%
필리핀													
PETRON				0.133	1,251	8.2	6.3	5.7	4.5	1.2	1.1	14.7%	17.6%
미국													
EXXON MOBIL				92.51	488,794	10.6	10.5	4.7	4.7	3.8	3.3	35.5%	31.1%
CHEVRON				101.91	210,789	9.4	9.3	3.8	3.7	2.4	2.0	25.0%	21.9%
영국													
BP				12.81	241,348	10.2	10.1	5.4	5.4	2.3	2.1	22.7%	21.0%

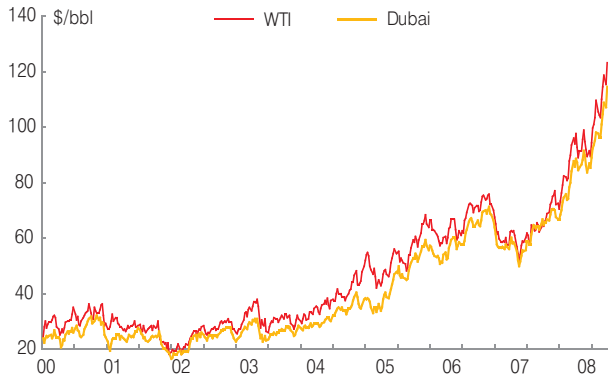
자료: Datastream IBES, 유진투자증권

〈표 4〉 세계 주요 석유화학업체 Peer Valuation

Index & Company	투자의견	목표주가 (원)	상승여력	주가 (원, US\$)	시가총액 (억원, 백만US\$)	P/E		EV/EBITDA		P/B		ROE	
						2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
한국													
LG화학	HOLD	115,000	11%	103,500	77,872	9.2	10.0	4.6	5.0	1.9	1.6	22.0%	17.3%
호남석유화학	BUY	120,000	31%	91,300	29,088	7.7	7.0	8.0	8.0	0.9	0.8	13.4%	12.2%
한화석유화학	HOLD	15,000	15%	13,000	18,237	11.2	12.0	7.9	8.6	0.7	0.7	7.4%	6.0%
KCC	BUY	640,000	29%	497,500	52,337	26.7	19.3	14.3	12.9	1.3	1.2	4.7%	6.5%
효성	BUY	80,000	10%	73,000	25,636	11.5	9.2	8.1	7.6	1.4	1.3	13.5%	14.7%
금호석유화학	STRONG BUY	75,000	63%	46,000	11,695	8.9	6.1	7.9	6.1	1.3	1.1	15.6%	19.6%
케이피케미칼	BUY	12,500	45%	8,610	8,467	8.8	7.9	3.0	2.1	1.1	1.0	14.0%	13.5%
카프로	BUY	16,000	33%	12,000	4,800	8.9	7.5	4.7	3.7	3.6	2.4	50.3%	38.4%
중국													
SHANGHAI PETROCHEM				0.383	6,953	18.7	11.9	16.4	13.6	0.9	0.9	4.8%	7.2%
YIZHENG CHEM & FIBER				0.203	2,680	38.3	26.7	14.1	11.0	0.6	0.6	1.7%	2.2%
일본													
SHIN – ETSU CHEM				59.84	25,857	13.3	12.3	4.9	4.5	1.7	1.5	12.5%	12.3%
SUMITOMO CHEM				7.38	12,215	20.6	12.8	7.8	7.0	1.5	1.4	7.4%	11.0%
MITSUBISHI CHEM				5.91	4,662	12.4	12.8	5.8	5.7	0.8	0.8	6.7%	6.1%
ASAHI KASEI				6.03	8,461	11.8	11.2	4.6	4.4	1.2	1.1	10.0%	9.8%
대만													
NAN YA PLASTICS				2.39	18,198	9.3	10.7	NA	NA	2.2	2.2	23.6%	20.3%
FORMOSA PLASTICS				2.89	16,537	9.2	9.5	NA	NA	1.9	1.9	20.9%	19.5%
FORMOSA CHEM & FIBER				2.52	13,898	11.2	11.3	NA	NA	2.1	2.1	18.4%	18.3%
미국													
DU PONT				48.43	43,800	13.8	13.0	8.8	8.2	3.4	3.1	24.5%	23.7%
DOW CHEMICALS				41.62	38,724	12.0	13.1	6.6	7.4	2.0	1.9	16.5%	14.7%
EASTMAN				75.53	5,758	13.5	13.5	7.2	7.3	3.1	3.0	23.0%	22.5%
ROHM & HAAS				54.09	10,601	14.0	12.5	8.0	7.5	5.1	3.1	36.7%	25.0%
NOVA CHEMS				28.69	2,384	9.6	11.7	4.9	5.4	1.8	1.5	18.5%	13.2%
독일													
BASF				148.44	70,216	11.6	11.7	5.1	5.1	2.2	2.1	19.4%	17.9%
BAYER				86.37	66,016	14.4	12.6	7.5	6.4	2.5	2.2	17.5%	17.6%

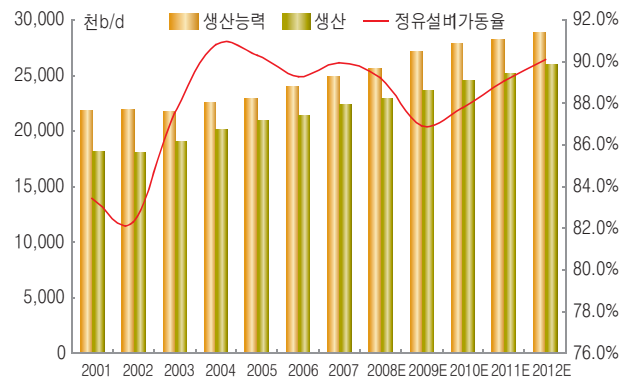
자료: Datastream IBES, 유진투자증권

〈그림 1〉 Key chart – 국제유가 동향



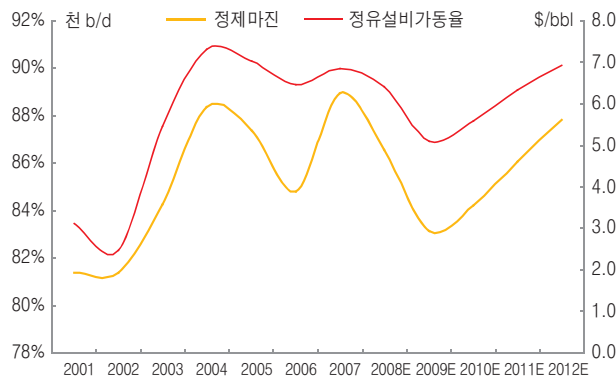
자료: Bloomberg, 유진투자증권

〈그림 2〉 Key chart – 아/태지역 정유설비 가동률 전망



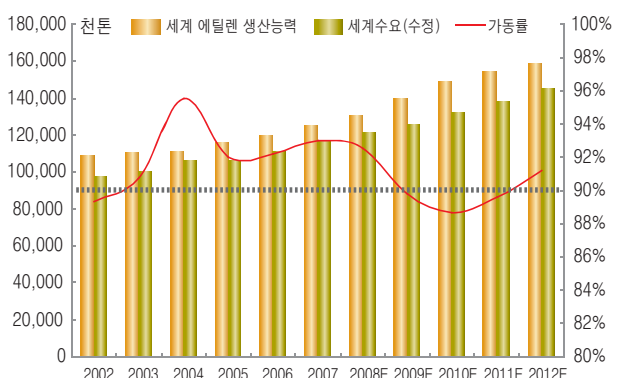
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 3〉 Key chart – 아/태지역 정제마진 전망



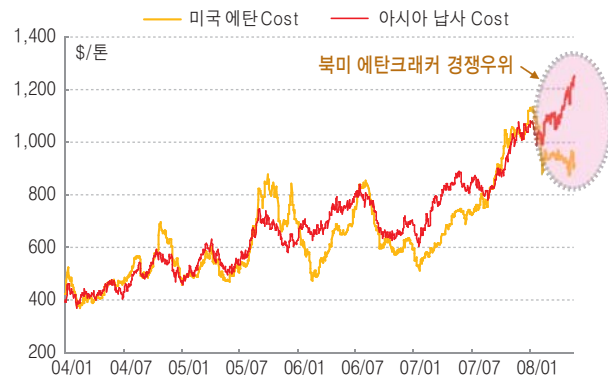
자료: 유진투자증권

〈그림 4〉 Key chart – 세계 에틸렌 가동률 전망



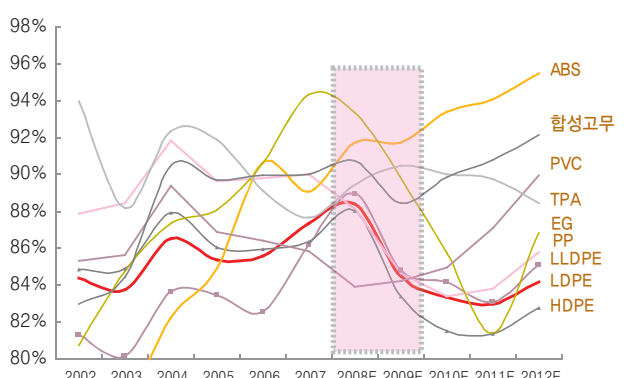
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 5〉 Key chart – 아시아 나프타 크래커/북미 에탄 크래커 경쟁력 비교



자료: Bloomberg, 유진투자증권

〈그림 6〉 Key chart – 주요 석유화학 제품 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 5〉 주요 석유화학 제품 가격 및 변동마진 가정 (단위 : \$/bbl, \$/MT)

Price									
	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년E	2009년E	2010년E	2011년E	2012년E
WTI	41.5	56.4	66.1	72.4	113.4	116.3	112.5	110.0	110.0
yoy,%	32.9%	35.8%	17.1%	9.5%	56.7%	2.5%	-3.2%	-2.2%	0.0%
Dubai	33.7	49.3	61.6	68.6	106.4	110.3	106.5	104.0	104.0
yoy,%	25.8%	46.6%	24.8%	11.5%	55.0%	3.6%	-3.4%	-2.3%	0.0%
Naphtha	388	489	585	701	979	1,003	969	946	946
yoy,%	35.6%	25.8%	19.8%	19.8%	39.7%	2.4%	-3.4%	-2.3%	0.0%
Benzene	811	798	860	1,013	1,143	1,164	1,124	1,126	1,174
yoy,%	82.4%	-1.5%	7.7%	17.7%	12.9%	1.8%	-3.4%	0.2%	4.2%
Toluene	824	822	869	874	1,054	1,059	1,023	1,025	1,091
yoy,%	84.6%	-0.2%	5.7%	0.6%	20.6%	0.5%	-3.4%	0.2%	6.5%
Xylene	586	638	884	895	1,031	1,047	1,012	1,014	1,056
yoy,%	32.0%	9.0%	38.5%	1.3%	15.1%	1.6%	-3.4%	0.2%	4.2%
Butadiene	947	1,222	1,354	1,066	1,792	1,656	1,551	1,514	1,609
yoy,%	34.7%	29.0%	10.8%	-21.3%	68.1%	-7.6%	-6.4%	-2.3%	6.3%
Ethylene chain									
Ethylene	898	877	1,132	1,181	1,339	1,304	1,279	1,372	1,467
yoy,%	95.5%	-2.3%	29.1%	4.3%	13.4%	-2.6%	-2.0%	7.3%	6.9%
LDPE	1,098	1,136	1,244	1,456	1,732	1,630	1,599	1,757	1,907
yoy,%	58.1%	3.4%	9.5%	17.1%	19.0%	-5.9%	-2.0%	9.9%	8.6%
LLDPE	970	1,063	1,238	1,348	1,642	1,549	1,519	1,669	1,812
yoy,%	53.4%	9.6%	16.4%	8.9%	21.8%	-5.7%	-2.0%	9.9%	8.6%
HDPE	947	1,031	1,242	1,332	1,565	1,471	1,450	1,652	1,794
yoy,%	51.8%	8.9%	20.4%	7.3%	17.5%	-6.0%	-1.4%	13.9%	8.6%
MEG(SP)	952	870	851	1,119	1,197	1,174	1,151	1,235	1,423
yoy,%	41.6%	-8.6%	-2.2%	31.5%	6.9%	-1.9%	-2.0%	7.3%	15.2%
(CP)	920	940	908	1,088	1,326	1,174	1,151	1,235	1,423
yoy,%	37.0%	2.2%	-3.4%	19.8%	21.9%	-11.5%	-2.0%	7.3%	15.2%
Propylene chain									
Propylene	799	914	1,084	1,152	1,357	1,278	1,253	1,372	1,614
yoy,%	46.1%	14.3%	18.7%	6.2%	17.8%	-5.8%	-2.0%	9.5%	17.6%
PP	959	1,081	1,230	1,330	1,526	1,406	1,379	1,540	1,823
yoy,%	35.8%	12.8%	13.8%	8.1%	14.8%	-7.9%	-2.0%	11.7%	18.4%
AN	1,121	1,348	1,514	1,766	2,023	1,904	1,867	2,045	2,404
yoy,%	33.5%	20.2%	12.4%	16.6%	14.6%	-5.9%	-2.0%	9.5%	17.6%
Styrene chain									
Styrene	1,098	1,079	1,196	1,346	1,425	1,397	1,349	1,408	1,526
yoy,%	51.5%	-1.7%	10.8%	12.6%	5.9%	-2.0%	-3.4%	4.4%	8.4%
PS	1,171	1,166	1,228	1,442	1,485	1,452	1,403	1,478	1,602
yoy,%	45.6%	-0.4%	5.3%	17.5%	3.0%	-2.2%	-3.4%	5.4%	8.4%
ABS	1,295	1,399	1,507	1,662	1,805	1,794	1,744	1,830	1,983
yoy,%	35.1%	8.0%	7.8%	10.3%	8.6%	-0.6%	-2.8%	5.0%	8.4%
Vinyl chain									
EDC	460	369	367	432	458	456	448	480	513
yoy,%	49.2%	-20.0%	-0.5%	17.8%	5.9%	-0.2%	-2.0%	7.3%	6.9%
PVC	885	813	833	945	1,133	1,118	1,101	1,177	1,258
yoy,%	39.9%	-8.2%	2.5%	13.4%	19.9%	-1.3%	-1.5%	6.9%	6.9%
Polyester chain									
MX	607	667	887	895	1,031	1,047	1,012	1,014	1,056
yoy,%	31.2%	10.0%	32.9%	0.9%	15.1%	1.6%	-3.4%	0.2%	4.2%
PX	824	931	1,185	1,154	1,288	1,299	1,255	1,257	1,310
yoy,%	30.3%	12.9%	27.4%	-2.6%	11.6%	0.9%	-3.4%	0.2%	4.2%
TPA	764	805	897	880	962	1,032	1,004	1,068	1,113
yoy,%	28.3%	5.3%	11.4%	-1.9%	9.3%	7.3%	-2.8%	6.4%	4.2%
Nylon chain									
Ammonia	275	291	318	315	539	502	485	473	473
yoy,%	31.4%	5.7%	9.1%	-0.8%	70.8%	-6.9%	-3.4%	-2.3%	0.0%
Caprolactam	1,794	2,149	2,089	2,351	2,504	2,491	2,406	2,410	2,511
yoy,%	53.7%	19.8%	-2.8%	12.6%	6.5%	-0.5%	-3.4%	0.2%	4.2%
Spreads									
	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년E	2009년E	2010년E	2011년E	2012년E
Ethylene chain									
Ethylene	509	389	547	480	360	301	310	426	521
LDPE	183	241	89	251	366	300	294	357	411
LLDPE	117	230	162	226	370	310	304	365	418
HDPE	36	141	93	133	205	148	152	259	305
MEG(SP, Naphtha)	563	382	266	418	217	171	182	289	477
Propylene chain									
Propylene	411	425	499	451	377	275	284	426	667
PP(원료구입)	152	158	135	166	156	115	113	154	194
PP(원료생산)	563	584	634	617	533	390	397	580	861
Styrene chain									
Styrene	186	183	188	194	123	84	77	113	168
PS(원료구입)	62	77	20	83	46	42	40	56	61
PS(원료생산)	248	259	208	276	168	126	118	169	229
ABS(원료구입)	222	218	194	288	148	213	222	249	238
ABS(원료생산)	333	326	305	403	221	263	268	316	338
Vinyl chain									
EDC	119	33	(45)	5	(16)	(7)	(8)	(4)	1
PVC(원료구입)	261	275	236	278	406	400	397	421	450
PVC(원료생산)	380	308	190	283	389	393	388	417	451
Polyester chain									
TPA(MX 원료)	250	240	146	122	88	145	146	209	218
Nylon chain									
Caprolactam	1,012	1,380	1,260	1,375	1,402	1,369	1,322	1,324	1,380

자료: Industry data, 유진투자증권, 참고: 기본 가정임.

## II. 국제유가

### 국제유가 상승 위험 지속

국제유가 실질유가 기준 최고치 경신 행진	최근 국제유가는 WTI 기준 130\$/bbl을 넘어서는 초강세를 지속하고 있다. 국제유가 수준은 과거 1980년 실질유가 기준 최고가격인 96.8\$/bbl을 이미 넘어섰으며, 사상 최고치 경신 행진을 하고 있는 상태이다. 이는 석유수급 불안정이라는 구조적 요인과 달러화 약세에 따른 실질가치 보전 현상 등이 맞물리면서 나타나고 있는 현상이다.
국제유가 상승 추세 약화 가능성 낮아	그러나 현시점에서 국제유가의 상승추세가 약화될 것이라는 기대는 크지 않다. 당 리서치센터는 과거 2차 오일쇼크 이후 최고 수준을 기록하였던 1980년과 현시점의 연간 석유구매비용을 명목GDP로 나누어 계산한 '명목GDP대비 석유구매비용 비중'을 산출한 결과 1980년 미국과 한국은 8.5%, 9.7%의 비율이 각각 산출되었으며, 동 시점에서 국제유가가 한계 상황을 보였다. 2008년 WTI 국제유가를 113.4\$/bbl(Dubai 106.4\$/bbl)로 가정할 경우 미국과 한국의 석유구매비용 비중은 각각 6.1%와 9.3%로 나타나 아직 다소 여유가 있으나, 한국의 경우는 과거 1980년 수준에 근접하여 있다.
석유구매비용 비중 비교시 WTI 기준 158\$/bbl이 한계 유가 수준 판단	1980년 2차 오일쇼크 시점과 동일 가정(석유구매비용 비중 일치 시점)을 할 경우 WTI기준으로 미국은 158\$/bbl, 한국은 120~125\$/bbl 수준이 된다. 한국이 세계 경제 및 석유수급 비중이 낮다는 점을 고려 시 158\$/bbl 수준이 동 분석상 한계 수준이 될 것으로 판단된다.
그러나 동 한계 유가 수준 돌파 가능성도 높아	그러나 제시된 한계 유가 수준에서 국제유가의 상승세가 멈출 가능성은 크지 않을 수 있다. 한계 유가 수준이 단순히 명목GDP 대비 석유구매비용 비중만을 일치시켜 판단할 수 있는 것은 아니라고 판단되기 때문이다. 물가와 금리, 석유소비집중도(\$1,000 재화 생산 시 석유 사용량) 등 다양한 차이들도 고려해야 한다.
유가 하락반전 위해서는 석유수요 감소 필수적	<p>과거 1980년 미국의 물가와 금리는 각각 13.8%, 18.9% 수준이었으나, 2003년 이후 지속적인 국제유가 상승에도 불구하고 2008년 추정치 기준 미국의 물가와 금리는 각각 4.0%, 2.0% 수준으로 상당히 낮은 수준을 기록하고 있다. 이는 국제유가 및 기타 소재 가격의 상승 영향으로 2007년 하반기 이후 세계적으로 인플레이션 압력이 커지고 있음에도 불구하고, 세계 경제의 호조와 중국, 인도 등 개도국들의 인플레이션 상승 압력 흡수 등의 영향으로 물가가 상대적으로 안정세를 보이고 있기 때문이며, 금리 또한 서브프라임 사태로 인한 신용위기를 극복하기 위해 인위적인 인하를 단행하였기 때문이다.</p> <p>그러나 이와 같은 물가와 금리의 안정은 역설적으로 석유수요의 강화와 원유의 실물가치 보존 욕구(달러와 약세)를 유지시키는 역할을 하고 있어 석유생산 증가가 제한적이라는 가정하에서는 국제유가 상승 압력으로 작용하게 된다.</p> <p>석유생산의 한계라는 제약조건하에서 국제유가의 안정을 위해서는 석유수요의 감소가 필수적이다. 이를 위해서는 인위적으로든 자연적으로든 물가와 금리 상승이 나타나 수요가 억제되어야 할 것이다. 과거 1980년 역사적 유가 고점 이후 세계 석유수요는 4년간(1980년~1983년) 감소세를 보였으며, 이로 인해 동기간 국제유가(실질가격 기준)는 37.8%의 가격 조정을 기록하였다.</p>
	결론적으로 현재와 같이 낮은 물가와 금리 수준에서는 국제유가의 안정을 기대하기 어렵다. 따라서 국제유가는 물가와 금리를 상승시키는 압력을 통해 세계 경제가 흡수할 수 있는 한계 수준을 시험할 것으로 판단된다.

〈표 6〉 국제유가 한계분석

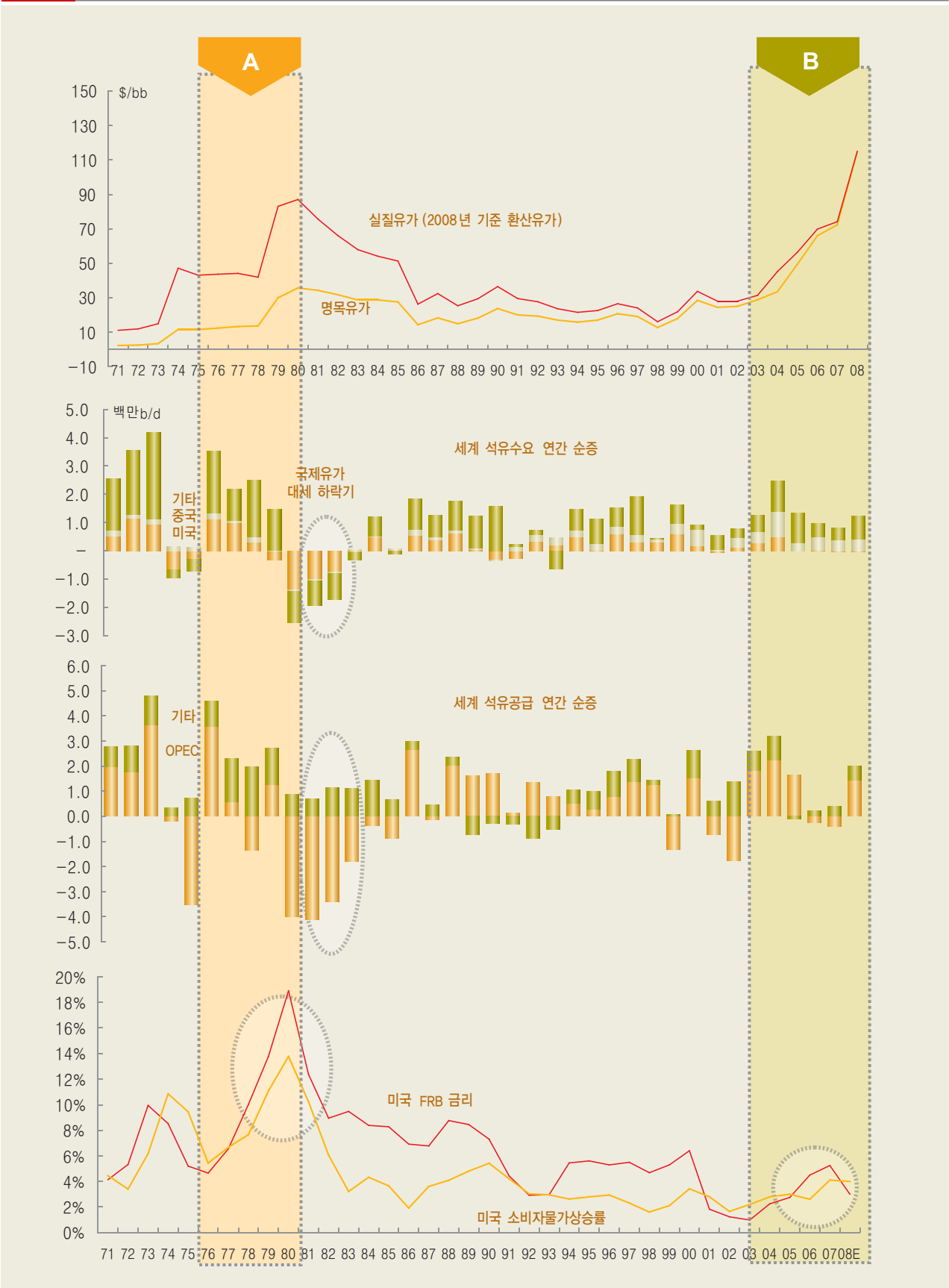
▶ 80년 2차 오일쇼크 시점과 국제 유가 수준 비교					
		1980년	2008년(E)	비고	
국제유가(\$/bb)	명목유가	WTI	38.0	113.4	80년은 연평균, 2008년은 113.4\$/bb를 연평균으로 가정
		Dubai	35.7	106.4	
	실질유가	WTI	96.8	113.4	
		Dubai	91.0	106.4	
석유소비(백만b/d)	미국	17.06	20.80		
	한국	0.48	2.40		
명목GDP(십억\$)	미국	2,790	14,121		
	한국	64	1,046		
연간 석유구매비용(십억\$)	미국	WTI 기준	236.4	860.9	명목가격 기준이며, 2008년은 현재 유가를 연평균으로 가정
	한국	Dubai 기준	6.2	93.2	
명목GDP 대비 석유구매 비중(%)	미국		8.5%	6.1%	석유구매비용/명목GDP
	한국		9.7%	8.9%	
석유소비집중도	미국		2.2	0.5	석유소비량/GDP*1000 : 1,000\$ 재화 생산시 석유 사용량
	한국		2.7	0.8	
소비자물가	미국		13.8%	4.0%	2008년3월 소비자물가 상승률 2008년4월 소비자물가 상승률
	한국		28.7%	4.1%	
금리	미국		18.9%	2.0%	연준위 금리 기준금리
	한국		28.7%	5.0%	

▶ 80년 2차 오일쇼크 시점과 동일 가정시 국제유가 수준 추정					
		비중/집중도	국제유가(\$/bb)		비고
명목GDP	미국	WTI 기준	8.5%	158	WTI 기준 120~125\$/bb(환율영향 미반영)
	한국	Dubai 기준	9.7%	116	
석유소비집중도	미국	WTI 기준	2.2	471	WTI 기준 340~350\$/bb(환율영향 미반영)
	한국	Dubai 기준	2.7	345	

자료: 유진투자증권

〈그림 7〉 국제유가, 석유수급 그리고 물가와 금리 동향 - 최근 국제유가 급등 불구 물가와 금리는 안정적



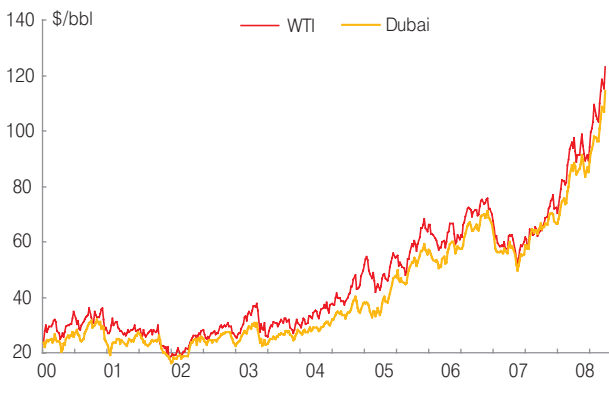
자료: EIA, 유진투자증권

석유 수급 불안정 지속  
전망

EIA(미국 에너지 정보청) 전망에 따르면 2008년 세계 석유수요는 전년대비 121만b/d(+1.4%) 증가한 86.61백만b/d인 반면, 공급은 전년대비 200만b/d 증대된 86.60백만b/d로 예상하고 있다. 이로 인해 전년대비 79만b/d 가량 재고가 감소할 것으로 추정하고 있다. 석유공급에서 2008년 OPEC국가들은 143만b/d(+4.0%), 비OPEC 국가들은 57만b/d(+1.2%)의 생산 증가를 각각 전망하고 있다.

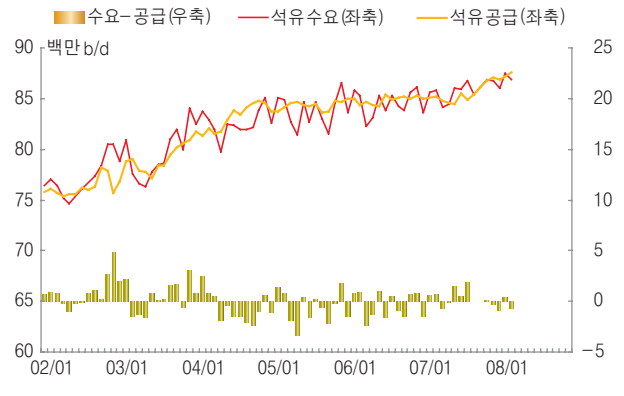
그러나 공급전망이 너무 낙관적으로 판단된다. 2006년 하반기 이후 암묵적으로 국제 석유시장의 수급 조절을 하고 있는 OPEC이 과연 2008년에 143만b/d와 같은 큰 폭의 생산 증대를 할 의지가 있는가 하는 점이 큰 의문이다. 또한 나이지리아 반군 사태, 이란의 핵문제, 주요 산유국들의 생산 차질 등을 감안 시 생산증대 폭이 예상 수준을 하회할 가능성이 높아 보인다. 비OPEC 석유 생산의 경우도 세계 2위의 산유국인 러시아가 생산 증대의 한계와 자국 이익 보호를 위해 2008년부터 전년대비 생산량이 감소(전년대비 1월~3월 누적 기준 -1.0%)하고 있어 낙관적 판단을 하기 어렵다.

〈그림 8〉 국제유가 동향



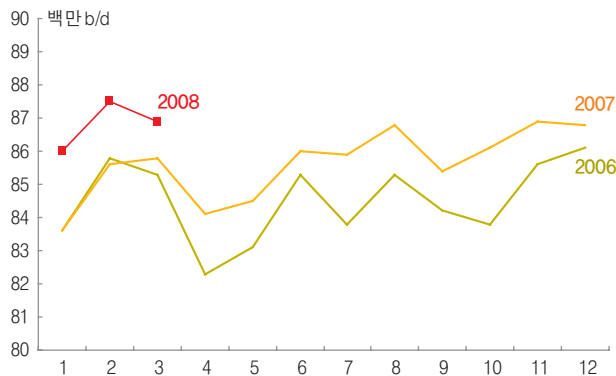
자료: Bloomberg, 유진투자증권

〈그림 9〉 세계 석유 수급 동향



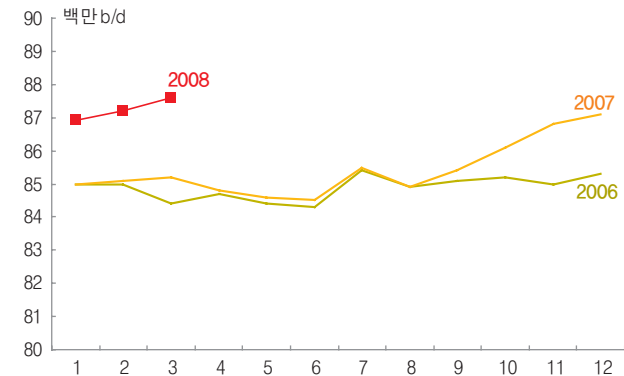
자료: Bloomberg, 유진투자증권

〈그림 10〉 세계 석유 수요 동향



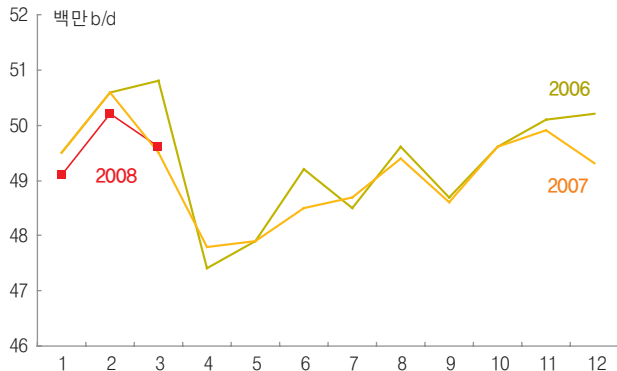
자료: Bloomberg, 유진투자증권

〈그림 11〉 세계 석유 공급 동향



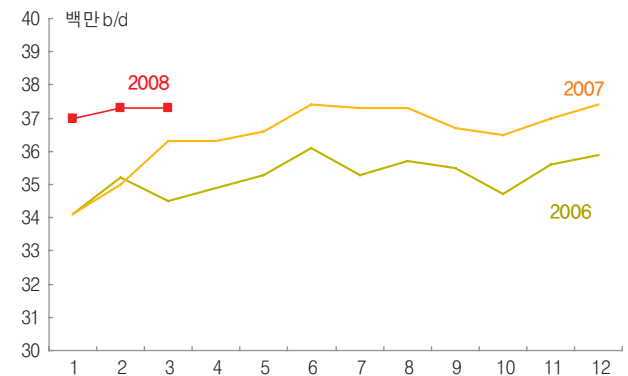
자료: Bloomberg, 유진투자증권

<그림 12> OECD 석유 수요는 2007년 4분기 이후 감소 추세



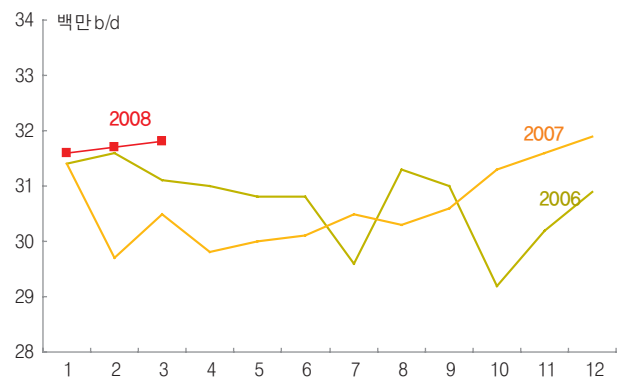
자료: Bloomberg, 유진투자증권

<그림 13> Non OECD 중심 석유 수요 증대



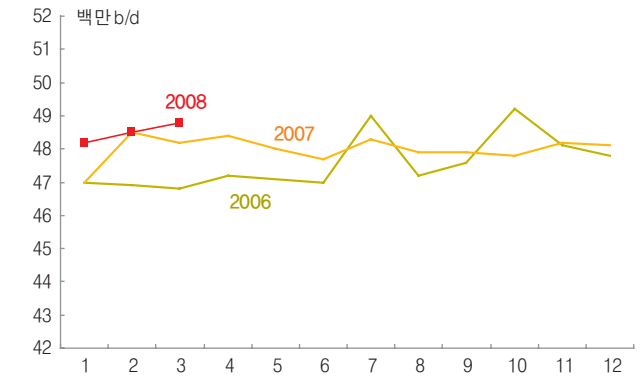
자료: Bloomberg, 유진투자증권

<그림 14> OPEC 2008년 석유 생산 증대 (YoY +1.2%)



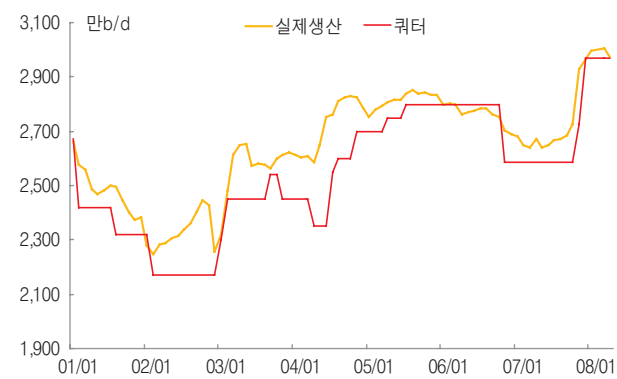
자료: Bloomberg, 유진투자증권  
참고: 생산증대는 1월~3월 누적 기준

<그림 15> Non OPEC 2008년 석유생산 소폭 증대(YoY +0.3%)



자료: Bloomberg, 유진투자증권  
참고: 생산증대는 1월~3월 누적 기준

<그림 16> OPEC 쿼터 대비 생산 동향



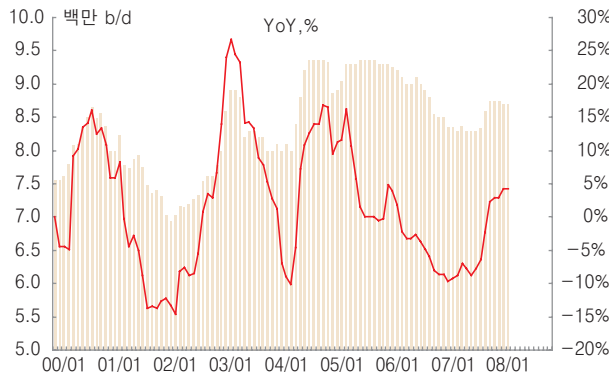
자료: Bloomberg, 유진투자증권  
참고: 양골라와 에콰도르가 2007/12월부터 OPEC 쿼터 할당을 받게 됨에 따라 기존 OPEC 10개국에서 12개국으로 전환

<표 7> OPEC 석유 생산 동향 - 4월 석유 생산 감소(백만b/d)

	4월(A)	3월(B)	차이(A-B)	OPEC 쿼터	생산능력(C)	(A - C)
사우디	9,120	9,200	-80	8,943	11,100	1,980
이란	3,980	4,020	-40	3,817	4,100	120
베네주엘라	2,320	2,340	-20	2,470	2,500	180
이라크	2,365	2,380	-15		2,500	135
UAE	2,590	2,590	0	2,567	2,650	60
쿠웨이트	2,550	2,545	5	2,531	2,550	0
나이지리아	1,880	2,040	-160	2,163	2,500	620
리비아	1,770	1,780	-10	1,712	1,800	30
인도네시아	860	870	-10	865	900	40
알제리아	1,410	1,410	0	1,357	1,450	40
카타르	840	840	0	828	900	60
양골라	1,920	1,910	10	1,900	1,930	10
에콰도르	500	500	0	520	500	0
OPEC 12	29,740	30,045	-305		35,380	5,640
OPEC 13	32,105	32,425	-320	29,673	30,950	5,495

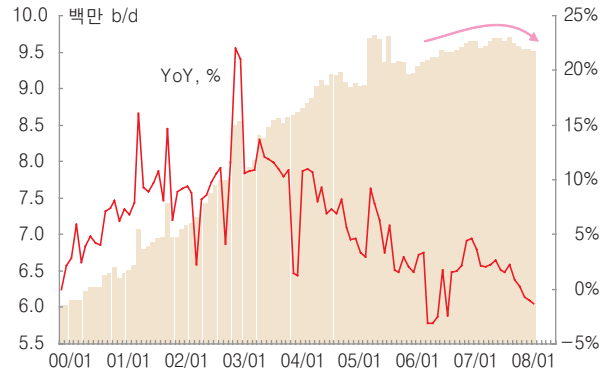
자료: Bloomberg, 유진투자증권  
참고: 양골라와 에콰도르가 2007/12월부터 OPEC 쿼터 할당을 받게 됨에 따라 기존 OPEC 10개국에서 12개국으로 전환

〈그림 17〉 세계 1위 석유생산국 사우디 2008년 생산 다소 회복



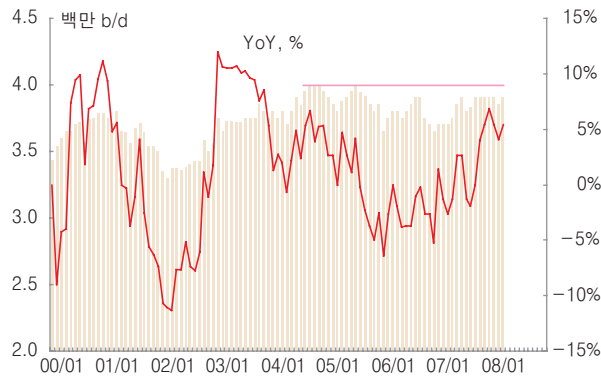
자료: Bloomberg, 유진투자증권

〈그림 18〉 세계 2위 석유생산국 러시아 2008년 이후 생산 감소



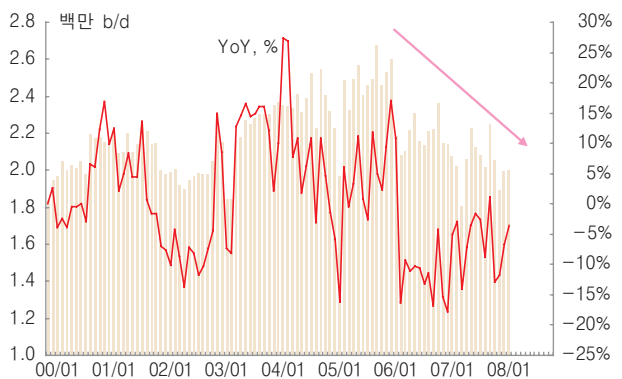
자료: Bloomberg, 유진투자증권

〈그림 19〉 이란 석유생산 다소 회복 그러나 추가 증산은 정체



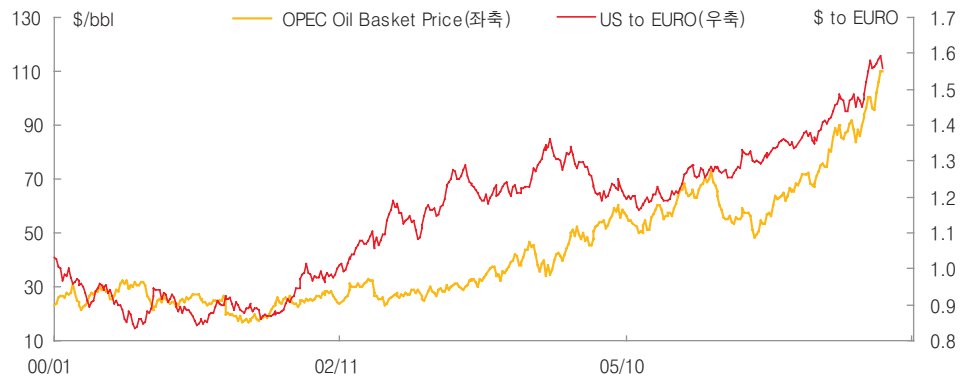
자료: Bloomberg, 유진투자증권

〈그림 20〉 나이지리아 석유생산은 2006년 이후 지속 감소



자료: Bloomberg, 유진투자증권

〈그림 21〉 달러화 약세는 국제유가 상승 압력



자료: Bloomberg, 유진투자증권

〈표 8〉 세계 석유 수급 전망

단위 : 백만b/d, 백만bbl

	2007					2008E					2009E				
	Q1	Q2	Q3	Q4	합계	Q1	Q2	Q3	Q4	합계	Q1	Q2	Q3	Q4	합계
<b>공급</b>															
OECD	21.77	21.50	21.07	21.37	21.42	21.28	21.14	20.81	21.27	21.12	21.46	21.34	21.07	21.35	21.30
U.S. (50 States)	8.45	8.53	8.40	8.56	8.49	8.62	8.57	8.49	8.76	8.61	8.84	8.87	8.81	8.97	8.87
Canada	3.42	3.33	3.35	3.33	3.36	3.37	3.38	3.43	3.50	3.42	3.56	3.60	3.59	3.59	3.59
Mexico	3.59	3.61	3.46	3.35	3.50	3.30	3.41	3.35	3.29	3.34	3.29	3.32	3.25	3.20	3.26
North Sea	4.81	4.50	4.29	4.58	4.54	4.40	4.15	3.96	4.15	4.17	4.21	3.99	3.83	4.02	4.01
Other OECD	1.49	1.54	1.55	1.56	1.53	1.59	1.62	1.59	1.56	1.59	1.56	1.56	1.58	1.56	1.57
Non-OECD	62.44	62.87	63.26	64.11	63.18	64.59	65.02	66.37	65.90	65.47	65.77	66.78	67.75	66.75	66.77
OPEC	35.01	35.09	35.41	36.19	35.43	36.83	36.69	37.20	36.73	36.86	36.89	37.23	37.37	36.30	36.95
Crude Oil Portion	30.44	30.58	30.93	31.65	30.90	32.20	31.96	32.25	31.58	32.00	31.42	31.52	31.58	30.45	31.24
Other Liquids	4.57	4.51	4.48	4.54	4.53	4.62	4.73	4.95	5.15	4.86	5.46	5.71	5.79	5.85	5.70
Former Soviet Union	12.61	12.60	12.55	12.66	12.61	12.61	12.72	12.94	13.11	12.85	13.17	13.28	13.54	13.73	13.43
China	3.92	3.96	3.87	3.86	3.90	3.88	3.86	3.88	3.89	3.88	3.86	4.02	4.04	4.05	3.99
Other Non-OECD	10.90	11.22	11.42	11.41	11.24	11.27	11.76	12.35	12.17	11.89	11.86	12.24	12.79	12.67	12.39
Non-OPEC Production	49.20	49.28	48.92	49.30	49.17	49.04	49.48	49.98	50.44	49.74	50.34	50.88	51.45	51.80	51.12
Total World Production	84.20	84.37	84.33	85.49	84.60	85.86	86.17	87.18	87.17	86.60	87.23	88.12	88.82	88.10	88.07
<b>수요</b>															
OECD	49.48	48.04	48.59	49.73	48.96	49.38	48.01	48.67	49.72	48.95	49.74	47.90	48.66	49.80	49.02
U.S. (50 States)	20.77	20.65	20.70	20.68	20.70	20.07	20.48	20.71	20.75	20.51	20.62	20.58	20.80	20.86	20.71
U.S. Territories	0.30	0.32	0.33	0.32	0.32	0.30	0.29	0.28	0.30	0.29	0.30	0.29	0.28	0.30	0.29
Canada	2.34	2.28	2.38	2.40	2.35	2.37	2.28	2.35	2.40	2.35	2.37	2.28	2.35	2.40	2.35
Europe	15.19	14.93	15.39	15.61	15.28	15.55	15.10	15.48	15.58	15.43	15.48	15.07	15.47	15.70	15.43
Japan	5.39	4.61	4.67	5.22	4.97	5.56	4.57	4.62	5.09	4.96	5.39	4.40	4.54	4.97	4.82
Other OECD	5.49	5.26	5.12	5.51	5.34	5.53	5.28	5.23	5.60	5.41	5.58	5.28	5.22	5.58	5.42
Non-OECD	35.88	36.44	36.48	36.93	36.43	36.96	37.73	37.78	38.17	37.66	38.42	39.08	38.90	39.30	38.93
Former Soviet Union	4.25	4.32	4.22	4.32	4.28	4.34	4.49	4.38	4.43	4.41	4.45	4.64	4.57	4.52	4.54
Europe	0.85	0.78	0.73	0.79	0.79	0.86	0.80	0.75	0.81	0.80	0.88	0.82	0.76	0.83	0.82
China	7.33	7.52	7.59	7.87	7.58	7.72	7.93	8.05	8.32	8.00	8.22	8.37	8.28	8.70	8.39
Other Asia	8.74	8.83	8.64	8.93	8.78	8.81	8.88	8.66	8.97	8.83	8.94	9.02	8.75	9.03	8.93
Other Non-OECD	14.71	14.98	15.30	15.02	15.01	15.24	15.63	15.95	15.65	15.62	15.92	16.22	16.54	16.23	16.23
Total World Consumption	85.36	84.48	85.08	86.66	85.40	86.34	85.73	86.45	87.89	86.61	88.16	86.97	87.57	89.10	87.95
<b>재고변동</b>															
U.S. (50 States)	0.48	-0.57	0.11	0.62	0.16	0.04	-0.42	-0.13	0.35	-0.04	0.18	-0.62	-0.11	0.34	-0.05
Other OECD	0.30	-0.17	-0.20	0.34	0.07	0.25	0.00	-0.25	0.17	0.04	0.33	-0.22	-0.48	0.28	-0.02
Other Stock Draws and Balance	0.38	0.86	0.83	0.20	0.57	0.19	-0.01	-0.34	0.21	0.01	0.43	-0.31	-0.67	0.38	-0.05
Total Stock Draw	1.16	0.11	0.74	1.17	0.80	0.48	-0.43	-0.73	0.72	0.01	0.93	-1.14	-1.25	1.00	-0.12
<b>기말 재고</b>															
U.S. Commercial Inventory	988	1,039	1,026	965	965	958	990	998	966	966	950	1,006	1,016	985	985
OECD Commercial Inventory	2,598	2,668	2,670	2,574	2,574	2,543	2,576	2,607	2,560	2,560	2,515	2,590	2,644	2,587	2,587

자료: EIA 2008.5월 전망, 유진투자증권

### III. 정유산업 전망

#### 1. 2008년 하반기 이후 수급 완화 국면 진입 예상

2008년 하반기 이후  
2009년까지 수급 완화  
전망

2008년 하반기 이후 2009년까지 아/태지역의 석유제품 수급이 본격 완화될 것으로 전망된다. 이는 금년 하반기부터 인도, 중국을 중심으로 신규 정유설비의 가동이 본격화 될 것으로 전망되기 때문이다.

금년 3분기에는 인도 Jamnager에 Reliance의 58만b/d 규모의 신규설비가 가동(본격가동은 4분기)이 예정되어 있으며, 하반기에는 중국 Huizhou에 CNOOC가 24만b/d를 가동하는 등 총 6개의 정유설비의 신증설이 예정되어 있다. 특히 금년 아/태지역에 예정되어 있는 신증설 168만b/d 중 79%가 하반기에 집중되어 있어 수급 완화 영향이 크게 나타날 것으로 예상된다. 이와 같은 증설 러쉬는 2009년 상반기까지 이어진다. 따라서 금년 하반기 이후 2009년까지 아/태지역의 정유설비 가동률 하락과 함께 정제 마진 약화는 불가피 할 것으로 전망된다.

2010년 이후 정유설비  
가동률 점진적 회복 국면  
진행 예상

2009년 하락하였던 정유설비가동률은 신규설비 가동이 축소되는 2010년 이후 점진적으로 상승할 것으로 예상된다. 특히 이전 2009년~2010년에 신/증설이 예정되어 있던 다수의 중동 투자 계획들이 세계적인 설비투자비 폭등의 영향으로 2012년 이후로 연기됨에 따라, 우려되었던 아/태지역의 수급 영향 또한 제한적일 것으로 판단된다.

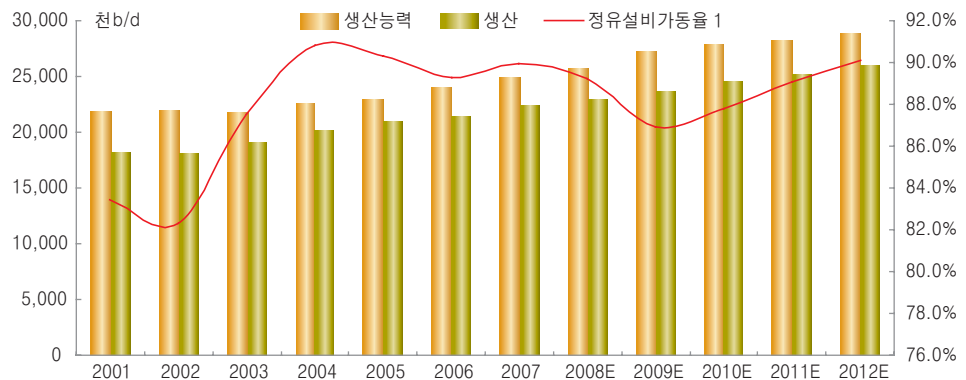
인도 잉여생산능력 확대로  
경유, 휘발유, 나프타 중심  
수출 확대 예상

2008년 하반기 예정되어 있는 신증설은 대부분 인도와 중국이다. 특히 인도는 2007년 기준으로 정유 설비는 299만b/d로 자국 내 석유수요 273만b/d와 비교시 약 9% 정도의 잉여생산능력을 보유하고 있다. 그러나 신증설 확대에 인하여 2009년과 2010년에는 각각17%, 24%로 잉여생산능력이 지속적으로 확대될 것으로 전망된다. 이로 인해 역내 석유제품 수출 확대는 불가피할 것으로 전망된다. 석유제품은 잉여생산규모가 큰 경유, 휘발유, 나프타를 중심으로 수출확대가 예상된다.

중국은 인도에 비해  
수급영향 제한적,  
그러나 B-C유 수입 감소  
전망

반면 중국은 설비증설 확대에도 불구하고 높은 수요 증대와 정부의 석유제품 가격 통제의 영향으로 아태지역의 수급 완화 영향은 인도보다는 크지 않을 것으로 판단된다. 다만 석유제품은 생산능력 확대로 연료유(B-C)를 중심으로 한 수입규모 축소가 예상되어 이에 따른 영향은 불가피할 것으로 예상된다.

<그림 22> 아/태지역 정유설비 가동률 전망



자료: industry data, 유진투자증권

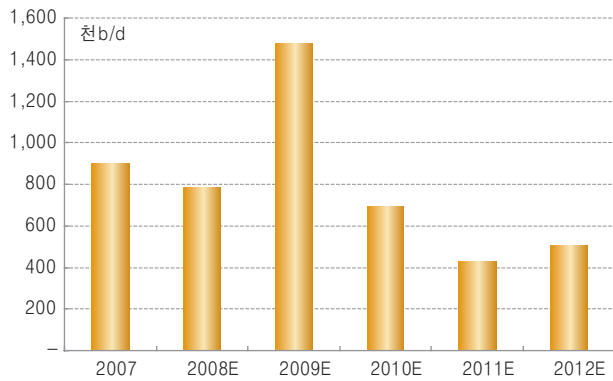
〈표 9〉 아/태지역 정유설비 가동률 전망 - 2008년~2009년 가동률 하락 전망

단위:천b/d

	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
아/태 정유능력	21,774	22,640	22,948	24,025	24,923	25,708	27,184	27,879	28,306	28,816
아/태 석유 제품 생산	19,057	20,179	20,955	21,455	22,420	22,936	23,624	24,474	25,208	25,965
아/태 석유 수요	22,674	23,905	24,392	24,767	25,315	25,829	26,516	27,253	27,928	28,604
과부족	3,617	3,725	3,437	3,312	2,895	2,894	2,893	2,779	2,720	2,639
설비가동율	87.5%	89.1%	91.3%	89.3%	90.0%	89.2%	86.9%	87.8%	89.1%	90.1%

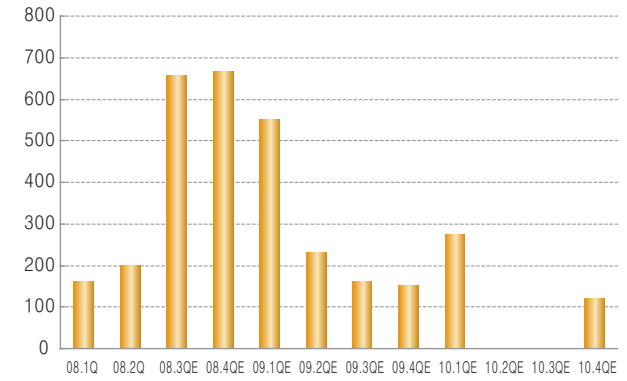
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 23〉 아/태지역 정유설비 연도별 순증 전망



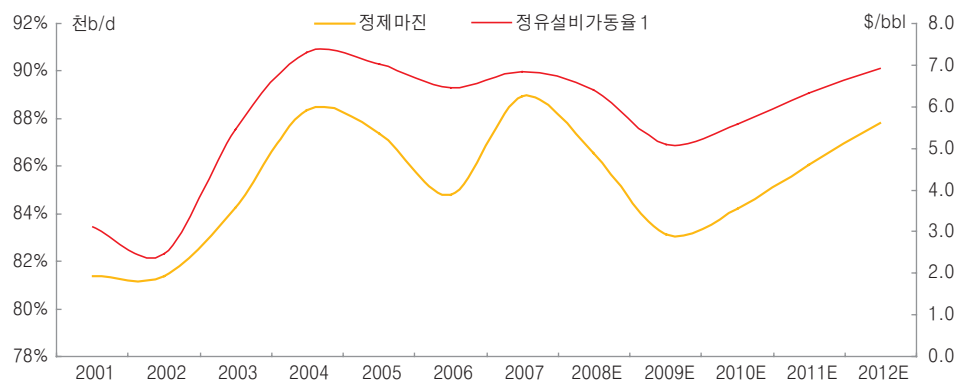
자료: industry data, 유진투자증권  
참고: 신규설비 가동시점별 기간 조정

〈그림 24〉 아/태지역 정유설비 분기별 순증 전망



자료: industry data, 유진투자증권

〈그림 25〉 아/태지역 정유설비 가동률 & 정제마진 전망



자료: 유진투자증권

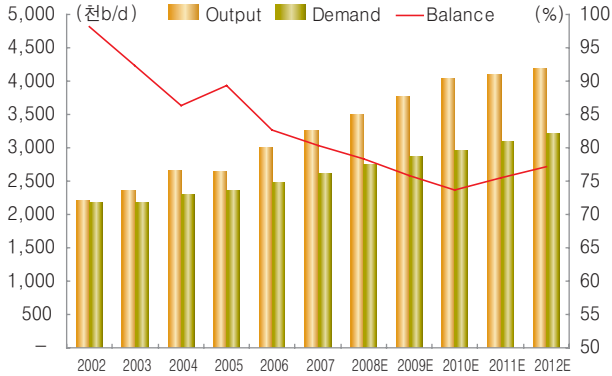
〈표 10〉 아/태지역 주요 정유설비 신증설

단위: 천b/d

시기	국가	지역	회사	신증설규모	
2008년	1Q08	중국	Jiujiang	Sinopec	50
	1Q08	중국	Yanshan	Sinopec	40
	1Q08	중국	Wuhan	Sinopec	30
	1Q08	중국	Karamay	PetroChina	40
	2Q08	중국	Qingdao	Sinopec/Aramco	200
	3Q08	중국	Changchun	Xinda (Local) /3	30
	3Q08	중국	Fushun	PetroChina	46
	3Q08	인도	Jamnagar	Reliance	580
	4Q08	중국	Huizhou	CNOOC	240
	4Q08	중국	Dushanzi	PetroChina	80
	4Q08	중국	Jingmen	Sinopec	20
	4Q08	중국	Yumen	PetroChina	50
	4Q08	중국	Qingyang	PetroChina	36
	4Q08	중국	Fujian	Sinopec/Exx/SA	160
	4Q08	파키스탄	Karachi	Bosicor	12
	4Q08	태국	Map Ta Phut	PTT Rayong /4	69
2009년	1Q09	예멘	Marib	Yemen-Hunt	15
	1Q09	중국	Tianjin	Sinopec	200
	1Q09	중국	Tianjin	Sinopec	(50)
	1Q09	중국	Qinzhou (Guangxi)	PetroChina	200
	1Q09	인도	Mumbai	HPCL	48
	1Q09	인도	Visakhapatnam	HPCL	16
	1Q09	베트남	Dung Quat	Petrovietnam	121
	2Q09	중국	Maoming	Sinopec	130
	2Q09	인도	Koyali	IOC	40
	2Q09	일본	Mizushima /2	Japan Energy	32
	2Q09	말레이시아	Melaka	M'sia Ref Co /1	30
	3Q09	중국	Liaoning	ZhenHua (Local)	80
	3Q09	인도	Ambalamugal, Kochi /1	BPCL/Kochi Ref	40
	3Q09	몽고	Ulan Baator	Vostokneftgaz	40
	4Q09	중국	Cangzhou	Sinopec	30
	4Q09	중국	Quanzhou	Sinochem	100
4Q09	뉴질랜드	Marsden Point	NZ Refining Co.	20	

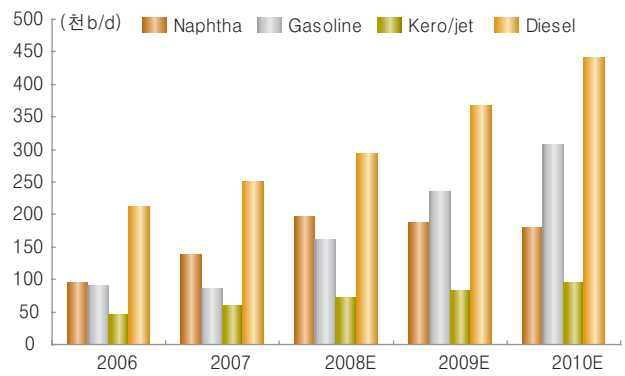
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 26〉 인도 신증설 영향 잉여 석유제품 2010년까지 확대 전망



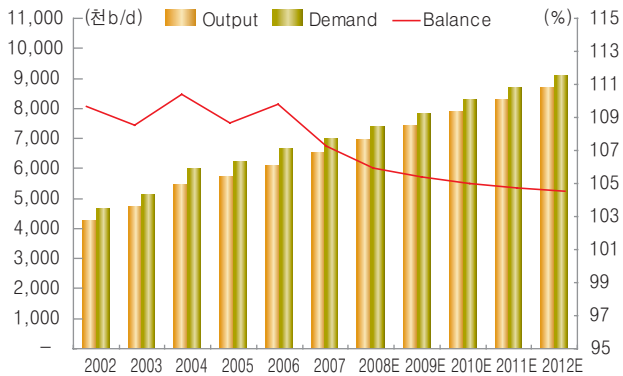
자료: industry data, 유진투자증권

〈그림 27〉 인도 주요 석유제품 순수출 확대 전망



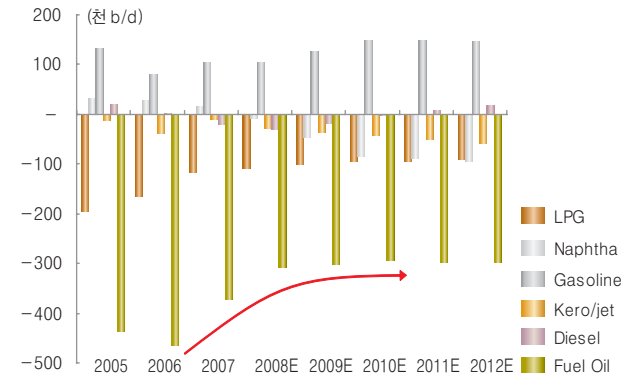
자료: industry data, 유진투자증권  
참고: 석유제품별 순수출

〈그림 28〉 중국 석유제품 생산 과부족 지속, 그러나 규모는 축소



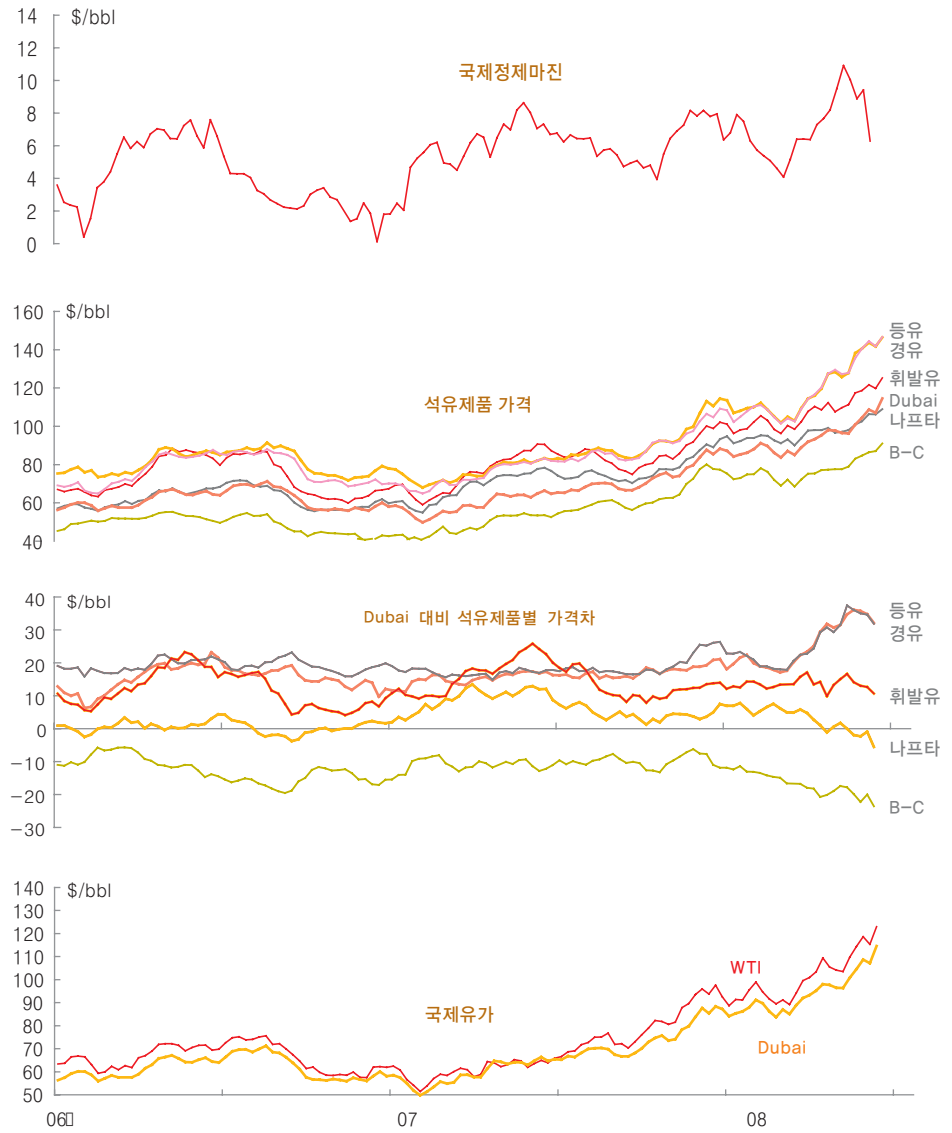
자료: industry data, 유진투자증권

〈그림 29〉 중국 연료유(B-C) 중심 순수입 규모 축소



자료: industry data, 유진투자증권  
참고: 석유제품별 순수출

〈그림 30〉 국제정제마진 & 석유제품 가격, Dubai 대비 석유제품별 가격차, 국제유가 동향



자료: 유진투자증권

## 2. 고유가에 따른 석유수요 둔화 또한 위협 요인

국제유가 고공행진 영향  
미국 등 OECD 국가들  
중심 석유수요 감소세  
정유업 위협요인

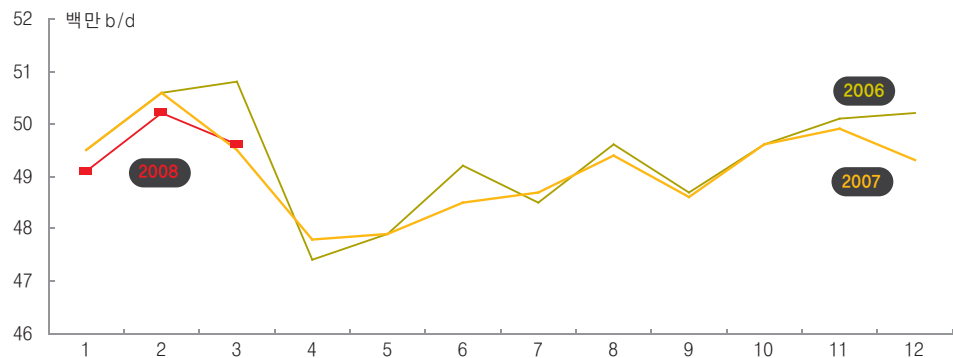
국제유가의 고공행진과 석유제품 가격의 급등으로 수요 둔화가 가시화되고 있어 이 또한 정유업에 위협 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 석유제품의 수요 둔화는 가동률 하락의 원인으로 작용하기 때문이다.

세계에서 석유수요가 가장 큰 미국의 경우 연초 이후 최근까지 석유수요는 20.6백만b/d로 전년대비 2.0% 감소하였다. 미국의 석유수요 감소는 휘발유 등에 대한 일부 에탄올 수요 대체 등의 영향도 있으나, 휘발유보다는 등/경유, B-C 등의 수요 감소폭이 더 크게 나타나고 있다. 석유수요 둔화로 인해 미국의 정유설비 가동률은 낮은 수준을 지속하고 있으며, 수입수요마저 둔화되고 있는 상황이다.

한국 또한 고유가의 영향으로 금년(1~3월) 석유수요는 전년동기대비 1.7% 감소하였다. 나프타의 경우 수요 호조로 전년대비 증가(3.1%)를 기록하였으나, 발전용 B-C유 수요의 감소폭(-23%)이 컸다. 또한 경유, 휘발유 등 제품 또한 각각 -4.2%, -0.2%를 기록하였다. 이와 함께 대외 수출도 감소하여 국내 정유설비의 가동률은 84.7%로 전년대비 2.3%p 감소하였다.

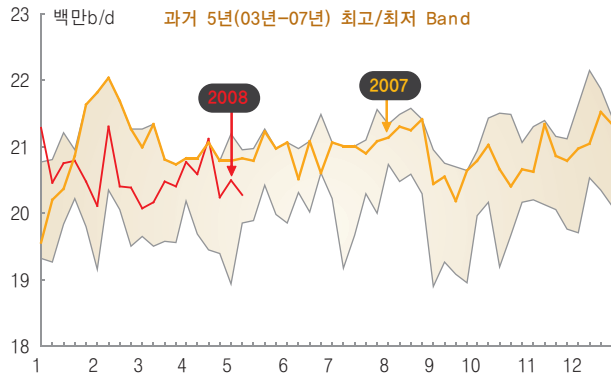
세계적으로 석유제품 수요가 증대되고 있는 지역은 중국, 인도를 비롯한 남미, 중동, 러시아 등 신흥 성장국들이나, 중국, 인도의 경우 자체적인 정유설비 증설로 인해 석유수요 증가 요인을 자체적으로 흡수할 것으로 판단되며, 남미, 중동, 러시아의 경우에도 이전 정유설비의 잉여생산능력을 감안할 때, 증대되는 석유수요를 일정 수준 흡수할 수 있을 것으로 예상된다. 따라서 미국을 위시한 OECD 국가들의 석유수요 둔화는 정유설비 가동률 하락에 영향을 미칠 가능성이 높다.

〈그림 31〉 OECD 석유 수요는 2007년 4분기 이후 감소 추세



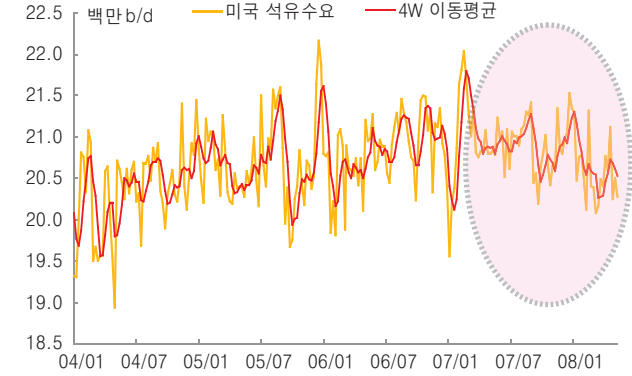
자료: Bloomberg, 유진투자증권

〈그림 32〉 미국 석유수요는 2008년 전년대비 2.0% 감소



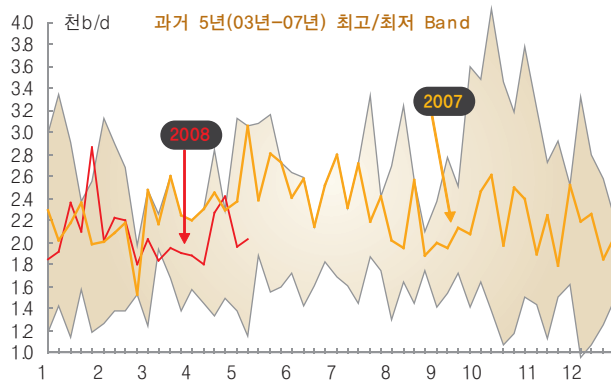
자료: EIA, 유진투자증권  
참고: 2008년 초 이후 5월 2번째주 까지 누적 기준

〈그림 33〉 미국 2007년 하반기 이후 석유수요 완연한 둔화 추세



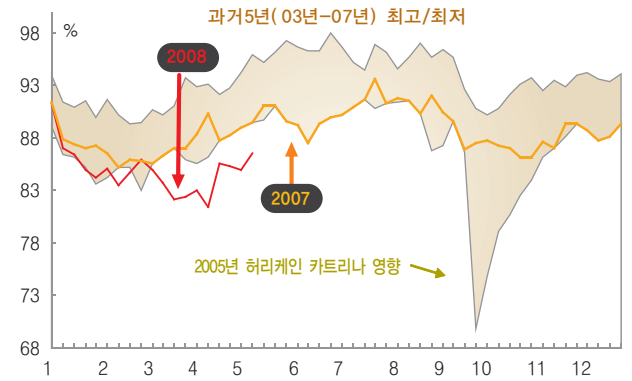
자료: EIA, 유진투자증권

〈그림 34〉 미국 석유제품 수입 2008년 전년대비 8.0% 감소



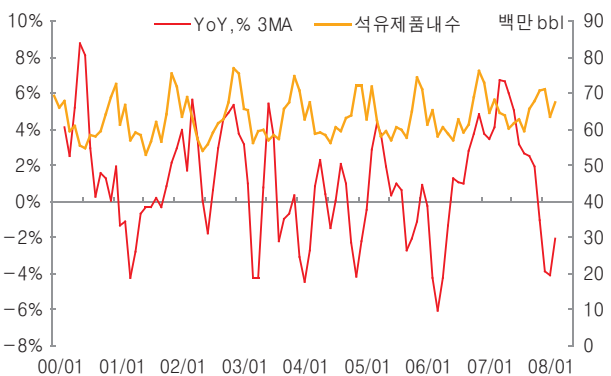
자료: EIA, 유진투자증권  
참고: 2008년 초 이후 5월 2번째주 까지 누적 기준

〈그림 35〉 미국 정유설비 가동률 추이



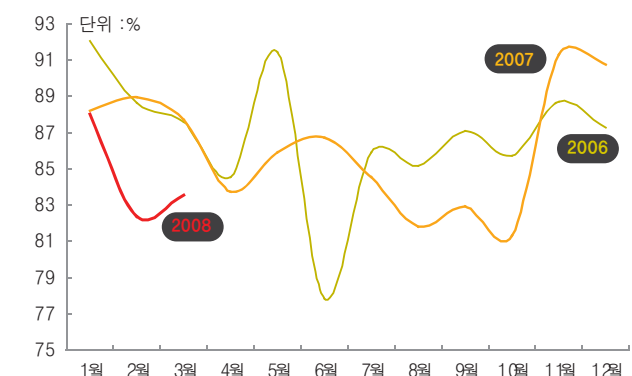
자료: EIA, 유진투자증권

〈그림 36〉 한국 석유수요 전년대비 1.7% 감소



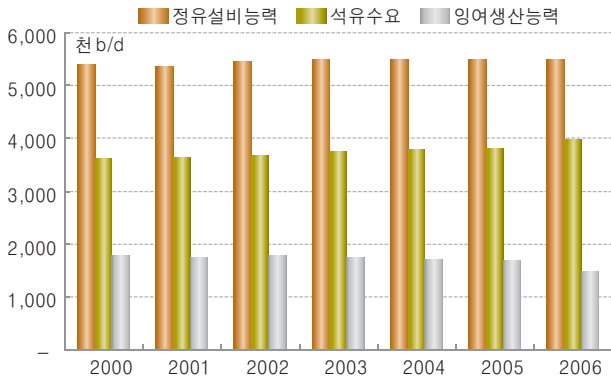
자료: Petronet, 유진투자증권  
참고: 2008년 1~3월 누적 기준

〈그림 37〉 한국 정유설비 가동률 추이



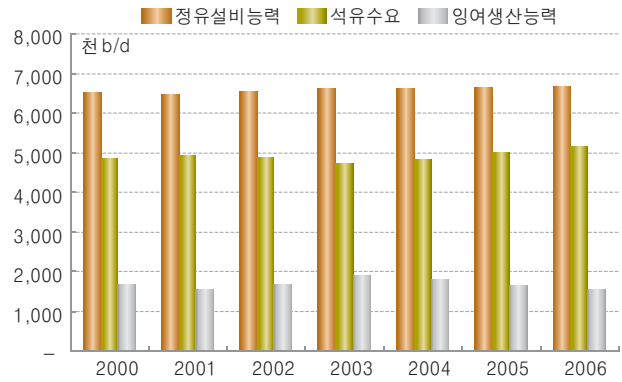
자료: Petronet, 유진투자증권

〈그림 38〉 러시아연방 석유제품 잉여생산능력 추이



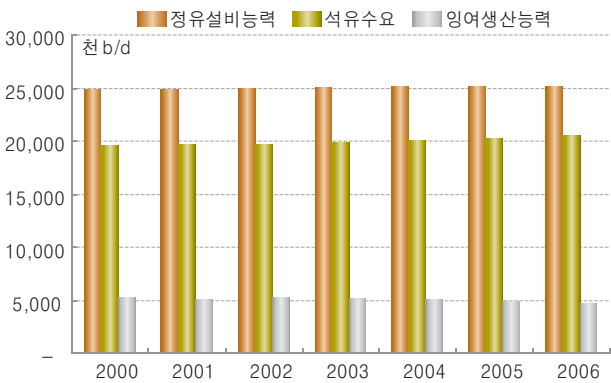
자료: BP통계 2007년, 유진투자증권

〈그림 39〉 남미 석유제품 잉여생산능력 추이



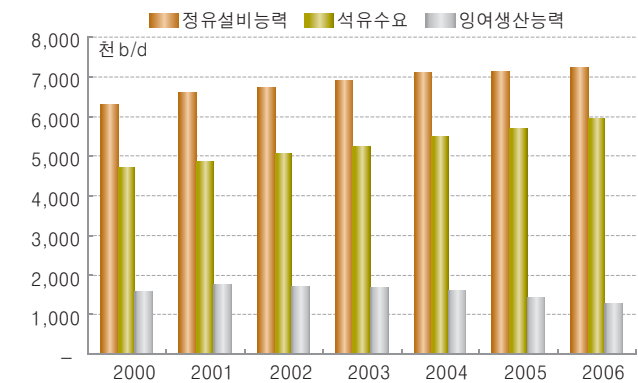
자료: BP통계 2007년, 유진투자증권

〈그림 40〉 유라시아(유럽+러시아) 석유제품 잉여생산능력 추이



자료: BP통계 2007년, 유진투자증권

〈그림 41〉 중동 석유제품 잉여생산능력 추이



자료: BP통계 2007년, 유진투자증권

### 3. B-C유 가격 약세는 정제마진 약화 요인

B-C유 수요 둔화 영향  
원유대비 역가격차 확대로  
정제마진 약화 요인

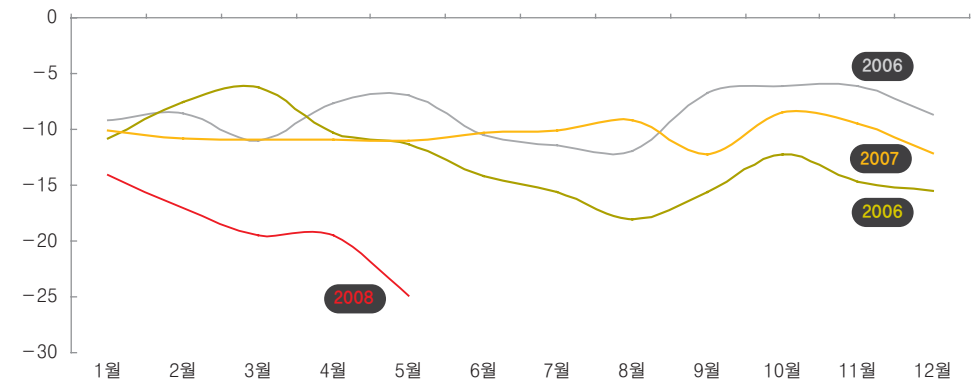
B-C유의 가격 약세는 정제마진 약화의 한 원인으로 대두되고 있다. 이는 1) 석유제품 수요가 세계적으로 경질유 중심으로 변화하고 있고, 2) 고유가로 인한 B-C유 가격의 상승으로 대체에너지인 석탄, LNG 등에 대한 수요가 증가되면서 B-C유 수급이 더욱 완화되고 있기 때문이다. 3) 특히 아시아권에서 유일하게 B-C유를 수입하는 중국이 2007년 이후 B-C 수입이 크게 감소하고 있다. 이는 자국 내 정유설비 증설로 인해 생산이 확대되었을 뿐만 아니라, B-C를 수입하여 경질유로 분해한 뒤 판매하는 소규모 정유업자들이 중국 내 석유제품 내수가격 통제로 B-C유가 고가화되면서, B-C유 수입을 통한 경질유 생산 경쟁력이 약화되어 수입수요가 축소되고 있기 때문이다.

최근 국제유가의 지속적인 상승 영향으로 B-C유와 Dubai의 가격차는 25\$/bbl을 넘어서고 있다. 과거 2006~2007년 10~13\$/bbl 수준에서 역가격차가 2배 수준으로 확대되었다. 이로 인해 2차 정제설비를 거치지 않은 단순정제마진은 약화되고 있는 상황이다.

한국 고도화비율 증대로  
B-C유 약화로 인한  
정제마진 약화요인  
일정수준 완화 예상

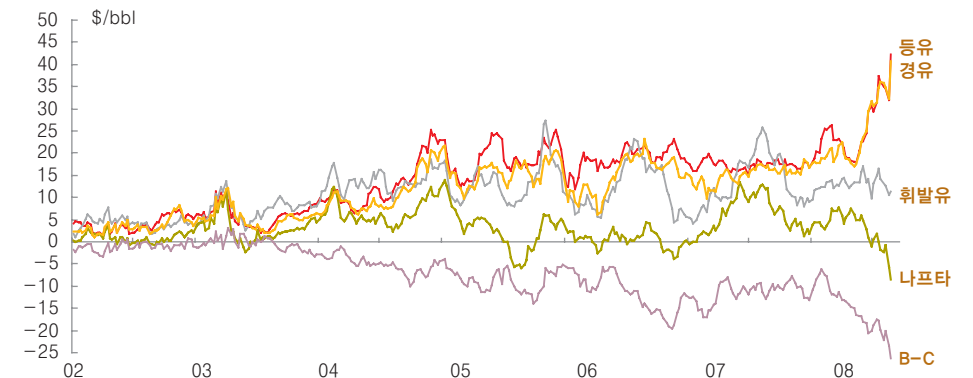
한국은 2007년 4분기에 GS칼텍스가 5.5만b/d의 HOU 설비를 가동했고, SK에너지가 2008년 3분기부터 No. 2 RFCC 가동을 개시할 경우 설비고도화 비율이 기존 14%에서 18.2%로 증가된다. 이로 인해 국내 B-C유 생산 축소 등의 영향으로 동 수급 약화요인이 일정 수준 완화가 예상된다.

〈그림 42〉 Dubai 대비 B-C 역가격차 추이



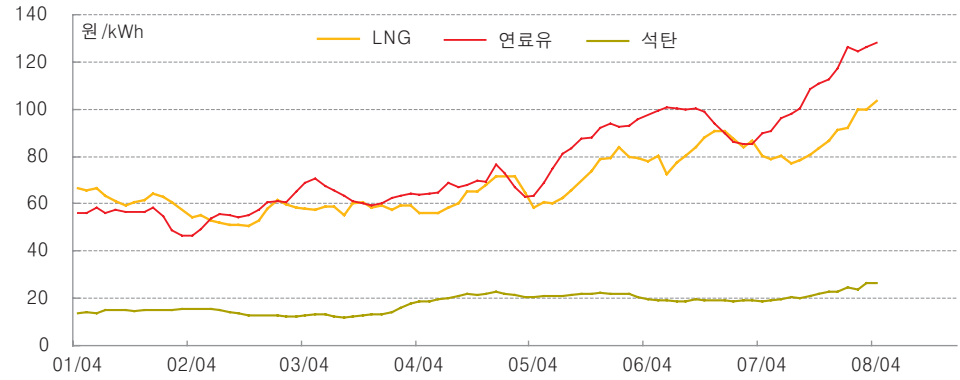
자료: 유진투자증권

〈그림 43〉 Dubai 대비 석유제품별 역가격차 추이



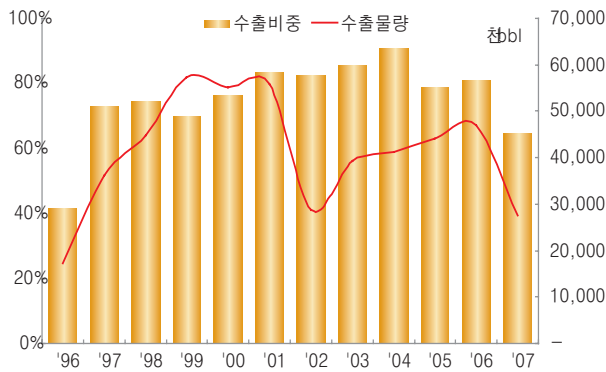
자료: 유진투자증권

〈그림 44〉 국내 연료별 전력 생산비용 추이



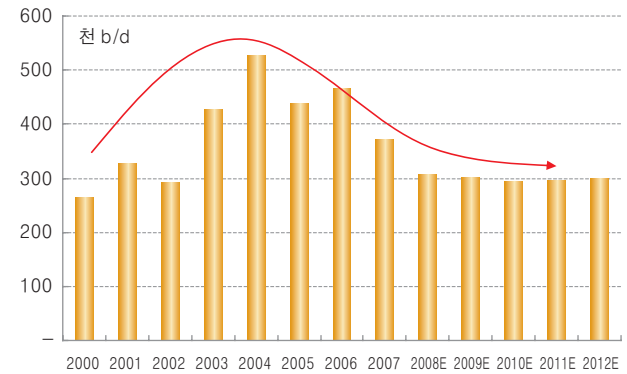
자료: 한국전력, 유진투자증권

〈그림 45〉 한국의 중국에 대한 B-C유 수출비중 및 물량 추이



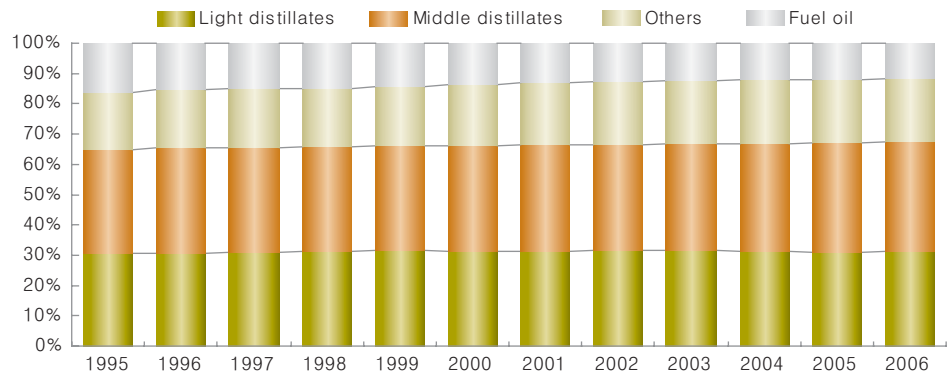
자료: Petronet, 유진투자증권

〈그림 46〉 중국 연료유(B-C유) 수입 동향 및 전망



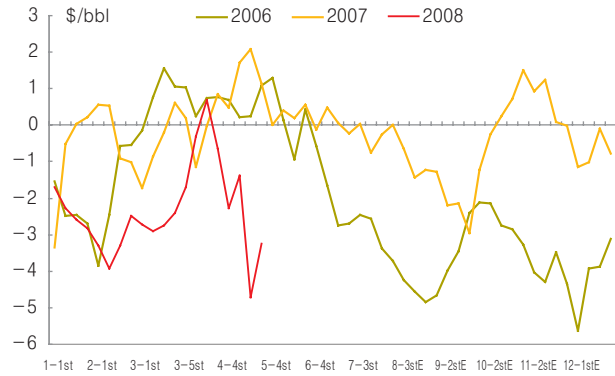
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 47〉 세계 석유제품별 수요비중 - 연료유는 비중 감소 추세



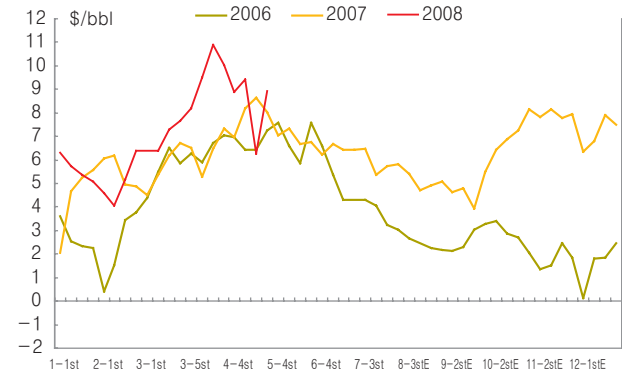
자료: BP통계 2007년, 유진투자증권

〈그림 48〉 단순정제마진 추이



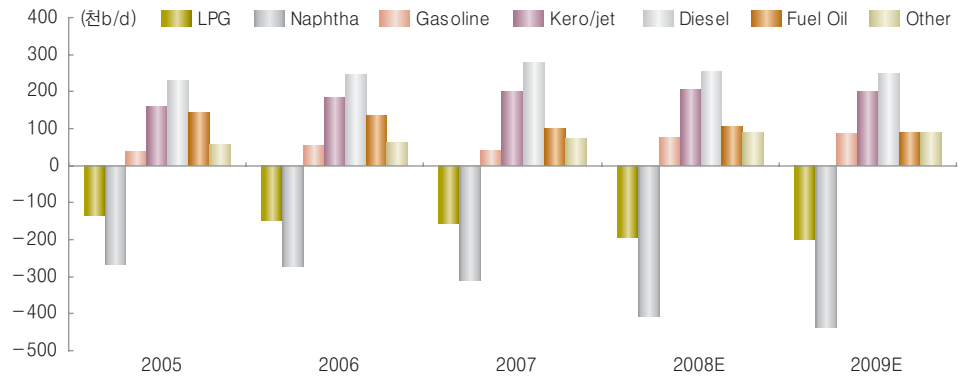
자료: PETRONET, 유진투자증권

〈그림 49〉 복합정제마진 추이



자료: PETRONET, 유진투자증권

〈그림 50〉 한국 석유제품별 순수출입 전망



자료: Industry data, 유진투자증권  
참고: 석유제품별 순수출

〈표 11〉 국내 정유업체별 생산능력 (천b/d, 천톤)

	SK에너지(합병)	SK에너지(구)	SK인천정유	GS칼텍스	S-Oil	현대오일	합계
CDU(상압정제설비)	1,115	840	275	660	575	396	2,746
국내시장 점유율	39.4%	33.3%	6.1%	29.7%	15.3%	14.7%	
주유소	4,191	4,017	174	3,050	1,489	2,148	11,474
De-sulfurizer(탈황설비)	650	427	223	271	314	139	1,398
% CDU	60%	51%	81%	41%	55%	35%	51%
Naphtha/Gasoline	116	82	34	81	45	26	268
Diesel/Kerosene	366	270	109	190	120	113	789
B-C(HSFO)	192	112	80	-	149	-	341
Cracker(2차 정제설비)	162	102	60	137	143	58	500
% CDU	15%	12%	22%	21%	25%	15%	18%
RFCC	117	57	60	82	68		267
HOU	45	45		55	75	27	202
Coker						31	31
Petrochemical(석유화학 설비)							
Ethylene	860	860					860
Propylene	635	485		150			635
BTX	2,607	1,737	870	2,410	947	100	6,064
PX	758	758		1,050	650	400	2,858

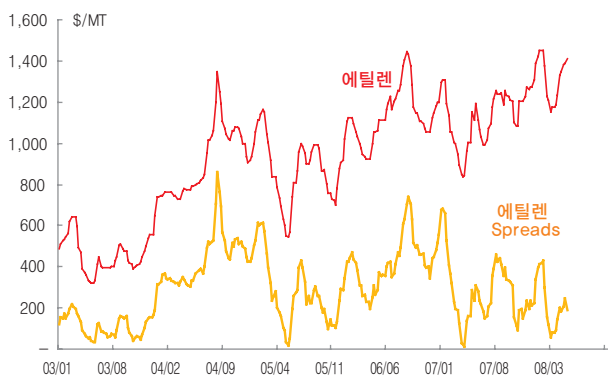
자료: SK에너지, 유진투자증권

## IV. 석유화학산업 전망

### 1. 2008년 하반기 이후 수급 완화 국면 진입 예상

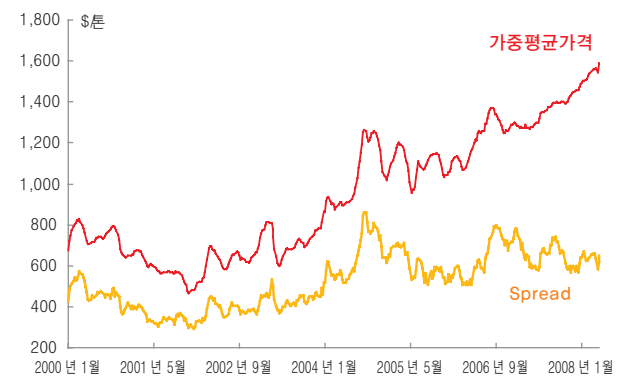
<p>2008년 상반기 석유화학 경기 양호</p>	<p>2008년 상반기 석유화학 경기는 미국의 서브프라임 발 신용위기 확산 및 고유가 등 불안 요인에도 불구하고 PE, PP, PVC 등 주요 폴리머 제품을 중심으로 타이트 한 수급이 지속되면서 호조를 보였다. 다만 에틸렌 등 부타디엔을 제외한 기초유분은 국제유가 강세 지속에 따른 나프타 가격 상승세 지속과 이란 등 역외물량 물량의 국내 유입으로 변동마진이 악화되기도 하였으나, 국내 업체 대부분이 수직계열화 됨에 따라 폴리머 호조로 인해 마진 위축요인이 악화되는 모습을 보였다.</p>
<p>기초유분과 동반하여 관련 유도품 수급 동반 완화 예상</p>	<p>그러나 2008년 하반기 이후 사우디의 대규모 에탄크래커 증설과 함께 PE, PP, EG 등 유도품의 증설도 동반 예정되어 있어 수급 완화가 불가피 해 보인다. 이에 따라 PVC, ABS 등 일부 제품을 제외하고 폴리머 마진이 위축될 것으로 판단된다. 이에 따라 국내 주요 석유화학업체들의 실적 흐름은 하반기 이후 둔화 추세 진입 가능성이 높다.</p>
<p>국제유가 강세 지속시 원가부담 또한 우려</p>	<p>하반기 이후에도 세계 석유 수급 구조상 국제유가의 강세는 지속될 가능성이 높다. 이의 경우 석유화학 핵심 원재료인 나프타 가격의 강세 기조 또한 불가피하다. 수급이 완화되는 가운데 원가부담 증대는 수익 위축을 심화시킬 가능성이 높다.</p>
<p>하반기 9~10월 정기보수 집중으로 일시적 수급 개선 예상</p>	<p>다만 금년 9월에 Fomosa No.3 120만톤을 비롯하여 대만 및 일본, 태국업체들의 정기보수가 집중되어 있어 수급 완화 과정에서 일시적으로 수급 개선 가능성이 있다.</p>

<그림 51> 에틸렌 가격 및 변동마진 동향



자료: 유진투자증권

<그림 52> 합성수지 가중평균 가격 및 변동마진 동향



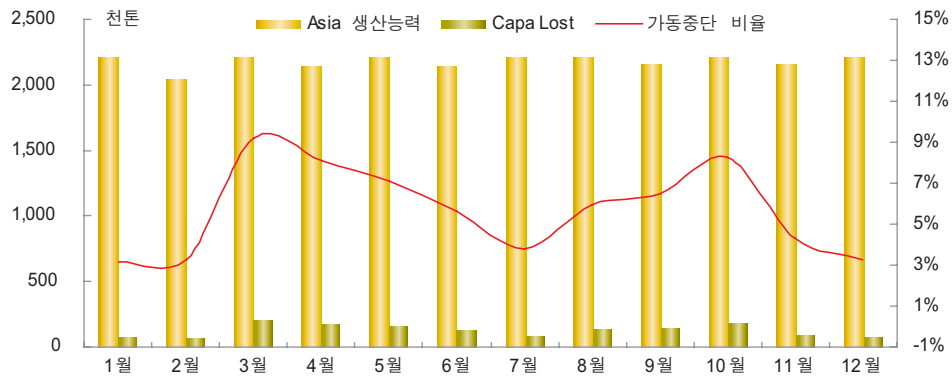
자료: 유진투자증권, 참고: 에틸렌 기준 Spreads

〈표 12〉 2008년 주요 아시아 정기보수 일정

기업명	생산능력(톤)	기간(2008년)
EMSB, Malaysia	400,000	2월-3월
Chandra Asri	600,000	2월1일 or 3월1일(21일)
Sanyo Petrochemical, Mizushima	470,000	3월-4월
Tosoh, Yokkaichi	527,000	3월 중반-4월 중반
KPIC, S Korea	410,000	4월(25일)
Lotte Daesan, S Korea	650,000	4월(40~45일)
Maruzen Petrochemicals, Chiba	520,000	5월-6월(40일)
Mitsubishi Chemicals, Miwushima	450,000	5월(21일)
Mitsubishi Chemicals, Kashima 1	375,000	5월-6월(50일, 미확정)
Mitsui Chem	500,000	6월 중반(1개월)
PCS no 1, Singapore	475,000	7월 중반(19일)
CPC no 5, Taiwan	450,000	8월(45일)
Formosa No 3, Taiwan	1,200,000	9월(45일)
Idemitsu Kosan, Tokuyama	672,000	9월-10월(40일)
PTT Chems (TOC), Thailand	300,000	10월(60일)
Nippon Oil Corp., Kawasaki	440,000	10월-11월
CPC no 4, Taiwan	385,000	11월(45일)
PTT Chems (TOC no 2), Thailand	300,000	11월-12월(60일)

자료: 유진투자증권

〈그림 53〉 2008년 주요 아시아 정기보수 비율



자료: 유진투자증권

## 2. 중장기 석유화학 전망

-2009~2010년은 수급 둔화, 2011년 이후 회복

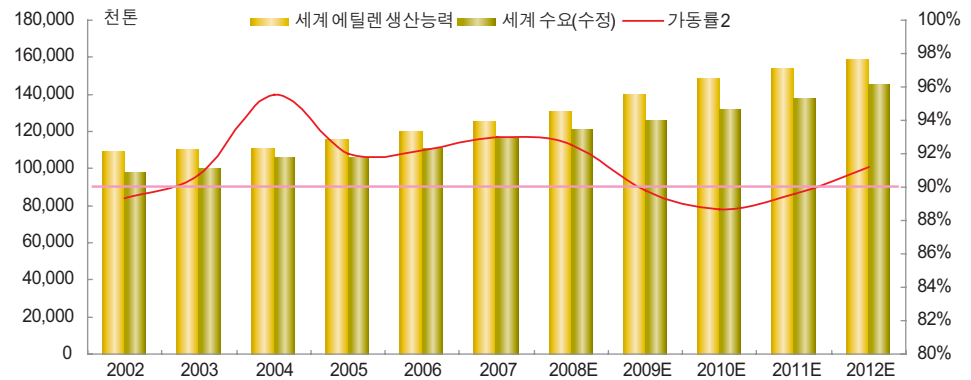
2008년 하반기 이후 중동, 중국 신증설로 수급 완화 예상

중장기 석유화학 경기는 2008년 하반기 이후부터 2010년까지 사우디를 위시한 중동 및 중국의 신증설이 크게 확대됨에 따라 수급 완화 국면(2009~2010년 수요 CAGR 4.3%, 공급 CAGR 6.1%)이 진행 될 것으로 전망된다. 2008년 하반기에 사우디 SABIC의 Yansab(크래커 130만톤, 3분기) 설비를 포함하여 3개 신규설비 총 350만톤이 점진적으로 신규 가동을 개시할 것으로 예상되고, 2009년에는 사우디 및 카타르, 중국의 대규모 신규 설비 가동이 크게 확대될 것으로 전망되기 때문이다. 예정된 공급물량이 워낙 많아 이중 일부 가동이 지연된다고 가정하더라도 공급초과 국면은 피하기는 어려울 것으로 판단된다.

수급 호전은 2011년 이후

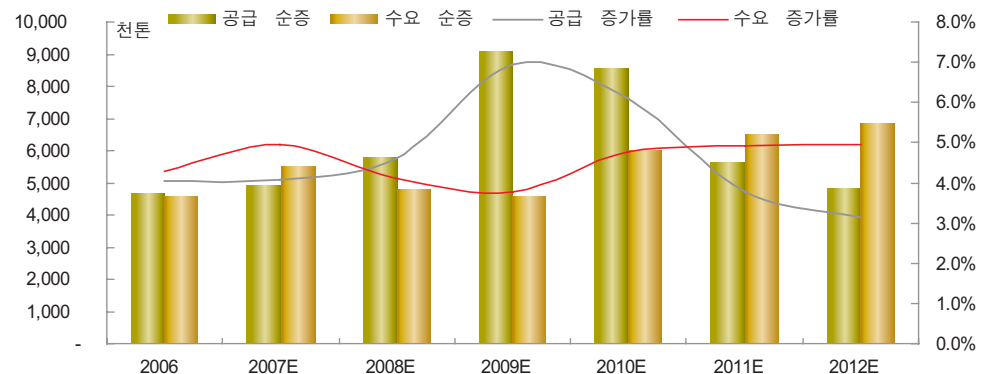
이에 따라 세계 에틸렌 가동률은 2007년 93.0%에서 2010년 88.6% 수준으로 하락할 것으로 전망된다. 세계 경제 또한 고유가 등으로 인한 인플레이션 심화의 영향으로 성장 둔화 가능성이 높아 세계 석유화학 제품 수요 둔화 폭이 크게 나타날 경우 가동률 하락 폭은 더욱 가파르게 나타날 가능성이 있다. 반면, 신규공급이 크게 감소하기 시작하는 2010년 하반기 이후 세계 석유화학 경기는 저점을 통과하면서 재차 설비가동률 상승국면 진행이 예상된다.

<그림 54> 세계 에틸렌 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

<그림 55> 에틸렌 순수급 동향



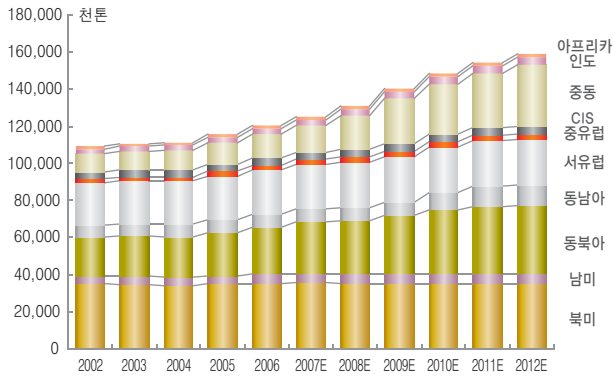
자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 13〉 주요 에틸렌 신증설 전망 (단위 : 천톤)

년도	국가	기업	지역	프로세스	신증설	생산능력	가동예정
2008	벨기에	BASF	Belgium	Naphtha	증설	280	2008 1Q
2008	사우디	Jubail ChevPhill	Al Jubail	Naphtha	신설	300	2008 1Q
2008	이란	Jam PC (No.10)	Bandar Assaluyeh	EPB/Naphtha	신설	1,320	2008 2Q
2008	한국	Lotte Daesan PC	Daesan	Naphtha	증설	350	2008 3Q
2008	한국	Honam Petrochemical	Yeosu	Naphtha	증설	30	2008 3Q
2008	쿠웨이트	TKOC	Shuaiba	Ethane	신설	850	2008 3Q
2008	사우디	Yansab (SABIC)	Yanbu	Ethane/Propane	신설	1,300	2008 3Q
2008	브라질	PQU	Santo Andre, SP	Naphtha	증설	67	2008 3Q
2008	브라질	PQU	Santo Andre, SP	Recovery from FCC/DCC Unit	신설	133	2008 3Q
2008	인도	Haldia	Haldia, W. Bengal	Naphtha	증설	150	2008 3Q
2008	사우디	SHARQ (SABIC/Mitsubishi)	Al Jubail	Ethane/Propane	신설	1,200	2008 4Q
2008	사우디	SEPC	Al Jubail	EPB	신설	1,000	2008 4Q
2009	독일	Ineos	Dormagen	EPB/Naphtha	증설	100	2009 1Q
2009	미국	BASF/FINA LP	Port Arthur, TX	Naphtha	증설	13	2009 1Q
2009	중국	Fujian/Sinopec/Aramco/EM	Quanzhou, Fujian	Naphtha	신설	800	2009 1Q
2009	사우디	Petro-Rabigh (Saudi Aramco, Sumitomo)	Rabigh	Ethane/Propane	신설	1,300	2009 1Q
2009	중국	Zhongyuan PC	Puyang, Henan	EPB/Naphtha	증설	160	2009 1Q
2008	태국	PTT Chemical	Map Ta Phut, Rayong	Ethane	증설	100	2008 2Q
2009	카타르	RLOC	Ras Laffan, Qatar	Ethane	신설	1,300	2009 2Q
2009	중국	Panjin Ethylene	Panjin, Liaoning	EPB/Naphtha	신설	450	2009 2Q
2009	이란	Morvarid PC (No. 6)	Bandar Assaluyeh	Ethane	신설	500	2009 3Q
2009	중국	Shenyang Paraffin	Shenyang, Liaoning	Recovery from FCC/DCC Unit	신설	130	2009 3Q
2009	중국	Tianjin PC	Tianjin, Tianjin	EPB/Naphtha	신설	1,000	2009 3Q
2009	중국	Dushanzi PC	Dushanzi, Xinjiang	EPB/Naphtha/Gas Oil/Residues	신설	1,000	2009 3Q
2009	중국	BASF/Yangzi PC	Nanjing, Jiangsu	Naphtha	증설	150	2009 4Q
2009	사우디	Kayan (SABIC, Al-Kayan Petrochem)	Al Jubail	EPB	신설	1,350	2009 4Q
2009	인도	Indian Oil	Panipat, Har	Naphtha	신설	800	2009 4Q
2009	중국	ZRCC	Ningbo, Zhejiang	Naphtha	신설	1,000	2009 4Q
2009	태국	PTT Polyethylene	Map Ta Phut, Rayong	Ethane	신설	1,000	2009 4Q
2010	포르투갈	Repsol Quimica	Sines	Naphtha	증설	160	2010 1Q
2010	싱가폴	Shell Chemical	Pulau Bukom	Naphtha/Gas Oil/Residues	신설	800	2010 1Q
2010	중국	Baotou Shenhua	Baotou	Methanol to Olefins	신설	130	2010 2Q
2010	UAE	Bourouge II - Abu Dhabi (Borealis/ADNOC)	Abu Dhabi, UAE	Ethane	신설	1,400	2010 2Q
2010	러시아	Sibur Neftekhim	Kstovo	Naphtha	증설	60	2010 3Q
2010	태국	MOC	Map Ta Phut, Rayong	Naphtha	신설	900	2010 3Q
2010	이란	Ilam PC (No. 13)	Ilam	EPB/Naphtha	신설	490	2010 3Q
2010	멕시코	PEMEX	Morelos, Ver	Ethane	증설	300	2010 4Q
2011	싱가폴	ExxonMobil	Pulau Ayer Chawan, Singapore	Naphtha/Gas Oil/Residues	신설	1,000	2010 1Q
2011	중국	SINOPEC Wuhan	Wuhan, Hubei	Recovery from FCC/DCC Unit	신설	800	2011 1Q
2011	필리핀	JG Summit PC	Batangas, Batangas	Naphtha	신설	320	2011 1Q
2011	중국	Daqing PC	Daqing, Heilong	EPB/Naphtha	신설	600	2011 2Q
2011	인도	BCPL	Dibrugarh, Assam	EPB/Naphtha	신설	220	2011 3Q
2011	중국	Chengdu PC	Chengdu, Sichuan	Naphtha/Gas Oil/Residues	신설	800	2011 3Q
2011	사우디	Saudi Polymers	Al Jubail	EPB/Naphtha	신설	1,200	2011 3Q
2011	사우디	SIPCHEM	Al Jubail	Ethane/Propane	신설	1,000	2011 3Q
2011	이란	Gachsaran PC	Gachsaran	Ethane	신설	1,000	2011 4Q
2012	사우디	Saudi Aramco/Dow	Ras Tanura	EPB/Naphtha	신설	700	2012 1Q
2012	카타르	QP/Honam	Mesaieed	EPB/Naphtha	신설	900	2012 1Q
2012	카타르	QP/EssonMobil	Ras Laffan	Ethane/Propane	신설	1,300	2012 3Q

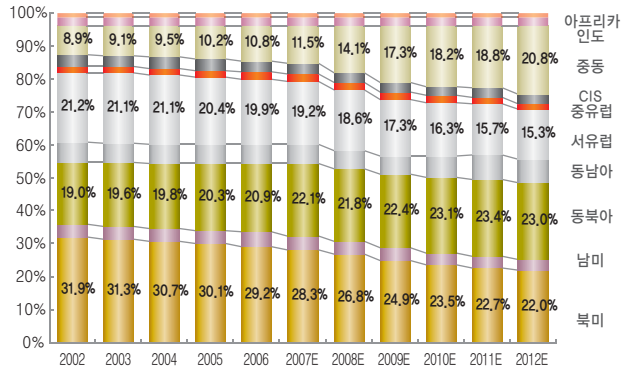
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 56〉 세계 지역별 에틸렌 생산능력



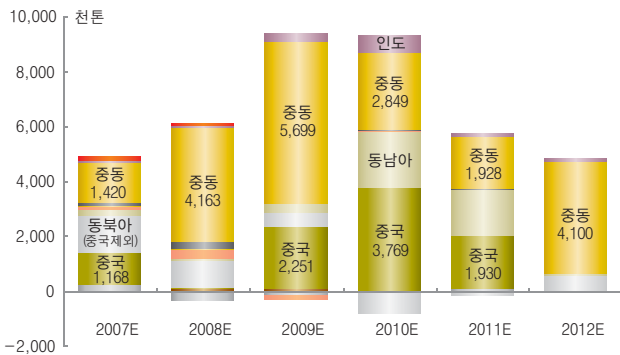
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 57〉 세계 지역별 에틸렌 생산능력 비중



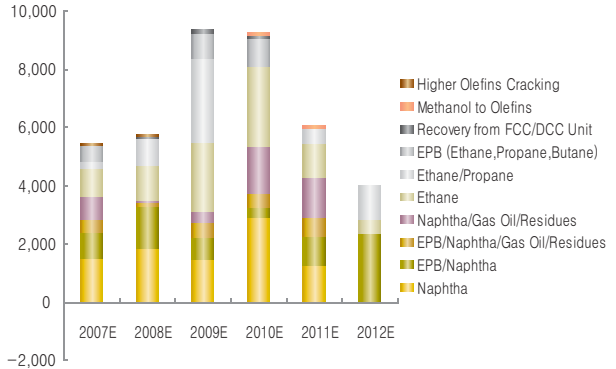
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 58〉 세계 지역별 에틸렌 신증설 전망



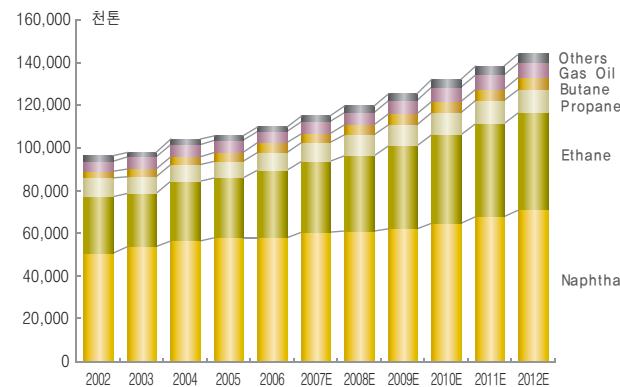
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 59〉 세계 원재료별 신규 에틸렌 크래커 신증설 전망



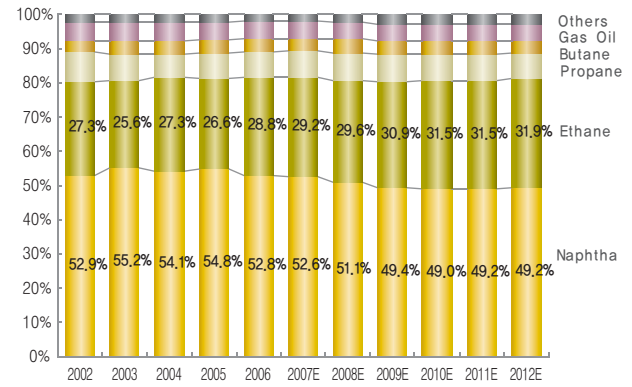
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 60〉 세계 에틸렌 제조 원재료별 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 61〉 세계 에틸렌 제조 원재료별 비중 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

### 3. 나프타 북미 에탄설비에 비해 비교열위

중동의 신규설비는  
절대적 경쟁우위

스팀 크래커(Steam Cracker)에 있어서 중동의 에탄 등 천연가스의 경쟁력은 나프타에 비해 월등히 높다. 최근 중동지역을 중심으로 한 대규모 에탄 크래커 신증설 계획들이 지속되면서 향후 에탄 수급 불안정에 대한 희망적 기대감이 높은 편이지만, 중동 에탄크래커의 우월한 경쟁력은 지속될 것으로 판단된다. 사우디 등 중동의 천연가스 생산능력을 고려 시 절대적인 원가 경쟁력은 유지될 것이기 때문이다. 현재 사우디 에탄베이스 설비의 에틸렌 제조 코스트는 150\$/톤, 에탄/프로판 혼합 베이스는 320\$/톤 수준으로 동북아시아의 1,216\$/MT(나프타 1,000\$/톤 기준)에 비해 월등히 낮은 원가 경쟁력을 확보하고 있다. 2007년에 GCC(Gulf Cooperation Council; 걸프협력위원회)가 발표한 GCC 국별 에탄공급가격은 UAE가 1.1달러/mmBtu, 쿠웨이트가 1.25달러/mmBtu, 사우디아라비아가 0.75달러/mmBtu 수준으로 알려지고 있다. 향후 중장기적으로 3~4배 이상 가격이 상승한다고 가정하더라도 세계에서 가장 낮은 원가 경쟁력은 유지할 수 있을 것으로 예상된다.

고유가로 인해  
아시아 나프타 크래커  
북미의 에탄 크래커에  
비해서도 비교열위

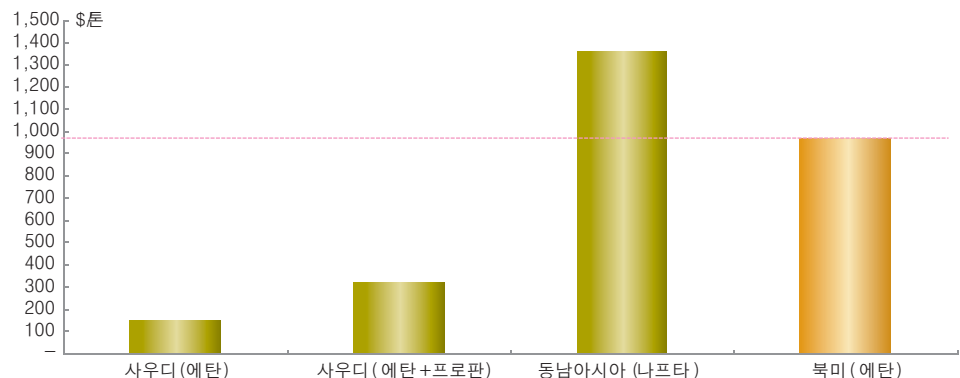
중동의 에탄 크래커의 절대경쟁력은 차치하더라도 문제는 아시아 나프타 크래커가 비교 대상인 북미의 에탄 크래커보다 원가경쟁력이 약화되고 있다는 것이다. 북미지역은 2007년 기준 전세계 에틸렌 생산능력의 28%를 점유(아시아 30%)하고 있으며, 이 중 에탄 등 천연가스 크래커가 50% 이상을 점유하고 있다. 최근 국제유가가 100\$/bbl을 넘어서면서 이전과 달리 북미의 에탄 크래커가 아시아의 나프타 크래커에 비해서 비교우위를 보이고 있어 향후 위협요인으로 작용할 것으로 판단된다. 연초 이후 나프타는 28%(5/21일 기준 1,123\$/톤) 상승한 반면, 북미 에탄가격은 반대로 13.6% 하락(5/21일 기준 99센트/gallon)하였다.

과거 북미의 에탄 크래커의 경우 캐나다 등에서 도입하는 천연가스 가격의 강세와 에탄 수급 불안정 등의 영향으로 가격이 급등하여 아시아 나프타 크래커에 비해서도 비교열위에 있었다. 그러나 최근 국제유가 급등의 영향으로 나프타 가격이 1,100\$/MT를 넘어서는 가격 상승을 함에 따라 에틸렌 제조 비용이 1,360\$/MT 수준인 반면, 북미 에탄설비의 경우 970\$/톤 수준에 머물고 있어 상대적으로 390\$/톤을 상회하는 원가경쟁력을 확보하고 있다.

향후 수급 완화 국면에서  
아시아설비 더욱  
고전 예상

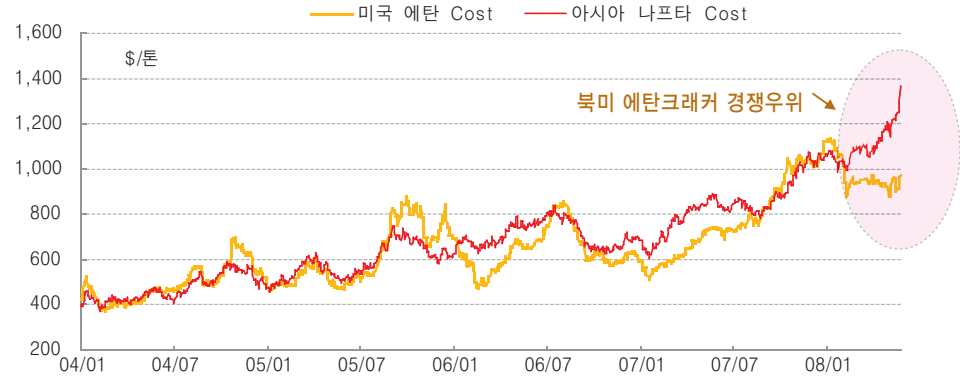
국제유가의 강세가 지속될 경우 북미 에탄 크래커의 경쟁력은 상대적으로 더욱 부각될 것으로 판단되며, 이로 인해 향후 상대적 비교열위로 인해 북미 설비가 많이 폐쇄될 것이라는 기존의 전망은 바뀔 수 밖에 없다. 동 경우 아시아 나프타 크래커는 가장 비교열위를 점할 수 밖에 없다. 북미지역은 에틸렌 생산비용에 있어 비교우위를 나타내며 PE, EG 등 유도품을 포함한 전반적 석유화학 제품 유도품 생산에 있어서도 원가경쟁력을 확보하게 될 것으로 예상된다. 이에 따라 향후 2010년까지 예상되는 석유화학 수급 완화 국면에서 아시아 설비들은 더욱 고전할 것으로 예상된다.

<그림 62> 주요 지역별 에틸렌 제조 코스트 (2008년 5월 22일 기준)



자료: 유진투자증권, 참고: 나프타 1,123\$/MT, 미국 Ethane(99센트/gallon)

〈그림 63〉 아시아 나프타 Vs 북미 에탄 크래커 에틸렌 제조 코스트 비교



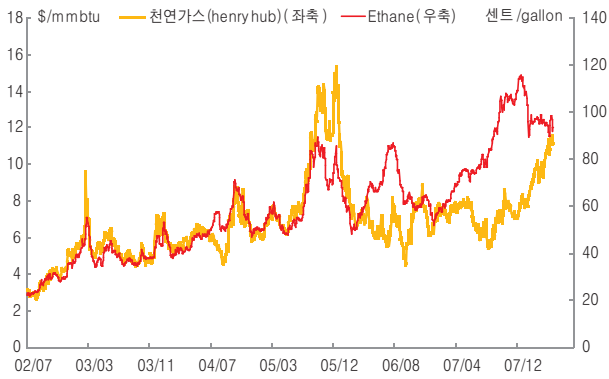
자료: Bloomberg, 유진투자증권

〈그림 64〉 아시아 나프타 - 북미 에탄 크래커 제조 코스트 spread



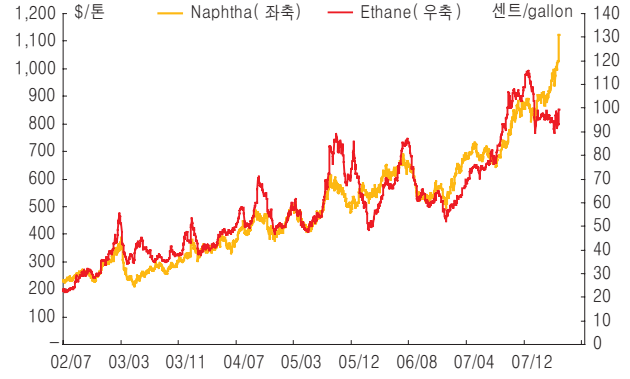
자료: Bloomberg, 유진투자증권

〈그림 65〉 미국 천연가스 & 에탄 가격 변화



자료: Bloomberg, 유진투자증권

〈그림 66〉 미국 에탄 & 나프타 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

〈표 14〉 주요 원재료별 기초유분 생산 비중

	Light naphtha	Ethane	Propane	Butane	Gas oil
Feed	2.98	1.29	2.38	2.51	3.85
Ethylene	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Hydrogen	0.05	0.11	0.05	0.04	0.04
Fuel gas	0.51	0.08	0.65	0.56	0.43
Propylene	0.46	0.04	0.40	0.43	0.62
C4s	0.26	0.04	0.10	0.26	0.36
Pygas	0.55	0.02	0.16	0.18	0.71
Fuel oil	0.15	0.00	0.01	0.04	0.69

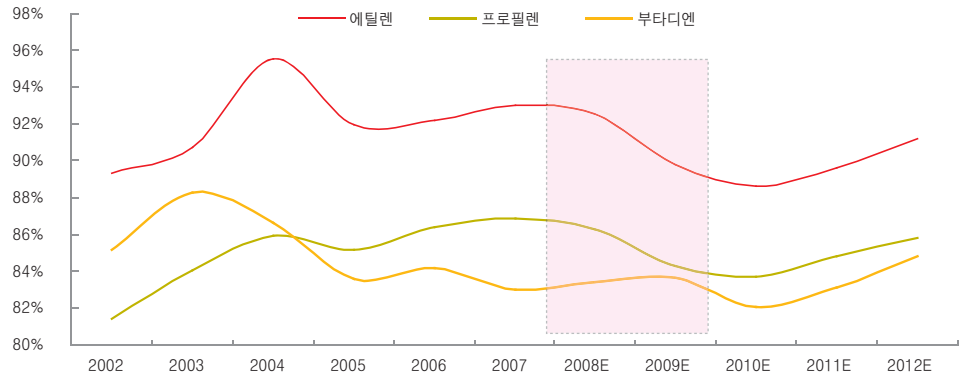
자료: Industry data, 유진투자증권

#### 4. 2008년 주요 제품별 수급 전망

- 기초유분 에틸렌, 프로필렌 수급 완화
- 방향족 계열 수급 완화 전망
- 폴리머 PE, PP, EG 등 수급 완화 본격화 전망
- 반면 PVC, ABS 등 수급 전망은 양호
- 폴리에스터 등 화섬은 중장기 수급 호전 진행형
- 합성고무 수급 호조

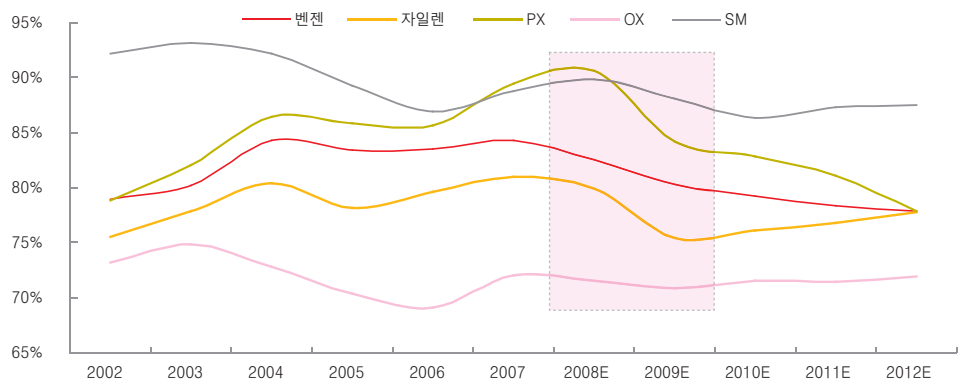
	<p>2008년 하반기 이후 제품별 수급 전망을 살펴보면, 1) PVC, ABS 등 합성수지, 2) 폴리에스터, PET Bottle Resin, TPA, 카프로락탐 등이 상대적으로 수급 호조를 보일 것으로 전망된다. 반면, 에틸렌, 프로필렌 등 기초유분과 방향족 계열의 수급 완화가 예상된다.</p>
<p>기초유분 하반기 이후 가동률 하락 본격화 전망</p>	<p>2008년 하반기 이후 사우디 등 중동 및 중국의 대규모 석유화학 설비 완공이 본격화되면서 부타디엔을 제외한 기초유분의 가동률이 2010년까지 가동률 하락세를 보일 것으로 전망된다. BTX 등 방향족 계열의 수급은 아시아지역을 중심으로 한 석유화학 설비들의 신증설 확대와 중국, 인도를 중심으로 한 정유설비 증대의 영향으로 2007년 하반기 이후 완화가 지속될 것으로 예상된다.</p>
<p>PE, PP, EG 등 폴리머 수급 완화 전망</p>	<p>폴리머 중 2007년부터 2008년 상반기까지 석유화학업체들의 수익성 호전을 주도하였던 PE(LD/LLD/HD), PP, EG 등의 수급은 중동의 에탄 크래커 신증설과 함께 동 유도품들의 신증설이 크게 확대되면서 에틸렌 등 기초유분과 동반하여 완화될 것으로 예상된다.</p>
<p>PVC, ABS 수급 호조 진행형</p>	<p>반면, PVC, ABS 등은 차별화된 수급 진행이 예상된다. PVC는 카바이드 공법을 중심으로 한 대규모 증설로 인해 수급 완화가 우려되에도 불구하고, 카바이드 공법의 원가경쟁력 약화에 따른 카바이드 공법 VCM 가동률 하락 등의 영향으로 수급 호조가 예상된다. ABS는 2008년 이후 신규 증설이 축소됨에 따라 점진적인 가동률 상승 국면 진행이 기대된다.</p>
<p>폴리에스터 계열 호조는 중장기적</p>	<p>지난 2006년 상반기를 저점으로 하반기 이후 수급이 호전된 폴리에스터는 대규모 신증설 일단락되고 꾸준한 수요 증진의 영향으로 향후 2012년까지 가동률 상승이 예상된다. 여기에 폴리에스터에 비해 1년 정도 후행적 수급을 보이고 있는 PET Bottle Resin도 2007년을 저점으로 신증설 축소의 영향으로 수급 호전 추세 진행이 예상된다. TPA는 2008년 이후 공급 축소와 중국의 지역 업체들의 구조조정 영향으로 수급 호전이 기대된다. 나일론 원료인 카프로락탐은 제한적인 신증설 영향으로 2004년 이후 지속되고 있는 높은 가동률이 2008년~2009년에도 지속될 것으로 전망된다.</p>
<p>합성고무 호조 전망</p>	<p>전방산업인 자동차/타이어 산업이 중국, 인도를 중심으로 신규 증설이 집중되면서 합성고무의 수급은 2008년 호조 추세가 지속될 것으로 전망된다. 여기에 대체재인 천연고무 가격 강세는 합성고무 수급에도 긍정적이다. 2009년 금호석유의 증설 영향으로 수급이 일시적으로 둔화가 예상되나, 전방산업의 증설로 인한 수요확대로 이를 상쇄할 것으로 예상된다.</p>

〈그림 67〉 세계 주요 기초유분 가동률 전망



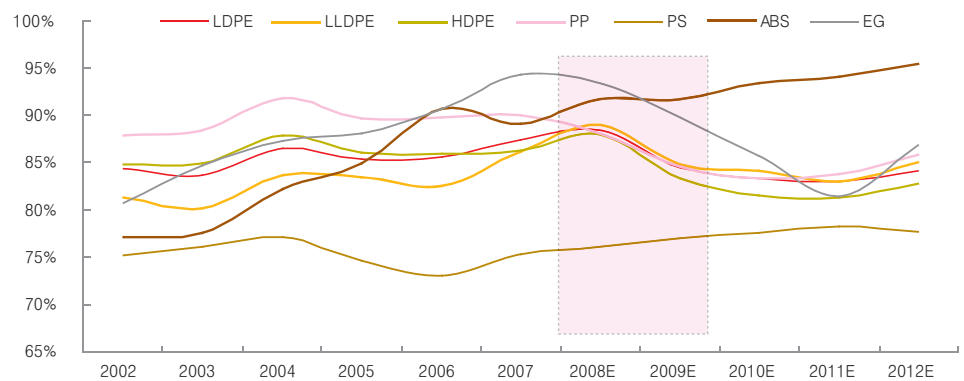
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 68〉 세계 주요 방향족 계열 가동률 전망



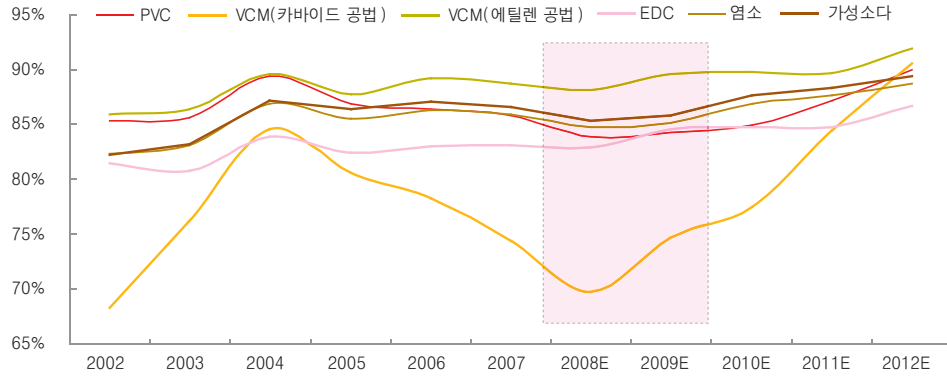
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 69〉 세계 주요 합성수지/합성원료 가동률 전망



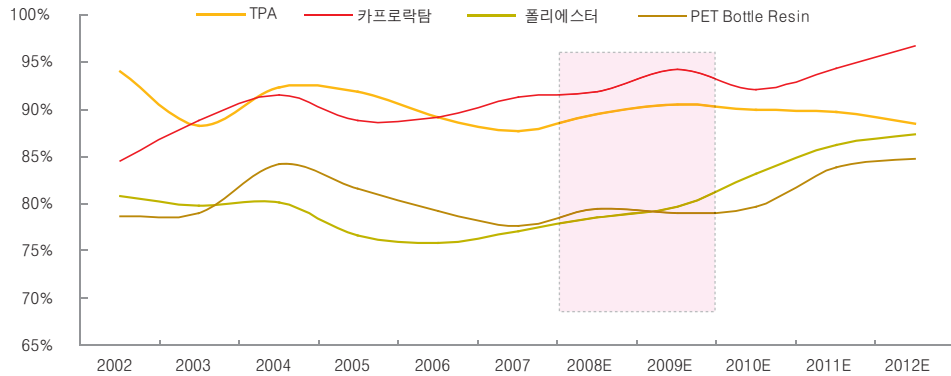
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 70〉 세계 PVC 계열 가동률 전망



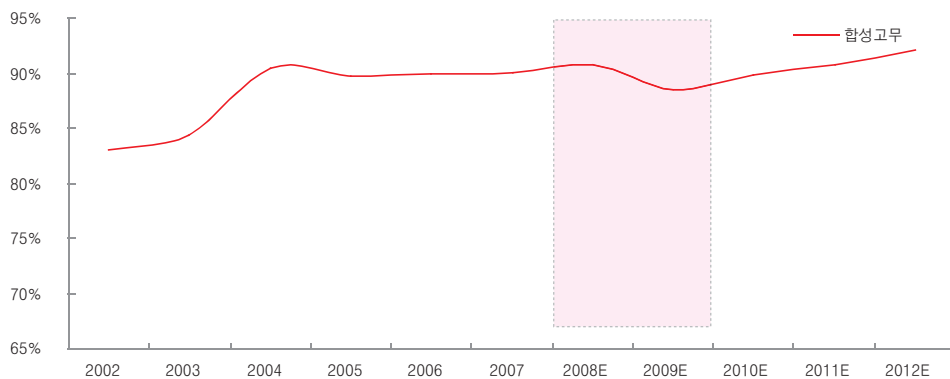
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 71〉 세계 주요 화섬 계열 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 72〉 세계 합성고무 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권



## V. 주요 제품별 전망

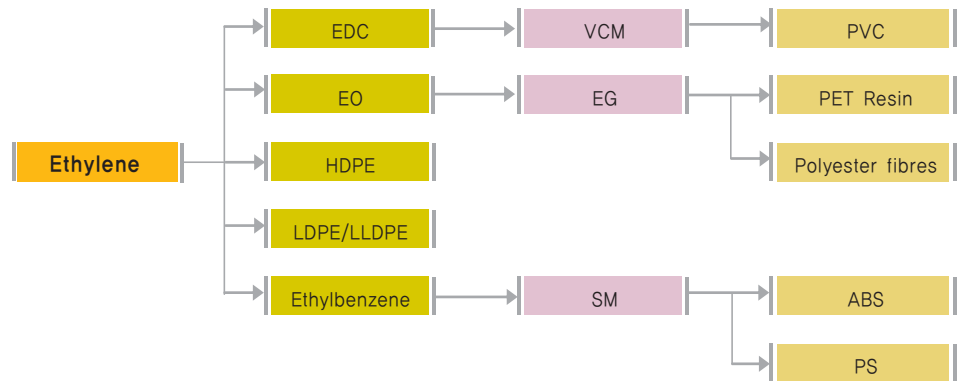
1. 에틸렌 - 2008년 하반기 이후 본격 수급 완화
2. 프로필렌 - 2009년 이후 수급 완화 예상
3. 부타디엔 - 2008~2009년 수급 양호
4. 벤젠 & 유도품(SM / PS /ABS)
  - 벤젠 수급 둔화 Vs ABS 수급 호전 전망
5. PE-2008년 하반기 이후 수급 완화 본격화 예상
6. PP-2008년 하반기 이후 공급물량 큰 폭 증대
7. PVC - 카바이드공법 경쟁력 약화로 수급 전망 긍정적
8. CA(Chlor-alkali) - 2008년~2009년 수급 일시 둔화 예상
9. MEG - 2008년 하반기 이후 수급 완화 본격화
10. TPA - 2008년~2010년 수급 호전 국면
11. MX - 2008년~2009년 수급 완화, 이후 완만한 회복
12. PX - 2009년 이후 수급 완화 본격화 전망
13. O-X - 2008년 수급 양호한 흐름 유지
14. PIA - 수급 호조 장기화 전망
15. POLYESTER - 2007~2012년 중장기 수급 호전 전망
16. Caprolactam - 장기 수급 전망 호조
17. 합성고무 - 2008년 수급 호조

### 1. 에틸렌 - 2008년 하반기 이후 본격 수급 완화

에틸렌으로부터 약 60%의 유기화합물 생성. 석유화학 공업에 있어 가장 중요한 제품	에틸렌은 석유화학 공업에 있어 가장 중요한 제품이다. 에틸렌으로부터 전체 약 60%의 유기화합물들이 생성되기 때문이다. 이에 따라 석유화학 경기 분석 시에는 대표적으로 에틸렌 수급을 이용하여 전망한다. 에틸렌은 석유 또는 천연가스 등 탄화수소를 열분해 하여 제조하고 원재료 별로 나프타의 경우 약 30%, 에탄 59%, 프로판 42%, 부탄 30% 등으로 각각 생산된다.
2008년 하반기 이후 수급 완화 본격화	에틸렌은 낮은 공급증가율 대비 높은 수요증가율을 바탕으로 지난 2003년 이후 가동률 호조 국면이 진행되었다. 2008년 세계 에틸렌 가동률은 수요증가율 4.1%, 공급증가율 4.5%로 전년보다는 다소 낮은 92.5%로 예상되나, 공급 증가의 하반기 집중으로 연간 가동률은 상고하저의 모습이 예상된다.
하반기 이후 대규모 신증설 본격화 예상	2008년 하반기 이후 사우디의 Yansab(에틸렌 130만톤), SHARQ(120만), Sahara(100만톤) 등 대규모 신규 설비들의 연이은 가동이 예정되어 있으며, 2009년~2010년에도 사우디, 이란, 중국에서의 신증설들이 다수 계획되어 있어 가동률 하락이 불가피 할 것으로 전망된다. 그러나 2011년 이후에는 신규 설비 증설이 축소되면서 재차 점진적인 가동률 회복 국면 진입이 예상된다.

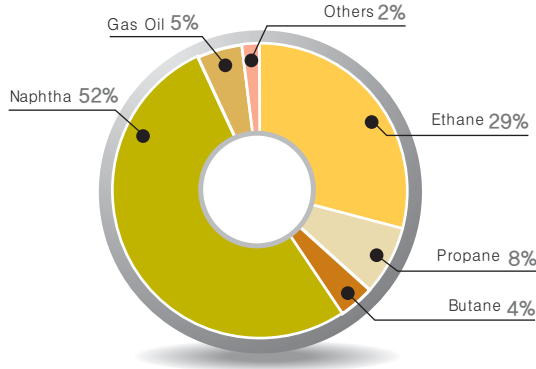
제품설명	석유화학공업에서 가장 중요한 제품. 에틸렌으로부터 전체 약 60% 수준의 유기화합물들 생성. 무색에 가연성 성질이 있는 가스.
제조과정	석유 또는 천연가스 등 탄화수소를 열분해하여 제조.
주요 용도	HDPE, LDPE, LLDPE, EO, EG, EDC, VCM
주요 원재료 및 원단위	가스오일(3.85-4.88), 납사(3.0-3.3), 부탄(2.50-2.60), 프로판(2.4), 에탄(1.3)
국내 주요 업체 생산 능력 (단위:천톤, 2008.05 기준)	여천NCC 1,812, LG화학 1,660, 롯데대산 1,000, 삼성토탈 860, SK에너지 760, 호남석유 750, 대한유화 470
세계 공급 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 2.7%, 2008-2012 : 5.0%
세계 수요 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 3.5%, 2008-2012 : 4.5%

<그림 73> 에틸렌 주요 계통도



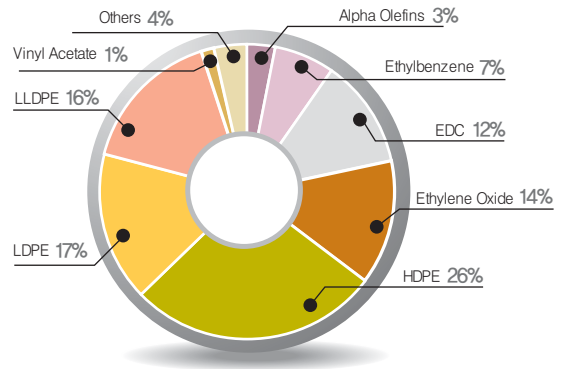
자료: 유진투자증권

〈그림 74〉 세계 에틸렌 제조 비중 (2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 75〉 세계 에틸렌 용도별 수요 (2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 15〉 세계 Top 에틸렌 생산업체 현황

순위	기업명	생산능력(천톤)	세계비중
1	Dow	10,443	8.7%
2	SABIC	9,241	7.7%
3	ExxonMobil	8,060	6.7%
4	Shell	6,515	5.4%
5	SINOPEC	5,097	4.3%
6	Lyondell	4,749	4.0%
7	Ineos	4,521	3.8%
8	NPC-Iran	4,030	3.4%
9	Formosa Group	4,005	3.3%
10	Total	3,649	3.1%
합계		60,310	50.4%
<b>World</b>		119,559	

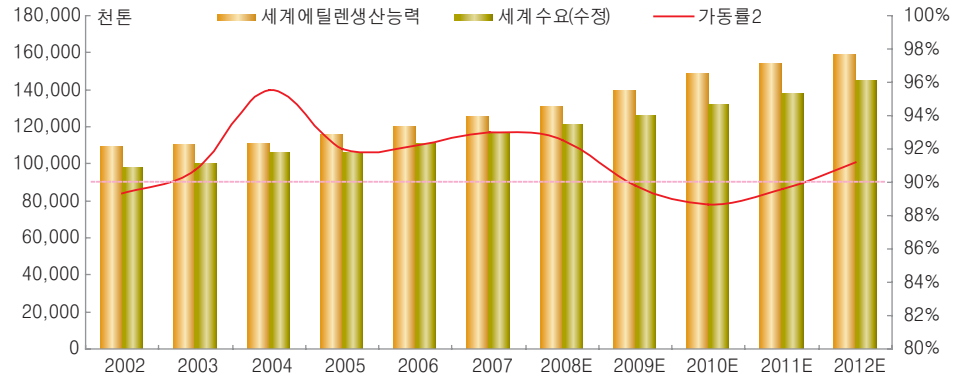
자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 16〉 세계 에틸렌 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 에틸렌 생산능력	109,392	110,562	111,196	115,628	120,288	125,187	131,074	140,057	148,623	154,311	159,691
설비 순증		1,170	634	4,432	4,660	4,899	5,887	8,983	8,566	5,688	5,380
YoY, %		1.1%	0.6%	4.0%	4.0%	4.1%	4.7%	6.9%	6.1%	3.8%	3.5%
세계 수요	95,609	98,427	104,098	104,161	108,674	113,707	118,861	124,280	130,698	135,848	141,725
설비 순증		2,818	5,671	63	4,513	5,033	5,154	5,419	6,418	5,150	5,877
YoY, %		2.9%	5.8%	0.1%	4.3%	4.6%	4.5%	4.6%	5.2%	3.9%	4.3%
가동률	87.4%	89.0%	93.6%	90.1%	90.3%	90.8%	90.7%	88.7%	87.9%	88.0%	88.7%

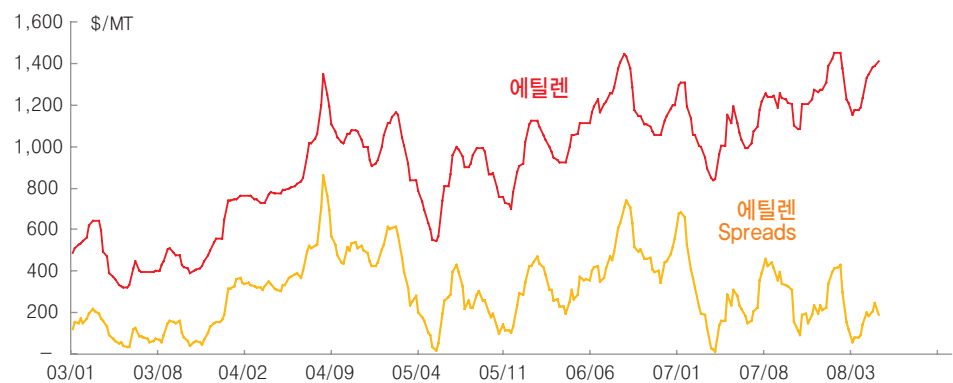
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 76〉 세계 에틸렌 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 77〉 에틸렌 가격 및 변동마진 동향



자료: 유진투자증권, 참고: Spread는 에틸렌가격-나프타 기준 제조비용

## 2. 프로필렌 - 2009년 이후 수급 완화 예상

### 프로필렌 2009년 이후 수급 완화 예상

프로필렌은 NCC에서 에틸렌 생산 시 부산물로 약 15% 가량 생산되는 기초유분이며, 정유업체의 FCC에서 생산되는 Off-gas로부터의 부산물로도 생산된다. 또한 Propane dehydrogenation(PDH, 프로판 탈수소화) 공정도 있다. PDH의 경우 국내에서는 효성과 태광산업이 동 설비를 보유하고 있다. 이외에도 Metathesis(치환) 공정 등을 통해 의도적으로 프로필렌을 생산하는 제조방법도 있으며, 국내 LG화학(구 LG석유화학)이 동 설비를 통해 10만톤/년의 프로필렌을 생산하고 있다.

2008년 프로필렌은 한국, 대만을 포함한 동북아시아 지역의 NCC 증설 증가의 영향으로 전년 대비 434만톤(YoY 5.2%)의 공급증대가 있었음에도 불구하고, PP, PO 등 유도품 호조의 영향으로 수요가 329만톤(YoY+4.5%) 증대됨에 따라 가동률은 2007년에 비해 소폭 하락한 86.3%가 예상된다. 전반적으로 유도품은 가동률이 호조가 예상되고 있는데, 특히 AN, 2-EH 등이 신규 생산설비 증설이 없어 수급이 크게 불안정한 모습이 지속될 것으로 판단된다.

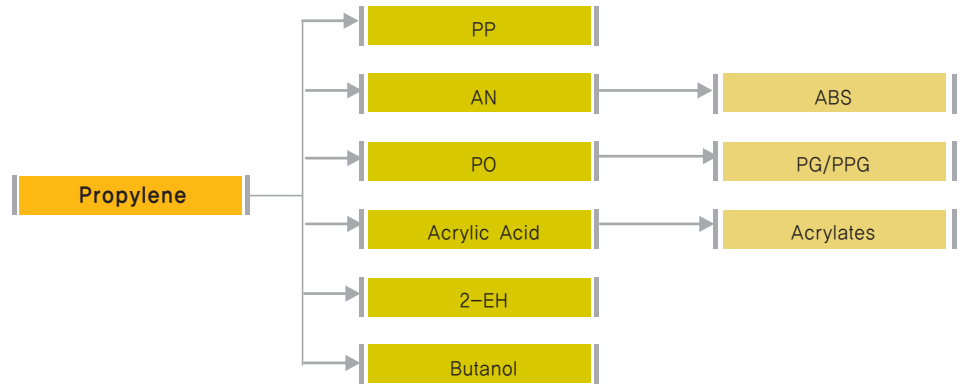
2009년은 신증설 확대에 따른 8.0%의 공급증대가 예상되고, 유도품 수요 호조가 지속되면서 수요증가율 또한 5.5% 수준을 기록할 것으로 보여 가동률은 84.3%로 하락할 것으로 전망된다.

향후 2008년~2012년 세계 프로필렌 공급 증대량은 약 242백만톤(연평균 5.2%)으로 대부분 아시아와 중동을 중심으로 확대될 것으로 예상된다. 프로필렌 공급은 예전의 경우 NCC 증설 시 에틸렌과 동반하여 증대되었으나, 2008년 하반기 이후 신증설이 본격화되는 사우디아라비아 등 중동 물량은 주로 에탄 등 천연가스를 원료로 하고 있어 향후에는 설비증가율이 에틸렌과 유사하지 않을 것으로 전망된다. 그렇기에 앞으로는 세계 정유업체들의 FCC 증설 확대와 메타시스 및 PDH 공법, 중국을 중심으로 석탄을 원재료로 한 MTO(methanol-to-olefins) 방식의 프로필렌 공급 등이 상대적으로 늘어 날 것으로 전망되고 있다.

프로필렌 수급은 향후 에틸렌과 동일 궤적이 예상되나, 에틸렌이 사우디 등 중동증설의 영향으로 2008년 하반기 이후 수급 완화가 본격화 될 것으로 예상되는 반면, 프로필렌은 중국 증설이 재차 확대되는 2009년 이후 가동률 하락이 본격화 될 것으로 전망된다.

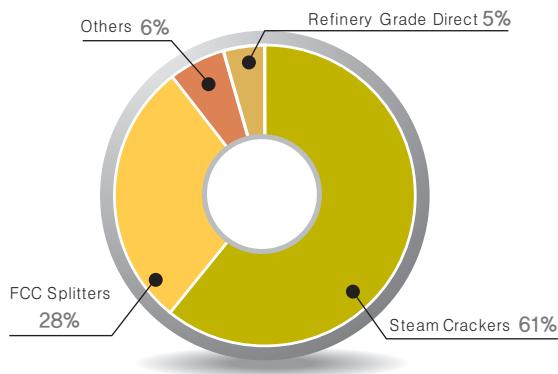
제품설명	상온/상압하에서 무색, 가연성 가스이며, 액화석유가스로 탄화수소 특유의 냄새를 지님.
제조공정	Steam Cracker와 FCC의 부산물, 또는 PDH공정과 치환공정을 통해 의도적으로 생산.
주요 용도	PP, PO, AN, 2-EH
주요 원재료 및 원단위	납사 (6.2-7.7), 가스오일(6.4-7.2), 부탄 (5.5-6.0), 프로판 (5.0-8.0)
국내 주요 업체 생산 능력 (단위:천톤, 2008.05 기준)	LG화학 960, 여천NCC 911, 삼성토탈 570, 롯데대산 500, SK에너지 485 호남석유 380, 대한유화 350, 태광산업 250, S-Oil 200, GS칼텍스 175, 효성 165
세계 공급 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 3.2%, 2008-2012 : 5.2%
세계 수요 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 4.6%, 2008-2012 : 5.0%

〈그림 78〉 프로필렌 주요 계통도



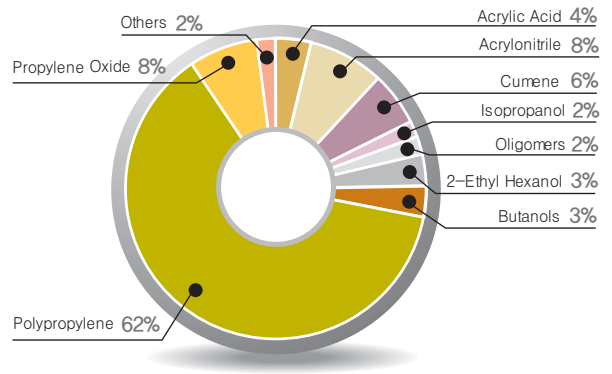
자료: 유진투자증권

〈그림 79〉 세계 프로필렌 제조 비중 (2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 80〉 세계 프로필렌 용도별 수요 (2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 17〉 세계 Top 프로필렌 생산업체 현황

순위	기업명	생산능력(천톤)	세계비중
1	Shell	4,318	6.2%
2	ExxonMobil	4,310	6.2%
3	SINOPEC	4,184	6.0%
4	Total	3,314	4.8%
5	Dow	3,164	4.6%
6	Formosa Group	2,974	4.3%
7	Lyondell	2,835	4.1%
8	CNPC	2,434	3.5%
9	SABIC	2,418	3.5%
10	Ineos	2,253	3.3%
합계		32,204	46.5%
World		69,320	

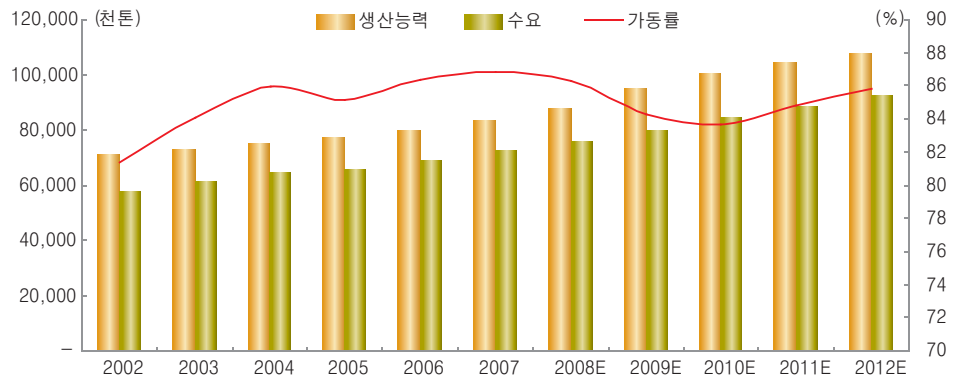
자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 18〉 세계 프로필렌 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 프로필렌 생산능력	71,182	73,275	75,085	77,259	80,179	83,513	87,858	94,914	100,716	104,485	107,722
설비 순증		2,093	1,810	2,174	2,920	3,334	4,345	7,056	5,802	3,769	3,237
YoY, %		2.9%	2.5%	2.9%	3.8%	4.2%	5.2%	8.0%	6.1%	3.7%	3.1%
세계 수요	57,945	61,597	64,523	65,795	69,267	72,526	75,810	80,003	84,303	88,593	92,450
설비 순증		3,652	2,926	1,272	3,472	3,259	3,284	4,193	4,300	4,290	3,857
YoY, %		6.3%	4.8%	2.0%	5.3%	4.7%	4.5%	5.5%	5.4%	5.1%	4.4%
가동률	81.4%	84.1%	85.9%	85.2%	86.4%	86.8%	86.3%	84.3%	83.7%	84.8%	85.8%

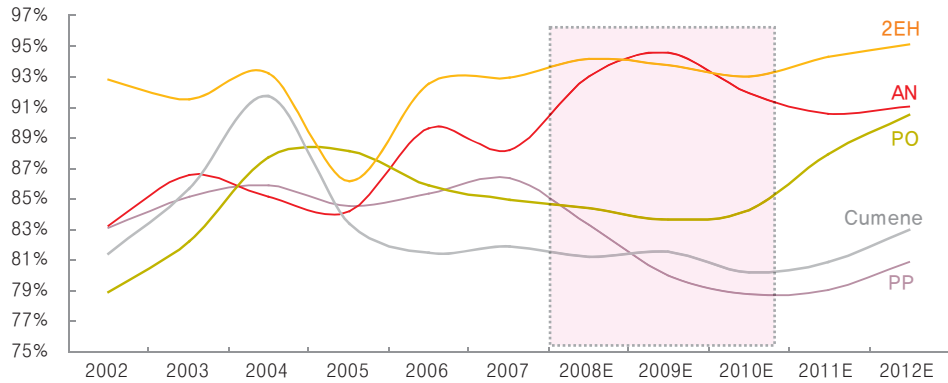
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 81〉 세계 프로필렌 가동률 전망



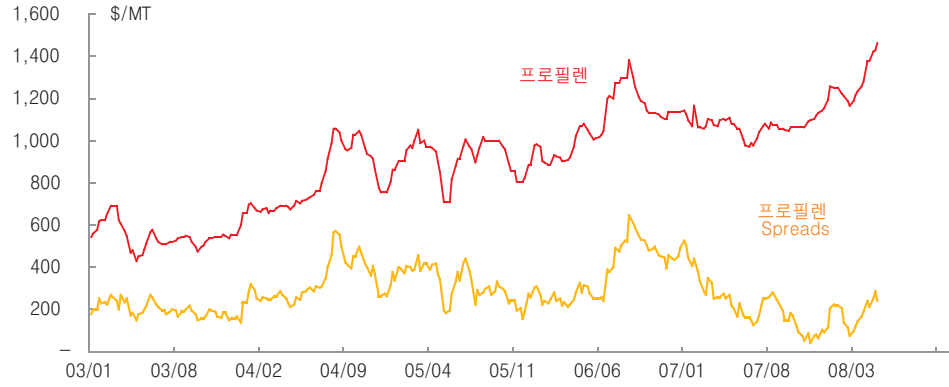
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 82〉 세계 프로필렌 주요 유도품 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 83〉 프로필렌 가격 및 변동마진 동향



자료: 유진투자증권, 참고: Spread는 프로필렌-나프타 기준 제조비용

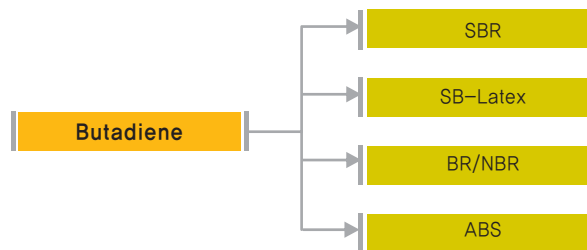
### 3. 부타디엔 - 2008~2009년 수급 양호

2007년 한국, 대만  
신증설 영향  
가동률 하락, 그러나  
2008~2009년 수급 양호

부타디엔은 주로 NCC에서 부산물로 생산되는 C4 유분으로부터 추출하거나, 부탄을 탈수소화하여 제조한다. 2007년 부타디엔 수급은 한국, 대만을 중심으로 한 신증설 확대의 영향으로 가동률이 하락하였다. 그렇지만 2008년~2009년 세계 부타디엔 가동률은 83.5%로 전망되어 2007년 대비 양호한 흐름이 예상된다. 향후 중동의 신증설 스틱크래커는 천연가스(에탄, 프로판, 부탄)를 중심으로 한 것이어서 여타 기초유분 부타디엔 증설 규모가 크지 않기 때문이다. 2008년의 경우 한국(롯데대산) 및 동남아업체들의 일부 증설이 있으나 규모가 크지 않으며, 2009년을 시작으로 2010년에 중국업체들의 신증설이 본격화 될 것으로 전망된다.

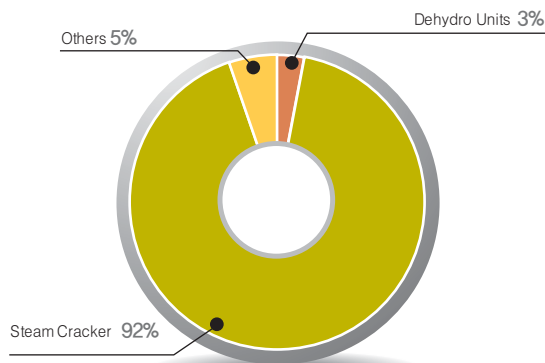
제품설명	합성고무의 주원료로 상온에서 특이한 냄새가 나는 기체, 알코올이나 에테르에 잘 녹음.
제조공정	C4 유분으로부터 추출하거나, 부탄을 탈수소화하여 제조
주요 용도	폴리부타디엔, SBR, SB Latex, ABS 등
주요 원재료 및 원단위	에탄(33~62), 납사(5.2~9.1), 프로판(4.5~8.8), 부탄(1.11~1.7),
국내 주요 업체 생산 능력 (단위:천톤, 2008.05 기준)	LG화학 265, 금호석유 256, 여천NCC 220, 롯데대산 150, SK에너지 130, 삼성토탈 100
세계 수요 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 3.7%, 2008-2012 : 2.8%
세계 수요 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 3.2%, 2008-2012 : 3.3%

<그림 84> 부타디엔 주요 계통도



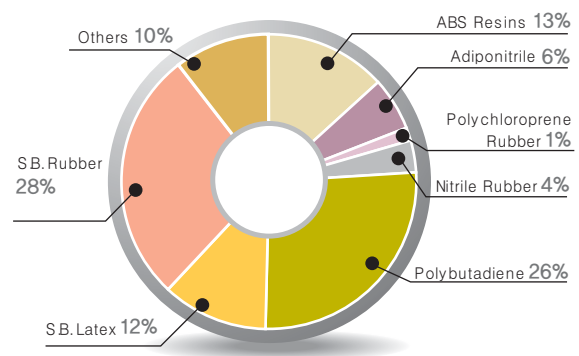
자료: 유진투자증권

<그림 85> 세계 부타디엔 제조 비중(2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

<그림 86> 세계 부타디엔 용도별 수요(2007년 기준)



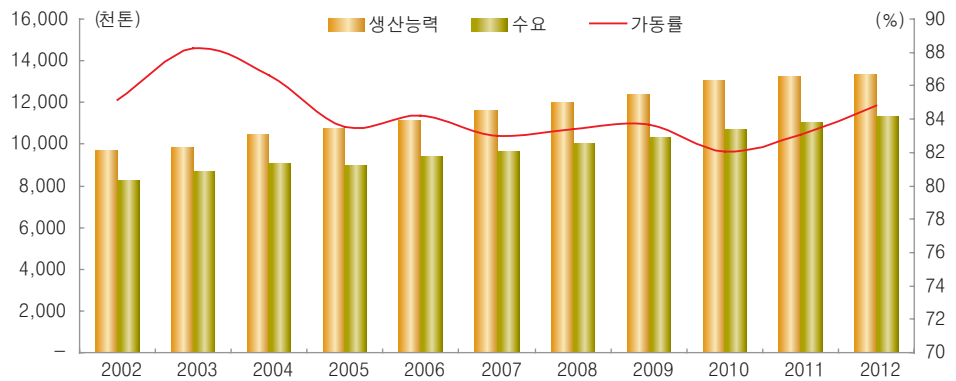
자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 19〉 세계 부타디엔 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 부타디엔 생산능력	9,696	9,843	10,434	10,778	11,170	11,612	11,990	12,385	13,035	13,270	13,345
설비 순증		147	591	344	392	442	378	395	650	235	75
YoY, %		1.5%	6.0%	3.3%	3.6%	4.0%	3.3%	3.3%	5.2%	1.8%	0.6%
세계 수요	8,257	8,687	9,037	9,007	9,403	9,639	10,003	10,359	10,696	11,026	11,321
설비 순증		430	350	(30)	396	236	364	356	337	330	295
YoY, %		5.2%	4.0%	-0.3%	4.4%	2.5%	3.8%	3.6%	3.3%	3.1%	2.7%
가동률	85.2%	88.3%	86.6%	83.6%	84.2%	83.0%	83.4%	83.6%	82.1%	83.1%	84.8%

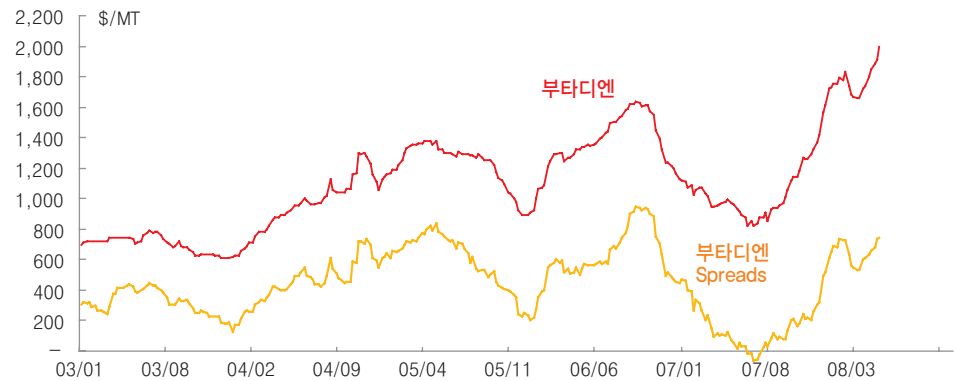
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 87〉 세계 부타디엔 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 88〉 부타디엔 가격 및 변동마진 동향



자료: 유진투자증권, 참고: Spread는 부타디엔- 나프타 기준 제조비용

#### 4. 벤젠 & 유도품 (SM / PS / ABS)

##### - 벤젠 수급 둔화 Vs ABS 수급 호전 전망

벤젠 2007년~2012년  
가동률 하락국면 진행 예상

벤젠은 방향족계열 제품 중 가장 다양한 용도로 사용되는 중용한 제품으로 SM, PS, ABS, 페놀, 폴리 카보네이트, 카프로락탐, MDI 등의 기초 원재료로 사용되고 있다. 벤젠은 2003~2006년 평균 공급증가율이 2.1% 수준에 불과하였으나, 2007년~2010년에는 4.9%에 달할 것으로 전망되어 평균 수요증가율 3.6%를 상회할 것으로 전망된다. 이는 2007년 이후 중국, 한국, 대만, 인도 등 아시아지역의 NCC 및 정유설비의 신증설이 집중적으로 나타나기 때문이다. 이에 따라 벤젠 가동률은 2006년을 정점으로 2007년 이후 2012년까지 가동률 하락 국면 진행이 예상된다. 다만 벤젠은 미국의 휘발유 수급에 영향을 많이 받기 때문에 하절기 드라이빙 시즌에는 일시적인 가격 강세 현상을 나타낼 가능성도 있다.

SM 2009년~2010년  
사우디, 이란, 중국 등  
신증설 집중

SM은 중간유분으로 PS, ABS, EPS, SAN 등의 핵심원료로 사용된다. SM은 2009~2010년 사우디, 이란, 중국 등을 중심으로 한 설비증설 확대의 영향으로 동시점 가동률 하락이 불가피 할 것으로 예상된다. 다만 2008년 미국 SM생산업체들의 구조조정과 일본 Asahi Kasei의 15만톤 설비폐쇄, 남미 및 유럽 노후설비의 가동중단 등의 영향으로 생산능력증가율이 크게 하락하여 2008년 타이트 한 수급은 지속될 것으로 예상된다.

PS 다소 수급 개선되나  
가동률 증대폭은 크지 않아

PS는 지난 2005년 이후 전기·전자 및 가전제품 시장은 슬립화, 국내 제조공장의 해외이전, 중국산 문구 완제품 수입증가, 포장재의 간소화, 식품용기의 대체재 전환 확산, 국내 어획량 감소, 음반시장의 침체에 따른 CD 및 비디오테이프 판매 감소 등 다양한 요인 때문에 수요가 위축되었고 주요 원재료인 SM의 가격 강세로 수익성 또한 크게 악화되었다. 향후 수급은 공급 증대 폭 둔화로 인해 다소 개선될 여지가 있으나, 가동률 증대 폭은 제한적일 것으로 예상된다.

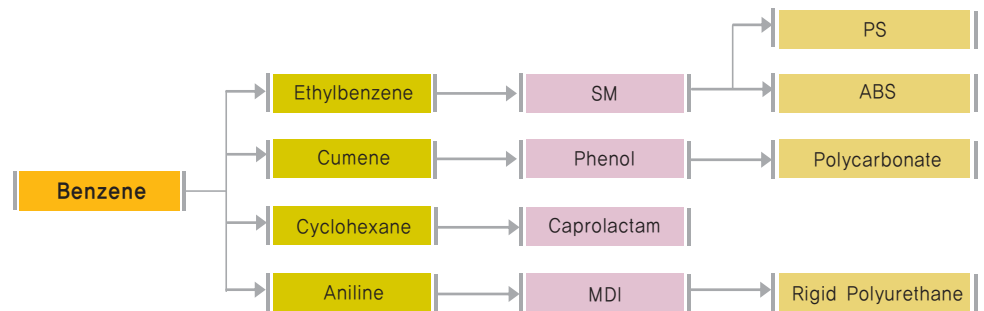
ABS는 2008년 이후 공급  
축소로 가동률 호전 전망

ABS는 중국을 중심으로 한 생산 및 수요구조 재편과 SM, 부타디엔, AN 등 원재료 가격의 강세 영향으로 수익성이 악화되면서 북미, 유럽 등의 설비가 상당수 가동중단 되었었다. 이러한 상황에서 2007년 중국 중심의 대규모 설비증설 이후 2008년 이후부터는 공급 증가율이 2.5% 내외로 축소될 것으로 전망되기에 점진적인 가동률 상승이 예상된다. 다만, 수익성은 SM, 부타디엔, AN 등 주요 원재료 등의 수급 상황 변화가 수익성을 판가름할 것으로 판단된다.

제품설명	벤젠	정육각형 구조를 가진 무색의 방향족 탄화수소. 독특한 냄새가 나며 용해제, 향료살충제, 폭약 등에 쓰임.
	SM	방향성의 무색액체로 알코올 및 에테르에는 녹으나 물에는 녹지 않음. 열, 빛, 촉매에 의해 쉽게 중합되고 점도가 높아 무색의 고체상태까지 됨.
	PS	SM을 주원료로 생산되는 열가소성 수지
	ABS	세가지 다른 단위체(SM, 부타디엔, AN)로부터 만들어진 삼중합체로 열가소성수지. 광택이 있는 성형제품 제조시 사용.
제조공정	벤젠	중질납사(HSRN, Heavy Straight Run Naphtha) 개질 방법, 분해가솔린(Cracked Gasoline) 방법, HDA(Hydrodealkylation) 공정 등
	SM	에틸벤젠 탈수소화, 산화에폭시탈수법(SM/PO, Acetic Acid 병산 생산) 등
주요 용도	벤젠	에틸벤젠, 큐멘, 싸이클로헥산
	SM	PS, ABS, EPS
	PS	가전 및 OA 기기의 하우징, 테이프 및 CD케이스, 음료용기, 일회용용기 등
	ABS	가전제품 하우징, 자동차 내외장재, 사무기 등

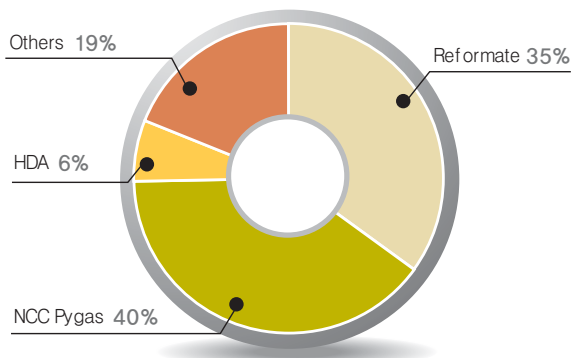
주요 원재료 및 원단위	벤젠	에탄 (99~312), 납사 (13.4~24.6), 톨루엔 (disproportionation-2.5, HAD-1.23)
	SM	에틸벤젠(1.1~1.2), 에틸벤젠 - 벤젠(0.75)
	PS	SM(1.00~1.05)
	ABS	SM(0.54), 부타디엔(0.19), AN(0.27)
국내 주요 업체 생산 능력 (단위:천톤, 2008.05 기준)	벤젠	GS칼텍스 870, 삼성토탈 850, SK에너지 550, LG화학 506, 여천NCC 396, 롯데대산 320, S-Oil 200, 호남석유 150, 동양제철화학 140, 케이피케미칼 102, 현대오일 100
	SM	삼성토탈 870, LG화학 670, 롯데대산 500, SK에너지 370, 한국바스프 320, 여천NCC 290, 동부하이텍 150
	PS (EPS포함)	한국바스프 320, 금호석유 301, 제일모직 242, LG화학 232 동부하이텍 150, SH케미칼 90
	ABS	LG화학 560, 제일모직 450, 한국바스프 250, 금호석유220
세계 공급 성장률 (AAGR)	벤젠	2003-2007 : 2.5%, 2008-2012 : 4.6%
	SM	2003-2007 : 4.0%, 2008-2012 : 3.0%
	PS	2003-2007 : -0.2%, 2008-2012 : 0.8%
	ABS	2003-2007 : 3.8%, 2008-2012 : 2.4%
세계 수요 성장률 (AAGR)	벤젠	2003-2007 : 3.9%, 2008-2012 : 2.9%
	SM	2003-2007 : 3.2%, 2008-2012 : 2.7%
	PS	2003-2007 : -0.1%, 2008-2012 : 1.4%
	ABS	2003-2007 : 6.8%, 2008-2012 : 3.9%

〈그림 89〉 벤젠 계열 주요 계통도



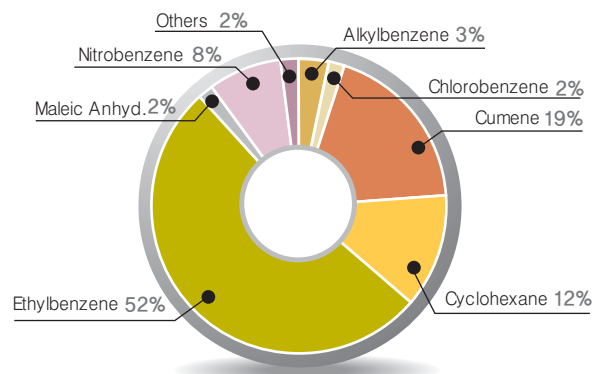
자료: 유진투자증권

〈그림 90〉 세계 벤젠 원료 비중 (2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 91〉 세계 벤젠 용도별 수요 (2007년 기준)



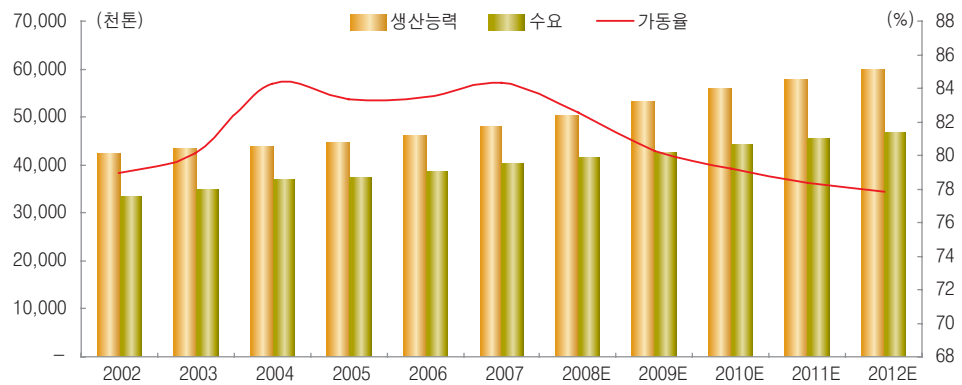
자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 20〉 세계 벤젠 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 벤젠 생산능력	42,383	43,384	43,809	44,785	46,101	47,998	50,270	53,306	55,902	57,926	60,002
설비 순증		1,001	425	976	1,316	1,897	2,272	3,036	2,596	2,024	2,076
YoY, %		2.4%	1.0%	2.2%	2.9%	4.1%	4.7%	6.0%	4.9%	3.6%	3.6%
세계 수요	33,466	34,775	36,904	37,336	38,487	40,460	41,512	42,781	44,267	45,385	46,713
설비 순증		1,309	2,129	432	1,151	1,973	1,052	1,269	1,486	1,118	1,328
YoY, %		3.9%	6.1%	1.2%	3.1%	5.1%	2.6%	3.1%	3.5%	2.5%	2.9%
가동률	79.0%	80.2%	84.2%	83.4%	83.5%	84.3%	82.6%	80.3%	79.2%	78.3%	77.9%

자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 92〉 세계 벤젠 가동률 전망



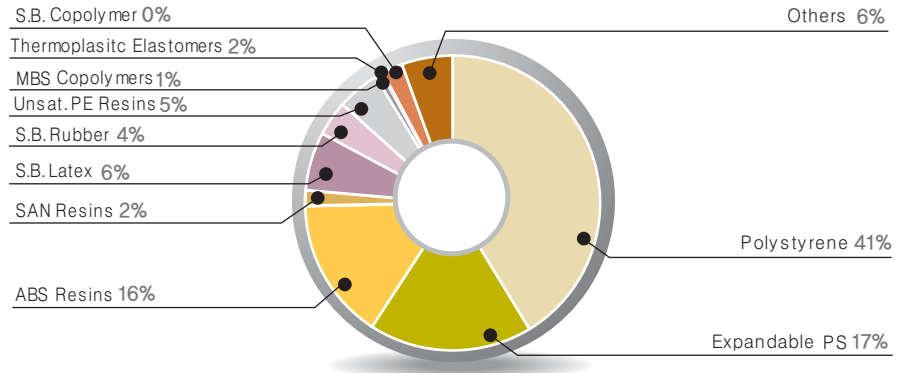
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 93〉 벤젠 가격 및 변동마진 동향



자료: 유진투자증권, 참고: Naphtha Spreads

〈그림 94〉 세계 SM 용도별 수요(2007년 기준)



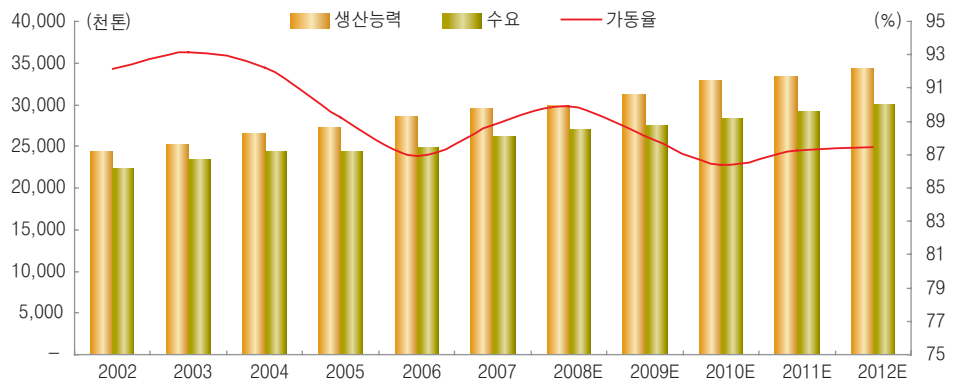
자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 21〉 세계 SM 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 SM 생산능력	24,353	25,103	26,506	27,274	28,643	29,564	29,996	31,276	32,860	33,438	34,338
설비 순증		750	1,403	768	1,369	921	432	1,280	1,584	578	900
YoY, %		3.1%	5.6%	2.9%	5.0%	3.2%	1.5%	4.3%	5.1%	1.8%	2.7%
세계 수요	22,439	23,389	24,435	24,332	24,896	26,253	26,962	27,548	28,384	29,182	30,037
설비 순증		950	1,046	(103)	564	1,357	709	586	836	798	855
YoY, %		4.2%	4.5%	-0.4%	2.3%	5.5%	2.7%	2.2%	3.0%	2.8%	2.9%
가동률	92.1%	93.2%	92.2%	89.2%	86.9%	88.8%	89.9%	88.1%	86.4%	87.3%	87.5%

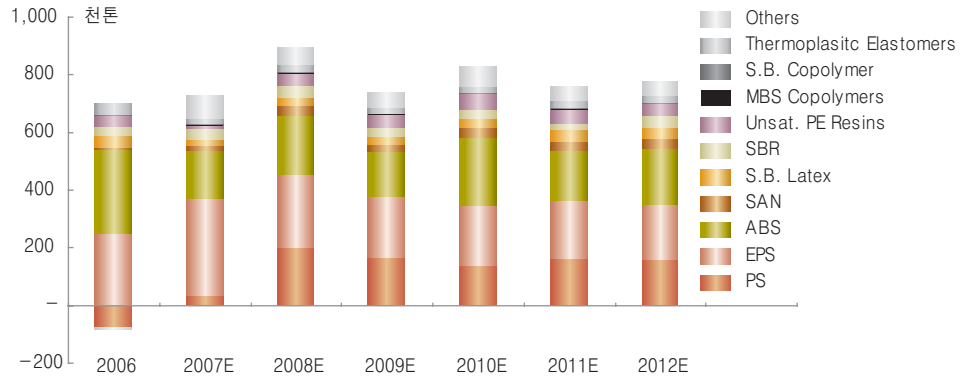
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 95〉 세계 SM 가동률 전망



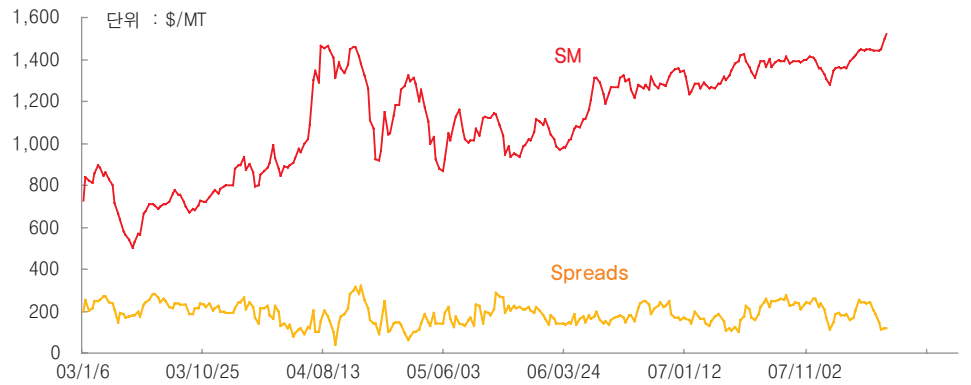
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 96〉 SM 유도품 수요 동향 - 향후 EPS, ABS 수요 주도 예상



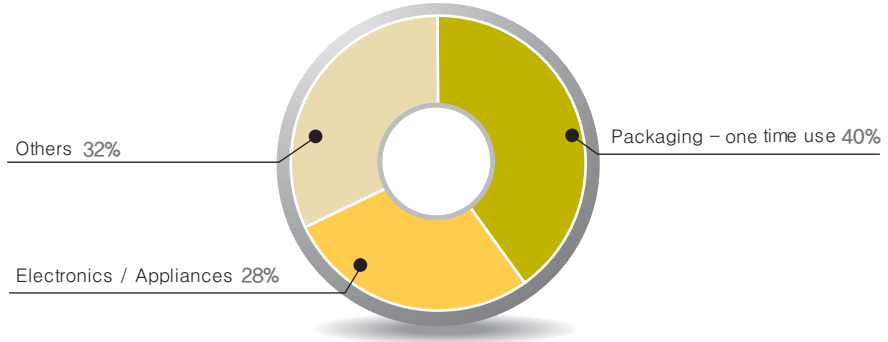
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 97〉 SM 가격 및 변동마진 동향



자료: 유진투자증권, 참고: Benzene Spreads

〈그림 98〉 세계 PS 용도별 수요 (2007년 기준)



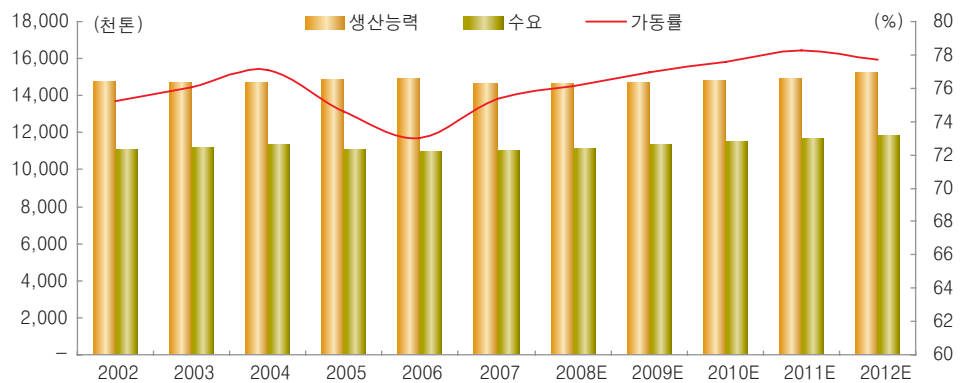
자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 22〉 세계 PS 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 PS 생산능력	14,768	14,724	14,698	14,885	14,979	14,646	14,667	14,723	14,838	14,938	15,258
설비 순증		(44)	(26)	187	94	(333)	21	56	115	100	320
YoY, %		-0.3%	-0.2%	1.3%	0.6%	-2.2%	0.1%	0.4%	0.8%	0.7%	2.1%
세계 수요	11,111	11,201	11,329	11,109	10,938	11,035	11,163	11,332	11,516	11,693	11,858
설비 순증		90	128	(220)	(171)	97	128	169	184	177	165
YoY, %		0.8%	1.1%	-1.9%	-1.5%	0.9%	1.2%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%
가동률	75.2%	76.1%	77.1%	74.6%	73.0%	75.3%	76.1%	77.0%	77.6%	78.3%	77.7%

자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 99〉 세계 PS 가동률 전망



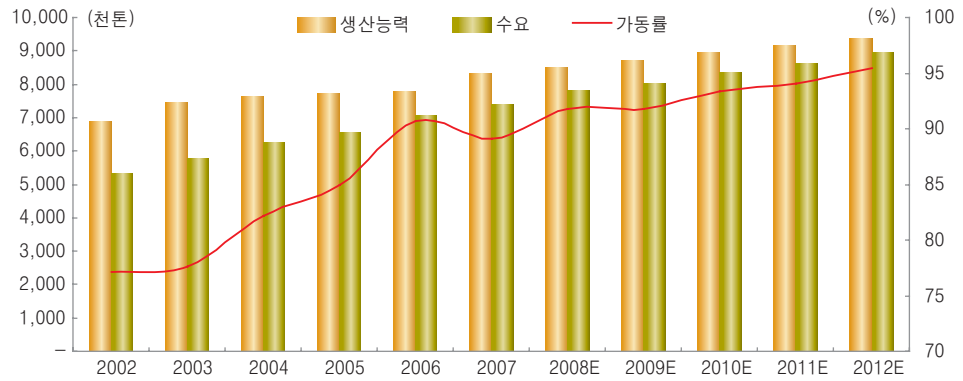
자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 23〉 세계 ABS 생산능력 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 ABS 생산능력	6,900	7,450	7,617	7,734	7,789	8,301	8,517	8,723	8,943	9,163	9,363
설비 순증		550	167	117	55	512	216	206	220	220	200
YoY, %		8.0%	2.2%	1.5%	0.7%	6.6%	2.6%	2.4%	2.5%	2.5%	2.2%
세계 수요	5,324	5,781	6,263	6,569	7,061	7,396	7,813	8,004	8,351	8,619	8,940
설비 순증		457	481	306	493	334	418	190	347	268	321
YoY, %		8.6%	8.3%	4.9%	7.5%	4.7%	5.6%	2.4%	4.3%	3.2%	3.7%
가동률	77.16%	77.60%	82.22%	84.93%	90.66%	89.10%	91.74%	91.76%	93.38%	94.07%	95.48%

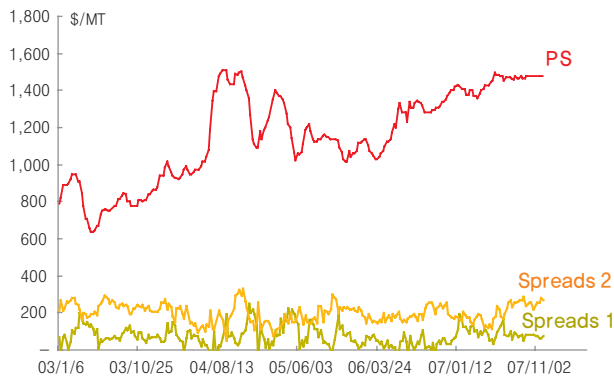
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 100〉 세계 ABS 생산능력 및 증가율 전망



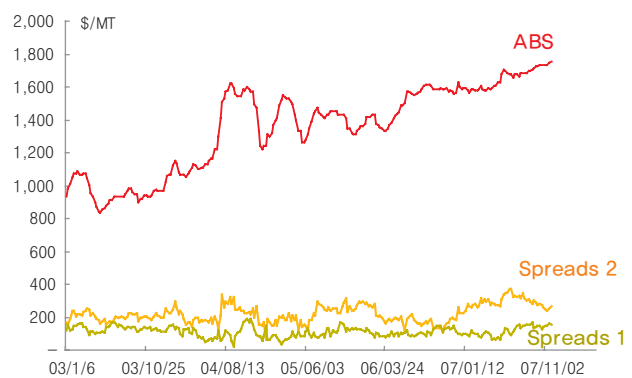
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 101〉 PS 가격 및 변동마진 동향



자료: 유진투자증권  
참고: Spreads1은 SM 구매, Spreads2는 SM 자체조달

〈그림 102〉 ABS 가격 및 변동마진 동향



자료: 유진투자증권  
참고: Spreads1은 SM 구매, Spreads2는 SM 자체조달

### 5. PE – 2008년 하반기 이후 수급 완화 본격화 예상

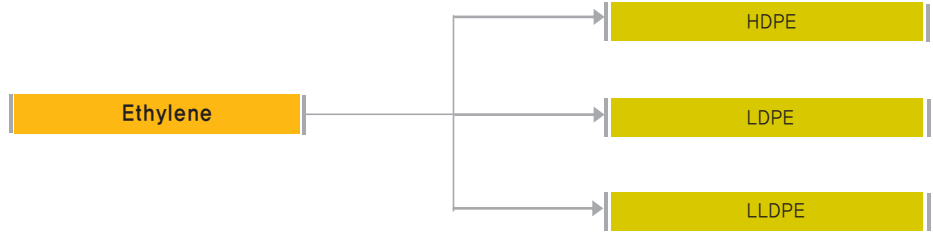
2008년 상반기 PE 대폭 호조  
그러나 하반기 이후  
증설 확대에 가동률  
하락 예상

PE 수급은 2007년 호조를 보인 이후 2008년 상반기 수급 불안정이 지속되면서 가격이 초 강세를 보였다. 이로 인해 국내 주요 석유화학업체들의 실적 견인에 주요 역할을 하였다. 2007년 이후로는 중동 증설 지연 등에 따른 영향으로 공급증가율이 크게 둔화 (2007~2008년 평균 3.2%) 되었는데, 수요증가율은 BRIC's 및 중동, 남미 등 신성장축 국가들을 중심으로 한 높은 수요 증진의 영향으로 5.1%(2007~2008년 평균)를 기록하였기 때문이다. 이러한 추세는 지속되어 PE 가동률은 2006년 85.6%에서 2008년에는 88.4%로 상승이 기대되고 있다. 그러나 2008년 하반기 이후로는 사우디를 비롯한 중동의 신증설 확대와 2009년 중국의 신증설이 가세하면서 본격적인 가동률 하락국면 진행이 예상된다. PE의 수급 회복은 중동의 신증설이 일단락되는 2011년 이후로 예상된다.

PE 제품 중에는 특히 LDPE가 가장 두각을 나타내고 있다. LDPE는 자체적인 농업용필름 수요 증대와 함께, 중국의 올림픽 특수 영향으로 인한 신발 생산용 수요 급증의 영향으로 LDPE/EVA 스윙 플랜트가 EVA(Ethylene Vinyl Acetate Copolymer) 생산에 집중함에 따라 동반하여 EVA 수급 또한 더욱 타이트해졌다. 그러나 하반기 이후 사우디 등 중동의 설비증설 확대와 중국의 올림픽 특수 완화로 가동률 하락이 예상된다. LLDPE/HDPE의 경우에도 2008년 상반기를 정점으로 하반기 이후 가동률 하락국면 진행이 예상된다. 특히 HDPE는 중국이 올림픽과 관련 환경규제가 강화되면서 비닐봉지에 대한 생산금지 조치 등의 영향으로 PE 제품군 중 가격이 상대적으로 가장 악화되고 있어 동 조치가 지속될 경우 일정수준 수급에 부정적 영향이 가세될 것으로 예상된다.

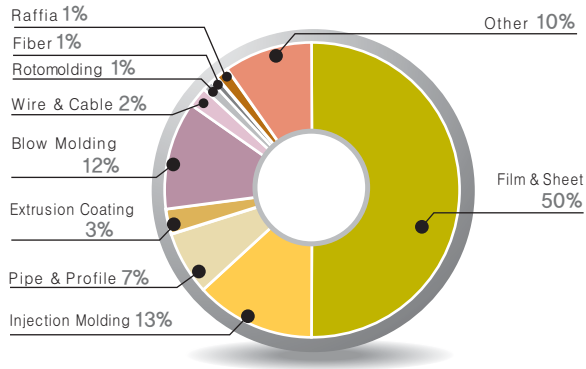
제품설명 :	LDPE	에틸렌을 고압하에서 중합시킨 제품으로 폴리에틸렌 중에서 밀도가 0.91-0.94 범위. 투명성 및 내구성이 우수.
	LLDPE	LDPE에 비해 분자량 분포가 작음. 강성과 열저항이 좋아 광택이 좋은 성형품을 얻을 수 있음.
	HDPE	폴리에틸렌 비중이 0.94-0.97인 반투명 고체로서, 충격강도, 연신성 등이 우수.
제조공정 :	에틸렌 중합하여 제조	
주요 용도 :	LDPE	농업용/공업용 필름, 전선피복 등
	LLDPE	필름, 파이프 등
	HDPE	필름, 파이프, 용기, 전선피복 등
주요 원재료 및 원단위 :	LDPE	Ethylene (1.03)
	LLDPE	Ethylene (0.93-0.95)
	HDPE	Ethylene(1.02-1.04)
국내 주요업체 생산능력 : (단위:천톤, 2008.05 기준)	LDPE	한화석화 371, LG화학 276, 삼성토탈 100, 롯데대산 100
	LLDPE	한화석화 351, 롯데대산 290, SK에너지 160, 삼성토탈 125, LG화학 80
	HDPE	LG화학 470, 대한유화 450, 대림산업 380, 호남석유 370, SK에너지 190, 삼성토탈 175
세계 공급 성장률 (AAGR)	PE	2003-2007 : 3.0%, 2008-2012 : 5.8%
	LDPE	2003-2007 : 1.3%, 2008-2012 : 3.8%
	LLDPE	2003-2007 : 3.9%, 2008-2012 : 6.3%
	HDPE	2003-2007 : 3.6%, 2008-2012 : 6.5%
세계 수요 성장률 (AAGR)	PE	2003-2007 : 3.8%, 2008-2012 : 5.0%
	LDPE	2003-2007 : 2.2%, 2008-2012 : 2.7%
	LLDPE	2003-2007 : 5.1%, 2008-2012 : 5.9%
	HDPE	2003-2007 : 4.0%, 2008-2012 : 5.6%

〈그림 103〉 Polyethylene 주요 계통도



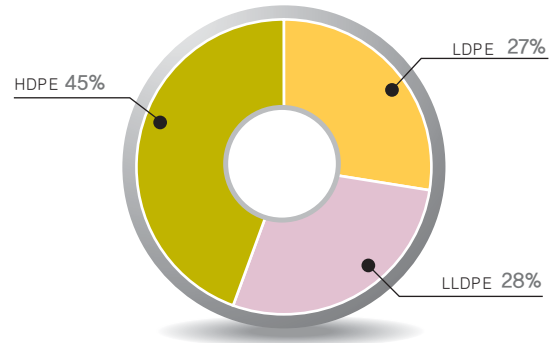
자료: 유진투자증권

〈그림 104〉 세계 Polyethylene 용도별 수요(2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 105〉 세계 Polyethylene 제품별 수요 비중 (2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 24〉 세계 Polyethylene TOP 생산업체

순위	기업명	생산능력(천톤)	세계비중
1	Dow Chemical	7,305	9.3%
2	ExxonMobil Chemical	7,165	9.1%
3	SABIC	4,088	5.2%
4	Sinopec Group	3,373	4.3%
5	Chevron Phillips Chemical	3,255	4.1%
6	Ineos	3,154	4.0%
7	PetroChina Group	2,725	3.5%
8	Borealis	2,655	3.4%
9	Lyondell	2,593	3.3%
10	Basell	2,536	3.2%
합계		38,849	49.5%
world		78,484	

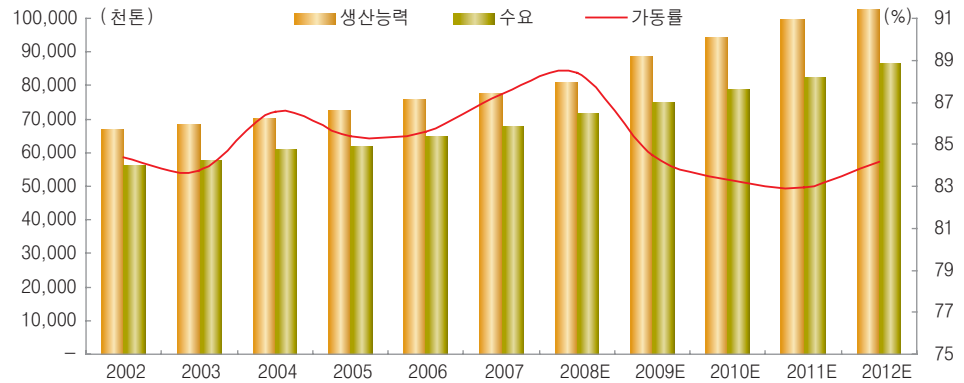
자료: Industry data, 유진투자증권  
참고: 2007년 Ownership 기준

〈표 25〉 세계 Polyethylene 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 PE 생산능력	66,808	68,628	70,232	72,562	75,695	77,583	80,959	88,727	94,486	99,526	102,556
설비 순증		1,820	1,604	2,330	3,133	1,888	3,376	7,768	5,759	5,040	3,030
YoY, %		2.7%	2.3%	3.3%	4.3%	2.5%	4.4%	9.6%	6.5%	5.3%	3.0%
세계 수요	56,369	57,473	60,772	61,945	64,774	67,792	71,574	74,946	78,743	82,579	86,328
설비 순증		1,104	3,299	1,173	2,829	3,018	3,782	3,372	3,797	3,836	3,749
YoY, %		2.0%	5.7%	1.9%	4.6%	4.7%	5.6%	4.7%	5.1%	4.9%	4.5%
가동률	84.4%	83.7%	86.5%	85.4%	85.6%	87.4%	88.4%	84.5%	83.3%	83.0%	84.2%

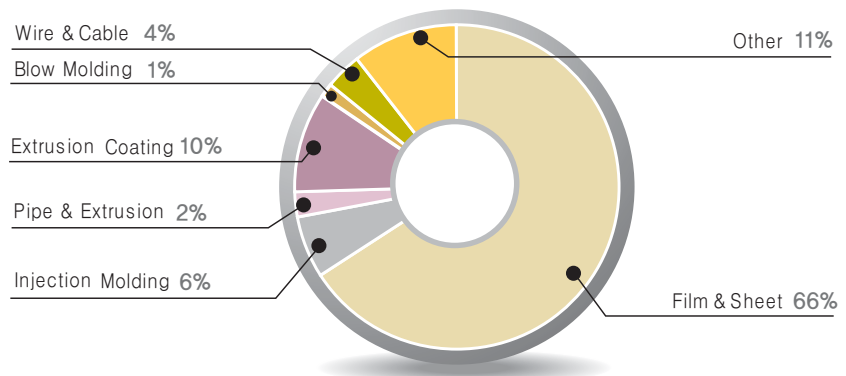
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 106〉 세계 Polyethylene 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 107〉 세계 LDPE 용도별 수요(2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 26〉 세계 LDPE TOP 생산업체

순위	기업명	생산능력(천톤)	세계비중
1	Dow Chemical	1,539	7.2%
2	ExxonMobil Chemical	1,464	6.8%
3	Sinopec Group	1,268	5.9%
4	Basell	1,013	4.7%
5	Westlake Group	912	4.3%
6	Polimeri Europa/Eni Group	837	3.9%
7	NPC - Iran	768	3.6%
8	SABIC	743	3.5%
9	Lyondell	717	3.3%
10	PetroChina Group	700	3.3%
Total		9,961	46.4%
world		21,458	

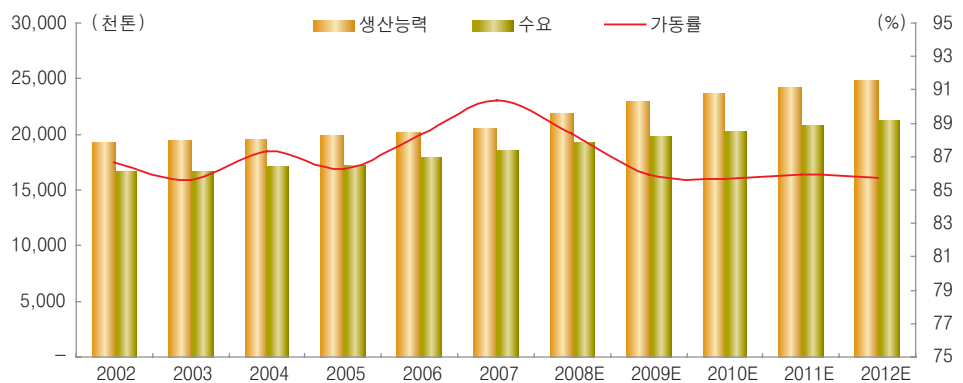
자료: Industry data, 유진투자증권  
참고: 2007년 Ownership 기준

〈표 27〉 세계 LDPE 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 LDPE 생산능력	19,289	19,490	19,591	19,896	20,205	20,565	21,817	22,948	23,641	24,191	24,826
설비 순증		201	101	305	309	360	1,252	1,131	693	550	635
YoY, %		1.0%	0.5%	1.6%	1.6%	1.8%	6.1%	5.2%	3.0%	2.3%	2.6%
세계 수요	16,713	16,683	17,108	17,166	17,839	18,589	19,285	19,726	20,258	20,790	21,285
설비 순증		(30)	425	58	673	750	696	441	532	532	495
YoY, %		-0.2%	2.5%	0.3%	3.9%	4.2%	3.7%	2.3%	2.7%	2.6%	2.4%
가동률	86.6%	85.6%	87.3%	86.3%	88.3%	90.4%	88.4%	86.0%	85.7%	85.9%	85.7%

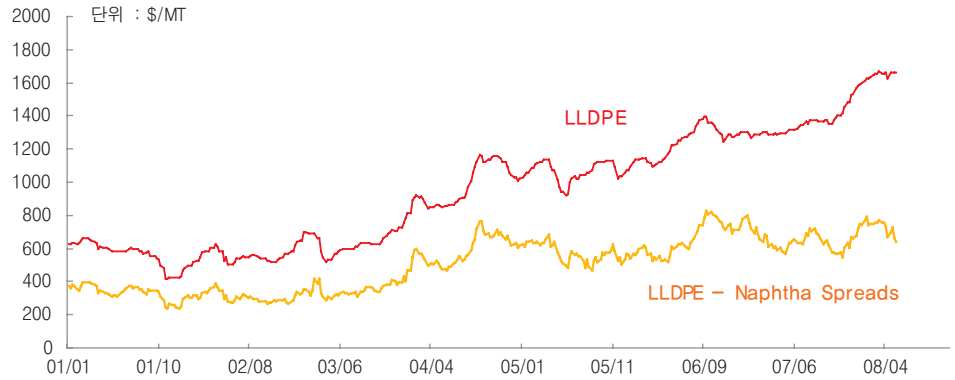
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 108〉 세계 LDPE 가동률 전망



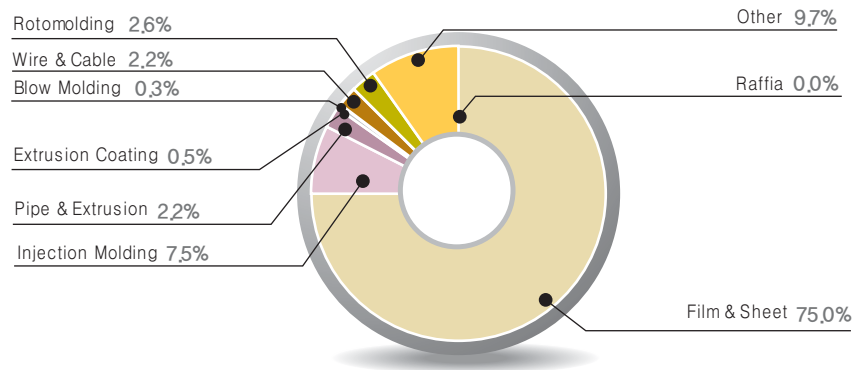
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 109〉 LDPE 가격 및 변동마진 동향



자료: 유진투자증권, 참고: Naphtha Spreads

〈그림 110〉 세계 LLDPE 용도별 수요(2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 28〉 세계 LLDPE TOP 생산업체

순위	기업명	생산능력(천톤)	세계비중
1	Dow Chemical	4,390	19.3%
2	ExxonMobil Chemical	3,018	13.3%
3	SABIC	1,590	7.0%
4	Sinopec Group	1,060	4.7%
5	Borealis	980	4.3%
6	Nova Chemicals	880	3.9%
7	PetroChina Group	780	3.4%
8	Japan Polyethylene/Mitsubishi	763	3.4%
9	Ineos	570	2.5%
10	Westlake Group	550	2.4%
11	Formosa Plastics Corp.	538	2.4%
합계		15,119	66.6%
world		22,689	

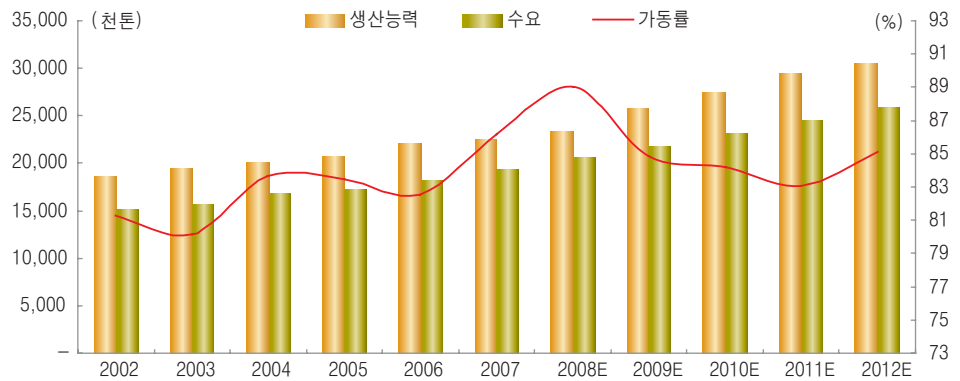
자료: Industry data, 유진투자증권  
참고: 2007년 Ownership 기준

〈표 29〉 세계 LLDPE 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 LLDPE 생산능력	18,620	19,472	20,077	20,724	22,103	22,495	23,241	25,728	27,505	29,485	30,425
설비 순증		852	605	647	1,379	392	746	2,487	1,777	1,980	940
YoY, %		4.6%	3.1%	3.2%	6.7%	1.8%	3.3%	10.7%	6.9%	7.2%	3.2%
세계 수요	15,136	15,603	16,793	17,296	18,243	19,393	20,683	21,823	23,157	24,489	25,889
설비 순증		467	1,190	503	947	1,150	1,290	1,140	1,334	1,332	1,400
YoY, %		3.1%	7.6%	3.0%	5.5%	6.3%	6.7%	5.5%	6.1%	5.8%	5.7%
가동률	81.3%	80.1%	83.6%	83.5%	82.5%	86.2%	89.0%	84.8%	84.2%	83.1%	85.1%

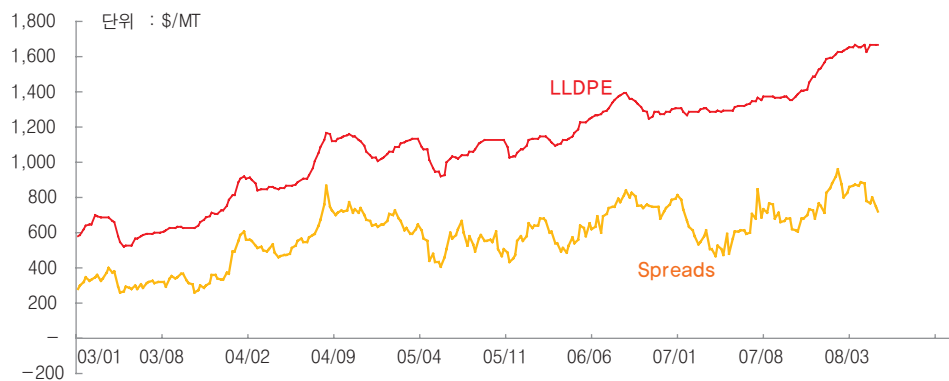
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 111〉 세계 LLDPE 가동률 전망



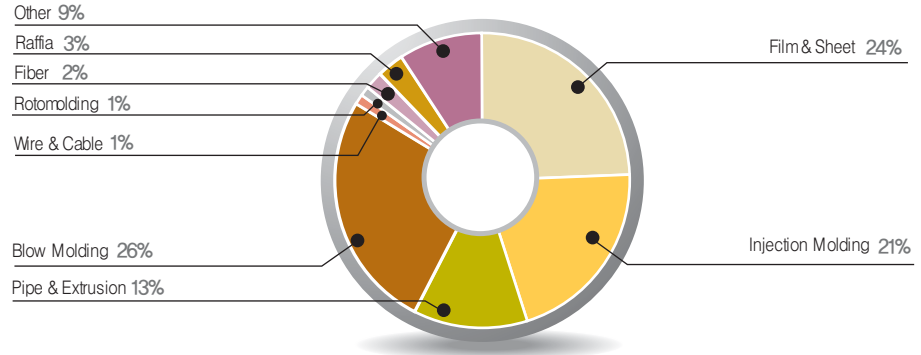
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 112〉 LLDPE 가격 및 변동마진 동향



자료: 유진투자증권, 참고: Naphtha Spreads

〈그림 113〉 세계 HDPE 용도별 수요(2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 30〉 세계 HDPE TOP 생산업체

순위	기업명	생산능력(천톤)	세계비중
1	ExxonMobil Chemical	2,683	7.8%
2	Chevron Phillips Chemical	2,681	7.8%
3	Ineos	2,166	6.3%
4	SABIC	1,755	5.1%
5	Basell	1,523	4.4%
6	Total PC	1,433	4.2%
7	Dow Chemical	1,376	4.0%
8	Lyondell	1,364	4.0%
9	PetroChina Group	1,245	3.6%
10	Formosa Plastics Corp.	1,239	3.6%
	합계	17,465	50.9%
	world	34,337	

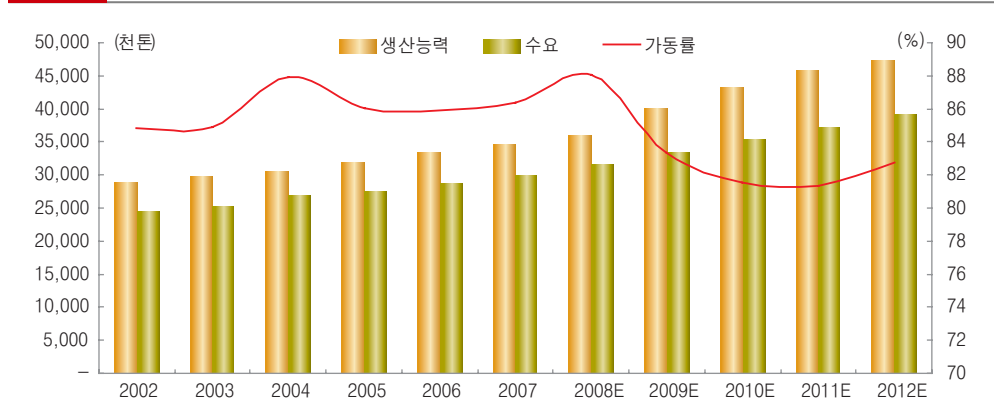
자료: Industry data, 유진투자증권  
참고: 2007년 Ownership 기준

〈표 31〉 세계 HDPE 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 HDPE 생산능력	28,899	29,666	30,564	31,942	33,387	34,523	35,901	40,051	43,340	45,850	47,305
설비 순증		767	898	1,378	1,445	1,136	1,378	4,150	3,289	2,510	1,455
YoY, %		2.7%	3.0%	4.5%	4.5%	3.4%	4.0%	11.6%	8.2%	5.8%	3.2%
세계 수요	24,520	25,187	26,871	27,483	28,692	29,810	31,606	33,397	35,328	37,300	39,154
설비 순증		667	1,684	612	1,209	1,118	1,796	1,791	1,931	1,972	1,854
YoY, %		2.7%	6.7%	2.3%	4.4%	3.9%	6.0%	5.7%	5.8%	5.6%	5.0%
가동률	84.8%	84.9%	87.9%	86.0%	85.9%	86.3%	88.0%	83.4%	81.5%	81.4%	82.8%

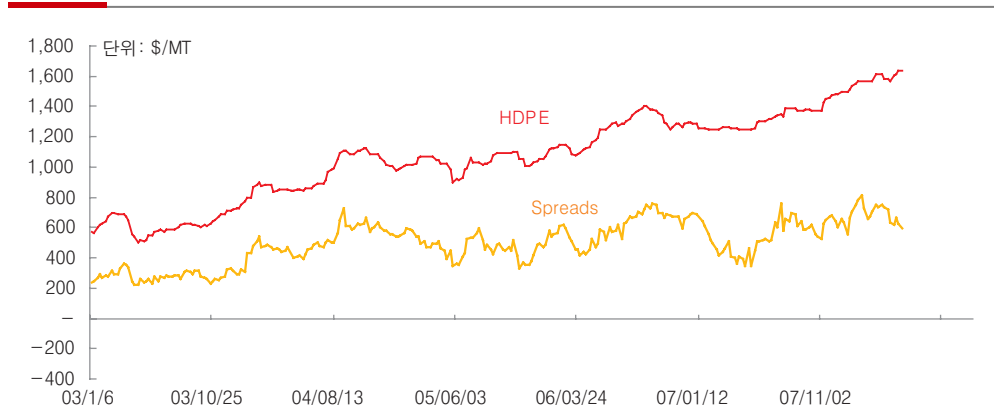
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 114〉 세계 HDPE 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 115〉 HDPE 가격 및 변동마진 동향



자료: 유진투자증권, 참고: Naphtha Spreads

### 6. PP – 2008년 하반기 이후 공급물량 큰 폭 증대 전망

2008년 공급 큰 폭 확대로  
가동률 하락폭 클 듯

PP는 열가소성 수지로 인장강도가 우수하며, 압축강도 및 충격강도도 양호하고 표면강도가 높은 특성이 있어 필름, 건재, 자동차부품, 전기기기, 포장용기 등 다용도로 사용되어 PE, PVC, PS, ABS 등 여타 폴리머 제품들과 호환성이 크다. 이에 따라 같은 열가소성 수지인 PE 보다 상대적으로 수요증가율이 높은 수준이다.

2007년 PP 수급은 2006년을 다소 상회하는 90.0%의 가동률을 기록하여 호조를 보였다. 그러나 2008~2010년에 동북아시아와 중동을 중심으로 한 설비 신증설이 크게 확대되어 가동률 하락폭이 클 것으로 예상된다. 이는 2006년~2007년 연평균 공급증가율은 5.0% 내외 수준이었으나, 2008년~2010년 연평균 공급증가율이 8.9%로 크게 확대될 것으로 전망되기 때문이다. 이에 따라 2010년 세계 PP 가동률은 83.4%로 하락할 것으로 예상된다.

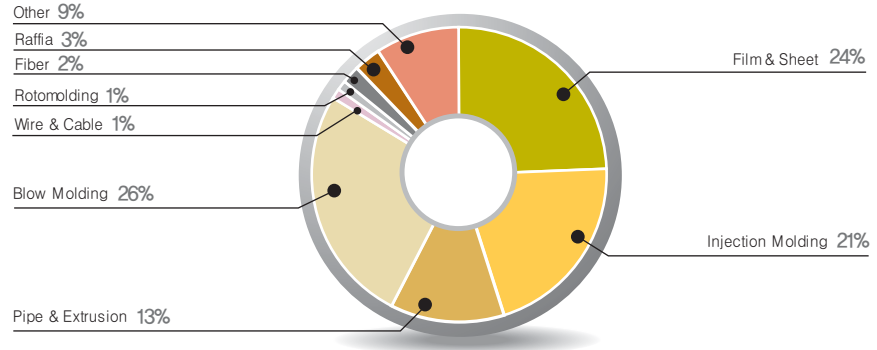
제품설명	분자구조가 규칙적이기에 용점이 높고 가벼우며 강도가 높은 특성을 보임. 따라서 내구성, 가공성이 뛰어나 폭넓은 분야에 사용됨.
제조공정	벌크중합법(프로필렌과 에틸렌의 중합), 용액중합법, 슬러리중합법, 기상중합법
주요 용도	필름, 건재, 자동차부품, 전기기기, 포장용기 등
주요 원재료 및 원단위	프로필렌(1.05~1.10)
국내 주요 업체 생산 능력 (단위:천톤, 2008.05 기준)	폴리미레 615, 삼성토탈 570, 롯데대산 500, 호남석유 380, 대한유화 350, SK에너지 340, LG화학 280, 효성 298, GS칼텍스 180
세계 공급 성장률 (AAGR)	2003~2007 : 4.4%, 2008~2012 : 7.0%
세계 수요 성장률 (AAGR)	2003~2007 : 4.9%, 2008~2012 : 5.9%

<그림 116> PP 주요 계통도



자료: 유진투자증권

〈그림 117〉 세계 PP 용도별 수요(2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 32〉 세계 PP TOP 생산업체

순위	기업명	생산능력(천톤)	세계비중
1	Basell	6,464	13.2%
2	Sinopec Group	3,619	7.4%
3	Ineos	2,434	5.0%
4	Total PC	2,365	4.8%
5	ExxonMobil Chemical	2,095	4.3%
6	SABIC	1,950	4.0%
7	Reliance Industries	1,850	3.8%
8	Formosa Plastics Corp.	1,704	3.5%
9	Borealis	1,681	3.4%
10	PetroChina Group	1,523	3.1%
11	Prime Polymer/Mitsui	1,181	2.4%
합계		26,866	54.9%
world		48,980	

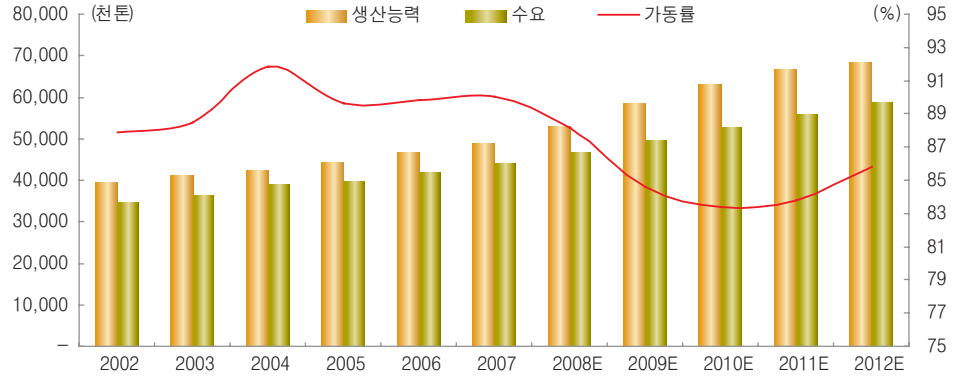
자료: Industry data, 유진투자증권  
참고: 2007년 Ownership 기준

〈표 33〉 세계 PP 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 PP 생산능력	39,433	40,983	42,459	44,352	46,633	48,961	52,958	58,640	63,210	66,570	68,525
설비 순증		1,550	1,476	1,893	2,281	2,328	3,997	5,682	4,570	3,360	1,955
YoY, %		3.9%	3.6%	4.5%	5.1%	5.0%	8.2%	10.7%	7.8%	5.3%	2.9%
세계 수요	34,658	36,255	39,000	39,758	41,891	44,081	46,684	49,620	52,703	55,786	58,788
설비 순증		1,597	2,745	758	2,133	2,190	2,603	2,936	3,083	3,083	3,002
YoY, %		4.6%	7.6%	1.9%	5.4%	5.2%	5.9%	6.3%	6.2%	5.8%	5.4%
가동률	87.9%	88.5%	91.9%	89.6%	89.8%	90.0%	88.2%	84.6%	83.4%	83.8%	85.8%

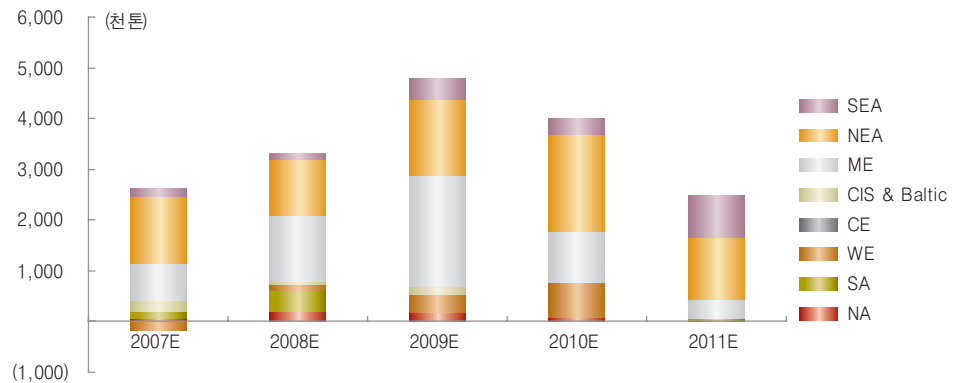
자료: Industry data, 유진투자증권

<그림 118> 세계 PP 가동률 전망



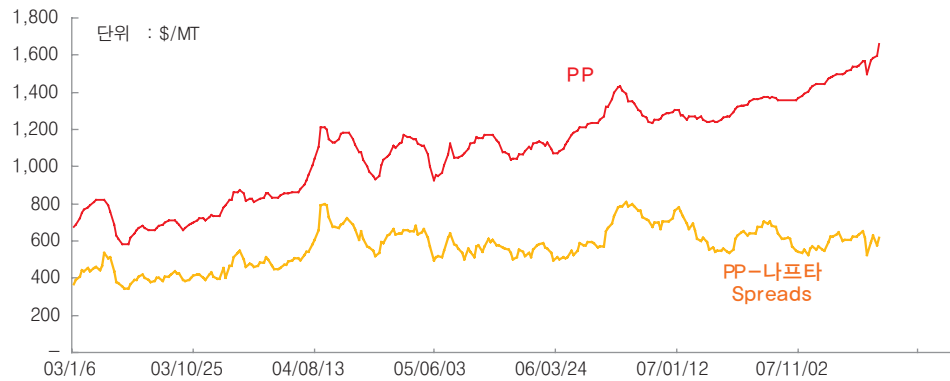
자료: Industry data, 유진투자증권

<그림 119> 세계 PP 지역별 설비 순증 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

<그림 120> PP 가격 및 변동마진 동향



자료: 유진투자증권  
참고: Naphtha Spreads

## 7. PVC - 카바이드공법 경쟁력 약화로 수급 호조 지속

카바이드 공법 경쟁력 약화와  
2009년 이후 설비공급 증가율  
둔화로 PVC 중장기 전망  
긍정적

2007년~2008년 PVC는 중국의 카바이드(아세틸렌) 공법 중심의 신증설 지속으로 수급 악화 우려에도 불구하고 오히려 PVC 가격 상승과 함께 수익성이 호전되는 모습을 보였다. 이는 1) BRIC's 및 중동, 남미 등 역외 수요 호조, 2) 석탄, 석회석, 전력 등 카바이드 원재료들의 전반적인 가격 상승에 따른 에틸렌공법 대비 경쟁우위 약화, 2) 중국 내 소규모 카바이드(산시성 35만톤) 생산설비 폐쇄, 3) 중국의 수출 증치세 환급률 축소(11%→5%) 등의 영향으로 수급이 호조를 보였기 때문이다.

2008년 세계 PVC 공급은 전년대비 7.5% 증가한 302만톤에 달할 것으로 예상되며, 이중 83%가 중국의 카바이드 공법이다. 이에 따라 수급상으로는 PVC 가동률은 2007년 85.8%에서 2008년에는 83.9%로 하락할 것으로 전망된다. 그러나 공법별 VCM 가동률 전망은 카바이드 공법은 74.4%에서 69.8%로 크게 하락하는 반면 에틸렌 공법은 전년과 유사한 88.2% 수준의 가동률을 기록할 것으로 전망된다.

VCM 생산공법별 가동률 차이가 발생하는 이유는 세계 카바이드공법 VCM 생산능력의 97%(2007년 기준 920만톤)를 점유하고 있는 중국업체들의 경쟁력 약화가 예상되기 때문이다. 1) 원재료인 카바이드 생산은 중국 정부가 환경 및 과전력 소모(카바이드 생산 원가의 약 70%가 전력비, 연평균 5% 수준 가격 상승 예상) 등의 문제로 제한하고 있는 반면, 카바이드를 수요로 하는 PVC 생산설비의 급증으로 원가 부담이 증대될 것으로 전망되고 있으며, 2) 카바이드 생산 자체도 석탄, 석회석, 전력비 등 제반 원재료 가격 상승이 지속되고 있어 원가 부담을 가중시킬 것으로 전망되기 때문이다.

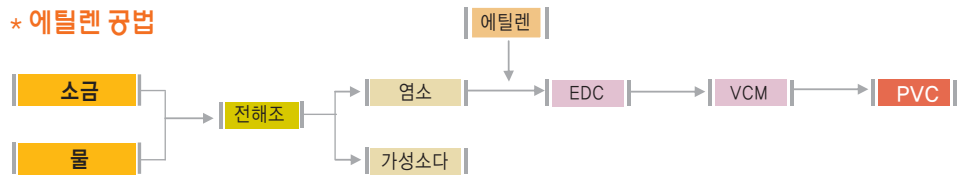
참고로 중국은 2006년 기준으로 전국적으로 400여 생산업체와 11백만톤의 칼슘카바이드 생산능력을 보유하고 있으며, 이중 약 85%가 PVC 생산업체에 공급되고 있다. 카바이드 생산과정에서는 과다한 전력 사용과 함께 폐석회, 수은축매 사용 등에 따른 독성 폐기물, 이산화탄소 등 다량의 환경 오염물질을 배출한다. 이에 따라 중국의 발전개혁위원회는 지난 10월 초 산시성 35개를 포함하여 전국적으로 83 개업체 57.4만톤의 카바이드 설비를 2007년말까지 폐쇄 명령을 하였으며, 향후에도 이와 같은 카바이드 생산 규제 정책은 지속될 것으로 예상된다.

세계 PVC 생산설비 증대는 2008년 7.4%를 정점으로 2009년 이후 2012년까지 PVC 평균공급증가율을 3.0% 수준으로 전망되어 평균수요증가율 4.9%를 크게 하회할 것으로 예상된다. 이에 따라 PVC 수급은 중장기적으로 호조세를 보일 것으로 전망된다.

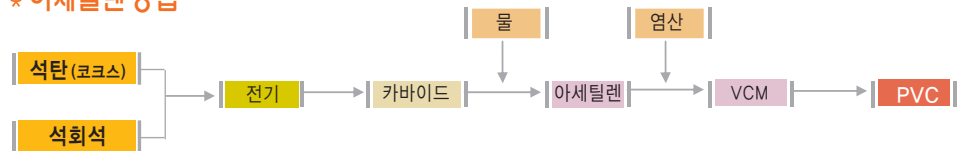
제품설명	무취의 분말로 전기적 성질과 내약품성이 우수. 단 열이나 자외선에 분해되기에 안정제가 필요. 경질과 연질로 나뉨.
제조과정	- Emulsion법(원재료를 중합시켜 슬러리 상태를 만든 뒤, 이를 회수기로 이동시켜 미반응 모노머 회수), Suspension법. - VCM 제조는 1) 에틸렌을 염소와 반응시켜 만든 EDC를 분해하여 염소를 얻고 이를 다시 아세틸렌과 반응시켜 제조하는 에틸렌공법, 2) 석탄(Coke) 및 석회석(산화칼슘)에서 전기로 열을 가하여 카바이드를 추출하고, 여기에 물을 가하여 발생된 아세틸렌과 염산을 반응시켜 만드는 카바이드(아세틸렌)공법 등이 있음.
주요 용도	경질 : 건축자재, 자동차부품, 연질 : 전선피복재, 포장재
주요 원재료 및 원단위	PVC 제조시 VCM (1.01-1.04), VCM 제조시 EDC (1.65), Ethylene (0.51), Acetylene (0.43), EDC 제조시
국내 주요 업체 생산 능력 (단위:천톤, 2008.05 기준)	Ethylene (0.3), 카바이드 공법 VCM 제조시 카바이드(1.6) LG화학 780, 한화석화 560
세계 공급 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 4.9%, 2008-2012 : 3.9%
세계 수요 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 5.0%, 2008-2012 : 4.9%

<그림 121> PVC 주요 계통도

**\* 에틸렌 공법**

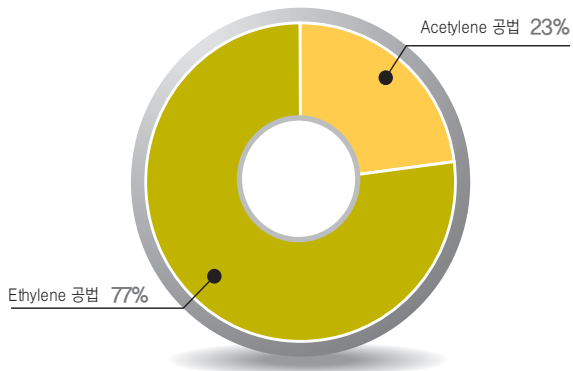


**\* 아세틸렌 공법**



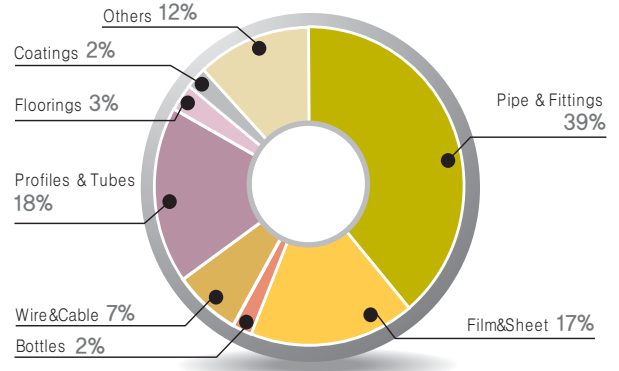
자료: 유진투자증권

<그림 122> 세계 VCM 제조 공법별 비중(2007년 기준)



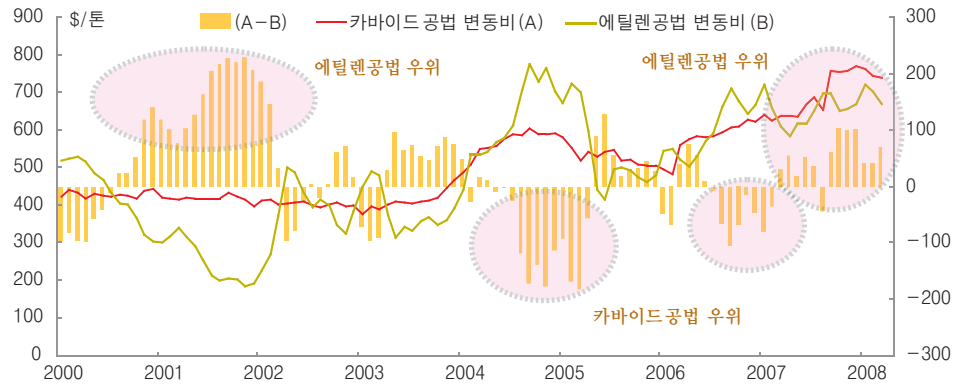
자료: Industry data, 유진투자증권

<그림 123> 세계 PVC 용도별 수요(2007년 기준)



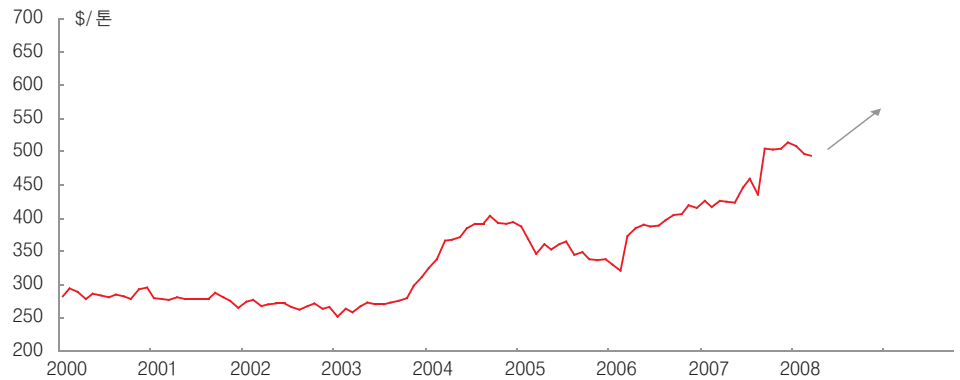
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 124〉 에틸렌공법 Vs 카바이드공법 변동비 비교



자료: 유진투자증권, 참고: 카바이드공법은 중국 카바이드 수출가격 기준 변동비 산출, 에틸렌공법은 EDC외부 구매 기준.

〈그림 125〉 중국 카바이드 가격 추이



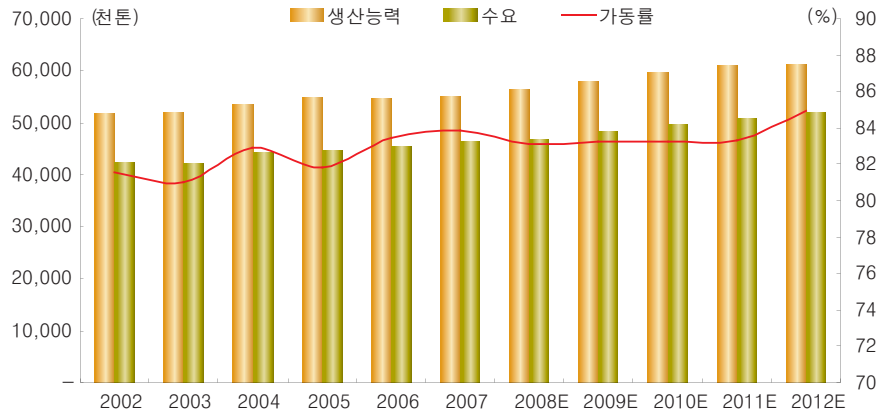
자료: KITA, 중국무역통계, 유진투자증권

〈표 34〉 세계 PVC 수급 전망 (단위: 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 PVC 생산능력	32,218	32,818	33,915	36,778	38,883	40,807	43,822	45,998	48,109	49,114	49,364
설비 순증		600	1,097	2,863	2,105	1,924	3,015	2,176	2,111	1,005	250
YoY, %		1.9%	3.3%	8.4%	5.7%	4.9%	7.4%	5.0%	4.6%	2.1%	0.5%
세계 수요	27,483	28,108	30,314	31,954	33,593	35,026	36,774	38,752	40,883	42,785	44,418
설비 순증		625	2,206	1,640	1,639	1,433	1,748	1,978	2,131	1,902	1,633
YoY, %		2.3%	7.8%	5.4%	5.1%	4.3%	5.0%	5.4%	5.5%	4.7%	3.8%
가동률	85.3%	85.6%	89.4%	86.9%	86.4%	85.8%	83.9%	84.2%	85.0%	87.1%	90.0%

자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 126〉 세계 PVC 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 35〉 세계 PVC/VCM/EDC TOP 생산업체

PVC				VCM				EDC			
순위	기업명	생산능력(천톤)	세계비중	순위	기업명	생산능력(천톤)	세계비중	순위	기업명	생산능력(천톤)	세계비중
1	SHINTECH	2,065	5.8%	1	Dow	2,207	6.2%	1	Dow	4,586	9.9%
2	Oxy Vinyls LP	1,920	5.4%	2	Oxy Vinyls LP	1,794	5.0%	2	FPC	2,992	6.5%
3	FPC	1,753	5.0%	3	FPC	1,580	4.4%	3	Oxy Vinyls LP	2,613	5.6%
4	INEOS Chlor Vinyls	1,320	3.7%	4	TOSOH	1,450	4.1%	4	TOSOH	2,406	5.2%
5	Georgia Gulf	1,225	3.5%	5	FPC USA	1,175	3.3%	5	Solvin	1,960	4.2%
6	FPC USA	1,210	3.4%	6	Georgia Gulf	1,141	3.2%	6	Georgia Gulf	1,836	4.0%
7	Solvin	1,070	3.0%	7	INEOS Chlor Vinyls	990	2.8%	7	FPC USA	1,678	3.6%
8	Shin-Etsu	1,000	2.8%	8	LG Chemical	990	2.8%	8	Oxy	1,627	3.5%
9	LG Chemical	800	2.3%	9	OXYMAR	953	2.7%	9	OXYMAR	1,528	3.3%
10	Vinnolit	697	2.0%	10	Solvin	880	2.5%	10	INEOS Chlor Vinyls	1,412	3.0%
합계		13,060	37.0%			13,160	36.9%			22,638	48.9%
world		35,318				35,659				46,313	

자료: Industry data, 유진투자증권  
참고: 2007년 Ownership 기준

〈표 36〉 세계 VCM 수급 전망 (단위: 천톤)

		2002	2003	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
생산능력	Acetylene	3128	3403	4073	5828	7623	9493	12098	12783	13858	14178	14178
	Ethylene	29522	29546	30020	30945	31005	31875	32802	33392	34369	35230	35230
설비순증	Acetylene		275	670	1755	1795	1870	2605	685	1075	320	0
	Ethylene		24	474	925	60	870	927	590	977	861	0
공급	Acetylene	2136	2594	3444	4696	5965	7061	8440	9550	10740	11967	12837
	Ethylene	25,358	25,525	26,881	27,160	27,666	28,268	28,916	29,916	30,852	31,593	32,374
공급순증	Acetylene		458	850	1252	1269	1096	1379	1110	1190	1227	870
	Ethylene		167	1356	279	506	602	648	1000	936	741	781
가동률	Acetylene	68.3%	76.2%	84.6%	80.6%	78.3%	74.4%	69.8%	74.7%	77.5%	84.4%	90.5%
	Ethylene	85.9%	86.4%	89.5%	87.8%	89.2%	88.7%	88.2%	89.6%	89.8%	89.7%	91.9%

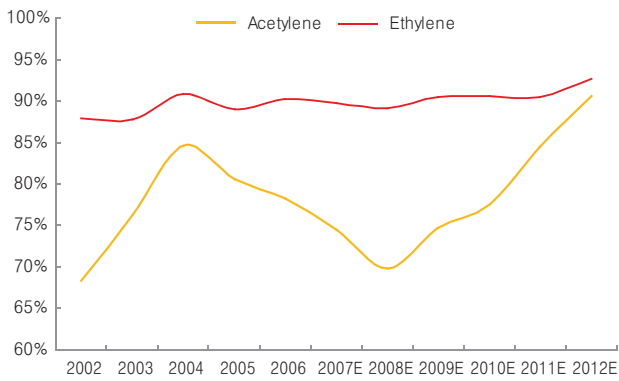
자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 37〉 동북아 VCM 수급 전망 (단위 : 천톤)

		2002	2003	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
생산능력	Acetylene	2842	3117	3787	5542	7321	9191	11756	12441	13516	13836	13836
	Ethylene	1195	1265	1420	1735	1855	2505	2605	2605	2605	2605	2605
설비순증	Acetylene		275	670	1755	1779	1870	2565	685	1075	320	0
	Ethylene		70	155	315	120	650	100	0	0	0	0
공급	Acetylene	1936	2385	3222	4490	5754	6840	8200	9300	10480	11700	12600
	Ethylene	877	1074	1088	1450	1497	1720	2013	2234	2440	2326	2393
공급순증	Acetylene		449	837	1268	1264	1086	1360	1100	1180	1220	900
	Ethylene		197	14	362	47	223	293	221	206	-114	67
가동률	Acetylene	68.1%	76.5%	85.1%	81.0%	78.6%	74.4%	69.8%	74.8%	77.5%	84.6%	91.1%
	Ethylene	73.4%	84.9%	76.6%	83.6%	80.7%	68.7%	77.3%	85.8%	93.7%	89.3%	91.9%

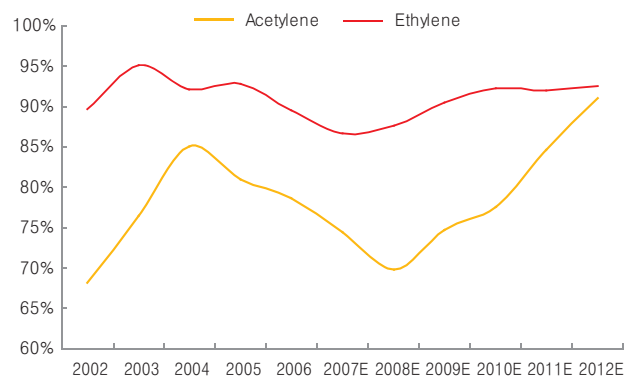
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 127〉 세계 VCM 제조 공법별 가동률 전망



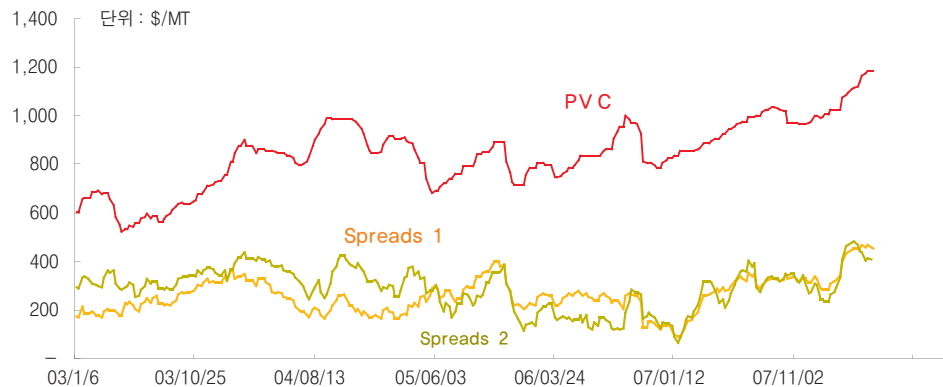
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 128〉 동북아 VCM 제조 공법별 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 129〉 PVC 가격 및 변동마진 동향



자료: 유진투자증권

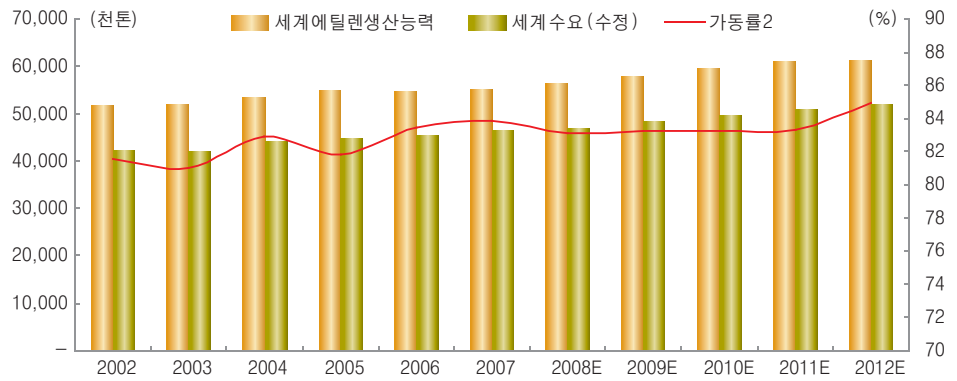
참고: Spreads1은 EDC 자체조달, Spreads2는 EDC 외부조달

〈표 38〉 세계 EDC 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 EDC 생산능력	51,806	52,076	53,446	54,756	54,560	55,192	56,312	57,876	59,668	60,902	61,182
설비 순증		270	1,370	1,310	(196)	632	1,120	1,564	1,792	1,234	280
YoY, %		0.5%	2.6%	2.5%	-0.4%	1.2%	2.0%	2.8%	3.1%	2.1%	0.5%
세계 수요	42,257	42,199	44,311	44,813	45,511	46,262	46,802	48,164	49,685	50,757	51,951
설비 순증		(58)	2,112	502	698	751	540	1,362	1,521	1,072	1,194
YoY, %		-0.1%	5.0%	1.1%	1.6%	1.7%	1.2%	2.9%	3.2%	2.2%	2.4%
가동률	81.6%	81.0%	82.9%	81.8%	83.4%	83.8%	83.1%	83.2%	83.3%	83.3%	84.9%

자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 130〉 세계 EDC 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

### 8. CA(Chlor-alkali) - 2008년~2009년 수급 일시 둔화 예상

CA 중국 증설확대로 2008년  
~2009년 가동률 소폭 둔화  
예상

CA(Chlor-alkali)는 소금을 전기분해하여 염소(Chlorine)와 가성소다(Caustic Soda)를 생산하는 것을 지칭한다. 염소는 주로 PVC제조를 위한 EDC의 원료로 사용되며, 이외에 PO, MDI, TDI 등 화학제품 제조에도 사용된다. 가성소다는 비누, 세제, 제지 등에 주로 사용되는 기초화학 제품이다.

CA는 수요 산업의 둔화 영향으로 북미 및 일본 등 선진국들은 생산설비가 감축되고 있는 반면, 기반 수요와 함께 PVC 설비가 크게 증대되고 있는 중국을 중심으로 설비가 확대되고 있다. 염소와 가성소다는 전해조 설비를 통해 동반 생산되기 때문에 공급 증가율은 유사한 모습을 보이게 된다. 지난 2004년까지 북미 지역의 설비들의 꾸준한 폐쇄 영향으로 공급증가율이 높지 않았으나, 2005년 이후 중국을 중심으로 설비증가가 지속적으로 이루어지고 있다.

그러나 2010년 이후  
수급 재차 호조 전망

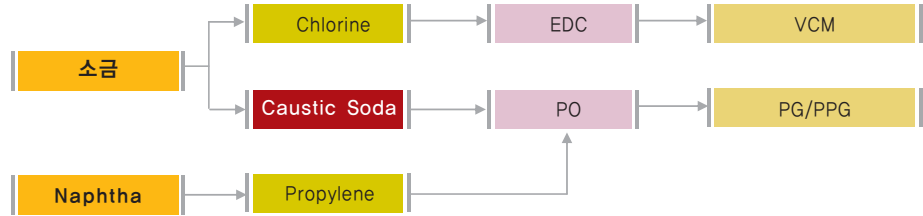
설비가동률은 지난 2004년 이후 기복이 크지 않게 양호한 흐름을 지속하였으나, 2008년과 2009년 각각 6.9%, 5.6% 수준의 공급 증대로 향후 2009년까지 가동률이 다소 둔화될 것으로 예상된다. 그러나 중국 국가발전개혁위원회는 2007년 11월부터 연안지대에 카바이드(Carbide) 공법 PVC(Polyvinyl Chloride) 및 부산물인 가성소다 플랜트에 대하여 30만톤 이하의 신규건설을 금지하기로 결정함에 따라 2010년 이후의 설비증가율도 크지 않을 것으로 전망되어 2008년을 저점으로 재차 가동률 상승 국면 진입이 예상된다.

C/A 북미 주택경기 침체  
상대적 수혜

다만 C/A 가격은 PVC 생산동향에 따라 변화될 수 있다. 2008년 북미지역의 부동산 경기 침체 영향으로 PVC 가동률이 하락하면서 이와 동반하여 전해조 설비 가동률 또한 동반 하락하고 있다. 이로 인해 세계 C/A 생산량이 축소되고 있어 공급축소에 따른 수급 및 가격 변화가 나타나고 있다.

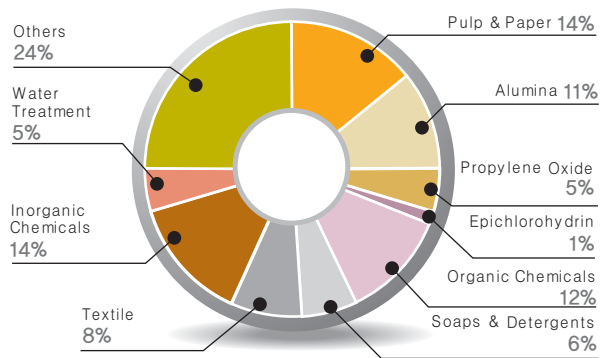
제품설명	가성소다	강염기로서 흰색의 반투명한 결정(고체)을 보이는데, 공기 중 수증기를 흡수해 스스로 녹는 조해성이 있음.
	염소	상온에서 황록색을 보이는 가스로 자극적인 냄새가 나며 공기보다 무거움. 다른 화합물과 반응할 경우 폭발 작용도 있음. 강력한 표백작용 특징.
제조공정	가성소다	탄산나트륨의 가성화와 염화나트륨의 전기분해로 주로 제조.
	염소	식염수의 전기분해(격막법)나 용해염화물로 제조.
주요 용도	가성소다	비누, 세제, 제지, 인조섬유 제조 등에 사용
	염소	비닐, EDC, MDI, TDI, 표백제 등
주요 원재료		소금
국내 주요 업체 생산 능력 (단위: 천톤, 2008.05 기준)	가성소다	한화석화 870, LG화학 240, 삼성정밀화학 200, 백광산업 90, 동양제철화학 55
	염소	한화석화 820, 삼성정밀화학 173, LG화학 164, 백광산업 60, 동양제철화학 48,
세계 공급 성장률 (AAGR)	가성소다	2003-2007 : 3.5%, 2008-2012 : 3.7%
	염소	2003-2007 : 4.4%, 2008-2012 : 3.7%
세계 수요 성장률 (AAGR)	가성소다	2003-2007 : 4.7%, 2008-2012 : 3.7%
	염소	2003-2007 : 4.4%, 2008-2012 : 3.7%

〈그림 131〉 주요 계통도



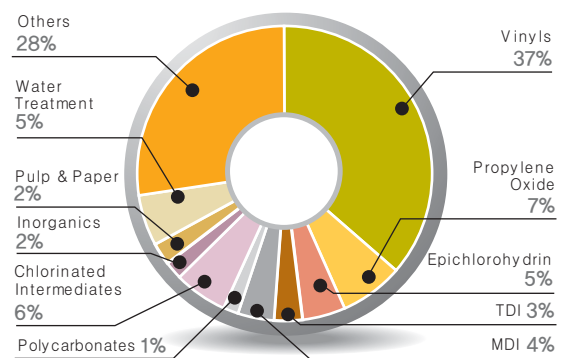
자료: 유진투자증권

〈그림 132〉 세계 가성소다 용도별 수요(2007년 기준)



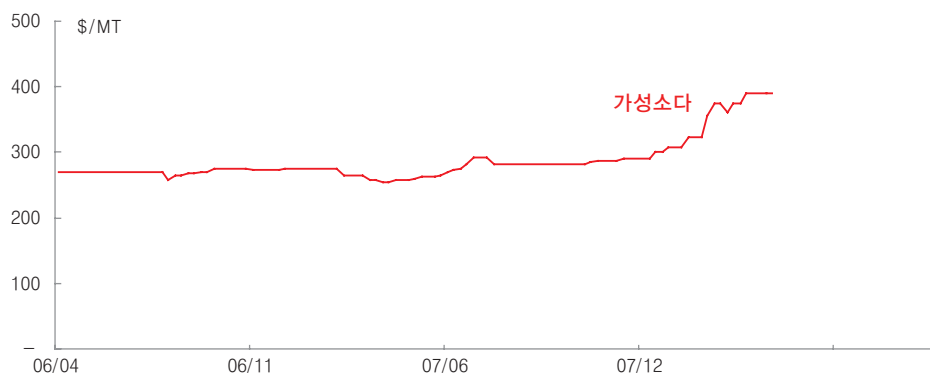
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 133〉 세계 염소 용도별 수요(2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 134〉 세계 가성소다 가격 동향



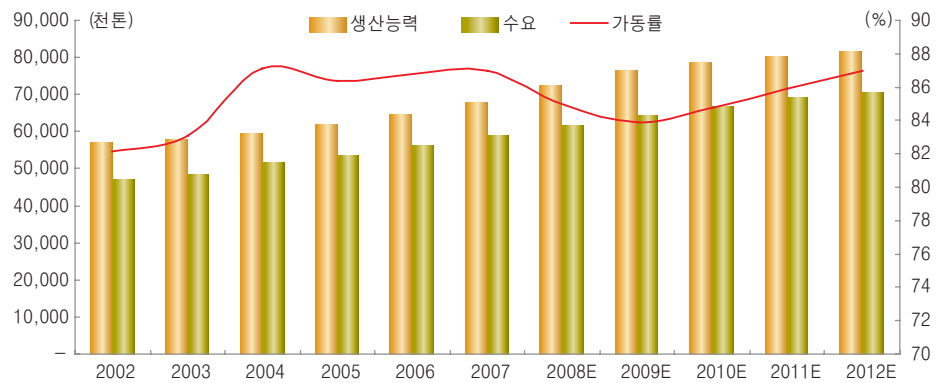
자료: Industry data, CMAI, 유진투자증권  
참고: NE Asia 기준

〈표 39〉 세계 가성소다 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 가성소다 생산능력	57,195	58,092	59,411	61,769	64,764	67,827	72,478	76,554	78,601	80,375	81,394
설비 순증		897	1,319	2,358	2,995	3,063	4,651	4,076	2,047	1,774	1,019
YoY, %		1.6%	2.3%	4.0%	4.8%	4.7%	6.9%	5.6%	2.7%	2.3%	1.3%
세계 수요	46,993	48,271	51,748	53,341	56,190	58,999	61,580	64,243	66,641	69,069	70,805
설비 순증		1,278	3,477	1,593	2,849	2,809	2,581	2,663	2,398	2,428	1,736
YoY, %		2.7%	7.2%	3.1%	5.3%	5.0%	4.4%	4.3%	3.7%	3.6%	2.5%
가동률	82.2%	83.1%	87.1%	86.4%	86.8%	87.0%	85.0%	83.9%	84.8%	85.9%	87.0%

자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 135〉 세계 가성소다 가동률 전망



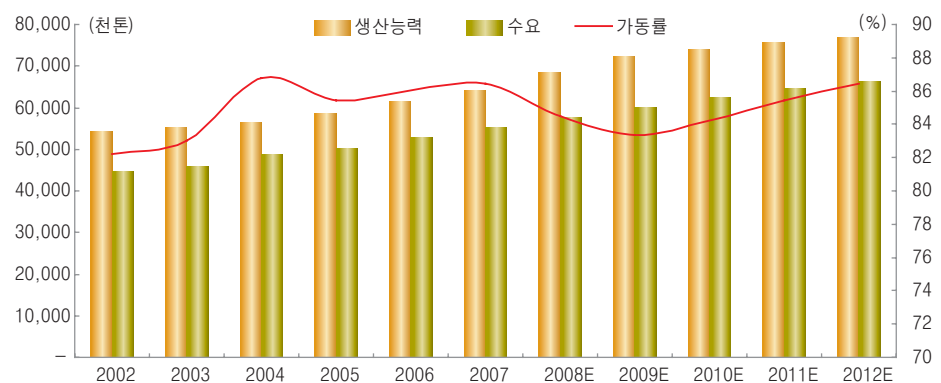
자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 40〉 세계 염소 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 염소 생산능력	54,295	55,238	56,388	58,635	61,352	64,153	68,472	72,292	74,166	75,792	76,719
설비 순증		943	1,150	2,247	2,717	2,801	4,319	3,820	1,874	1,626	927
YoY, %		1.7%	2.1%	4.0%	4.6%	4.6%	6.7%	5.6%	2.6%	2.2%	1.2%
세계 수요	44,650	45,854	48,922	50,078	52,794	55,435	57,836	60,267	62,465	64,738	66,322
설비 순증		1,204	3,068	1,156	2,716	2,641	2,401	2,431	2,198	2,273	1,584
YoY, %		2.7%	6.7%	2.4%	5.4%	5.0%	4.3%	4.2%	3.6%	3.6%	2.4%
가동률	82.2%	83.0%	86.8%	85.4%	86.1%	86.4%	84.5%	83.4%	84.2%	85.4%	86.4%

자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 136〉 세계 염소 가동률 전망



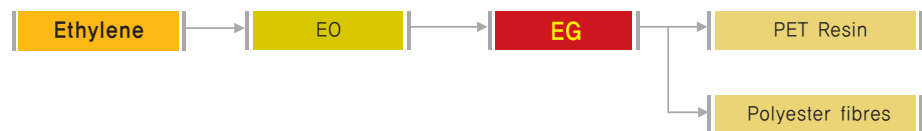
자료: Industry data, 유진투자증권

### 9. MEG – 2008년 하반기 이후 수급 완화 본격화

<p>MEG 2008년 하반기 이후 수급 완화 전망</p>	<p>MEG는 TPA와 함께 폴리에스터 생산을 위한 주요 원료로 사용되며, 동절기에는 부동액 수요가 발생한다. 2007년에는 8월 사우디 SABIC 설비 트러블(EG 생산설비의 공기 공급장치 폭발사고 발생으로 생산능력 300만톤 설비 가동률 급감)과 11월 Dow Chemical이 텍사스 Seadrift 소재 MEG 25만톤 설비의 불가항력 선언 등의 영향으로 가격이 폭등세를 기록한 바 있으나, 2008년 1분기 이후 동 요인 해소로 가격이 크게 약화되었다.</p> <p>2008년에는 한국 및 사우디 등의 설비 신증설 영향으로 165만톤(YoY +8.1%)의 신규증설이 예상되나, 전방 폴리에스터 가동률 상승에 따른 영향으로 수요 또한 145만톤(YoY +7.6%)의 증대될 것으로 추정되어 2008년 가동률 하락폭은 크지 않을 것으로 예상된다. 그러나 사우디 등 중동증설 물량이 2008년 하반기에 집중되어 상반기 보다는 하반기 수급 완화폭이 클 것으로 예상되며, 이후 2009년~2011년 사우디 및 중국 중심으로 공급이 크게 확대될 것으로 전망되어 동시점 가동률 하락은 불가피 할 것으로 전망된다.</p>
----------------------------------	--

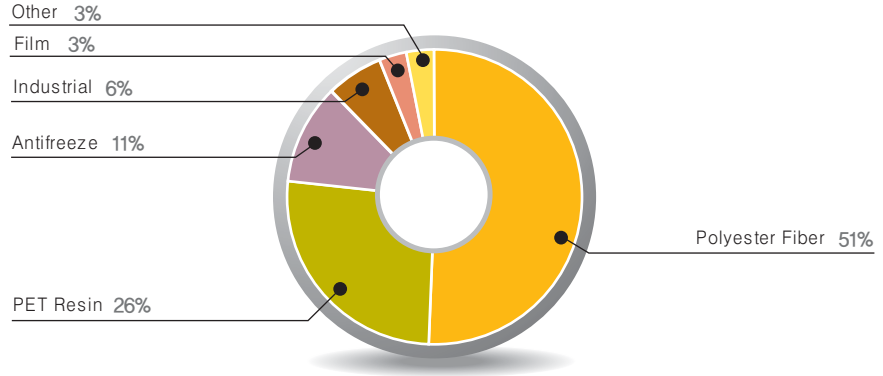
제품설명	PET의 섬유원료로서 부동액, 내한 윤활유 등에 사용. 에테르에 약간 녹는 성질이 있음.
제조공정	에틸렌과 산소를 이용해 EO를 만든 뒤, 이를 물과 수화반응시켜 EG로 변환시킴.
주요 용도	폴리에스터 섬유, PET 수지, 부동액
주요 원재료	EO (0.75), 포름알데히드 (1.76)
국내 주요 업체 생산 능력 (단위:천톤, 2008.05 기준)	롯데대산 640, 호남석유 400, LG화학 125, 삼성토탈 110
세계 공급 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 3.7%, 2008-2012 : 8.7%
세계 수요 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 7.0%, 2008-2012 : 6.9%

〈그림 137〉 주요 계통도



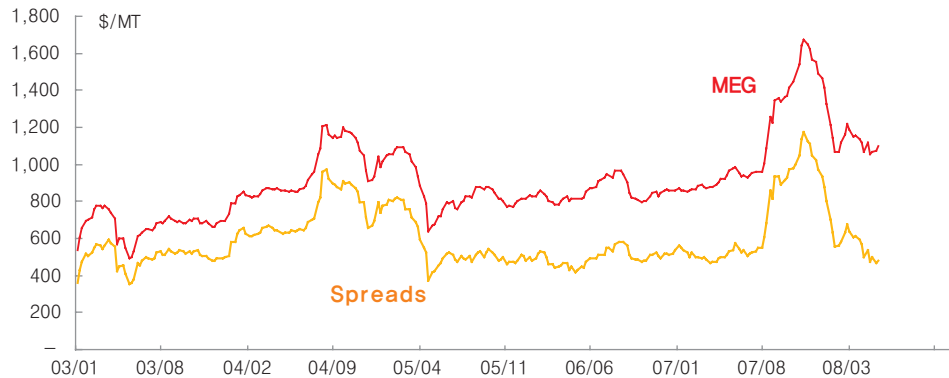
자료: 유진투자증권

〈그림 138〉 세계 MEG 용도별 수요



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 139〉 MEG 가격 및 변동마진 동향



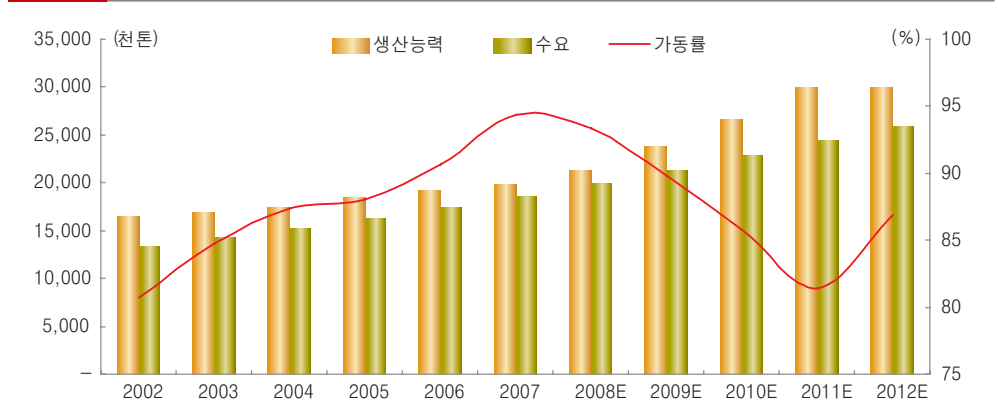
자료: 유진투자증권, 참고: Naptha Spreads

〈표 41〉 세계 MEG 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 MEG 생산능력	16,491	16,841	17,453	18,521	19,237	19,760	21,383	23,816	26,609	29,911	29,911
설비 순증		350	612	1,068	716	523	1,623	2,433	2,793	3,302	-
YoY, %		2.1%	3.6%	6.1%	3.9%	2.7%	8.2%	11.4%	11.7%	12.4%	0.0%
세계 수요	13,314	14,271	15,244	16,315	17,441	18,644	19,968	21,386	22,818	24,347	25,979
설비 순증		957	973	1,071	1,126	1,203	1,324	1,418	1,433	1,529	1,631
YoY, %		7.2%	6.8%	7.0%	6.9%	6.9%	7.1%	7.1%	6.7%	6.7%	6.7%
가동률	80.7%	84.7%	87.3%	88.1%	90.7%	94.4%	93.4%	89.8%	85.8%	81.4%	86.9%

자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 140〉 세계 MEG 가동률 전망



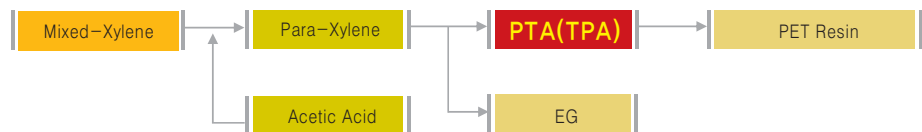
자료: Industry data, 유진투자증권

### 10. TPA - 2008년~2010년 수급 호전 국면

TPA 2006년 이후 중국의 대규모 신증설 영향 가동률 하락	TPA는 폴리에스터 생산에 있어 핵심원료이다. TPA는 중국을 중심으로 2006년과 2007년 각각 400만톤, 547만톤의 대규모 신규설비 증설이 나타남에 따라 수급이 악화되어 가동률은 2004년을 92.4%를 정점으로 2007년 87.7% 수준으로 하락하였다. 이와 함께 원재료인 PX 수급 불안정의 영향으로 TPA 생산업계는 수익성이 크게 악화되었다.
2008년~2010년 신규 공급 축소로 수급 호전 전망	그러나 TPA는 2008년~2009년 수급이 호전될 것으로 전망된다. 이는 2007년 신규공급 정점으로 하여 2008년 이후 신증설이 축소되고 있기 때문이다. 또한 중국 외 지역에서 수익성 악화에 따른 영향으로 일부 설비 축소도 나타날 것으로 예상하고 있다. 이에 따라 2008년~2010년 세계 TPA 평균가동률은 90% 수준에 달할 것으로 전망된다. 다만 2010년 이후는 중국 정부의 TPA 수급 조절 정책과 업계 구조조정 속도에 따라 가동률 전망이 가변적으로 변화될 것으로 예상된다.

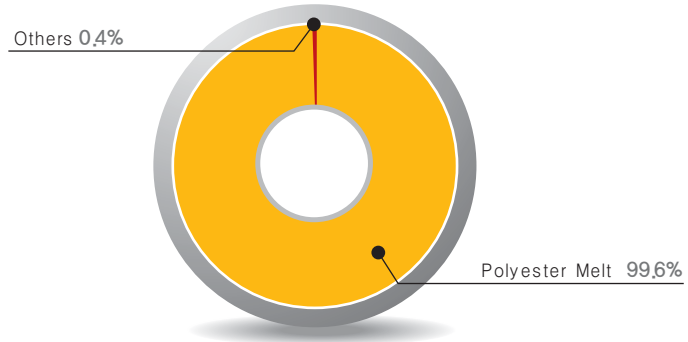
제품설명	상온에서 백색분말 형태로 존재하며, 물, 알코올 등 용매에도 잘 녹지 않는 성질을 지니고 있음.
제조공정	PX, 초산을 공기 중에 액상산화반응시켜 TPA를 만든 뒤 다시 한 번 정제를 함.
주요 용도	폴리에스터 원료
주요 원재료	PX (0.67-0.75)
국내 주요 업체 생산 능력 (단위: 천톤, 2008.05 기준)	삼성석유화학 1,800, 삼남석유화학 1,700, 케이피케미칼 1,080, 태광산업 1,000, SK케미칼 520, 효성 420
세계 공급 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 10.1%, 2008-2012 : 7.1%
세계 수요 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 8.5%, 2008-2012 : 7.2%

<그림 141> 주요 계통도



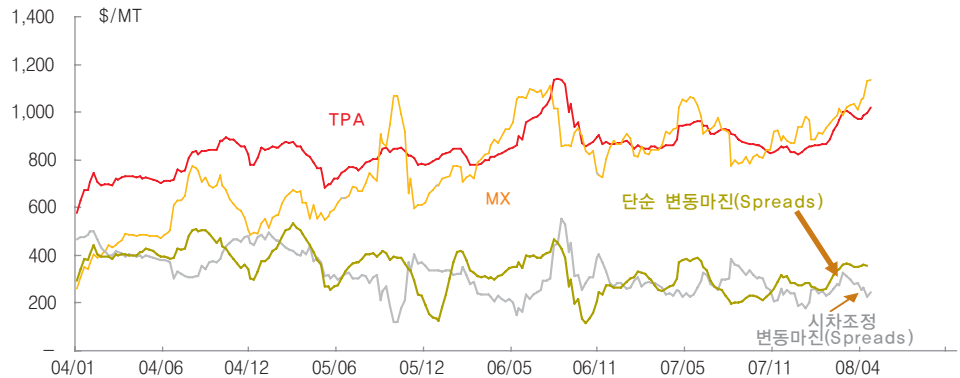
자료: 유진투자증권

〈그림 142〉 세계 TPA 용도별 수요 (2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 143〉 TPA 가격 및 변동마진 동향



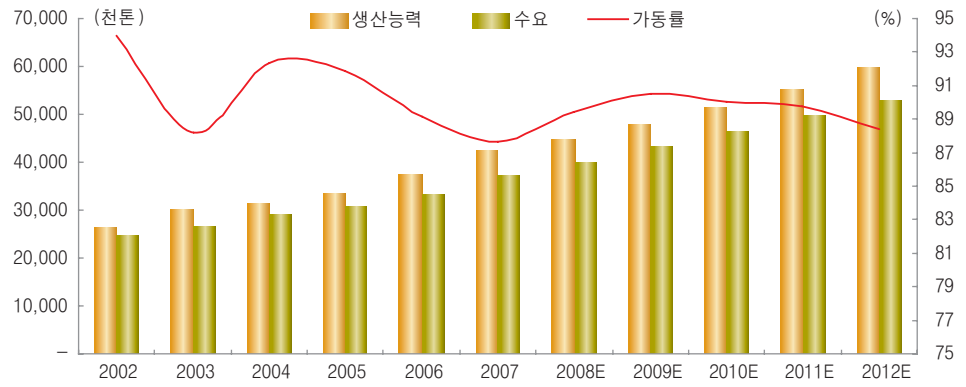
자료: 유진투자증권  
참고: Spreads는 MX 기준

〈표 42〉 세계 TPA 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 TPA 생산능력	26,320	30,288	31,360	33,505	37,399	42,430	44,845	47,785	51,525	55,355	59,655
설비 순증		3,968	1,072	2,145	3,894	5,031	2,415	2,940	3,740	3,830	4,300
YoY, %		15.1%	3.5%	6.8%	11.6%	13.5%	5.7%	6.6%	7.8%	7.4%	7.8%
세계 수요	24,731	26,718	28,964	30,790	33,336	37,196	40,115	43,241	46,376	49,694	52,752
설비 순증		1,987	2,246	1,826	2,546	3,860	2,919	3,126	3,135	3,318	3,058
YoY, %		8.0%	8.4%	6.3%	8.3%	11.6%	7.8%	7.8%	7.3%	7.2%	6.2%
가동률	94.0%	88.2%	92.4%	91.9%	89.1%	87.7%	89.5%	90.5%	90.0%	89.8%	88.4%

자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 144〉 세계 TPA 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

### 11. MX – 2008년~2009년 수급 완화, 이후 완만한 회복

TPA 2006년 이후 중국의 대규모 신증설 영향 기동률 하락

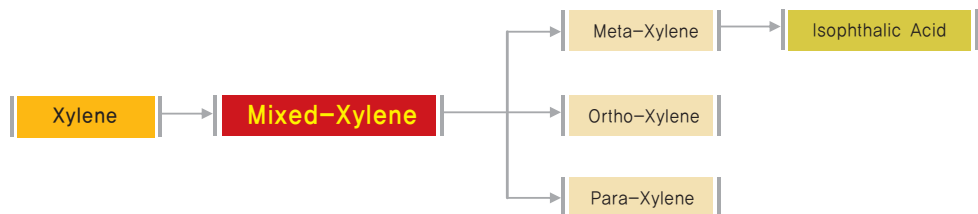
MX는 3종의 이성체(Ortho Xylene, Meta Xylene, Para Xylene) 혼합물이다. MX는 제한적인 신증설 영향으로 2006년까지 수급이 타이트했다. 여기에 국제유가 강세의 영향으로 MX는 2006년 1,000\$/MT를 상회하기도 하였다. 그러나 2007년 하반기 이후 MX는 대만 포모사 증설과 함께 한국을 위시한 아시아지역 정유업체들의 Upgrading 설비 증대로 공급이 증대되면서 수급이 완화되기 시작하였다.

2008년~2010년 신규 공급 축소로 수급 호전 전망

2008년~2009년까지 MX 수급은 크게 완화될 것으로 예상된다. 이는 1) 중국, 인도, 중동 등의 정유설비 증가와 2) 기존 정유설비들의 Upgrading 설비 증대 지속으로 신규 공급증가가 수요를 크게 상회할 것으로 전망되기 때문이다. 이에 따라 2007년 81% 수준의 세계 MX 가동률은 2009년에는 75.4%까지 하락할 것으로 전망되는 가운데, 2010년 이후에 공급증가률이 둔화되면서 완만한 가동률 회복이 예상된다.

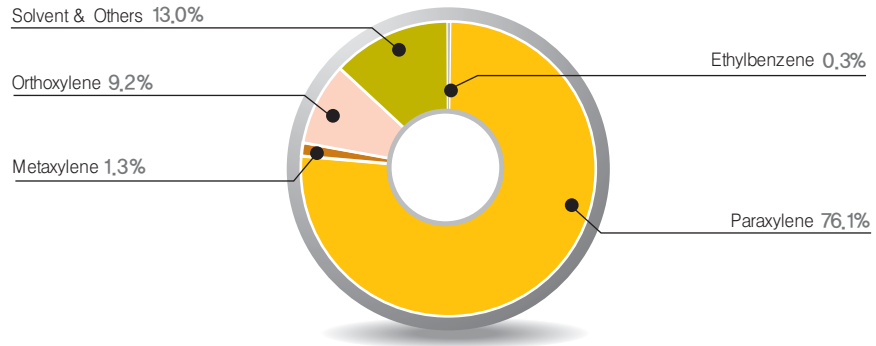
제품설명	3종의 이성체(Ortho Xylene, Meta Xylene, Para Xylene) 혼합물로 무색의 액체. 물에는 녹지 않으나, 알코올 및 에테르에 쉽게 녹음.
제조공정	납사분해유로부터 추출. 톨루엔으로부터 추출하는 MTPX방식 등
주요 용도	Ortho Xylene, Meta Xylene, Para Xylene의 원료
주요 원재료	납사분해유, 톨루엔
국내 주요 업체 생산 능력 (단위: 천톤, 2008.05 기준)	GS칼텍스 1660, SK에너지 1320, 삼성토탈 800, S-Oil 785 현대오일뱅크 440, 여천NCC 155, LG화학 90, 호남석유 80
세계 공급 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 0.6%, 2008-2012 : 8.2%
세계 수요 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 5.7%, 2008-2012 : 5.6%

<그림 145> 주요 계통도



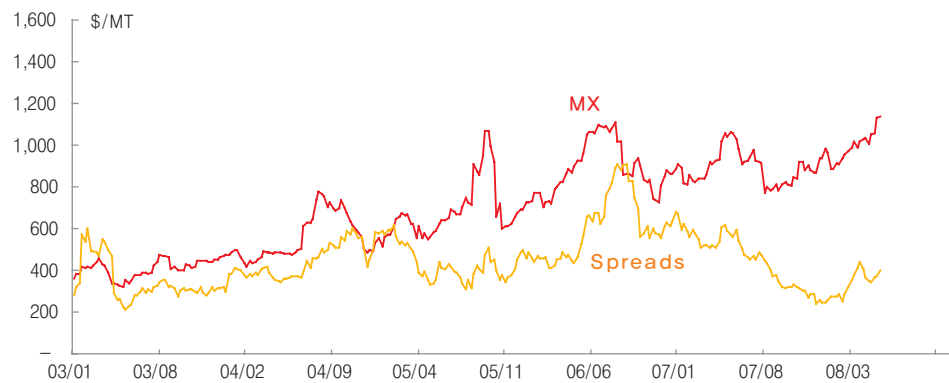
자료: 유진투자증권

〈그림 146〉 세계 MX 용도별 수요(2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 147〉 MX 가격 및 변동마진 동향



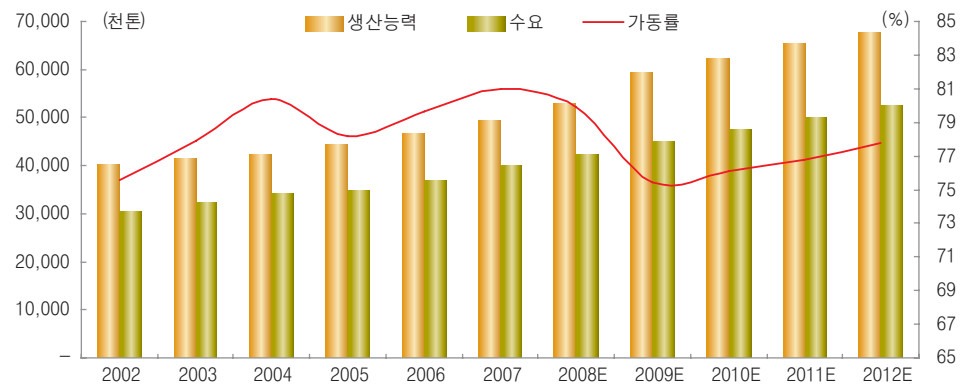
자료: 유진투자증권

〈표 43〉 세계 MX 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 MX 생산능력	40,303	41,489	42,487	44,483	46,577	49,458	53,011	59,433	62,348	65,309	67,551
설비 순증		1,186	998	1,996	2,094	2,881	3,553	6,422	2,915	2,961	2,242
YoY, %		2.9%	2.4%	4.7%	4.7%	6.2%	7.2%	12.1%	4.9%	4.7%	3.4%
세계 수요	30,447	32,312	34,167	34,780	37,088	40,049	42,370	44,834	47,466	50,148	52,558
설비 순증		1,865	1,855	613	2,308	2,961	2,321	2,464	2,632	2,682	2,410
YoY, %		6.1%	5.7%	1.8%	6.6%	8.0%	5.8%	5.8%	5.9%	5.7%	4.8%
가동률	75.5%	77.9%	80.4%	78.2%	79.6%	81.0%	79.9%	75.4%	76.1%	76.8%	77.8%

자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 148〉 세계 MX 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

## 12. PX - 2009년 이후 수급 완화 본격화 전망

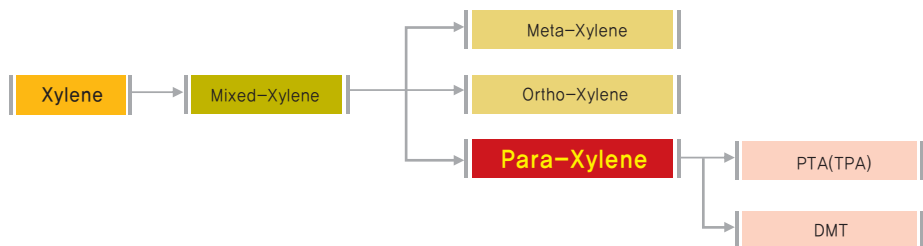
PX 2009년 이후  
수급 완화 본격화

PX는 폴리에스터 생산에 있어 주요 원재료인 TPA, DMT 등을 생산하는데 주로 사용된다. 국내는 BTX 생산량이 많은 정유업체들이 PX 주로 생산하고 있으며, 원료인 MX를 국내외에서 조달하고 있는 케이피케미칼만이 자체 TPA 원재료 조달을 위하여 생산하고 있다.

지난 2005년 이후 PX는 중국의 대규모 TPA 증설에 따른 수요 증대로 호조를 지속하였으나, 2007년 하반기 이후로는 Up stream인 MX 공급 확대와 주 수요처인 중국 TPA업체들의 Buying power 확대 로 가격이 일시적으로 가격이 약세를 보였다. 2008년에는 PX 수급은 폴리에스터 가동률 상승에 따른 TPA 수요 증진 전망으로 PX 수요 또한 동반 증진될 것으로 전망되고 있다. 그러나 가격은 MX 수급 완화의 영향으로 수급 호전 쪽에 비해 크게 나타나고 있지 않다. PX 수급은 2009년 중국을 중심으로 공급이 크게 확대되면서 이후 가동률 하락이 예상된다.

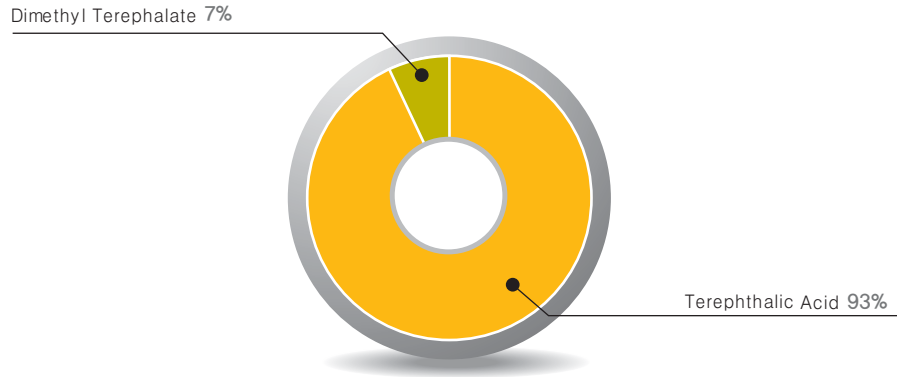
제품설명	Mixed-xylene을 상압정류탑에서 분리. 무색투명한 액체로서, 알코올에 잘 녹으나 물에 녹지 않는 특성이 있음.
제조공정	PAREX P-Xylene 분리 과정(UOP), MHT Isomerization 과정(Mobil)
주요 용도	TPA, DMT 등
주요 원재료	Mixed-Xylene (1.25)
국내 주요 업체 생산 능력 (단위:천톤, 2008.05 기준)	GS칼텍스 1,400, 케이피케미칼 720, 삼성토탈 670 S-Oil 650, SK에너지 650, 현대오일뱅크 300
세계 공급 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 4.4%, 2008-2012 : 9.7%
세계 수요 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 7.1%, 2008-2012 : 6.6%

〈그림 149〉 주요 계통도



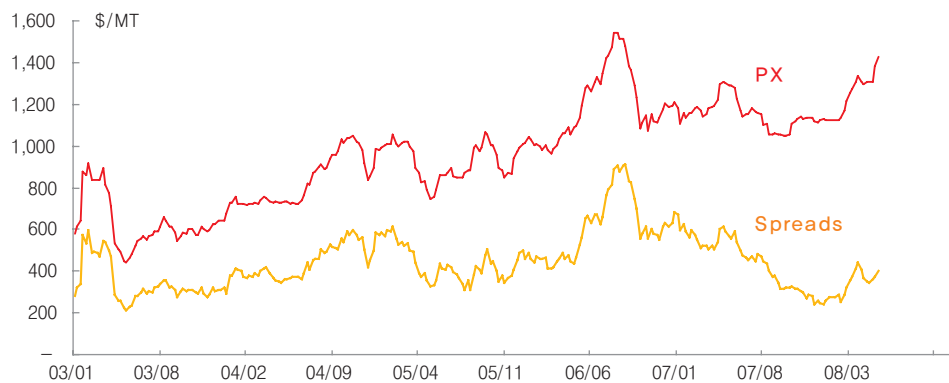
자료: 유진투자증권

〈그림 150〉 세계 PX 용도별 수요 (2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 151〉 PX 가격 및 변동마진 동향



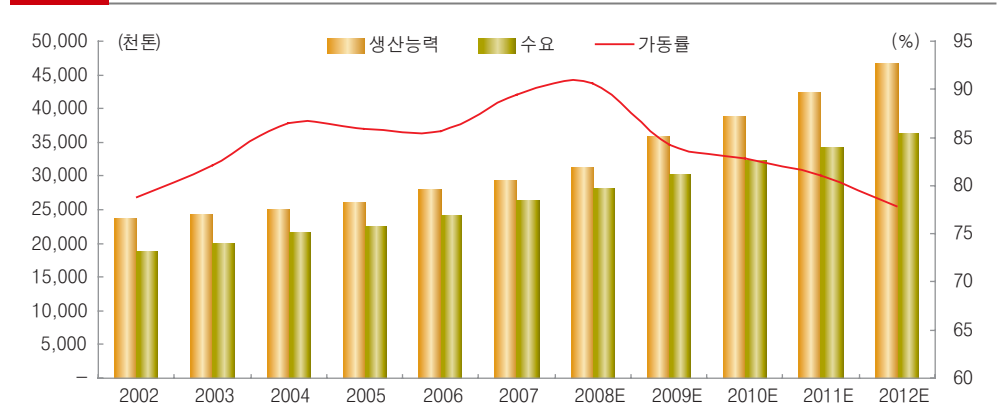
자료: 유진투자증권

〈표 44〉 세계 PX 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 PX 생산능력	23,702	24,332	24,977	26,091	28,102	29,406	31,200	35,850	38,882	42,337	46,542
설비 순증		630	645	1,114	2,011	1,304	1,794	4,650	3,032	3,455	4,205
YoY, %		2.7%	2.7%	4.5%	7.7%	4.6%	6.1%	14.9%	8.5%	8.9%	9.9%
세계 수요	18,680	19,966	21,595	22,410	24,071	26,289	28,270	30,186	32,205	34,335	36,258
설비 순증		1,286	1,629	815	1,661	2,218	1,981	1,916	2,019	2,130	1,923
YoY, %		6.9%	8.2%	3.8%	7.4%	9.2%	7.5%	6.8%	6.7%	6.6%	5.6%
가동률	78.8%	82.1%	86.5%	85.9%	85.7%	89.4%	90.6%	84.2%	82.8%	81.1%	77.9%

자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 152〉 세계 PX 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

### 13. O-X - 2008년 수급 양호한 흐름 유지

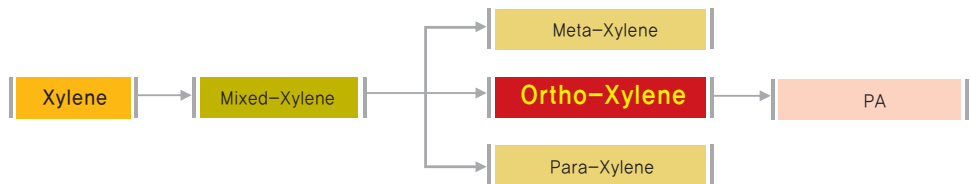
2008년 수요 증진 영향  
수급 호조 전망

O-X(Ortho-Xylene)은 PVC 첨가제로 이용되는 가소제의 원료인 PA(Phthalic anhydride, 무수프탈산)의 생산에 주로 사용된다. O-X는 MX에서 분리하여 생산한다.

O-X 수급은 2007년~2008년 수급 호조를 보일 것으로 전망된다. 이는 2007년 이후 수요는 BRIC's 및 중동, 남미 등 신성장축 국가들의 인프라 투자 확대에 의해 전방 PVC 수요 호조 영향으로 2007년~2012년 평균 수요증가율이 4.9%로 이전 2003년~2007년의 3.9% 보다 높아질 것으로 전망되기 때문이다. 반면, 의미 있는 신규 공급 확대는 2009년에 이루어질 것으로 예상되어 동 시점 이전까지 수급은 호조를 보일 것으로 전망된다.

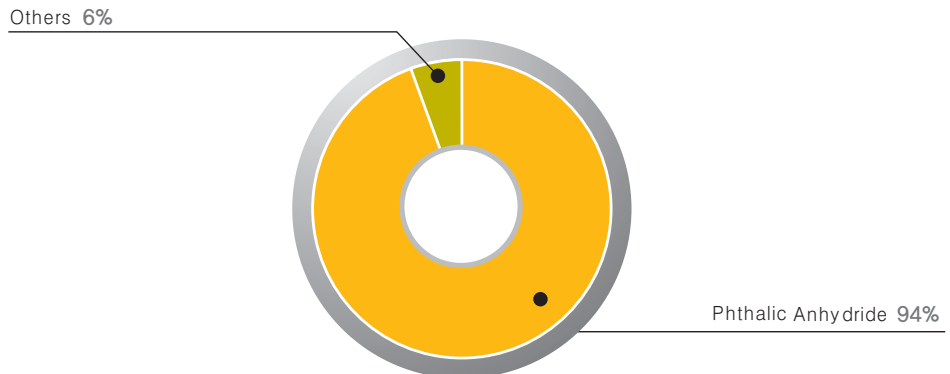
제품설명	Mixed-xylene로부터 분리된 화합물.
제조과정	Mixed-xylene을 상압정류탑에서 분리할 때 탑저부에서 분리됨,
주요 용도	PA 등
주요 원재료 및 원단위	Mixed xylene (1.0)
국내 주요 업체 생산 능력 (단위:천톤, 2008.05 기준)	케이피케미칼 255, SK에너지 200
세계 공급 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 3.6%, 2007-2012 : 3.7%
세계 수요 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 3.3%, 2007-2012 : 3.6%

<그림 153> 주요 계통도



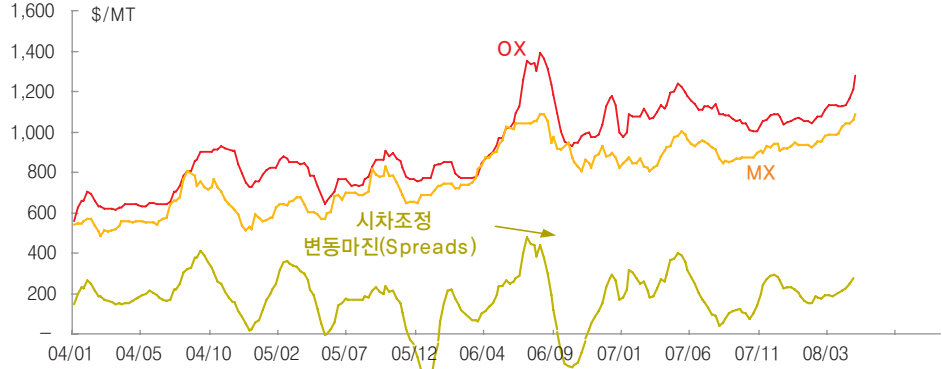
자료: 유진투자증권

<그림 154> 세계 O-X 용도별 수요(2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 155〉 O-X 가격 및 변동마진 동향



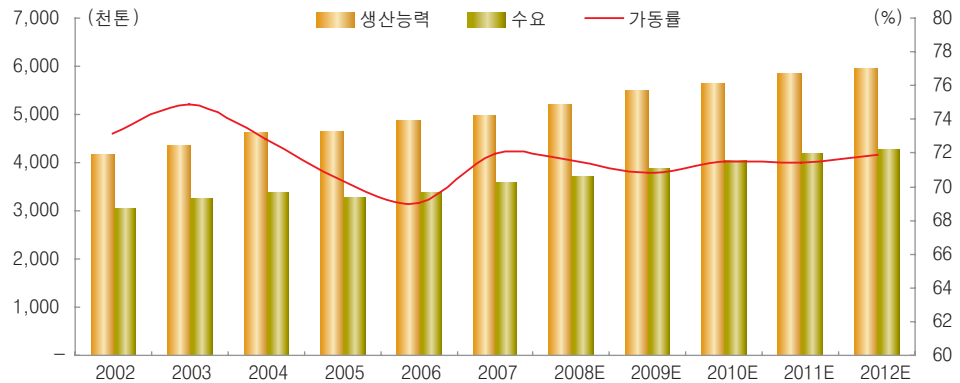
자료: 유진투자증권, 참고: Spreads는 MX 기준, 시차조정

〈표 45〉 세계 O-X 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 OX 생산능력	4,162	4,355	4,624	4,653	4,893	4,973	5,212	5,479	5,654	5,854	5,954
설비 순증		193	269	29	240	80	239	267	175	200	100
YoY, %		4.6%	6.2%	0.6%	5.2%	1.6%	4.8%	5.1%	3.2%	3.5%	1.7%
세계 수요	3,046	3,260	3,368	3,273	3,379	3,579	3,730	3,882	4,042	4,180	4,279
설비 순증		214	108	(95)	106	200	151	152	160	138	99
YoY, %		7.0%	3.3%	-2.8%	3.2%	5.9%	4.2%	4.1%	4.1%	3.4%	2.4%
가동률	73.2%	74.9%	72.8%	70.3%	69.1%	72.0%	71.6%	70.9%	71.5%	71.4%	71.9%

자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 156〉 세계 O-X 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

### 14. PIA – 수급 호조 장기화 전망

#### 수급 불안정 장기화 전망

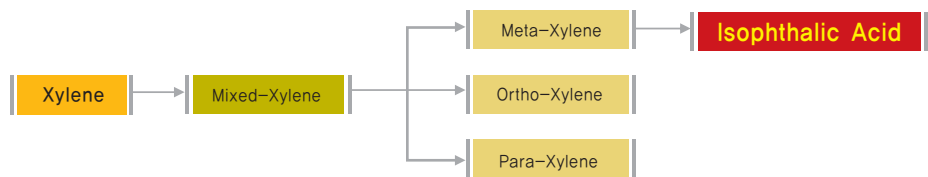
PIA(고순도 이소프탈산)는 PET bottle resin 및 Row Melting Fiber(열융착섬유)의 첨가제로 주요 사용된다. MX로부터 분리된 화합물인 Meta-xylene을 원료로 생산한다.

PIA는 2007년 상반기 미국 Flint Hills Resources사(20만톤)의 공장사고와 세계적으로 타이트한 수급 영향으로 2006년 초 1,000\$/톤 수준에서 현재 2,100\$/톤 수준으로 급격한 가격 상승을 기록하였다가 2008년 5월 현재 1,700\$/톤 수준으로 가격이 조정을 보이고 있다.

PIA는 2008년 초 한국의 케이피케미칼의 증설(10 → 20만)과 연말 싱가포르 톤자의 10만톤 증설 등의 영향으로 극심한 수급 불균형은 다소 완화 될 것으로 전망되나, 그럼에도 불구하고 여전히 불안정한 수급은 장기화 될 것으로 예상된다.

제품설명	Mixed-xylene로부터 분리된 화합물인 Meta-xylene을 원료로 생산
주요 용도	PET Bottle Resin, Row Melting Fiber, 타이어코드, 도료 등
주요 원재료 및 원단위	Mixed xylene (0.65)
국내 주요 업체 생산 능력 (단위:천톤, 2008.05 기준)	케이피케미칼 200
세계 공급 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 11.9%, 2008-2012 : 9.2%
세계 수요 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 11.9%, 2008-2012 : 9.2%

〈그림 157〉 주요 계통도



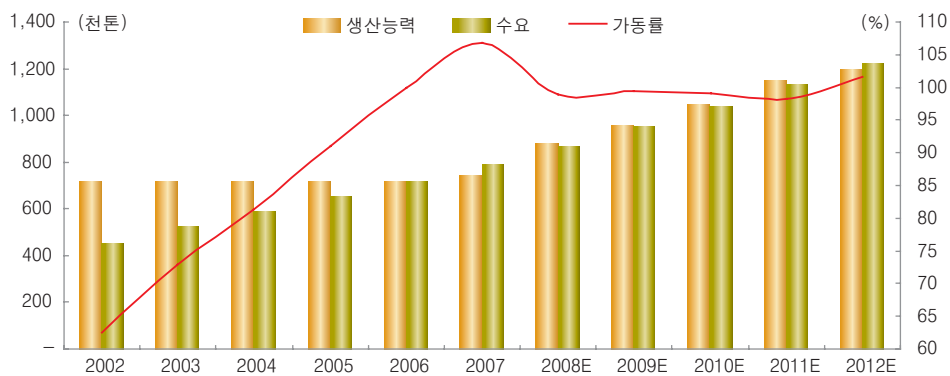
자료: 유진투자증권

〈표 46〉 세계 PIA 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 PIA 생산능력	720	720	720	720	720	740	880	960	1,050	1,150	1,200
설비 순증		-	-	-	-	20	140	80	90	100	50
YoY, %		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	18.9%	9.1%	9.4%	9.5%	4.3%
세계 수요	450	525	585	655	720	790	870	955	1,040	1,130	1,220
설비 순증		75	60	70	65	70	80	85	85	90	90
YoY, %		16.7%	11.4%	12.0%	9.9%	9.7%	10.1%	9.8%	8.9%	8.7%	8.0%
가동률	62.5%	72.9%	81.3%	91.0%	100.0%	106.8%	98.9%	99.5%	99.0%	98.3%	101.7%

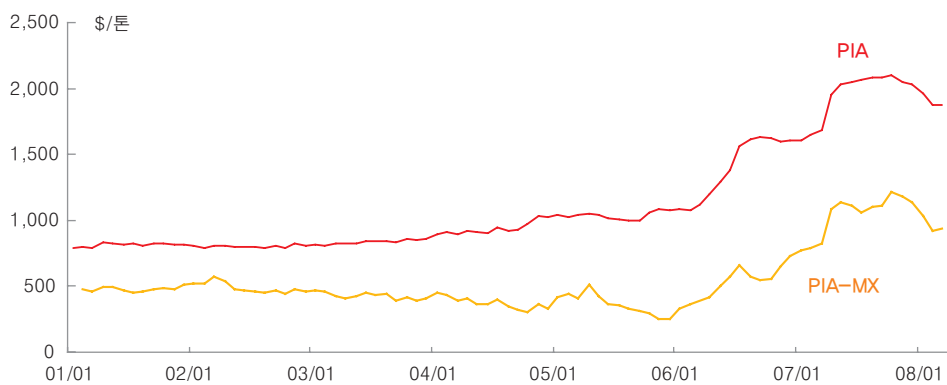
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 158〉 세계 PIA 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 159〉 PIA 가격 및 변동마진 동향



자료: KITA, 유진투자증권

### 15. POLYESTER – 2012년까지 중장기 수급 호전 전망

폴리에스터 섬유 2007~2012년  
중장기 가동률 상승 전망

폴리에스터는 대표적인 화섬원료로 섬유, Bottle Resin, Film 등 다양한 용도로 사용된다. 폴리에스터의 주요 원재료는 TPA(0.86~0.88), EG(0.32~0.34)이다.

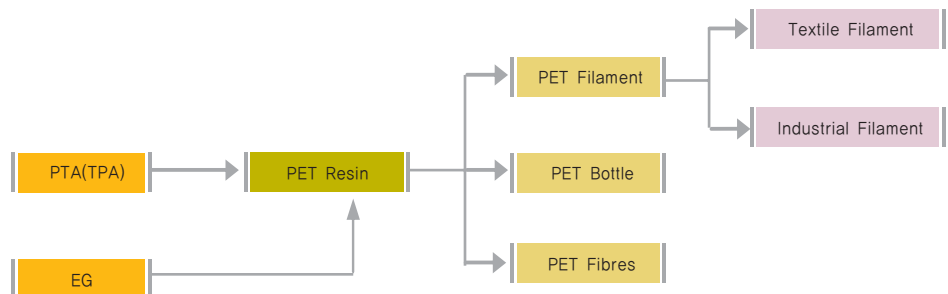
폴리에스터 섬유는 지난 2003~2006년 중국을 중심으로 한 대규모 설비증설로 인한 수급완화와 TPA, EG 등 주요 원재료의 가격 강세의 영향으로 수익성이 크게 악화되었다. 그러나 2007년 이후 신규증설 둔화와 한국, 대만 등 이전 섬유산업 주도국들의 구조조정, 꾸준한 수요 성장 등의 영향으로 수급 호전이 이루어졌다. 향후 2008~2009년 폴리에스터 신증설은 중국, 인도를 중심으로 지속될 것으로 전망되나, 신규 공급증가는 수요증가를 하회할 것으로 예상되어 전반적인 수급 호조 추세는 지속될 것으로 전망된다.

PET Bottle Resin은 2007년 저점  
2008년 이후 수급 호전

PET Bottle Resin은 2007년을 저점으로 2012년 까지 수급이 호전될 것으로 전망된다. PET Bottle Resin 설비증설은 2004~2007년에 중국을 중심으로 크게 확대되었다. 폴리에스터 섬유와 비교 시 약 1년 정도 시차를 두고 늦게 진행되었다. 이에 따라 수급 저점 또한 1년 정도 지연되었다. PET Bottle Resin의 가동률은 2008년~2009년 회복세를 보이다가 2010년 이후 본격적인 상승이 기대된다.

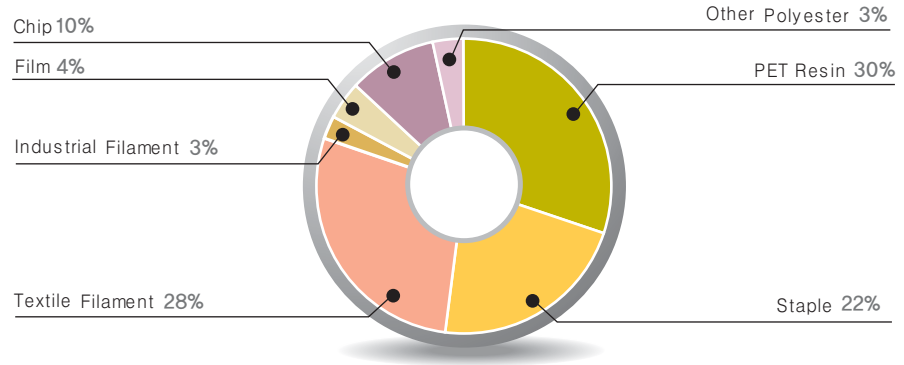
제품설명	폴리에스터는 대표적인 화섬원료(장섬유(PFY), 단섬유(PSF))이며, Bottle Resin, Film 등 다양한 용도로 사용	
제조과정	TPA와 EG를 중합하여 제조	
주요 용도	직물, 옷감 등 섬유용, 타이어코드 등 산업용, PET병, 필름 등	
주요 원재료 및 원단위	TPA(0.86~0.88), EG(0.32~0.34)	
국내 주요 업체 생산능력 (단위: 천톤, 2008.05 기준)	폴리에스터 섬유	휴비스 499(PFY 103, PSF 396), 웅진케미칼 283(PFY 71, PSF 212), 효성 197(PFY), 동국무역 152(PFY), 코오롱 142(PFY) 성안합섬 62(PFY), 도레이세한 44(PFY), 대한화섬 39(PFY), KP캡텍 37(PFY)
	PET Bottle Resin	케이피케미칼 434, 동국 180, SK케미칼 165, 대한화섬 144 호남석유 70, 휴비스 58, 웅진케미칼 50
세계 공급 성장률 (AAGR)	2003~2007 : 8.1%, 2008~2012 : 4.0%	
세계 수요 성장률 (AAGR)	2003~2007 : 7.1%, 2008~2012 : 6.6%	

<그림 160> 주요 계통도



자료: 유진투자증권

〈그림 161〉 세계 PET 용도별 수요(2007년 기준)



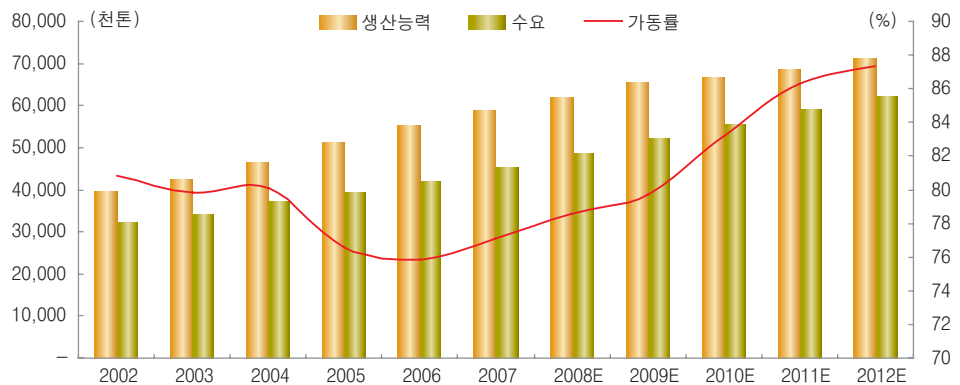
자료: Industry data, 유진투자증권

〈표 47〉 세계 Polyester Poly Condensation 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 Polyester 생산능력	39,714	42,627	46,561	51,410	55,397	58,620	61,900	65,373	66,665	68,472	71,198
설비 순증		2,913	3,934	4,849	3,987	3,223	3,280	3,473	1,292	1,807	2,726
YoY, %		7.3%	9.2%	10.4%	7.8%	5.8%	5.6%	5.6%	2.0%	2.7%	4.0%
세계 수요	32,088	34,017	37,285	39,367	42,012	45,195	48,644	52,121	55,452	59,073	62,183
설비 순증		1,929	3,268	2,082	2,645	3,183	3,449	3,477	3,331	3,621	3,110
YoY, %		6.0%	9.6%	5.6%	6.7%	7.6%	7.6%	7.1%	6.4%	6.5%	5.3%
가동률	80.8%	79.8%	80.1%	76.6%	75.8%	77.1%	78.6%	79.7%	83.2%	86.3%	87.3%

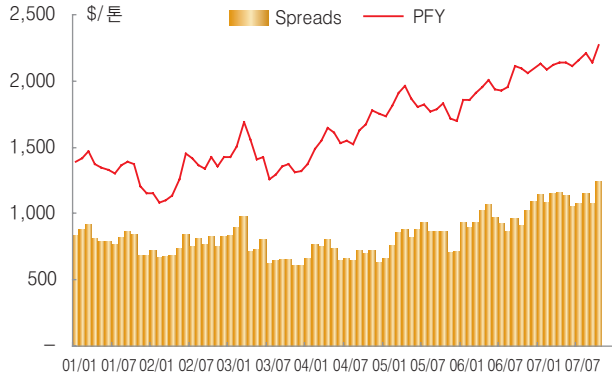
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 162〉 세계 Polyester Poly Condensation 가동률 전망 (2007년 기준)



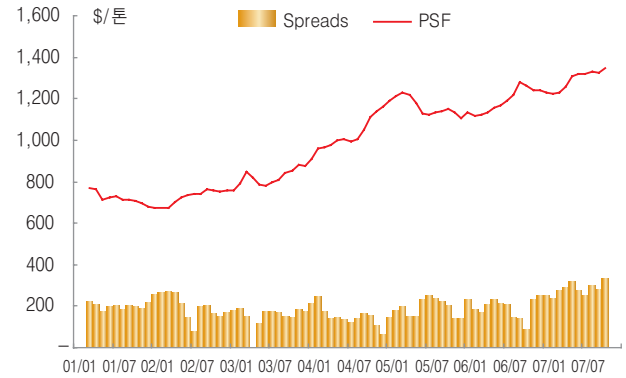
자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 163〉 폴리에스터 장섬유(PFY) 가격 및 변동마진 동향



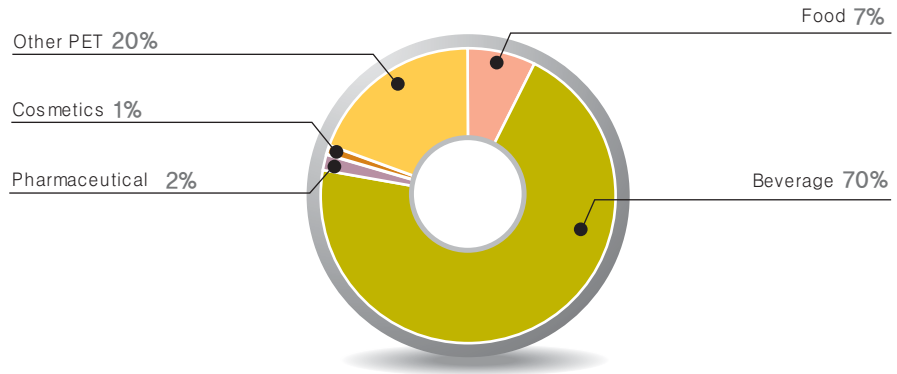
자료: KITA, 유진투자증권

〈그림 164〉 폴리에스터 단섬유(PSF) 가격 및 변동마진 동향



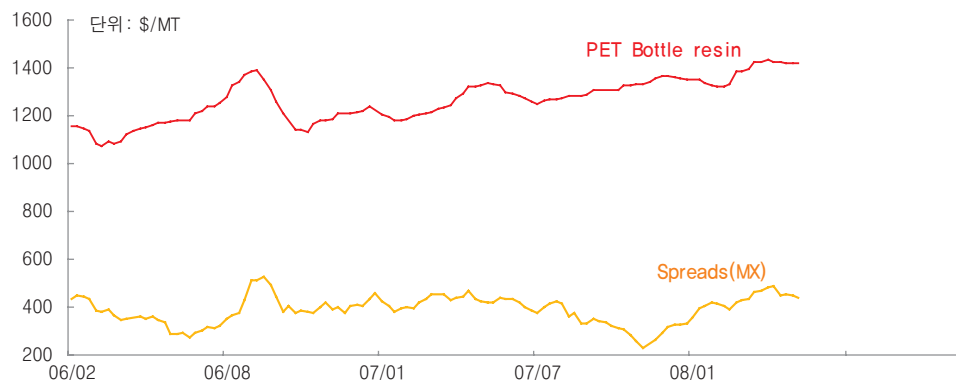
자료: KITA, 유진투자증권

〈그림 165〉 세계 PET Bottle Resin 용도별 수요(2007년 기준)



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 166〉 PET Bottle Resin 가격 및 변동마진 동향



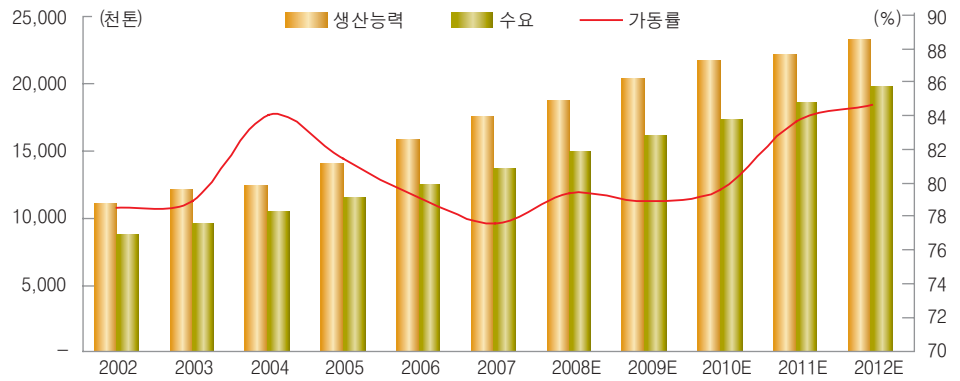
자료: 유진투자증권

〈표 48〉 세계 PET Bottle Resin 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 PET Bottle 생산능력	11,081	12,143	12,461	14,103	15,871	17,692	18,843	20,515	21,887	22,342	23,442
설비 순증		1,062	318	1,642	1,768	1,821	1,151	1,672	1,372	455	1,100
YoY, %		9.6%	2.6%	13.2%	12.5%	11.5%	6.5%	8.9%	6.7%	2.1%	4.9%
세계 수요	8,713	9,595	10,490	11,509	12,576	13,741	14,973	16,217	17,446	18,725	19,882
설비 순증		882	895	1,019	1,067	1,165	1,232	1,244	1,229	1,279	1,157
YoY, %		10.1%	9.3%	9.7%	9.3%	9.3%	9.0%	8.3%	7.6%	7.3%	6.2%
가동률	78.6%	79.0%	84.2%	81.6%	79.2%	77.7%	79.5%	79.0%	79.7%	83.8%	84.8%

자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 167〉 세계 PET Bottle Resin 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

### 16. Caprolactam – 장기 수급 전망 호조

카프로락탐 장기 수급 전망  
긍정적

카프로락탐은 나일론의 핵심원료로 사용되며, 국내에서는 카프로(240만톤)가 독점 생산하고 있다.

2007년 이후 카프로락탐 가동률은 90%를 상회하고 있다. 향후 2008년~2010년 신규 설비증설 계획이 사실상 없어 기존 업체들의 일부 증설만이 계획되어 있다. 그러나 이전 설비 계획을 하였으나 사실상 설비 증설 여부가 불투명한 중국 Shijiazhuang의 33만톤 신설이 2010년에 이뤄질 것이라 가정한다 하더라도, 카프로락탐의 수급 전망은 여전히 긍정적이다.(당 리서치센터는 보수적 접근을 위해 이러한 가정을 기반으로 했다.) 여기에 핵심 원재료인 벤젠의 수급 완화 전망은 카프로락탐 수익성에 긍정적 영향을 줄 것으로 전망된다.

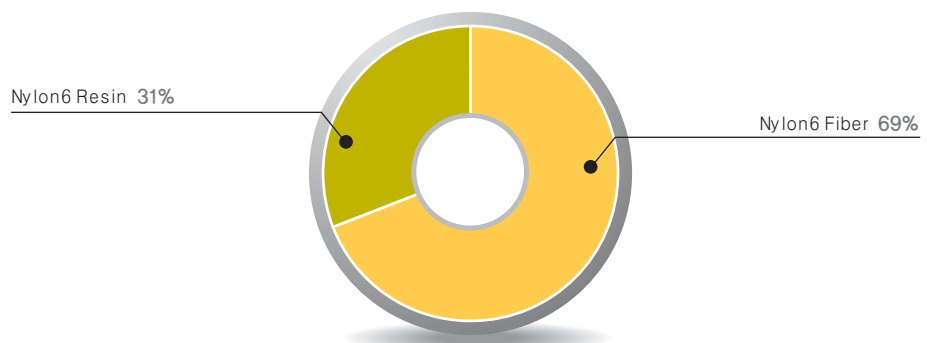
제품설명	나일론 원료로 중요한 물질. 흡습성을 지니고 있고 물, 에탄올, 벤젠에 용해됨.
제조공정	직접 산화법(공기를 이용하여 싸이클로헥산을 직접 산화, 혹은 암모니아를 산화), PNC법, SNIA법.
주요 용도	나일론 섬유 및 나일론 수지의 원료.
주요 원재료 및 원단위	싸이클로헥산 (0.92-1.22), 페놀 (0.9)
국내 주요 업체 생산 능력 (단위:천톤, 2008.05 기준)	카프로 240
세계 공급 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 1.1%, 2008-2012 : 1.4%
세계 수요 성장률 (AAGR)	2003-2007 : 2.7%, 2008-2012 : 2.5%

〈그림 168〉 주요 계통도



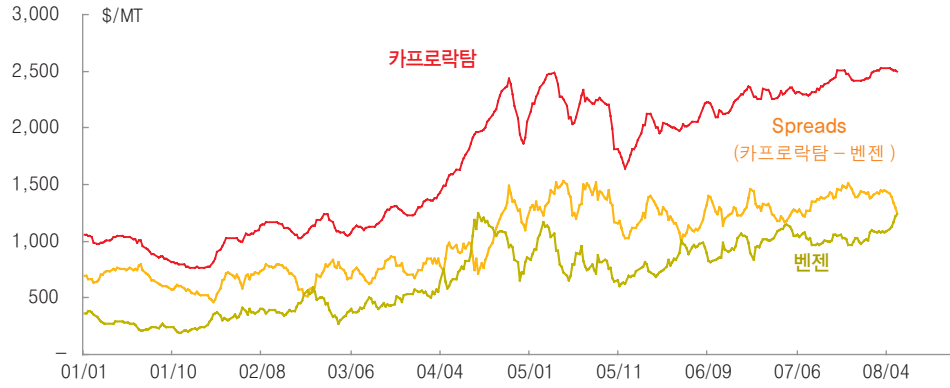
자료: 유진투자증권

〈그림 169〉 세계 Caprolactam 용도별 수요



자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 170〉 Caprolactam 가격 및 변동마진 동향



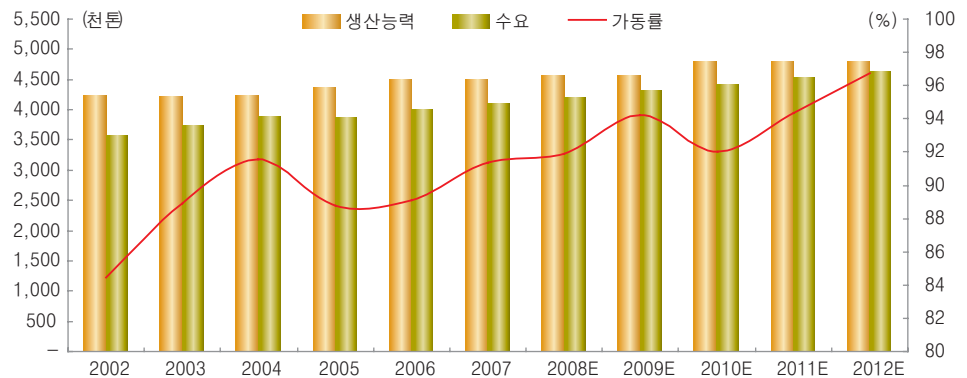
자료: 유진투자증권

〈표 49〉 세계 Caprolactam 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 Caprolactam 생산능력	4,245	4,215	4,248	4,366	4,491	4,491	4,576	4,576	4,800	4,800	4,800
설비 순증		-30	33	118	125	-	85	-	224	-	-
YoY, %		-0.7%	0.8%	2.8%	2.9%	0.0%	1.9%	0.0%	4.9%	0.0%	0.0%
세계 수요	3,586	3,746	3,890	3,877	4,003	4,103	4,206	4,311	4,419	4,529	4,642
설비 순증		160	144	-13	126	100	103	105	108	110	113
YoY, %		4.5%	3.8%	-0.3%	3.2%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
가동률	84.5%	88.9%	91.6%	88.8%	89.1%	91.4%	91.9%	94.2%	92.1%	94.4%	96.7%

자료: Industry data, 유진투자증권

〈그림 171〉 세계 Caprolactam 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

### 17. 합성고무 - 2008년 수급 호조

수급호전+천연고무 강세로  
업황 호조

2008년 세계 합성고무(SBR/BR) 수급은 전방 자동차/타이어 산업이 중국, 인도를 중심으로 신규 투자가 집중되면서 수요 확대로 호조가 예상된다. 2008년 세계 수요증가율은 3.6% (2008년~2010년 평균 3.3%)가 예상되는 반면 공급증가율은 2007년 4.2%에서 2.8%로 둔화되어 가동률이 2007년 90.0%에서 2008년에는 90.8%로 지난해에 이어 호조를 지속할 것으로 전망된다. 여기에 대체재인 천연고무의 가격 강세는 합성고무 가격에도 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단된다.

향후 합성고무 수급 전망은 2009년 일시적으로 둔화될 것으로 전망될 것으로 전망되나, 이는 금호석유화학의 신증설 효과(2009년 예정 신증설 44만톤 중 동사 23만톤)에 기인한 것으로 동사의 긍정적 실적 전망에는 영향이 크지 않을 것으로 판단된다.

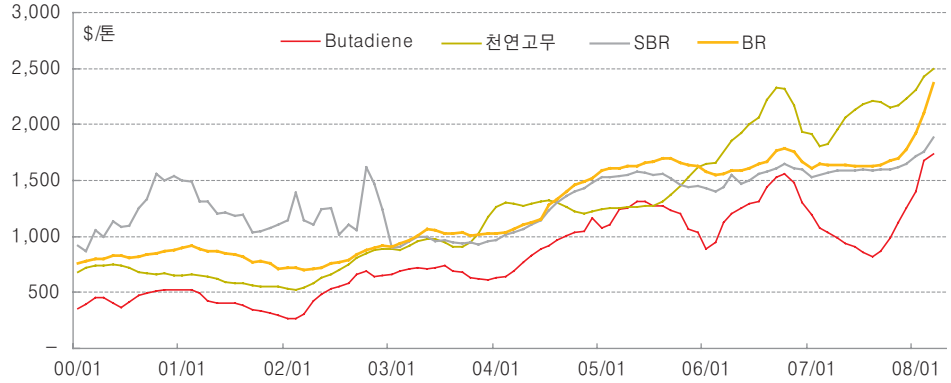
제품설명	BR	부타디엔의 중합으로 만들어지는 합성고무
	SBR	생산량이 가장 많은 대표적인 범용고무
제조공정	BR	중합축매에 의해 중합이 완료된 후 응고와 건조 과정을 거쳐 제품 생산.
	SBR	유화중합, 용액중합
주요 용도	BR	타이어, 신발, 벨트, 산업용 고무 제품
	SBR	자동차타이어, 타이어코드, 접착제, 스폰지
주요 원재료 및 원단위	BR	부타디엔 (0.65), AN (0.35)
	SBR	부타디엔 (0.71), SM (0.23)
국내 주요 업체 생산능력 (단위: 천톤, 2008.05 기준)	BR	금호석유화학 351, LG화학 75
	SBR	금호석유화학 363, LG화학 125
세계 공급 성장률 (AAGR)	BR+SBR	2003-2007 : 0.6%, 2008-2012 : 2.3%
세계 수요 성장률 (AAGR)		2003-2007 : 3.1%, 2008-2012 : 2.8%

<그림 172> 주요 계통도



자료: 유진투자증권

<그림 173> 합성고무 & 천연고무, 부타디엔 가격 동향



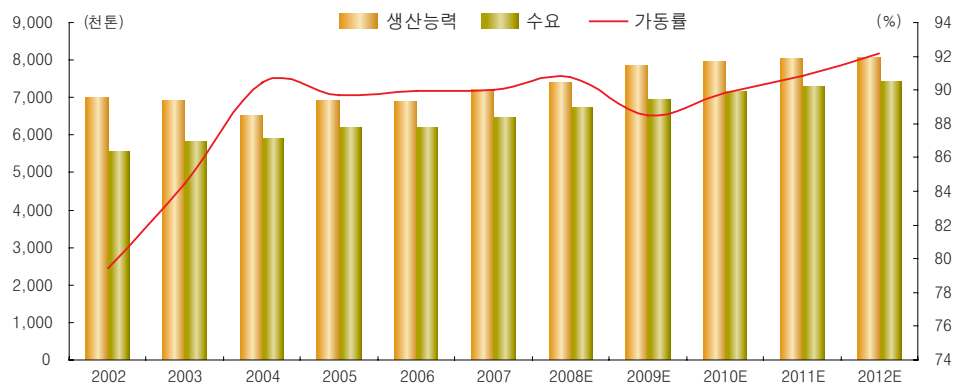
자료: KITA, 유진투자증권

<표 50> 세계 합성고무 수급 전망 (단위 : 천톤)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
세계 SBR+BR 생산능력	7,000	6,917	6,528	6,933	6,905	7,197	7,395	7,851	7,963	8,036	8,070
설비 순증		(83)	(389)	405	(28)	292	198	456	112	73	34
YoY, %		-1.2%	-5.6%	6.2%	-0.4%	4.2%	2.8%	6.2%	1.4%	0.9%	0.4%
세계 수요	5,562	5,839	5,906	6,220	6,211	6,478	6,711	6,946	7,155	7,298	7,436
설비 순증		277	67	314	(9)	267	233	235	208	143	139
YoY, %		5.0%	1.1%	5.3%	-0.1%	4.3%	3.6%	3.5%	3.0%	2.0%	1.9%
가동률(%)	79.5	84.4	90.5	89.7	89.9	90.0	90.8	88.5	89.8	90.8	92.1

자료: IISRP, 금호석유, 유진투자증권

<그림 174> 세계 합성고무 가동률 전망



자료: Industry data, 유진투자증권

## VI. 리스크 요인

### 1. 경기 변동 위험

당 리서치센터는 2008년 구매력 평가 기준 세계 GDP성장률을 각각 3.7%로 가정하고 있다. 또한 고유가에 따른 인플레이션 위협에도 불구하고 BRIC's, 중동, 남미 등 신성장축 국가들의 고성장으로 세계 경제가 견고한 성장세를 지속할 것으로 전망하고 있다. 그러나 미국의 신용위기에 이은 실물 경제의 부정적 영향이 세계로 확산되거나, 고유가에 따른 인플레이션 심화 등으로 세계 경제의 큰 폭 성장 둔화가 나타날 경우 총수요 영향을 많이 받는 소재산업 특성상 추정 실적 및 적정주가가 하향될 가능성도 있다. 반면, 세계 경제가 추정치 이상의 호조를 보일 경우 추정실적 및 적정주가 상향 가능성도 있다.

### 2. 국제유가 변동 위험

당 리서치센터는 2008년과 2009년의 국제유가(WTI 기준)를 각각 113.4\$/bbl, 116.3\$/bbl로 예상하고 있으며, 장기적으로도 고유가 추세가 지속될 것으로 전망하고 있다. 국제유가의 변동은 국내 석유화학업체들의 기초 원재료인 나프타 가격을 상승시키는 역할을 하고 있어 예상 외의 급격한 유가 상승이 나타날 경우 영업실적에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 반대로 유가 하락이 나타날 경우 두 가지 경우에 따라 추정 실적이 변동할 수 있다. 세계 석유공급 확대와 이로 인한 유가 하락의 경우에는 석유화학 업체들에게 긍정적 영향을 줄 수 있다. 다만 공급은 일정한데 석유 수요의 감소에 따른 유가 하락은 석유화학 업체들에게 부정적 영향을 줄 수도 있다. 석유 수요의 감소는 총수요의 둔화로 해석될 수 있으며, 이는 석유화학 수급에도 부정적 영향을 미칠 수 있기 때문이다.



## Ⅶ. 종목별 투자의견

종목	투자의견	목표주가
1.SK에너지	HOLD(유지)	133,000원
2.S-Oil	HOLD(유지)	73,000원
3.SK	BUY(유지)	185,000원
4.GS	HOLD(유지)	45,000원
5.LG화학	HOLD(하향)	115,000원
6.KCC	BUY(유지)	640,000원
7.호남석유화학	BUY(유지)	120,000원
8.효성	BUY(유지)	90,000원
9.한화석유화학	HOLD(신규)	15,000원
10.금호석유화학	STRONG BUY(유지)	75,000원
11.케이피케미칼	BUY(하향)	90,000원
12.카프로	BUY(유지)	18,000원

# SK에너지 (096770)

## 정유업 업황 둔화 위협 증대

### ▶ Investment Point

#### 1) 하반기 이후 정유업 업황 둔화 본격화 전망

2008년 하반기 이후 인도, 중국을 중심으로 한 신증설 확대에 따른 아태지역 정유설비 가동률 하락 전망과 고유가에 따른 석유수요 둔화 등 영향으로 국제정제마진 악화 전망. 이에 따라 국내 최대 정유업체인 동사에 대한 상대적 실적 악화 위험은 클 듯. 석유화학부문 또한 방향족 이외에 여타 석유화학 제품 또한 중동 증설 등 영향으로 수익성 둔화 전망.

#### 2) 석유개발 이익 증대와 No.2 RFCC 가동 등으로 견고한 실적 증진 지속 전망.

고유가 지속에 따른 석유개발 사업부문의 실적 및 가치 증진 전망은 긍정적. 동사는 5억 BOE 규모의 석유환산 매장량을 확보하고 있으며, 2008년 말 3.1만boe/d 수준의 배당원유가 2010년에는 7.5백만boe/d 수준으로 확대될 것으로 전망되고 있음. 여기에 하반기 이후 No.2 RFCC의 본격 가동으로 수급 완화에 따른 정제마진 악화 요인을 일정 수준 상쇄할 것으로 예상. 이에 따라 정유 및 석유화학 업황 둔화 전망에도 불구하고 석유개발 이익 증대와 정유설비 고도화 비율 증대(9.1% → 15.0%, 합병 후 기준)로 견고한 실적 증진 전망.

### ▶ Valuation

#### 목표주가 133,000원 및 투자의견 HOLD 유지

주력 업황의 둔화 위협 증대와 낮은 기대수익률 감안 투자의견 HOLD 유지.

### ▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
매출액		14,862	43,609	42,934	42,957	41,046	42,142
증가율(%)		na	193.4	(1.5)	0.1	(4.4)	2.7
영업이익		604	1,511	1,731	1,930	2,441	2,668
영업이익률(%)		4.1	3.5	4.0	4.5	5.9	6.3
EBITDA		829	2,049	2,333	2,543	3,065	3,301
EBITDA이익률(%)		5.6	4.7	5.4	5.9	7.5	7.8
순이익		344	869	1,213	1,465	1,959	2,268
EPS(원)		3,718	9,275	12,940	15,629	20,906	24,203
DPS(원)		2,100	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
P/E(x)		48.7	12.6	9.0	7.5	5.6	4.8
EV/EBITDA(x)		25.0	8.1	6.7	5.6	4.1	3.1
P/B(x)		2.7	1.6	1.4	1.2	1.0	0.8
ROE(%)		na	13.1	16.0	16.8	19.1	18.6
배당수익률(%)		1.2	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8

자료: 유진투자증권

## HOLD (유지)

### Change

133,000원

### Target Price & Expected Return

목표주가(12M)	133,000원
현재가(5/22)	117,000원
예상 추가상승률	13.7%

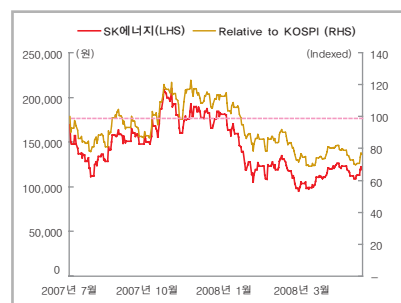
### Trading Data

시가총액	108,185억원
비중(KOSPI내)	1.16%
발행주식수	92,466천주
52주 최저가 / 최고가	95,400 - 210,000원
3개월 일평균거래대금	868억원
외국인 지분율	40.0%
주요주주지분율(%)	
SK(주)외 5인	31.2
Templeton	7.4

### Performance

	1M	6M	12M
주가상승률	(3.3)	(33.1)	
KOSPI대비 상대수익률(%)	(6.0)	(35.2)	

### Price Trend



## 재무제표

### 대차대조표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
유동자산	6,727.9	8,297.2	8,435.7	8,518.7	
현금성자산	647.5	423.0	691.5	775.8	
매출채권	2,554.3	3,052.6	3,005.4	3,007.0	
재고자산	2,714.2	3,706.7	3,649.4	3,651.3	
비유동자산	8,971.6	10,301.0	10,427.9	10,554.9	
투자자산	4,127.2	2,904.1	2,904.8	2,919.5	
유형자산	4,824.9	7,753.2	7,851.8	7,938.6	
무형자산	19.5	(356.4)	(328.7)	(303.2)	
<b>자산총계</b>	<b>15,699.4</b>	<b>18,598.2</b>	<b>18,863.6</b>	<b>19,073.6</b>	
유동부채	6,608.3	7,526.9	7,446.0	7,316.0	
매입채무	2,203.8	3,052.6	3,005.4	3,007.0	
단기차입금	1,482.7	2,000.0	1,900.0	1,700.0	
유동성장기부채	512.7	356.7	356.7	356.7	
비유동부채	2,905.6	4,013.1	3,321.8	2,372.1	
사채및장기차입금	2,764.5	3,852.5	3,160.5	2,210.2	
기타비유동부채	141.1	160.6	161.2	161.9	
<b>부채총계</b>	<b>9,513.9</b>	<b>11,540.0</b>	<b>10,767.7</b>	<b>9,688.1</b>	
자본금	463.1	468.6	468.6	468.6	
자본잉여금	5,445.5	5,693.1	5,693.1	5,693.1	
자본조정	(67.4)	(79.2)	(79.2)	(79.2)	
자기주식	(2.2)	(139.4)	(139.4)	(139.4)	
이익잉여금	344.3	975.8	2,013.4	3,303.1	
<b>자본총계</b>	<b>6,185.5</b>	<b>7,058.2</b>	<b>8,095.9</b>	<b>9,385.5</b>	
총차입금	4,759.9	6,209.2	5,417.2	4,266.9	
순차입금(순현금)	4,112.4	5,786.2	4,725.7	3,491.1	
투하자본	7,168.7	12,361.1	12,299.9	12,312.1	

### 현금흐름표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>영업활동현금흐름</b>	284.3	161.3	331.4	526.9	
당기순이익	344.3	869.2	1,212.7	1,464.7	
유무형자산상각비	224.9	537.4	601.4	613.2	
기타비현금손익가감	(3.5)	148.9	(21.4)	(15.8)	
운전자본의변동	(281.4)	(1,394.2)	(1,461.3)	(1,535.2)	
매출채권감소(증가)	(941.1)	(301.6)	(288.4)	(273.1)	
재고자산감소(증가)	(280.2)	(133.9)	(124.5)	(111.4)	
매입채무증가(감소)	595.7	(190.4)	(195.5)	(210.3)	
기타	344.2	(768.4)	(852.8)	(940.3)	
<b>투자활동현금흐름</b>	(531.7)	(803.4)	(614.0)	(614.0)	
단기투자자산처분(취득)	(3.8)	0.0	0.0	0.0	
장기투자증권처분(취득)	(189.4)	(126.3)	5.2	5.2	
설비투자	(298.9)	(382.9)	(355.0)	(355.0)	
유형자산처분	11.3	3.6	0.0	0.0	
무형자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>재무활동현금흐름</b>	466.2	421.5	549.2	169.5	
차입금증가(감소)	468.4	596.5	724.2	344.5	
자본증가(감소)	(2.2)	0.0	0.0	0.0	
배당금지급	0.0	(175.0)	(175.0)	(175.0)	
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>218.8</b>	<b>(220.6)</b>	<b>266.6</b>	<b>82.4</b>	
기초현금	378.7	597.4	376.8	643.5	
기말현금	597.4	376.8	643.5	725.9	
Gross cash flow	565.7	1,555.5	1,792.7	2,062.1	
Gross investment	813.1	2,197.6	2,075.3	2,149.2	
<b>Free cash flow</b>	<b>(247.4)</b>	<b>(642.1)</b>	<b>(282.6)</b>	<b>(87.1)</b>	

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>매출액</b>	14,862.3	43,608.8	42,933.7	42,957.0	
증가율 (%)	na	193.4	(1.5)	0.1	
매출총이익	1,346.9	2,981.7	3,246.4	3,491.2	
매출총이익율 (%)	9.1	6.8	7.6	8.1	
판매비와관리비	742.7	1,470.3	1,515.0	1,561.0	
증가율 (%)	na	98.0	3.0	3.0	
<b>영업이익</b>	604.2	1,511.4	1,731.4	1,930.3	
증가율 (%)	na	150.2	14.6	11.5	
<b>EBITDA</b>	829.0	2,048.8	2,332.8	2,543.4	
증가율 (%)	na	147.1	13.9	9.0	
<b>영업외손익</b>	(121.2)	(522.7)	(131.6)	2.0	
이자수익	43.0	44.9	48.3	37.0	
이자비용	123.9	312.1	294.6	241.5	
외화관련손익	(41.0)	(289.9)	0.0	0.0	
지분법손익	77.5	37.6	58.4	62.8	
기타영업외손익	(76.8)	(3.2)	56.4	143.7	
<b>세전계속사업손익</b>	483.0	988.7	1,599.8	1,932.3	
법인세비용	138.7	119.5	387.2	467.6	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>당기순이익</b>	344.3	869.2	1,212.7	1,464.7	
증가율 (%)	na	152.4	39.5	20.8	
당기순이익률 (%)	2.3	2.0	2.8	3.4	
<b>EPS</b>	3,718	9,275	12,940	15,629	
증가율 (%)	na	149.5	39.5	20.8	
완전희석EPS		9,275	12,940	15,629	
증가율 (%)			39.5	20.8	

### 주요투자지표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,718	9,275	12,940	15,629	
BPS	66,783	75,317	86,389	100,151	
DPS	2,100	2,100	2,100	2,100	
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	48.7	12.6	9.0	7.5	
PBR	2.7	1.6	1.4	1.2	
PCR	29.5	7.8	6.1	5.3	
EV/ EBITDA	25.0	8.1	6.7	5.6	
배당수익률	1.2	1.8	1.8	1.8	
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	4.1	3.5	4.0	4.5	
EBITDA이익율	5.6	4.7	5.4	5.9	
순이익율	2.3	2.0	2.8	3.4	
ROE	na	13.1	16.0	16.8	
ROIC	na	13.6	10.6	11.9	
<b>안정성 (%배)</b>					
순차입금/자기자본	66.5	82.0	58.4	37.2	
유동비율	101.8	110.2	113.3	116.4	
이자보상배율	7.5	5.7	7.0	9.4	
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	na	2.5	2.3	2.3	
매출채권회전율	na	15.6	14.2	14.3	
재고자산회전율	na	13.6	11.7	11.8	
매입채무회전율	na	16.6	14.2	14.3	

# S-Oil (010950)

## 실적 둔화 위협 증대 불구 배당 투자는 유효

### ▶ Investment Point

#### 1) 하반기 이후 정유업 업황 둔화 본격화 전망

2008년 하반기 이후 인도, 중국을 중심으로 한 신증설 확대에 따른 아태지역 정유설비 가동률 하락 전망과 고유가에 따른 석유수요 둔화 등 영향으로 국제정제마진 악화 전망. 다만 국내 최고 수준의 설비 고도화비율(25%)을 확보하고 있어 여타 정유업체들에 비해 업황 둔화 위협은 상대적으로 낮을 것으로 판단됨.

#### 2) 견고한 EBITDA 유지 전망으로 배당투자는 유효

정유업 업황 둔화에 따른 실적 둔화 가능성 증대에도 불구하고 1조원을 상회하는 EBITDA 창출은 지속될 것으로 전망되어, 연간 205%(5,125원, 액면가 2,500원 기준) 수준의 배당 여력은 충분할 것으로 판단되어 배당투자는 유효.

### ▶ Valuation

목표주가 73,000원 및 투자의견 HOLD 유지

배당성장모형으로 산출한 기존 목표주가 유지. 다만 낮은 기대수익률 감안 투자의견 HOLD 유지.

### ▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
매출액	14,566	15,219	21,663	22,209	21,631	22,794	24,437
증가율(%)	19.0	4.6	42.3	2.5	(2.6)	5.4	7.2
영업이익	926	1,074	1,164	970	997	1,210	1,416
영업이익률(%)	6.4	7.1	5.4	4.4	4.6	5.3	5.8
EBITDA	1,099	1,243	1,333	1,141	1,165	1,418	1,629
EBITDA이익률(%)	7.5	8.2	6.2	5.1	5.4	6.2	6.7
순이익	759	746	593	622	639	790	950
EPS(원)	6,505	6,402	5,089	5,335	5,478	6,771	8,147
DPS(원)	5,125	13,425	5,125	5,125	5,125	5,125	5,125
P/E(x)	10.5	12.3	14.0	13.3	13.0	10.5	8.7
EV/EBITDA(x)	7.2	6.1	6.0	7.2	7.3	6.2	5.3
P/B(x)	3.4	2.3	2.2	2.2	2.2	2.1	1.9
ROE(%)	30.9	23.7	15.5	16.8	17.1	20.5	23.0
배당수익률(%)	7.5	17.0	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2

자료: 유진투자증권

## HOLD (유지)

### Comment

**73,000원**

### Target Price & Expected Return

목표주가(12M)	73,000원
현재가(5/22)	71,200원
예상 주가상승률	2.5%

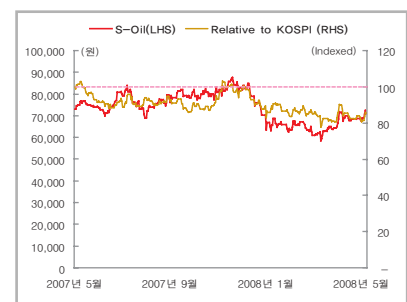
### Trading Data

시가총액	80,159억원
비중(KOSPI내)	0.86%
발행주식수	112,583천주
52주 최저가 / 최고가	58,400 - 87,500원
3개월 일평균거래대금	163억원
외국인 지분율	48.4%
주요주주지분율(%)	
AOC외 7인	35.2
한진에너지	28.4

### Performance

	1M	6M	12M
주가상승률	5.6	(14.7)	(2.5)
KOSPI대비 상대수익률(%)	3.0	(16.8)	(14.2)

### Price Trend



## 재무제표

### 대차대조표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
유동자산	4,734.3	7,598.5	6,628.1	6,506.6	5,524.1
현금성자산	1,989.3	3,406.7	1,782.6	1,568.3	731.0
매출채권	1,038.8	1,438.7	1,624.7	1,665.7	1,622.3
재고자산	1,431.6	2,262.1	2,599.6	2,665.1	2,595.7
비유동자산	1,929.6	1,860.9	1,957.9	2,236.1	2,648.1
투자자산	355.8	285.6	258.2	252.7	247.7
유형자산	1,560.2	1,559.6	1,685.1	1,969.3	2,387.0
무형자산	13.6	15.7	14.6	14.0	13.4
<b>자산총계</b>	<b>6,663.9</b>	<b>9,459.4</b>	<b>8,585.9</b>	<b>8,742.6</b>	<b>8,172.3</b>
유동부채	3,412.9	5,426.0	4,834.9	4,467.6	3,900.1
매입채무	1,354.2	2,209.3	1,949.7	1,998.8	1,946.8
단기차입금	972.4	1,292.1	900.0	500.0	0.0
유동성장기부채	101.4	576.0	560.8	538.7	517.5
비유동부채	914.3	66.6	60.4	560.0	515.9
사채및장기차입금	885.6	6.9	5.9	505.2	460.9
기타비유동부채	28.7	59.7	54.6	54.8	55.0
<b>부채총계</b>	<b>4,327.2</b>	<b>5,492.6</b>	<b>4,895.3</b>	<b>5,027.6</b>	<b>4,416.0</b>
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	861.8	1,799.2	1,799.2	1,799.2	1,799.2
자본조정	(809.8)	80.0	69.5	69.5	69.5
자기주식	(847.3)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
이익잉여금	1,993.2	1,796.0	1,530.3	1,554.8	1,596.0
<b>자본총계</b>	<b>2,336.7</b>	<b>3,966.7</b>	<b>3,690.6</b>	<b>3,715.0</b>	<b>3,756.2</b>
총차입금	1,959.5	1,875.0	1,466.7	1,543.9	978.4
순차입금(순현금)	(29.8)	(1,531.7)	(315.8)	(24.4)	247.4
투하자본	2,213.4	2,301.0	3,258.4	3,575.6	3,889.9

### 현금흐름표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>1,274.5</b>	<b>517.7</b>	<b>376.0</b>	<b>1,452.9</b>	<b>1,696.7</b>
당기순이익	758.6	746.5	593.4	622.0	638.8
유무형자산상각비	172.9	169.2	169.5	170.9	167.4
기타비현금손익가감	18.0	58.3	181.4	67.6	68.1
운전자본의변동	325.1	(456.4)	(568.3)	592.4	822.4
매출채권감소(증가)	(31.1)	(394.1)	120.7	148.9	152.3
재고자산감소(증가)	110.8	(803.7)	(24.6)	(10.4)	(5.8)
매입채무증가(감소)	(248.2)	836.4	(130.6)	(153.1)	(154.7)
기타	493.5	(95.0)	(533.9)	606.9	830.5
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(951.6)</b>	<b>(1,798.1)</b>	<b>(186.3)</b>	<b>(349.7)</b>	<b>(479.7)</b>
단기투자자산처분(취득)	(864.0)	(1,610.0)	0.0	0.0	0.0
장기투자증권처분(취득)	(0.3)	(1.5)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(128.5)	(172.9)	(160.7)	(190.2)	(190.2)
유형자산처분	1.7	6.9	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(0.1)	(0.0)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(388.9)</b>	<b>1,088.1</b>	<b>(768.2)</b>	<b>(1,103.2)</b>	<b>(1,217.1)</b>
차입금증가(감소)	44.0	(106.7)	(505.8)	(505.6)	(619.5)
자본증가(감소)	(432.9)	1,194.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	432.9	943.6	(262.4)	(597.6)	(597.6)
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>(66.0)</b>	<b>(192.3)</b>	<b>(237.4)</b>	<b>34.0</b>	<b>355.9</b>
기초현금	836.8	770.8	578.5	341.0	375.1
기말현금	770.8	578.5	341.0	375.1	731.0
Gross cash flow	949.5	974.0	944.3	860.5	874.4
Gross investment	(237.5)	644.5	754.6	(242.7)	(342.7)
<b>Free cash flow</b>	<b>1,187.0</b>	<b>329.5</b>	<b>189.8</b>	<b>1,103.2</b>	<b>1,217.1</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>매출액</b>	<b>14,555.9</b>	<b>15,218.7</b>	<b>21,663.3</b>	<b>22,209.3</b>	<b>21,631.2</b>
증가율 (%)	19.0	4.6	42.3	2.5	(2.6)
매출총이익	1,309.3	1,457.9	1,549.9	1,386.6	1,447.6
매출총이익율 (%)	9.0	9.6	7.2	6.2	6.7
판매비와관리비	383.6	384.2	385.9	416.6	450.5
증가율 (%)	3.0	0.1	0.5	8.0	8.1
<b>영업이익</b>	<b>925.7</b>	<b>1,073.7</b>	<b>1,164.0</b>	<b>969.9</b>	<b>997.1</b>
증가율 (%)	4.2	16.0	8.4	(16.7)	2.8
<b>EBITDA</b>	<b>1,098.7</b>	<b>1,243.0</b>	<b>1,333.5</b>	<b>1,140.8</b>	<b>1,164.5</b>
증가율 (%)	2.6	13.1	7.3	(14.4)	2.1
<b>영업외손익</b>	<b>129.0</b>	<b>(41.8)</b>	<b>(362.7)</b>	<b>(149.4)</b>	<b>(154.4)</b>
이자수익	95.9	160.1	154.8	133.1	84.2
이자비용	133.8	158.3	141.2	170.2	126.4
외화관련손익	141.2	(28.9)	(280.5)	(42.4)	(42.4)
기타영업외손익	3.9	0.4	0.2	0.2	0.2
기타영업외손익	21.8	(15.1)	(96.0)	(70.0)	(70.0)
<b>세전계속사업손익</b>	<b>1,054.7</b>	<b>1,031.9</b>	<b>801.3</b>	<b>820.6</b>	<b>842.7</b>
법인세비용	296.2	285.4	207.9	198.5	203.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>758.6</b>	<b>746.5</b>	<b>593.4</b>	<b>622.0</b>	<b>638.8</b>
증가율 (%)	15.8	(1.6)	(20.5)	4.8	2.7
당기순이익률 (%)	5.2	4.9	2.7	2.8	3.0
<b>EPS</b>	<b>6,505</b>	<b>6,402</b>	<b>5,089</b>	<b>5,335</b>	<b>5,478</b>
증가율 (%)	15.8	(1.6)	(20.5)	4.8	2.7
완전희석EPS			5,089	5,335	5,478
증가율 (%)				4.8	2.7

### 주요투자지표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	6,505	6,402	5,089	5,335	5,478
BPS	20,040	34,019	31,650	31,860	32,213
DPS	5,125	13,425	5,125	5,125	5,125
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	10.5	12.3	14.0	13.3	13.0
PBR	3.4	2.3	2.2	2.2	2.2
PCR	8.4	9.5	8.8	9.6	9.5
EV/ EBITDA	7.2	6.1	6.0	7.2	7.3
배당수익률	7.5	17.0	7.2	7.2	7.2
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	6.4	7.1	5.4	4.4	4.6
EBITDA이익율	7.5	8.2	6.2	5.1	5.4
순이익율	5.2	4.9	2.7	2.8	3.0
ROE	30.9	23.7	15.5	16.8	17.1
ROIC	27.3	34.4	31.0	21.5	20.2
<b>안정성 (%배)</b>					
순차입금/자기자본	(1.3)	(38.6)	(8.6)	(0.7)	6.6
유동비율	138.7	140.0	137.1	145.6	141.6
이자보상배율	24.4	(597.9)	(85.3)	26.1	23.7
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	2.3	1.9	2.4	2.6	2.6
매출채권회전율	14.2	12.3	14.1	13.5	13.2
재고자산회전율	9.7	8.2	8.9	8.4	8.2
매입채무회전율	9.8	8.5	10.4	11.2	11.0

# SK (003600)

## 견고한 자산가치 성장 추세 지속

### ▶ Investment Point

#### 1) 견고한 포트폴리오 가치 성장 추세 지속 전망.

투자자산 중 32%를 차지하고 있는 SK에너지의 업황 둔화 전망에도 불구하고, 고유가에 따른 석유개발 사업의 수익성 증진과 하반기 이후 No.2 RFCC 가동 등의 영향으로 견고한 실적 증진 추세는 지속될 것으로 전망됨. SK텔레콤(39%) 또한 절대적 시장 지위가 지속될 것으로 판단되는 가운데 국내 이동통신시장 경쟁 완화 가능성 등을 감안 시 견고한 실적 유지 전망. 이에 따라 동사의 포트폴리오 가치는 견고한 성장추세 지속 전망.

#### 2) 지주사 SK C&C 상장 추진으로 동사 가치 재조명 예상

SK그룹 지배구조의 핵심 기업인 SK C&C가 그룹 투명성 증진과 순환출자구조 해소 등을 위해 상장을 추진 중에 있음. 상장 과정에서 직접 지배하고 있는 SK의 기업가치에 대한 재조명 가능성이 높음.

### ▶ Valuation

목표주가 185,000원, 투자의견 BUY 유지

NAV로 산정한 기존 목표주가 유지.

### ▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
영업수익	23,652	796	920	1,102	1,210	1,358	1,454
증가율(%)	7.9	(96.6)	15.6	19.8	9.9	12.2	7.1
영업이익	1,165	651	665	851	946	1,081	1,164
영업이익률(%)	4.9	81.8	72.3	77.2	78.2	79.6	80.0
EBITDA	1,592	871	670	856	951	1,086	1,169
EBITDA이익률(%)	6.7	109.4	72.8	77.7	78.6	80.0	80.4
순이익	1,394	1,380	582	706	794	922	1,001
EPS(원)	10,667	15,383	12,204	14,797	16,639	19,325	20,971
DPS(원)	1,900	1,950	1,950	1,950	1,950	1,950	1,950
P/E(x)	9.1	12.9	13.0	10.7	9.6	8.2	7.6
EV/EBITDA(x)	9.2	12.8	14.6	11.0	10.0	8.6	8.1
P/B(x)	1.6	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	17.3	18.8	8.6	9.7	10.0	10.6	10.4
배당수익률(%)	2.0	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

자료: 유진투자증권

## BUY (유지)

### Comment

**185,000원**

### Target Price & Expected Return

목표주가(12M)	185,000원
현재가(5/22)	159,000원
예상 추가상승률	16.4%

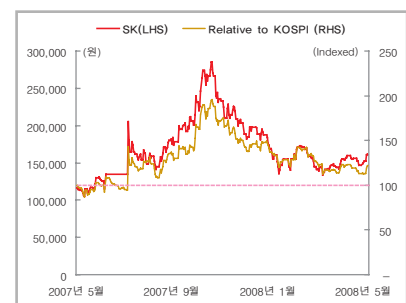
### Trading Data

시가총액	74,669억원
비중(KOSPI내)	0.80%
발행주식수	46,962천주
52주 최저가 / 최고가	134,000 - 285,500원
3개월 일평균거래대금	481억원
외국인 지분율	25.9%
주요주주지분율(%)	
SK C&C외 7인	27.7
미래에셋자산운용	6.1
Templeton	5.4

### Performance

	1M	6M	12M
추가상승률	2.9	(24.6)	1.8
KOSPI대비 상대수익률(%)	0.2	(26.7)	(9.9)

### Price Trend



## 재무제표

### 대차대조표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
유동자산	6,618.7	565.5	92.2	415.0	331.4
현금성자산	1,328.1	526.7	58.2	374.2	286.6
매출채권	1,903.3	14.8	4.6	5.5	6.1
재고자산	2,482.1	12.4	13.8	16.5	18.2
비유동자산	12,983.0	8,940.0	9,582.2	9,892.4	10,697.0
투자자산	7,973.9	8,842.0	9,483.7	9,796.7	10,604.1
유형자산	4,945.1	72.6	73.5	72.6	71.6
무형자산	64.0	25.4	25.0	23.1	21.3
<b>자산총계</b>	<b>19,601.6</b>	<b>9,505.6</b>	<b>9,674.4</b>	<b>10,307.3</b>	<b>11,028.4</b>
유동부채	6,700.3	236.9	183.1	183.3	183.4
매입채무	1,801.1	0.8	0.9	1.1	1.2
단기차입금	1,244.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	842.8	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4,870.3	2,611.4	2,527.2	2,535.9	2,544.8
사채및장기차입금	4,394.8	2,308.2	2,310.9	2,310.9	2,310.9
기타비유동부채	475.5	303.3	216.3	224.9	233.9
<b>부채총계</b>	<b>11,570.6</b>	<b>2,848.4</b>	<b>2,710.4</b>	<b>2,719.2</b>	<b>2,728.2</b>
자본금	653.5	238.6	238.6	238.6	238.6
자본잉여금	3,975.9	5,463.3	6,023.3	6,023.3	6,023.3
자본조정	(1,374.9)	(4,989.5)	(528.6)	(528.6)	(528.6)
자기주식	(1,202.2)	(417.9)	(417.9)	(417.9)	(417.9)
이익잉여금	4,776.6	5,944.8	1,230.7	1,854.8	2,566.9
<b>자본총계</b>	<b>8,031.0</b>	<b>6,657.2</b>	<b>6,964.0</b>	<b>7,588.2</b>	<b>8,300.2</b>
총차입금	6,481.6	2,308.2	2,310.9	2,310.9	2,310.9
순차입금(순현금)	5,153.5	1,781.5	2,252.7	1,936.7	2,024.3
투자자본	6,012.1	(380.1)	9,214.5	9,522.7	10,322.3

### 현금흐름표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>1,818.5</b>	<b>422.2</b>	<b>(393.2)</b>	<b>379.5</b>	<b>(24.4)</b>
당기순이익	1,394.0	1,380.1	582.4	706.1	794.0
유무형자산상각비	426.3	219.7	4.9	4.9	4.9
기타비현금손익가감	(782.2)	(792.0)	(775.2)	(995.5)	(1,101.6)
운전자본의변동	780.3	(416.7)	(205.3)	663.9	278.2
매출채권감소(증가)	161.2	285.1	(1.9)	(1.5)	(1.7)
재고자산감소(증가)	(372.9)	35.8	0.0	0.4	0.3
매입채무증가(감소)	314.6	(207.8)	0.3	0.3	0.3
기타	677.3	(529.8)	(203.7)	664.8	279.3
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(1,253.1)</b>	<b>(462.2)</b>	<b>6.1</b>	<b>14.7</b>	<b>14.7</b>
단기투자자산처분(취득)	20.0	(76.1)	0.0	0.0	0.0
장기투자증권처분(취득)	(1,178.9)	(270.0)	(314.5)	0.0	0.0
설비투자	(702.2)	(276.1)	(276.1)	(276.1)	(276.1)
유형자산처분	637.8	206.5	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(9.8)	(8.9)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(629.4)</b>	<b>(412.5)</b>	<b>(82.0)</b>	<b>(82.0)</b>	<b>(82.0)</b>
차입금증가(감소)	795.3	72.2	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(1,424.7)	(483.9)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	239.6	211.9	(82.0)	(82.0)	(82.0)
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>(64.0)</b>	<b>(831.1)</b>	<b>(469.1)</b>	<b>312.2</b>	<b>(91.7)</b>
기초현금	1,376.8	1,312.8	481.7	12.6	324.8
기말현금	1,312.8	481.7	12.6	324.8	233.2
Gross cash flow	1,038.1	838.9	(187.9)	(284.4)	(302.7)
Gross investment	492.7	802.7	199.2	(678.7)	(293.0)
<b>Free cash flow</b>	<b>545.4</b>	<b>36.2</b>	<b>(387.1)</b>	<b>394.2</b>	<b>(9.7)</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>영업이익</b>	<b>1,165.4</b>	<b>651.3</b>	<b>665.1</b>	<b>850.8</b>	<b>946.0</b>
증가율 (%)	(3.3)	(44.1)	2.1	27.9	11.2
<b>EBITDA</b>	<b>1,591.7</b>	<b>871.0</b>	<b>670.0</b>	<b>855.8</b>	<b>950.9</b>
증가율 (%)	(4.4)	(45.3)	(23.1)	27.7	11.1
<b>영업외손익</b>	<b>654.6</b>	<b>(129.8)</b>	<b>(96.5)</b>	<b>(99.7)</b>	<b>(101.3)</b>
이자수익	76.9	17.2	14.1	12.0	10.4
이자비용	361.6	118.6	121.2	121.2	121.2
외화관련손익	161.3	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	914.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(136.4)	(28.4)	10.5	9.5	9.5
<b>세전계속사업손익</b>	<b>1,819.9</b>	<b>521.5</b>	<b>568.5</b>	<b>751.2</b>	<b>844.7</b>
법인세비용	425.9	(212.6)	(13.9)	45.1	50.7
중단사업이익	0.0	646.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>1,394.0</b>	<b>1,380.1</b>	<b>582.4</b>	<b>706.1</b>	<b>794.0</b>
증가율 (%)	(17.3)	(1.0)	(57.8)	21.2	12.5
당기순이익률 (%)	5.9	173.4	63.3	64.1	65.6
<b>EPS</b>	<b>10,667</b>	<b>15,383</b>	<b>12,204</b>	<b>14,797</b>	<b>16,639</b>
증가율 (%)	(17.3)	44.2	(20.7)	21.2	12.5
완전희석EPS			12,204	14,797	16,639
증가율 (%)				21.2	12.5

### 주요투자지표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	10,667	15,383	12,204	14,797	16,639
BPS	61,451	139,500	145,930	159,008	173,929
DPS	1,900	1,950	1,950	1,950	1,950
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	9.1	12.9	13.0	10.7	9.6
PBR	1.6	1.4	1.1	1.0	0.9
PCR	12.2	20.2	na	na	na
EV/ EBITDA	9.2	12.8	14.6	11.0	10.0
배당수익률	2.0	1.0	1.2	1.2	1.2
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익률	4.9	81.8	72.3	77.2	78.2
EBITDA이익률	6.7	109.4	72.8	77.7	78.6
순이익률	5.9	173.4	63.3	64.1	65.6
ROE	17.3	18.8	8.6	9.7	10.0
ROIC	13.1	na	na	8.5	9.0
<b>안정성 (%배)</b>					
순차입금/자기자본	64.2	26.8	32.3	25.5	24.4
유동비율	98.8	238.7	50.4	226.4	180.7
이자보상배율	4.1	6.4	6.2	7.8	8.5
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	1.3	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권회전율	11.8	0.8	94.9	218.0	209.4
재고자산회전율	10.3	0.6	70.3	72.7	69.8
매입채무회전율	14.4	0.9	1,050.0	1,089.9	1,047.1

# GS (078930)

## 핵심 자회사 실적 둔화 위험 증대

### ▶ Investment Point

#### 1) 정유업 업황 둔화 및 방향족 계열 사항 부진 전망

향후 동사의 기업가치 성장 추세 둔화 예상. 동사의 핵심 자회사인 GS칼텍스가 2008년 하반기 이후 인도, 중국을 중심으로 한 신증설 확대에 따른 아태지역 정유설비 가동률 하락 전망과 고유가에 따른 석유수요 둔화 등 영향으로 정유부문의 업황 둔화 전망. 또한 중장기적으로 방향족(BTX, PX) 사항 또한 부진 할 것으로 전망되어 실적 위험 증대. 여기에 순외화부채 (30억\$) 규모가 커 환율 상승으로 인해 영업외수지 부담도 큼. 다만 금년 2분기 이후 신규 HOU 설비 가동 정상화로 1분기대비 영업실적 개선 가능성이 높으며, 정유 업황 둔화 위험 또한 일정수준 완화 예상.

#### 2) GS칼텍스 제 3 증질유 분해설비 투자로 2011년 이후 수익성 큰 폭 증진 전망

GS칼텍스는 여수 제2공장 내 부지에 2010년까지 약 3조억원을 투자하여 11.3만b/d 규모의 HOU 설비 건설을 발표. 동 설비 완공 시 설비고도화 비율이 기존 21%에서 39%로 높아짐에 따라 사실상 B-C를 대부분 처리할 수 있는 국내 최초 업체가 됨. 이로 인해 2011년 이후 수익성 큰 폭 증진 전망.

### ▶ Valuation

목표주가 45,000원, 투자의견 HOLD 유지

NAV로 산정한 기존 목표주가 유지. 낮은 기대수익률 감안 투자의견 HOLD 유지.

### ▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
영업수익	393	420	370	362	416	573	621
증가율(%)	(7.3)	6.9	(11.9)	(2.1)	14.8	37.7	8.4
영업이익	338	370	317	320	371	525	571
영업이익률(%)	85.8	88.2	85.7	88.2	89.3	91.7	92.0
EBITDA	345	378	327	329	381	536	582
EBITDA이익률(%)	87.7	90.0	88.4	90.9	91.6	93.6	93.9
순이익	403	372	323	326	378	530	581
EPS(원)	4,255	3,932	3,408	3,444	3,994	5,596	6,134
DPS(원)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
P/E(x)	7.1	14.8	13.2	13.0	11.2	8.0	7.3
EV/EBITDA(x)	9.6	15.7	14.3	14.2	12.1	8.6	7.5
P/B(x)	1.1	2.0	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
ROE(%)	16.3	13.7	11.1	10.4	11.2	14.1	13.8
배당수익률(%)	3.3	1.7	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2

자료: 유진투자증권

## HOLD (유지)

### Comment

45,000원

### Target Price & Expected Return

목표주가(12M)	45,000원
현재가(5/22)	44,900원
예상 추가상승률	0.2%

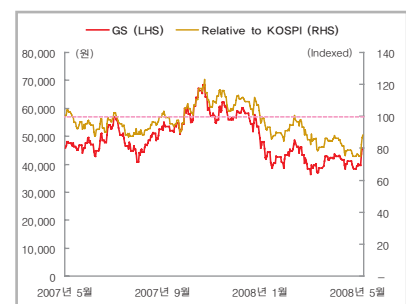
### Trading Data

시가총액	41,719억원
비중(KOSPI내)	0.45%
발행주식수	92,915천주
52주 최저가 / 최고가	36,300 - 68,400원
3개월 일평균거래대금	323억원
외국인 지분율	21.6%
주요주주지분율(%)	
허창수외 47인	45.9

### Performance

	1M	6M	12M
추가상승률	4.7	(17.9)	(3.4)
KOSPI대비 상대수익률(%)	2.0	(19.9)	(15.2)

### Price Trend



## 재무제표

### 대차대조표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
유동자산	22.1	20.7	19.2	16.1	14.5
현금성자산	9.6	13.3	12.6	9.7	7.2
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	3,250.8	3,538.1	3,737.5	3,965.3	4,243.2
투자자산	3,114.3	3,365.8	3,525.6	3,711.3	3,947.0
유형자산	384.2	377.6	371.3	365.4	359.7
무형자산	(247.7)	(205.3)	(159.4)	(111.4)	(63.4)
<b>자산총계</b>	<b>3,272.9</b>	<b>3,558.7</b>	<b>3,756.7</b>	<b>3,981.4</b>	<b>4,257.7</b>
유동부채	97.9	188.7	252.0	245.5	244.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	85.0	76.0	75.0	75.0	70.0
유동성장기부채	0.0	99.9	164.2	157.7	161.3
비유동부채	550.6	555.7	487.1	486.9	481.2
사채및장기차입금	411.1	313.2	237.6	232.5	173.7
기타비유동부채	139.4	242.5	249.5	254.4	307.5
<b>부채총계</b>	<b>648.4</b>	<b>744.4</b>	<b>739.1</b>	<b>732.4</b>	<b>725.3</b>
자본금	473.5	473.5	473.5	473.5	473.5
자본잉여금	1,298.9	1,186.3	1,173.5	1,173.5	1,173.5
자본조정	(63.8)	(38.9)	(55.2)	(55.2)	(55.2)
자기주식	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
이익잉여금	915.9	1,193.5	1,425.8	1,657.2	1,940.7
<b>자본총계</b>	<b>2,624.5</b>	<b>2,814.3</b>	<b>3,017.6</b>	<b>3,249.0</b>	<b>3,532.5</b>
총차입금	496.1	489.1	476.7	465.2	405.0
순차입금(순현금)	486.5	475.9	464.1	455.4	397.8
투자자본	1.3	(71.9)	3,481.7	3,704.4	3,930.3

### 현금흐름표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>영업활동현금흐름</b>	122.5	135.0	14.1	66.6	99.8
당기순이익	403.0	372.4	322.8	326.1	378.2
유무형자산상각비	7.4	7.8	9.8	9.5	9.8
기타비현금손익가감	(387.4)	(394.8)	(302.3)	(296.8)	(342.2)
운전자본의변동	99.5	149.6	(16.2)	27.7	53.9
매출채권감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	99.5	149.6	(16.2)	27.7	53.9
<b>투자활동현금흐름</b>	(47.6)	(28.9)	14.7	19.6	19.6
단기투자자산처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권처분(취득)	(47.2)	(26.7)	0.0	0.0	0.0
설비투자	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(0.3)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>재무활동현금흐름</b>	(71.3)	(102.4)	(29.4)	(88.8)	(117.8)
차입금증가(감소)	23.4	(7.7)	(29.4)	6.0	(23.0)
자본증가(감소)	(94.8)	(94.8)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	94.8	94.8	0.0	(94.8)	(94.8)
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>3.6</b>	<b>3.7</b>	<b>(0.6)</b>	<b>(2.9)</b>	<b>(2.5)</b>
기초현금	6.0	9.6	13.3	12.6	9.7
기말현금	9.6	13.3	12.6	9.7	7.2
Gross cash flow	23.0	(14.7)	30.3	38.8	45.8
Gross investment	(51.9)	(120.7)	1.6	(47.3)	(73.5)
<b>Free cash flow</b>	<b>74.9</b>	<b>106.1</b>	<b>28.7</b>	<b>86.1</b>	<b>119.3</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>영업수익</b>	393.2	420.2	370.0	362.1	415.8
증가율 (%)	(7.3)	6.9	(11.9)	(2.1)	14.8
매출총이익	390.1	415.7	359.9	361.4	414.8
매출총이익율 (%)	99.2	98.9	97.3	99.8	99.8
판매비와관리비	52.6	45.3	42.8	41.9	43.6
증가율 (%)	23.2	(13.8)	(5.6)	(2.1)	3.9
<b>영업이익</b>	337.5	370.4	317.1	319.5	371.2
증가율 (%)	(11.6)	9.7	(14.4)	0.7	16.2
<b>EBITDA</b>	344.9	378.2	326.9	329.0	381.0
증가율 (%)	(11.2)	9.6	(13.5)	0.6	15.8
<b>영업외손익</b>	22.5	19.6	17.3	18.5	20.8
이자수익	1.5	0.7	1.1	0.7	0.7
이자비용	26.5	23.6	25.3	23.7	21.4
외화관련손익	(0.4)	0.2	0.8	0.8	0.8
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	47.8	42.1	40.7	40.7	40.7
<b>세전계속사업손익</b>	360.0	390.0	334.4	338.0	392.0
법인세비용	(43.0)	17.6	11.7	11.8	13.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	403.0	372.4	322.8	326.1	378.2
증가율 (%)	5.9	(7.6)	(13.3)	1.0	16.0
당기순이익률 (%)	102.5	88.6	87.2	90.1	91.0
<b>EPS</b>	4,255	3,932	3,408	3,444	3,994
증가율 (%)	5.9	(7.6)	(13.3)	1.0	16.0
완전희석EPS			3,408	3,444	3,994
증가율 (%)				1.0	16.0

### 주요투자지표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,255	3,932	3,408	3,444	3,994
BPS	27,714	29,718	31,865	34,308	37,302
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	7.1	14.8	13.2	13.0	11.2
PBR	1.1	2.0	1.4	1.3	1.2
PCR	124.0	na	140.3	109.5	92.7
EV/ EBITDA	9.6	15.7	14.3	14.2	12.1
배당수익률	3.3	1.7	2.2	2.2	2.2
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	85.8	88.2	85.7	88.2	89.3
EBITDA이익율	87.7	90.0	88.4	90.9	91.6
순이익율	102.5	88.6	87.2	90.1	91.0
ROE	16.3	13.7	11.1	10.4	11.2
ROIC	na	na	na	8.6	9.4
<b>안정성 (%배)</b>					
순차입금/자기자본	18.5	16.9	15.4	14.0	11.3
유동비율	22.6	11.0	7.6	6.6	5.9
이자보상배율	13.5	16.2	13.1	13.9	17.9
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권회전율	na	na	na	na	na
재고자산회전율	na	na	na	na	na
매입채무회전율	na	na	na	na	na

# LG화학 (051910)

## 하반기 이후 실적 모멘텀 약화 전망

### ▶ Investment Point

#### 1) 2Q 실적 호조 유지, 하반기 이후 실적 둔화 전망

LG화학의 2분기 실적은 계절적 성수기 진행과 PE, PVC, 합성고무, 옥소알콜 등을 중심으로 한 석유화학부문의 호조세 유지와 정보전자소재부문의 편광판 외형 및 양호한 마진 흐름 유지 등으로 지난 1분기 영업실적 호조세가 유지될 것으로 전망됨. 그러나 국제유가 강세에 따른 나프타 원가 부담 상승과 PE, PP 등 폴리올레핀 제품을 중심으로 한 변동미진 위축으로 하반기 이후 실적 둔화가 예상됨.

#### 2) PVC, ABS 등 석유화학 실적 둔화 일정수준 완충 예상

2008년 하반기 이후 2010년까지 예상되는 석유화학 경기 둔화 국면에서 PVC, ABS 등은 수급 호조세를 보일 것으로 전망되어 PE, PP 등 여타 석유화학 제품과 상반된 상황흐름을 보일 것으로 전망됨. 이에 따라 향후 예상되는 석유화학 경기 둔화 국면에서 동 사업부문의 실적 둔화 폭을 완충하는 역할을 할 것으로 예상됨.

#### 3) 폴리실리콘, 하이브리드 자동차용 2차전지 등 신규성장 동력

LG그룹 차원의 태양광 사업 진출과 연계한 폴리실리콘 사업 진출(초기 3,000톤 규모)은 Captive User 확보 등 고려 시 성공 가능성 높음. 또한 하이브리드 자동차용 2차 전지 사업 진출(2009년 하반기 이후 생산) 등은 신규 성장 동력으로 작용 예상.

### ▶ Valuation

#### 목표주가 115,000원 유지, 투자 의견 BUY → HOLD

기대수익률 축소와 향후 하반기 이후 실적 둔화 전망을 고려하여 투자 의견 하향.

### ▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
매출액	9,302	10,795	14,465	15,085	15,350	15,793	16,329
증가율(%)	25.3	16.0	34.0	4.3	1.8	2.9	3.4
영업이익	334	764	1,331	1,099	985	1,127	1,240
영업이익률(%)	3.6	7.1	9.2	7.3	6.4	7.1	7.6
EBITDA	866	1,227	1,735	1,514	1,411	1,567	1,697
EBITDA이익률(%)	9.3	11.4	12.0	10.0	9.2	9.9	10.4
순이익	319	686	943	872	799	923	1,029
EPS(원)	4,362	8,358	11,243	10,398	9,524	10,995	12,265
DPS(원)	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
P/E(x)	9.9	10.7	9.2	10.0	10.9	9.4	8.4
EV/EBITDA(x)	5.1	6.4	4.8	5.3	5.4	4.6	3.9
P/B(x)	1.2	1.9	1.9	1.6	1.4	1.3	1.1
ROE(%)	12.6	21.1	22.0	17.3	14.0	14.4	14.3
배당수익률(%)	2.3	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9

자료: 유진투자증권

## HOLD (하향)

### Change

**BUY → HOLD**  
**115,000원**

### Target Price & Expected Return

목표주가(12M)	115,000원
현재가(5/22)	103,500원
예상 주가상승률	11.1%

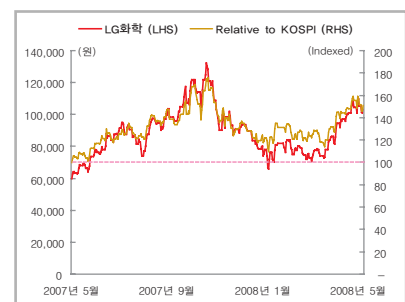
### Trading Data

시가총액	77,872억원
비중(KOSPI내)	0.84%
발행주식수	75,239천주
52주 최저가 / 최고가	63,000 - 132,000원
3개월 일평균거래대금	607억원
외국인 지분율	28.3%
주요주주지분율(%)	
(주)LG외 1인	30.1
미래에셋 자산운용	8.0

### Performance

	1M	6M	12M
주가상승률	12.9	15.0	65.1
KOSPI대비 상대수익률(%)	10.2	13.0	53.4

### Price Trend



## 재무제표

### 대차대조표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
유동자산	1,949.2	2,861.9	3,097.1	3,536.5	3,755.4
현금성자산	115.8	566.4	618.9	952.1	1,125.5
매출채권	818.4	977.3	1,128.2	1,176.6	1,197.3
재고자산	869.1	1,167.8	1,157.2	1,206.8	1,228.0
비유동자산	3,857.3	4,188.1	4,448.6	4,731.7	5,004.2
투자자산	971.3	749.0	860.6	900.6	940.6
유형자산	3,099.0	3,621.8	3,733.0	3,936.0	4,128.7
무형자산	(213.0)	(182.8)	(145.0)	(105.0)	(65.0)
<b>자산총계</b>	<b>5,806.5</b>	<b>7,050.0</b>	<b>7,545.7</b>	<b>8,268.2</b>	<b>8,759.6</b>
유동부채	1,872.7	2,030.2	2,034.8	2,097.3	1,997.1
매입채무	750.8	749.4	940.2	980.5	997.7
단기차입금	25.1	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	439.9	366.3	152.6	146.6	0.0
비유동부채	1,316.6	1,141.5	831.3	785.8	745.5
사채및장기차입금	1,110.7	991.3	683.3	639.4	600.4
기타비유동부채	205.9	150.2	147.9	146.5	145.1
<b>부채총계</b>	<b>3,189.3</b>	<b>3,171.8</b>	<b>2,866.1</b>	<b>2,883.2</b>	<b>2,742.6</b>
자본금	365.4	419.5	419.5	419.5	419.5
자본잉여금	739.6	1,299.4	1,299.4	1,299.4	1,299.4
자본조정	(77.5)	(39.8)	(16.7)	(16.7)	(16.7)
자기주식	(23.1)	(23.5)	(23.5)	(23.5)	(23.5)
이익잉여금	1,589.7	2,199.1	2,977.5	3,682.9	4,314.9
<b>자본총계</b>	<b>2,617.2</b>	<b>3,878.2</b>	<b>4,679.7</b>	<b>5,385.0</b>	<b>6,017.1</b>
총차입금	1,575.7	1,357.6	836.0	786.0	600.4
순차입금(순현금)	1,459.9	791.2	217.1	(166.1)	(525.1)
투자자본	3,198.8	4,032.9	4,849.8	5,132.0	5,365.1

### 현금흐름표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>717.7</b>	<b>999.2</b>	<b>629.0</b>	<b>1,035.5</b>	<b>873.0</b>
당기순이익	318.8	686.2	943.3	872.4	799.1
유무형자산상각비	532.1	463.7	404.1	415.0	425.8
기타비현금손익가감	(30.3)	(38.7)	113.9	6.3	6.4
운전자본의변동	(102.8)	(129.5)	(832.3)	(258.1)	(358.2)
매출채권감소(증가)	(209.8)	(91.1)	48.6	57.6	57.2
재고자산감소(증가)	(71.7)	(180.2)	(59.1)	(55.4)	(57.8)
매입채무증가(감소)	76.1	59.0	25.1	20.9	22.4
기타	102.5	82.7	(846.9)	(281.2)	(380.0)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(603.4)</b>	<b>(536.4)</b>	<b>(463.1)</b>	<b>(523.3)</b>	<b>(523.3)</b>
단기투자자산처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권처분(취득)	(64.3)	(26.8)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
설비투자	(527.2)	(450.7)	(460.6)	(495.2)	(495.2)
유형자산처분	6.5	21.5	1.6	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(22.4)	(19.2)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(369.5)</b>	<b>(306.6)</b>	<b>(13.4)</b>	<b>(179.0)</b>	<b>(176.3)</b>
차입금증가(감소)	(274.7)	(233.2)	(13.4)	(12.0)	(9.3)
자본증가(감소)	(91.0)	(72.9)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	91.0	72.9	0.0	(167.0)	(167.0)
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>(73.6)</b>	<b>350.6</b>	<b>152.5</b>	<b>333.2</b>	<b>173.4</b>
기초현금	189.4	115.8	466.4	618.9	952.1
기말현금	115.8	466.4	618.9	952.1	1,125.5
Gross cash flow	820.5	1,128.8	1,461.3	1,293.6	1,231.2
Gross investment	706.2	665.9	1,295.4	781.4	881.5
<b>Free cash flow</b>	<b>114.3</b>	<b>462.9</b>	<b>165.9</b>	<b>512.2</b>	<b>349.7</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>매출액</b>	<b>9,302.3</b>	<b>10,795.3</b>	<b>14,464.7</b>	<b>15,084.6</b>	<b>15,349.9</b>
증가율 (%)	25.3	16.0	34.0	4.3	1.8
<b>매출총이익</b>	<b>1,336.9</b>	<b>1,813.3</b>	<b>2,459.7</b>	<b>2,296.6</b>	<b>2,256.4</b>
매출총이익율 (%)	14.4	16.8	17.0	15.2	14.7
<b>판매비와관리비</b>	<b>1,003.0</b>	<b>1,049.7</b>	<b>1,128.5</b>	<b>1,197.4</b>	<b>1,271.2</b>
증가율 (%)	12.0	4.7	7.5	6.1	6.2
<b>영업이익</b>	<b>333.9</b>	<b>763.6</b>	<b>1,331.3</b>	<b>1,099.3</b>	<b>985.2</b>
증가율 (%)	(20.8)	128.7	74.3	(17.4)	(10.4)
<b>EBITDA</b>	<b>866.0</b>	<b>1,227.3</b>	<b>1,735.4</b>	<b>1,514.2</b>	<b>1,411.0</b>
증가율 (%)	9.1	41.7	41.4	(12.7)	(6.8)
<b>영업외손익</b>	<b>61.4</b>	<b>58.8</b>	<b>(82.6)</b>	<b>15.8</b>	<b>34.6</b>
이자수익	9.1	14.7	29.4	32.7	42.5
이자비용	88.6	76.6	57.4	43.9	33.5
외화관련손익	58.1	(2.1)	(123.7)	0.0	0.0
지분법손익	106.0	168.0	58.5	60.0	60.0
기타영업외손익	(23.3)	(45.2)	10.5	(33.1)	(34.4)
<b>세전계속사업손익</b>	<b>395.3</b>	<b>822.4</b>	<b>1,248.7</b>	<b>1,115.0</b>	<b>1,019.8</b>
법인세비용	76.5	121.3	305.3	242.7	220.8
중단사업이익	0.0	(15.0)	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>318.8</b>	<b>686.2</b>	<b>943.3</b>	<b>872.4</b>	<b>799.1</b>
증가율 (%)	(20.4)	115.3	37.5	(7.5)	(8.4)
당기순이익률 (%)	3.4	6.4	6.5	5.8	5.2
<b>EPS</b>	<b>4,362</b>	<b>8,358</b>	<b>11,243</b>	<b>10,398</b>	<b>9,524</b>
증가율 (%)	(20.4)	91.6	34.5	(7.5)	(8.4)
<b>완전희석EPS</b>			11,243	10,398	9,524
증가율 (%)			(7.5)	(8.4)	

### 주요투자지표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,362	8,358	11,243	10,398	9,524
BPS	35,810	46,224	55,777	64,184	71,717
DPS	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	9.9	10.7	9.2	10.0	10.9
PBR	1.2	1.9	1.9	1.6	1.4
PCR	3.8	5.9	5.9	6.7	7.1
EV/ EBITDA	5.1	6.4	4.8	5.3	5.4
배당수익률	2.3	2.2	1.9	1.9	1.9
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	3.6	7.1	9.2	7.3	6.4
EBITDA이익율	9.3	11.4	12.0	10.0	9.2
순이익율	3.4	6.4	6.5	5.8	5.2
ROE	12.6	21.1	22.0	17.3	14.0
ROIC	9.3	18.0	22.6	17.2	14.7
<b>안정성 (%배)</b>					
순차입금/자기자본	55.8	20.4	4.6	(3.1)	(8.7)
유동비율	104.1	141.0	152.2	168.6	188.0
이자보상배율	4.2	12.3	47.6	98.5	(109.0)
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	1.6	1.7	2.0	1.9	1.8
매출채권회전율	14.1	12.0	13.7	13.1	12.9
재고자산회전율	12.6	10.6	12.4	12.8	12.6
매입채무회전율	13.8	14.4	17.1	15.7	15.5

# KCC (002380)

## 부각되는 가치와 안정 성장

### ▶ Investment Point

#### 1) 영업실적 안정 성장세 지속 전망

동사는 국내 도료, 건축자재, 유리, PVC 등 제품 군에서 절대적인 시장지위를 확보하고 있는 종합건축자재 업체로 뛰어난 수익 안정성 확보. 향후 3년 평균 EBITDA 성장률 10.2%로 전망되어 수익 성장성도 양호. 2008년 도료 및 유리를 중심으로 한 높은 외형성장과 관유리 및 석고보드 등 수익 견인 예상. 여기에 실리온 사업 안정화로 EBITDA 증진에 기여 예상. 장기적으로도 2010년 하반기 이후 폴리실리온 사업 개시로 견고한 외형 및 EBITDA 증진 추세 지속 전망.

#### 2) 폴리실리온 신규 성장동력 부상 전망

동사는 2010년 7월 가동을 목표로 3,000톤(투자비 3,200억원) 규모의 폴리실리온 설비 투자 진행 중. 폴리실리온 본공장 건설에 앞서 동사는 파일롯 설비를 완공하여 최근 시제품 생산에 기성공. 이외에도 현대중공업과 합작(지분율 51%, 초기 투자금액 433.5억원, 가장 한국폴리실리콘을 통해 추가적으로 3,000톤 신설 계획. 장기적으로 1.8만톤 규모로 확대 예정으로 있음. 신규성장 동력으로서 주목 필요.

### ▶ Valuation

#### 목표주가 640,000원, 투자의견 BUY 유지

NAV를 통해 목표주가 산정. 영업가치 2.4조원, 투자자산가치 4.8조원으로 평가하여 총 주주가치 6.8조원 수준으로 평가. 현주가 대비 상승여력 28.6%로 높아 투자의견 BUY 유지.

### ▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
매출액	1,909	2,098	2,412	2,561	2,821	3,015	3,108
증가율(%)	2,1	9,9	15,0	6,2	10,1	6,9	3,1
영업이익	160	163	169	251	252	299	375
영업이익률(%)	8,4	7,8	7,0	9,8	8,9	9,9	12,1
EBITDA	305	344	388	422	459	488	502
EBITDA이익률(%)	16,0	16,4	16,1	16,5	16,3	16,2	16,2
순이익	196	203	209	290	283	320	385
EPS(원)	17,425	18,050	18,892	25,811	25,178	28,414	34,207
DPS(원)	6,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
P/E(x)	16,6	29,2	26,3	19,3	19,8	17,5	14,5
EV/EBITDA(x)	11,0	16,1	14,3	13,0	11,8	10,9	10,2
P/B(x)	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1
ROE(%)	8,2	5,6	4,7	6,5	6,1	6,5	7,5
배당수익률(%)	2,1	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0

자료: 유진투자증권

## BUY (유지)

### Comment

**640,000원**

### Target Price & Expected Return

목표주가(12M)	640,000원
현재가(5/22)	497,500원
예상 추가상승률	28,6%

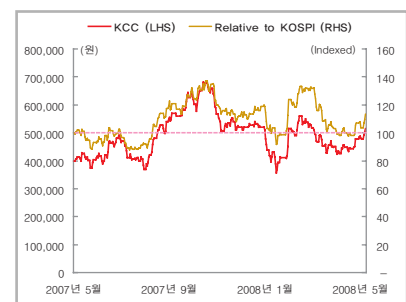
### Trading Data

시가총액	52,337억원
비중(KOSPI내)	0,56%
발행주식수	10,520천주
52주 최저가 / 최고가	357,500 - 682,000원
3개월 일평균거래대금	229억원
외국인 지분율	17,4%
주요주주지분율(%)	
정몽진외 12인	43,5
현대삼호중공업(주)	7,6
미래에셋	7,4

### Performance

	1M	6M	12M
추가상승률	12,3	(2,1)	24,4
KOSPI대비 상대수익률(%)	9,6	(4,1)	12,7

### Price Trend



## 재무제표

### 대차대조표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
유동자산	993.9	1,969.5	1,702.0	1,725.4	1,694.3
현금성자산	181.2	1,095.2	667.8	628.6	487.6
매출채권	565.9	598.3	651.3	691.6	761.6
재고자산	220.0	243.6	265.3	281.8	310.3
비유동자산	2,946.9	5,248.8	5,102.0	5,167.2	5,239.3
투자자산	1,706.2	4,008.0	3,849.6	3,906.5	3,965.0
유형자산	1,237.0	1,236.2	1,248.1	1,256.7	1,270.4
무형자산	3.8	4.5	4.2	4.0	3.9
<b>자산총계</b>	<b>3,940.8</b>	<b>7,218.3</b>	<b>6,804.0</b>	<b>6,892.6</b>	<b>6,933.6</b>
유동부채	719.2	851.7	817.1	798.0	822.0
매입채무	137.3	166.3	191.2	203.1	223.6
단기차입금	178.4	78.1	39.2	39.2	39.2
유동성장기부채	100.2	181.6	156.7	121.5	120.6
비유동부채	589.5	1,776.4	1,610.8	1,519.3	1,344.1
사채및장기차입금	194.4	835.0	798.2	706.6	531.5
기타비유동부채	395.1	941.4	812.6	812.6	812.6
<b>부채총계</b>	<b>1,308.7</b>	<b>2,628.1</b>	<b>2,427.9</b>	<b>2,317.3</b>	<b>2,166.1</b>
자본금	56.3	56.3	56.3	56.3	56.3
자본잉여금	852.8	961.3	961.3	961.3	961.3
자본조정	608.9	2,313.5	1,999.2	1,999.2	1,999.2
자기주식	(62.9)	(27.4)	(27.4)	(27.4)	(27.4)
이익잉여금	1,114.2	1,259.1	1,359.3	1,558.5	1,750.7
<b>자본총계</b>	<b>2,632.2</b>	<b>4,590.2</b>	<b>4,376.0</b>	<b>4,575.3</b>	<b>4,767.4</b>
총차입금	473.1	1,094.8	994.1	867.3	691.3
순차입금(순현금)	291.9	(0.4)	326.3	238.7	203.7
투자자본	1,235.9	594.6	866.5	921.3	1,019.9

### 현금흐름표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>290.7</b>	<b>345.3</b>	<b>257.3</b>	<b>327.4</b>	<b>262.5</b>
당기순이익	196.0	203.1	209.5	290.4	283.3
유무형자산상각비	144.6	180.8	218.4	171.6	206.6
기타비현금손익가감	(37.0)	(32.9)	(28.2)	(59.6)	(55.1)
운전자본의변동	(13.0)	(5.6)	(142.4)	(75.0)	(172.3)
매출채권감소(증가)	(43.8)	(40.9)	(1.8)	(1.7)	(5.1)
재고자산감소(증가)	(4.1)	(23.6)	(70.1)	(74.0)	(88.8)
매입채무증가(감소)	7.3	28.9	6.9	7.1	10.1
기타	27.6	30.0	(77.2)	(6.3)	(88.5)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(184.0)</b>	<b>(285.1)</b>	<b>(575.6)</b>	<b>(255.6)</b>	<b>(298.1)</b>
단기투자자산처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권처분(취득)	65.7	(104.1)	(320.0)	(50.0)	(52.5)
설비투자	(259.1)	(186.5)	(186.5)	(186.5)	(186.5)
유형자산처분	12.9	5.2	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(14.6)</b>	<b>782.0</b>	<b>(117.4)</b>	<b>(114.2)</b>	<b>(108.8)</b>
차입금증가(감소)	(79.4)	700.2	(26.3)	(23.1)	(17.7)
자본증가(감소)	64.8	81.7	0.0	0.0	0.0
배당금지급	46.0	58.2	(91.1)	(91.1)	(91.1)
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>92.2</b>	<b>842.2</b>	<b>(435.7)</b>	<b>(42.4)</b>	<b>(144.4)</b>
기초현금	88.6	180.8	1,023.0	587.2	544.8
기말현금	180.8	1,023.0	587.2	544.8	400.4
Gross cash flow	303.7	351.0	399.7	402.4	434.8
Gross investment	196.9	290.8	718.0	330.6	470.4
<b>Free cash flow</b>	<b>106.8</b>	<b>60.2</b>	<b>(318.3)</b>	<b>71.8</b>	<b>(35.6)</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>매출액</b>	<b>1,908.7</b>	<b>2,097.6</b>	<b>2,412.2</b>	<b>2,561.5</b>	<b>2,820.7</b>
증가율 (%)	2.1	9.9	15.0	6.2	10.1
<b>매출총이익</b>	<b>457.6</b>	<b>479.3</b>	<b>535.4</b>	<b>649.7</b>	<b>685.6</b>
매출총이익율 (%)	24.0	22.9	22.2	25.4	24.3
<b>판매비와관리비</b>	<b>297.6</b>	<b>316.0</b>	<b>365.9</b>	<b>399.0</b>	<b>433.2</b>
증가율 (%)	4.3	6.2	15.8	9.0	8.6
<b>영업이익</b>	<b>160.0</b>	<b>163.3</b>	<b>169.5</b>	<b>250.6</b>	<b>252.4</b>
증가율 (%)	8.2	2.1	3.7	47.9	0.7
<b>EBITDA</b>	<b>304.6</b>	<b>344.2</b>	<b>387.8</b>	<b>422.3</b>	<b>459.0</b>
증가율 (%)	(4.3)	13.0	12.7	8.9	8.7
<b>영업외손익</b>	<b>90.4</b>	<b>108.8</b>	<b>105.5</b>	<b>121.6</b>	<b>110.7</b>
이자수익	25.1	41.2	48.1	41.0	32.6
이자비용	21.2	23.2	33.9	28.5	23.8
외화관련손익	(1.0)	(17.5)	(37.3)	(15.4)	(15.4)
지분법손익	54.6	45.1	47.5	56.8	58.5
기타영업외손익	32.9	63.2	81.1	67.6	58.8
<b>세전계속사업손익</b>	<b>250.4</b>	<b>272.2</b>	<b>275.0</b>	<b>372.3</b>	<b>363.2</b>
법인세비용	54.3	69.1	65.5	81.9	79.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>196.0</b>	<b>203.1</b>	<b>209.5</b>	<b>290.4</b>	<b>283.3</b>
증가율 (%)	10.1	3.6	3.2	38.6	(2.5)
당기순이익률 (%)	10.3	9.7	8.7	11.3	10.0
<b>EPS</b>	<b>17,425</b>	<b>18,050</b>	<b>18,892</b>	<b>25,811</b>	<b>25,178</b>
증가율 (%)	10.1	3.6	4.7	36.6	(2.5)
완전희석EPS			18,892	25,811	25,178
증가율 (%)				36.6	(2.5)

### 주요투자지표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	17,425	18,050	18,892	25,811	25,178
BPS	233,962	408,000	389,238	406,949	424,027
DPS	6,000	10,000	10,000	10,000	10,000
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	16.6	29.2	26.3	19.3	19.8
PBR	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
PCR	10.0	15.8	13.1	13.0	12.0
EV/ EBITDA	11.0	16.1	14.3	13.0	11.8
배당수익률	2.1	1.9	2.0	2.0	2.0
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	8.4	7.8	7.0	9.8	8.9
EBITDA이익율	16.0	16.4	16.1	16.5	16.3
순이익율	10.3	9.7	8.7	11.3	10.0
ROE	8.2	5.6	4.7	6.5	6.1
ROIC	9.9	13.3	17.7	21.9	20.3
<b>안정성 (%배)</b>					
순차입금/자기자본	11.1	(0.0)	7.5	5.2	4.3
유동비율	138.2	231.2	208.3	216.2	206.1
이자보상배율	(41.0)	(9.1)	(11.9)	(20.0)	(28.7)
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4
매출채권회전율	3.4	3.6	3.9	3.8	3.9
재고자산회전율	8.8	9.0	9.5	9.4	9.5
매입채무회전율	14.3	13.8	13.5	13.0	13.2

# 호남석유화학 (011170)

## 잠자는 숲속의 미녀

### ▶ Investment Point

#### 1) 하반기 이후 업황 둔화 전망으로 수익성 약화 예상

하반기 이후 중동 증설 물량 확대로 인해 주력제품인 HDPE, PP, EG의 수급 완화가 불가피 할 것으로 전망되는 가운데, 고유가에 따른 나프타 가격 상승으로 변동미진 위축 추세 당분간 지속 전망. 특히 주력 제품군 모두 중동의 신증설 영향에 직접적으로 노출되어 있어 주요 석유화학 3사들 중 영업실적 위험이 가장 클 것으로 예상됨.

#### 2) 롯데대산유화 NCC 증설 원료와 집중적인 석유화학 투자로 성장 잠재력 증진

100% 자회사인 롯데대산유화가 지난 2분기 중 NCC 증설(60만톤 → 100만톤)이 완료됨에 따라 동사 포함 175만톤 규모의 에틸렌 생산능력 보유. 동사의 카타르 투자(에탄/나프타 원료로 PP 70만톤, SM 60만톤, PS 22만톤)와 롯데대산유화 우즈베크 가스화학플랜트 사업 진출, 케이피케미칼의 러시아 PET bottle chip(30만톤) 사업 진출 등 석유화학 사업 집중 투자로 성장 잠재력 증진

#### 3) 금년말 자회사 합병 추진과 롯데건설 상장 예정

금년 말 롯데대산유화와 합병을 계획하고 있어 규모의 경제 실현 등 시너지 증진 예상. 또한 롯데건설(지분율 32.78%)이 상장 예정으로 있어 투자자산 가치 부각 전망.100

### ▶ Valuation

목표주가 120,000원 , 투자 의견 BUY 유지

수익성 둔화 감안하여 제시한 목표주가 대비 31.4% 상승여력 보유로 BUY 유지.

### ▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
매출액	2,181	2,255	3,025	2,998	2,978	3,266	3,654
증가율(%)	3.2	3.4	34.1	(0.9)	(0.7)	9.7	11.9
영업이익	255	273	246	186	204	318	365
영업이익률(%)	11.7	12.1	8.1	6.2	6.9	9.7	10.0
EBITDA	350	361	319	296	302	406	446
EBITDA이익률(%)	16.0	16.0	10.6	9.9	10.2	12.4	12.2
순이익	382	463	385	422	447	573	656
EPS(원)	11,977	14,544	12,080	13,254	14,042	17,986	20,589
DPS(원)	750	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
P/E(x)	5.8	7.3	7.6	6.9	6.5	5.1	4.4
EV/EBITDA(x)	5.0	8.0	7.8	7.8	7.1	4.7	3.7
P/B(x)	0.9	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
ROE(%)	16.8	17.4	12.6	12.3	11.7	13.3	13.4
배당수익률(%)	1.1	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

자료: 유진투자증권

## BUY (유지)

### Comment

120,000원

### Target Price & Expected Return

목표주가(12M)	120,000원
현재가(5/22)	91,300원
예상 추가상승률	31.4%

### Trading Data

시가총액	29,088억원
비중(KOSPI내)	0.31%
발행주식수	31,860천주
52주 최저가 / 최고가	77,000 - 174,500원
3개월 일평균거래대금	137억원
외국인 지분율	37.7%
주요주주지분율(%)	
롯데물산(주)의 2인	57.3

### Performance

	1M	6M	12M
주가상승률	1.0	(8.4)	(8.6)
KOSPI대비 상대수익률(%)	(1.7)	(10.4)	(20.3)

### Price Trend



## 재무제표

### 대차대조표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
유동자산	943.2	1,003.8	1,129.6	1,292.7	1,473.7
현금성자산	474.1	464.3	420.6	590.0	775.8
매출채권	289.6	304.5	393.2	389.7	387.2
재고자산	164.7	210.7	282.6	280.1	278.2
비유동자산	2,054.5	2,583.5	2,908.9	3,137.2	3,373.6
투자자산	1,543.4	1,885.1	2,098.9	2,389.5	2,681.3
유형자산	506.8	696.6	808.2	746.0	690.6
무형자산	4.3	1.9	1.8	1.7	1.7
<b>자산총계</b>	<b>2,997.6</b>	<b>3,587.4</b>	<b>4,038.4</b>	<b>4,429.8</b>	<b>4,847.3</b>
유동부채	331.1	417.4	513.9	512.0	510.9
매입채무	236.3	278.6	373.7	370.4	367.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	227.0	293.3	296.2	299.1	302.0
사채및장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	227.0	293.3	296.2	299.1	302.0
<b>부채총계</b>	<b>558.0</b>	<b>710.7</b>	<b>810.1</b>	<b>811.1</b>	<b>813.0</b>
자본금	159.3	159.3	159.3	159.3	159.3
자본잉여금	473.6	473.6	473.6	473.6	473.6
자본조정	11.0	6.5	5.2	5.2	5.2
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	1,795.6	2,237.2	2,590.2	2,980.6	3,396.2
<b>자본총계</b>	<b>2,439.6</b>	<b>2,876.6</b>	<b>3,228.4</b>	<b>3,618.8</b>	<b>4,034.3</b>
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금(순현금)	(474.1)	(464.3)	(420.6)	(590.0)	(775.8)
투자자본	425.7	541.3	2,656.6	2,587.0	2,525.0

### 현금흐름표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>영업활동현금흐름</b>	303.6	350.7	157.4	192.0	202.7
당기순이익	381.6	463.4	384.9	422.3	447.4
유무형자산상각비	94.6	87.5	73.5	109.9	98.1
기타비현금손익가감	(236.2)	(272.5)	(197.8)	(286.8)	(287.8)
운전자본의변동	63.6	72.3	(103.2)	(53.5)	(54.9)
매출채권감소(증가)	(5.0)	(13.9)	(51.4)	(52.1)	(60.6)
재고자산감소(증가)	14.5	(46.0)	23.3	21.0	4.9
매입채무증가(감소)	14.0	38.5	(19.4)	(17.2)	(2.0)
기타	40.1	93.7	(55.7)	(5.2)	2.8
<b>투자활동현금흐름</b>	(41.4)	(372.5)	(151.8)	(36.8)	(31.8)
단기투자자산처분(취득)	15.6	(35.5)	0.0	0.0	0.0
장기투자증권처분(취득)	(8.6)	(53.0)	0.8	0.8	0.9
설비투자	(50.6)	(277.5)	(277.5)	(277.5)	(277.5)
유형자산처분	3.1	4.1	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>재무활동현금흐름</b>	(231.9)	(23.9)	0.7	0.7	0.7
차입금증가(감소)	(200.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(31.9)	(23.9)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	31.9	23.9	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>30.3</b>	<b>(45.6)</b>	<b>6.3</b>	<b>155.9</b>	<b>171.6</b>
기초현금	96.3	126.6	80.9	87.2	243.1
기말현금	126.6	80.9	87.2	243.1	414.7
Gross cash flow	240.0	278.4	260.6	245.4	257.6
Gross investment	(6.6)	264.6	255.0	90.3	86.7
<b>Free cash flow</b>	<b>246.6</b>	<b>13.8</b>	<b>5.6</b>	<b>155.2</b>	<b>170.9</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>매출액</b>	2,181.3	2,255.3	3,025.0	2,998.0	2,978.1
증가율 (%)	3.2	3.4	34.1	(0.9)	(0.7)
<b>매출총이익</b>	359.4	382.2	365.8	311.8	336.7
매출총이익율 (%)	16.5	16.9	12.1	10.4	11.3
<b>판매비와관리비</b>	104.0	108.8	120.2	125.6	132.2
증가율 (%)	13.2	4.6	10.5	4.6	5.3
<b>영업이익</b>	255.4	273.4	245.6	186.1	204.4
증가율 (%)	(24.9)	7.0	(10.2)	(24.2)	9.8
<b>EBITDA</b>	350.0	360.9	319.1	296.0	302.5
증가율 (%)	(22.8)	3.1	(11.6)	(7.2)	2.2
<b>영업외손익</b>	276.5	322.6	249.2	341.7	354.8
이자수익	17.1	27.5	25.7	33.1	44.2
이자비용	3.9	2.7	2.5	2.4	2.4
외화관련손익	3.3	(2.0)	0.9	0.7	0.7
지분법손익	243.9	282.0	203.2	290.5	291.8
기타영업외손익	16.1	17.9	22.0	19.8	20.6
<b>세전계속사업손익</b>	531.9	596.0	494.8	527.8	559.2
법인세비용	150.3	132.6	110.0	105.6	111.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	381.6	463.4	384.9	422.3	447.4
증가율 (%)	(25.4)	21.4	(16.9)	9.7	5.9
당기순이익률 (%)	17.5	20.5	12.7	14.1	15.0
<b>EPS</b>	11,977	14,544	12,080	13,254	14,042
증가율 (%)	(25.4)	21.4	(16.9)	9.7	5.9
<b>완전회석EPS</b>			12,080	13,254	14,042
증가율 (%)				9.7	5.9

### 주요투자지표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	11,977	14,544	12,080	13,254	14,042
BPS	76,438	90,231	101,273	113,529	126,573
DPS	750	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	5.8	7.3	7.6	6.9	6.5
PBR	0.9	1.2	0.9	0.8	0.7
PCR	9.2	12.1	11.2	11.9	11.3
EV/ EBITDA	5.0	8.0	7.8	7.8	7.1
배당수익률	1.1	0.9	1.1	1.1	1.1
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	11.7	12.1	8.1	6.2	6.9
EBITDA이익율	16.0	16.0	10.6	9.9	10.2
순이익율	17.5	20.5	12.7	14.1	15.0
ROE	16.8	17.4	12.6	12.3	11.7
ROIC	37.8	44.0	11.9	5.7	6.4
<b>안정성 (%배)</b>					
순차입금/자기자본	(19.4)	(16.1)	(13.0)	(16.3)	(19.2)
유동비율	284.9	240.5	219.8	252.5	288.4
이자보상배율	(19.4)	(11.0)	(10.6)	(6.1)	(4.9)
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.8	0.7	0.8	0.7	0.6
매출채권회전율	7.6	7.6	8.7	7.7	7.7
재고자산회전율	12.7	12.0	12.3	10.7	10.7
매입채무회전율	9.5	8.8	9.3	8.1	8.1

# 효성 (004800)

## 차별화 된 실적증진 전망

### ▶ Investment Point

#### 1) 차별화 된 실적증진 전망

2007년 섬유(스판텍스), 화학(PP), 중공업(송배전설비)의 업황 호조와 국내외 자회사들의 지분법 호조 영향으로 대폭적인 실적 턴어라운드 시현. 2008년 섬유 및 화학부문의 견고한 실적 흐름 지속 예상. 여기에 중공업이 중동, 인도 등의 신규투자 및 미국의 노후 송배전 설비에 대한 재투자 등 영향으로 수주 확대 추세를 보이고 있어 외형 및 수익성 견인 전망. 최근 환율상승으로 인해 이전 실적이 저조하였던 산업자재(타이어코드)의 수익성 증진 전망. 이에 따라 2008년에도 실적 도약 예상.

#### 2) 2분기 계절적 성수기 + 중공업 호전 + 환율 상승 등 영향 실적 대폭 신장 예상

2분기 계절적 성수기 진입과 더불어 1분기 실적 증대 폭이 크지 않았던 중공업이 창원공장 증설과 더불어 수주 확대와 함께 높은 외형 성장을 기록할 것으로 전망되어 대폭적인 실적 증진에 기여 예상. 여기에 주요사업부문인 섬유(수출비중 75%), 산업자재(93%), 화학(70%), 중공업(30%) 등의 수출비중이 높아 환율상승에 따른 수혜 폭이 클 것으로 예상. 2분기 추정 영업이익은 919억원(YoY +29.3%, QoQ +60.9%)으로 사상최대 실적 시현 예상.

### ▶ Valuation

목표주가 90,000원, 투자의견 BUY 유지

NAV로 산정된 기존 목표주가 유지.

### ▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
매출액	4,784	5,425	6,353	6,658	6,920	7,240	7,337
증가율(%)	(1.5)	13.4	17.1	4.8	3.9	4.6	1.3
영업이익	112	238	326	334	315	362	365
영업이익률(%)	2.3	4.4	5.1	5.0	4.6	5.0	5.0
EBITDA	374	466	530	537	517	562	564
EBITDA이익률(%)	7.8	8.6	8.3	8.1	7.5	7.8	7.7
순이익	84	167	223	280	313	364	376
EPS(원)	2,400	4,747	6,354	7,975	8,901	10,379	10,712
DPS(원)	500	750	750	750	750	750	750
P/E(x)	11.4	12.3	11.5	9.2	8.2	7.0	6.8
EV/EBITDA(x)	6.3	8.1	8.1	7.7	7.7	6.9	6.4
P/B(x)	0.7	1.3	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	6.2	11.5	13.5	14.7	14.3	14.6	13.3
배당수익률(%)	1.8	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0

자료: 유진투자증권

## BUY (유지)

### Comment

90,000원

### Target Price & Expected Return

목표주가(12M)	90,000원
현재가(5/22)	73,000원
예상 추가상승률	23.3%

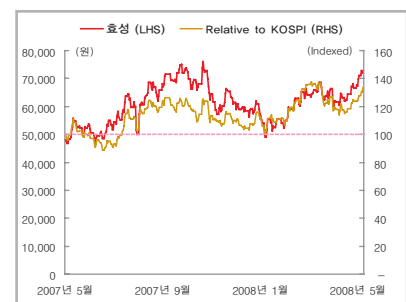
### Trading Data

시가총액	25,636억원
비중(KOSPI내)	0.28%
발행주식수	35,117천주
52주 최저가 / 최고가	46,600 - 76,000원
3개월 일평균거래대금	159억원
외국인 지분율	12.7%
주요주주지분율(%)	
조석래외 7인	30.5
미래에셋자산운용	15.8
국민연금	6.1

### Performance

	1M	6M	12M
추가상승률	18.5	24.4	53.7
KOSPI대비 상대수익률(%)	15.8	22.3	42.0

### Price Trend



## 재무제표

### 대차대조표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
유동자산	995.9	1,019.3	1,121.2	1,159.2	1,222.3
현금성자산	64.3	31.4	25.8	15.1	35.9
매출채권	356.8	439.4	444.7	466.1	484.4
재고자산	496.9	443.2	519.0	544.0	565.3
비유동자산	2,790.3	3,250.1	3,613.3	3,669.0	3,827.8
투자자산	664.7	1,182.7	1,584.0	1,643.2	1,804.1
유형자산	2,113.4	2,057.8	2,020.1	2,017.0	2,015.2
무형자산	12.2	9.6	9.2	8.8	8.5
<b>자산총계</b>	<b>3,786.2</b>	<b>4,269.4</b>	<b>4,734.4</b>	<b>4,828.2</b>	<b>5,050.2</b>
유동부채	1,388.5	1,605.7	1,838.0	1,736.0	1,772.7
매입채무	587.7	548.8	642.6	673.5	700.0
단기차입금	146.3	265.7	370.0	300.0	380.0
유동성장기부채	454.1	492.2	445.3	378.6	305.0
비유동부채	1,035.6	1,131.8	1,116.2	1,056.8	954.4
사채및장기차입금	877.4	969.9	953.5	893.0	789.5
기타비유동부채	158.2	161.9	162.7	163.8	165.0
<b>부채총계</b>	<b>2,424.1</b>	<b>2,737.5</b>	<b>2,954.2</b>	<b>2,792.8</b>	<b>2,727.2</b>
자본금	174.0	175.6	175.6	175.6	175.6
자본잉여금	1,164.0	1,166.3	1,163.8	1,163.8	1,163.8
자본조정	(34.3)	(19.6)	18.0	18.0	18.0
자기주식	(34.2)	(34.2)	(34.2)	(34.2)	(34.2)
이익잉여금	58.4	209.6	422.8	677.9	965.5
<b>자본총계</b>	<b>1,362.1</b>	<b>1,531.9</b>	<b>1,780.3</b>	<b>2,035.4</b>	<b>2,323.0</b>
총차입금	1,477.9	1,727.8	1,768.8	1,571.6	1,474.5
순차입금(순현금)	1,413.5	1,696.4	1,743.0	1,556.4	1,438.5
투자자본	2,176.3	2,101.2	3,271.5	3,280.5	3,288.9

### 현금흐름표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>338.3</b>	<b>317.0</b>	<b>94.7</b>	<b>(38.3)</b>	<b>(19.8)</b>
당기순이익	83.5	166.7	223.1	280.1	312.6
유무형자산상각비	262.0	227.3	204.5	203.0	201.7
기타비현금손익가감	(44.3)	(66.6)	(67.9)	(117.2)	(168.9)
운전자본의변동	37.1	(10.4)	(264.9)	(404.1)	(365.2)
매출채권감소(증가)	(46.2)	(82.0)	(2.9)	(3.2)	(4.7)
재고자산감소(증가)	46.8	55.1	(15.8)	(16.6)	(18.5)
매입채무증가(감소)	34.5	(46.1)	(99.4)	(104.0)	(106.0)
기타	2.0	62.6	(146.9)	(280.3)	(236.0)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(248.4)</b>	<b>(581.7)</b>	<b>(173.0)</b>	<b>(37.5)</b>	<b>(37.5)</b>
단기투자자산처분(취득)	72.1	0.1	0.0	0.0	0.0
장기투자증권처분(취득)	(167.4)	(397.3)	(164.2)	4.9	4.9
설비투자	(178.5)	(205.5)	(190.1)	(212.3)	(212.3)
유형자산처분	34.5	35.8	6.5	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(1.4)	(1.7)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(54.2)</b>	<b>231.9</b>	<b>72.6</b>	<b>65.2</b>	<b>78.2</b>
차입금증가(감소)	(54.2)	245.9	97.6	90.1	103.1
자본증가(감소)	0.0	(14.3)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	16.5	(25.0)	(25.0)	(25.0)
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>35.8</b>	<b>(32.8)</b>	<b>(5.6)</b>	<b>(10.6)</b>	<b>20.8</b>
기초현금	28.5	64.3	31.4	25.8	15.1
기말현금	64.3	31.4	25.8	15.1	35.9
Gross cash flow	301.2	327.4	359.7	365.8	345.4
Gross investment	283.4	592.2	437.9	441.6	402.7
<b>Free cash flow</b>	<b>17.8</b>	<b>(264.9)</b>	<b>(78.2)</b>	<b>(75.8)</b>	<b>(57.4)</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>매출액</b>	<b>4,784.3</b>	<b>5,425.1</b>	<b>6,352.5</b>	<b>6,658.5</b>	<b>6,920.1</b>
증가율 (%)	(1.5)	13.4	17.1	4.8	3.9
매출총이익	512.0	689.2	820.8	867.5	889.9
매출총이익율 (%)	10.7	12.7	12.9	13.0	12.9
판매비와관리비	400.4	450.8	495.0	533.1	574.5
증가율 (%)	(4.9)	12.6	9.8	7.7	7.8
<b>영업이익</b>	<b>111.6</b>	<b>238.4</b>	<b>325.9</b>	<b>334.4</b>	<b>315.4</b>
증가율 (%)	31.5	113.6	36.7	2.6	(5.7)
<b>EBITDA</b>	<b>373.6</b>	<b>465.7</b>	<b>530.3</b>	<b>537.4</b>	<b>517.1</b>
증가율 (%)	(5.8)	24.7	13.9	1.3	(3.8)
<b>영업외손익</b>	<b>1.1</b>	<b>(24.1)</b>	<b>(48.0)</b>	<b>15.7</b>	<b>75.3</b>
이자수익	8.3	6.3	7.8	7.1	9.7
이자비용	88.4	93.9	101.9	93.4	87.2
외화관련손익	28.2	(5.9)	(48.4)	(5.1)	(5.1)
지분법손익	8.1	123.3	123.1	129.5	181.2
기타영업외손익	44.9	(53.9)	(28.7)	(22.4)	(23.3)
<b>세전계속사업손익</b>	<b>112.7</b>	<b>214.2</b>	<b>277.8</b>	<b>350.1</b>	<b>390.7</b>
법인세비용	29.2	47.5	54.7	70.0	78.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>83.5</b>	<b>166.7</b>	<b>223.1</b>	<b>280.1</b>	<b>312.6</b>
증가율 (%)	흑전	99.5	33.8	25.5	11.6
당기순이익률 (%)	1.7	3.1	3.5	4.2	4.5
<b>EPS</b>	<b>2,400</b>	<b>4,747</b>	<b>6,354</b>	<b>7,975</b>	<b>8,901</b>
증가율 (%)	흑전	97.8	33.8	25.5	11.6
완전회석EPS			6,354	7,975	8,901
증가율 (%)			25.5	11.6	

### 주요투자지표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,400	4,747	6,354	7,975	8,901
BPS	39,135	43,622	50,695	57,960	66,150
DPS	500	750	750	750	750
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	11.4	12.3	11.5	9.2	8.2
PBR	0.7	1.3	1.4	1.3	1.1
PCR	3.2	6.3	7.1	7.0	7.4
EV/ EBITDA	6.3	8.1	8.1	7.7	7.7
배당수익률	1.8	1.3	1.0	1.0	1.0
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	2.3	4.4	5.1	5.0	4.6
EBITDA이익율	7.8	8.6	8.3	8.1	7.5
순이익율	1.7	3.1	3.5	4.2	4.5
ROE	6.2	11.5	13.5	14.7	14.3
ROIC	3.7	8.7	9.7	8.2	7.7
<b>안정성 (%배)</b>					
순차입금/자기자본	103.8	110.7	97.9	76.5	61.9
유동비율	71.7	63.5	61.0	66.8	69.0
이자보상배율	1.4	2.7	3.5	3.9	4.1
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
매출채권회전율	14.3	13.6	14.4	14.6	14.6
재고자산회전율	9.0	11.5	13.2	12.5	12.5
매입채무회전율	8.4	9.5	10.7	10.1	10.1

# 한화석유화학 (009830)

## PVC 호조 불구 지분법 부담 예상

### ▶ Investment Point

#### 1) PVC 업황 전망 양호. 그러나 LDPE 수익성 둔화와 여천NCC 실적 악화 전망 부담

주력 제품인 PVC(C/A 포함, 2007년 기준 OP비중 70%) 업황은 중국 카바이드 공업 PVC 설비의 경쟁력 약화로 업황 호조세를 지속할 것으로 전망되나, 하반기 이후 중동 증설에 따른 수급 완화로 LDPE(OP비중 37%)의 점진적인 수익성 둔화가 예상됨. 여기에 자회사인 여천 NCC 또한 중동증설로 인한 수급 완화와 함께 국제유가 강세에 따른 나프타 원가부담 증진으로 수익성 악화가 예상되어 지분법수익 하락에 따른 영업외수익 부담 증대로 순이익은 둔화 전망.

#### 2) 유상증자 자금 사용과 관련된 불확실성은 부담

동사는 한화그룹 차원의 대우조선해양 인수 추진을 위해 40% 유상증자(약 3,685억원) 실시. 그러나 그룹차원의 대우조선해양 인수 성공 시 인수프리미엄 등을 고려할 때 투자에 따른 기대성과가 낮을 가능성이 높으며, 비영업적 투자로 인해 부정적 시각이 커질 가능성이 큼. 다행히 인수 실패 시 설비투자 등에 자금을 활용할 경우 오히려 긍정적 요소로 평가 예상.

### ▶ Valuation

#### 목표주가 15,000원(신규), 투자 의견 HOLD 제시

유상증자 발표 후 불확실성 고려 Not Available 제시. 유상증자 완료로 희석된 주당 가치 등을 반영하여 신규 목표주가와 투자 의견 제시.

### ▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
매출액	2,219	2,485	3,062	3,010	3,061	3,317	3,518
증가율(%)	4.8	12.0	23.2	(1.7)	1.7	8.4	6.1
영업이익	114	167	226	187	187	202	207
영업이익률(%)	5.1	6.7	7.4	6.2	6.1	6.1	5.9
EBITDA	222	272	333	298	308	329	336
EBITDA이익률(%)	10.0	10.9	10.9	9.9	10.1	9.9	9.6
순이익	205	213	165	154	157	179	194
EPS(원)	2,029	2,108	1,165	1,087	1,111	1,268	1,370
DPS(원)	350	400	400	400	400	400	400
P/E(x)	6.1	8.8	11.2	12.0	11.7	10.2	9.5
EV/EBITDA(x)	8.6	10.3	8.0	8.7	8.1	7.2	6.6
P/B(x)	0.7	1.0	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE(%)	12.1	11.5	7.4	6.0	5.9	6.4	6.6
배당수익률(%)	2.8	2.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1

자료: 유진투자증권

## HOLD (신규)

### Change

N/A → HOLD  
15,000원 (신규)

### Target Price & Expected Return

목표주가(12M)	15,000원
현재가(5/22)	13,000원
예상 주가상승률	15.4%

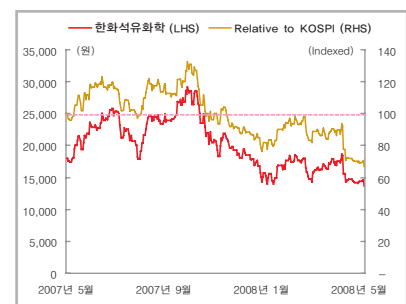
### Trading Data

시가총액	18,237억원
비중(KOSPI내)	0.20%
발행주식수	140,284천주
52주 최저가 / 최고가	12,500 - 26,000원
3개월 일평균거래대금	177억원
외국인 지분율	25.5%
주요주주지분율(%)	
(주)한화의 3인	45.4

### Performance

	1M	6M	12M
주가상승률	(18.1)	(24.6)	(19.2)
KOSPI대비 상대수익률(%)	(20.7)	(26.7)	(30.9)

### Price Trend



## 재무제표

### 대차대조표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
유동자산	524.6	555.8	657.1	652.9	676.1
현금성자산	40.4	38.2	42.2	48.4	61.4
매출채권	307.6	341.6	398.1	391.3	397.9
재고자산	154.5	157.3	193.8	190.6	193.8
비유동자산	2,524.1	3,073.7	3,466.4	3,516.3	3,537.5
투자자산	1,427.1	1,533.3	1,910.1	1,891.8	1,854.6
유형자산	1,093.5	1,531.1	1,547.6	1,616.2	1,674.9
무형자산	3.5	9.2	8.7	8.4	8.1
<b>자산총계</b>	<b>3,048.6</b>	<b>3,629.5</b>	<b>4,123.5</b>	<b>4,169.2</b>	<b>4,213.7</b>
유동부채	654.2	538.8	742.8	699.7	704.1
매입채무	254.5	320.5	394.9	388.2	394.7
단기차입금	77.6	20.5	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	215.6	72.7	221.6	183.9	180.5
비유동부채	638.6	1,141.0	895.9	871.6	794.9
사채및장기차입금	411.1	876.0	645.8	619.9	541.7
기타비유동부채	227.5	265.0	250.2	251.7	253.2
<b>부채총계</b>	<b>1,292.8</b>	<b>1,679.7</b>	<b>1,638.8</b>	<b>1,571.2</b>	<b>1,499.0</b>
자본금	505.0	505.0	707.0	707.0	707.0
자본잉여금	270.5	270.5	495.6	495.6	495.6
자본조정	116.1	132.4	145.5	145.5	145.5
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	864.2	1,041.8	1,136.6	1,249.9	1,366.6
<b>자본총계</b>	<b>1,755.8</b>	<b>1,949.7</b>	<b>2,484.7</b>	<b>2,598.0</b>	<b>2,714.6</b>
총차입금	704.3	969.1	867.4	803.7	722.2
순차입금(순현금)	663.9	931.0	825.1	755.3	660.7
투자자본	1,030.4	1,383.8	2,936.3	2,997.7	3,056.7

### 현금흐름표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>영업활동현금흐름</b>	204.0	436.3	157.2	168.1	192.5
당기순이익	204.9	212.9	164.8	153.7	157.1
유무형자산상각비	107.9	104.6	107.5	110.8	120.7
기타비현금손익가감	(147.7)	(125.6)	(28.2)	(39.9)	(39.3)
운전자본의변동	38.8	244.4	(86.9)	(56.5)	(46.1)
매출채권감소(증가)	(39.8)	(36.1)	41.0	39.0	34.1
재고자산감소(증가)	(4.0)	0.7	8.2	5.9	(3.7)
매입채무증가(감소)	(67.6)	65.8	(34.6)	(31.7)	(22.1)
기타	150.2	213.9	(101.5)	(69.6)	(54.4)
<b>투자활동현금흐름</b>	(74.9)	(754.4)	(421.1)	(100.6)	(100.6)
단기투자자산처분(취득)	2.8	(6.3)	0.0	0.0	0.0
장기투자증권처분(취득)	(27.0)	(101.2)	(374.5)	1.3	1.3
설비투자	(99.5)	(645.9)	(530.9)	(688.8)	(688.8)
유형자산처분	45.8	0.2	0.1	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(0.2)	(2.6)	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동현금흐름</b>	(121.1)	309.6	272.8	(61.5)	(79.0)
차입금증가(감소)	(85.7)	345.0	(53.1)	(21.0)	(38.6)
자본증가(감소)	(35.4)	(35.4)	366.4	0.0	0.0
배당금지급	35.4	35.4	(40.5)	(40.5)	(40.5)
<b>현금의 증가(감소)</b>	8.1	(8.6)	8.9	6.0	12.8
기초현금	29.4	37.5	28.9	37.8	43.9
기말현금	37.5	28.9	37.8	43.9	56.7
Gross cash flow	165.2	191.9	244.1	224.6	238.5
Gross investment	38.8	503.7	508.0	157.1	146.7
<b>Free cash flow</b>	126.4	(311.8)	(263.9)	67.5	91.9

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>매출액</b>	2,218.5	2,485.2	3,062.1	3,010.1	3,061.1
증가율 (%)	4.8	12.0	23.2	(1.7)	1.7
<b>매출총이익</b>	293.3	374.1	453.7	431.9	452.7
매출총이익율 (%)	13.2	15.1	14.8	14.3	14.8
<b>판매비와관리비</b>	179.1	207.2	227.8	245.0	265.2
증가율 (%)	(0.6)	15.7	10.0	7.6	8.2
<b>영업이익</b>	114.2	167.0	225.9	186.9	187.5
증가율 (%)	(47.7)	46.3	35.3	(17.3)	0.3
<b>EBITDA</b>	222.1	271.6	333.4	297.7	308.2
증가율 (%)	(30.8)	22.3	22.8	(10.7)	3.5
<b>영업외손익</b>	167.4	109.3	(13.7)	5.3	8.9
이자수익	6.2	4.6	2.0	2.2	2.1
이자비용	48.6	47.9	47.8	41.5	38.1
외화관련손익	8.1	(0.4)	(8.9)	(2.1)	(2.1)
지분법손익	198.5	136.3	58.8	62.1	63.1
기타영업외손익	3.1	16.8	(17.8)	(15.4)	(16.1)
<b>세전계속사업손익</b>	281.5	276.3	212.2	192.1	196.4
법인세비용	76.6	63.3	47.4	38.4	39.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	204.9	212.9	164.8	153.7	157.1
증가율 (%)	(37.6)	3.9	(22.6)	(6.7)	2.2
당기순이익률 (%)	9.2	8.6	5.4	5.1	5.1
<b>EPS</b>	2,029	2,108	1,165	1,087	1,111
증가율 (%)	(37.6)	3.9	(44.7)	(6.7)	2.2
<b>완전희석EPS</b>			1,165	1,087	1,111
증가율 (%)				(6.7)	2.2

### 주요투자지표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,029	2,108	1,165	1,087	1,111
BPS	17,384	19,303	17,571	18,372	19,197
DPS	350	400	400	400	400
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	6.1	8.8	11.2	12.0	11.7
PBR	0.7	1.0	0.7	0.7	0.7
PCR	7.6	9.7	5.4	5.8	5.5
EV/ EBITDA	8.6	10.3	8.0	8.7	8.1
배당수익률	2.8	2.2	3.1	3.1	3.1
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	5.1	6.7	7.4	6.2	6.1
EBITDA이익율	10.0	10.9	10.9	9.9	10.1
순이익율	9.2	8.6	5.4	5.1	5.1
ROE	12.1	11.5	7.4	6.0	5.9
ROIC	8.0	10.7	8.1	5.0	5.0
<b>안정성 (%배)</b>					
순차입금/자기자본	37.8	47.7	33.2	29.1	24.3
유동비율	80.2	103.2	88.5	93.3	96.0
이자보상배율	2.7	3.8	4.9	4.8	5.2
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
매출채권회전율	7.7	7.7	8.3	7.6	7.8
재고자산회전율	14.6	15.9	17.4	15.7	15.9
매입채무회전율	7.7	8.6	8.6	7.7	7.8

# 금호석유화학 (011780)

## 합성고무 호조 & 과도한 저평가

### ▶ Investment Point

#### 1) 합성고무 수급 호조 등 영향 2008년 영업이익 대폭 신장 전망

금년 주력 합성고무 수급이 중국, 인도를 중심으로 한 전방 자동차/타이어 산업에 대한 투자 집중에 따른 수요 호조로 수급 타이트. 여기에 2007년말 설비증설(SBR 11만톤) 영향으로 합성고무 수익규모 큰 폭 확대 전망. 원재료인 부타디엔 가격 강세에도 불구하고 적극적인 판가인상으로 안정적 수익성 유지. 이에 따라 영업이익 전년 대비 71% 증대 전망. 2009년에도 합성고무 추가 증설과 제 2 열병합 발전소(3월 완공, 스팀 630톤/Hr, 발전용량 36MW/Hr) 가동으로 실적 증진 추세 지속 전망.

#### 2) 그룹 리스크에 대한 과도한 우려는 기우. 2분기 이후 지분법 증진 가능성 높음.

1분기 영업호조에에도 불구하고 금호타이어의 환율 급변동과 관련된 손실(270억원), 금호 산업의 자회사인 대우건설 및 아시아나항공과 관련된 지분법손실 등 일회성 요인들로 인해 동사의 지분법이 악화됨에 따라 투자 우려감 확대. 그러나 2분기 이후 일회성 요인 제거 등으로 지분법수치 정상화 가능성 높음. 특히 동 영향으로 그룹의 대우건설 인수와 관련 Put back Option 해소 문제까지 확대되었으나, 그룹의 자사주 매입 등 적극적인 해소 노력과 자산유동화 방식으로도 해소가 가능하다는 측면을 고려 시 관련된 리스크에 대한 우려는 기우. 오히려 이를 기회 요인으로 활용 필요.

### ▶ Valuation

목표주가 75,000원, 투자 의견 STRONG BUY 유지

NAV 산정 기준 목표주가 유지. 현주가 대비 63% 상승여력 감안 투자 의견 STRONG BUY 유지.

### ▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
매출액	1,753	2,125	2,858	3,105	3,242	3,258	3,344
증가율(%)	2.6	21.2	34.5	8.6	4.4	0.5	2.6
영업이익	87	161	275	319	345	343	356
영업이익률(%)	5.0	7.6	9.6	10.3	10.6	10.5	10.6
EBITDA	159	218	349	403	430	429	440
EBITDA이익률(%)	9.1	10.3	12.2	13.0	13.3	13.2	13.2
순이익	88	134	147	214	244	256	325
EPS(원)	3,083	4,717	5,156	7,517	8,594	8,985	11,422
DPS(원)	700	750	750	750	750	750	750
P/E(x)	10.7	12.6	8.9	6.1	5.4	5.1	4.0
EV/EBITDA(x)	14.3	14.0	8.2	6.3	5.4	4.9	4.3
P/B(x)	1.1	1.9	1.3	1.1	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	10.6	15.7	15.6	19.6	18.8	16.7	18.0
배당수익률(%)	2.1	1.3	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6

자료: 유진투자증권

## STRONG BUY (유지)

### Comment

75,000원

### Target Price & Expected Return

목표주가(12M)	75,000원
현재가(5/22)	46,000원
예상 추가상승률	63.0%

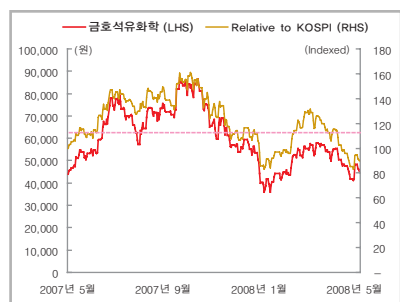
### Trading Data

시가총액	11,695억원
비중(KOSPI내)	0.13%
발행주식수	25,424천주
52주 최저가 / 최고가	36,000 - 87,000원
3개월 일평균거래대금	108억원
외국인 지분율	8.2%
주요주주지분율(%)	
(주)한화의 3인	34.9

### Performance

	1M	6M	12M
주가상승률	(17.0)	(24.8)	1.1
KOSPI대비 상대수익률(%)	(19.6)	(26.9)	(10.6)

### Price Trend



## 재무제표

### 대차대조표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
유동자산	463.2	489.1	549.0	591.3	606.6
현금성자산	4.5	11.7	33.7	31.5	22.2
매출채권	179.6	198.1	228.6	248.4	259.3
재고자산	243.0	257.4	257.2	279.5	291.8
비유동자산	2,151.4	2,380.0	2,667.2	2,522.8	2,542.7
투자자산	1,530.6	1,606.4	1,652.9	1,473.8	1,499.1
유형자산	576.1	726.9	969.6	1,006.2	1,002.5
무형자산	44.7	46.7	44.6	42.8	41.2
<b>자산총계</b>	<b>2,614.6</b>	<b>2,869.0</b>	<b>3,216.2</b>	<b>3,114.1</b>	<b>3,149.3</b>
유동부채	795.1	712.9	879.9	744.7	624.4
매입채무	183.2	200.6	269.8	293.1	306.0
단기차입금	282.1	179.3	260.0	150.0	50.0
유동성장기부채	210.2	164.9	165.2	114.8	79.8
비유동부채	998.7	1,272.2	1,344.7	1,181.3	1,109.5
사채및장기차입금	900.3	1,136.9	1,233.6	1,069.3	996.6
기타비유동부채	98.4	135.3	111.1	112.0	112.9
<b>부채총계</b>	<b>1,793.8</b>	<b>1,985.0</b>	<b>2,224.6</b>	<b>1,926.0</b>	<b>1,734.0</b>
자본금	142.2	142.2	142.2	142.2	142.2
자본잉여금	303.4	303.4	292.1	292.1	292.1
자본조정	50.7	(0.5)	(9.4)	(9.4)	(9.4)
자기주식	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)
이익잉여금	324.4	438.9	566.6	763.2	990.4
<b>자본총계</b>	<b>820.8</b>	<b>884.0</b>	<b>991.6</b>	<b>1,188.1</b>	<b>1,415.3</b>
총차입금	1,392.5	1,481.1	1,658.8	1,334.1	1,126.5
순차입금(순현금)	1,388.0	1,469.4	1,625.2	1,302.6	1,104.3
투자자본	698.8	775.1	2,547.6	2,600.8	2,604.3

### 현금흐름표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>영업활동현금흐름</b>	68.0	168.9	366.4	151.6	123.6
당기순이익	87.7	134.2	146.7	213.8	244.5
유무형자산상각비	72.1	57.3	73.7	83.5	85.8
기타비현금손익가감	(78.0)	(92.9)	14.7	(24.3)	(26.9)
운전자본의변동	(13.9)	69.9	131.4	(121.4)	(179.7)
매출채권감소(증가)	(1.8)	(18.0)	(22.3)	(29.3)	(24.5)
재고자산감소(증가)	(36.5)	(14.4)	24.4	21.0	28.6
매입채무증가(감소)	33.4	16.9	13.6	20.2	14.5
기타	(8.9)	85.4	115.7	(133.3)	(198.3)
<b>투자활동현금흐름</b>	(853.4)	(309.0)	(316.8)	(52.9)	(14.9)
단기투자자산처분(취득)	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권처분(취득)	(745.3)	(88.7)	(67.4)	0.0	0.0
설비투자	(97.3)	(206.5)	(253.2)	(221.9)	(221.9)
유형자산처분	0.3	0.7	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(8.7)	(8.4)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
<b>재무활동현금흐름</b>	616.5	148.4	(27.3)	(100.9)	(118.0)
차입금증가(감소)	631.4	164.6	(27.3)	(83.6)	(100.7)
자본증가(감소)	(15.0)	(16.1)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	15.0	16.1	(0.0)	(17.3)	(17.3)
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>(168.9)</b>	<b>8.3</b>	<b>22.3</b>	<b>(2.2)</b>	<b>(9.3)</b>
기초현금	172.0	3.1	11.4	33.7	31.5
기말현금	3.1	11.4	33.7	31.5	22.2
Gross cash flow	81.9	99.0	235.0	273.0	303.4
Gross investment	868.3	239.1	185.4	174.3	194.7
<b>Free cash flow</b>	<b>(786.4)</b>	<b>(140.1)</b>	<b>49.6</b>	<b>98.7</b>	<b>108.7</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>매출액</b>	1,753.0	2,124.5	2,858.0	3,105.0	3,241.7
증가율 (%)	2.6	21.2	34.5	8.6	4.4
<b>매출총이익</b>	211.3	312.1	445.4	496.2	527.3
매출총이익율 (%)	12.1	14.7	15.6	16.0	16.3
<b>판매비와관리비</b>	124.4	151.4	170.4	177.0	182.8
증가율 (%)	(1.0)	21.7	12.5	3.9	3.2
<b>영업이익</b>	86.9	160.8	275.0	319.2	344.6
증가율 (%)	(27.8)	84.9	71.1	16.0	8.0
<b>EBITDA</b>	159.0	218.1	348.7	402.6	430.4
증가율 (%)	(11.9)	37.1	59.9	15.5	6.9
<b>영업외손익</b>	24.9	16.3	(91.7)	(56.8)	(44.6)
이자수익	8.3	2.3	2.6	2.8	2.8
이자비용	61.4	76.8	86.3	75.6	66.6
외화관련손익	4.2	(2.4)	(25.5)	(10.6)	(10.6)
지분법손익	99.6	98.1	29.1	55.3	59.8
기타영업외손익	(25.8)	(4.9)	(11.6)	(28.7)	(29.9)
<b>세전계속사업손익</b>	111.8	177.0	183.4	262.4	300.0
법인세비용	24.1	42.9	36.7	48.5	55.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	87.7	134.2	146.7	213.8	244.5
증가율 (%)	(27.8)	53.0	9.3	45.8	14.3
당기순이익률 (%)	5.0	6.3	5.1	6.9	7.5
<b>EPS</b>	3,083	4,717	5,156	7,517	8,594
증가율 (%)	(27.8)	53.0	9.3	45.8	14.3
완전희석EPS			5,156	7,517	8,594
증가율 (%)				45.8	14.3

### 주요투자지표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,083	4,717	5,156	7,517	8,594
BPS	28,852	31,074	34,856	41,765	49,752
DPS	700	750	750	750	750
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	10.7	12.6	8.9	6.1	5.4
PBR	1.1	1.9	1.3	1.1	0.9
PCR	11.5	17.1	5.6	4.8	4.3
EV/ EBITDA	14.3	14.0	8.2	6.3	5.4
배당수익률	2.1	1.3	1.6	1.6	1.6
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	5.0	7.6	9.6	10.3	10.6
EBITDA이익율	9.1	10.3	12.2	13.0	13.3
순이익율	5.0	6.3	5.1	6.9	7.5
ROE	10.6	15.7	15.6	19.6	18.8
ROIC	9.9	16.5	13.2	10.1	10.8
<b>안정성 (%배)</b>					
순차입금/자기자본	169.1	166.2	163.9	109.6	78.0
유동비율	58.3	68.6	62.4	79.4	97.1
이자보상배율	1.6	2.2	3.3	4.4	5.4
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0
매출채권회전율	9.8	11.2	13.4	13.0	12.8
재고자산회전율	7.8	8.5	11.1	11.6	11.4
매입채무회전율	10.5	11.1	12.2	11.0	10.8

# 케이피케미칼 (064420)

## 폴리에스터 수급 호조 추세 감안 수익 성장 가능성 커

### ▶ Investment Point

#### 1) 폴리에스터 중장기 전망 긍정적, 관련된 국내 최대 수혜 업체

당 리서치센터는 향후 2012년 까지 세계 폴리에스터 수급이 호조 추세를 지속할 것으로 전망하고 있음. 동사는 TPA, PET Bottle Resin, PIA 등 폴리에스터 관련 제품을 생산하는 국내 최대 수혜업체. 특히 PET Bottle Resin 수급이 2008년부터 턴어라운드기 시작된 가운데 이전 가장 부진하였던 주력 TPA 수급 또한 중국의 신규 증설 축소로 점진적으로 호전될 것으로 전망됨. 여기에 세계적인 면화 재배면적 축소로 폴리에스터 대체재인 면화 가격의 상승 가능성이 높아 관련된 수급 호전을 가속화시킬 가능성 또한 높음. 따라서 중장기적으로 동사의 수익 성장 가능성은 큼.

#### 2) 2분기 실적 큰 폭 신장 전망

2분기 주력 PET Bottle Resin의 계절적 성수기 진행과 마진 호조, PIA 판매물량 확대, 환율상승(수출비중 94%) 등의 영향으로 2분기 추정 영업이익 342억원(YoY +12.1%, QoQ +217%)으로 실적모멘텀 확대 예상.

### ▶ Valuation

목표주가 12,500원, 투자의견 **STRONG BUY → BUY**

최근 주가 상승으로 기대수익률 45.1%로 축소됨에 따라 투자의견 BUY로 하향 조정.

### ▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
매출액	1,628	1,962	2,228	2,218	2,154	2,106	2,178
증가율(%)	6.4	20.5	13.6	(0.5)	(2.9)	(2.2)	3.4
영업이익	(17)	46	94	106	93	106	105
영업이익률(%)	(1.0)	2.4	4.2	4.8	4.3	5.0	4.8
EBITDA	86	148	190	188	165	168	159
EBITDA이익률(%)	5.3	7.5	8.5	8.5	7.7	8.0	7.3
순이익	4	37	96	107	108	127	136
EPS(원)	42	380	981	1,086	1,094	1,289	1,382
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0
P/E(x)	106.0	17.3	8.8	7.9	7.9	6.7	6.2
EV/EBITDA(x)	2.8	3.4	3.0	2.1	1.4	0.3	na
P/B(x)	0.7	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	0.7	6.0	14.0	13.5	12.0	12.5	11.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 유진투자증권

## BUY (하향)

### Change

**STRONG BUY → BUY**  
**12,500원**

### Target Price & Expected Return

목표주가(12M)	12,500원
현재가(5/22)	8,610원
예상 주가상승률	45.2%

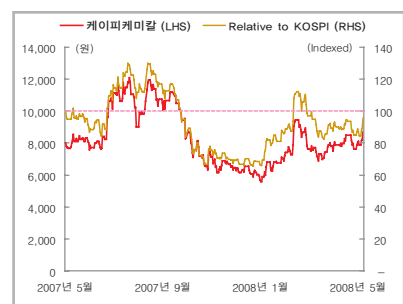
### Trading Data

시가총액	8,467억원
비중(KOSPI내)	0.09%
발행주식수	98,338천주
52주 최저가 / 최고가	5,580 - 12,100원
3개월 일평균거래대금	61억원
외국인 지분율	3.1%
주요주주지분율(%)	
(주)호남석유화학	51.9
산업은행	8.7
우리은행	8.3

### Performance

	1M	6M	12M
주가상승률	9.7	31.7	10.5
KOSPI대비 상대수익률(%)	7.0	29.6	(1.2)

### Price Trend



## 재무제표

### 대차대조표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
유동자산	493.9	458.3	638.5	809.7	962.8
현금성자산	186.5	143.2	280.5	453.4	616.8
매출채권	178.4	171.1	194.3	193.5	187.9
재고자산	115.9	134.4	152.6	151.9	147.5
비유동자산	585.5	543.3	494.0	428.6	374.0
투자자산	108.2	109.8	130.4	128.9	127.4
유형자산	477.3	433.5	353.3	290.6	238.5
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자산총계</b>	<b>1,079.4</b>	<b>1,001.7</b>	<b>1,132.5</b>	<b>1,238.4</b>	<b>1,336.8</b>
유동부채	476.7	356.6	390.3	389.3	380.2
매입채무	439.4	301.1	334.2	332.7	323.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.4	5.7	5.8	5.8	5.8
사채및장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	4.4	5.7	5.8	5.8	5.8
<b>부채총계</b>	<b>481.1</b>	<b>362.3</b>	<b>396.0</b>	<b>395.1</b>	<b>386.0</b>
자본금	485.8	491.7	491.7	491.7	491.7
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본조정	5.3	3.2	3.9	3.9	3.9
자기주식	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	107.2	144.4	240.9	347.7	455.3
<b>자본총계</b>	<b>598.3</b>	<b>639.4</b>	<b>736.5</b>	<b>843.3</b>	<b>950.9</b>
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금(순현금)	(186.5)	(143.2)	(280.5)	(453.4)	(616.8)
투자자본	374.1	458.8	445.7	382.3	329.0

### 현금흐름표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>영업활동현금흐름</b>	15.7	16.9	113.1	188.6	179.0
당기순이익	4.1	37.2	96.5	106.8	107.6
유무형 자산상각비	102.4	101.7	96.2	82.7	72.1
기타비현금손익가감	3.8	14.9	0.7	(5.5)	(4.9)
운전자본의변동	(94.6)	(137.0)	(80.2)	4.6	4.3
매출채권감소(증가)	(51.8)	8.7	(45.6)	(45.0)	(43.4)
재고자산감소(증가)	(24.2)	(21.8)	24.3	25.0	25.0
매입채무증가(감소)	(1.8)	(142.1)	13.3	12.0	10.7
기타	(17.0)	18.2	(72.2)	12.5	12.0
<b>투자활동현금흐름</b>	(34.2)	(88.9)	(15.3)	(19.3)	(19.3)
단기투자자산처분(취득)	(10.4)	(28.6)	0.0	0.0	0.0
장기투자증권처분(취득)	(0.5)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
설비투자	(22.7)	(59.5)	(50.9)	(60.5)	(60.5)
유형 자산처분	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
무형 자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동현금흐름</b>	(16.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
차입금증가(감소)	(16.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>(34.5)</b>	<b>(72.1)</b>	<b>97.7</b>	<b>169.3</b>	<b>159.7</b>
기초현금	200.7	166.2	94.1	191.8	361.1
기말현금	166.2	94.1	191.8	361.1	520.8
Gross cash flow	110.3	153.9	193.3	184.0	174.7
Gross investment	118.5	197.2	95.5	14.7	15.1
<b>Free cash flow</b>	<b>(8.2)</b>	<b>(43.4)</b>	<b>97.7</b>	<b>169.3</b>	<b>159.7</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>매출액</b>	1,628.2	1,962.0	2,228.1	2,217.8	2,153.7
증가율 (%)	6.4	20.5	13.6	(0.5)	(2.9)
<b>매출총이익</b>	45.5	115.2	172.7	189.7	185.4
매출총이익율 (%)	2.8	5.9	7.8	8.6	8.6
<b>판매비와관리비</b>	62.4	69.1	78.8	84.0	92.3
증가율 (%)	2.8	10.7	14.1	6.6	9.8
<b>영업이익</b>	(16.8)	46.2	93.9	105.6	93.1
증가율 (%)	적전	혹전	103.3	12.5	(11.8)
<b>EBITDA</b>	85.6	147.9	190.0	188.3	165.2
증가율 (%)	(52.0)	72.8	28.5	(0.9)	(12.3)
<b>영업외손익</b>	21.6	0.2	8.7	35.3	48.8
이자수익	11.8	11.7	12.5	32.3	45.8
이자비용	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
외화관련손익	16.7	(0.9)	(5.9)	(0.2)	(0.2)
지분법손익	3.1	(3.9)	(1.2)	0.0	0.0
기타영업외손익	(9.6)	(6.7)	3.2	3.2	3.2
<b>세전계속사업손익</b>	4.7	46.4	102.5	140.9	141.9
법인세비용	0.7	9.2	6.1	34.1	34.3
<b>중단사업이익</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	4.1	37.2	96.5	106.8	107.6
증가율 (%)	(93.7)	816.7	159.1	10.7	0.7
당기순이익률 (%)	0.2	1.9	4.3	4.8	5.0
<b>EPS</b>	42	380	981	1,086	1,094
증가율 (%)	(93.7)	808.2	158.4	10.7	0.7
<b>완전희석EPS</b>			251	0	0
증가율 (%)			na	na	na

### 주요투자지표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	42	380	981	1,086	1,094
BPS	6,158	6,502	7,489	8,576	9,669
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	106.0	17.3	8.8	7.9	7.9
PBR	0.7	1.0	1.1	1.0	0.9
PCR	3.9	4.2	4.4	4.6	4.8
EV/ EBITDA	2.8	3.4	3.0	2.1	1.4
배당수익률	0.0	0.0	na	na	na
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	(1.0)	2.4	4.2	4.8	4.3
EBITDA이익율	5.3	7.5	8.5	8.5	7.7
순이익율	0.2	1.9	4.3	4.8	5.0
ROE	0.7	6.0	14.0	13.5	12.0
ROIC	(3.9)	8.9	19.5	19.3	19.8
<b>안정성 (%배)</b>					
순차입금/자기자본	(31.2)	(22.4)	(38.1)	(53.8)	(64.9)
유동비율	103.6	128.5	163.6	208.0	253.2
이자보상배율	1.5	(3.9)	(7.5)	(3.3)	(2.0)
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	1.5	1.9	2.1	1.9	1.7
매출채권회전율	10.6	11.2	12.2	11.4	11.3
재고자산회전율	15.6	15.7	15.5	14.6	14.4
매입채무회전율	3.7	5.3	7.0	6.7	6.6

# 카프로 (006380)

## 큰 그림은 중장기 호조

### ▶ Investment Point

#### 1) 카프로락탐과 유안비료 양대 제품 중장기적 긍정적 시각 지속

동사의 주력 카프로락탐은 높은 투자비에 따른 진입장벽으로 인해 신규 설비 공급증가율이 크지 않으며, 연간 2~3% 내외의 나일론 수요 성장 영향으로 타이트 한 수급이 중장기적으로 지속될 것으로 전망하고 있음. 여기에 2007년 하반기 이후 세계적인 비료 수급의 변화 또한 장기적인 Agflation 시대 진행과 동반한 중장기적 수급 변화임. 따라서 동사의 유안비료에 대한 기존의 중장기적 관점의 긍정적 시각을 유지함.

#### 2) 업황 호조 영향 실적 전망 긍정적

지난 1분기 영업이익 204억원(YoY +256%)으로 대폭적인 영업이익 증대. 2분기 실적은 최근 카프로락탐은 국제유가 강세에 따른 벤젠, 니프타 가격 등의 상승과 카프로락탐 가격 급등에 따른 일시적인 수요 저하 등 실적 위협 요인들이 나타나고 있어 일시적으로 둔화될 가능성이 있음. 그러나 카프로락탐 및 유안비료의 수급 구조를 감안 시 추후 판가 상승 등을 통한 원재료 가격 상승분에 대한 전가가 이루어질 가능성이 높아 기존의 긍정적 시각 유지.

### ▶ Valuation

목표주가 18,000원, 투자의견 BUY 유지

DCF 산출 기준 목표주가 유지. 높은 기대수익률 감안 투자의견 BUY 유지.

### ▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
매출액	505	669	851	900	851	862	901
증가율(%)	(18.5)	32.5	27.1	5.8	(5.4)	1.2	4.6
영업이익	(29)	14	69	71	72	88	118
영업이익률(%)	(5.7)	2.1	8.2	7.9	8.4	10.2	13.1
EBITDA	30	75	129	130	127	131	148
EBITDA이익률(%)	5.9	11.2	15.1	14.5	14.9	15.2	16.4
순이익	(61)	(10)	54	64	55	72	99
EPS(원)	0	0	1,349	1,592	1,383	1,790	2,477
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0
P/E(x)	na	na	8.9	7.5	8.7	6.7	4.8
EV/EBITDA(x)	12.7	7.4	4.7	3.7	3.0	2.0	0.9
P/B(x)	1.3	3.9	3.6	2.4	1.9	1.5	1.1
ROE(%)	(53.4)	(12.7)	50.3	38.4	24.5	24.8	26.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 유진투자증권

## BUY (유지)

### Comment

18,000원

### Target Price & Expected Return

목표주가(12M)	18,000원
현재가(5/22)	12,000원
예상 주가상승률	50.0%

### Trading Data

시가총액	4,800억원
비중(KOSPI내)	0.05%
발행주식수	40,000천주
52주 최저가 / 최고가	3,110 - 13,500원
3개월 일평균거래대금	27억원
외국인 지분율	7.4%
주요주주지분율(%)	
(주)효성의 4인	27.7
(주)코오롱	19.9

### Performance

	1M	6M	12M
주가상승률	(1.6)	42.0	228.8
KOSPI대비 상대수익률(%)	(4.3)	40.0	217.0

### Price Trend



## 재무제표

### 대차대조표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
유동자산	130.7	157.2	167.5	183.1	265.9
현금성자산	4.5	0.0	4.0	10.2	102.5
매출채권	80.9	108.5	110.6	117.0	110.6
재고자산	40.6	46.9	51.0	54.0	51.1
비유동자산	341.2	293.6	239.1	184.5	134.3
투자자산	6.9	17.4	17.3	17.0	16.7
유형자산	334.2	276.1	221.8	167.5	117.5
무형자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>자산총계</b>	<b>471.8</b>	<b>450.8</b>	<b>406.6</b>	<b>367.6</b>	<b>400.3</b>
유동부채	169.2	183.2	141.5	140.6	117.9
매입채무	67.0	83.6	102.1	108.0	102.1
단기차입금	19.7	19.8	24.0	17.0	0.0
유동성장기부채	71.2	64.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	221.7	187.4	130.9	29.2	29.2
사채및장기차입금	191.4	158.2	101.7	0.0	0.0
기타비유동부채	30.3	29.2	29.2	29.2	29.2
<b>부채총계</b>	<b>390.9</b>	<b>370.6</b>	<b>272.5</b>	<b>169.8</b>	<b>147.1</b>
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	91.8	60.9	50.7	50.7	50.7
자본조정	0.0	9.5	9.5	9.5	9.5
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	(30.8)	(10.2)	53.9	117.6	172.9
<b>자본총계</b>	<b>80.9</b>	<b>80.2</b>	<b>134.1</b>	<b>197.8</b>	<b>253.2</b>
총차입금	282.3	242.5	125.7	17.0	0.0
순차입금(순현금)	277.8	242.5	121.7	6.8	(102.5)
투하자본	356.5	310.5	241.9	190.6	136.7

### 현금흐름표

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>영업활동현금흐름</b>	25.8	39.7	71.1	73.0	93.0
당기순이익	(60.7)	(10.2)	53.9	63.7	55.3
유무형자산상각비	58.6	61.0	59.3	59.3	55.0
기타비현금손익가감	10.2	3.8	5.9	6.2	6.4
운전자본의변동	17.7	(14.9)	(48.1)	(56.1)	(23.7)
매출채권감소(증가)	(16.7)	(29.5)	9.9	11.5	10.8
재고자산감소(증가)	15.8	(3.4)	17.8	20.8	19.5
매입채무증가(감소)	20.8	16.4	5.8	4.7	4.5
기타	(2.2)	1.6	(81.6)	(93.0)	(58.5)
<b>투자활동현금흐름</b>	(8.4)	(0.3)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
단기투자자산처분(취득)	1.3	3.7	0.0	0.0	0.0
장기투자증권처분(취득)	0.0	(0.5)	0.0	0.0	0.0
설비투자	(9.2)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동현금흐름</b>	(16.7)	(40.2)	(66.4)	(66.0)	0.0
차입금증가(감소)	(12.7)	(40.2)	(116.8)	(108.7)	(17.0)
자본증가(감소)	(4.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>0.7</b>	<b>(0.7)</b>	<b>4.0</b>	<b>6.2</b>	<b>92.3</b>
기초현금	0.1	0.8	0.0	4.0	10.2
기말현금	0.8	0.0	4.0	10.2	102.5
Gross cash flow	8.1	54.6	119.1	129.1	116.7
Gross investment	(7.9)	18.9	48.8	56.9	24.4
<b>Free cash flow</b>	<b>16.1</b>	<b>35.8</b>	<b>70.3</b>	<b>72.2</b>	<b>92.3</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>매출액</b>	505.2	669.3	850.6	900.2	851.1
증가율 (%)	(18.5)	32.5	27.1	5.8	(5.4)
<b>매출총이익</b>	(17.4)	28.8	83.4	85.8	87.9
매출총이익율 (%)	(3.4)	4.3	9.8	9.5	10.3
판매비와관리비	11.2	15.0	13.9	14.6	16.0
증가율 (%)	(29.7)	33.0	(6.9)	5.0	9.8
<b>영업이익</b>	(28.7)	13.9	69.4	71.2	71.9
증가율 (%)	적전	흑전	400.9	2.5	1.0
<b>EBITDA</b>	29.9	74.9	128.8	130.5	126.8
증가율 (%)	(63.4)	150.3	71.9	1.3	(2.8)
<b>영업외손익</b>	(32.0)	(24.1)	(15.5)	(7.5)	1.1
이자수익	0.8	0.7	0.3	0.8	3.8
이자비용	23.3	20.2	13.8	6.4	0.8
외화관련손익	1.7	(0.6)	(0.2)	(0.0)	(0.0)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(11.1)	(4.0)	(1.8)	(1.9)	(1.9)
<b>세전계속사업손익</b>	(60.7)	(10.2)	53.9	63.7	73.0
법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0	17.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	(60.7)	(10.2)	53.9	63.7	55.3
증가율 (%)	na	na	흑전	18.0	(13.1)
당기순이익률 (%)	(12.0)	(1.5)	6.3	7.1	6.5
<b>EPS</b>	0	0	1,349	1,592	1,383
증가율 (%)	na	na	na	18.0	(13.1)
완전희석EPS			1,349	1,592	1,383
증가율 (%)				18.0	(13.1)

### 주요투자지표

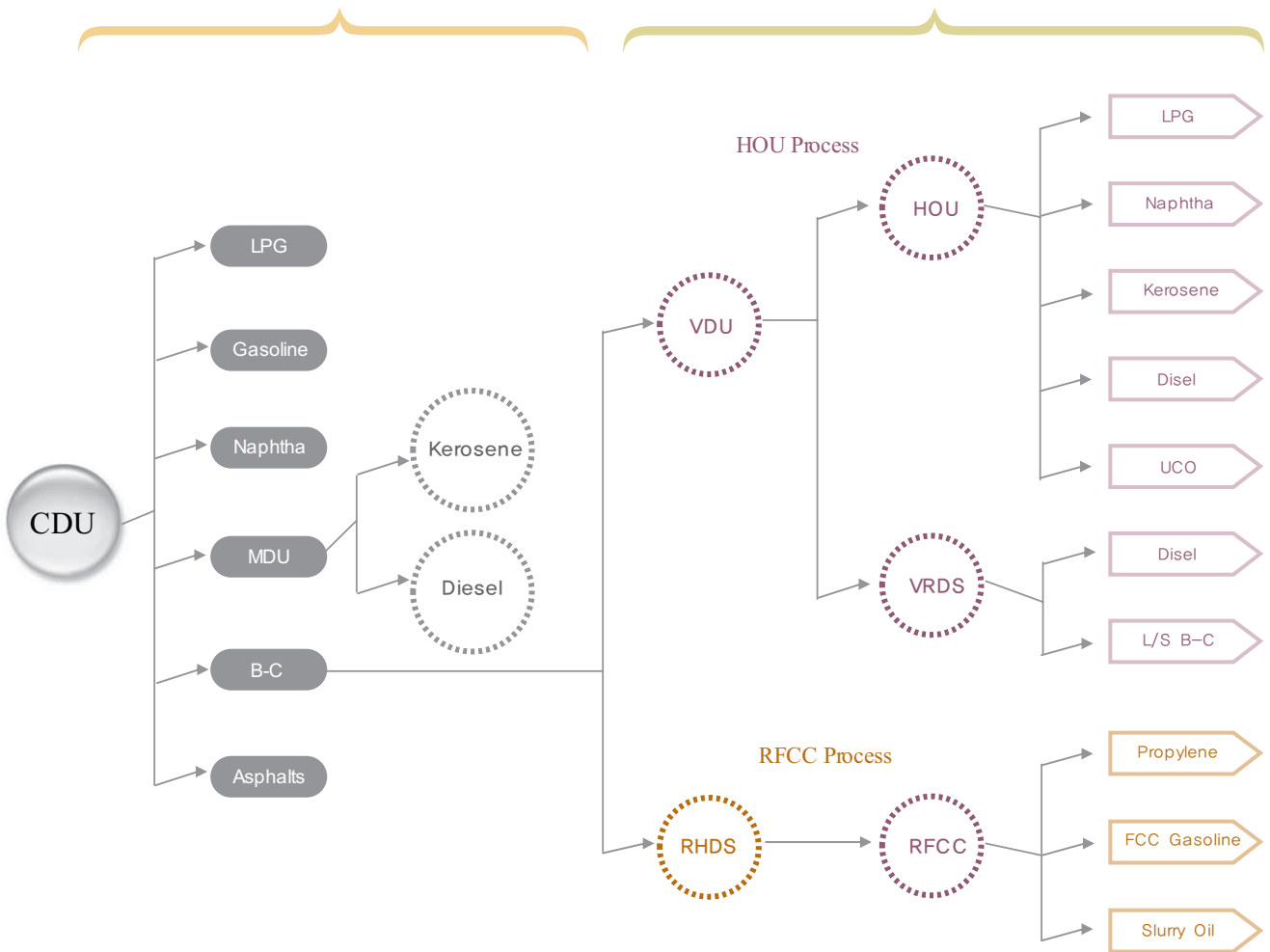
12월결산 (십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	0	0	1,349	1,592	1,383
BPS	2,022	2,003	3,352	4,944	6,327
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	na	na	8.9	7.5	8.7
PBR	1.3	3.9	3.6	2.4	1.9
PCR	12.5	5.8	4.0	3.7	4.1
EV/ EBITDA	12.7	7.4	4.7	3.7	3.0
배당수익률	0.0	0.0	na	na	na
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	(5.7)	2.1	8.2	7.9	8.4
EBITDA이익율	5.9	11.2	15.1	14.5	14.9
순이익율	(12.0)	(1.5)	6.3	7.1	6.5
ROE	(53.4)	(12.7)	50.3	38.4	24.5
ROIC	(5.2)	3.0	18.2	23.9	33.3
<b>안정성 (%배)</b>					
순차입금/자기자본	343.2	302.3	90.7	3.4	(40.5)
유동비율	77.2	85.8	118.3	130.2	225.5
이자보상배율	(1.3)	0.7	5.1	12.7	(23.9)
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	1.0	1.5	2.0	2.3	2.2
매출채권회전율	6.9	7.1	7.8	7.9	7.5
재고자산회전율	10.6	15.3	17.4	17.1	16.2
매입채무회전율	8.9	8.9	9.2	8.6	8.1



정유시설 계통도

Primary refining process

Secondary refining (crackers)



**Compliance Notice**

당 사는 5월 26일 기준으로 지난 3개월 간 SK에너지의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.  
 당 사는 5월 26일 현재 SK에너지의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당 사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 조사분석담당자는 5월 26일 현재 SK에너지와 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**종목추천관련 투자등급**

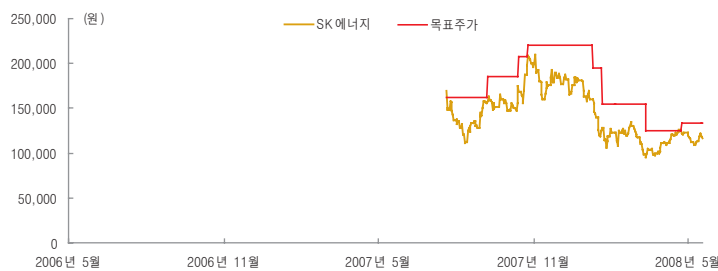
아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.  
 상기 투자등급은 2008년 4월 1일부터 변경 적용함.

<p style="text-align: center;"><b>변경후</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.</li> <li>· BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.</li> <li>· HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.</li> <li>· REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.</li> </ul>	←	<p style="text-align: center;"><b>변경전</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· BUY 1: 추천기준일 증가대비 +25%이상.</li> <li>· BUY 2: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +25%미만.</li> <li>· HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.</li> <li>· REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.</li> </ul>
---	---	--

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**

일자	2007.7.25	2007.09.12	2007.10.19	2007.10.30	2007.10.31	2007.11.21
투자의견	BUY	BUY2	BUY2	HOLD	HOLD	BUY2
목표주가	162,000원	185,000원	208,000원	220,000원	220,000원	220,000원
일자	2008.01.14	2008.01.25	2008.2.19	2008.3.17	2008.4.1	2008.4.5
투자의견	BUY2	BUY2	BUY2	BUY1	HOLD	HOLD
목표주가	195,000원	155,000원	155,000원	125,000원	125,000원	125,000원
일자	2008.4.28	2008.5.26				
투자의견	BUY	HOLD				
목표주가	133,000원	133,000원				

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**



자료: 유진투자증권

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

**Compliance Notice**

당사는 5월 26일 기준으로 지난 3개월 간 S-Oil의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.  
 당사는 5월 26일 현재 S-Oil의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 조사분석담당자는 5월 26일 현재 S-Oil과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 기재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**종목추천관련 투자등급**

아래 종목투자등급은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.  
 상기 투자등급은 2008년 4월 1일부터 변경 적용함.

변경후	변경전
<ul style="list-style-type: none"> <li>· STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.</li> <li>· BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.</li> <li>· HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.</li> <li>· REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· BUY 1: 추천기준일 증가대비 +25%이상.</li> <li>· BUY 2: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +25%미만.</li> <li>· HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.</li> <li>· REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.</li> </ul>

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**

일자	2007.4.23	2007.9.12	2007.10.22	2007.10.30	2007.11.21	2008.1.14
투자의견	BUY	BUY1	BUY2	BUY2	BUY2	BUY2
목표주가	79,200원	95,000원	95,000원	95,000원	95,000원	83,000원
일자	2008.1.24	2008.2.19	2008.3.27	2008.4.1	2008.4.5	2008.4.23
투자의견	BUY2	BUY2	BUY2	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가	76,000원	76,000원	73,000원	73,000원	73,000원	73,000원
일자	2008.5.26					
투자의견	HOLD					
목표주가	73,000원					

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**



자료: 유진투자증권

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련된 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**Compliance Notice**

당 사는 5월 26일 기준으로 지난 3개월 간 SK의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.  
 당 사는 5월 26일 현재 SK의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당 사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 조사분석담당자는 5월 26일 현재 SK와 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**종목추천관련 투자등급**

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.  
 상기 투자등급은 2008년 4월 1일부터 변경 적용함.

<p style="text-align: center;"><b>변경후</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.</li> <li>· BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만.</li> <li>· HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만.</li> <li>· REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만.</li> </ul>	←	<p style="text-align: center;"><b>변경전</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· BUY 1: 추천기준일 종가대비 +25%이상.</li> <li>· BUY 2: 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +25%미만.</li> <li>· HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만.</li> <li>· REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만.</li> </ul>
---	---	--

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**

일자	2007.4.17	2007.4.27	2007.5.21	2007.9.12	2007.10.2	2007.10.19
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY2	BUY2	BUY1
목표주가	115,000원	120,000원	135,000원	215,000원	250,000원	304,000원
일자	2007.10.30	2007.11.21	2008.1.14	2008.2.4	2008.2.19	2008.3.16
투자의견	BUY1	BUY1	BUY1	BUY1	BUY1	BUY1
목표주가	304,000원	304,000원	250,000원	220,000원	220,000원	185,000원
일자	2008.4.1	2008.5.16	2008.05.26			
투자의견	BUY	BUY	HOLD			
목표주가	185,000원	185,000원	185,000			

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**



자료: 유진투자증권

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

**Compliance Notice**

당사는 5월 26일 기준으로 지난 3개월 간 GS의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.  
 당사는 5월 26일 현재 GS의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 조사분석담당자는 5월 26일 현재 GS와 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**종목추천관련 투자등급**

아래 종목투자등급은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.  
 상기 투자등급은 2008년 4월 1일부터 변경 적용함.

변경후	변경전
<ul style="list-style-type: none"> <li>· STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.</li> <li>· BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.</li> <li>· HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.</li> <li>· REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· BUY 1: 추천기준일 증가대비 +25%이상.</li> <li>· BUY 2: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +25%미만.</li> <li>· HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.</li> <li>· REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.</li> </ul>

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**

일자	2007.5.14	2007.9.12	2007.10.16	2007.10.30	2007.11.21	2008.1.14
투자의견	BUY	BUY1	HOLD	HOLD	BUY2	BUY2
목표주가	52,500원	62,000원	66,000원	70,000원	70,000원	65,000원
일자	2008.1.25	2007.3.17	2008.4.1	2008.4.7	2008.4.7	2008.5.9
투자의견	BUY1	BUY2	BUY	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가	57,000원	45,000원	45,000원	45,000원	45,000원	45,000원
일자	2008.05.26					
투자의견	HOLD					
목표주가	45,000원					

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**



자료: 유진투자증권

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**Compliance Notice**

당 사는 5월 26일 기준으로 지난 3개월 간 LG화학의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.  
 당 사는 5월 26일 현재 LG화학의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당 사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 조사분석담당자는 5월 26일 현재 LG화학과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**종목추천관련 투자등급**

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.  
 상기 투자등급은 2008년 4월 1일부터 변경 적용함.

**변경후**

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.

**변경전**

- BUY 1: 추천기준일 증가대비 +25%이상.
- BUY 2: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +25%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.

**최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경**

일자	2007.5.25	2007.5.28	2007.7.11	2007.7.19	2007.7.31	2007.9.3
투자이전	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY1
목표주가	74,000원	74,000원	105,000원	113,000원	113,000원	135,000원
일자	2007.10.17	2007.11.1	2007.11.7	2007.12.10	2008.1.14	2008.1.30
투자이전	BUY1	BUY2	BUY2	BUY1	BUY1	BUY1
목표주가	142,000원	130,000원	155,000원	155,000원	113,000원	113,000원
일자	2008.2.13	2008.3.17	2008.4.1	2008.4.18	2008.5.26	
투자이전	BUY1	BUY1	BUY	BUY	HOLD	
목표주가	113,000원	97,000원	97,000원	115,000원	115,000원	

**최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경**



자료: 유진투자증권

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

**Compliance Notice**

당 사는 5월 26일 기준으로 지난 3개월 간 KCC의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.  
 당 사는 5월 26일 현재 KCC의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당 사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 조사분석담당자는 5월 26일 현재 KCC와 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**종목추천관련 투자등급**

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.  
 상기 투자등급은 2008년 4월 1일부터 변경 적용함.

<p style="text-align: center;"><b>변경후</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.</li> <li>· BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.</li> <li>· HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.</li> <li>· REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.</li> </ul>	←	<p style="text-align: center;"><b>변경전</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· BUY 1: 추천기준일 증가대비 +25%이상.</li> <li>· BUY 2: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +25%미만.</li> <li>· HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.</li> <li>· REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.</li> </ul>
---	---	--

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**

일자	2008.4.28	2008.05.16	2008.05.26		
투자의견	BUY	BUY	BUY		
목표주가	640,000원	640,000원	640,000원		

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**



자료: 유진투자증권

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**Compliance Notice**

당 사는 5월 26일 기준으로 지난 3개월 간 호남석유화학의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.  
 당 사는 5월 26일 현재 호남석유화학의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당 사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 조사분석담당자는 5월 26일 현재 호남석유화학과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**종목추천관련 투자등급**

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.  
 상기 투자등급은 2008년 4월 1일부터 변경 적용함.

변경후	변경전
<ul style="list-style-type: none"> <li>· STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.</li> <li>· BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.</li> <li>· HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.</li> <li>· REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· BUY 1: 추천기준일 증가대비 +25%이상.</li> <li>· BUY 2: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +25%미만.</li> <li>· HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.</li> <li>· REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.</li> </ul>

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**

일자	2007.05.04	2007.05.14	2007.5.16	2007.5.28	2007.5.29	2007.7.11
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	100,000원	120,000원	120,000원	140,000원	140,000원	160,000원
일자	2007.7.25	2007.7.31	2007.8.16	2007.10.15	2007.10.19	2007.11.1
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY1	BUY1	BUY1
목표주가	210,000원	210,000원	210,000원	210,000원	210,000원	177,000원
일자	2007.11.15	2007.12.10	2008.1.14	2008.1.31	2008.3.17	2008.4.1
투자의견	BUY1	BUY1	BUY1	BUY1	BUY1	BUY
목표주가	177,000원	177,000원	140,000원	140,000원	120,000원	120,000원
일자	2008.05.16	2008.05.26				
투자의견	BUY	BUY				
목표주가	120,000원	120,000원				

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**



자료: 유진투자증권

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**Compliance Notice**

당 사는 5월 26일 기준으로 지난 3개월 간 효성의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.  
 당 사는 5월 26일 현재 효성의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당 사는 등 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 조사분석담당자는 5월 26일 현재 효성과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.  
 등 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**종목추천관련 투자등급**

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.  
 상기 투자등급은 2008년 4월 1일부터 변경 적용함.

**변경후**

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.

**변경전**

- BUY 1: 추천기준일 증가대비 +25%이상.
- BUY 2: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +25%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**

일자	2007.7.27	2007.7.31	2007.8.8	2007.10.9	2007.11.8	2007.12.10
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY2	BUY1
목표주가	60,000원	76,000원	76,000원	80,000원	91,000원	91,000원
일자	2008.1.14	2008.1.29	2008.2.19	2008.3.17	2008.4.1	2008.5.6
투자의견	BUY1	BUY1	BUY1	BUY1	BUY	BUY
목표주가	80,000원	80,000원	80,000원	80,000원	80,000원	90,000원
일자	2008.5.26					
투자의견	BUY					
목표주가	90,000원					

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**



자료: 유진투자증권

등 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 등 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 등 자료를 이용하시는 분은 등 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**Compliance Notice**

당 사는 5월 26일 기준으로 지난 3개월 간 한화석유화학의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.  
 당 사는 5월 26일 현재 한화석유화학의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당 사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 조사분석담당자는 5월 26일 현재 한화석유화학과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**종목추천관련 투자등급**

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.  
 상기 투자등급은 2008년 4월 1일부터 변경 적용함.

변경후	변경전
· STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.	· BUY 1: 추천기준일 종가대비 +25%이상.
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만.	· BUY 2: 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +25%미만.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만.	· HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
· REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만.	· REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만.

**최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경**

일자	2007.4.24	2007.5.10	2007.7.11	2007.7.31	2007.8.10	2007.10.8
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY1
목표주가	20,000원	20,000원	33,000원	33,000원	33,000원	33,000원
일자	2007.10.19	2007.11.1	2007.11.9	2007.12.10	2008.1.14	2008.2.13
투자 의견	BUY1	BUY1	BUY1	BUY1	BUY1	BUY1
목표주가	43,000원	36,000원	36,000원	36,000원	23,000원	23,000원
일자	2008.2.22	2008.3.17	2008.4.1	2008.4.29	2008.5.26	
투자 의견	BUY1	BUY1	BUY	N/A	HOLD	
목표주가	23,000원	20,000원	20,000원	N/A	15,000원	

**최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경**



자료: 유진투자증권

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

**Compliance Notice**

당 사는 5월 26일 기준으로 지난 3개월 간 금호석유화학의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.  
 당 사는 5월 26일 현재 금호석유화학의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당 사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 조사분석담당자는 5월 26일 현재 금호석유화학과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**종목추천관련 투자등급**

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.  
 상기 투자등급은 2008년 4월 1일부터 변경 적용함.

<p style="text-align: center;"><b>변경후</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.</li> <li>· BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.</li> <li>· HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.</li> <li>· REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.</li> </ul>	←	<p style="text-align: center;"><b>변경전</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· BUY 1: 추천기준일 증가대비 +25%이상.</li> <li>· BUY 2: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +25%미만.</li> <li>· HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.</li> <li>· REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.</li> </ul>
---	---	--

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**

일자	2008.3.31	2008.4.25	2008.5.14	2008.5.26		
투자의견	BUY	BUY	STRONG BUY	STRONG BUY		
목표주가	75,000원	75,000원	75,000원	75,000원		

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**



자료: 유진투자증권

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**Compliance Notice**

당 사는 5월 26일 기준으로 지난 3개월 간 케이피케미칼의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.  
 당 사는 5월 26일 현재 케이피케미칼의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당 사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 조사분석담당자는 5월 26일 현재 케이피케미칼과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**종목추천관련 투자등급**

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.  
 상기 투자등급은 2008년 4월 1일부터 변경 적용함.

**변경후**

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.

**변경전**

- BUY 1: 추천기준일 증가대비 +25%이상.
- BUY 2: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +25%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**

일자	2007.7.11	2007.7.31	2007.8.16	2007.10.11	2007.11.15	2007.12.10
투자의견	BUY	BUY	BUY1	BUY1	BUY1	BUY1
목표주가	15,000원	15,000원	19,000원	19,000원	15,000원	15,000원
일자	2008.1.14	2008.1.22	2008.2.18	2008.3.17	2008.4.1	2008.5.16
투자의견	BUY1	BUY1	BUY1	BUY1	STRONG BUY	STRONG BUY
목표주가	10,000원	10,000원	12,500원	12,500원	12,500원	12,500원
일자	2008.5.26					
투자의견	BUY					
목표주가	12,500원					

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**



자료: 유진투자증권

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**Compliance Notice**

당 사는 5월 26일 기준으로 지난 3개월 간 카프로의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.  
 당 사는 5월 26일 현재 카프로의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당 사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 조사분석담당자는 5월 26일 현재 카프로 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**종목추천관련 투자등급**

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.  
 상기 투자등급은 2008년 4월 1일부터 변경 적용함.

변경후	변경전
<ul style="list-style-type: none"> <li>· STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.</li> <li>· BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.</li> <li>· HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.</li> <li>· REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· BUY 1: 추천기준일 증가대비 +25%이상.</li> <li>· BUY 2: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +25%미만.</li> <li>· HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.</li> <li>· REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.</li> </ul>

**최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경**

일자	2007.7.20	2007.7.31	2007.8.16	2007.9.14	2007.11.15	2007.12.10
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY1	BUY1	BUY1
목표주가	12,000원	12,000원	12,000원	12,000원	14,500원	14,500원
일자	2008.1.14	2008.1.16	2008.2.19	2008.3.17	2008.04.01	2008.04.10
투자 의견	BUY1	BUY1	BUY2	BUY1	BUY	BUY
목표주가	14,500원	16,000원	16,000원	16,000원	16,000원	16,000원
일자	2008.05.14	2008.05.26				
투자 의견	BUY	BUY				
목표주가	18,000원	18,000원				

**최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경**



자료: 유진투자증권

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

your best partner

## 유진투자증권



영등포구 여의도동 23-9 유진투자증권빌딩  
Tel 82.2.368.6000 / 6114  
www.eugenefn.com

### 본사 및 지점망

#### 본사

영업부	02)368-6600	서울시 영등포구 여의도동 23-9 (유진투자증권빌딩 2층)
자산관리영업부	02)368-6979	서울시 영등포구 여의도동 23-9 (유진투자증권빌딩 15층)

#### 서울지역

강동지점	02)485-6500	서울시 강동구 성내 1동 539-3 (서경빌딩 2층)
광화문지점	02)734-5505	서울시 종로구 수송동 83-1 (수송타워 1층)
광화문자산관리센터	02)2075-7300	서울시 종로구 종로 1가 24 (르메이에르 2층)
구의지점	02)444-0300	서울시 광진구 광장동 470-10 (원준빌딩 2층)
갤러리아지점	02)3446-8800	서울시 강남구 청담동 79 (첨담Trinity Place 3층)
도곡지점	02)555-6811	서울시 강남구 역삼동 755 한솔필리아 1층 (구, 삼호쇼핑)
도곡자산관리센터	02)3452-3800	서울시 강남구 대치동 651 (여천빌딩 3층)
대방동지점	02)823-0111	서울시 동작구 대방동 501 (대림쇼핑타운 2층)
대치지점	02)554-6500	서울시 강남구 대치동 509 (하이마트빌딩 5층)
로대오지점	02)3443-0456	서울시 강남구 신사동 666-14 (배강빌딩 2층)
명동VIP지점	02)755-6900	서울시 중구 명동1가 5-1 (보림빌딩 4층)
삼일로지점	02)773-4100	서울시 중구 장교동 1번지 (장교빌딩 B1층)
서초동지점	02)3474-3232	서울시 서초구 서초동 1600-3 (대림빌딩 3층)
서초G-five지점	02)3477-9955	서울시 서초구 서초동 1685-8 (지파이브센트럴프라자 2층)
석관동지점	02)960-4321	서울시 성북구 석관동 242-1 (대성플라자 2층)
신촌자산관리센터	02)364-3200	서울시 서대문구 창천동 29-81 (신촌르메이에르 5차 2층)
압구정지점	02)547-5404	서울시 강남구 신사동 609-1 (미승빌딩 4층)
역삼지점	02)566-3090	서울시 강남구 역삼동 679-4 (아이엔지타워 1,2층)
영등포지점	02)2679-2161	서울시 영등포구 당산동2가 45-9 (대창빌딩 2층)
은평지점	02)389-2411	서울시 은평구 불광동 311-13 (메트로타워빌딩 5층)
잠실지점	02)413-5588	서울시 송파구 잠실동 196 (올림픽아빌딩 2층)
한티자산관리센터	02)557-6900	서울시 강남구 대치동 938 (삼환아르누보2차 3층)

#### 경인지역

부평동지점	032)524-3100	인천광역시 부평구 부평동 543-4 (국천빌딩 2층)
분당지점	031)705-5252	경기도 성남시 분당구 서현동 246-6 (서현 현대프라자 5층)
산본지점	031)398-1100	경기도 군포시 산본동 1123-5 (신원타워 2층)
수원지점	031)245-7771	경기도 수원시 팔달구 중동 35-1 (신한은행 2층)
안양지점	031)452-7800	경기도 안양시 호계동 960-1 (창현빌딩 2층)

#### 대구경북지역

대구지점	053)252-6601	대구시 중구 덕산동 110 (삼성금융플라자 6층)
대구동지점	053)753-7744	대구시 수성구 만촌동 1325-38 (덕수빌딩 2층)
대구서지점	053)256-2200	대구시 중구 동산동 623 (동산빌딩 2층)
포항북지점	054)246-2700	경북 포항시 북구 두호동 1052-1 (권일등빌딩 2층)
포항지점	054)275-3344	경북 포항시 남구 대이동 650-1 (이동프라자 2층)

#### 부산경남지역

동래지점	051)556-3411	부산시 동래구 온천동 182-7 (늘빛방사선과 2층)
부전지점	051)811-1800	부산시 부산진구 부전동 341-5 (대림빌딩 3층)
옥동지점	052)274-2400	울산시 남구 옥동 248-2 (천일빌딩 2층)
울산지점	052)260-0165	울산시 남구 삼산동 1497 (대성빌딩 1층)

#### 충청지역

대전지점	042)257-1600	대전시 동구 중동 27-9 (SC제일은행빌딩 4층)
천안지점	041)568-7111	천안시 성정동 1519 (대극빌딩 3층)

#### 호남지역

광주지점	062)232-7000	광주시 동구 금남로 1가 1-1 (전일빌딩 1층)
운암동지점	062)527-1100	광주시 북구 운암동 357-8 (황금빌딩 2층)
전주지점	063)287-9977	전북 전주시 완산구 서신동 805 (지리산빌딩 2층)

본 자료는 참고용 자료일 뿐이고, 특정주식에 대한 투자 목적으로 작성된 것이 아닙니다. 본 자료는 담당자가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료나 정보에 근거하여 작성되었지만, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 고객 자신의 판단과 책임아래 이루어져야 하고, 당사는 본 자료의 내용에 의존하여 행하여진 일체의 투자행위의 결과에 대하여 책임을 지지 않을 것임을 밝힙니다. 아울러 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로서 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 / 전송 / 인용 / 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.