

2017. 6. 26



▲ 정유/화학

Analyst **노우호**

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

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

관심종목

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

정유/화학

업황 회복의 첫 단추가 맞춰지다

- ✓ 1H17 화학업종 주가 둔화는 재고소진과 유가 약세에 따른 관망세 수요의 결과
- ✓ 2Q17E 롯데케미칼(6,411억원), LG화학(7,195억원) 등 영업이익의 QoQ 하락 불가피
- ✓ 화학 회복의 Key-word: Non-에틸렌 계열 중 부타디엔 첫 반등과 MEG 상승 지속
- ✓ 2H17 NCC Up-cycle 재현될 전망: 재고소진에 따른 수요 회복과 유가 상승
- ✓ 투자의견 비중확대와 최선호주 SK이노베이션, 롯데케미칼, 대한유화 유지

1H17 Review: 유가 하락과 제품별 재고소진에 따른 수요 둔화

2월 중국 춘절 연휴 이후 수요 둔화에 따른 제품별 가격 하락, 이에 따른 화학업종 주가도 부진했다. 상반기 인도 OPAL의 NCC(110만톤/연) 신규 가동을 제외하면 크래커 신증설이 부재했고, 상반기에 집중된 정기보수로 공급 감소라는 긍정적 모멘텀이 존재했다. 그럼에도 수급 악화 요인은 (1) 재고량 증가, (2) 유가 약세에 따른 관망세 수요가 지속된 결과이다.

2H17 NCC Up-cycle 재현: BD 등 비-에틸렌을 중심으로 발생할 전망

상반기 화학업종 주가 부진은 (1) 제품가격 하락에 따른 기업별 이익 peak-out 논란, (2) 미국 ECC 신규가동에 따른 공급과잉 우려감으로 보인다. 2분기 화학 기업들의 영업이익은 감익이 불가피하다(롯데케미칼 6,411억원으로 -21% QoQ, LG화학 7,195억원 -9% QoQ). 2분기 영업이익 하락은 이미 주가에 반영되었고, 현재 눈높이는 하반기 업황 회복에 맞춰져있다. 6월 현재 상반기에 악화된 수급여건은 개선 중이다. (1) SM과 MEG를 중심으로 전 제품 재고량이 감소되며 재고확충수요 발생 가능성, (2) 유가 회복에 따른 선 구매 수요가 나타날 전망이다. 6월 현재 SM과 MEG의 재고량은 각각 7.7만톤(고점대비 -57%), 60만톤(고점대비 -11%)으로 감소, 제품가격이 회복(5월 이후 각각 +4%, +5% 상승) 중이다. 부타디엔은 910달러(+10% w-w)로 거래되며 4개월만에 처음으로 상승했다. 부타디엔은 글로벌 증설 부재 등으로 펀더멘털이 강화됨에 불구, 다운스트림 타이어 업황 부진에 따른 합성고무 재고량 증가의 결과로 가격이 하락했다. 부타디엔은 저점(825달러/톤) 이후 점진적 회복이 예상된다. 이는 (1) 중국 내 고무 재고량 증가폭 둔화, (2) 부타디엔 단기 수급 개선(중국 Sinopec Qilu 25만톤 합성고무 재가동에 따른 수요 회복한 반면, 인도네시아 Chandra Asri 크래커(10만톤/연) 화재 이후 낮아진 가동률(90%)과 7월 말레이시아 LC Titan BD(10만톤/연) 정기보수에 따른 공급 감소 효과) 때문이다. 5월 MEG와 SM의 재고량 감소 및 가격 상승, 6월 BD 첫 반등으로 업황 회복의 모멘텀을 갖추었다는 판단, 하반기 강한 회복을 예상된다.

2H17 최선호주 SK이노베이션, 롯데케미칼, 대한유화 제시

7월을 기점으로 수요 회복과 유가 안정화에 따른 스프레드 개선이 강하게 나타날 전망이다. 17년 타이트한 수급 기조가 유효한 가운데, 수요 회복에 따른 제품가격 상승이 예상된다. 현재 롯데케미칼과 대한유화는 각각 PBR 기준 1.0배, 1.1배에서 거래되고 있고, 하반기 업황 반등에 따른 이익 회복을 감안하면 저평가 상태다. 이에 SK이노베이션, 롯데케미칼과 대한유화를 최선호주로 제시한다.

표1 커버리지 기업별 2Q17 실적 추정내역								
(십억원)		2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
SK이노베이션	매출액	9,769.0	10,280.2	-5.0	11,387.1	-14.2	11,159.2	-12.5
	영업이익	477.3	1,119.5	-57.4	1,004.3	-52.5	811.9	-41.2
	순이익(지배)	323.7	611.4	-47.1	847.0	-61.8	519.6	-37.7
S-Oil	매출액	4,471.7	4,198.4	6.5	5,200.2	-14.0	4,929.4	-9.3
	영업이익	231.7	640.9	-63.8	333.5	-30.5	381.6	-39.3
	순이익(지배)	168.6	443.6	-62.0	393.9	-57.2	242.5	-30.5
롯데케미칼	매출액	3,516.8	3,441.1	2.2	3,996.0	-12.0	3,762.9	-6.5
	영업이익	641.1	693.9	-7.6	814.8	-21.3	694.4	-7.7
	순이익(지배)	493.6	459.7	7.4	640.2	-22.9	518.7	-4.8
대한유화	매출액	171.5	404.7	-57.6	434.6	-60.5	307.3	-44.2
	영업이익	18.8	98.5	-80.9	107.8	-82.6	47.8	-60.7
	순이익(지배)	16.9	76.1	-77.8	76.7	-78.0	33.5	-49.6
LG화학	매출액	6,191.4	5,219.2	18.6	6,486.7	-4.6	6,315.4	-2.0
	영업이익	719.5	612.5	17.5	796.9	-9.7	677.2	6.3
	순이익(지배)	497.4	376.9	32.0	531.5	-6.4	466.1	6.7
한화케미칼	매출액	2,596.1	2,392.2	8.5	2,191.3	18.5	2,304.6	12.7
	영업이익	226.5	293.6	-22.9	196.6	15.2	196.0	15.6
	순이익(지배)	225.5	299.8	-24.8	321.3	-29.8	197.1	14.4
금호석유	매출액	1,186.0	1,011.5	17.3	1,408.2	-15.8	1,204.7	-1.6
	영업이익	41.7	65.4	-36.2	65.7	-36.6	50.3	-17.1
	순이익(지배)	29.8	45.0	-33.8	69.1	-56.8	32.3	-7.6
코오롱인더	매출액	1,294.6	1,134.2	14.1	1,150.1	12.6	1,213.8	6.7
	영업이익	66.5	77.5	-14.2	45.8	45.3	69.1	-3.8
	순이익(지배)	39.7	61.7	-35.7	25.8	53.7	47.2	-15.8
SKC	매출액	595.9	581.0	2.6	587.0	1.5	602.1	-1.0
	영업이익	45.4	42.2	7.6	37.8	20.1	45.2	0.6
	순이익(지배)	23.3	45.7	-49.0	22.1	5.6	30.4	-23.4

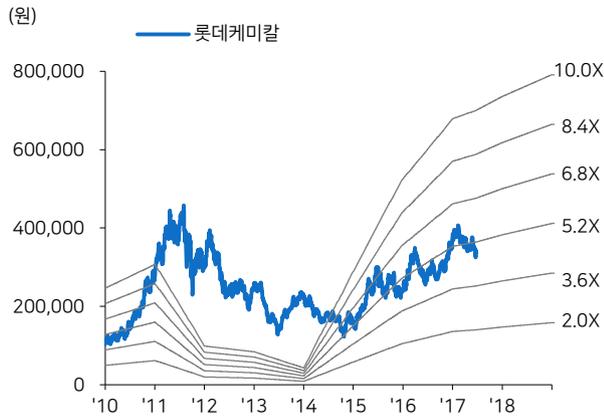
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 롯데케미칼 통합스프레드: 제품가격 상승에 따른 스프레드 회복 중



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 롯데케미칼 PER Band Chart(12M Fwd 기준)



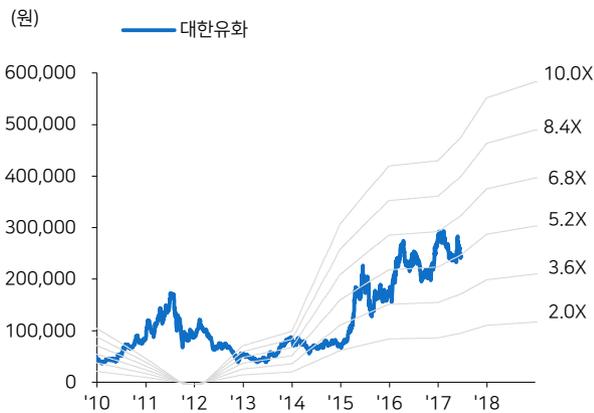
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 롯데케미칼 PBR Band Chart(12M Trailing 기준)



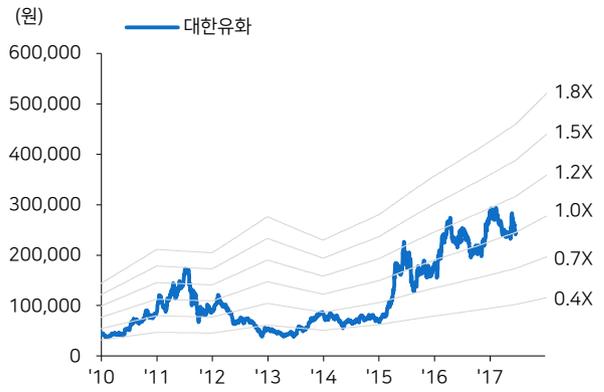
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 대한유화 PER Band Chart(12M Fwd 기준)



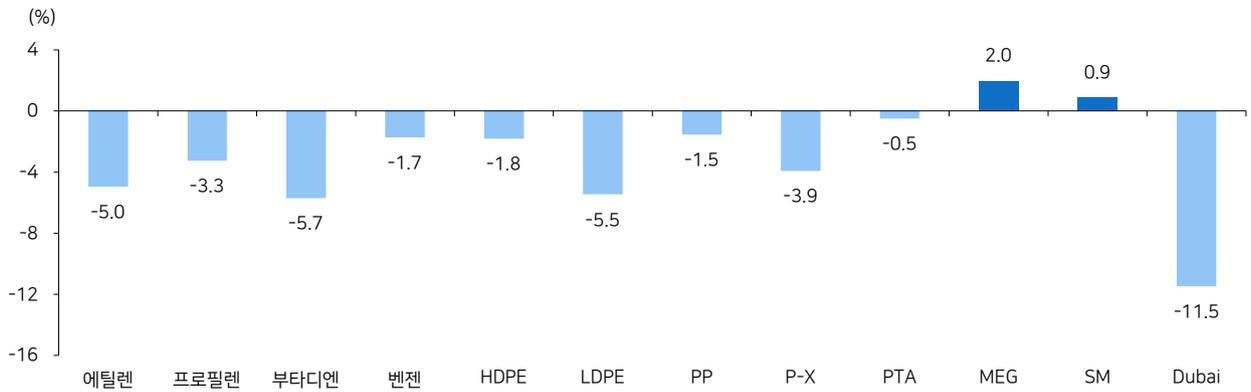
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 대한유화 PER Band Chart(12M Trailing 기준)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 6월 이후 제품별 가격 추이: 재고소진에 따른 MEG와 SM 가격 회복, 타이트한 공급에 따른 부타디엔 가격 반등



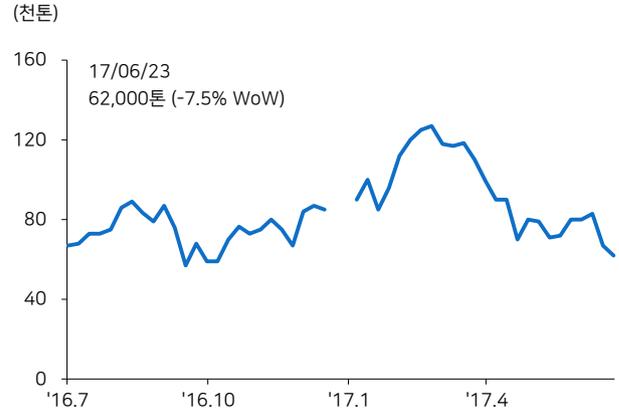
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 중국 동부 SM 재고량 추가 감소한 7.7만톤(-2.5% w-w)



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 중국 동부 M-X 재고량 감소



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 중국 동부 MEG 재고량 감소: 60만톤(-4.8% w-w)



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 톨루엔 재고량 감소



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 연초대비 감소한 중국 내 고무 재고량



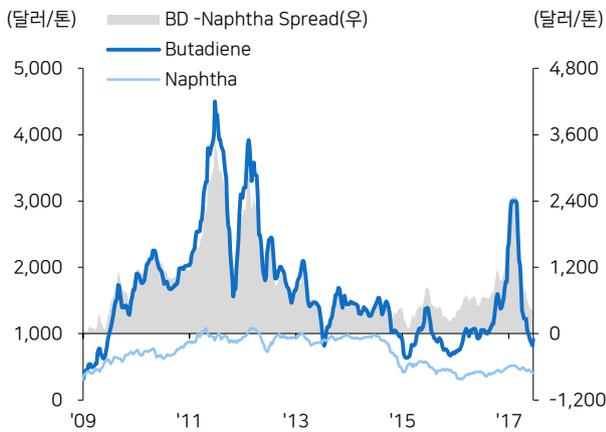
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 연초대비 증가 속도가 둔화된 중국 내 합성고무 재고량



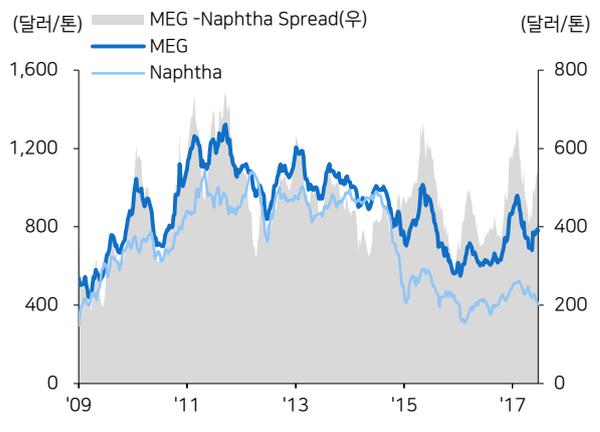
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 부타디엔: 910달러/톤(+10% w-w)으로 첫 반등



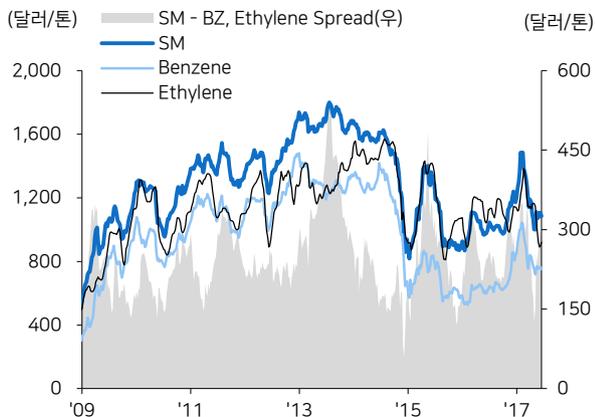
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 MEG: 재고소진에 따른 상승



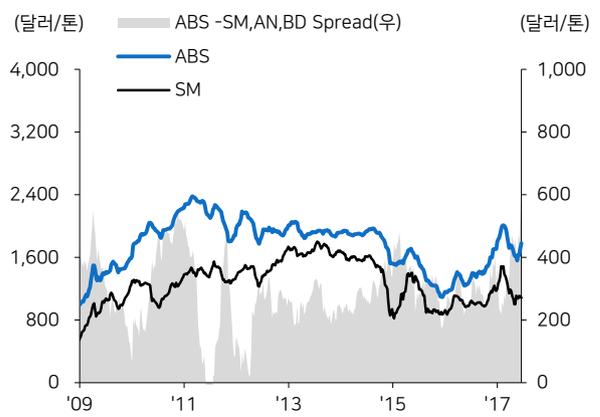
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 SM: 수요회복에 따른 가격 회복 국면



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 ABS: 원재료(SM)의 가격 상승 전가 효과 발생



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 6월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 6월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 6월 26일 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	Buy 추천기준일 증가대비 +20% 이상 Trading Buy 추천기준일 증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 Hold 추천기준일 증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 Sell 추천기준일 증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 이노베이션(096770) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
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	
2017.02.06	기업브리프	Buy	240,000	노우호	
2017.02.06	산업브리프	Buy	240,000	노우호	
2017.03.03	산업브리프	Buy	240,000	노우호	
2017.04.05	산업분석	Buy	240,000	노우호	
2017.04.26	기업브리프	Buy	240,000	노우호	
2017.05.30	산업분석	Buy	240,000	노우호	
2017.06.12	산업브리프	Buy	240,000	노우호	
2017.06.26	산업브리프	Buy	240,000	노우호	

S-Oil(010950) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
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	
2017.02.03	기업브리프	Buy	130,000	노우호	
2017.04.19	기업브리프	Buy	130,000	노우호	
2017.05.30	산업분석	Buy	130,000	노우호	
2017.06.12	산업브리프	Buy	130,000	노우호	
2017.06.26	산업브리프	Buy	130,000	노우호	

롯데케미칼(011170) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
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	
2017.02.03	기업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.02.06	산업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.02.21	산업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.03.03	산업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.04.05	산업분석	Buy	480,000	노우호	
2017.04.28	기업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.05.30	산업분석	Buy	480,000	노우호	
2017.06.26	산업브리프	Buy	480,000	노우호	

대한유화(006650) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
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	
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	
2017.01.25	기업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.02.06	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.02.21	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.03.03	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.04.06	기업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.04.27	기업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.05.30	산업분석	Buy	370,000	노우호	
2017.06.26	산업브리프	Buy	370,000	노우호	

LG 화학(051910) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
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	
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	
2017.01.31	기업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.02.06	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.02.21	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.03.03	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.04.05	산업분석	Buy	370,000	노우호	
2017.04.20	기업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.06.26	산업브리프	Buy	370,000	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	
2017.02.06	산업브리프	Buy	39,000	노우호	
2017.02.24	기업브리프	Buy	39,000	노우호	
2017.03.03	산업브리프	Buy	39,000	노우호	
2017.04.05	산업분석	Buy	39,000	노우호	
2017.05.12	기업브리프	Buy	39,000	노우호	
2017.05.30	산업분석	Buy	39,000	노우호	
2017.06.26	산업브리프	Buy	39,000	노우호	

금호석유화학(011780) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.08.06	기업브리프	Buy	90,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	Buy	80,000	황유식	
				담당자 변경	
2016.10.11	산업분석	Buy	100,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	100,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	100,000	노우호	
2017.02.06	산업브리프	Buy	100,000	노우호	
2017.02.21	산업브리프	Buy	100,000	노우호	
2017.03.03	산업브리프	Buy	100,000	노우호	
2017.04.05	산업분석	Buy	100,000	노우호	
2017.05.02	기업브리프	Buy	100,000	노우호	
2017.05.30	산업분석	Buy	100,000	노우호	
2017.06.26	산업브리프	Buy	100,000	노우호	

코오롱인더스트리(120110) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
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	
				담당자 변경	
2017.01.11	산업분석	Buy	100,000	노우호	
2017.02.09	기업브리프	Buy	100,000	노우호	
2017.06.26	산업브리프	Buy	100,000	노우호	

SKC(011790) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
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	
2017.02.10	기업브리프	Buy	41,000	노우호	
2017.06.26	산업브리프	Buy	41,000	노우호	