

Industry Indepth

정유/화학

Overweight

상상 그 이상!

Part I NCC, Level-up

Part II NCC: 원자재와 수요의 훈풍이 분다

Part III NCC의 질주: 약점이 사라지다

Part IV 고무: Turn Around



정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

woho.rho@meritz.co.kr

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
SK이노베이션(096770)	Buy	240,000원
롯데케미칼(011170)	Buy	480,000원
대한유화(006650)	Buy	370,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
LG화학(051910)	Buy	370,000원
S-Oil(010950)	Buy	130,000원
한화케미칼(009830)	Buy	39,000원
금호석유(011780)	Buy	100,000원
코오롱인더(120110)	Buy (신규)	100,000원
SKC(011790)	Buy	41,000원

merry meritz!

 메리츠증권



Contents

Summary	3
Key Chart	6
Part I NCC, Level-up	14
Part II NCC: 원자재와 수요의 혼풍이 분다	16
Part III NCC의 질주: 약점이 사라지다	20
Part IV 고무: Turn Around	23
기업분석	
SK 이노베이션 (096770)_ 연간 3 조원 영업이익 체력 완성	32
롯데케미칼 (011170)_ 빈틈이 없다	36
대한유화 (006650)_ 비수기를 극복한 호실적	42
LG 화학 (051910)_ 바닥을 다진 실적과 주가	45
S-oil (010950)_ 유가 상승과 P-X의 조화	50
한화케미칼 (009830)_ 화학기업입니다	54
금호석유 (011780)_ 우울했던 과거는 잊자	58
코오롱인더 (120110)_ Up-grade 준비과정	61
SKC (011790)_ 도약의 발판 마련	65

Summary

2017년도 정유/화학업종의 대세 상승이 예상된다. 이는 유가를 비롯한 원자재 가격 상승(인플레이션 효과)과 타이트한 수급으로 화학업종의 마진 확대가 예상되기 때문이다.

'17년도 유가 60~70 달러/배럴 수준

'16년 OPEC 원유감산 합의

'16년 11월 OPEC은 3.2천만배럴/일 수준으로 원유 감산을 합의했다. 국가별 감산규모는 사우디 48.6만배럴/일, 이라크 21.0만배럴/일 등 OPEC은 총 120만배럴/일 규모이다. '17년 1월부터 OPEC의 원유감산이 이행될 예정이다. 5월 OPEC 정례회의까지 실제 감산 이행 여부가 향후 유가의 방향성을 좌우하겠으나, 8년만에 원유 감산 합의가 이뤄졌다는 점에 주목할 필요가 있다.

OPEC의 원유 정책 변화 유가 상승 전망

'16년 OPEC의 원유 감산 합의로 유가는 50달러/배럴 중반에 안착했다. 감산 합의는 향후 유가 상승과 OPEC의 원유정책 변화를 암시한다. 저유가를 유도한 OPEC이 점유율 유지 정책에 대해 실패를 인정한 셈이다. '17년 5월에 예정된 OPEC 정례회의에서 점유율 정책이 아닌 가격 정책 등으로 변화가 예상된다. '17년 유가는 60~70달러/배럴 수준으로 점진적으로 상승할 전망이다.

이는 (1) 원유 시장의 타이트한 수급이 원인이다. '17년 원유 수요는 +120만배럴/일로 증가하나, 공급은 이에 미치지 못할 전망이다. 2Q17 이후 수요가 공급을 웃돌며 원유 공급 과잉 해소가 예상된다. (2) OPEC의 증산 여력이 적다. '17년 OPEC이 추가적으로 증산할 수 있는 원유 생산능력은 각각 1.4백만배럴/일로 2010년 이후 최저 수준이다. OPEC의 추가 증설 여력 감소로 유가는 하방 경직성이 확보되었다는 판단이다.

정유

최선호주 SK이노베이션 유지

정유업종에 투자의견 비중확대와 최선호주로 SK이노베이션을 제시한다. SK이노베이션의 '17년 영업이익은 3.4조원으로 추정한다. 정유부문은 유가 상승에 의한 재고평가이익과 정제마진 개선을 반영하여 연간 영업이익 1.6조원, 종합화학부문은 주요 제품 강세를 반영하여 영업이익 1.3조원을 전망한다. '17년 종합화학의 주요 제품은 (1) P-X 강세, (최대 수요처 중국의 P-X 생산능력 +0% YoY, 수요 3.5% YoY)가 지속되고, (2) 벤젠 가격 회복이 예상된다. '17년도 중국의 벤젠 수요는 +6.8% YoY, 생산능력은 +0.8% YoY로 증가하기 때문이다.

화학

화학업종 비중확대
최선호주 롯데케미칼, 대한유화
차선호주 금호석유화학, SKC

긍정론과 비관론이 상존하는 업종이다. 원재료 가격 상승에 의한 이익 감소와 2020년까지 약 1,300만톤에 달하는 미국 ECC 신규 가동에 대한 우려 때문이다. 유가 상승과 ECC 증설이라는 2가지 변수를 앞두고 NCC들의 수익성 지속 여부에 대한 고민이 필요한 시점이다.

'17년에도 화학업종에 긍정적인 시각을 유지한다. 화학업종 비중확대는 (1) 원자재 가격 상승과 제품 가격 상승, (2) 타이트한 수급 지속, (3) 비에틸렌 계열(BD, 아로마틱스 체인)의 이익이 증가하기 때문이다. 이에 따라 '17년에도 NCC의 이익 확대가 지속될 전망이다.

NCC:
저가 원재료 투입 효과 및
이익 확대 수혜

NCC(나프타), ECC(에탄), CTO(석탄)의 원재료 디커플링(De-coupling)에 주목할 필요가 있다. 에탄과 석탄은 각각 72%, 61% YTD 상승한 반면, 나프타는 19% 상승하며 상승폭이 적었다. 국내 NCC기업 롯데케미칼은 원가 상승이 제품 가격에 전가되며, '16년 3분기 누적 영업이익률 19%으로 '15년 대비 약 5%p 개선되었다.

미국 ECC 신규가동으로
공급과잉 나타나지 않을 전망

17년에도 타이트한 수급 상황 속에서 NCC가 압도적인 실적을 거둘 전망이다. 미국 ECC 신규 가동으로 공급 과잉은 나타나기 힘들다. 에탄 가격 상승이 예상되기 때문이다. ECC의 마진이 유지되기 위해서 원가 상승은 출하 제품 가격 인상으로 이어져야 한다. 북미 지역이 화학제품 공급과잉 상황인 점을 고려하면 제품가격의 인상폭은 크지 않겠다. 또한 북미 지역과 아시아 역내 PE가격 격차가 최소 100달러/톤까지 축소된 상황에서는 북미지역 물량이 아시아 역내로 유입되기도 힘들다. ECC 신규 가동에도 아시아 역내의 공급 부족이 지속되고 NCC들의 이익 확대는 지속되겠다.

17년 고무 수급 개선과
가격 상승 나타날 전망

17년 고무 수급의 개선을 예상한다. 중국 Qingdao 지역 천연고무 재고량은 75만톤 수준으로 2년 새 가장 낮은 수준이다. 낮아진 재고량으로 타이어 제조사들 중심으로 고무에 re-stocking 수요가 발생할 수 밖에 없다. 또한, 지속되는 천연고무 업황 둔화로 고무 주요 생산 국가(태국, 인도네시아)들은 신규 경작지 재배 면적을 감소시켰다. 태국과 말레이시아의 신규 경작지는 '12년 이후 각각 -28%, -9% 감소했다. '14년 태국 정부는 자국 내 고무 경작지 중 160,000헥타르(약 5% 수준) 감소시키는 정책을 시행했다. 정부 정책에 따라 고무 나무 제거 움직임이 있었고, '14년 이후 매년 2~3%씩 태국의 고무 공급량이 감소했다. '16년 기후 변화도 고무 수급에 긍정적으로 작용했다. 지난 2~3년간 엘니뇨 효과가 있었다면 16년에는 라니냐 효과가 있었다. 라니냐 발생으로 강우량이 많아졌고, 이는 태국, 베트남, 인도네시아, 말레이시아 등 천연고무 주요 생산 국가의 고무 생산량 감소 및 공급 shortage 현상을 일으켰다. 16년에는 일회성 요인에 의한 공급 감소 효과가 있었다면 17년부터는 공급 감소 효과와 견조한 수요로 인해 수급 개선 효과가 나타날 전망이다.

중국의 낮아진 재고량으로 re-stocking 수요 발생	'17년 NCC 이익 확대 원년의 해가 되겠다. 중국 내 SM, MEG, 천연고무, 합성고무 등의 화학 제품들의 낮아진 재고로 re-stocking 수요가 발생할 전망이다. 과거 2년간 타이트한 수급 속 저가 원재료 투입 효과로 마진이 개선되었고, '17년에는 수요 회복의 신호마저 보인다.
'17년 화학업종 최선호주 롯데케미칼, 대한유화 유지	이에 따라 롯데케미칼, 대한유화를 화학업종 최선호주로 유지하고, 차선호주 금호석유와 SKC를 제시한다.
4Q16 롯데케미칼 영업이익 6,924 억원 예상	최선호주 롯데케미칼은 4Q16 영업이익은 6,924억원으로 계절적 비수기를 뛰어넘는 실적을 달성하겠다. 영업이익 증가 요인은 (1) 환율 상승, (2) MEG 가격 회복, (3) '17년 1월 춘절 연휴를 앞두고 재고확충 수고가 발생했기 때문이다.
'17년 롯데케미칼 연간 영업이익 2.9조원 예상	'16년 9월 부타디엔 강세를 시작으로 BTX 계열까지 반등했다. 원자재 가격 상승이 제품가격 상승 압박으로 작용한 덕이다. 지난 2년간 저가 원재료 투입 효과로 NCC 이익이 개선되었다. '17년에는 올레핀 마진 유지, 수요 회복에 따른 BTX 계열 강세에 따라 NCC의 이익이 확대되겠다. '17년 롯데케미칼 영업이익은 +17.1% YoY 증가한 2.9조원을 예상한다.
4Q16 대한유화 영업이익 866 억원 예상	대한유화는 4Q16 영업이익은 866억원(+50.9% YoY, +25.7% QoQ)으로 시장 예상치 786억원을 상회할 전망이다. 4분기가 화학업종의 전통적인 계절적 비수기임에도 전 분기 대비 증가한다. 4분기 호실적의 근거는 (1) 주요 제품의 가격 강세(4Q16 HDPE 1,123달러/톤(+10.8% QoQ), 4Q16 PP 1,013달러/톤(+3.5% QoQ)), (2) 부타디엔 가격 상승으로 동사의 혼합 C4 가격 상승이 예상되고, (3) 전 분기 대비 수출에 유리한 환율 상승(4Q16 원/달러 평균환율 1,163.6원), (4) 중국 석탄가격 상승으로 MEG가격이 상승(4Q16 MEG 가격 724달러/톤)했기 때문이다.
4Q16 금호석유 영업이익 328 억원 예상	금호석유의 4Q16 영업이익은 328억원을 예상한다. 16년 말 부타디엔 가격은 2,290달러/톤으로 연초대비 +214% 상승했다. 반면 합성고무는 +74.7% YTD 상승한 1,940달러/톤으로 마진이 축소되었다. ABS 등은 다운스트림 수요 증가로 계절적 비수기임에도 가격이 상승했다. 발전소 및 기타부문에는 10월 정기보수 실시에 따른 기회손실비용 약 30억원이 반영될 예정이다.
4Q16 SKC 영업이익 438 억원 예상	SKC는 4Q16 영업이익 438억원, '16년 연간 영업이익 1,522억원을 예상한다. 4분기 중 실시된 울산공장 정기보수로 기회손실비용 약 100억원 반영되겠다. 시장 예상치를 상회할 수 있는 근거는 (1) 화학부문 수요 호조, (2) 필름부문 구조조정 종료 이후 추가로 반영될 일회성 비용이 없고, (3) 투자자회사의 실적 정상화 때문이다. 17년 사업 정상화에 따른 실적 턴어라운드가 예상된다. 17년 연간 영업이익은 2,365억으로 추정한다. 이는 지난 2년간 진행된 필름부문의 구조조정 종료와 글로벌 필름 수급이 개선되기 때문이다.

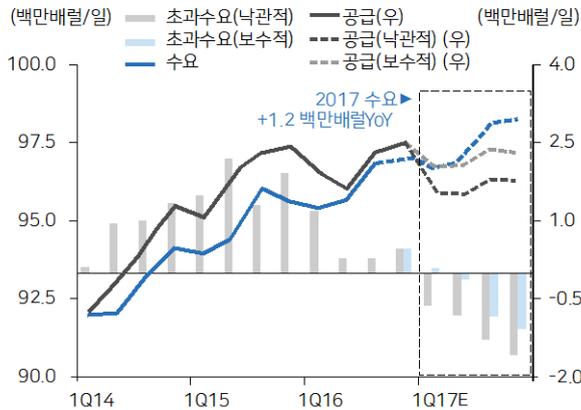
Key Chart

그림1 '17년도 원유 수급 조정으로 유가는 60~70달러/배럴 수준에서 거래될 전망



자료: BP, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 '17년 3분기 이후 수요가 공급을 초과할 전망



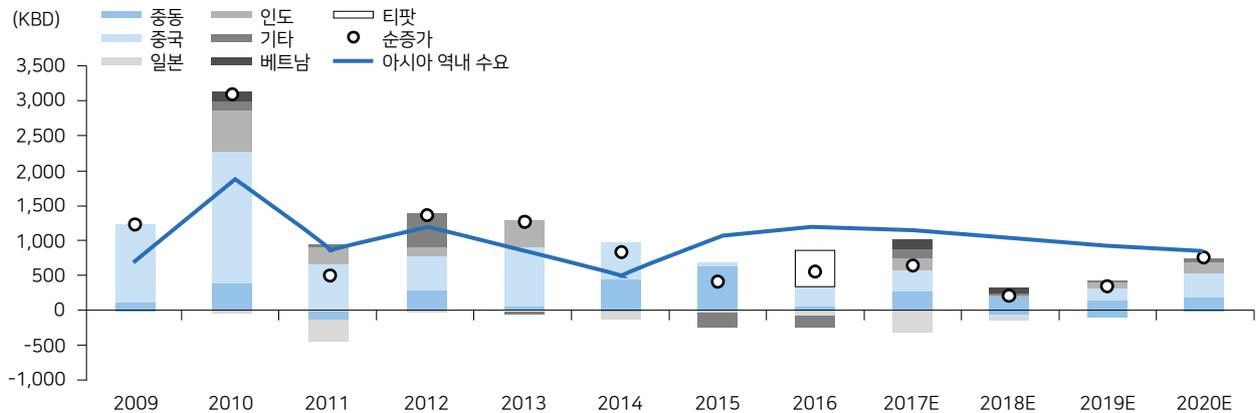
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림3 산유국의 원유 생산량 추이



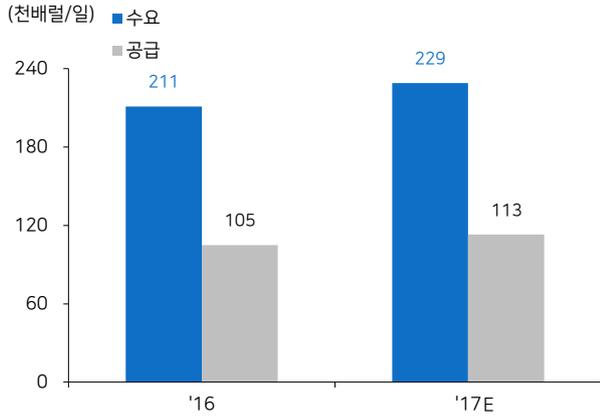
자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 '17년 수요 증가분이 정제설비 증가분을 상회하며 정제마진 개선을 지지



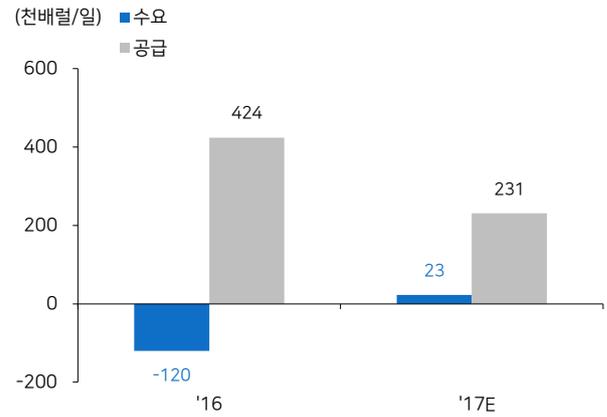
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림5 휘발유 수요 대비 부족한 공급



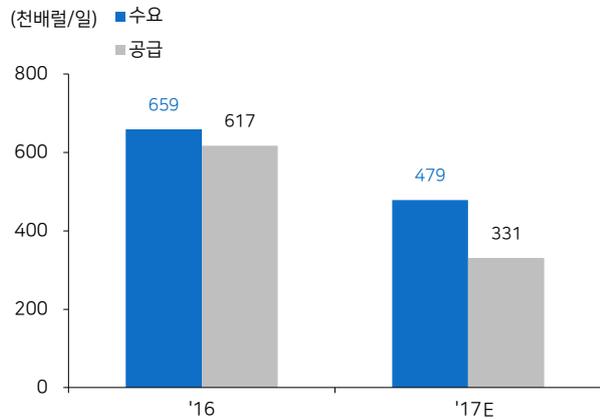
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 글로벌 Fuel에 공급 추이



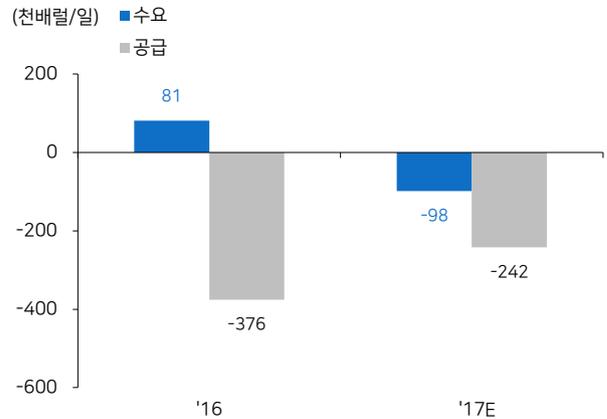
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 휘발유 수요 대비 부족한 공급



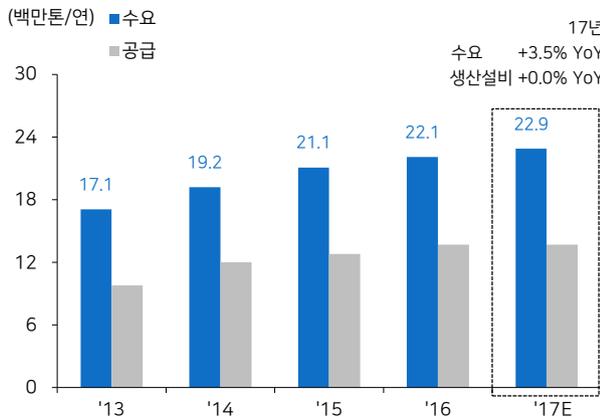
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 글로벌 Fuel에 공급 추이



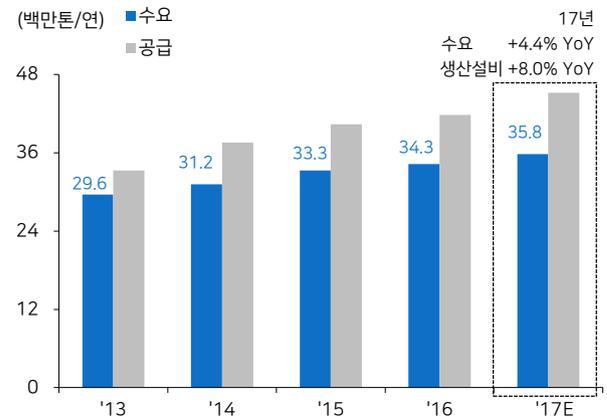
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 중국의 P-X수요 증가로 P-X 강세 견인할 전망



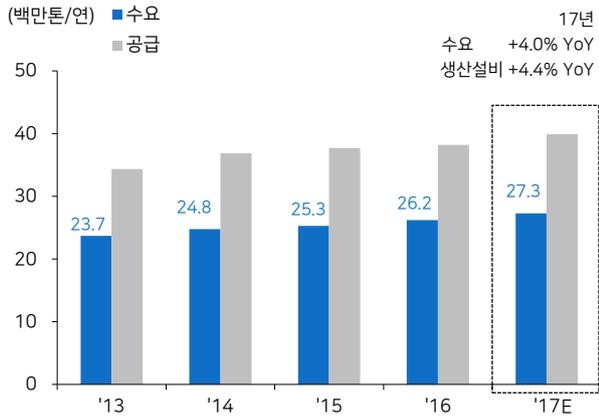
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 아시아 역내와 중동의 P-X 공급 추이



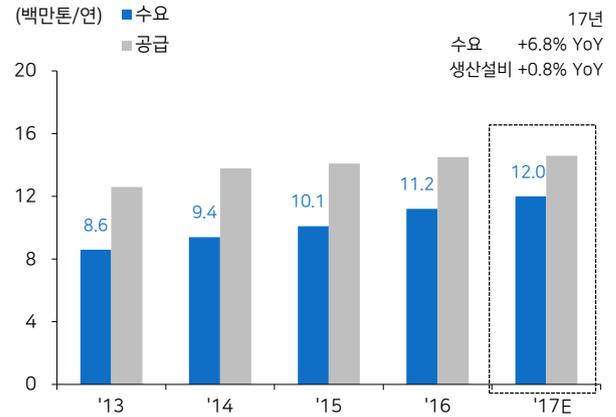
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 다운스트림 SM 증설로 아시아 역내 벤젠 수요 증가



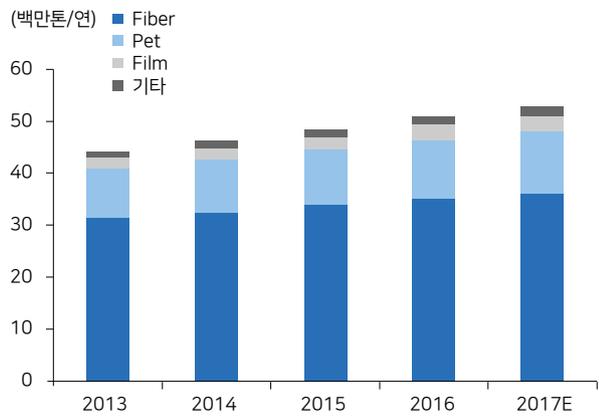
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 중국의 벤젠 수요 증가



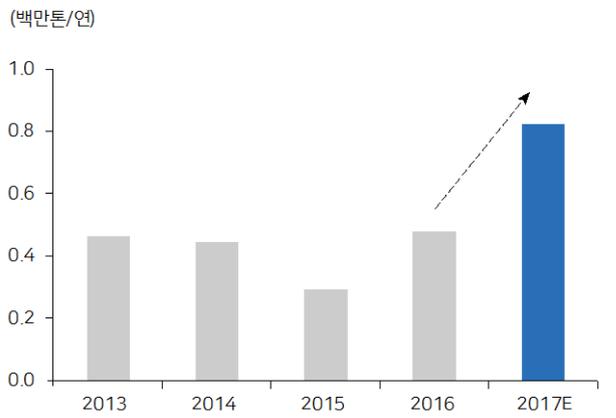
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 아시아 역내 P-X 수요를 견인하는 주요 제품: Fiber



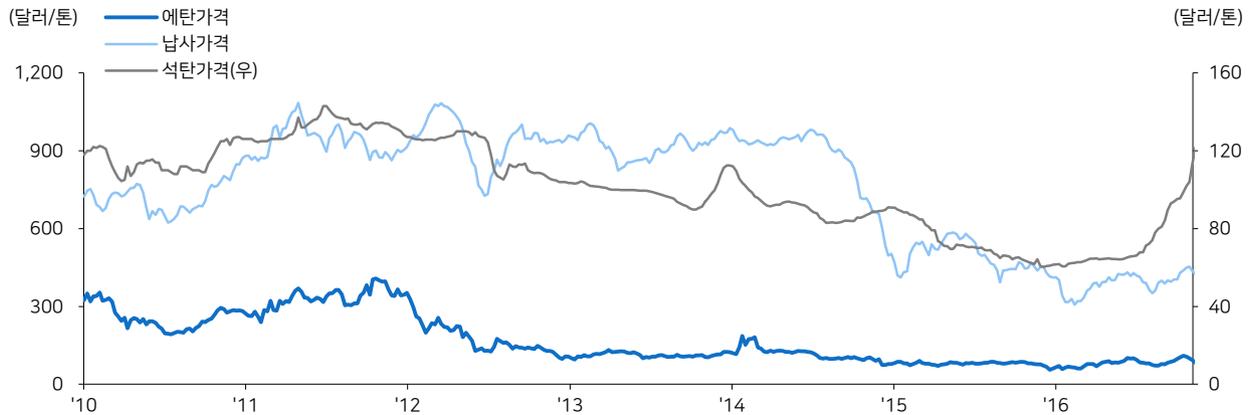
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 SM 증설로 벤젠 수요 증가



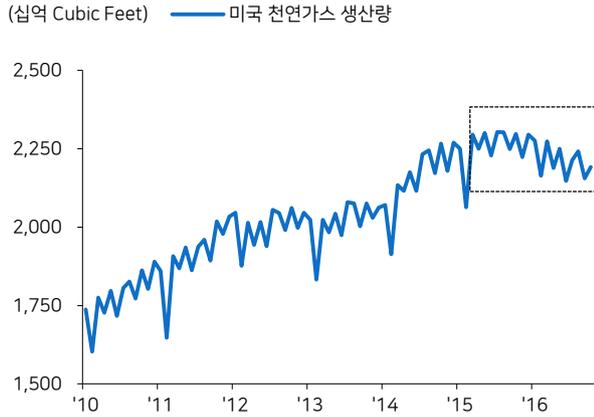
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 석탄과 에탄 가격 상승으로 NCC만이 원가 경쟁력 유지될 전망



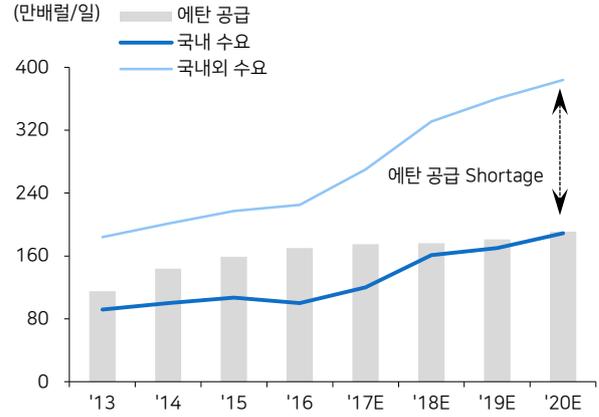
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 미국의 천연가스 생산량 둔화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 에탄 공급 부족 현실화



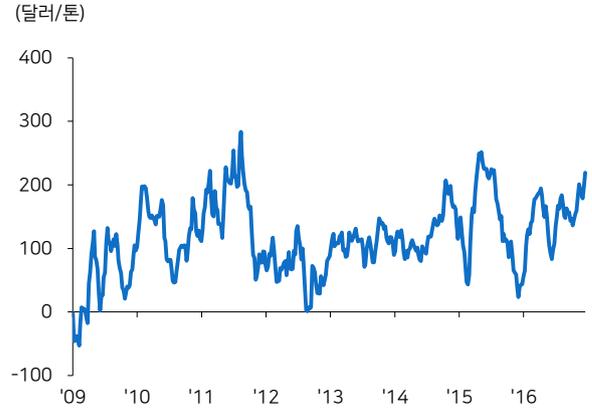
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 롯데케미칼 스팟 기준 통합스프레드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 롯데케미칼 5주 래깅 기준 통합스프레드



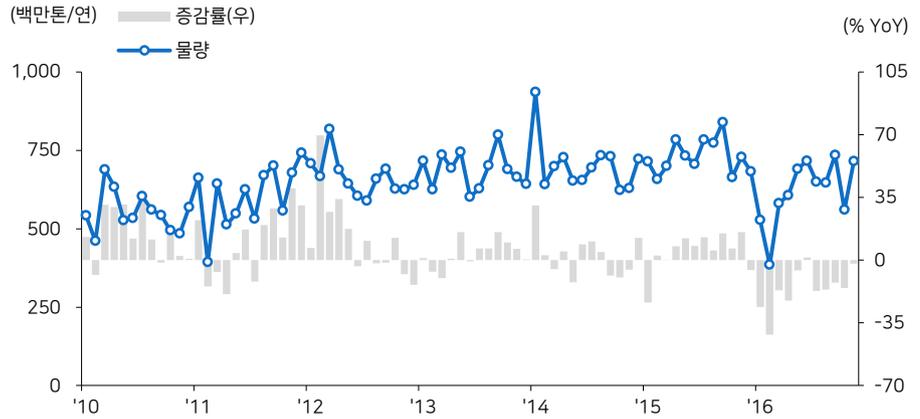
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 중국 동부 MEG 재고량 1년새 가장 낮은 수준으로 하락



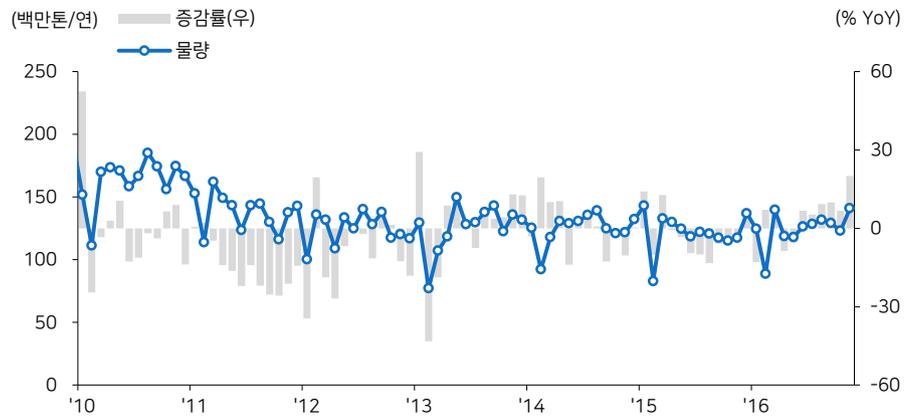
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 수요 증가의 사례: 중국의 (M)EG 수입량 증가



자료: KITA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 수요 증가의 사례: 중국의 ABS 수입량 증가



자료: KITA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 지역간 HDPE가격 격차 축소되며 역외 물량유입 제한적



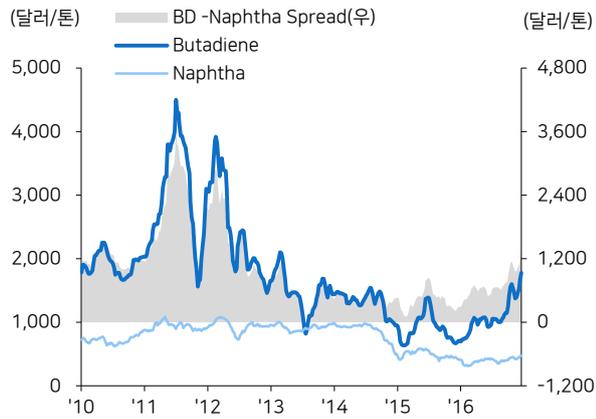
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 지역간 LDPE가격 격차 축소되며 역외 물량유입 제한적



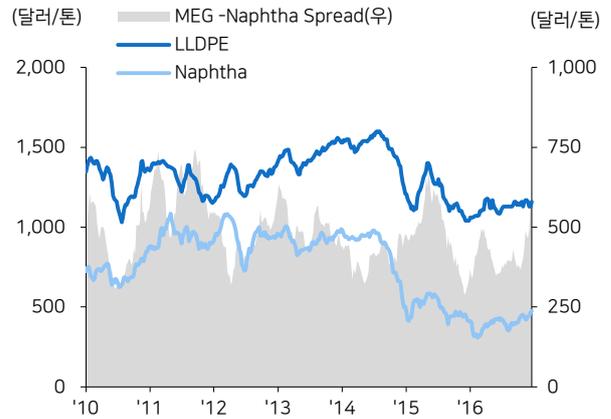
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 부타디엔 가격 상승



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 MEG 가격 상승



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 지역별 부타디엔(BD) 가격 추이



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 지역별 ABS 가격 추이



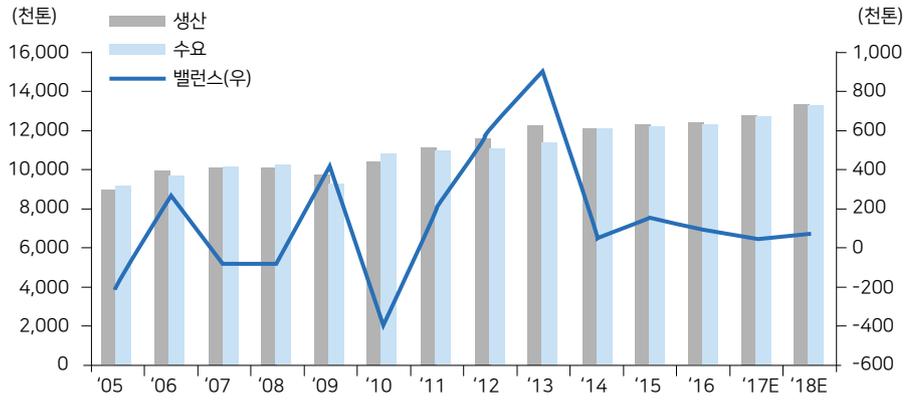
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 상승 국면에 돌입한 천연고무 가격



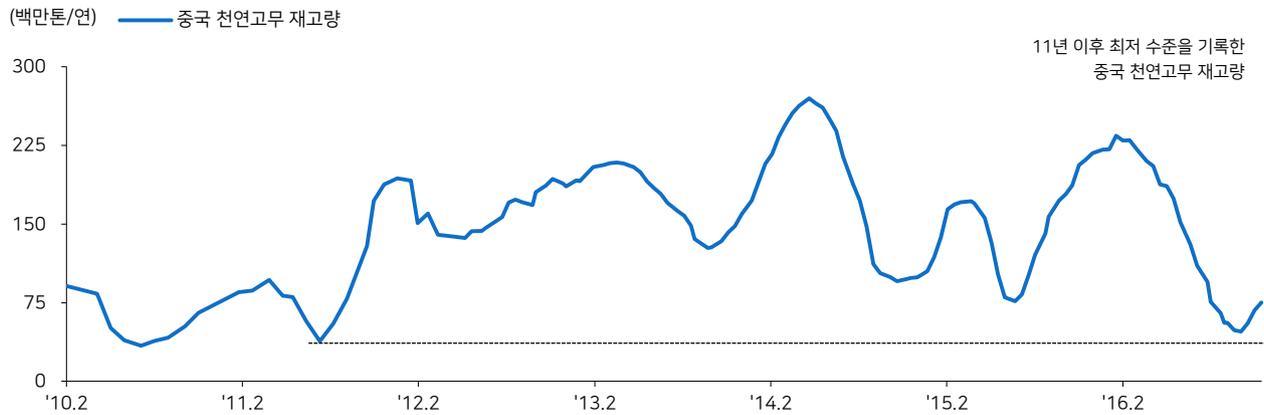
자료: The International Rubber Study, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 천연고무 수급 개선 이뤄질 전망



자료: The International Rubber Study, 메리츠증권 리서치센터

그림31 중국 내 천연고무 재고량은 11년 이후 가장 낮은 수준으로 6개월간 re-stocking 수요 발생 가능성 높아져



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 커버리지 기업 4Q16 실적 추정 Table

(십억원)		4Q16E	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
SK이노베이션	매출액	9,315.2	10,865.0	-14.3	9,703.0	-4.0	10,397.1	-10.4
	영업이익	804.7	306.6	162.5	414.9	94.0	748.2	7.6
	순이익(지배)	553.1	-201.7	흑전	360.0	53.6	489.0	13.1
롯데케미칼	매출액	3,678.4	2,700.4	36.2	3,426.6	7.3	3,489.5	5.4
	영업이익	692.4	308.9	124.2	643.2	7.6	593.7	16.6
	순이익(지배)	493.3	171.4	187.8	450.9	9.4	415.6	18.7
대한유화	매출액	394.6	405.3	-2.6	360.6	9.4	405.2	-2.6
	영업이익	86.6	57.4	50.9	68.9	25.7	78.6	10.2
	순이익(지배)	67.9	40.4	68.1	55.8	21.7	58.4	16.3
LG화학	매출액	6,218.6	5,040.6	23.4	5,054.0	23.0	5,300.6	17.3
	영업이익	509.2	352.0	44.7	460.0	10.7	438.9	16.0
	순이익(지배)	347.1	210.3	65.0	295.6	17.4	295.4	17.5
S-Oil	매출액	4,396.2	3,947.3	11.4	4,137.9	6.2	4,371.9	0.6
	영업이익	446.9	-42.9	흑전	116.2	284.6	403.8	10.7
	순이익(지배)	329.9	35.3	834.6	171.8	92.0	271.7	21.4
한화케미칼	매출액	2,628.3	2,304.6	14.0	2,385.6	10.2	2,334.3	12.6
	영업이익	203.2	84.3	141.0	204.7	-0.7	197.3	3.0
	순이익(지배)	238.9	20.5	1,065.4	198.7	20.2	181.6	31.6
금호석유	매출액	1,175.5	871.5	34.9	994.4	18.2	1,045.2	12.5
	영업이익	32.8	-0.4	흑전	23.5	39.6	29.8	10.1
	순이익(지배)	23.6	1.6	1,375.0	17.8	32.6	20.3	16.3
코오롱인더	매출액	1,269.6	1,147.8	10.6	1,037.3	22.4	1,228.7	3.3
	영업이익	76.1	62.3	22.2	48.1	58.2	80.4	-5.3
	순이익(지배)	45.7	33.7	35.7	28.8	58.7	48.6	-6.0
SKC	매출액	641.8	599.6	7.0	569.9	12.6	598.0	7.3
	영업이익	43.8	42.8	2.3	23.0	90.4	41.5	5.5
	순이익(지배)	26.2	-0.5	흑전	-17.1	흑전	23.2	12.9

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

Part 1. NCC, Level-up

화학업종 비중확대
최선호주 롯데케미칼, 대한유화

화학업종에 대한 투자의견 비중확대를 유지한다. '17년에도 원가 경쟁력 지속, 비에틸렌 계열 강세 때문이다. '17년 ECC의 신규 가동 시점이 연기될 가능성이 높은 점도 NCC의 경쟁력을 유지시킬 요인이다. 이에 순수 NCC사업을 영위하는 롯데케미칼과 대한유화를 최선호주로 유지한다.

'17년 치킨 게임 나타나지 않는다

'17년 신규 가동될 설비
Dow Chemical(150만톤/연)
Chevron Phillips(150만톤/연)

'17년도 신규 가동이 예정된 ECC 설비는 5개(Dow Chemical(150만톤/연), Chevron Phillips(150만톤/연), Indorama(37만톤/연), Formosa(159만톤/연), ExxonMobil(150만톤/연))이며 총 646만톤/연 규모이다. '16년도 글로벌 에틸렌 생산능력 1.6억만톤/연을 감안하면 4%만큼이 추가된다는 의미이다. '17년도 에틸렌 수요는 1.5억만톤/연으로 추정된다.

'17~'19 에틸렌 연평균
생산능력 +2.4%
수요 +2.8%

이들 기업에 의하면 Dow Chemical과 Chevron Phillips만이 예정대로 '17년 하반기에 신규 가동이 되고, 나머지 3개 기업의 완공 및 가동 시점이 연기되었다. '17년 ECC 300만톤/연이 신규 추가된다면 '17년도 에틸렌 생산능력은 1.7억만톤/연으로 추산된다. 생산능력 순증가는 590만톤, 수요 순증가는 596만톤/연 수준이다.

표2 신규 가동이 예정된 ECC설비

기업	생산능력 (만톤/연)	완공시점	내용
Braskem Idesa JV	105	2016 이후	건설 중
OxyChem/Mexichem	54.4	1Q17	건설 중. 100만톤/연 VCM 원료로 사용
Dow	150	17년 중반	건설 중. PE, m-EPDM, Elastomer 등
Chevron Phillips	150	2H17	건설 중. PE 50만톤 2개 라인,
Indorama	37	2018	01년 노후설비 재가동.
Formosa	159	2018	건설 중. EG 80만톤/연, LDPE 30만톤/연
ExxonMobil	150	2018	건설 중. 고부가 PE 원료
Shintech	50	2018	건설 중. 자가소비용 PVC 원료
Sasol LCCP	150	2019	건설 중. 다운스트림 증설은 19년 이후로 지연. PE, EO, Alcohol, 1-Octane, Ethoxylation
LACC(롯데케미칼, Axiall JV)	100	2019	건설 중. 롯데케미칼 에틸렌 90% 지분 확보. EG(70만톤)의 70% 지분 확보
Total	100	4Q19	건설 허가 심의 중
Shell	150	1H20	정부 승인 완료
총 합	1,355.4		

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

장기화될 수급 타이트

17년 화학설비 완공 지연 발생

글로벌 석유화학 시황은 저유가가 지속됨에 따라 신증설 프로젝트의 취소/지연 사례가 발생했고, '17년 역시 3개 설비(Indorama, Formosa, ExxonMobil)의 지연 사례가 발생했다.

NCC의 원가 경쟁력 지속될 전망

ECC, NCC, 혹은 CTO/MTO 프로젝트 진행에 가장 큰 리스크는 원가 방향성이다. '14년 유가 급락으로 수익성 악화 및 재정수입 감소를 경험한 중동 산유국들은 석유화학 프로젝트를 완공 시점을 지연하거나 취소했다. 미국의 상황도 비슷하다.

'16~'20년

에탄 공급 +2.4%

에탄 수요 +11.3%

대규모 ECC 신규 가동으로 미국 내/외 에탄 수요가 증가하며 에탄 가격의 상승을 예상하기 때문이다. 미국의 천연가스 생산량이 연초대비 1.6% 감소했다. 천연가스 생산이 둔화된 상황이다. '16~'20년 미국 내 에탄의 공급은 +2.4%인 반면, 미국 에탄 수요는 +11.3%로 증가할 전망이다.

장기화될 타이트한 수급 기조

에탄의 공급 부족과 에탄 가격 상승으로 각종 프로젝트의 취소 및 지연 사례가 17년 이후에도 발생할 가능성이 높아졌다. '16년에 미국의 Sasol은 진행 중이던 ECC 120만톤 프로젝트의 완공 시기를 '19년 이후로 지연시켰고, 150만톤 ECC 프로젝트를 취소했다. '17년에는 Indorama 외 2개 설비의 신규 가동이 지연되었다. 셰일 가스라는 값싼 원재료가 가장 큰 장점이던 ECC는 원재료 에탄의 가격 강세에 따라 수익성 감소가 예상된다. 향후 미국 내 신규 가동은 제한적이겠고, 현재의 석유화학의 타이트한 수급 기조는 장기화되겠다.

표3 천연가스에서 추출되는 에탄 함량

성분	Dry Gas	수반 가스
Methane	94.4%	68.0%
Ethane	3.1%	15.0%
Propane	0.5%	9.0%
Butane	0.1%	2.0%
Normal-butane	0.1%	3.0%
Others	1.8%	3.0%

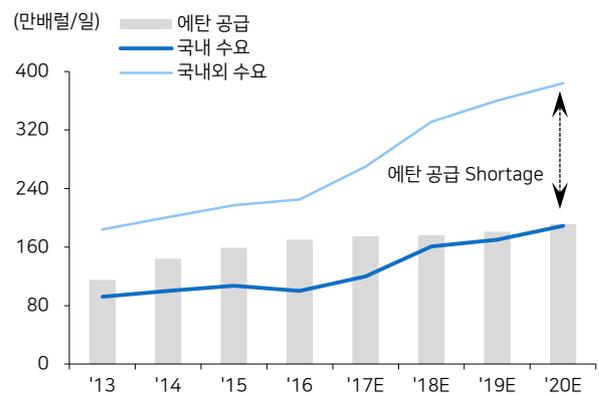
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 미국의 천연가스 생산량 둔화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 에탄의 공급 부족 현실화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Part 2. NCC: 원자재와 수요의 혼풍이 분다

'20년까지
미국 에탄 수요 +11.3%
미국 에탄 공급 +2.4%

ECC의 높은 이익률 기조는 훼손될 가능성이 높다. 미국 ECC의 신규 가동으로 원재료 에탄의 수요는 '20년까지 연평균 +11.3% 증가하나, 공급증가는 +2.4%로 예상된다. 에탄의 공급 부족이 현실화될 대목이고, 에탄 가격 상승은 상승하겠다. 북미 지역의 화학 제품 공급과잉 상황임을 감안하면 제품 가격 상승폭은 제한적이겠고, 물량이 아시아 역내로 유입되기도 힘든 상황이다.

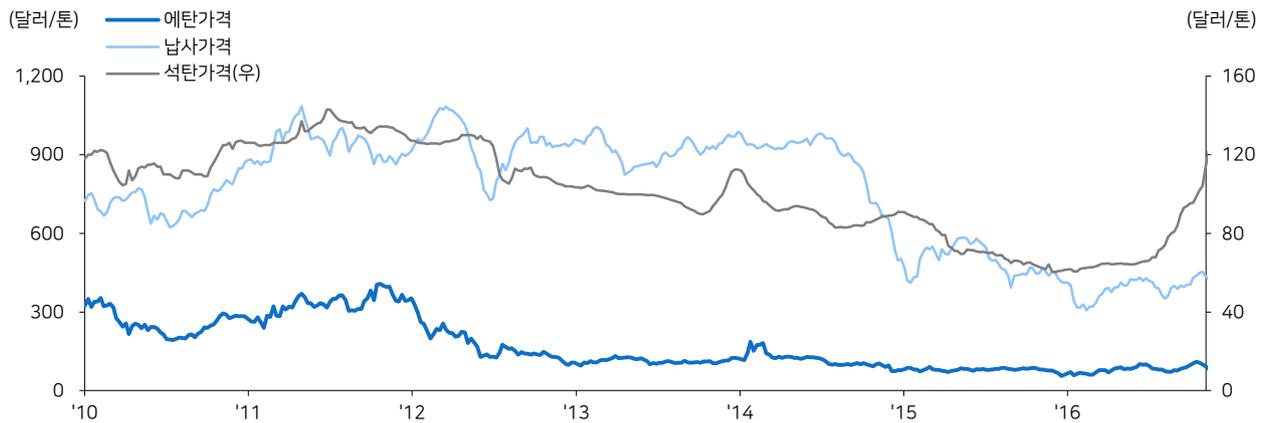
에탄과 석탄가격 상승 예상

중국의 석탄 가격 급등('16년 말 기준 +61% YTD)으로 CTO/MTO의 원가가 상승했다. 17년에도 중국 정부의 4R 정책(Removing, Reforming, Rebalancing, Restructuring) 실시로 석탄 가격 강세와 CTO/MTO 설비의 원가는 상승할 전망이다.

SM, MEG 등 재고감소로
Re-stocking 수요 발생

동기간 나프타는 +20% 상승했다. 원가 상승이 제품 가격 상승을 견인했고, 이익 규모는 확대되었다. 또한, 중국의 낮아진 재고로 re-stocking 수요마저 발생하고 있다. '16년 말 기준 중국 동부의 SM 재고량은 4.7만톤으로 연중 최저 수준, MEG 재고량은 5.1만톤으로 '15년 이후 가장 낮은 수준이다. 재고 확충을 위한 re-stocking 수요까지 발생하는 상황이다. '17년 현재 롯데케미칼 스팟 통합스프레드는 218달러/톤으로 전년대비 +283.9% 증가했다.

그림34 석탄, 에탄의 가격 상승으로 NCC만이 원가 경쟁력 유지될 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 롯데케미칼 스팟 기준 통합스프레드



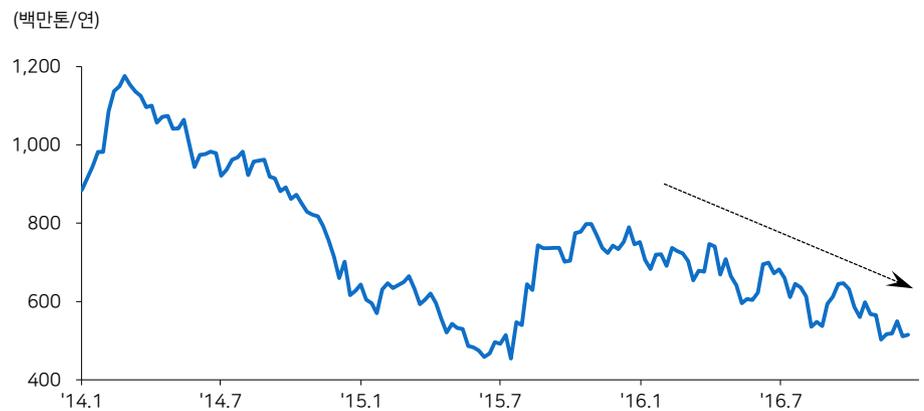
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 롯데케미칼 5주 래깅 기준 통합스프레드



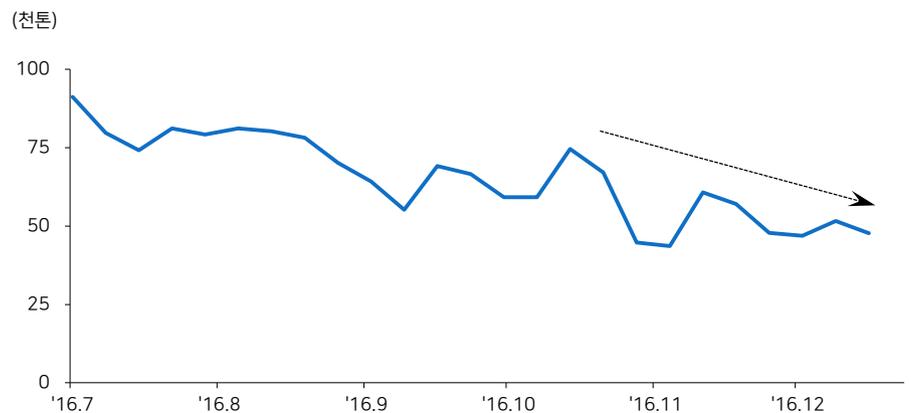
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 중국 동부 MEG 재고량 1년새 가장 낮은 수준으로 하락



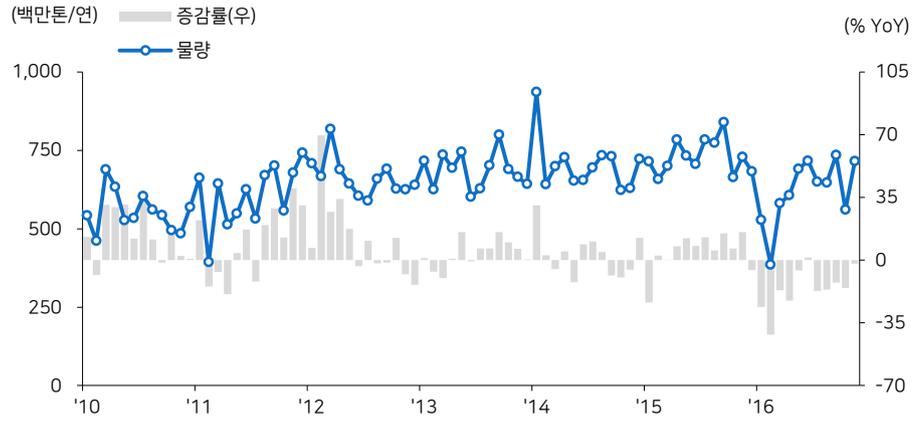
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 중국 동부 SM 재고량 하향 추세



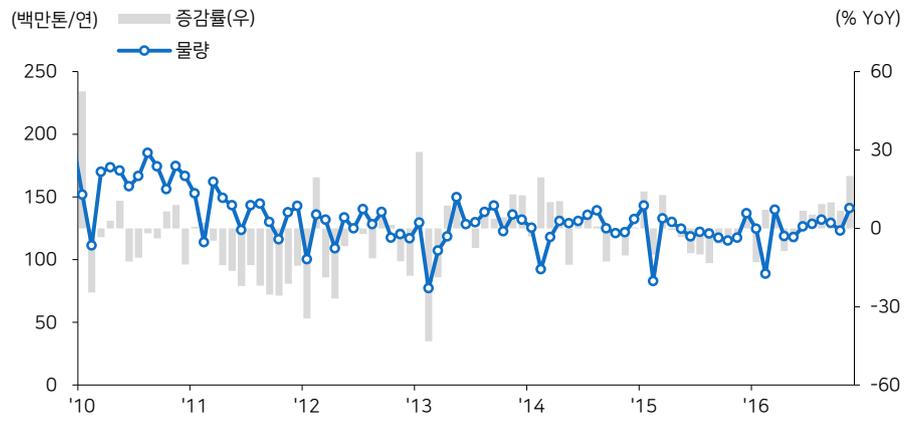
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 수요 증가의 사례: 중국의 (M)EG 수입량 증가



자료: KITA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 수요 증가의 사례: 중국의 ABS 수입량 증가



자료: KITA, 메리츠증권증권 리서치센터

에탄의 공급 부족과 가격 상승

ECC 신규 가동으로
글로벌 공급과잉 유발
제한적

2020년까지 ECC는 총 1,300만톤/연 규모가 신규 가동될 예정이다. 17년에는 ECC 2개 설비(Dow Chemical, Chevron Phillips), 300만톤/연이 가동될 예정이다. ECC가 신규 가동으로 에탄 수요는 16년 1.1백만톤/연, 19년 1.7백만톤/연, '16~'19년 연평균 11% 증가하겠다. 미국의 Dry Gas에서 추출되는 에탄 함량은 3.1%, 수반 가스(Associated Gas) 기준 에탄 함량은 15.0%이다. 미국 내 ECC는 신규 가동으로 에탄 수요는 증가하나, 천연가스 생산량 둔화로 공급이 부족한 상황이다. 결국 2020년까지 에탄 가격 상승이 예상되고, (1) ECC 신규 프로젝트 완공 지연/취소 사례가 발생할 가능성, (2) 원가 상승이 제품 가격 상승으로 전가, (3) 제품 가격 상승으로 물량이 아시아 역내로 유입될 가능성이 낮아진다.

그림41 지역별 HDPE 가격 추이



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림42 지역별 부타디엔(BD) 가격 추이



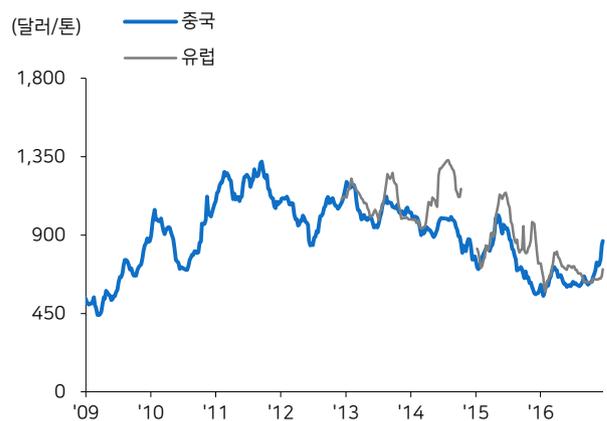
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림43 지역별 ABS 가격 추이



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림44 지역별 MEG 가격 추이



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

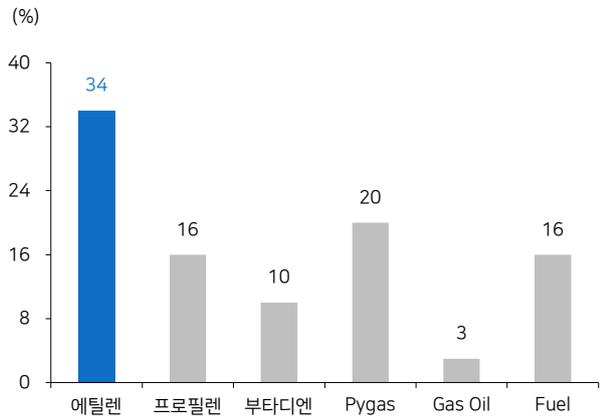
Part 3. NCC의 질주: 약점이 사라지다

‘17년 비에틸렌 계열 이익 확대 ‘17년에는 NCC 전 제품에 걸쳐 가격 강세가 나타나겠다. 타이트한 수급 상황 속 PE/PP 등 올레핀(Olefin) 계열은 re-stocking 수요가 발생하고, 원자재 가격 상승이 제품가격에 전가되며 이들의 이익은 유지될 전망이다. 17년에는 비 에틸렌 계열의 가격 상승이 나타날 전망이다. 특히 부타디엔(BR)과 고무의 가격 상승을 주목할 필요가 있다.

다양한 제품 생산이 가능한 NCC NCC는 ECC에 비해 생산 가능한 제품이 다양한 경쟁력을 갖고 있다. NCC는 에틸렌 34%, 프로필렌 16%, 부타디엔 10%를 생산한다. ECC는 에틸렌 생산비중이 82%이다. ‘14년 이후 PE/PP 제품들의 강세로 NCC의 경쟁력이 회복되었다. ‘17년 비에틸렌 계열까지 회복되니 NCC의 수익성은 확대되겠다.

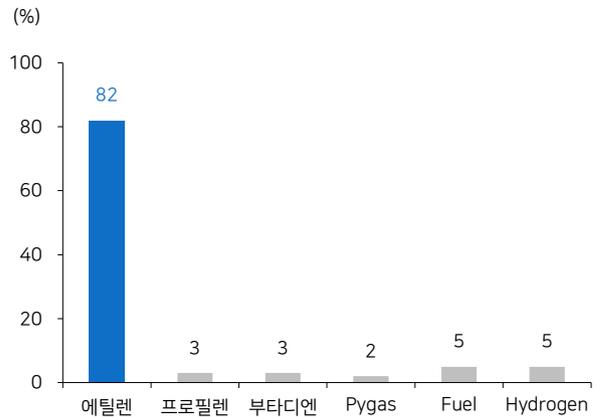
**‘16~’19년 부타디엔 설비 증가율 +1.1%
수요 증가율 +2.8%** ‘17년 이후 증설되는 크래커의 대다수는 미국과 중동 ECC와 중국의 CTO/MTO이다. 이 크래커들이 에틸렌 생산에 집중된 설비라는 점을 감안하면 부타디엔의 공급 증가 요인은 없다. 과거 공급과잉과 수요 둔화로 수익성이 악화된 부타디엔(C4)의 수급이 개선될 전망이다. ‘16~’19년 부타디엔 생산설비의 연평균 증가율은 +1.1%로 예상되나, 동기간 수요의 연평균 성장률은 +2.8% 증가하겠다.

그림45 NCC의 제품별 생산 비중



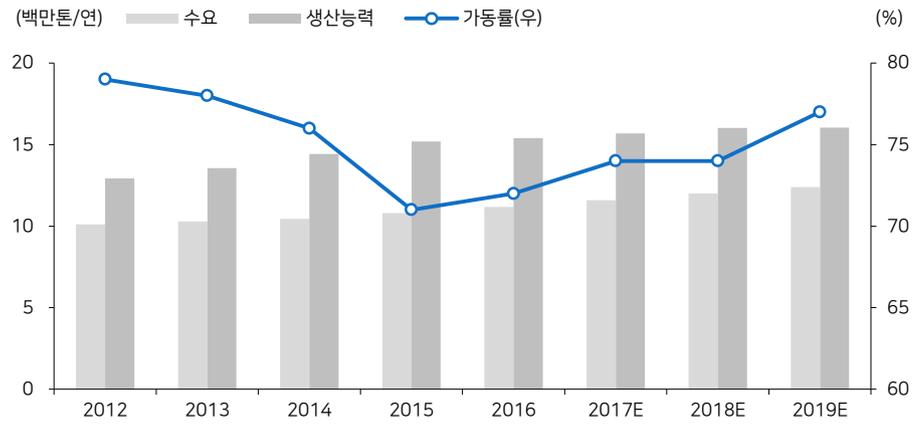
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림46 ECC의 제품별 생산 비중



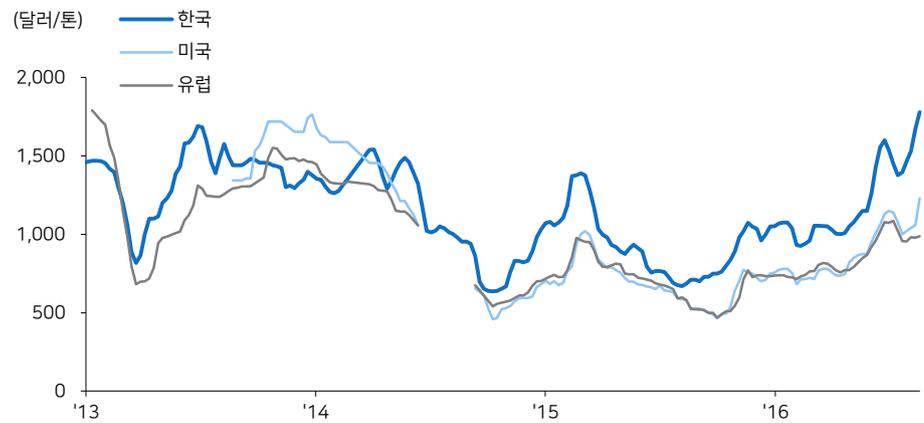
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림47 '17년 부타디엔 강세 지속될 전망



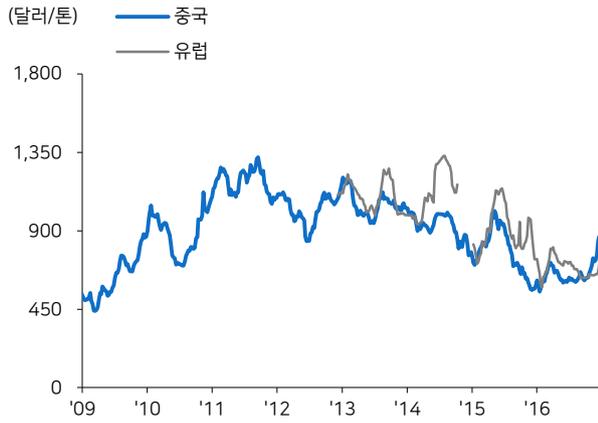
자료: IHS Chemical, 메리츠증권증권 리서치센터

그림48 급등하는 부타디엔 가격



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림49 '17년 MEG 가격 강세 전망



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림50 '17년 ABS 가격 강세 전망



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림51 '17년 벤젠 가격 강세 전망



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림52 '17년 SM 가격 강세 전망



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

Part 4. 고무: Turn Around

'16년 말 천연고무
1,910 달러/톤(+72% YTD)

천연고무 가격은 저점을 확인했고 본격적인 상승 국면에 진입했다. '16년 말 천연고무 가격은 1,910달러/톤, 72% YTD 상승했다. 천연고무 신규 재배면적 감소와 강수량 증가로 동남아지역 천연고무 공급량은 연간 2% 감소했다. 반면, 중국의 자동차 판매량 증가(+15% YoY)로 고무의 견조한 수요가 이어지는 중이다.

고무의 re-stocking 수요로
고무 가격 회복 예상

또한, 중국 내 천연고무 재고량이 낮아졌다. 중국 Qingdao 지역 천연고무 재고량은 75만톤 수준으로 2년 새 가장 낮은 수준으로 감소했다. 낮아진 재고량으로 천연고무 re-stocking 수요를 촉진시킬 가능성이 높아졌고, 이는 향후 6개월간 천연고무 수급이 개선될 요인이다. 고무에 대한 수요 증가로 천연고무(NR), 합성고무(SBR)의 가격 모두 상승할 전망이다.

고무 업황 개선 본격화

고무의 공급과잉 해소될 전망

국제고무연구회(The International Rubber Study Group, 이하 IRSG)는 최근 보고서를 통해 글로벌 천연고무는 여전히 공급과잉이라고 밝혔다. 향후 천연고무 공급과잉의 정도가 점차 해소되는 점에 주목해야 한다. 천연고무의 공급과잉이 가장 극심했던 '13년의 초과공급량은 911만톤이었다. 16년 94만톤, 17년에는 50만톤으로 예상되며 '13~'17년 연간 44% 감소할 전망이다.

천연고무 신규 재배면적
'12~'16 CAGR -17% 감소

지난 7년간 진행된 고무의 신규 경작재배 면적 감소가 천연고무의 공급 감소의 주된 요인이다. 천연고무 신규경작지는 '12년 48.1만헥타르로 가장 넓은 면적을 기록한 이후 지속적으로 감소했고 '16년 15.2만헥타르, 연간 17% 감소했다.

'16년 천연고무
생산량 +0.6% YoY
수요 +1.3% YoY

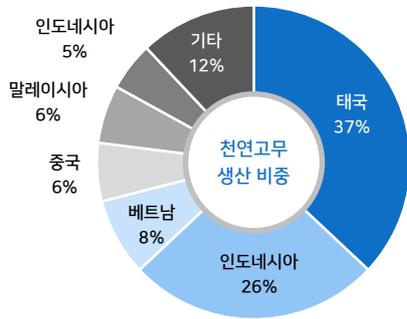
태국과 인도네시아의 홍수로 인한 천연고무 재배에 비우호적인 기후환경도 한몫했다. 태국과 인도네시아는 글로벌 천연고무 생산의 64%를 담당하는 국가들이다. 동남아 국가들의 천연고무 생산량 감소로 인해 '16년 천연고무 생산량은 +0.6% YoY, 수요는 +1.3% YoY 증가할 전망이다.

그림53 상승 국면에 돌입한 천연고무 가격



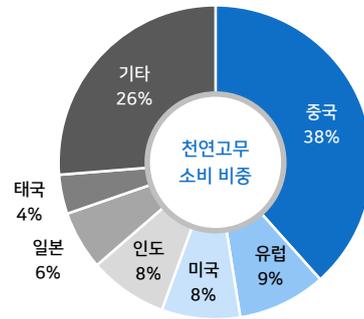
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림54 천연고무 국가별 생산 비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

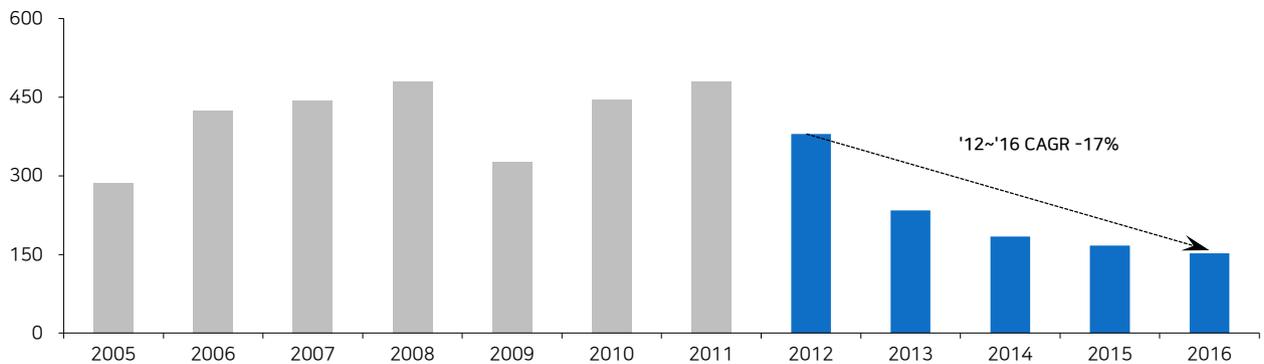
그림55 천연고무 국가별 소비 비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림56 천연고무 신규 경작지 면적 감소는 수급 개선을 이끌 전망

(천 헥타르)



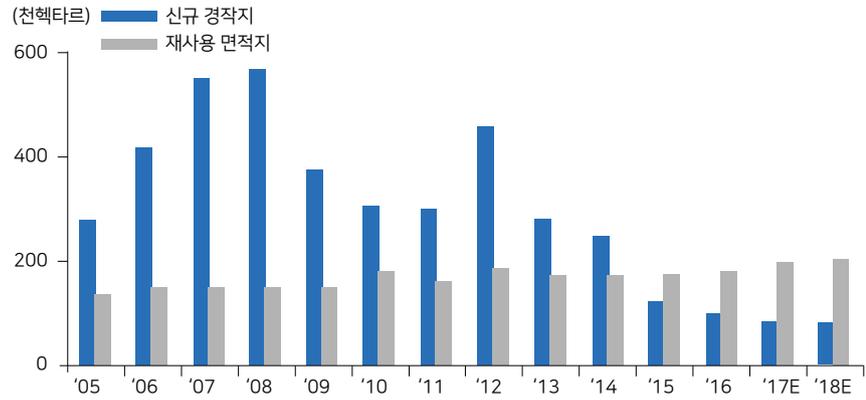
자료: The International Rubber Study, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 천연고무 재배 국가별 신규 경작지 재배 면적 변화

(천헥타르)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	12~16 CAGR
태국	123	110	161	221	153	232	258	127	45	33	25	25	-28%
인도네시아	48	98	118	62	11	11	11	15	13	13	13	13	-3%
말레이시아	0	0	0	6	3	3	8	17	18	16	12	20	3%
인도	17	22	23	30	26	25	23	24	20	17	15	15	-9%
베트남	30	41	35	77	55	75	76	79	40	23	3	3	-48%
중국	33	46	52	35	39	49	50	60	37	28	20	20	-20%
카말	33	90	30	30	28	37	26	387	48	25	51	47	-34%
스리랑카	1	2	2	3	3	1	3	3	2	8	7	4	6%
필리핀	2	16	22	16	8	13	26	17	11	21	21	5	-22%
총 합	287	425	443	480	326	446	481	380	234	184	167	152	-17%

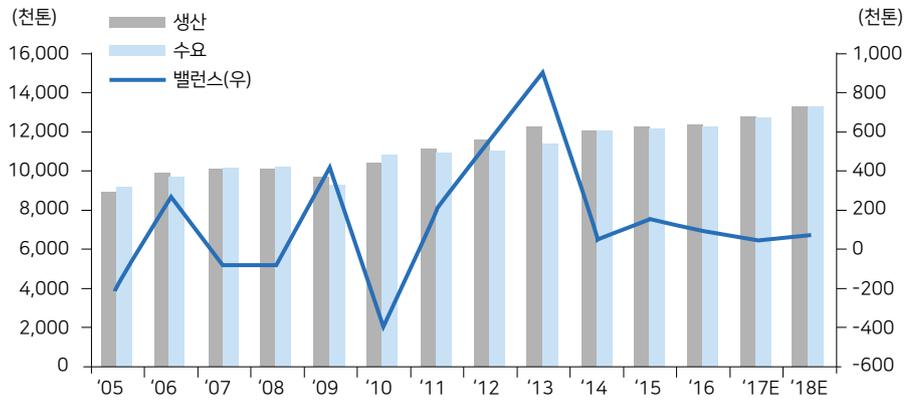
자료: The International Rubber Study, 메리츠증권증권 리서치센터

그림57 천연고무 신규 재배면적의 꾸준한 감소는 공급과잉 해소로 이어질 전망



자료: The International Rubber Study, 메리츠증권 리서치센터

그림58 천연고무 수급 개선 이뤄질 전망



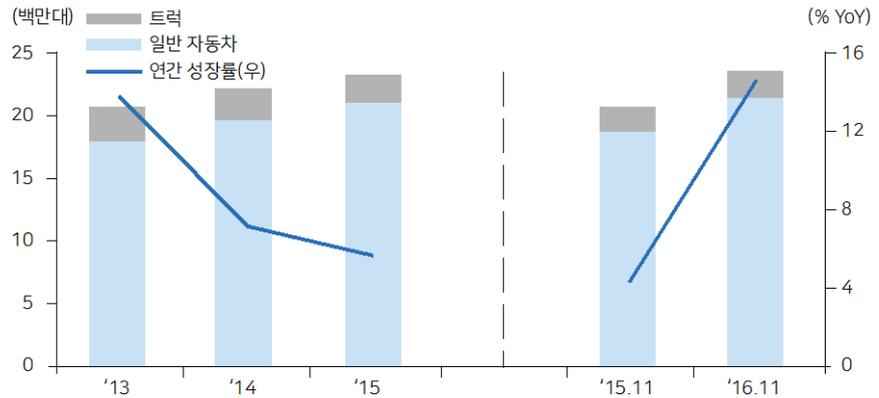
자료: The International Rubber Study, 메리츠증권 리서치센터

고무의 자연성장률

천연고무 수요의 약 60% 가량은 자동차 타이어에서 발생한다. 중국을 비롯한 자동차 생산량이 천연고무 수요를 가늠하는 가장 유용한 데이터로 판단한다. Bloomberg에 의하면 '16년 10월 글로벌 자동차 판매량은 중국이 자동차 수요를 견인하며 연간 +5% 증가했다.

'16년 11월까지 누적기록을 참고하면, 중국의 자동차 판매량은 23.7백만대가 판매되었고(+15% YoY), 8개월 연속 두 자리 수 증가를 기록한 셈이다. 중국 자동차 판매 호조는 '16년 자동차 취득 감세 만기일을 앞두고 신규 자동차 수요가 증가한 점으로 판단된다. 중국 판매 호조를 제외해도, 북미와 유럽의 자동차 판매량은 연간 3% 증가했다.

그림59 중국 자동차 판매 현황



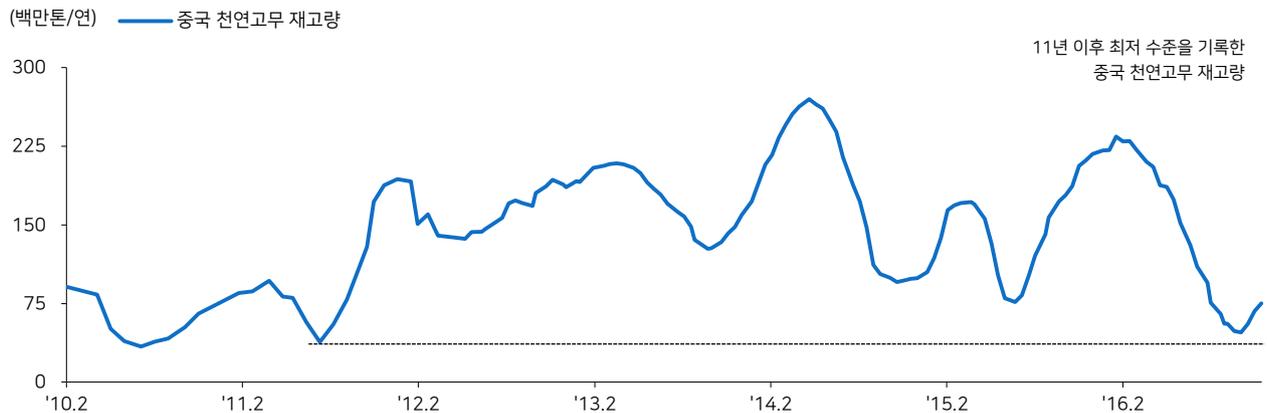
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

2년 새 가장 낮은 중국 Qingdao 지역 고무 재고량

중국의 천연고무 재고량
75만톤으로 2년 새 가장 낮아

중국의 천연고무 재고량은 75만톤 수준으로 2년 새 가장 낮은 수준으로 감소했다. 낮아진 재고량으로 타이어 제조사들 중심으로 고무에 re-stocking 수요가 발생할 가능성이 커졌고, 향후 6개월간 고무 수요 증가와 가격이 상승하겠다. 15년 중국의 타이어 수출량은 -6.6% YoY 감소한 44.5백만개를 기록했다. 미국의 반덤핑 규제에 따라 무역량이 위축된 탓이다. 또한, 중국 경기 둔화로 자국 내 타이어 수요도 부진했다. 2년간 타이어 수요 부진으로 천연고무 공급량 증가와 가격 하락으로 이어졌다.

그림60 중국 내 천연고무 재고량은 11년 이후 가장 낮은 수준으로 6개월간 re-stocking 수요 발생 가능성 높아져



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

가시권에 진입한 고무의 수급 개선

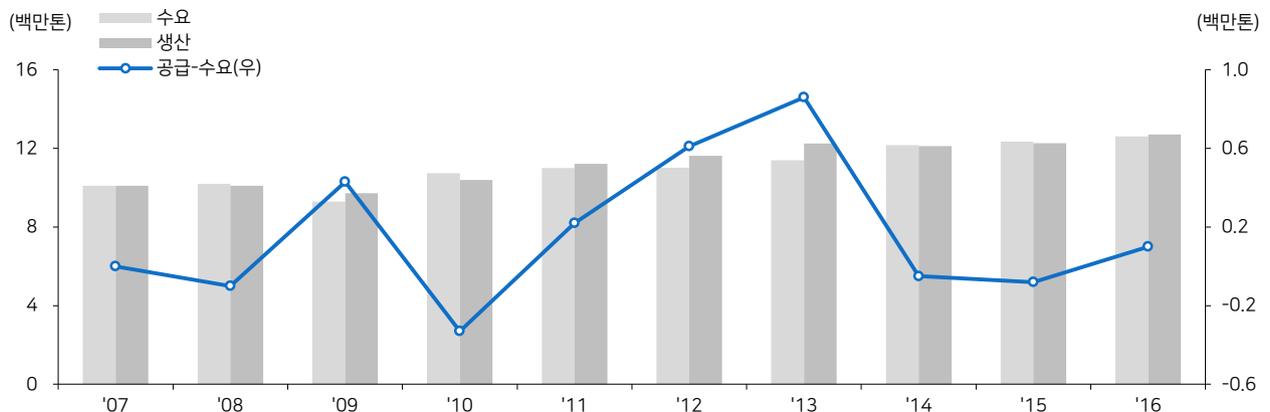
천연고무 신규 재배 면적 감소

지속되는 천연고무 업황 둔화는 고무 생산 주요 국가(태국, 인도네시아)들의 신규 경작지 감소를 견인했다. 태국과 말레이시아의 신규 경작지는 '12년 이후 각각 -28%, -9% 감소했다. '14년 태국 정부는 자국 내 고무 경작지 중 160,000헥타르 (약 5% 수준) 감소시키는 정책을 시행했다. 정부 정책에 따라 고무 나무 제거 움직임이 있었고, '14년 이후 매년 2~3%씩 태국의 고무 공급량이 감소했다.

동남아시아 기후 변화로 고무 공급 감소

'16년 기후 변화도 고무 업황에 긍정적으로 작용했다. 지난 2~3년간 엘니뇨 효과가 있었다면 16년에는 라니냐 효과가 있었다. 라니냐 발생으로 강우량이 많아졌고, 이는 태국, 베트남, 인도네시아, 말레이시아 등 천연고무 주요 생산 국가의 고무 생산량 감소 및 공급 shortage 현상을 일으켰다. '16년에는 일회성 요인에 의한 공급 감소 효과가 있었다면 '17년부터는 신규 재배 면적 감소에 의한 공급 감소 효과와 견조한 수요로 인해 수급 개선 효과가 나타날 전망이다.

그림61 천연고무 수급 개선 본격화



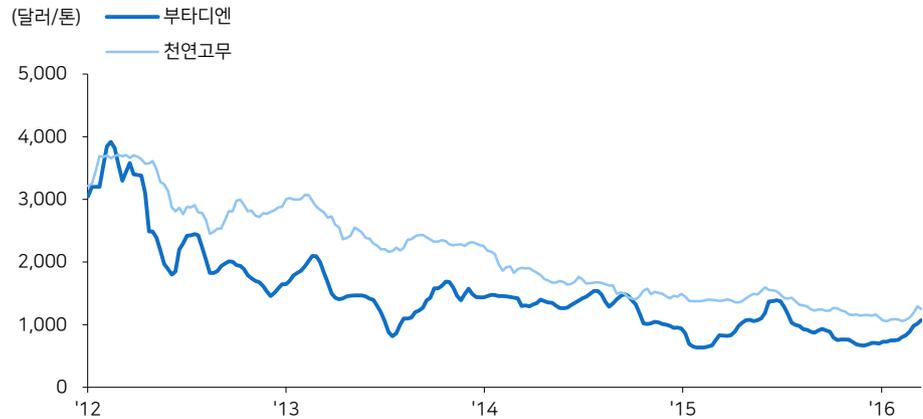
자료: The International Rubber Study, 메리츠증권증권 리서치센터

부타디엔 가격 상승이
고무에 전가될 전망

부타디엔(BD) 가격 상승은 고무 가격 상승으로 귀결될 전망

부타디엔(BD)은 자동차 타이어 소재로 사용되는 SBR, PBR 등의 제품 제조에 사용된다. 부타디엔의 약 65~70% 정도가 타이어 생산에 사용된다. '16년 12월 부타디엔 가격은 2,290달러/톤으로 227% YTD 급등했다. 동기간 합성고무(SBR) 가격은 1,940달러/톤으로 745% YTD 상승했다. 부타디엔 가격 상승이 다운스트림 합성고무 가격 상승에 전가되는 모습이다. 합성고무와 천연고무가 서로 대체재라는 점과 가격이 동행한다는 점을 감안하면 고무 가격 상승이 나타날 수 밖에 없다.

그림62 부타디엔 가격과 동행하는 천연고무 가격(상관관계 87%)

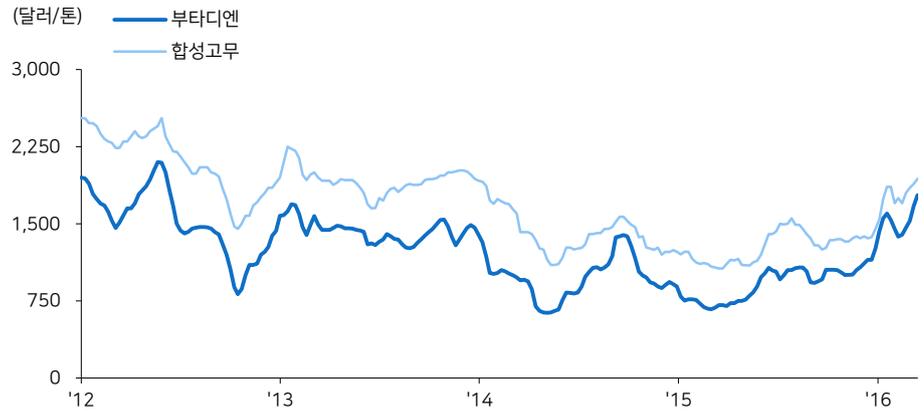


자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

합성고무(SBR) 가격 상승은 천연고무(NR) 가격 상승으로 이어져

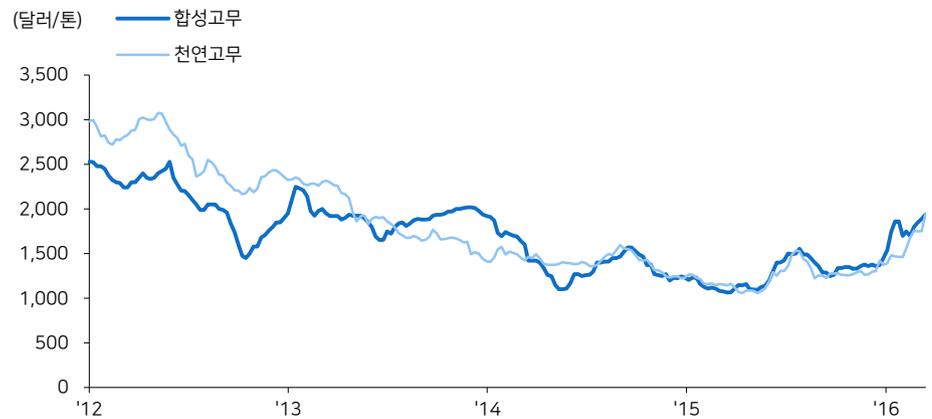
천연고무(NR)는 자동차 타이어 생산에 주된 원재료로 사용된다. 원재료별 타이어 투입 비중은 천연고무가 26%, 합성고무가 25% 가량 차지한다. 타이어 제조에는 천연고무 혹은 합성고무 중 한 가지만 투입될 수 없다. 합성고무는 탄력성이 부족한 점과 천연고무는 높은 온도에 취약한 단점을 보유하고 있기 때문이다. 타이어 제조 과정에서 단점을 보완하기 위해 천연고무와 합성고무를 동시에 투입시키고, 두 개 고무 가격 변동에 따라 5~10% 정도 투입 비율을 조정한다. 이에 따라 합성고무 가격 상승은 타이어 제조사들이 천연고무 수요를 증가로 이어지고, 천연고무 가격 상승으로 귀결된다.

그림63 부타디엔 가격과 동행하는 합성고무 가격(상관관계 94%)



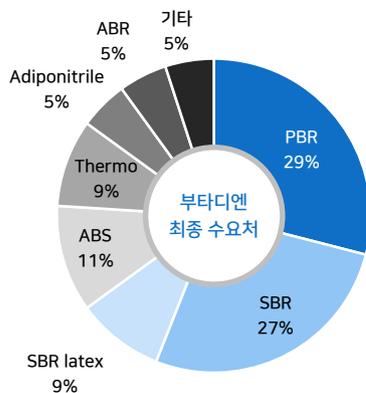
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림64 합성고무와 천연고무의 상관관계 84%



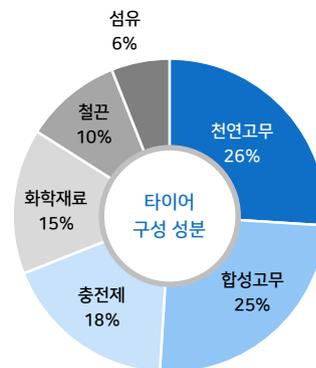
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림65 부타디엔 최종 수요처



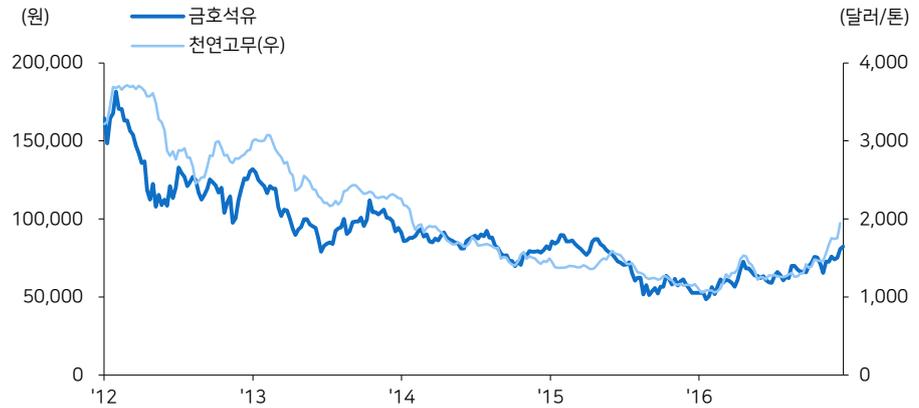
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림66 타이어 구성 성분



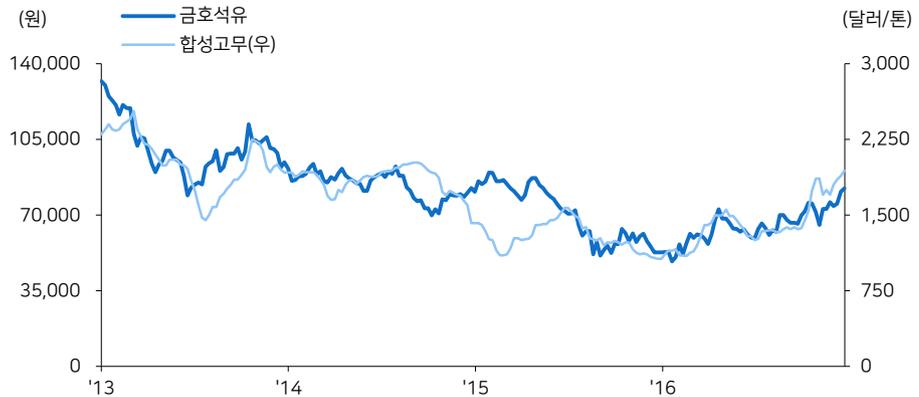
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림67 천연고무와 금호석유화학 주가의 상관관계 90%



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림68 합성고무와 금호석유화학 주가의 상관관계 84%



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 금호석유와 천연 고무업체 Valuation Table

국가	기업	PER(x)		PBR(x)		ROE(%)		EV/EBITDA(x)	
		2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
한국	금호석유	20.5	13.1	1.7	1.5	7.8	8.3	12.5	8.3
중국	China Hainan Rubber	n/a	174.00	3.83	3.73	-2.59	2.69	n/a	352.28
	Anhui Zhongding Sealing	n/a	n/a	n/a	n/a	23.10	22.40	n/a	n/a
싱가폴	Halcyon Agri Corp	n/a	12.02	1.38	1.26	-8.25	-2.92	13.89	5.64
태국	Sri Trang Agro-Industry	31.17	21.22	1.35	1.30	4.39	6.42	23.52	18.51
말레이시아	Kossan Rubber Industries	22.26	18.46	3.93	3.50	18.06	19.48	13.24	11.14
일본	Sumitomo Riko Co Ltd	20.95	18.09	0.73	0.71	3.65	4.20	5.59	5.15

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터



기업분석

종목	투자판단	적정주가
SK이노베이션 (096770)	Buy	240,000원
롯데케미칼 (011170)	Buy	480,000원
대한유화 (006650)	Buy	370,000원
LG화학 (051910)	Buy	370,000원
S-Oil (010950)	Buy	130,000원
한화케미칼 (009830)	Buy	39,000원
금호석유 (011780)	Buy	100,000원
코오롱인더 (120110)	Buy (신규)	100,000원
SKC (011790)	Buy	41,000원

Industry Indepth
2017. 1. 11

▲ 정유/화학
Analyst **노우호**
02. 6098-6668
wooho.rho@meritz.co.kr

SK 이노베이션 096770

연간 3조원 영업이익 체력 완성

- ✓ 정유업종 최선호주 및 적정주가를 24만원 유지
- ✓ 4Q16 영업이익은 8,047억원으로 시장 예상치를 상회할 전망
- ✓ 유가 상승에 따른 재고평가 이익과 정제마진 개선으로 정유부문 실적 개선
- ✓ '17년도 정유부문 수급 타이트와 P-X 강세 지속으로 영업이익 3.4조원 예상

Buy

적정주가 (12개월) **240,000원**
현재주가 (1.10) **155,500원**
상승여력 **54.3%**

KOSPI	2,045.12pt
시가총액	143,784억원
발행주식수	9,247만주
유통주식비율	66.02%
외국인비중	40.09%
52주 최고/최저가	178,000원 / 126,500원
평균거래대금	388.5억원
주요주주(%)	
SK(주)	33.4
국민연금	10.0

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.64	13.92	22.92
상대주가	-0.37	7.87	19.58

주가그래프



4Q16 영업이익 8,047억원(+162.5% YoY, +94.0% QoQ) 전망

4Q16 영업이익은 8,047억원, 연간 영업이익은 3.2조원을 예상한다. 4분기 유가는 48달러/배럴, 원/달러 환율은 1,163원으로 가정했다. 정유부문 영업이익은 4,477억 원을 예상한다. 전분기 대비 상승한 유가로 재고평가이익 1,112억원이 반영되겠다. 설비 가동을 안정화와 휘발유 재고량 감소로 스팟 기준 정제마진 7.1달러/배럴, 5주 래깅 정제마진은 9.8달러/배럴로 확대되었다. 화학부문 영업이익은 2,677억원을 예상한다. 10월까지 약 2달간 진행된 NCC 정비로 기술회선설비용이 발생하겠다. P-X 마진이 축소되었으나, 기타 제품 강세로 이익은 확대될 전망이다. 윤활기유 영업이익은 870억원을 예상한다. 이는 원재료 상승으로 마진이 축소되었기 때문이다.

'17년 영업이익 3.4조원(+6.7% YoY): 부정적인 요인 없다

'17년도 영업이익은 3.4조원으로 정유부문 1.6조원, 종합화학 1.3조원으로 추정한다. 16년 OPEC의 원유 감산 합의 이후 유가는 60달러/배럴 수준으로 상승하겠다. 17년 원유 수요 순증가는 130만배럴, 공급 순증가는 60만배럴로 수요 초과 현상이 발생하며 유가 상승은 더욱 탄력을 받을 전망이다. 종합화학 부문은 전 제품 가격 강세가 예상되고 P-X의 수익성도 유지되겠다. '17년 인도 Reliance Industries의 220만톤 P-X 설비를 포함한 5개 설비(총 508만톤/연)의 가동이 예정되어 있다. P-X의 최대 수요국가인 중국은 P-X 공급 부족이 심화될 전망이다. 아시아 역내로 유입될 P-X 물량은 약 70만톤 규모이나 중국의 공급 부족을 해소시킬 요인이 아니겠다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	65,860.7	-182.8	-588.8	-6,368	적전	139,323	n/a	0.6	28.3	-3.8	118.5
2015	48,356.3	1,979.6	814.9	8,748	흑전	151,809	14.9	0.9	5.7	5.3	84.0
2016E	38,756.6	3,183.9	2,080.4	22,455	156.7	165,186	6.5	0.9	3.8	12.7	75.6
2017E	43,021.8	3,396.2	2,363.9	25,521	13.7	186,627	6.1	0.8	3.5	13.3	71.9
2018E	49,347.6	3,403.1	2,332.2	25,179	-1.3	207,666	6.2	0.7	3.2	11.8	68.6

표6 SK이노베이션 4Q16 Earnings Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	YoY(%)	3Q16	QoQ(%)	컨센서스	(% diff.)
매출액	9,315.2	10,865.0	-14.3	9,703.0	-4.0	10,397.1	-10.4
영업이익	804.7	306.6	162.5	414.9	94.0	748.2	7.6
지배주주순이익	553.1	-201.7	흑전	360.0	53.6	489.0	13.1

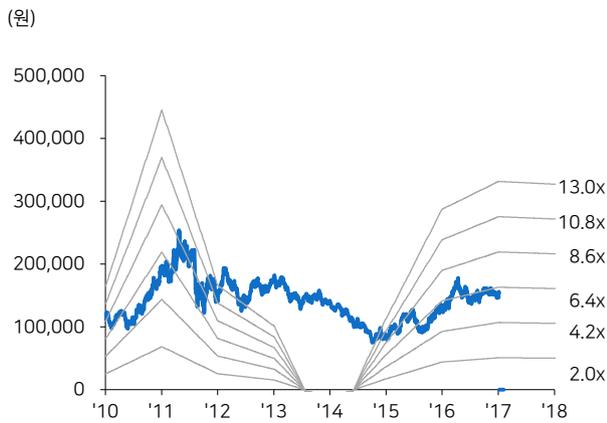
자료: SK이노베이션, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

표7 SK이노베이션 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율(%)	
	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
매출액	37,238.9	38,232.9	38,756.6	43,021.8	4.1	12.5
영업이익	3,297.0	3,375.0	3,183.9	3,396.2	-3.4	0.6
지배주주순이익	2,073.4	2,346.8	2,080.4	2,363.9	0.3	0.7

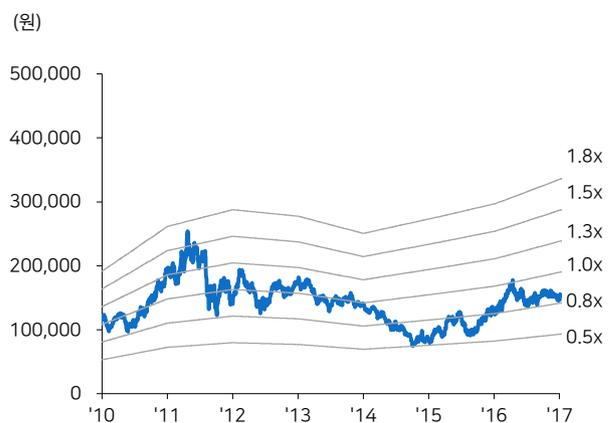
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림69 SK이노베이션 PER 밴드 차트(12M Fwd 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림70 SK이노베이션 PBR 밴드 차트(12M Trailing 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	9,458.2	10,280.2	9,703.0	9,315.2	10,228.3	10,719.8	10,927.8	11,145.8	48,356.3	38,756.6	43,021.8	49,347.6
에너지	6,646.0	7,442.5	7,025.2	6,108.8	6,478.0	7,041.9	7,176.7	7,480.0	35,299.7	27,222.5	28,176.5	32,680.0
종합화학	1,967.7	1,945.0	1,834.3	2,025.8	2,325.7	2,349.5	2,360.9	2,282.8	9,288.0	7,772.8	9,318.9	9,408.5
루브리컨츠	622.3	653.3	598.9	719.7	779.1	762.7	776.4	772.3	2,618.8	2,594.2	3,090.5	3,084.1
이노베이션	222.2	239.4	244.6	460.9	645.5	565.7	613.9	610.8	1,149.9	1,167.1	2,435.8	4,174.9
영업이익	844.8	1,119.5	414.9	804.7	797.9	879.4	824.1	894.8	1,979.6	3,183.9	3,396.2	3,403.1
%OP	8.9%	10.9%	4.3%	8.6%	7.8%	8.2%	7.5%	8.0%	4.1%	8.2%	7.9%	6.9%
에너지	490.5	705.2	91.9	447.7	353.2	421.3	355.3	502.0	1,299.1	1,695.7	1,631.8	1,490.4
종합화학	224.3	302.7	215.4	267.7	330.3	348.1	348.1	274.6	431.0	1,010.1	1,301.2	1,368.1
루브리컨츠	132.2	132.9	117.0	87.0	106.6	90.2	99.1	95.0	294.7	469.1	390.9	384.5
이노베이션	23.0	-21.3	-0.9	2.3	7.7	19.8	21.5	23.2	-45.1	3.1	72.2	160.1
세전이익	740.0	901.2	430.8	750.3	744.0	831.7	779.1	851.7	1,654.1	2,822.3	3,206.5	3,174.7
순이익(지배주주)	555.9	611.4	360.0	553.1	548.5	613.1	574.4	627.9	814.9	2,080.4	2,363.9	2,332.2
% YoY												
매출액	-21.5%	-20.9%	-22.0%	-14.3%	8.1%	4.3%	12.6%	19.7%	-26.6%	-19.9%	11.0%	14.7%
영업이익	163.0%	13.3%	14.0%	162.5%	-5.6%	-21.4%	98.6%	11.2%	흑전	60.8%	6.7%	0.2%
세전이익	75.0%	5.7%	22.6%	흑전	0.5%	-7.7%	80.8%	13.5%	흑전	86.7%	13.6%	-0.9%
당기순이익	89.9%	6.9%	136.4%	-374.2%	-1.3%	0.3%	59.6%	13.5%	흑전	155.3%	13.6%	-1.3%
% QoQ												
매출액	-12.9%	8.7%	-5.6%	-4.0%	9.8%	4.8%	1.9%	2.0%				
영업이익	175.5%	32.5%	-62.9%	94.0%	-0.8%	10.2%	-6.3%	8.6%				
세전이익	흑전	21.8%	-52.2%	74.2%	-0.8%	11.8%	-6.3%	9.3%				
당기순이익	흑전	10.0%	-41.1%	53.6%	-0.8%	11.8%	-6.3%	9.3%				

자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

SK 이노베이션(096770)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	65,860.7	48,356.3	38,756.6	43,021.8	49,347.6
매출액증가율 (%)	-0.3	-26.6	-19.9	11.0	14.7
매출원가	64,244.4	44,196.8	34,047.8	38,185.5	44,292.3
매출총이익	1,616.3	4,159.5	4,708.8	4,836.3	5,055.2
판매비와관리비	1,799.1	2,179.9	1,524.9	1,440.2	1,652.2
영업이익	-182.8	1,979.6	3,183.9	3,396.2	3,403.1
영업이익률 (%)	-0.3	4.1	8.2	7.9	6.9
금융수익	-349.1	-320.0	-142.4	-144.6	-119.3
중속/관계기업관련손익	130.8	257.0	55.4	115.0	51.0
기타영업외손익	-35.6	-262.4	-274.6	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	-436.7	1,654.1	2,822.3	3,206.5	3,174.7
법인세비용	-3.6	656.6	688.1	769.6	770.4
당기순이익	-537.2	867.7	2,134.2	2,437.0	2,404.4
지배주주지분 순이익	-588.8	814.9	2,080.4	2,363.9	2,332.2

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	14,888.4	12,842.2	13,951.0	16,085.5	18,219.3
현금및현금성자산	2,938.6	3,019.7	3,735.4	3,728.1	3,893.8
매출채권	4,631.1	3,477.2	2,974.0	3,558.5	4,125.2
재고자산	5,218.7	3,559.8	3,737.8	4,606.5	5,340.2
비유동자산	20,212.9	18,517.7	17,739.1	18,344.1	18,859.4
유형자산	15,126.2	13,914.2	13,711.1	13,919.7	14,047.4
무형자산	1,943.8	1,663.1	1,368.7	1,277.9	1,193.1
투자자산	2,662.8	2,678.4	2,479.3	2,966.5	3,439.0
자산총계	35,101.3	31,359.8	31,690.1	34,429.6	37,078.7
유동부채	11,403.4	7,494.0	7,565.3	8,176.0	8,733.2
매입채무	4,416.8	2,754.3	3,215.0	3,846.9	4,459.5
단기차입금	3,023.8	389.3	79.7	79.7	59.7
유동성장기부채	1,137.0	1,655.4	1,833.3	1,333.3	833.3
비유동부채	7,636.9	6,819.5	6,082.2	6,219.4	6,352.4
사채	6,086.3	5,465.0	4,602.0	4,602.0	4,602.0
장기차입금	728.2	665.1	771.2	771.2	771.2
부채총계	19,040.3	14,313.5	13,647.5	14,395.4	15,085.6
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,893.1	5,884.2	5,884.2	5,884.2	5,884.2
기타포괄이익누계액	138.7	223.4	5.2	5.2	5.2
이익잉여금	8,636.0	9,449.6	10,627.2	12,545.6	14,432.4
비지배주주지분	1,060.7	1,156.6	1,193.6	1,266.7	1,338.9
자본총계	16,061.1	17,046.3	18,042.6	20,034.2	21,993.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	927.1	4,085.7	3,632.9	2,942.0	3,014.3
당기순이익(손실)	-537.2	867.7	2,134.2	2,437.0	2,404.4
유형자산감가상각비	700.1	803.2	805.6	781.4	772.4
무형자산상각비	84.9	148.3	100.9	90.8	84.8
운전자본의 증감	803.8	1,547.3	377.6	-367.1	-247.2
투자활동 현금흐름	-2,569.4	-1,345.4	-1,571.7	-2,012.2	-1,891.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,635.1	-448.8	-672.2	-990.0	-900.0
투자자산의 감소(증가)	-89.6	267.7	229.5	-487.2	-472.5
재무활동 현금흐름	1,709.9	-2,768.3	-1,215.2	-937.2	-957.4
차입금증감	2,395.9	-3,109.3	-920.3	-491.8	-512.1
자본의증가	0.0	-8.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가	90.0	81.1	715.8	-7.3	165.7
기초현금	2,848.6	2,938.6	3,019.7	3,735.4	3,728.1
기말현금	2,938.6	3,019.7	3,735.4	3,728.1	3,893.8

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	712,273	522,966	419,146	465,274	533,686
EPS(지배주주)	-6,368	8,748	22,455	25,521	25,179
CFPS	6,830	33,010	43,839	45,727	44,947
EBITDAPS	6,512	31,699	44,236	46,162	46,074
BPS	139,323	151,809	165,186	186,627	207,666
DPS	0	4,800	4,800	4,800	4,800
배당수익률(%)	0.0	3.7	3.3	3.3	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	n/a	14.9	6.5	6.1	6.2
PCR	12.5	3.9	3.3	3.4	3.5
PSR	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.6	0.9	0.9	0.8	0.7
EBITDA	602.2	2,931.1	4,090.3	4,268.4	4,260.2
EV/EBITDA	28.3	5.7	3.8	3.5	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.8	5.3	12.7	13.3	11.8
EBITDA 이익률	0.9	6.1	10.6	9.9	8.6
부채비율	118.5	84.0	75.6	71.9	68.6
금융비용부담률	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)		7.4	12.2	13.8	14.9
매출채권회전율(x)	13.5	11.9	12.0	13.2	12.8
재고자산회전율(x)	10.7	11.0	10.6	10.3	9.9

Industry Indepth
2017. 1. 11

롯데케미칼 011170

빈틈이 없다

▲ 정유/화학
Analyst **노우호**
02. 6098-6668
wooho.rho@meritz.co.kr

- ✓ 화학업종 최선호주와 적정주가 48만원 유지
- ✓ '17년 추정치 기준 PER 6.1배, PBR 1.2배 수준
- ✓ 4Q16 영업이익 6,924억원으로 4분기 기준 사상 최대 영업이익 달성 예상
- ✓ '17년 올레핀과 아로마틱스 전 제품 강세 전환되어 NCC 이익 극대화
- ✓ '19년 NCC와 ECC를 모두 가동하여 양질의 성장할 전망

Buy

적정주가 (12개월) 480,000원
현재주가 (1.10) 375,000원
상승여력 28.0%

KOSPI	2,045.12pt
시가총액	128,533억원
발행주식수	3,428만주
유통주식비율	44.75%
외국인비중	31.41%
52주 최고/최저가	385,500원 / 242,000원
평균거래대금	307.7억원
주요주주(%)	
롯데물산	53.6
국민연금	8.4

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.17	33.45	45.35
상대주가	2.61	29.85	42.90

주가그래프



틈새가 없는 롯데케미칼

4Q16 영업이익은 6,924 억원으로 전 분기 대비 영업이익이 증가하겠다. 4 분기가 계절적 비수기라는 통념을 무색하게 할 실적이다. 영업이익 증가 요인은 (1) 환율 상승(환율 10 원에 영업이익 100 억원 변동), (2) 중국 석탄 가격 상승으로 부진했던 MEG 가격 강세, (3) '17년 1월 춘절 연휴를 앞두고 재고확충 수고가 발생했기 때문이다.

'16년 9월 부타디엔 강세를 시작으로 BTX 계열까지 반등했다. 원자재 가격 상승이 제품가격 상승 압박으로 작용한 덕이다. 지난 2년간 저가 원재료 투입 효과로 NCC 이익이 개선되었다. '17년에는 올레핀 마진 유지, 수요 회복에 따른 BTX 계열 강세에 따라 NCC의 이익이 확대되었다. '17년 영업이익은 +17.1%YoY 증가한 2.9조원을 예상된다.

원자재 가격 상승의 역설: NCC 이익 확대

중국 석탄 가격 상승으로 오히려 NCC 설비들의 이익 증가 수혜를 받을 전망이다. 중국 정부의 환경규제에 따라 석탄의 공급감소, 그리고 석탄가격 상승으로 이어졌다. 중국 화학설비 CTO/CTMEG는 원가 상승을 제품가격에 전가하려는 지속적인 움직임이 나타나고 있고, 이로 인해 아시아 역내 제품 가격들이 상승했다. 특히 MEG 가격이 강세다. '16년 말 기준 MEG 가격은 867 달러/톤으로 +52.8% YoY 상승했다.

'17년에도 석탄가격 강세는 지속되겠고, 해당 설비들은 제품가격 인상을 시도할 수 밖에 없다. 반면, NCC의 원가는 큰 폭으로 변화하지 않겠다. 그간 누려온 저가원재료 효과를 그대로 누릴 전망이다. 부진했던 MEG의 회복, re-stocking 수요 발생으로 BTX마저 강세 전환했다. '17년 아로마틱스까지 좋아지니 NCC가 기타 화학 설비들에 비해 매력적일 수 밖에 없다.

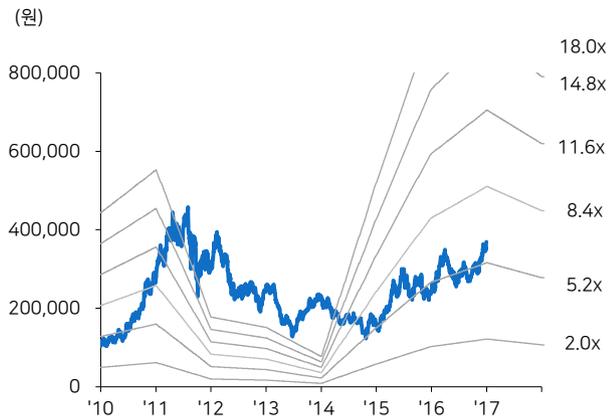
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	14,859.0	350.9	146.9	4,285	-49.0	187,118	37.3	0.9	8.1	2.3	59.6
2015	11,713.3	1,611.1	992.5	28,957	575.8	218,440	8.4	1.1	3.8	14.2	51.8
2016E	13,230.6	2,503.1	1,766.6	51,541	78.0	263,114	7.2	1.4	3.7	21.3	54.1
2017E	14,994.6	2,931.1	2,090.9	61,002	18.4	321,721	6.1	1.2	2.9	20.8	47.2
2018E	15,882.7	3,156.0	2,264.5	66,068	8.3	385,390	5.7	1.0	2.3	18.6	40.1

표9 롯데케미칼 4Q16 Earnings Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,678.4	2,700.4	36.2	3,426.6	7.3	3,489.5	5.4
영업이익	692.4	308.9	124.2	643.2	7.6	593.7	16.6
지배주주순이익	493.3	171.4	187.8	450.9	9.4	415.6	18.7

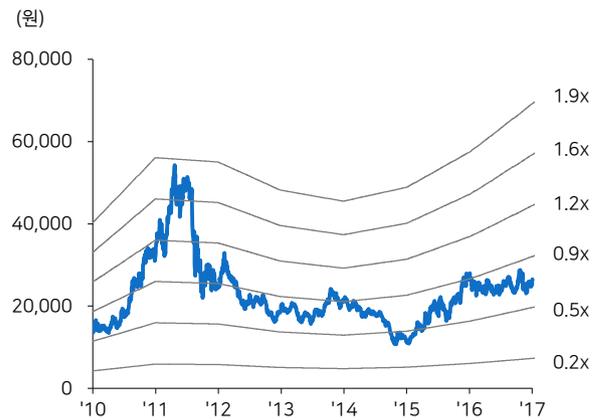
자료: 롯데케미칼, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

그림71 롯데케미칼 PER 밴드 차트(12M Fwd 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림72 롯데케미칼 PBR 밴드 차트(12M Trailing 기준)



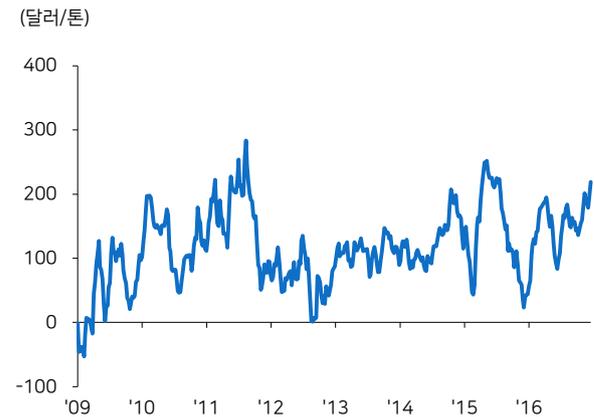
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림73 롯데케미칼 스팟 통합스프레드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림74 롯데케미칼 5주 래깅 통합 스프레드

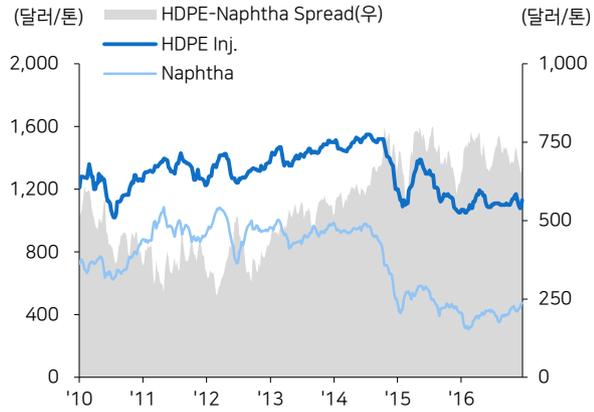


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표10 롯데케미칼 사업부문별 실적 추정												
(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,684.5	3,441.1	3,426.6	3,678.4	3,628.0	3,701.9	3,851.1	3,813.6	11,713.3	13,230.6	14,994.6	15,882.7
Olefin	1,651.0	1,471.9	1,601.4	1,880.5	1,835.3	1,862.8	1,918.7	1,937.9	7,217.5	6,604.8	7,554.7	8,083.3
Aromatics	465.0	516.1	492.0	520.8	535.2	546.2	571.0	573.5	2,107.5	1,993.9	2,225.9	2,411.8
LC Titan	558.7	580.1	556.1	626.6	599.4	621.6	640.3	632.9	2,395.3	2,321.5	2,494.1	2,623.1
롯데첨단소재	9.0	653.0	650.8	650.5	658.1	671.2	721.2	669.3	0.0	1,963.3	2,719.8	2,764.5
영업이익	473.6	693.9	643.2	692.4	733.0	756.9	790.3	650.9	1,611.1	2,503.1	2,931.1	3,156.0
%OP	17.6%	20.2%	18.8%	18.8%	20.2%	20.4%	20.5%	17.1%	13.8%	18.9%	19.5%	19.9%
Olefin	365.0	441.4	480.1	509.1	540.8	552.0	574.7	482.5	1,359.5	1,795.6	2,150.0	2,337.8
Aromatics	11.0	38.9	11.1	6.3	10.8	12.4	16.0	12.7	-64.1	67.3	51.9	42.9
LC Titan	89.8	152.5	125.6	107.0	111.4	118.5	127.5	87.7	327.6	474.9	445.2	487.4
롯데첨단소재	8.0	88.6	82.9	70.0	70.0	74.0	72.0	68.0	0.0	249.5	284.0	284.0
세전이익	458.6	657.0	609.1	683.2	723.2	747.6	781.9	643.2	1,421.4	2,464.4	2,895.9	3,136.4
순이익(지배주주)	346.2	459.7	450.9	493.3	522.2	539.8	564.5	464.4	992.5	1,766.6	2,090.9	2,264.5
% YoY												
매출액	-4.1%	8.3%	12.9%	36.2%	35.1%	7.6%	12.4%	3.7%	-21.2%	13.0%	13.3%	5.9%
영업이익	166.1%	8.5%	32.8%	124.1%	54.8%	9.1%	22.9%	-6.0%	359.1%	55.4%	17.1%	7.7%
세전이익	175.0%	5.0%	56.6%	184.6%	57.7%	13.8%	28.4%	-5.9%	412.6%	69.4%	20.3%	8.3%
당기순이익	186.8%	-0.1%	87.8%	187.8%	50.9%	17.4%	25.2%	-5.9%	575.2%	78.0%	18.4%	8.3%
% QoQ												
매출액	-0.6%	28.2%	-0.4%	7.3%	-1.4%	2.0%	4.0%	-1.0%				
영업이익	53.3%	46.5%	-7.3%	7.6%	5.9%	3.3%	4.4%	-17.6%				
세전이익	91.0%	43.3%	-7.3%	12.2%	5.9%	3.4%	4.6%	-17.7%				
당기순이익	102.0%	32.8%	-1.9%	9.4%	5.9%	3.4%	4.6%	-17.7%				

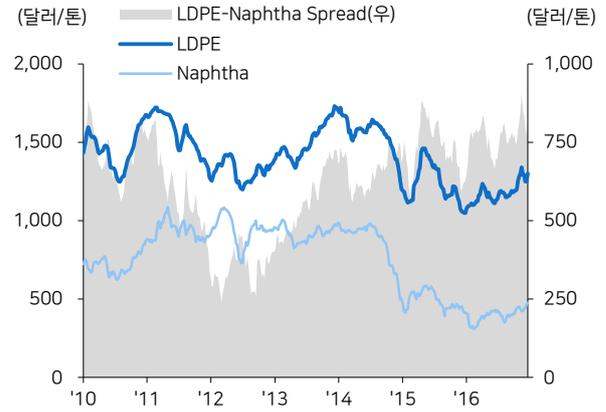
자료: 롯데케미칼, 메리츠증권 리서치센터

그림75 HDPE 스프레드 추이



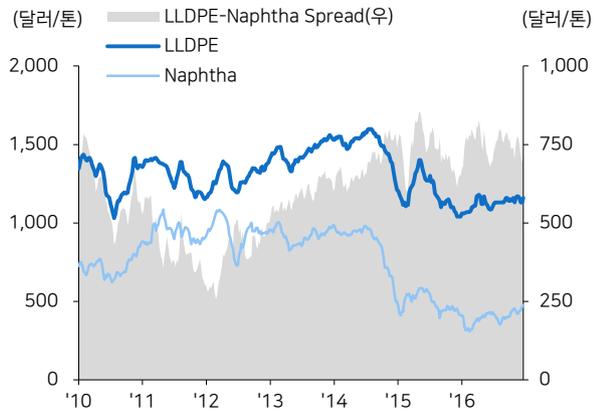
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림76 LDPE 스프레드 추이



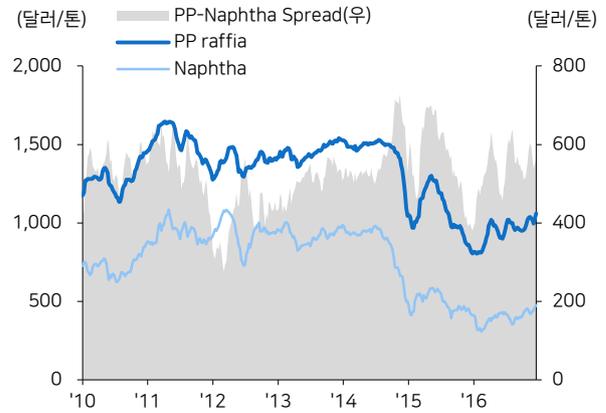
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림77 LLDPE 스프레드 추이



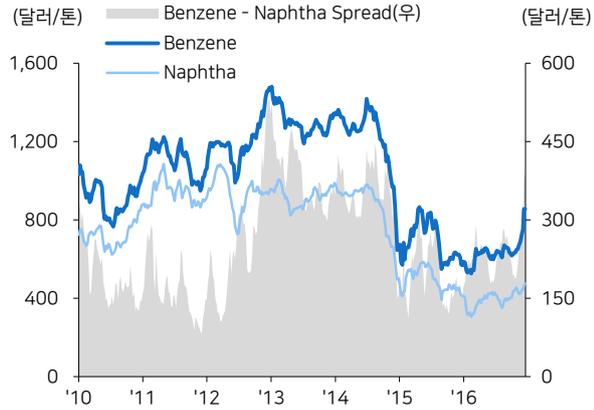
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림78 PP 스프레드 추이



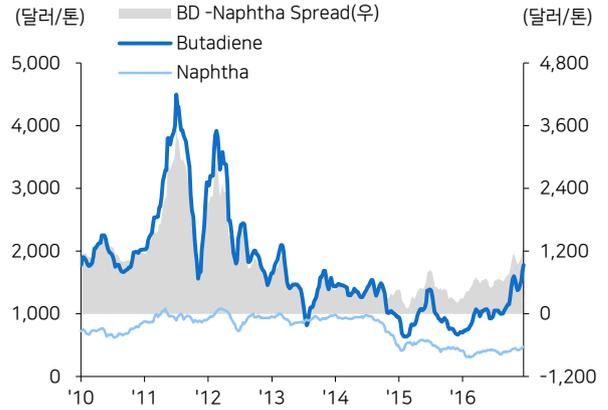
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림79 벤젠 스프레드 추이



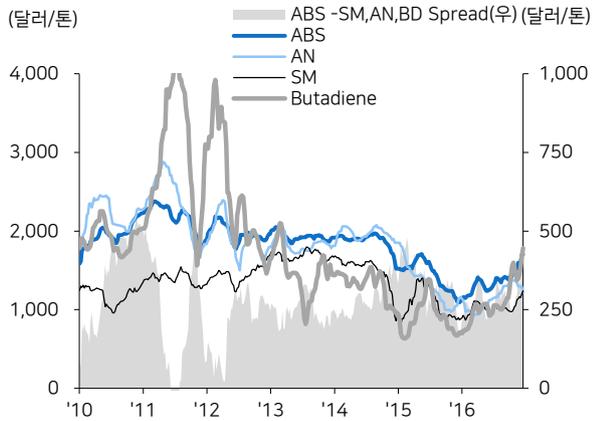
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림80 부타디엔 스프레드 추이



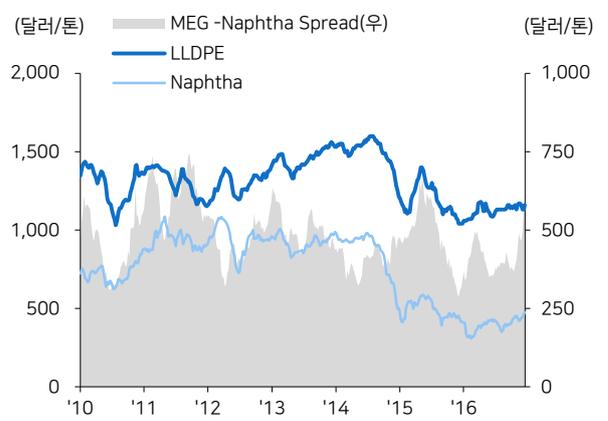
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림81 ABS 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림82 MEG 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

롯데케미칼(011170)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	14,859.0	11,713.3	13,230.6	14,994.6	15,882.7
매출액증가율 (%)	-9.6	-21.2	13.0	13.3	5.9
매출원가	14,058.6	9,646.3	10,208.5	11,444.7	12,071.2
매출총이익	800.4	2,067.0	3,022.1	3,549.9	3,811.5
판매비와관리비	449.5	455.9	519.0	618.9	655.4
영업이익	350.9	1,611.1	2,503.1	2,931.1	3,156.0
영업이익률 (%)	2.4	13.8	18.9	19.5	19.9
금융수익	-58.0	-59.2	-26.3	-35.2	-19.6
중속/관계기업관련손익	1.4	-23.4	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-17.0	-107.1	-12.4	0.0	0.0
세전계속사업이익	277.3	1,421.4	2,464.4	2,895.9	3,136.4
법인세비용	133.6	430.7	648.3	695.0	752.7
당기순이익	143.7	990.7	1,816.2	2,200.9	2,383.7
지배주주지분 순이익	146.9	992.5	1,766.6	2,090.9	2,264.5

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,321.6	5,405.5	4,389.5	6,017.4	7,561.3
현금및현금성자산	949.3	1,942.2	326.6	1,327.6	2,682.9
매출채권	1,254.9	1,006.2	1,367.9	1,694.9	1,789.2
재고자산	1,528.1	1,162.7	1,634.8	1,694.9	1,789.2
비유동자산	6,001.1	6,062.3	9,688.9	10,552.8	11,426.3
유형자산	3,975.8	3,964.9	6,790.0	7,555.7	8,273.8
무형자산	23.6	37.6	40.2	38.0	36.0
투자자산	1,747.1	1,914.6	2,729.6	2,829.9	2,987.4
자산총계	10,322.7	11,467.8	14,078.4	16,570.2	18,987.7
유동부채	2,057.8	2,146.1	2,394.6	2,357.2	2,455.3
매입채무	644.9	631.6	980.9	1,017.0	1,073.5
단기차입금	588.8	444.8	342.6	242.6	242.6
유동성장기부채	504.2	466.6	350.6	350.6	350.6
비유동부채	1,795.8	1,766.1	2,545.2	2,957.9	2,977.8
사채	1,047.9	1,329.0	2,126.4	2,526.4	2,526.4
장기차입금	463.0	171.8	57.6	57.6	57.6
부채총계	3,853.7	3,912.2	4,939.9	5,315.1	5,433.0
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	476.5	476.5	476.5	476.5	476.5
기타포괄이익누계액	-1.6	137.5	72.8	72.8	72.8
이익잉여금	5,790.8	6,739.3	8,337.8	10,344.4	12,524.7
비지배주주지분	31.9	30.8	80.0	190.1	309.3
자본총계	6,469.0	7,555.6	9,138.5	11,255.2	13,554.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	308.5	2,595.6	2,031.5	2,660.5	3,056.3
당기순이익(손실)	143.7	990.7	1,816.2	2,200.9	2,383.7
유형자산감가상각비	490.1	484.8	482.3	654.3	701.9
무형자산상각비	1.5	2.8	2.3	2.1	2.0
운전자본의 증감	-492.8	739.1	-423.8	-251.9	-70.9
투자활동 현금흐름	-390.6	-1,273.5	-4,046.4	-1,796.3	-1,536.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-291.0	-355.4	-3,457.1	-1,420.0	-1,420.0
투자자산의 감소(증가)	-132.1	-167.5	-814.9	-100.3	-157.4
재무활동 현금흐름	47.6	-333.9	420.7	136.8	-164.1
차입금증감	115.4	-212.9	483.6	300.2	0.3
자본의증가	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-29.8	992.9	-1,615.6	1,001.0	1,355.3
기초현금	979.1	949.3	1,942.2	326.6	1,327.6
기말현금	949.3	1,942.2	326.6	1,327.6	2,682.9

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	433,517	341,742	386,008	437,474	463,385
EPS(지배주주)	4,285	28,957	51,541	61,002	66,068
CFPS	25,687	60,880	87,329	105,250	113,199
EBITDAPS	24,582	61,233	87,165	104,666	112,615
BPS	187,118	218,440	263,114	321,721	385,390
DPS	1,000	2,500	2,500	2,500	2,500
배당수익률(%)	0.6	1.0	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	37.3	8.4	7.2	6.1	5.7
PCR	6.2	4.0	4.2	3.6	3.3
PSR	0.4	0.7	1.0	0.9	0.8
PBR	0.9	1.1	1.4	1.2	1.0
EBITDA	842.6	2,098.8	2,987.6	3,587.5	3,859.9
EV/EBITDA	8.1	3.8	3.7	2.9	2.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	14.2	21.3	20.8	18.6
EBITDA 이익률	5.7	17.9	22.6	23.9	24.3
부채비율	59.6	51.8	54.1	47.2	40.1
금융비용부담률	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	4.0	23.0	36.2	37.0	39.4
매출채권회전율(x)	10.8	10.4	11.1	9.8	9.1
재고자산회전율(x)	9.4	8.7	9.5	9.0	9.1

Industry Indepth
2017. 1. 11

▲ 정유/화학
Analyst **노우호**
02. 6098-6668
wooho.rho@meritz.co.kr

대한유화 006650

비수기를 극복한 호실적

- ✓ 화학업종 최선호주 및 적정주가 37만원 유지
- ✓ 4Q16 영업이익 866억원으로 전분기 대비 +26% 증가 예상
- ✓ PE/PP, MEG 강세에 따라 계절적 비수기를 뛰어넘는 실적 달성 전망
- ✓ '17년 3분기 80만톤 증설 이후, 18년 외형 성장 본격화 예상

Buy

적정주가 (12개월) 370,000원
현재주가 (1.10) 281,500원
상승여력 31.4%

KOSPI	2,045.12pt
시가총액	18,298억원
발행주식수	650만주
유동주식비율	47.76%
외국인비중	19.63%
52주 최고/최저가	287,000원 / 155,000원
평균거래대금	89.3억원
주요주주(%)	
케이피아이씨코퍼레이션	30.8
국민연금	7.0

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.32	15.37	62.25
상대주가	6.96	10.14	55.52

주가그래프



HDPE, PP, MEG 모두 좋다

4Q16 영업이익은 866 억원(+50.9% YoY, +25.7% QoQ)으로 시장 예상치 786 억원을 상회할 전망이다. 4 분기가 화학업종의 전통적인 계절적 비수기임에도 전분기 대비 증가한다. 4 분기 호실적의 근거는 (1) 주요 제품의 가격 강세(4Q16 HDPE 1,123 달러/톤(+10.8% QoQ), 4Q16 PP 1,013 달러/톤(+3.5% QoQ)), (2) BD 가격 상승으로 동사의 M-C4 가격 상승이 예상되고, (3) 전분기대비 수출에 유리한 환율 상승(4Q16 원/달러 평균환율 1,163.6 원), (4) 중국 석탄가격 상승으로 MEG 가격 상승(4Q16 MEG 가격 724 달러/톤)했기 때문이다.

'17년 증설 이후 성장을 바라보자

동사는 기존 47 만톤 설비를 '17 년 8 월 80 만톤의 증설을 앞두고 있다. 증설 이후 기대되는 효과는 (1) 기초유분 외부판매로 외형 확대, (2) 제품 믹스 개선, (3) LPG 투입 비중 증가이다. 동사의 에틸렌/프로필렌의 생산량은 약 70 만 톤으로 파악되고, PE/PP 의 설비는 100 만톤이다. 부족한 기초유분을 외부에서 조달했다. 증설 이후 기초유분의 생산능력이 121 만톤으로 확대되어 외부 판매 까지 가능하다.

증설 이후 부타디엔, BTX 계열까지 생산하며 제품믹스가 개선 되겠다. 나프타 와 LPG 를 동시에 원재료로 사용할 수 있는 설비로 변모하게 되어 나프타 가격 변동에 대한 대응이 가능하고, 나프타 대비 저렴한 LPG 투 입 효과를 누릴 수 있겠다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	2,053.4	69.9	64.1	9,864	39.5	127,701	7.2	0.6	7.4	7.9	71.0
2015	1,727.0	271.2	228.0	30,846	212.7	157,591	5.6	1.1	3.7	21.5	47.7
2016E	1,554.3	331.8	262.7	40,417	31.0	191,929	6.8	1.4	4.2	23.0	32.8
2017E	1,390.7	311.9	246.5	37,923	-6.2	227,002	7.4	1.2	4.0	18.0	29.7
2018E	2,244.2	398.5	314.0	48,312	27.4	272,463	5.8	1.0	2.8	19.3	27.4

표11 대한유화 4Q16 Earnings Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	394.6	405.3	-2.6	360.6	9.4	405.2	-2.6
영업이익	86.6	57.4	50.9	68.9	25.7	78.6	10.2
지배주주순이익	67.9	40.4	68.1	55.8	21.7	58.4	16.3

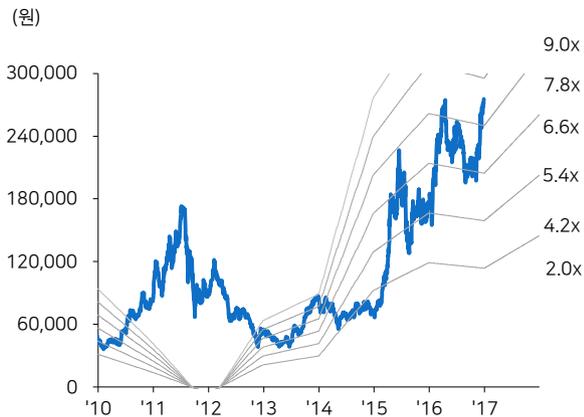
자료: Fnguide, 대한유화, 메리츠증권증권 리서치센터

표12 대한유화 실적 추정

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	394.4	404.7	360.6	394.6	370.8	421.2	446.3	452.3	1,727.0	1,554.3	1,390.7	2,244.2
영업이익	77.9	98.5	68.9	86.6	65.4	72.8	89.6	84.0	271.2	331.8	311.9	398.5
%OP	19.8%	24.3%	19.1%	21.9%	17.6%	60.1%	20.1%	18.6%	15.7%	21.3%	22.4%	17.8%
세전이익	82.1	102.3	73.7	89.6	68.6	76.1	92.9	87.4	268.7	347.7	325.0	414.1
순이익(지배주주)	62.9	76.1	55.8	67.9	52.0	57.7	70.5	66.3	228.0	262.7	246.5	314.0
% YoY												
매출액	-8.0%	-10.3%	-18.4%	-2.6%	-6.0%	-70.1%	23.8%	14.6%	-15.9%	-10.0%	-10.5%	61.4%
영업이익	43.2%	11.9%	-3.4%	50.9%	-16.0%	-26.1%	30.0%	-3.0%	288.0%	22.3%	-6.0%	27.8%
세전이익	49.5%	13.2%	-1.9%	85.5%	-16.4%	-25.6%	26.1%	-2.5%	234.6%	29.4%	-6.5%	27.4%
당기순이익	50.8%	11.1%	11.8%	68.1%	-17.3%	-24.2%	26.3%	-2.4%	255.7%	15.2%	-6.2%	27.4%
% QoQ												
매출액	-2.7%	2.6%	-10.9%	9.4%	-6.0%	-67.3%	268.2%	1.3%				
영업이익	35.7%	26.4%	-30.1%	25.7%	-24.5%	11.3%	23.1%	-6.2%				
세전이익	70.0%	24.6%	-28.0%	21.6%	-23.4%	10.9%	22.1%	-5.9%				
당기순이익	55.6%	21.1%	-26.7%	21.7%	-23.4%	11.0%	22.1%	-5.9%				

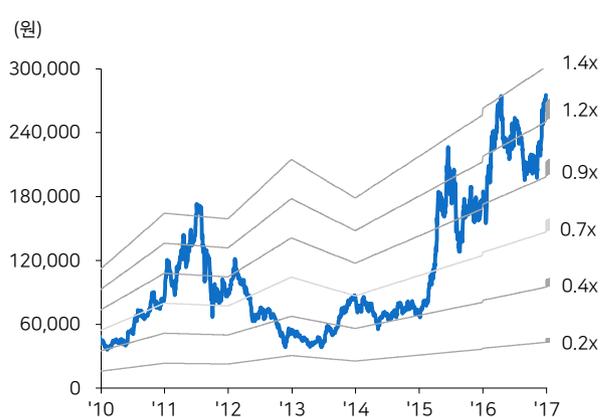
자료: 대한유화, 메리츠증권증권 리서치센터

그림83 대한유화 PER 밴드 차트(12M Fwd 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림84 대한유화 PBR 밴드 차트(12M Trailing 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

대한유화(006650)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,053.4	1,727.0	1,554.3	1,390.7	2,244.2
매출액증가율 (%)	4.4	-15.9	-10.0	-10.5	61.4
매출원가	1,929.0	1,400.7	1,182.5	1,098.6	1,817.8
매출총이익	124.4	326.3	371.8	292.0	426.4
판매비와관리비	54.5	55.1	40.0	-19.9	27.9
영업이익	69.9	271.2	331.8	311.9	398.5
영업이익률 (%)	3.4	15.7	21.3	22.4	17.8
금융수익	-5.6	-9.1	-1.8	1.1	3.6
중속/관계기업관련손익	5.3	7.0	8.4	4.0	4.0
기타영업외손익	10.6	-0.4	9.3	8.0	8.0
세전계속사업이익	80.3	268.7	347.7	325.0	414.1
법인세비용	16.4	67.9	84.2	78.0	99.4
당기순이익	63.8	200.8	263.4	247.0	314.7
지배주주지분 손이익	64.1	228.0	262.7	246.5	314.0

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	415.3	410.5	488.9	607.5	886.9
현금및현금성자산	60.3	134.4	193.9	269.3	458.3
매출채권	154.6	138.6	142.3	163.0	206.6
재고자산	168.4	128.7	142.6	163.4	207.1
비유동자산	1,025.2	1,118.6	1,184.3	1,323.6	1,386.0
유형자산	915.6	960.0	1,065.2	1,199.5	1,261.9
무형자산	6.1	5.0	5.4	5.4	5.4
투자자산	88.0	138.1	94.9	99.9	99.9
자산총계	1,440.4	1,529.1	1,673.2	1,931.1	2,272.9
유동부채	272.1	268.8	264.6	279.0	293.4
매입채무	48.4	29.0	31.9	36.7	40.4
단기차입금	90.0	50.0	86.0	86.0	86.0
유동성장기부채	85.9	90.5	49.9	49.9	49.9
비유동부채	326.2	224.7	148.8	163.7	194.9
사채	99.7	49.9	0.0	0.0	0.0
장기차입금	110.0	70.0	46.8	46.8	46.8
부채총계	598.3	493.5	413.4	442.7	488.3
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
기타포괄이익누계액	-0.1	0.1	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	534.6	727.6	951.4	1,179.4	1,474.9
비지배주주지분	6.0	6.2	7.0	7.5	8.2
자본총계	842.1	1,035.6	1,259.9	1,488.4	1,784.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	77.5	323.7	279.4	314.9	363.5
당기순이익(손실)	63.8	200.8	263.4	247.0	314.7
유형자산감가상각비	34.6	64.0	63.9	85.7	97.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-36.0	4.0	-21.3	-13.8	-44.8
투자활동 현금흐름	-172.5	-113.8	-124.1	-221.0	-156.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-163.8	-84.4	-167.5	-220.0	-160.0
투자자산의 감소(증가)	4.9	-43.1	44.2	-1.0	4.0
재무활동 현금흐름	79.4	-135.9	-95.7	-18.5	-18.5
차입금증감	85.8	-125.3	-77.7	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-15.6	74.1	59.5	75.4	189.0
기초현금	75.9	60.3	134.4	193.9	269.3
기말현금	60.3	134.4	193.9	269.3	458.3

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	315,909	265,687	239,123	213,947	345,265
EPS(지배주주)	9,864	30,846	40,417	37,923	48,312
CFPS	16,762	42,609	54,948	62,397	77,555
EBITDAPS	16,084	51,567	60,873	61,166	76,324
BPS	127,701	157,591	191,929	227,002	272,463
DPS	1,500	3,000	3,000	3,000	3,000
배당수익률(%)	2.1	1.7	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	7.2	5.6	6.8	7.4	5.8
PCR	4.2	4.0	5.0	4.5	3.6
PSR	0.2	0.6	1.2	1.3	0.8
PBR	0.6	1.1	1.4	1.2	1.0
EBITDA	104.5	335.2	395.7	397.6	496.1
EV/EBITDA	7.4	3.7	4.2	4.0	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.9	21.5	23.0	18.0	19.3
EBITDA 이익률	5.1	19.4	25.5	28.6	22.1
부채비율	71.0	47.7	32.8	29.7	27.4
금융비용부담률	0.4	0.6	0.3	0.2	0.1
이자보상배율(x)	9.0	24.6	74.6	109.3	139.6
매출채권회전율(x)	11.8	11.8	11.1	9.1	12.1
재고자산회전율(x)	11.8	11.6	11.5	9.1	12.1

Industry InDepth
2017. 1. 11

LG 화학 051910

당분간 화학만 보자

▲ 정유/화학

Analyst **노우호**
02. 6098-6668
wooho.rho@meritz.co.kr

- ✓ 4Q16 영업이익 5,092억원으로 시장 예상치 상회 전망
- ✓ 주요 화학제품 PE/PP 마진이 견조하고, PVC와 BD의 강세에 따른 이익 확대
- ✓ 17년 1월 중국 춘절을 앞두고 re-stocking으로 인한 수요 회복
- ✓ 중대형 전지 중국 배터리 보조금 리스크가 존재하나 ESS 판매물량 확대로 4분기 흑자전환 전망

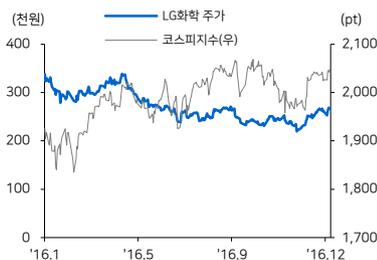
Buy

적정주가 (12개월) 370,000원
현재주가 (1.10) 267,500원
상승여력 38.3%

KOSPI	2,045.12pt
시가총액	177,275억원
발행주식수	6,627만주
유동주식비율	66.1%
외국인비중	37.99%
52주 최고/최저가	338,500원 / 219,500원
평균거래대금	579.7억원
주요주주(%)	
LG 외 4인	33.4
국민연금	8.2

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.36	8.08	-17.05
상대주가	5.46	3.62	-18.52

주가그래프



4Q16 영업이익 5,092 억원 예상

4Q16 영업이익은 5,092 억원으로 4 분기 사상 최대 이익을 달성할 전망이다. 계절적 비수기임에도 불구하고 전 분기 대비 이익은 증가했다. 이는 (1) 환율 상승에 따른 원화환산 스프레드 개선, (2) 원자재 가격 상승과 중국의 17년 1월 춘절 연휴를 앞두고 re-stocking 수요 발생으로 주요 제품 가격 강세 전환, (3) ABS 등의 제품 가격 강세(4Q16 1,547 달러/톤, +11.7% QoQ), (4) ESS 판매물량 증가, 소형전지 가동률 상승에 따라 40 억원 흑자전환을 예상하기 때문이다.

'17년도 영업이익 2.2 조원으로 연간 +11.2% 증가 전망

'17년도 영업이익도 화학부문이 주도할 전망이다. 화학부문의 이익 규모는 2.0 조원으로 전년대비 증가할 전망이다. 원자재 가격은 상승하겠으나 기존 PE/PP 제품 가격 유지, ABS/PVC 가격이 강세 구간에 진입했기 때문이다. PVC는 인도향 수요가 증가하는 가운데, 중국 정부의 환경규제와 석탄가격 상승에 따른 공급감소로 수급이 개선되겠다. ABS는 신규 증설이 없고, 다운 스트림 수요 호조로 수급이 타이트한 상황이다. 정보전자소재는 판가 인하가 마무리될 가능성이 높아 연간 영업이익 371 억원으로 흑자전환을 예상한다.

'17년 투자의견 Buy, 적정주가 37만원 유지

투자의견 Buy와 적정주가 37만원을 유지한다. '15년 말 중/대형 전지의 모멘텀으로 상승한 주가는 '16년 중국 전기차 보조금 지급에 대한 불확실성으로 하락했다. 배터리 보조금 이슈는 여전히 해결되지 않았으나 하락한 주가가 이를 반영했다는 판단이다. 주요 화학 제품 PVC, ABS 가격 회복과, 전지부문 실적 턴 어라운드가 17년도 실적과 주가를 견인할 전망이다.

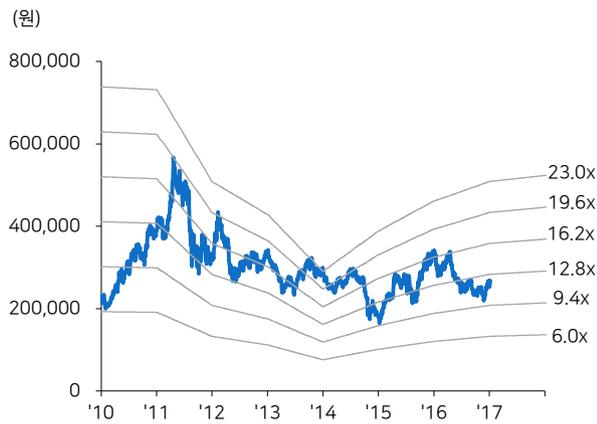
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	22,577.8	1,310.8	867.9	12,631	-32.2	157,171	14.3	1.2	5.8	7.3	47.8
2015	20,206.6	1,823.6	1,153.0	16,875	33.6	169,006	19.5	1.9	7.7	9.2	41.8
2016E	21,366.2	2,039.4	1,359.4	19,990	18.5	173,915	13.1	1.5	5.8	10.2	46.3
2017E	26,620.9	2,268.1	1,563.2	23,065	15.4	191,105	11.6	1.4	5.2	11.0	40.7
2018E	27,083.8	2,307.9	1,603.3	23,670	2.6	208,800	11.3	1.3	4.8	10.4	37.9

표13 LG화학 4Q16 Earnings Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,218.6	5,040.6	23.4	5,054.0	23.0	5,300.6	17.3
영업이익	509.2	352.0	44.7	460.0	10.7	438.9	16.0
지배주주순이익	347.1	210.3	65.0	295.6	17.4	295.4	17.5

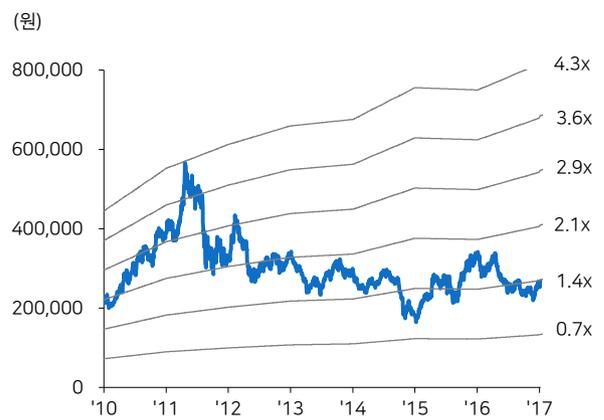
자료: LG화학, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

그림85 LG화학 PER 밴드 차트(12M Fwd 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림86 LG화학 PBR 밴드 차트(12M Trailing 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표14 LG화학 사업부문별 실적 추정

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	4,874.1	5,219.2	5,054.3	6,218.6	6,483.9	6,642.5	6,804.2	6,690.4	20,206.6	21,366.2	26,620.9	27,083.8
기초소재	3,512.0	3,652.8	3,524.7	4,425.6	4,456.5	4,610.6	4,782.2	4,668.4	14,635.5	15,115.1	18,518.0	19,012.5
전자소재	627.2	649.6	640.6	753.5	708.7	731.6	783.9	863.5	2,764.0	2,670.9	3,088.0	2,984.2
전자	814.4	809.0	878.9	981.7	978.5	1,039.2	1,077.2	1,078.3	3,150.4	3,484.0	4,173.0	4,315.8
영업이익	457.7	612.5	460.0	509.2	660.1	577.3	557.7	472.9	1,823.6	2,039.4	2,268.1	2,307.9
%OP	9.4%	11.7%	9.1%	8.2%	10.2%	8.7%	8.2%	7.1%	9.0%	9.5%	8.5%	8.5%
기초소재	466.2	649.1	517.2	540.3	586.6	520.5	524.5	466.3	1676.9	2172.8	2097.9	1993.1
전자소재	-8.0	-14.5	-16.2	-9.7	16.7	16.7	11.2	-7.5	146.4	-48.4	37.1	169.9
전자	-0.3	-31.2	-14.1	4.0	7.9	11.9	11.9	8.6	0.6	-41.6	40.3	54.1
세전이익	423.1	500.1	378.6	461.4	611.8	529.5	510.4	426.0	1,549.6	1,763.1	2,077.6	2,130.9
순이익(지배주주)	339.8	376.9	295.6	347.1	460.3	398.4	384.0	320.5	1,153.0	1,359.4	1,563.2	1,603.3
% YoY												
매출액	-0.8%	2.9%	-2.4%	23.4%	33.0%	27.3%	34.6%	7.6%	-10.5%	5.7%	24.6%	1.7%
영업이익	26.5%	8.7%	-15.8%	44.7%	44.2%	-5.7%	21.2%	-7.1%	39.1%	11.8%	11.2%	1.8%
세전이익	30.5%	1.5%	-13.9%	57.5%	44.6%	5.9%	34.8%	-7.7%	33.6%	13.8%	17.8%	2.6%
당기순이익	40.0%	7.9%	-15.6%	65.0%	35.5%	5.7%	29.9%	-7.7%	32.8%	17.9%	15.0%	2.6%
% QoQ												
매출액	-3.3%	7.1%	-3.2%	23.0%	4.3%	2.4%	2.4%	-1.7%				
영업이익	30.0%	33.8%	-24.9%	10.7%	29.6%	-12.5%	-3.4%	-15.2%				
세전이익	44.4%	18.2%	-24.3%	21.9%	32.6%	-13.5%	-3.6%	-16.5%				
당기순이익	61.6%	10.9%	-21.6%	17.4%	32.6%	-13.4%	-3.6%	-16.5%				

자료: LG화학, 메리츠증권 리서치센터

(천대)	'15.7	'15.8	'15.9	'15.10	'15.11	'15.12	'16.1	'16.2	'16.3	'16.4	'16.5	'16.6	'16.7	'16.8	'16.9	'16.10	'16.11
PHEV	7.9	6.0	8.9	4.9	3.2	3.1	N/A	N/A	5.3	7.9	9.0	10.0	10.0	10.0	9.0	5.0	7.0
EV	9.0	12.1	19.2	16.0	21.9	22.1	N/A	N/A	17.6	23.9	26.0	34.0	26.0	28.0	35.0	39.0	65.0
Total	16.9	18.1	28.1	20.9	25.1	25.2	N/A	N/A	22.9	31.8	35.0	44.0	36.0	38.0	44.0	44.0	72.0

자료: China Association of Automobile Manufacturers, 메리츠증권증권 리서치센터

(단위: 대)	'16.1	'16.2	'16.3	'16.4	'16.5	'16.6	'16.7	'16.8	'16.9	'16.10	'16.11	'16.12	Total
Tesla Model S*	850	1,550	3,990	800	1,200	3,700	1,954	2,852	4,350	925	1,400	5,850	29,421
Nissan Leaf	755	930	1,246	787	979	1,096	1,063	1,066	1,316	1,412	1,457	1,899	14,006
GM Volt	996	1,126	1,865	1,983	1,901	1,937	2,406	20,801	2,031	2,191	2,531	3,691	43,459
BMW i3	182	248	332	814	696	608	1,479	1,013	391	442	629	791	7,625
Ford Fusion Energi	581	932	12,389	1,331	1,453	1,700	1,341	1,422	1,652	1,372	1,817	-	25,990
Ford C-Max Energi	350	490	610	607	538	630	755	707	689	571	721	-	6,668
Fiat 500e*	275	210	455	395	405	480	425	360	690	745	590	650	5,680
Toyota Prius PHV	10	6	7	4	4	11	4	2	4	-	-	-	52
VW e-Golf	328	198	86	326	269	248	344	454	529	407	305	443	3,937
Chevrolet Spark	139	216	252	419	394	359	333	292	315	260	39	17	3,035
Mercedes B-Class ED	58	37	66	56	49	44	50	57	51	58	52	54	632
BMW i8	32	54	89	130	146	169	166	145	158	199	173	133	1,594
Ford Focus Electric	66	81	110	81	54	54	58	75	82	73	66	-	800
Daimler Smart ED	48	54	70	66	75	53	62	55	44	43	47	40	657
Porsched Cayenne S-E	146	172	244	237	191	176	148	197	131	138	179	152	2,111
Kia Soul	81	60	79	139	120	134	179	153	217	190	179	-	1,531
Cadillac ELR	67	91	104	95	45	94	15	6	6	3	5	3	534
Porsche Panamera S-E	146	172	244	237	191	176	21	59	28	38	88	-	1,400
BMW X5 xDrive40e	181	345	313	655	500	583	649	876	482	406	436	-	5,426
Mitsubishi i-MiEV	2	5	1	6	2	4	20	25	17	4	5	3	94
Mercedes S550 PHV	19	19	-	-	3	4	32	30	41	174	52	71	445
Tesla Model X	270	270	1,860	850	1,600	2,145	750	1,850	3,200	725	900	3,875	18,295
Audi A3 Sparbk e-tron	327	243	332	326	361	353	349	346	312	348	394	589	4,280
Volvo XC90	226	176	178	150	110	166	178	176	148	142	161	-	1,811
Others	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
'15년 북미 판매량	6,057	6,951	10,341	9,094	11,540	10,364	8,951	8,972	10,134	9,943	10,568	13,699	116,614
'16년 북미 판매량	6,191	7,746	13,868	10,589	11,458	14,907	13,103	14,630	17,268	11,276	13,609	20,889	155,534
'16년 글로벌 판매량	36,702	37,019	59,510	51,033	56,177	69,170	65,122	65,707	77,261	65,953	80,044	N/A	N/A

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LG 화학(051910)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	22,577.8	20,206.6	21,366.2	26,620.9	27,083.8
매출액증가율 (%)	-2.4	-10.5	5.7	24.6	1.7
매출원가	19,573.9	16,540.5	16,374.7	18,275.4	18,900.8
매출총이익	3,003.9	3,666.0	4,991.5	8,345.6	8,183.0
판매비와관리비	1,693.1	1,842.5	2,952.1	6,077.5	5,875.2
영업이익	1,310.8	1,823.6	2,039.4	2,268.1	2,307.9
영업이익률 (%)	5.8	9.0	9.5	8.5	8.5
금융수익	-41.9	-82.7	-99.2	-82.4	-68.9
중속/관계기업관련손익	19.6	11.0	-3.7	12.0	12.0
기타영업외손익	-128.6	-202.3	-173.3	-120.0	-120.0
세전계속사업이익	1,159.9	1,549.6	1,763.1	2,077.6	2,130.9
법인세비용	305.8	401.1	401.4	498.6	511.4
당기순이익	854.0	1,148.5	1,361.7	1,579.0	1,619.5
지배주주지분 순이익	867.9	1,153.0	1,359.4	1,563.2	1,603.3

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	8,146.8	8,655.6	9,055.6	9,406.2	10,693.7
현금및현금성자산	988.0	1,704.9	1,468.3	1,132.6	2,236.2
매출채권	3,239.3	3,236.6	3,209.4	3,452.9	3,540.1
재고자산	2,711.2	2,338.6	2,779.6	3,132.5	3,211.7
비유동자산	9,980.8	9,923.1	10,971.7	11,606.9	11,690.8
유형자산	8,699.5	8,867.2	9,414.3	10,053.7	10,160.9
무형자산	525.0	501.9	751.4	712.9	677.3
투자자산	523.1	330.8	453.0	487.3	499.7
자산총계	18,127.6	18,578.7	20,027.3	21,013.2	22,384.4
유동부채	4,809.0	4,799.0	5,401.7	5,099.1	5,167.6
매입채무	1,337.9	1,172.5	1,336.9	1,438.4	1,474.7
단기차입금	1,749.7	1,839.7	2,331.5	1,831.5	1,831.5
유동성장기부채	456.0	306.2	558.5	558.5	558.5
비유동부채	1,052.7	676.2	933.9	974.6	989.2
사채	299.4	199.8	69.6	69.6	69.6
장기차입금	428.4	274.1	295.3	295.3	295.3
부채총계	5,861.8	5,475.2	6,335.7	6,073.8	6,156.8
자본금	369.5	369.5	369.5	369.5	369.5
자본잉여금	1,157.8	1,157.8	1,157.8	1,157.8	1,157.8
기타포괄이익누계액	-62.2	-52.6	-134.2	-134.2	-134.2
이익잉여금	10,690.6	11,532.5	12,226.3	13,458.2	14,730.2
비지배주주지분	125.9	112.1	88.0	103.7	119.9
자본총계	12,265.9	13,103.5	13,691.7	14,939.4	16,227.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	1,994.4	3,172.1	2,053.8	2,610.0	3,047.1
당기순이익(손실)	854.0	1,148.5	1,361.7	1,579.0	1,619.5
유형자산감가상각비	1,117.6	1,215.2	1,294.7	1,440.7	1,492.8
무형자산상각비	32.6	40.9	48.9	38.4	35.7
운전자본의 증감	-69.2	45.3	-576.5	-448.1	-100.9
투자활동 현금흐름	-1,990.7	-1,697.8	-2,045.3	-2,114.4	-1,612.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,411.3	-1,633.4	-1,431.1	-2,080.0	-1,600.0
투자자산의 감소(증가)	-49.4	203.4	-122.2	-34.4	-12.3
재무활동 현금흐름	-437.7	-757.5	-223.4	-831.3	-331.3
차입금증감	-76.9	-274.8	628.7	-500.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-411.0	716.9	-236.6	-335.7	1,103.5
기초현금	1,399.1	988.0	1,704.9	1,468.3	1,132.6
기말현금	988.0	1,704.9	1,468.3	1,132.6	2,236.2

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	340,689	304,908	322,406	401,697	408,682
EPS(지배주주)	12,631	16,875	19,990	23,065	23,670
CFPS	34,575	42,346	46,784	54,310	55,656
EBITDAPS	37,135	46,470	51,047	56,543	57,889
BPS	157,171	169,006	173,915	191,105	208,800
DPS	4,000	4,500	4,500	4,500	4,500
배당수익률(%)	2.2	1.4	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	14.3	19.5	13.1	11.6	11.3
PCR	5.2	7.8	5.6	4.9	4.8
PSR	0.5	1.1	0.8	0.7	0.7
PBR	1.2	1.9	1.5	1.4	1.3
EBITDA	2,461.0	3,079.7	3,383.0	3,747.2	3,836.4
EV/EBITDA	5.8	7.7	5.8	5.2	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.3	9.2	10.2	11.0	10.4
EBITDA 이익률	10.9	15.2	15.8	14.1	14.2
부채비율	47.8	41.8	46.3	40.7	37.9
금융비용부담률	0.4	0.3	0.4	0.3	0.2
이자보상배율(x)	16.6	31.4	26.8	29.1	34.2
매출채권회전율(x)	7.0	6.2	6.6	8.0	7.7
재고자산회전율(x)	8.6	8.0	8.3	9.0	8.5

Industry Indepth
2017. 1. 11

S-Oil 010950

유가 상승과 P-X의 조화

▲ 정유/화학

Analyst **노우호**
02. 6098-6668
wooho.rho@meritz.co.kr

- ✓ '17년도 적정주가를 13만원으로 유지, PER 10.0배, PBR 2.1배 수준
- ✓ 중질유 수요 증가가 예상되어 정유부문 확대될 전망
- ✓ 정제마진 개선과 유가 상승(47달러/배럴)으로 정유부문 이익 정상화
- ✓ 인도 Reliance Industries의 P-X설비 가동에 P-X 수익성은 유지될 전망

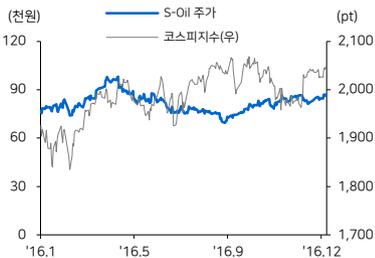
Buy

적정주가 (12개월) 130,000원
현재주가 (1.10) 84,700원
상승여력 53.5%

KOSPI	2,045.12pt
시가총액	95,358억원
발행주식수	11,258만주
유통주식비율	36.54%
외국인비중	76.56%
52주 최고/최저가	98,100원 / 69,400원
평균거래대금	237.7억원
주요주주(%)	
Aramco Overseas Company BV	63.5
국민연금	5.0

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.93	12.63	8.59
상대주가	-0.69	6.83	8.05

주가그래프



4Q16 영업이익 4,469 억원, '16년 연간 영업이익 1.7 조원

4Q16 영업이익은 4,469 억원으로 시장 예상치를 상회할 전망이다. 정유부문은 2,481 억원을 기록할 전망이다. 이는 유가 상승(4Q16 47 달러/배럴)으로 재고평가이익 767 억원이 반영되었고, 휘발유 가격 회복에 따른 정제마진개선에서 비롯된다. 석유화학부문은 1,082 억원을 예상한다. 인도 Reliance Industries 의 P-X 225 만톤 설비 가동으로 P-X 가격약세, 원가 상승으로 마진이 축소되었다(4Q16 P-X 스프레드 122 달러/톤, -7.5% QoQ).

동사의 제품 벤젠이 다운 스트림 수요 강세에 따라 P-X 부진을 만회했다 3Q16 벤젠 가격이 640 달러 /톤이 4 분기 말 831 달러/톤으로 상승했다. 윤활기유 영업이익은 906 억원으로 전분기대비 감소하겠다. 원가는 상승분이 제품 가격에 부정적인 래깅 효과로 반영되면서 마진이 축소되었다.

'17년 영업이익은 1.8 조원으로 전년 대비 +7.3% 증가할 전망

'17 년은 정유와 석유화학의 타이트한 수급 기조에 따른 마진 확대를 주목해야한다. '17 년 일본을 비롯한 글로벌 정유설비 폐쇄 규모가 77.1 만배럴/일 예정되어 있고, 수요 순증가는 약 120 만/배럴로 정제마진 개선효과가 발생하겠다. 화학부문은 P-X, 벤젠의 강세를 예상한다. '17 년도 P-X 의 최대 수요 국가 중국은 생산설비 변화가 없는 반면, 수요가 +3.5% YoY, 로 증가하겠다. 역내 벤젠 수요는 +4.0% YoY 증가, 생산설비는 +4.4% YoY 증가하나, 70% 대 가동률을 감안하면 수급은 타이트하겠다. '17 년도 정유부문 영업이익은 1.0 조원, 석유화학 4,149 억원, 윤활기유 3,660 억원을 예상한다.

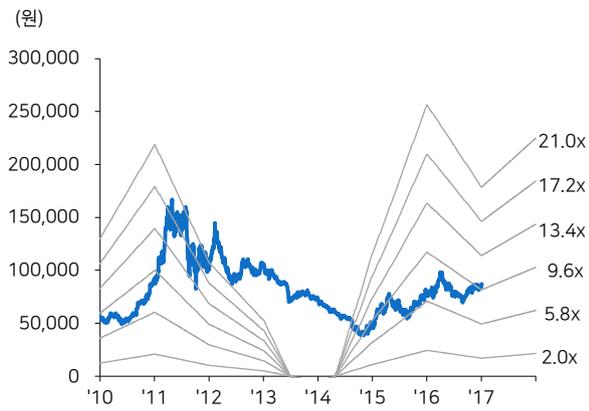
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	28,557.6	-289.7	-287.8	-2,563	적전	41,671	n/a	1.2	161.1	-5.6	108.9
2015	17,890.3	817.6	631.3	5,525	흑전	45,819	14.4	1.7	9.2	12.3	100.3
2016E	16,160.9	1,695.8	1,379.5	12,191	120.7	54,095	6.9	1.6	4.2	23.5	104.0
2017E	19,899.9	1,819.1	1,407.2	8,500	-30.3	41,206	10.0	2.1	3.4	20.6	102.5
2018E	22,504.8	2,308.1	1,862.4	10,718	26.1	49,365	7.9	1.7	2.2	23.1	79.1

표17 S-Oil 4Q16 Earnings Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,396.2	3,947.3	11.4	4,137.9	6.2	4,371.9	0.6
영업이익	446.9	-42.9	흑전	116.2	284.6	403.8	10.7
지배주주순이익	329.9	35.3	834.6	171.8	92.0	271.7	21.4

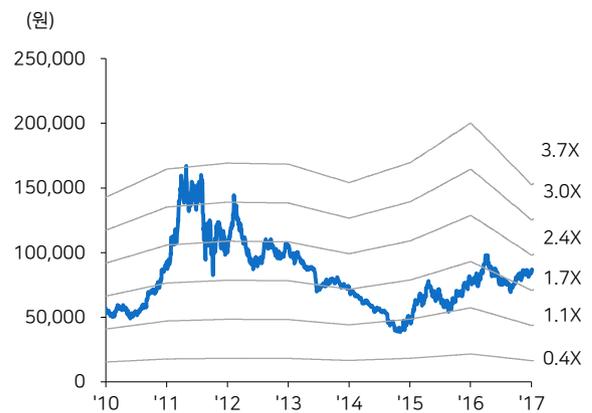
자료: S-Oil, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

그림87 S-Oil PER 밴드 차트(12M Fwd 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림88 S-Oil PBR 밴드 차트(12M Trailing 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	3,428.4	4,198.4	4,137.9	4,396.2	4,580.1	4,749.4	5,143.8	5,426.7	17,890.3	16,160.9	19,899.9	22,504.8
정유	2,467.0	3,215.3	3,187.4	3,198.9	3,469.5	3,598.9	3,952.6	4,243.7	14,054.2	12,068.6	15,264.7	17,647.4
석유화학	636.0	637.3	628.6	695.3	647.9	664.7	696.4	696.4	2,496.3	2,597.2	2,705.3	2,877.8
유탄기유	325.4	345.8	321.9	502.0	462.6	485.8	494.9	486.6	1,339.8	1,495.1	1,929.9	1,979.7
영업이익	491.8	640.9	116.2	446.9	393.1	477.5	409.0	539.4	817.6	1,695.8	1,819.1	2,308.1
%OP	14.3%	15.3%	2.8%	10.2%	8.6%	10.1%	8.0%	9.9%	4.6%	10.5%	9.1%	10.3%
정유	219.8	374.8	-123.4	248.1	208.9	283.7	203.1	342.5	282.0	719.3	1,038.2	1,486.0
석유화학	144.1	140.0	142.2	108.2	93.9	99.7	110.6	110.6	278.6	534.5	414.9	445.0
유탄기유	127.5	128.0	97.4	90.6	90.3	94.2	95.3	86.3	311.1	443.5	366.0	377.0
세전이익	570.4	585.4	227.1	439.9	391.8	506.6	436.7	541.1	812.7	1,823.0	1,876.2	2,483.2
순이익(지배주주)	433.3	443.6	171.8	329.9	293.9	379.9	327.5	405.8	631.3	1,379.5	1,407.2	1,862.4
% YoY												
매출액	-21.6%	-18.4%	-6.5%	11.4%	33.6%	13.1%	24.3%	23.4%	-37.4%	-9.7%	23.1%	13.1%
영업이익	106.6%	5.7%	621.7%	흑전	-20.1%	-25.5%	252.0%	20.7%	흑전	107.4%	7.3%	26.9%
세전이익	105.0%	4.7%	흑전	1225.0%	-31.3%	-13.5%	92.3%	23.0%	흑전	124.3%	2.9%	32.4%
당기순이익	105.1%	3.5%	-490.5%	834.6%	-32.2%	-14.4%	90.6%	23.0%	흑전	118.5%	2.0%	32.3%
% QoQ												
매출액	-13.1%	22.5%	-1.4%	6.2%	4.2%	3.7%	8.3%	5.5%				
영업이익	흑전	30.3%	-81.9%	284.6%	-12.0%	21.5%	-14.3%	31.9%				
세전이익	1618.1%	2.6%	-61.2%	93.7%	-10.9%	29.3%	-13.8%	23.9%				
당기순이익	1127.5%	2.4%	-61.3%	92.0%	-10.9%	29.3%	-13.8%	23.9%				

자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

S-Oil(010950)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	28,557.6	17,890.3	16,160.9	19,899.9	22,504.8
매출액증가율 (%)	-8.3	-37.4	-9.7	23.1	13.1
매출원가	28,282.2	16,438.8	14,013.6	17,766.3	19,840.9
매출총이익	275.3	1,451.5	2,147.3	2,133.6	2,664.0
판매비와관리비	565.1	633.9	451.4	314.5	355.9
영업이익	-289.7	817.6	1,695.8	1,819.1	2,308.1
영업이익률 (%)	-1.0	4.6	10.5	9.1	10.3
금융수익	-109.0	-107.5	124.8	95.2	175.1
중속/관계기업관련손익	6.0	9.8	7.1	12.0	0.0
기타영업외손익	7.2	92.8	-4.8	-50.0	0.0
세전계속사업이익	-385.5	812.7	1,823.0	1,876.2	2,483.2
법인세비용	-97.7	181.4	443.5	469.1	620.8
당기순이익	-287.8	631.3	1,379.5	1,407.2	1,862.4
지배주주지분 순이익	-287.8	631.3	1,379.5	1,407.2	1,862.4

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,707.5	5,689.8	7,389.6	9,112.0	9,795.8
현금및현금성자산	711.5	201.2	489.2	661.8	591.0
매출채권	1,524.1	1,030.9	1,076.0	1,328.3	1,498.1
재고자산	2,415.4	1,598.7	2,016.2	2,488.8	2,807.1
비유동자산	4,548.2	5,105.7	5,561.9	5,736.9	5,911.3
유형자산	4,321.7	4,730.8	5,191.9	5,338.2	5,494.2
무형자산	50.0	47.2	39.9	33.6	28.3
투자자산	147.5	134.1	149.4	184.4	208.0
자산총계	10,255.7	10,795.5	12,951.5	14,848.9	15,707.1
유동부채	3,955.1	3,222.2	3,739.6	4,966.3	4,753.6
매입채무	840.9	589.5	656.6	810.5	914.1
단기차입금	2,319.2	1,582.5	1,914.3	2,714.3	2,714.3
유동성장기부채	5.2	5.5	5.3	5.3	5.3
비유동부채	1,391.6	2,183.5	2,864.3	2,550.3	2,181.2
사채	1,222.5	1,622.0	2,271.4	2,271.4	2,271.4
장기차입금	90.8	385.3	396.7	36.7	-363.3
부채총계	5,346.7	5,405.6	6,603.9	7,516.5	6,934.8
자본금	291.5	291.5	291.5	479.1	479.1
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	379.2	379.2	379.2
기타포괄이익누계액	25.5	25.7	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	3,262.4	3,743.1	5,595.0	6,475.9	7,915.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	4,909.0	5,389.9	6,347.6	7,332.3	8,772.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	879.2	2,475.6	1,394.5	1,736.5	2,828.9
당기순이익(손실)	-287.8	631.3	1,379.5	1,407.2	1,862.4
유형자산감가상각비	331.6	264.2	460.6	653.8	843.9
무형자산상각비	8.1	9.0	7.6	6.3	5.3
운전자본의 증감	828.4	1,471.5	-654.7	-318.8	117.3
투자활동 현금흐름	-964.2	-2,801.9	-1,898.1	-1,647.9	-1,579.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-912.3	-654.4	-855.3	-800.0	-1,000.0
투자자산의 감소(증가)	33.7	23.2	-8.1	-23.0	-23.6
재무활동 현금흐름	211.9	-184.1	791.6	84.1	-1,320.5
차입금증감	427.0	-31.7	993.7	442.9	-898.1
자본의증가	0.0	0.0	-952.3	187.6	0.0
현금의증가	126.9	-510.3	288.0	172.7	-70.8
기초현금	584.6	711.5	201.2	489.2	661.8
기말현금	711.5	201.2	489.2	661.8	591.0

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	253,658	158,908	143,546	120,802	130,005
EPS(지배주주)	-2,563	5,525	12,191	8,500	10,718
CFPS	1,019	9,897	18,739	14,503	18,239
EBITDAPS	444	9,689	19,222	15,050	18,239
BPS	41,671	45,819	54,095	41,206	49,365
DPS	150	2,400	3,000	3,000	2,400
배당수익률(%)	0.3	3.0	3.3	3.3	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	n/a	14.4	6.9	10.0	7.9
PCR	47.5	8.0	4.5	5.8	4.6
PSR	0.2	0.5	0.6	0.7	0.7
PBR	1.2	1.7	1.6	2.1	1.7
EBITDA	50.0	1,090.8	2,164.0	2,479.1	3,157.3
EV/EBITDA	161.1	9.2	4.2	3.4	2.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-5.6	12.3	23.5	20.6	23.1
EBITDA 이익률	0.2	6.1	13.4	12.5	14.0
부채비율	108.9	100.3	104.0	102.5	79.1
금융비용부담률	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2
이자보상배율(x)		22.8	66.7	31.5	41.9
매출채권회전율(x)	15.5	14.0	15.3	16.6	15.9
재고자산회전율(x)	8.6	8.9	8.9	8.8	8.5

Industry Indepth
2017. 1. 11

▲ 정유/화학
Analyst **노우호**
02. 6098-6668
wooho.rho@meritz.co.kr

한화케미칼 009830

화학기업입니다

- ✓ 투자 의견 Buy와 적정주가 3.9만원 유지
- ✓ 4Q16 화학 주력제품 강세 구간진입
- ✓ 화학 제품 가격 강세에 따라 YNCC, 한화토탈의 지분법 이익 증가

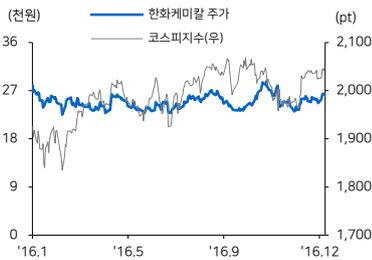
Buy

적정주가 (12개월) 39,000원
현재주가 (1.10) 26,200원
상승여력 48.9%

KOSPI	2,045.12pt
시가총액	43,180억원
발행주식수	16,481만주
유동주식비율	62.67%
외국인비중	25.51%
52주 최고/최저가	28,750원 / 22,550원
평균거래대금	322.2억원
주요주주(%)	
한화(주)	36.3
국민연금	9.2

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.54	11.02	-0.38
상대주가	2.26	12.92	2.54

주가그래프



4Q16 영업이익 2,032 억원, 16년 영업이익 사상 최대 영업이익 전망

4Q16 영업이익은 2,032 억원, 16년 연간 영업이익은 8,443 억원으로 사상 최대 이익을 달성할 전망이다. 호실적 근거는 (1) 동사의 우호적인 환율 상승, (2) 화학부문 PVC, TDI, 가성소다 강세에서 비롯된다. 4Q16 화학부문 영업이익은 1,248 억원으로 태양광부문 실적 둔화(영업이익 551 억원)를 상쇄할 전망이다. Nextera 와 계약이 16년 10 월말에 종료되었고, 태양광 체인별 가격 하락에 따라 이익 규모가 감소했다.

석탄가격 강세의 나비효과: PVC 강세

'16년 석탄 가격 강세(연초대비 +61% 상승)으로 PVC 가격 및 마진이 확대되었다. 3Q16 PVC 가격과 마진은 각각 831 달러/톤, 317 달러/톤이었고, 4Q16 가격은 923 달러/톤, 마진은 458 달러/톤을 기록했다. 글로벌 PVC 총 생산능력은 약 6.2 천만톤/연이고, 중국이 절반가량인 3.1 천만톤/연 규모이다. 중국 PVC 생산능력의 80% 가량은 석탄 기반 카바이드 공법 PVC 가 차지한다. 2Q 16 부터 시작된 PVC 강세는 중국 카바이드공법 PVC 설비의 원가 상승과 정부의 환경규제로 공급이 감소했기 때문이다. 중국 내 석탄 가격 상승과 친환경 정책에 따른 설비 가동을 하락과 폐쇄가 나타나며 수급이 개선 중이다. '16년, '17년의 설비 순증감비율이 각각 -1.5%, -1.3%로 파악되는바 내년에도 PVC의 강세가 이어지겠다.

'17년 PVC, TDI, 가성소다가 이끌 사상 최대 이익

'17년 영업이익은 8,906 억원을 예상한다. (1) PVC는 원가 상승과 환경규제에 따른 공급 감소와 인도향 수요 호조, (2) TDI의 수급 개선 효과, (3) 가성소다는 환경규제에 따른 공급감소 효과로 화학 실적이 확대될 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	8,055.3	141.3	56.7	365	537.5	23,951	32.3	0.5	11.6	1.3	163.6
2015	8,037.0	337.0	188.2	1,161	218.2	25,711	23.4	1.1	11.1	4.2	180.9
2016E	9,569.8	844.3	844.7	5,138	342.8	30,195	4.8	0.8	6.0	16.8	162.8
2017E	10,778.0	890.6	1,045.7	6,343	23.5	36,381	4.1	0.7	5.3	17.6	137.6
2018E	11,768.9	859.8	1,011.3	6,135	-3.3	42,358	4.3	0.6	4.8	14.5	121.5

표19 한화케미칼 4Q16 Earnings Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,628.3	2,304.6	14.0	2,385.6	10.2	2,334.3	12.6
영업이익	203.2	84.3	141.0	204.7	-0.7	197.3	3.0
지배주주순이익	238.9	20.5	1,065.4	198.7	20.2	181.6	31.6

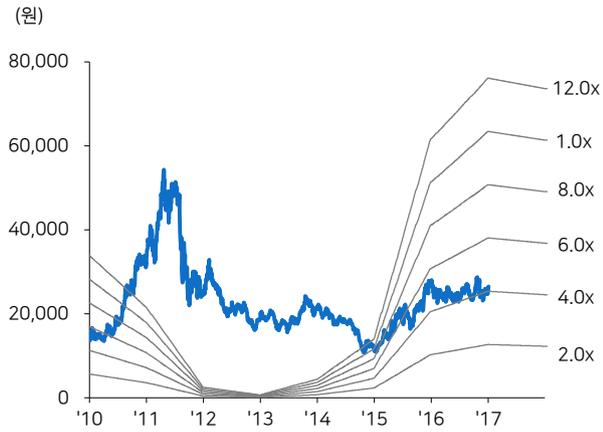
자료: Fnguide, 대한유화, 메리츠증권증권 리서치센터

표20 한화케미칼 사업부문별 실적 추정

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,163.7	2,392.2	2,385.6	2,628.3	2,392.7	2,722.5	2,767.8	2,895.0	8,037.0	9,569.8	10,778.0	11,768.9
기초소재	884.2	959.5	967.1	1,143.6	926.7	1,190.6	1,243.9	1,261.4	3,830.7	3,954.4	4,622.5	5,003.5
가공소재	254.7	258.1	246.7	258.5	238.5	260.7	239.0	261.0	945.8	1,018.0	999.3	1,028.2
리테일	158.7	165.2	158.4	182.3	141.1	154.3	148.4	196.9	585.3	664.6	640.7	684.6
태양광	853.1	1,024.7	1,088.8	1,002.7	1,032.7	1,063.7	1,095.6	1,128.5	2,871.0	3,969.3	4,320.6	4,862.9
기타	395.6	442.1	355.2	381.2	393.5	393.0	380.7	387.1	1,582.4	1,574.1	1,554.3	1,549.1
영업이익	142.8	293.6	204.7	203.2	207.5	224.6	233.5	225.0	337.0	844.3	890.6	859.8
%OP	6.6%	12.3%	8.6%	7.7%	8.7%	8.2%	8.4%	7.8%	4.2%	8.8%	8.3%	7.3%
기초소재	65.1	142.9	125.3	124.8	122.9	123.6	135.8	123.9	166.6	458.1	506.2	434.4
가공소재	16.2	12.5	7.2	18.1	15.4	19.6	16.7	17.0	36.6	54.0	68.7	78.5
리테일	1.1	-5.5	-6.9	-1.8	6.3	2.3	5.2	19.7	17.4	-13.1	33.5	29.5
태양광	60.5	96.7	91.8	55.1	56.8	69.1	65.7	56.4	78.4	304.1	248.1	301.5
기타	28.4	36.7	0.4	21.0	20.0	24.0	24.0	22.0	58.6	86.5	90.0	72.0
세전이익	149.1	342.0	251.8	333.0	349.0	367.1	376.4	369.6	228.4	1,107.9	1,473.0	1,463.4
순이익(지배주주)	107.4	299.8	198.7	238.9	250.8	259.1	268.3	267.5	188.2	844.7	1,045.7	1,011.3
% YoY												
매출액	17.8%	19.1%	26.4%	14.0%	10.6%	13.8%	16.0%	10.1%	-0.2%	19.1%	12.6%	9.2%
영업이익	457.8%	213.3%	53.6%	141.0%	45.3%	-23.5%	14.1%	10.7%	138.5%	150.5%	5.5%	-3.5%
세전이익	흑전	656.6%	36.0%	6985.1%	134.1%	7.3%	49.5%	11.0%	348.7%	385.1%	33.0%	-0.7%
당기순이익	흑전	746.9%	32.4%	1065.4%	133.5%	-13.6%	35.0%	12.0%	231.9%	348.8%	23.8%	-3.3%
% QoQ												
매출액	-6.1%	10.6%	-0.3%	10.2%	-9.0%	13.8%	1.7%	4.6%				
영업이익	69.4%	105.6%	-30.3%	-0.7%	2.1%	8.2%	4.0%	-3.6%				
세전이익	3072.3%	129.4%	-26.4%	32.2%	4.8%	5.2%	2.5%	-1.8%				
당기순이익	423.9%	179.1%	-33.7%	20.2%	5.0%	3.3%	3.6%	-0.3%				

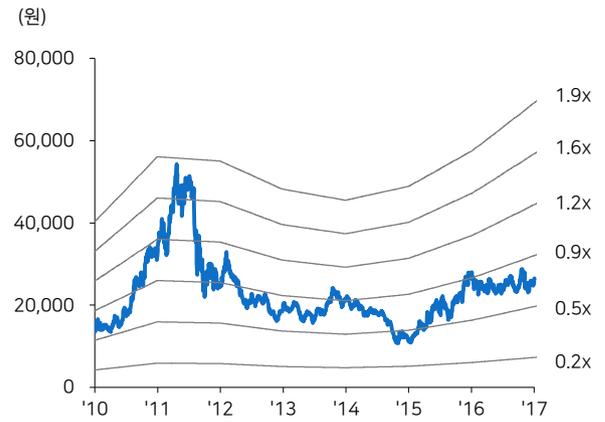
자료: 한화케미칼, 메리츠증권증권 리서치센터

그림89 한화케미칼 PER 밴드 차트(12M Fwd 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림90 한화케미칼 PBR 밴드 차트(12M Trailing 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

한화케미칼(009830)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	8,055.3	8,037.0	9,569.8	10,778.0	11,768.9
매출액증가율 (%)	2.4	-0.2	19.1	12.6	9.2
매출원가	6,777.1	6,540.6	7,339.8	8,346.8	9,219.8
매출총이익	1,278.2	1,496.4	2,230.0	2,431.2	2,549.1
판매비와관리비	1,136.9	1,159.3	1,385.6	1,540.6	1,689.2
영업이익	141.3	337.0	844.3	890.6	859.8
영업이익률 (%)	1.8	4.2	8.8	8.3	7.3
금융수익	-193.4	-154.4	-154.5	-137.5	-116.4
중속/관계기업관련손익	4.6	166.2	467.1	720.0	720.0
기타영업외손익	98.4	-120.4	-49.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	50.9	228.4	1,107.9	1,473.0	1,463.4
법인세비용	39.5	48.0	185.0	292.4	290.5
당기순이익	11.4	180.4	892.3	1,169.7	1,162.0
지배주주지분 순이익	56.7	188.2	844.7	1,045.7	1,011.3

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,272.8	4,777.7	5,610.2	6,490.2	7,643.6
현금및현금성자산	549.4	644.8	843.7	1,292.4	2,197.3
매출채권	1,267.6	1,766.3	1,772.6	1,952.5	2,056.2
재고자산	1,872.7	1,825.6	2,139.5	2,356.6	2,481.7
비유동자산	8,324.2	9,074.9	9,545.9	9,930.8	10,185.4
유형자산	6,038.1	6,050.5	6,106.2	6,219.1	6,319.0
무형자산	468.5	440.8	433.6	428.2	423.0
투자자산	1,550.9	2,304.6	2,733.8	3,011.2	3,171.2
자산총계	12,597.0	13,852.6	15,156.1	16,420.9	17,829.0
유동부채	4,441.2	5,420.6	5,644.8	5,657.3	5,866.3
매입채무	1,176.8	1,214.2	1,375.4	1,515.0	1,595.4
단기차입금	1,629.9	1,796.9	1,616.5	1,266.5	1,266.5
유동성장기부채	576.5	628.4	456.4	456.4	456.4
비유동부채	3,376.3	3,500.8	3,743.7	3,851.0	3,912.8
사채	1,102.4	1,059.8	1,189.4	1,189.4	1,189.4
장기차입금	1,644.6	1,556.0	1,474.4	1,474.4	1,474.4
부채총계	7,817.5	8,921.5	9,388.6	9,508.3	9,779.1
자본금	815.3	815.3	829.7	829.7	829.7
자본잉여금	712.9	829.5	863.9	863.9	863.9
기타포괄이익누계액	109.8	104.7	114.9	114.9	114.9
이익잉여금	2,739.4	2,886.9	3,682.3	4,703.3	5,689.9
비지배주주지분	405.4	297.8	323.5	447.5	598.3
자본총계	4,779.5	4,931.2	5,767.5	6,912.6	8,049.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	362.5	1,209.3	1,215.1	1,114.1	1,088.2
당기순이익(손실)	11.4	180.4	892.3	1,169.7	1,162.0
유형자산감가상각비	403.4	435.2	468.9	487.1	500.1
무형자산상각비	18.8	16.9	7.6	5.4	5.3
운전자본의 증감	-196.9	364.8	64.0	23.5	13.5
투자활동 현금흐름	-285.0	-952.6	-612.9	-121.6	6.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-465.7	-759.2	-570.9	-600.0	-600.0
투자자산의 감소(증가)	-42.3	-587.6	37.9	442.6	560.1
재무활동 현금흐름	-451.7	-154.0	-388.9	-543.9	-189.2
차입금증감	-561.9	77.9	-155.5	-335.0	8.7
자본의증가	335.6	116.6	48.7	0.0	0.0
현금의증가	-371.1	95.4	198.9	448.6	905.0
기초현금	920.5	549.4	644.8	843.7	1,292.3
기말현금	549.4	644.8	843.7	1,292.3	2,197.3

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	51,991	49,630	58,229	65,397	71,409
EPS(지배주주)	365	1,161	5,138	6,343	6,135
CFPS	3,890	5,505	7,792	8,392	8,283
EBITDAPS	3,637	4,873	8,037	8,392	8,283
BPS	23,951	25,711	30,195	36,381	42,358
DPS	150	150	150	150	150
배당수익률(%)	1.3	0.6	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	32.3	23.4	4.8	4.1	4.3
PCR	3.0	4.9	3.2	3.1	3.2
PSR	0.2	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	0.5	1.1	0.8	0.7	0.6
EBITDA	563.4	789.2	1,320.9	1,383.1	1,365.2
EV/EBITDA	11.6	11.1	6.0	5.3	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.3	4.2	16.8	17.6	14.5
EBITDA 이익률	7.0	9.8	13.8	12.8	11.6
부채비율	163.6	180.9	162.8	137.6	121.5
금융비용부담률	2.6	2.2	2.0	1.7	1.5
이자보상배율(x)	0.7	1.9	4.4	4.8	5.0
매출채권회전율(x)	6.2	5.3	5.4	5.8	5.9
재고자산회전율(x)	4.5	4.3	4.8	4.8	4.9

Industry Indepth
2017. 1. 11

금호석유 011780

우울했던 과거는 잊자

▲ 정유/화학
Analyst **노우호**
02. 6098-6668
wooho.rho@meritz.co.kr

- ✓ 17년 고무 수급 개선과 실적 턴어라운드 예상되어 화학업종 차선호주로 제시
- ✓ 4Q16 영업이익은 328억원으로 시장 예상치 298억원 소폭 상회할 전망
- ✓ 원재료(BD) 가격 상승폭에 미치지 못하는 고무 가격 상승으로 마진폭 축소
- ✓ 17년 고무 업황 개선과 실적 턴어라운드 예상되어 투자 의견 Buy 유지

Buy

적정주가 (12개월) 100,000원
현재주가 (1.10) 85,800원
상승여력 16.6%

KOSPI	2,045.12pt
시가총액	26,141억원
발행주식수	3,047만주
유동주식비율	57.03%
외국인비중	19.06%
52주 최고/최저가	85,800원 / 47,850원
평균거래대금	110.2억원
주요주주(%)	
박찬구 외 6인	24.6
국민연금	12.6

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.10	34.91	65.64
상대주가	12.20	31.10	62.92

주가그래프



곧 다가올 고무 강세

'16년 말 합성고무 가격은 1,940 달러/톤으로 체결되며 '15년 평균 1,280 달러/톤 대비 +51.5% 상승했다. 원재료 부타디엔의 강세가 합성고무에 전가된 모습이다. '17년 이후 고무가격 상승을 예상하는 근거는 (1) 중국 내 천연고무 re-stocking 수요 발생(재고 75 만톤으로 2년새 가장 낮은 수준), (2) '16년 동남아 지역 천연고무 신규 재배면적이 역대 최저치로 고무의 수급 개선 효과를 예상하기 때문이다.

4Q16 영업이익 328 억원을 예상한다

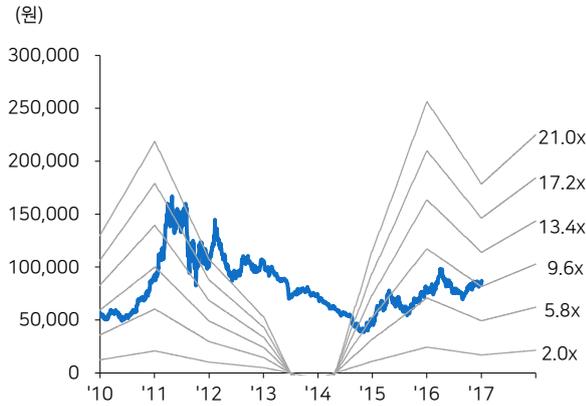
4Q16 영업이익은 328 억원으로 시장 예상치를 소폭 상회할 전망이다. 16년 말 부타디엔 가격은 2,290 달러/톤으로 연초대비 +214% 상승했다. 반면 합성고무는 +74.7% YTD 상승한 1,940 달러/톤으로 마진이 축소되었다. ABS 등은 다운스트림 수요 증가로 계절적 비수기임에도 가격이 상승했다. 발전소 및 기타부문에는 10월 정기보수 실시에 따른 기회손실비용 약 30 억원이 반영될 예정이다.

'17년 영업이익은 2,663 억원(+58.5% YoY)을 추정한다. 이는 고무 가격 상승이 반영되었다. 현재 합성고무 가동률은 약 60% 후반이다. 고무 업황 개선에 따른 가동률 상승에 대한 우려는 기우에 불과하다. 원재료(BD)의 타이트한 수급 속에서 합성고무 설비들이 무리하게 가동률을 올릴 수 있는 여지가 적기 때문이다.

동사가 보유한 여수 열병합발전소(300Mwh)와 폐놀 설비의 이익 기여도가 높아질 전망이다. '17년 유가 상승을 예상하는 바, 이에 후행하는 SMP 가격 상승효과로 수익성 개선을 예상한다. 공급과잉으로 수익성이 둔화된 동사의 폐놀 유도체부문은 '16년 40 만톤 증가 외에 추가 증설이 없다. 폐놀은 아시아 역내 설비 정기보수, 폐쇄의 효과로 마진이 상승하는 구간이겠다.

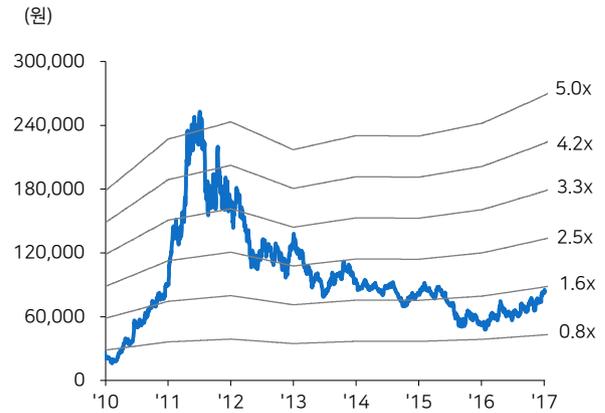
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	4,765.7	184.9	93.2	2,904	흑전	46,077	27.8	1.7	12.6	6.1	170.3
2015	3,934.5	164.0	118.9	3,818	31.5	45,992	13.6	1.1	10.8	7.6	153.1
2016E	4,052.9	168.0	124.7	4,007	4.9	48,387	20.5	1.7	12.5	7.8	160.6
2017E	4,675.7	266.3	195.4	6,329	57.9	53,656	13.6	1.6	8.3	11.3	144.2
2018E	4,839.1	326.5	243.0	7,893	24.7	60,323	10.9	1.4	6.8	12.6	130.4

그림91 금호석유 PER 밴드 차트(12M Fwd 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림92 금호석유 PBR 밴드 차트(12M Trailing 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표21 금호석유 사업부문별 실적 추정

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	871.5	1,011.5	994.4	1,175.5	1,160.5	1,166.1	1,175.3	1,173.8	3,934.5	4,052.9	4,675.7	4,839.1
합성고무	347.0	387.7	379.3	505.8	514.4	516.2	510.2	512.8	1,553.5	1,619.8	2,053.5	2,105.8
합성수지	256.6	271.6	247.8	268.9	275.4	279.5	283.7	283.7	1,079.2	1,044.9	1,122.3	1,179.5
기타	267.9	352.2	367.3	366.6	347.9	347.6	358.3	354.3	1,301.8	1,354.0	1,408.2	1,458.9
영업이익	46.3	65.4	23.5	32.8	40.2	76.6	73.8	75.6	164.0	168.0	266.3	326.5
%OP	5.3%	6.5%	2.4%	2.8%	3.5%	6.6%	6.3%	6.4%	4.2%	4.1%	5.7%	6.7%
세전이익	50.9	66.1	22.9	31.7	37.1	75.7	76.3	75.2	169.6	171.6	264.3	328.2
순이익(지배주주)	38.2	45.0	17.8	23.6	27.7	55.7	56.0	56.0	118.9	124.7	195.4	243.0
% YoY												
매출액	-14.6%	-6.3%	3.2%	34.9%	33.2%	15.3%	18.2%	-0.1%	-17.4%	3.0%	15.4%	3.5%
영업이익	-16.1%	2.0%	-47.8%	흑전	-13.2%	17.1%	214.0%	130.5%	-11.3%	2.4%	58.5%	22.6%
세전이익	-8.3%	-4.5%	-36.0%	248.4%	-27.1%	14.5%	233.2%	137.2%	44.7%	1.2%	54.0%	24.2%
당기순이익	-8.0%	-8.5%	-33.3%	1375.0%	-27.5%	23.8%	214.6%	137.3%	27.6%	4.9%	56.7%	24.4%
% QoQ												
매출액	0.0%	16.1%	-1.7%	18.2%	-1.3%	0.5%	0.8%	-0.1%				
영업이익	흑전	41.3%	-64.1%	39.6%	22.6%	90.5%	-3.7%	2.4%				
세전이익	459.3%	29.9%	-65.4%	38.4%	17.0%	104.0%	0.8%	-1.4%				
당기순이익	2287.5%	17.8%	-60.4%	32.6%	17.4%	101.1%	0.5%	0.0%				

자료: 금호석유, 메리츠증권 리서치센터

금호석유화학(011780)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	4,765.7	3,934.5	4,052.9	4,675.7	4,839.1
매출액증가율 (%)	-7.1	-17.4	3.0	15.4	3.5
매출원가	4,418.7	3,600.6	3,722.2	4,222.4	4,282.8
매출총이익	347.0	333.9	330.8	453.3	556.4
판매비와관리비	162.1	170.0	162.8	187.0	229.9
영업이익	184.9	164.0	168.0	266.3	326.5
영업이익률 (%)	3.9	4.2	4.1	5.7	6.7
금융수익	-81.4	-67.4	-51.9	-62.9	-59.3
중속/관계기업관련손익	11.9	43.2	38.7	61.0	61.0
기타영업외손익	1.9	29.9	16.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	117.2	169.6	171.6	264.3	328.2
법인세비용	28.9	47.8	42.7	65.0	80.2
당기순이익	88.3	121.9	128.9	199.4	248.0
지배주주지분 순이익	93.2	118.9	124.7	195.4	243.0

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,401.4	967.6	1,105.6	1,219.9	1,440.6
현금및현금성자산	213.6	47.3	91.4	207.2	378.2
매출채권	547.0	435.3	441.7	441.0	462.7
재고자산	529.3	394.7	452.3	451.7	473.8
비유동자산	3,035.9	3,243.0	3,460.1	3,491.6	3,524.4
유형자산	2,261.0	2,505.7	2,702.4	2,738.4	2,740.2
무형자산	16.2	16.2	17.9	14.4	11.7
투자자산	712.9	666.5	689.4	688.4	722.1
자산총계	4,437.3	4,210.6	4,565.7	4,711.5	4,965.0
유동부채	1,739.4	1,541.3	1,813.4	1,812.5	1,842.8
매입채무	292.1	219.2	320.1	319.6	335.3
단기차입금	731.0	696.9	1,244.2	1,244.2	1,244.2
유동성장기부채	446.2	335.4	-50.0	-50.0	-50.0
비유동부채	1,056.3	1,005.5	1,000.2	970.0	967.7
사채	471.6	354.4	0.0	0.0	0.0
장기차입금	500.9	527.8	841.3	811.3	801.3
부채총계	2,795.7	2,546.8	2,813.6	2,782.5	2,810.5
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	265.2	267.8	266.5	266.5	266.5
기타포괄이익누계액	64.4	15.8	14.9	14.9	14.9
이익잉여금	1,102.6	1,145.7	1,230.0	1,402.9	1,623.5
비지배주주지분	82.2	107.3	113.7	117.6	122.6
자본총계	1,641.6	1,663.7	1,752.1	1,929.0	2,154.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	320.0	483.2	350.9	467.2	540.0
당기순이익(손실)	88.3	121.9	128.9	199.4	248.0
유형자산감가상각비	175.0	173.8	196.8	264.0	298.2
무형자산상각비	2.6	2.2	3.4	3.5	2.7
운전자본의 증감	11.8	217.4	30.7	0.3	-8.9
투자활동 현금흐름	-231.3	-391.3	-315.0	-298.9	-336.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-254.3	-389.8	-291.6	-300.0	-300.0
투자자산의 감소(증가)	-39.1	89.5	-22.7	1.0	-33.7
재무활동 현금흐름	41.5	-258.4	8.6	-52.5	-32.0
차입금증감	114.2	-234.3	131.0	-30.0	-9.5
자본의증가	0.0	2.6	-1.4	0.0	0.0
현금의증가	130.3	-166.4	44.1	115.8	171.1
기초현금	83.3	213.6	47.3	91.4	207.2
기말현금	213.6	47.3	91.4	207.2	378.2

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	156,417	129,137	133,024	153,465	158,829
EPS(지배주주)	2,904	3,818	4,007	6,329	7,893
CFPS	12,798	11,538	13,265	19,522	22,594
EBITDAPS	11,897	11,156	12,086	17,519	20,592
BPS	46,077	45,992	48,387	53,656	60,323
DPS	1,500	800	800	800	800
배당수익률(%)	1.9	1.5	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	27.8	13.6	20.5	13.6	10.9
PCR	6.3	4.5	6.2	4.4	3.8
PSR	0.5	0.4	0.6	0.6	0.5
PBR	1.7	1.1	1.7	1.6	1.4
EBITDA	362.5	339.9	368.2	533.8	627.4
EV/EBITDA	12.6	10.8	12.5	8.3	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.1	7.6	7.8	11.3	12.6
EBITDA 이익률	7.6	8.6	9.1	11.4	13.0
부채비율	170.3	153.1	160.6	144.2	130.4
금융비용부담률	1.4	1.3	1.5	1.4	1.4
이자보상배율(x)	2.7	3.2	2.8	4.0	4.9
매출채권회전율(x)	8.8	8.0	9.2	10.6	10.7
재고자산회전율(x)	8.9	8.5	9.6	10.3	10.5

Industry Indepth
2017. 1. 11

코오롱인더 120110

Up-grade 준비과정

▲ 정유/화학

Analyst **노우호**
02. 6098-6668
wooho.rho@meritz.co.kr

- ✓ 투자이건 Buy와 적정주가 10만원으로 커버리지를 개시
- ✓ '17년도 영업이익은 3,611억원으로, '17년도 기준 PER 8.7배, PBR 1.1배
- ✓ PO의 타이트한 수급은 18년 이후에도 지속될 전망
- ✓ 글로벌 필름의 증설이 마무리 단계로 공급과잉 해소될 전망
- ✓ Tac대체필름, PVB 등의 고부가제품 확대에 따른 제품 믹스 효과

Buy(신규)

적정주가 (12개월) 100,000원
현재주가 (1.10) 79,300원
상승여력 26.1%

KOSPI	2,045.12pt
시가총액	19,945억원
발행주식수	2,515만주
유동주식비율	55.95%
외국인비중	19.77%
52주 최고/최저가	91,600원 / 54,300원
평균거래대금	94.8억원

주요주주(%)	
(주)코오롱	32.2
국민연금	13.5

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.78	5.45	23.71
상대주가	7.05	-0.07	21.68

주가그래프



투자의견 Buy와 적정주가 10만원 제시

투자의견 Buy, 적정주가 10만원으로 커버리지를 개시한다. 적정 주가는 SOTP(Sum of the Parts) 방식으로 산정했다. 특히 CPI 필름의 향후 시장 규모 확대와 동사의 우월 경쟁력을 바탕으로 고부가필름 기업의 배수를 10% 할증했다. 투자의견 Buy의 근거는 '17년 말 출하 예정인 CPI 필름 사업 가치 부각, (2) '18년 기준 사업 에어백과 스판본드 증설을 통한 외형 확대이다. 동사는 기존사업의 낮은 성장성과 신규 동력 부재로 주가의 상승폭이 제한되었으나, CPI 필름 출시와 기존사업 확대를 통한 실적 개선은 주가에 긍정적으로 작용할 전망이다. '17년도 이익 추정치 기준 PER 8.7배, PBR 1.1배 수준이다.

신규 성장 동력 발굴: CPI 필름

'17년 말 동사의 CPI 필름이 출하될 예정이다. 동사는 '16년 8월 CPI 필름 상업설비 투자 결정을 내렸다. 투자비용은 약 880 억원으로 생산능력 총 100만 m²으로 18년도 100% 정상가동을 계획한다. 초기 매출액은 약 2천억원이 예상되고, 시장 규모 확대를 감안하여 2,3 라인까지 증설할 계획이다. CPI 시장의 최초 진입자로 동사의 시장 지배력이 부각될 전망이다. 동사의 CPI 경쟁력이 우월한 이유는 (1) 뛰어난 내구성 보유, (2) 자체 코팅 기술을 보유하여 높은 표면강도 보유, (3) 광 투과율 때문이다.

기존 사업 확대: 산업자재 증설 확정

아라미드 소송 종료 이후 외형과 수익성 개선을 추구하던 동사는 기존 사업의 생산설비 증설을 확정했다. 북미/유럽의 에어백 수요 증가를 고려해 멕시코 공장 준공과 베트남 에어백 공장을 인수했다. 타이어코드와 아라미드 등 다수의 증설 계획이 있어 향후 외형 확대와 수익성 개선이 될 전망이다.

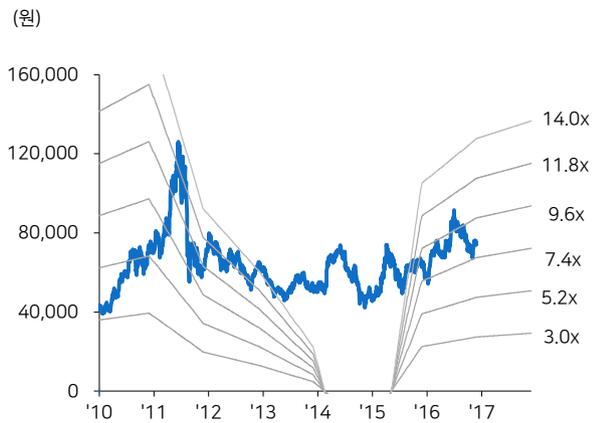
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	5,337.7	168.8	42.3	1,624	-62.9	61,865	29.8	0.8	8.7	2.3	136.4
2015	4,856.5	280.5	-144.3	-5,808	적전	58,629	n/a	1.1	7.3	-7.8	153.8
2016E	4,591.5	287.9	190.6	7,523	흑전	63,901	9.8	1.2	7.4	10.0	147.4
2017E	5,397.2	361.1	231.0	9,123	21.3	71,980	8.7	1.1	6.0	11.1	137.4
2018E	5,585.9	385.1	246.9	9,757	7.0	80,616	8.1	1.0	5.5	10.7	126.6

표22 코오롱인더 적정주가 산정 Valuation

사업가치 (A)	EBITDA('17E)	Fair Value	Multiple	비고
산업자재(십억원)	2,769	14,590	5.3	효성 등 평균
화학(십억원)	1,816	8,526	4.7	LG화학 등 평균
필름(십억원)	557	4,378	7.9	SKC 등 평균 10% 할증
패션부문(십억원)	1,119	5,702	5.1	한섬 등 평균
의류소재(십억원)	-330	-1,682	5.1	패션부문 multiple 적용
소계(십억원)	5,930	31,514		
자산가치 (B)	Book Value		비고	
매도가능금융자산	791			
관계기업 및 공동지배기업	6,486		하나캐피탈, SKC코오롱PI 등	
소계(십억원)	7,277			
총 기업가치 (C=A+B)	38,791			
순차입금/보증 (D)	13,401		2017 말 연결기준 순차입금 추정	
우선주가치(E)	924			
적정시가총액(C-D-E)	24,466			
발행주식수(천주)	25,120			
적정 주당 주주가치(원)	97,398			
적정주가(원)	100,000			

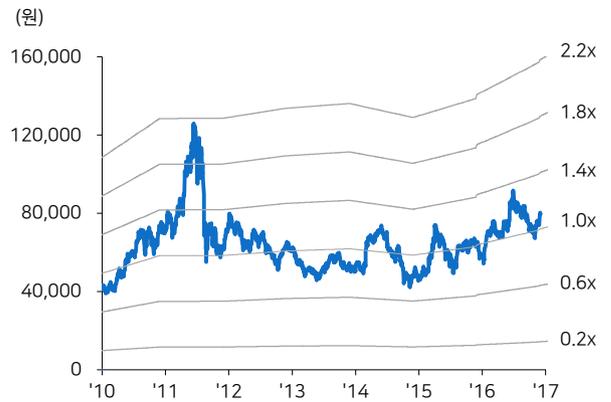
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림93 코오롱인더 PER Band Chart(12M Fwd)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림94 코오롱인더 PBR Band Chart(12M Trailing)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표23 코오롱인더 4Q16 Earnings Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,269.6	1,147.8	10.6	1,037.3	22.4	1,228.7	3.3
영업이익	76.1	62.3	22.2	48.1	58.2	80.4	-5.3
지배주주순이익	45.7	33.7	35.7	28.8	58.7	48.6	-6.0

자료: Fnguide, 코오롱인더, 메리츠증권증권 리서치센터

표24 코오롱인더 사업부문별 실적 추정

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1,150.5	1,134.2	1,037.3	1,269.6	1,273.0	1,349.1	1,275.1	1,500.0	4,856.5	4,591.5	5,397.2	5,585.9
산업자재	452.6	438.1	400.0	460.0	449.3	482.3	492.2	502.6	1,758.5	1,750.6	1,926.4	2,032.3
화학	215.7	200.0	195.6	215.2	262.6	266.6	268.6	270.1	1,018.7	826.5	1,067.9	1,103.8
필름/전자재료	118.4	118.5	121.8	129.1	129.0	131.7	135.2	135.8	502.3	487.8	531.7	571.9
패션	262.6	275.0	230.1	357.5	327.0	346.0	278.0	495.0	1,151.6	1,125.2	1,446.0	1,446.0
기타의류	101.2	102.6	89.8	107.8	105.1	122.5	101.2	96.4	425.3	401.4	425.2	432.0
영업이익	86.3	77.5	48.1	76.1	89.6	97.6	81.2	92.8	280.5	287.9	361.1	385.1
%OP	7.5%	6.8%	4.6%	6.0%	7.0%	7.2%	6.4%	6.2%	5.8%	6.3%	6.7%	6.9%
산업자재	39.4	40.6	31.0	37.8	41.8	47.3	49.0	46.8	144.1	148.8	184.7	204.5
화학	28.9	26.6	24.5	25.2	29.0	31.2	31.2	27.4	116.8	105.3	118.8	129.6
필름/전자재료	2.8	0.5	-0.5	-3.0	3.8	3.2	3.4	0.3	-3.4	-0.2	10.7	13.5
패션	14.8	16.4	-2.2	38.2	20.5	20.3	2.1	39.0	59.8	67.2	81.9	80.1
기타의류	0.3	-6.5	-4.7	-22.1	-5.5	-4.4	-4.4	-20.7	-36.8	-33.1	-34.9	-42.6
세전이익	55.9	64.3	29.6	47.6	59.9	65.6	53.4	61.2	-137.7	271.4	315.9	337.7
순이익(지배주주)	54.4	61.7	28.8	45.7	57.6	63.1	51.4	58.9	-144.3	190.6	231.0	246.9
% YoY												
매출액	-90.4%	-90.8%	-91.0%	-90.0%	10.7%	18.9%	22.9%	18.1%	-9.0%	-5.5%	17.5%	3.5%
영업이익	-87.6%	-89.9%	-92.3%	-89.5%	3.8%	26.0%	68.7%	22.0%	66.1%	2.7%	25.4%	6.6%
세전이익	흑전	-80.6%	-91.1%	-84.7%	7.1%	2.1%	80.6%	28.7%	적전	흑전	16.4%	6.9%
당기순이익	흑전	-80.4%	-91.5%	-86.3%	6.0%	2.3%	78.6%	28.7%	적전	흑전	21.2%	6.9%
% QoQ												
매출액	-91.0%	-1.4%	-8.5%	22.4%	0.3%	6.0%	-5.5%	17.6%				
영업이익	-88.1%	-10.2%	-37.9%	58.1%	17.7%	9.0%	-16.8%	14.3%				
세전이익	-82.0%	14.9%	-54.0%	60.9%	26.0%	9.5%	-18.6%	14.6%				
당기순이익	-83.7%	13.5%	-53.4%	59.1%	26.0%	9.5%	-18.6%	14.6%				

자료: 코오롱인더, 메리츠증권증권 리서치센터

코오롱인더스트리(120110)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	5,337.7	4,856.5	4,591.5	5,397.2	5,585.9
매출액증가율 (%)	1.4	-9.0	-5.5	17.5	3.5
매출원가	4,104.0	3,574.5	3,368.2	3,854.2	4,023.6
매출총이익	1,233.6	1,282.0	1,223.4	1,543.1	1,562.3
판매비와관리비	1,064.8	1,001.5	935.4	1,181.9	1,177.1
영업이익	168.8	280.5	287.9	361.1	385.1
영업이익률 (%)	3.2	5.8	6.3	6.7	6.9
금융수익	-67.6	-61.0	-38.7	-50.4	-41.9
중속/관계기업관련손익	39.6	29.3	33.7	18.0	6.5
기타영업외손익	-38.3	-386.4	-11.6	-12.8	-12.0
세전계속사업이익	102.5	-137.7	271.4	315.9	337.7
법인세비용	62.9	7.5	74.1	75.8	81.1
당기순이익	39.6	-145.1	197.3	240.1	256.7
지배주주지분 순이익	42.3	-144.3	190.6	231.0	246.9

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,938.1	1,944.7	2,109.0	2,318.9	2,520.3
현금및현금성자산	62.1	93.5	84.7	115.0	244.6
매출채권	882.7	815.9	780.7	804.3	830.5
재고자산	846.8	852.7	888.4	980.1	1,012.0
비유동자산	2,811.1	3,041.4	3,152.5	3,268.1	3,362.2
유형자산	2,151.0	2,152.9	2,176.9	2,193.4	2,272.9
무형자산	160.1	197.0	192.5	183.9	175.6
투자자산	340.6	434.9	593.7	701.5	724.4
자산총계	4,749.2	4,986.1	5,261.5	5,587.0	5,882.5
유동부채	1,791.6	1,828.4	2,038.7	2,063.7	2,100.8
매입채무	402.3	389.6	425.8	503.1	519.5
단기차입금	730.5	773.6	684.7	634.7	634.7
유동성장기부채	348.3	290.9	389.8	289.8	289.8
비유동부채	948.5	1,193.3	1,095.8	1,170.3	1,186.2
사채	224.9	257.6	187.5	187.5	187.5
장기차입금	540.5	562.2	497.5	497.5	497.5
부채총계	2,740.1	3,021.7	3,134.5	3,234.0	3,287.0
자본금	139.4	139.4	139.5	139.5	139.5
자본잉여금	906.5	907.2	911.4	911.4	911.4
기타포괄이익누계액	28.5	21.8	15.8	15.8	15.8
이익잉여금	890.9	742.1	888.3	1,105.2	1,338.0
비지배주주지분	124.7	132.4	150.4	159.5	169.2
자본총계	2,009.1	1,964.4	2,127.0	2,353.0	2,595.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	165.0	365.8	473.7	590.3	493.5
당기순이익(손실)	39.6	-145.1	197.3	240.1	256.7
유형자산감가상각비	189.0	188.0	190.7	195.5	200.5
무형자산상각비	2.5	5.8	8.9	8.7	8.3
운전자본의 증감	-157.0	229.1	-16.9	93.6	-13.9
투자활동 현금흐름	-175.2	-376.6	-328.6	-334.1	-291.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-245.9	-201.7	-222.9	-212.0	-280.0
투자자산의 감소(증가)	89.3	-65.0	-158.8	-107.7	-22.9
재무활동 현금흐름	-52.1	41.1	-145.2	-225.9	-72.0
차입금증감	13.1	39.9	-118.8	-148.9	0.2
자본의증가	0.5	0.8	4.3	0.0	0.0
현금의증가	-61.6	31.5	-8.9	30.3	129.6
기초현금	123.7	62.1	93.5	84.7	115.0
기말현금	62.1	93.5	84.7	115.0	244.6

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	212,665	193,397	182,716	214,590	222,091
EPS(지배주주)	1,624	-5,808	7,523	9,123	9,757
CFPS	15,367	5,412	20,485	22,762	23,396
EBITDAPS	14,358	18,889	19,401	22,476	23,615
BPS	61,865	58,629	63,901	71,980	80,616
DPS	500	500	500	500	500
배당수익률(%)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	29.8	n/a	9.8	8.7	8.1
PCR	3.1	11.6	3.6	3.5	3.4
PSR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
PBR	0.8	1.1	1.2	1.1	1.0
EBITDA	360.4	474.3	487.5	565.3	593.9
EV/EBITDA	8.7	7.3	7.4	6.0	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	-7.8	10.0	11.1	10.7
EBITDA 이익률	6.8	9.8	10.6	10.5	10.6
부채비율	136.4	153.8	147.4	137.4	126.6
금융비용부담률	1.4	1.4	1.4	1.2	1.0
이자보상배율(x)	2.3	4.0	4.5	5.7	6.6
매출채권회전율(x)	6.3	5.7	5.8	6.8	6.8
재고자산회전율(x)	6.3	5.7	5.3	5.8	5.6

Industry Indepth
2017. 1. 11

SKC 011790

도약의 발판 마련

▲ 정유/화학

Analyst **노우호**
02. 6098-6668
wooho.rho@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Buy와 적정주가 4,1만원 유지하고 화학업종 차 선호주로 제시
- ✓ 3Q16을 기점으로 전사 구조조정 마무리되며 실적 턴어라운드 단계
- ✓ '17년 PO의 타이트한 수급과 필름 공급과잉 해소
- ✓ 17년 고부가 필름 출시에 따라 제품 믹스 개선

Buy

적정주가 (12개월) 41,000원
현재주가 (1.10) 31,550원
상승여력 30.0%

KOSPI	2,045.12pt
시가총액	11,842억원
발행주식수	3,753만주
유동주식비율	52.12%
외국인비중	10.88%
52주 최고/최저가	33,900원 / 26,300원
평균거래대금	67.3억원

주요주주(%)	
SK(주)	43.3
국민연금	12.5

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.80	18.61	-2.17
상대주가	1.25	12.18	-0.98

주가그래프



4Q16 영업이익 438 억원으로 시장 예상치 상회할 전망

4Q16 영업이익 438 억원으로 연간 영업이익 1,522 억원을 달성할 전망이다. 4분기 중 실시된 울산공장 정기보수로 기회손실비용 약 100 억원 반영되겠다. 시장 예상치를 상회할 수 있는 근거는 (1) 화학부문 수요 호조, (2) 필름부문 구조조정 종료 이후 추가로 반영될 일회성 비용이 없고, (3) 투자자회사의 실전 정상화 때문이다.

17년 사업 정상화에 따른 실적 턴어라운드가 예상된다. 17년 연간 영업이익은 2,365 억으로 추정한다. 이는 지난 2년간 진행된 필름부문의 구조조정 종료와 글로벌 필름 수급이 개선되기 때문이다.

S-Oil의 PO 증설에 대한 우려는 과도한 수준

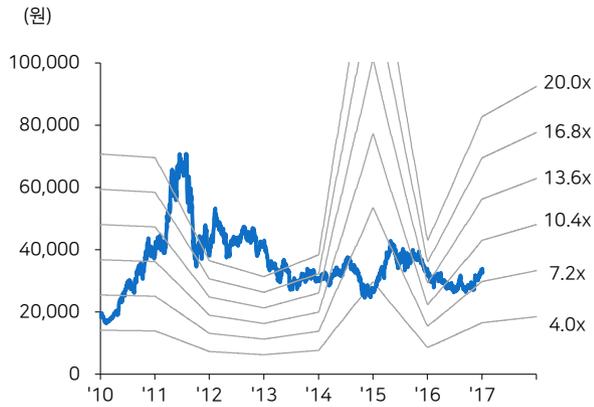
'18년 S-Oil의 PO 증설에 대한 우려는 과도하다. '18년에도 PO의 타이트한 수급이 이어지겠다. '20년까지 PO 수요는 255만톤/년이 증가할 전망이다. 공급은 157만톤/년이 증가하여 공급이 부족하겠다. 동사는 PG/PPG 등 다운스트림 확장 전략으로 자금률을 증가시킬 계획이다. 또한 합작사의 PU 시스템 하우스 증설을 통해 PO 자가소비량을 늘릴 계획이다. PO 업황 변화에 따른 변동성을 최소화시킬 수 있겠다.

필름부문, 공급과잉 해소 국면

PET 필름의 공급과잉은 완화되는 중이다. 연간 PET 필름 수요 증가는 30만톤/년, 신규 증설은 연간 '14년 70만톤/년, '15년 49만톤/년, '16년 50만톤/년으로 수요 증가를 상회했다. 현재까지 진행된 PET 필름 증설은 마무리되었고, 향후 계획된 신규 증설은 없다. 연평균 수요 성장률 6%를 감안하면 '17년부터 필름 업황은 개선될 전망이다.

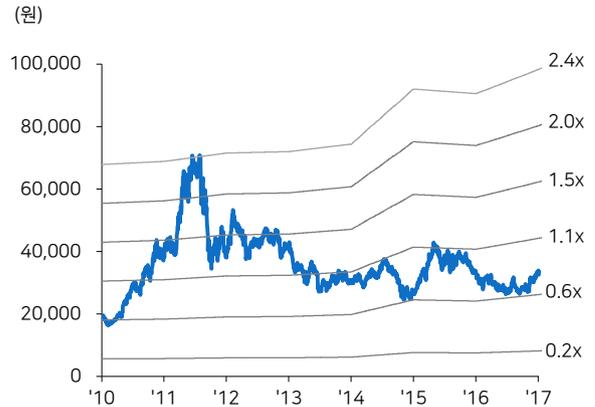
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	2,802.2	152.4	69.5	1,916	22.2	28,683	13.9	0.9	9.3	5.8	183.4
2015	2,564.8	218.1	272.2	7,426	287.6	35,276	4.6	1.0	7.9	20.5	137.0
2016E	2,359.1	152.2	80.2	2,153	-71.0	35,650	15.3	0.9	7.1	5.5	117.1
2017E	2,708.4	236.5	155.4	4,139	92.3	39,106	7.6	0.8	5.3	10.0	105.8
2018E	2,830.3	250.9	173.6	4,626	11.8	43,041	6.8	0.7	4.7	10.3	95.1

그림95 SKC PER Band Chart(12M Fwd)



자료: SKC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림96 SKC PBR Band Chart(12M Trailing)



자료: SKC, 메리츠증권증권 리서치센터

표25 SKC 사업부문별 실적 추정

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	566.4	581.0	569.9	641.8	621.5	676.6	717.3	693.0	2,564.8	2,359.1	2,708.4	2,830.3
필름부문	174.4	168.7	162.6	189.5	186.9	194.8	197.2	194.1	735.0	695.2	773.0	793.5
화학부문	182.1	198.8	179.5	192.5	212.5	227.7	233.2	225.9	881.2	752.9	899.2	947.1
자회사	209.9	241.4	272.8	259.7	222.1	254.0	286.9	273.0	948.6	983.8	1,036.1	1,089.8
영업이익	43.1	42.2	23.0	43.8	53.4	61.5	66.9	54.7	218.1	152.2	236.5	250.9
%OP	7.6%	7.3%	4.0%	6.8%	8.6%	9.1%	9.3%	7.9%	8.5%	6.5%	8.7%	8.9%
필름부문	5.0	-0.8	-19.7	8.0	11.1	13.2	14.5	10.0	32.4	-7.5	48.8	53.9
화학부문	31.8	32.8	26.5	25.6	36.2	39.0	40.4	35.8	169.9	116.7	151.4	159.2
자회사	6.3	10.1	12.5	10.2	6.1	9.3	12.1	8.9	15.8	39.1	36.3	37.8
세전이익	42.8	63.7	-35.8	27.9	42.8	50.9	56.0	42.9	370.0	115.5	192.6	209.2
순이익(지배주주)	25.4	45.7	-17.1	26.2	32.5	41.7	45.5	35.6	272.2	80.2	155.4	173.6
% YoY												
매출액	-19.2%	-8.1%	-9.8%	7.0%	9.7%	16.5%	25.9%	8.0%	-8.5%	-8.0%	14.8%	4.5%
영업이익	-29.8%	-28.8%	-57.9%	2.3%	23.9%	45.7%	190.9%	24.9%	43.1%	-30.2%	55.4%	6.1%
세전이익	14.1%	67.6%	적전	흑전	0.0%	-20.1%	흑전	53.8%	414.9%	-73.4%	95.3%	10.2%
당기순이익	11.9%	74.4%	적전	흑전	28.0%	-8.8%	흑전	35.9%	291.7%	-70.5%	93.8%	9.6%
% QoQ												
매출액	-5.5%	2.6%	-1.9%	12.6%	-3.2%	8.9%	6.0%	-3.4%				
영업이익	0.7%	-2.1%	-45.5%	90.4%	21.9%	15.2%	8.8%	-18.2%				
세전이익	흑전	48.8%	적전	흑전	53.4%	18.9%	10.0%	-23.4%				
당기순이익	흑전	79.9%	적전	흑전	24.0%	28.3%	9.1%	-21.8%				

자료: SKC, 메리츠증권증권 리서치센터

SKC(011790)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,802.2	2,564.8	2,359.1	2,708.4	2,830.3
매출액증가율 (%)	6.1	-8.5	-8.0	14.8	4.5
매출원가	2,361.3	2,065.2	1,944.7	2,201.0	2,306.5
매출총이익	440.9	499.6	414.4	507.4	523.8
판매비와관리비	288.6	281.5	262.2	270.8	272.9
영업이익	152.4	218.1	152.2	236.5	250.9
영업이익률 (%)	5.4	8.5	6.4	8.7	8.9
금융수익	-71.0	-64.2	-50.0	-46.9	-41.6
중속/관계기업관련손익	-6.1	-12.6	17.9	3.0	0.0
기타영업외손익	-3.4	228.8	-4.6	0.0	0.0
세전계속사업이익	71.9	370.0	115.5	192.6	209.2
법인세비용	28.6	124.4	27.9	46.2	50.2
당기순이익	43.3	245.6	58.2	146.4	159.0
지배주주지분 순이익	69.5	272.2	80.2	155.4	173.6

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	940.8	787.1	1,216.3	1,241.8	1,317.6
현금및현금성자산	51.6	38.5	527.7	502.3	552.3
매출채권	298.8	388.6	320.9	346.5	359.5
재고자산	325.6	283.8	298.3	322.1	334.2
비유동자산	2,745.9	2,901.1	2,170.5	2,214.6	2,216.5
유형자산	2,213.1	2,079.1	1,849.0	1,892.3	1,894.2
무형자산	174.7	145.8	144.3	142.9	141.9
투자자산	200.7	531.9	25.9	28.0	29.1
자산총계	3,686.8	3,688.2	3,386.8	3,456.4	3,534.1
유동부채	1,332.6	1,056.4	765.4	799.0	816.1
매입채무	289.9	237.0	253.7	273.9	284.2
단기차입금	345.4	362.1	251.6	251.6	251.6
유동성장기부채	472.5	300.4	92.2	92.2	92.2
비유동부채	1,053.2	1,075.5	1,061.2	977.9	906.3
사채	538.8	588.0	697.0	697.0	697.0
장기차입금	353.0	291.9	155.0	55.0	-25.0
부채총계	2,385.7	2,131.9	1,826.6	1,776.9	1,722.5
자본금	181.7	184.0	187.7	187.7	187.7
자본잉여금	157.1	125.5	137.4	137.4	137.4
기타포괄이익누계액	-3.9	6.5	3.7	3.7	3.7
이익잉여금	884.1	1,129.6	1,155.4	1,283.8	1,430.4
비지배주주지분	83.7	112.4	77.9	68.9	54.3
자본총계	1,301.0	1,556.3	1,560.3	1,679.6	1,811.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	189.5	108.5	242.1	262.3	278.6
당기순이익(손실)	43.3	245.6	58.2	146.4	159.0
유형자산감가상각비	129.9	136.2	120.3	116.7	118.1
무형자산상각비	6.9	6.6	4.0	1.3	1.0
운전자본의 증감	-38.0	-177.2	80.9	0.9	0.5
투자활동 현금흐름	-84.4	-96.2	499.1	-160.5	-121.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-133.8	-68.1	-99.0	-160.0	-120.0
투자자산의 감소(증가)	81.7	-343.8	523.9	0.9	-1.1
재무활동 현금흐름	-76.8	-26.4	-251.0	-127.0	-107.0
차입금증감	-0.1	-169.5	-346.7	-100.0	-80.0
자본의증가	3.3	-29.3	15.5	0.0	0.0
현금의증가	29.0	-13.1	489.2	-25.3	49.8
기초현금	22.6	51.6	38.5	527.7	502.4
기말현금	51.6	38.5	527.7	502.4	552.3

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	77,246	69,972	63,308	72,157	75,405
EPS(지배주주)	1,916	7,426	2,153	4,139	4,626
CFPS	7,919	10,370	7,226	8,648	9,112
EBITDAPS	7,972	9,844	7,418	9,445	9,858
BPS	28,683	35,276	35,650	39,106	43,041
DPS	550	750	750	750	750
배당수익률(%)	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	13.9	4.6	15.3	7.6	6.8
PCR	3.4	3.3	4.6	3.6	3.5
PSR	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7
EBITDA	289.2	360.8	276.4	354.5	370.0
EV/EBITDA	9.3	7.9	7.1	5.3	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.8	20.5	5.5	10.0	10.3
EBITDA 이익률	10.3	14.1	11.7	13.1	13.1
부채비율	183.4	137.0	117.1	105.8	95.1
금융비용부담률	2.6	2.4	1.7	1.4	1.2
이자보상배율(x)	2.1	3.6	3.7	6.2	7.2
매출채권회전율(x)	8.2	7.5	6.7	8.1	8.0
재고자산회전율(x)	8.6	8.4	8.1	8.7	8.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 1월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 1월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 1월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호)

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.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 증가대비 4등급	<p>Buy 추천기준일 증가대비 +20% 이상</p> <p>Trading Buy 추천기준일 증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Hold 추천기준일 증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0%

2016년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 이노베이션(096770) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2014.10.20	기업브리프	Buy	105,000	황유식	
2014.10.29	기업브리프	Buy	105,000	황유식	
2014.11.26	산업분석	Buy	120,000	황유식	
2015.01.15	산업브리프	Buy	120,000	황유식	
2015.02.06	기업브리프	Buy	120,000	황유식	
2015.07.24	기업브리프	Buy	120,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	Buy	120,000	황유식	
2015.10.26	기업브리프	Buy	160,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	Buy	160,000	황유식	
2015.12.07	산업브리프	Buy	160,000	황유식	
2016.01.18	기업브리프	Buy	160,000	황유식	
2016.02.04	기업브리프	Buy	160,000	황유식	
담당자 변경					
2016.06.09	산업분석	Buy	220,000	노우호	
2016.06.28	산업브리프	Buy	220,000	노우호	
2016.07.25	기업브리프	Buy	220,000	노우호	
2016.09.06	산업분석	Buy	220,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	240,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	240,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	240,000	노우호	

롯데케미칼(011170) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.12	기업브리프	Buy	220,000	황유식	
2015.01.15	산업브리프	Buy	220,000	황유식	
2015.02.09	기업브리프	Buy	220,000	황유식	
2015.03.09	산업브리프	Buy	220,000	황유식	
2015.03.10	산업분석	StrongBuy	290,000	황유식	
2015.03.25	기업브리프	StrongBuy	290,000	황유식	
2015.04.06	기업브리프	StrongBuy	290,000	황유식	
2015.04.29	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.05.12	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.06.03	산업분석	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.06.10	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.06.24	산업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.06.30	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.07.15	산업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.07.31	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.08.05	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.08.31	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.09.16	산업분석	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.11.02	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.11.06	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.12.07	산업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2016.02.03	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
담당자 변경					
2016.07.12	산업분석	Buy	430,000	노우호	
2016.07.20	산업브리프	Buy	430,000	노우호	
2016.07.29	기업브리프	Buy	430,000	노우호	
2016.08.05	산업브리프	Buy	430,000	노우호	
2016.08.19	산업브리프	Buy	430,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	480,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	480,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	480,000	노우호	

대한유화(006650) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.15	산업브리프	Buy	100,000	황유식	
2015.01.28	기업브리프	Buy	100,000	황유식	
2015.03.09	산업브리프	Buy	100,000	황유식	
2015.03.10	산업분석	StrongBuy	150,000	황유식	
2015.03.16	기업브리프	StrongBuy	150,000	황유식	
2015.04.15	기업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.04.30	기업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.06.03	산업분석	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.06.24	산업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.07.06	기업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.07.15	산업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.07.29	기업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.09.16	산업분석	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	StrongBuy	310,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	StrongBuy	310,000	황유식	
2015.12.07	산업브리프	StrongBuy	310,000	황유식	
2016.01.27	기업브리프	StrongBuy	310,000	황유식	
담당자 변경					
2016.07.12	산업분석	Buy	330,000	노우호	
2016.07.20	산업브리프	Buy	330,000	노우호	
2016.07.28	기업브리프	Buy	330,000	노우호	
2016.08.05	산업브리프	Buy	330,000	노우호	
2016.08.19	산업브리프	Buy	330,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	370,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	370,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	370,000	노우호	

LG 화학(051910) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.15	산업브리프	Buy	300,000	황유식	
2015.01.27	기업브리프	Buy	300,000	황유식	
2015.03.09	산업브리프	Buy	300,000	황유식	
2015.03.10	산업분석	Buy	300,000	황유식	
2015.04.10	기업브리프	Buy	300,000	황유식	
2015.04.20	기업브리프	Buy	360,000	황유식	
2015.06.24	산업브리프	Buy	360,000	황유식	
2015.07.06	기업브리프	Buy	360,000	황유식	
2015.07.15	산업브리프	Buy	360,000	황유식	
2015.07.20	기업브리프	Buy	360,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	Buy	400,000	황유식	
2015.10.19	기업브리프	Buy	400,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	Buy	400,000	황유식	
2015.12.07	산업브리프	Buy	400,000	황유식	
2016.01.27	기업브리프	Buy	400,000	황유식	
담당자 변경					
2016.07.12	산업분석	Buy	370,000	노우호	
2016.07.20	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2016.07.22	기업브리프	Buy	370,000	노우호	
2016.08.11	기업브리프	Buy	370,000	노우호	
2016.08.19	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	370,000	노우호	
2016.10.19	기업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	370,000	노우호	

S-Oil(010950) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.15	산업브리프	Buy	75,000	황유식	
2015.07.23	기업브리프	Buy	75,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	Buy	75,000	황유식	
담당자 변경					
2016.06.09	산업분석	Buy	110,000	노우호	
2016.06.28	산업브리프	Buy	110,000	노우호	
2016.07.26	기업브리프	Buy	110,000	노우호	
2016.09.06	산업분석	Buy	110,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	130,000	노우호	
2016.10.28	기업브리프	Buy	130,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	130,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	130,000	노우호	

한화케미칼(009830) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.09.16	산업분석	Buy	27,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	Buy	27,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	Buy	27,000	황유식	
2015.11.16	기업브리프	Buy	27,000	황유식	
담당자 변경					
2016.07.12	산업분석	Buy	30,000	노우호	
2016.07.20	산업브리프	Buy	30,000	노우호	
2016.08.16	기업브리프	Buy	39,000	노우호	
2016.08.19	산업브리프	Buy	39,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	39,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	39,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	39,000	노우호	

금호석유화학(011780) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.15	산업브리프	Buy	100,000	황유식	
2015.02.05	기업브리프	Buy	120,000	황유식	
2015.08.06	기업브리프	Buy	90,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	Buy	80,000	황유식	
2016.10.11	산업분석	Buy	100,000	담당자 변경 노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	100,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	100,000	노우호	

코오롱인더스트리(120110) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.15	산업브리프	Buy	75,000	황유식	
2015.05.04	기업브리프	Buy	75,000	황유식	
2015.05.11	기업브리프	Buy	90,000	황유식	
2015.08.06	기업브리프	Buy	90,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	Buy	90,000	황유식	
2015.11.23	기업브리프	Buy	90,000	황유식	
2016.02.17	기업브리프	Buy	90,000	황유식	
2017.01.11	산업분석	Buy	100,000	담당자 변경 노우호	

SKC(011790) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.12	기업브리프	Buy	45,000	황유식	
2015.01.15	산업브리프	Buy	45,000	황유식	
2015.02.13	기업브리프	Buy	45,000	황유식	
2015.03.09	산업브리프	Buy	45,000	황유식	
2015.04.10	기업브리프	Buy	50,000	황유식	
2015.04.23	기업브리프	Buy	55,000	황유식	
2015.08.07	기업브리프	Buy	55,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	Buy	55,000	황유식	
2016.10.11	산업분석	Buy	41,000	담당자 변경 노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	41,000	노우호	