

2017. 7. 10



## ▲ 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

2Q17 Preview: 일시적 둔화,  
하반기 이익 회복에 집중할 시점

- ✓ 2Q17E 유가 약세와 Re-stocking 수요의 부작용(제품가 하락)으로 이익 감소 불가피
- ✓ 2Q17E 정유기업 이익은 예상치 하회, 반면 화학기업은 컨센서스에 부합할 전망
- ✓ 정유: 2H17 유가 회복과 경기회복에 따른 정제마진 개선, 배당 모멘텀 장착
- ✓ 화학: 2H17 재고소진과 유가 반등에 따른 NCC Up-Cycle 재현될 전망
- ✓ 투자이건 비중확대와 최선호주 SK이노베이션, 롯데케미칼, 대한유화 유지

## 2Q7 Preview: 유가 약세, 수요 둔화에 따른 이익 감소 불가피

2Q17 정유/화학 업종 이익 감소는 불가피하다. 이는 (1) 유가 하락(-6.4% QoQ), (2) Re-Stocking의 부작용에 따른 제품가격 하락의 결과이다. 2분기 정유기업의 영업이익은 SK이노베이션 4,773억원, S-Oil 2,317억원으로 시장 예상치를 하회할 전망이다. 시장 예상치의 추가 조정이 예상된다. 반면, 화학기업의 영업이익은 롯데케미칼 6,411억원, LG화학 7,195억원으로 낮아진 예상치에 부합할 전망이다.

## 2H17 정유/화학 반등의 서막: 결국 유가 회복과 수요 개선이 핵심

2Q17 일시적 이익 둔화를 빌미로 peak-out의 비관적 관점이 존재하나, 여전히 NCC 중심의 Up-cycle은 진행 중이다. 상반기 제품가격 하락에 가장 큰 영향을 미친 변수는 유가였다. 유가 약세에 따른 Inflation 효과 미미, 선수요가 소멸되며 부타디엔을 비롯한 주요 제품들의 가격이 급락했다.

6월을 기점으로 상반기 업황 부진을 견인한 요소가 해소되었다는 점이 하반기 업황을 긍정적으로 판단할 근거가 되겠다. 유가 회복으로 부정적センチ먼트가 해소되었다는 점과 재고량 감소에 따른 재고 확충 수요 발생 가능성이 높아지며 하반기 이익 회복을 예상한다. 2H17 유가는 60달러/배럴로 상승을 예상하는 바, 재고 소진에 따른 Re-stocking과 선수요 발생 가능성과 타이트한 공급 기조 속, 기초유분을 중심으로 제품가격 상승과 마진 확대가 예상되기 때문이다.

재고확충의 부작용으로 가장 큰 폭으로 하락했던 부타디엔은 825달러/톤을 저점으로 975달러/톤까지 상승했다. 또한 MEG와 SM을 비롯한 주요 화학제품들의 재고량이 준절 연휴 이전 재고량 수준으로 감소했다는 점은 수요 회복 구간 진입 직전이란 판단이다. 재고량 정상화와 유가 상승에 따라 하반기 실적 개선이 기대되는 대목이다.

정유사들은 휘발유 계절적 성수기 도래에 따른 수요 증가와 등/경유 마진 개선으로 수익성도 개선되겠다. 17년 일본 소재 정제설비(26.8만배럴/일 폐쇄와 하반기에 집중된 역내 정기보수로 타이트한 공급이 예상된 가운데, 19년까지 유의미한 정제설비 신규 가동이 제한된 점은 중장기적 펀더멘털 강화 요인으로 판단된다.

## 2H17 이익 회복의 최대 수혜주는 SK 이노베이션, 롯데케미칼, 대한유화

정제마진 개선에 따른 본업의 회복과 배당 모멘텀을 갖춘 SK이노베이션을 정유업 최선호주로 제시한다. 롯데케미칼은 현대케미칼 가동에 따른 아로마틱스 수익성 개선, 부타디엔 등 비-에틸렌 계열의 반등에 따른 이익 창출 체력이 강화되었다. 대한유화는 증설에 의한 실적 우상향이 예상된다.

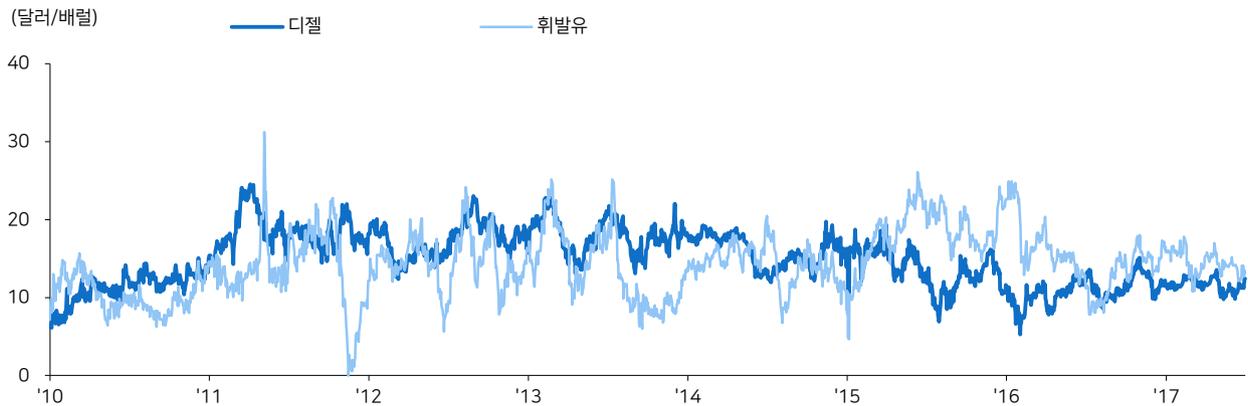
## 정유/화학 Indicator

**그림1** Dubai 유가와 정제마진 추이: 휘발유 성수기 수요 도래와 제조업 지수 개선에 따른 중질유 마진 상승이 정제마진 확대를 견인



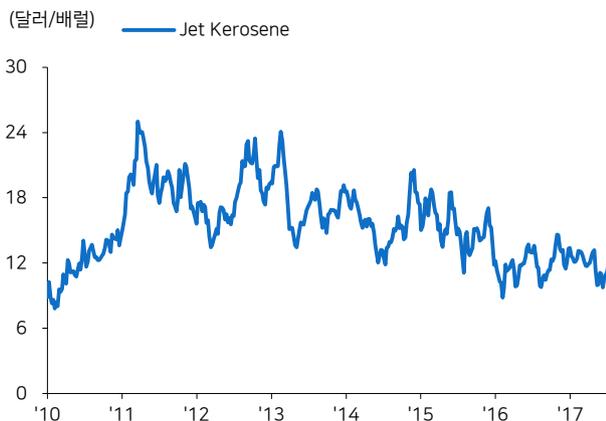
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림2** 디젤(중국 제조업 지수와 상관계수가 높은) 마진 개선: 중국 차이신 PMI 제조업지수 개선과 함께 디젤 마진 확대 중



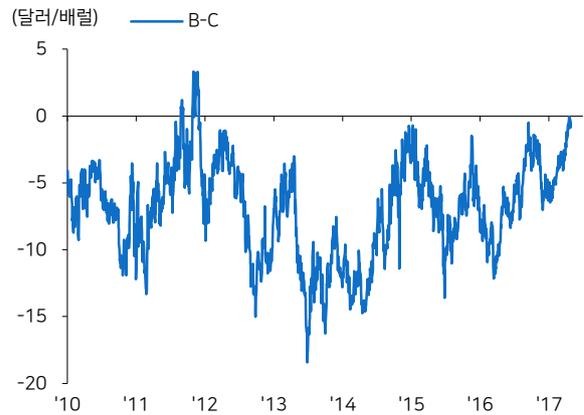
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**그림3** Jet 유 마진 일시적 둔화



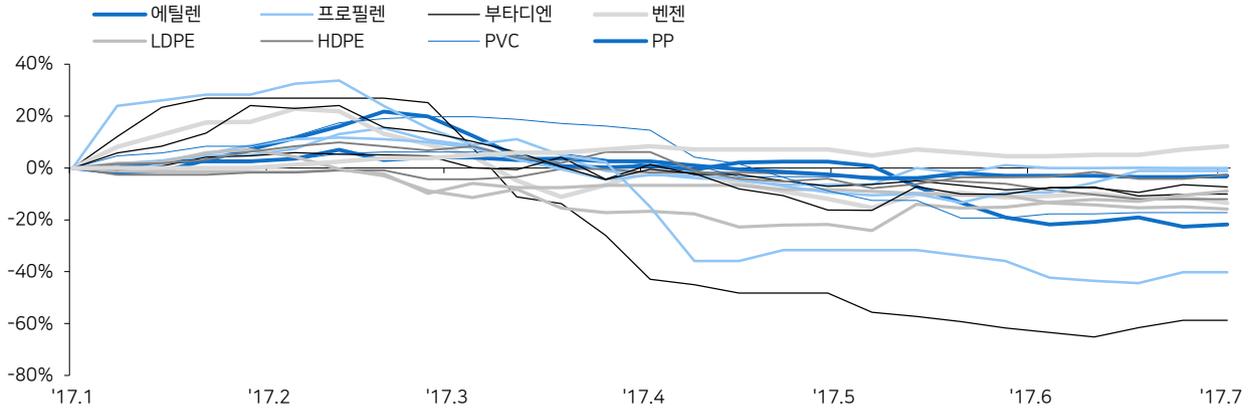
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**그림4** 수요 증가에 따른 B-C 마진 확대 구간



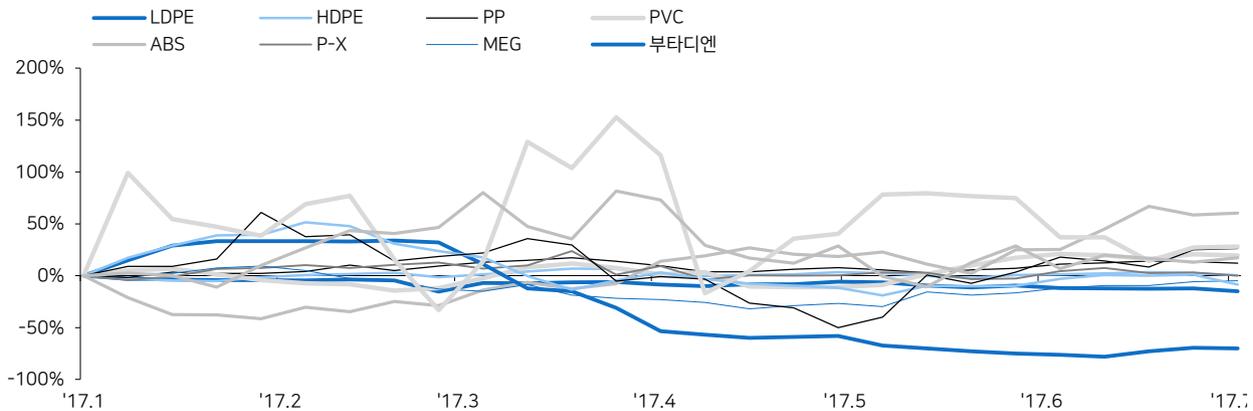
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**그림5 연초 발생한 Re-stocking의 부작용(재고량 증가)에 따른 가격 하락으로 2분기 실적 부진할 전망**



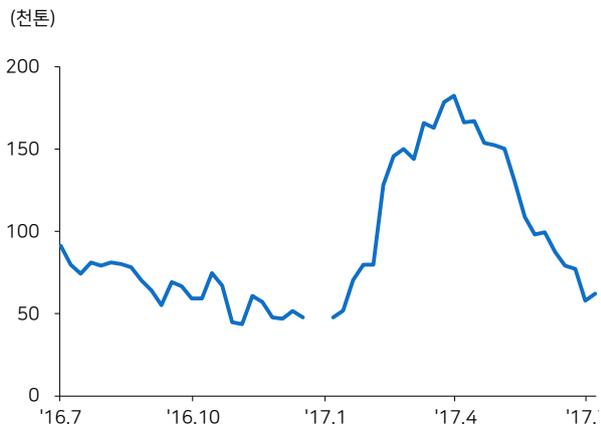
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림6 연초 이후 주요 제품별 스프레드 변화**



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림7 중국 동/서부 SM 재고량 감소**



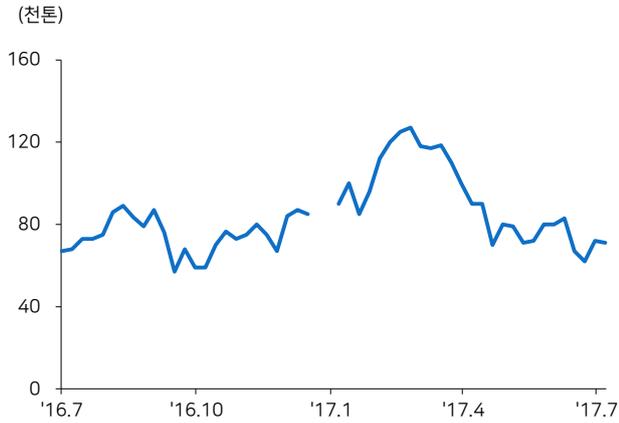
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림8 중국 동부 MEG 재고량 변화**



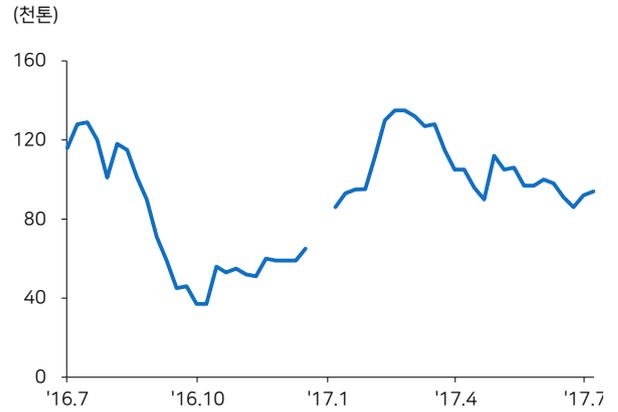
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 중국 동/서부 M-X 재고량



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 중국 동/서부 톨루엔 재고량



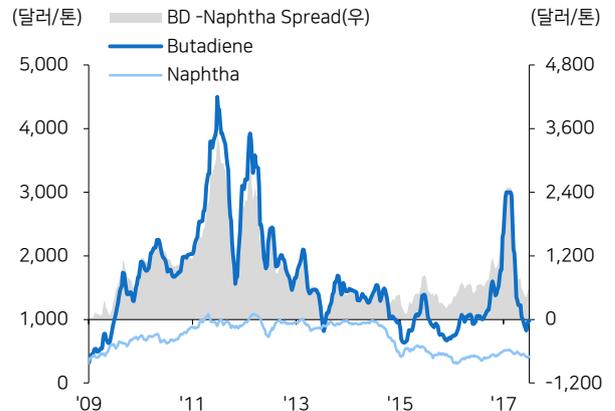
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 상승폭이 둔화된 중국 내 합성고무 재고량



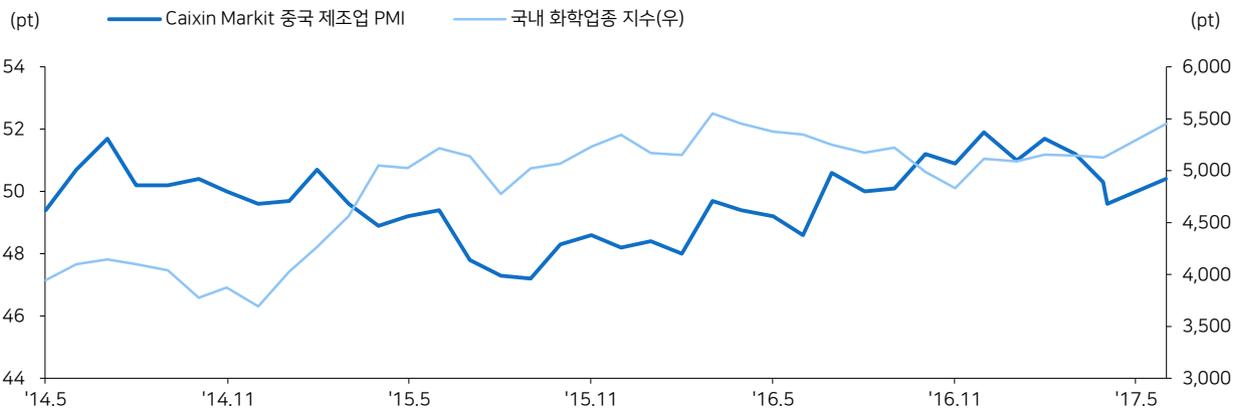
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 추가 상승여력을 갖춘 부타디엔



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 중국 Caixin 제조업 지수와 화학업종 주가 추이



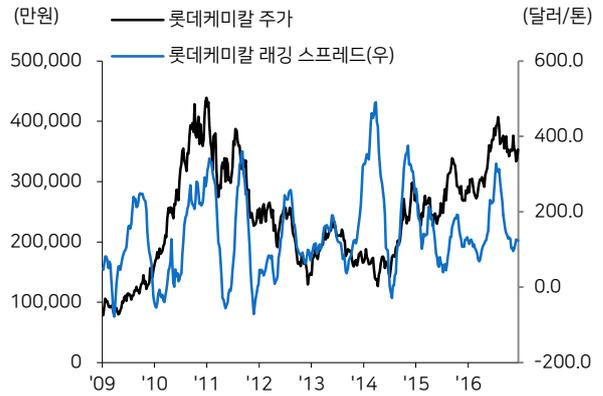
자료: Bloomberg, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 롯데케미칼 스팟 스프레드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 롯데케미칼 래깅 스프레드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 LG화학 스팟 스프레드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 LG화학 래깅 스프레드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 대한유화 스팟 스프레드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림19 대한유화 래깅 스프레드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 커버리지 기업별 2Q17E 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	10,984.5	-11.1
	영업이익	477.3	1,119.5	-57.4	1,004.3	-52.5	654.6	-27.1
	순이익(지배)	323.7	611.4	-47.1	847.0	-61.8	405.4	-20.1
S-Oil	매출액	4,471.7	4,198.4	6.5	5,200.2	-14.0	4,836.9	-7.6
	영업이익	231.7	640.9	-63.8	333.5	-30.5	295.0	-21.5
	순이익(지배)	168.6	443.6	-62.0	393.9	-57.2	217.9	-22.6
롯데케미칼	매출액	3,516.8	3,441.1	2.2	3,996.0	-12.0	3,672.1	-4.2
	영업이익	641.1	693.9	-7.6	814.8	-21.3	649.7	-1.3
	순이익(지배)	493.6	459.7	7.4	640.2	-22.9	494.1	-0.1
대한유화	매출액	171.5	404.7	-57.6	434.6	-60.5	241.3	-28.9
	영업이익	18.8	98.5	-80.9	107.8	-82.6	19.8	-5.1
	순이익(지배)	16.9	76.1	-77.8	76.7	-78.0	13.6	24.3
LG화학	매출액	6,191.4	5,219.2	18.6	6,486.7	-4.6	6,187.3	0.1
	영업이익	719.5	612.5	17.5	796.9	-9.7	670.8	7.3
	순이익(지배)	497.4	376.9	32.0	531.5	-6.4	466.9	6.5
한화케미칼	매출액	2,596.1	2,392.2	8.5	2,191.3	18.5	2,284.5	13.6
	영업이익	226.5	293.6	-22.9	196.6	15.2	198.7	14.0
	순이익(지배)	225.5	299.8	-24.8	321.3	-29.8	201.4	12.0
금호석유	매출액	1,186.0	1,011.5	17.3	1,408.2	-15.8	1,174.4	1.0
	영업이익	41.7	65.4	-36.2	65.7	-36.6	46.2	-9.7
	순이익(지배)	29.8	45.0	-33.8	69.1	-56.8	30.3	-1.7
코오롱인더	매출액	595.9	581.0	2.6	587.0	1.5	596.0	0.0
	영업이익	45.4	42.2	7.6	37.8	20.1	43.7	3.9
	순이익(지배)	26.3	45.7	-42.5	22.1	19.2	28.8	-8.7
SKC	매출액	1,294.6	1,134.2	14.1	1,150.1	12.6	1,209.2	7.1
	영업이익	66.5	77.5	-14.2	45.8	45.3	65.3	1.8
	순이익(지배)	39.7	61.7	-35.7	25.8	53.7	45.7	-13.1

자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2Q17 Preview

### 회복되는 화학 업황

Re-stocking 수요의 부작용  
재고량 증가

2월 중국 춘절 연휴 이후 Re-stocking 수요의 휴유증은 상당했다. MEG를 비롯한 주요 제품들의 재고량이 증가했고, 주요 제품들의 가격이 급락했다. 중국 춘절 이후, 중국 내 MEG 재고량은 68만톤, SM은 18만톤까지 증가했다. 중국 내 높아진 재고수준에 따라 중국의 해당 제품들에 대한 수입량은 3월 이후 감소세를 보였다. KITA에 의하면 3월 이후 중국의 MEG 월별 수입량은 -7.1% (3월 72.0만톤, 5월 66.8만톤), SM 월별 수입금액은 -34.2% (3월 392.5백만달러, 5월 258.5백만달러) 감소했다.

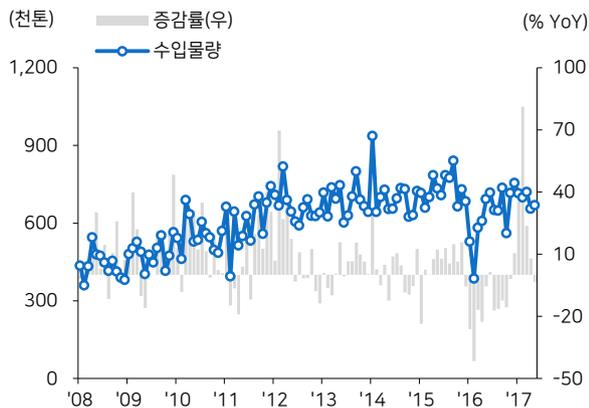
6월 부타디엔  
825 달러/톤으로 급락

연초 3,000달러/톤으로 급등했던 부타디엔은 6월 825달러/톤으로 급락했다. 평소 거래량이 적은 부타디엔은 수급의 변화에 가격이 민감하게 변화한다. 부타디엔은 16년 9월 싱가포르 Shell의 부타디엔 설비(15만톤/년) 가동 중단에 따른 가격 상승(1,525달러/톤), 17년 재고확충 수요에 투기적 수요까지 가미되어 가격이 급등(3,000달러/톤)했던 점으로 파악된다. 부타디엔에 대한 일회적 수요의 종료, 다운스트림 합성고무의 재고량 증가에 따라 부타디엔은 2월 3,000달러/톤을 마지막으로 줄곧 하락해 6월 825달러/톤까지 급락했다.

하반기 업황 회복의 근거:  
유가 회복과 재고량 감소  
SM 재고량 xx톤으로 감소

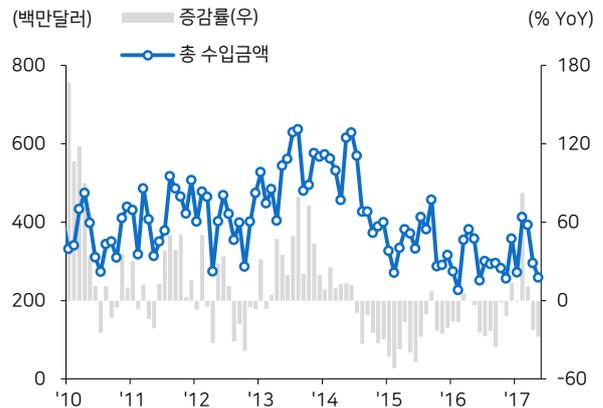
MEG/SM을 중심으로 상반기에 둔화된 업황이 점진적 회복 국면에 진입했다는 판단이다. 제품가격 센터먼트에 큰 영향을 미친 유가 회복과 주요 제품별 재고량 정상화에 따라 회복의 신호를 찾을 수 있다. MEG와 SM 재고량은 각각 58만톤, 6.2만톤으로 감소하며 중국 춘절 연휴 이전 재고량 수준으로 감소했다. 제품간 가격 회복 강도가 상이하겠지만, 계절적 성수기 진입과 낮아진 재고에 따라 하반기 업황 반등이 강하게 나타나겠다. 2분기 커버리지 기업들의 이익 수준은 낮아지겠지만, 하반기 실적 개선이 가능한 대목이다.

그림20 월별 중국의 MEG 수입량 추이



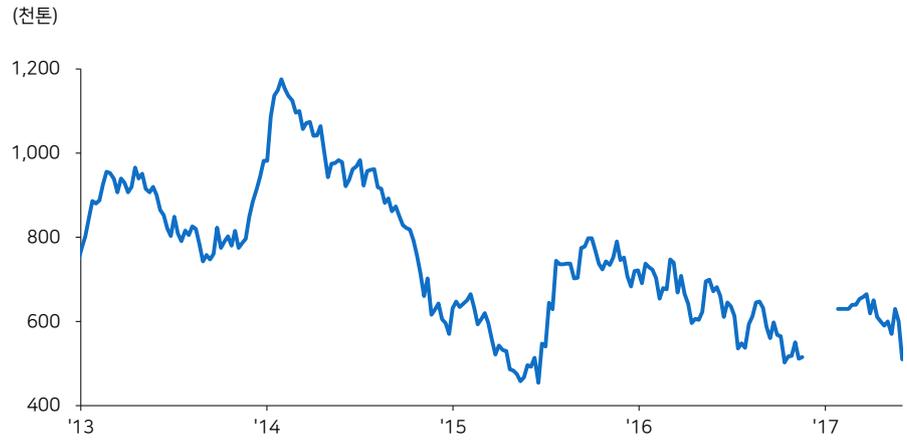
자료: KITA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 월별 중국의 SM 수입량 변화



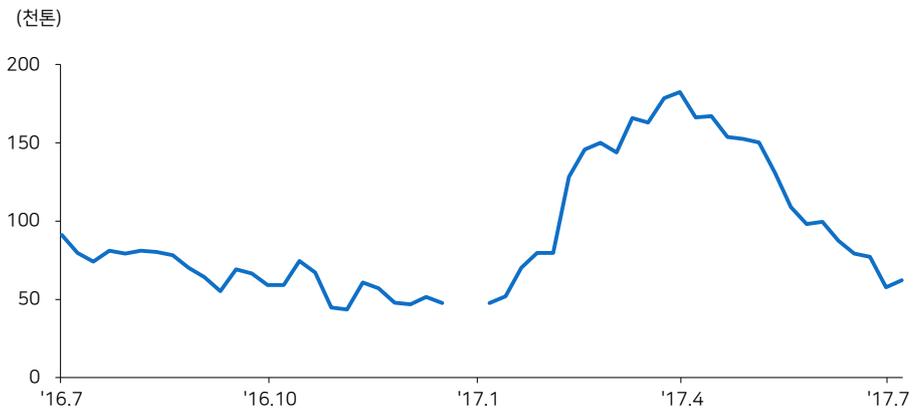
자료: KITA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 재고량 감소 사례 1) 중국 동부 MEG 재고량 17/07/07 기준 58만톤



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 재고량 감소 사례 2) 중국 동/서부 SM 재고량 17/07/07 기준 6.2만톤



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

### 정유와 화학업종 투자의견 비중확대 유지

2Q17E  
 LG화학 시장 예상치 상회  
 롯데케미칼 시장 예상치 부합  
 정유 2개사 예상치 하회할 전망

하반기 실적 개선이 예상되는 바  
 투자의견 비중확대 유지

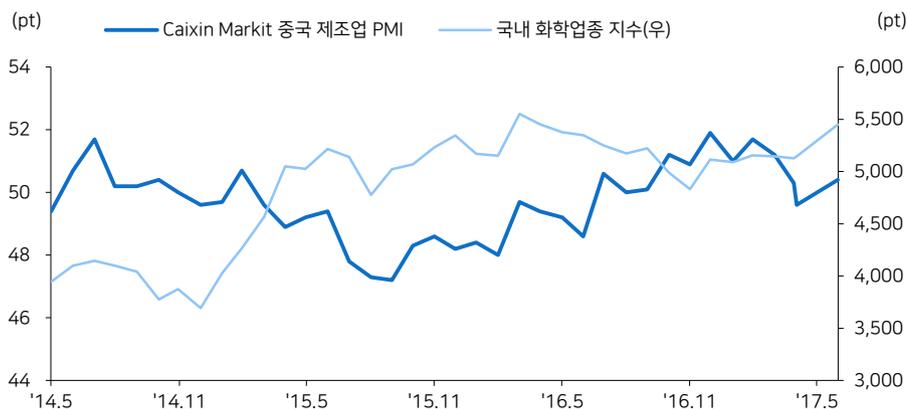
Top Picks: SK 이노베이션,  
 롯데케미칼, 대한유화 유지

정유와 화학업종에 대해 투자의견 비중확대를 유지하고, 최선호주로 SK이노베이션, 롯데케미칼과 대한유화를 제시한다. 이는 (1) 중국의 6월 PMI 제조업 지수가 51.7p으로 상승하며 수요가 개선됨이 확인되었고, (2) 유가는 6월 42달러/배럴을 저점으로, 상승에 따른 제품별 선수요 발생 가능성이 높아졌고, (3) 재고량 감소에 따른 Re-stocking 수요 발생 가능성이 높아진 점이다. 2분기 실적 둔화는 현재 주가에 반영되었고, 하반기 실적 개선을 감안하여 현 시점이 저가 매수 시점이라 판단한다.

2분기 정유와 화학 커버리지 기업들의 실적은 QoQ 이익 감소가 불가피하다. 정유 2개사의 2분기 추정 영업이익은 SK이노베이션 4,773억원, S-Oil 2,317억원으로 시장 예상치를 하회할 전망이다. 반면 롯데케미칼은 6,411억원으로 최근 낮아진 실적 예상치에 부합, LG화학은 7,195억원으로 시장 예상치를 상회할 전망이다.

최선호주 SK이노베이션은 하반기 유가 회복과 등/경유 마진 확대에 따른 정제마진 개선과 5%에 달하는 배당수익률이 예상된다. 롯데케미칼은 현대케미칼 정상 가동 이후 아로마틱스 사업부문 수익성 개선과 NCC Up-Cycle의 최대 수혜를 받을 전망이다. 지분법 이익 증가 및 LC Titan 상장에 따른 저평가 매력이 부각될 전망이다. 대한유화는 3분기에 증설된 설비의 정상 가동에 따른 실적 우상향이 예상된다. 이에 따라 SK이노베이션, 롯데케미칼과 대한유화를 최선호주로 유지한다.

그림24 중국 PMI 지수와 화학업종 지수 추이



자료: Bloomberg, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## 2H17 NCC Up-side 유효

### Non-에틸렌 회복이 핵심 key-word

14년 유가 급락의 최대 수혜업종은 화학이다. 특히 NCC를 영위하는 기업이 해당한다. 유가 하락에 따른 저가 원재료 투입으로 14년 평균 563달러/톤에 불과하던 에틸렌 스프레드는 15년 609달러/톤, 16년 696달러/톤으로 확대되었다. 에틸렌 스프레드 개선으로 롯데케미칼의 연간 영업이익은 14년 3,509억원, 15년 1.6조 원, 16년 2.5조원으로 매년 증가했다.

16년 상반기까지 롯데케미칼을 비롯한 한국 NCC 기업들의 이익을 창출원은 PE를 포함한 올레핀 제품이었다. 16년 9월 부타디엔 반등을 기점으로 NCC 기업들의 이익 창출 소스의 변화가 나타났다. NCC의 최대 장점은 다양한 제품 생산 mix에 의한 이익 규모가 ECC를 압도한다는 점이다. 16년 화학 전 제품의 상승 국면에 돌입한 후, NCC를 영위하는 롯데케미칼은 GPM 25%를 상회하며 ECC를 영위하는 Westlake의 규모(20% 미만)를 뛰어넘었다.

글로벌 에틸렌 생산량의 58%를 담당하는 NCC의 최대 장점은 제품 Mix가 가능한 점이다. 에틸렌 생산에 집중된 ECC 대비, NCC는 원재료 나프타를 분해 시 발생하는 부산물을 이용해 에틸렌(32%), 프로필렌(13%), 부타디엔(10%), BTX(26%), 기타 제품을 생산한다. 에틸렌을 제외한 부타디엔 등 비-에틸렌 계열의 증설이 마무리되었고, 수급 정상화 기조가 마련되었다. 추후 제품별 신증설이 제한적인 가운데, ECC만의 신증설은 역설적으로 비-에틸렌 계열의 타이트한 수급을 유발할 수 있다는 점이다. 결국 비-에틸렌 계열의 강세는 NCC의 이익 창출 능력을 강화시킬 요인이며, 대규모 ECC 신증설에 따른 우려감을 완화시킬 요인으로 판단한다.

그림25 롯데케미칼 통합스프레드와 주가 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## SK 이노베이션(096770)

Buy, TP 240,000 원

SK이노베이션의 2분기 매출액과 영업이익은 각각 9조 7,690억원(-5.0% YoY), 4,773억원(-57.4% YoY)으로 추정된다. 영업이익이 전년/전분기 대비 감소하는 이유는 (1) 유가 하락(48달러/배럴 수준)에 의한 재고평가손실 -912억원을 예상, (2) 석유제품 수요 부진의 결과로 정제마진 축소(6.5달러/배럴, -5.6% QoQ), (3) 벤젠과 P-X를 비롯한 주요 화학제품의 스프레드가 하락한 결과이다.

3분기 영업이익은 8,894억원으로 개선될 전망이다. 이는 유가의 추가 하락이 제한된 가운데, (1) 휘발유 계절적 성수기 진입 효과, (2) 중국을 비롯한 글로벌 경기 개선에 따른 디젤 등 중질제품 마진 개선, (3) 하반기 화학 업황 반등에 따른 주요 제품들의 스프레드 회복이 예상되기 때문이다.

유가 급락이 제한된 가운데, 8월 아시아지역 OSP 추가 인하에 따른 동사의 수익성 개선 효과가 예상된다. 또한 글로벌 정유기업 평균 시가배당률(4.1%)을 상회하는 동사의 배당정책(DPS 8,000원 감안, 시가배당률 5.0%)으로 주가 상승여력을 갖추었다는 판단이다. 이에 SK이노베이션에 대해 적정주가 24만원을 유지한다.

표2 SK이노베이션 사업부문별 실적 추정치

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	9,458.2	10,280.2	9,703.0	10,079.1	11,387.1	9,769.0	8,286.5	9,834.0	39,520.5	39,276.6	41,394.1
석유	6,646.0	7,442.5	7,025.2	7,256.1	8,063.6	6,502.4	4,942.6	6,542.4	28,369.8	26,051.0	27,585.3
화학	1,967.7	1,945.0	1,834.3	1,939.5	2,333.3	2,048.4	2,154.6	2,111.8	7,686.5	8,648.2	8,868.0
루브리컨츠	622.3	653.3	598.9	661.3	728.6	771.2	771.8	737.0	2,535.8	3,008.5	2,972.0
이노베이션	120.0	120.1	139.7	150.7	261.6	446.9	417.6	442.8	530.5	1,483.9	1,968.8
<b>영업이익</b>	844.8	1,119.5	414.9	849.1	1,004.3	477.3	889.4	870.2	3,228.3	3,241.2	3,276.0
% OP	8.9%	10.9%	4.3%	8.4%	8.8%	4.9%	10.7%	8.8%	8.2%	8.2%	7.9%
석유	392.4	614.3	9.5	609.4	453.9	42.6	375.5	412.1	1,625.6	1,284.1	1,340.7
화학	322.4	393.6	297.8	218.5	454.7	253.9	335.8	313.1	1,232.3	1,357.5	1,334.7
루브리컨츠	132.2	132.9	117.0	86.2	94.9	122.6	126.0	94.1	468.3	437.6	423.4
이노베이션	23.2	16.4	36.6	28.8	57.3	58.1	52.2	50.9	81.8	218.5	177.2
<b>세전이익</b>	740.0	901.2	430.8	351.4	1,163.0	439.0	854.3	834.6	2,423.4	3,290.9	3,135.2
<b>순이익(지배주주)</b>	555.9	611.4	360.0	144.1	847.0	323.7	629.8	615.3	1,671.3	2,415.7	2,303.3
% YoY											
매출액	-21.5%	-20.9%	-22.0%	-7.3%	20.4%	-5.0%	-14.6%	-2.4%	-18.3%	-0.6%	5.4%
영업이익	163.0%	13.3%	14.0%	207.9%	18.9%	-57.4%	114.4%	2.5%	63.1%	0.4%	1.1%
세전이익	75.0%	5.7%	22.6%	흑전	57.2%	-51.3%	98.3%	137.5%	46.5%	35.8%	-4.7%
당기순이익	89.9%	6.9%	136.4%	흑전	52.4%	-47.1%	74.9%	327.0%	105.1%	196.4%	-4.7%
% QoQ											
매출액	-13.0%	8.7%	-5.6%	3.9%	13.0%	-14.2%	-15.2%	18.7%			
영업이익	206.3%	32.5%	-62.9%	104.7%	18.3%	-52.5%	86.3%	-2.2%			
세전이익	흑전	21.8%	-52.2%	-18.4%	231.0%	-62.3%	94.6%	-2.3%			
당기순이익	흑전	10.0%	-41.1%	-60.0%	488.0%	-61.8%	94.6%	-2.3%			

자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

## SK 이노베이션(096770)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>48,356.3</b>	<b>39,520.5</b>	<b>39,276.6</b>	<b>41,394.1</b>	<b>46,080.6</b>
매출액증가율 (%)	-26.6	-18.3	-0.6	5.4	11.3
매출원가	44,196.8	34,561.7	34,716.5	36,732.4	41,162.7
매출총이익	4,159.5	4,958.8	4,560.1	4,661.7	4,917.9
판매비와관리비	2,179.9	1,730.5	1,318.9	1,385.7	1,543.1
<b>영업이익</b>	<b>1,979.6</b>	<b>3,228.3</b>	<b>3,241.2</b>	<b>3,276.0</b>	<b>3,374.8</b>
영업이익률 (%)	4.1	8.2	8.3	7.9	7.3
금융수익	-320.0	-289.9	24.0	-95.8	-79.7
중속/관계기업관련손익	257.0	-124.0	145.0	115.0	0.0
기타영업외손익	-262.4	-391.0	-120.0	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	1,654.1	2,423.4	3,290.9	3,135.2	3,135.1
법인세비용	656.6	701.9	813.5	760.6	762.1
<b>당기순이익</b>	<b>867.7</b>	<b>1,721.4</b>	<b>2,477.1</b>	<b>2,374.6</b>	<b>2,460.1</b>
지배주주지분 손이익	814.9	1,671.3	2,415.7	2,303.3	2,386.3

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>12,842.2</b>	<b>14,987.7</b>	<b>15,294.1</b>	<b>16,655.6</b>	<b>16,914.3</b>
현금및현금성자산	3,019.7	2,644.2	2,219.2	2,790.2	2,884.0
매출채권	3,477.2	3,937.0	3,841.2	4,073.5	4,121.9
재고자산	3,559.8	4,445.3	5,368.7	5,693.3	5,761.1
<b>비유동자산</b>	<b>18,517.7</b>	<b>17,593.6</b>	<b>18,335.4</b>	<b>18,541.3</b>	<b>19,575.9</b>
유형자산	13,914.2	13,603.5	14,541.3	14,715.4	15,825.4
무형자산	1,663.1	1,272.3	1,138.7	1,019.1	912.0
투자자산	2,678.4	2,567.3	2,504.9	2,656.3	2,687.9
<b>자산총계</b>	<b>31,359.8</b>	<b>32,581.3</b>	<b>33,629.5</b>	<b>35,196.9</b>	<b>36,490.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>7,494.0</b>	<b>8,736.5</b>	<b>8,065.4</b>	<b>7,960.5</b>	<b>7,527.1</b>
매입채무	2,754.3	4,207.7	4,105.4	4,353.6	4,405.4
단기차입금	389.3	21.9	21.9	1.9	-18.1
유동성장기부채	1,655.4	1,678.1	1,178.1	678.1	178.1
<b>비유동부채</b>	<b>6,819.5</b>	<b>5,539.7</b>	<b>5,523.5</b>	<b>5,562.9</b>	<b>5,571.1</b>
사채	5,465.0	4,122.8	4,122.8	4,122.8	4,122.8
장기차입금	665.1	747.0	747.0	747.0	747.0
<b>부채총계</b>	<b>14,313.5</b>	<b>14,276.3</b>	<b>13,588.9</b>	<b>13,523.4</b>	<b>13,098.3</b>
<b>자본금</b>	<b>468.6</b>	<b>468.6</b>	<b>468.6</b>	<b>468.6</b>	<b>468.6</b>
자본잉여금	5,884.2	5,884.2	5,884.2	5,884.2	5,884.2
기타포괄이익누계액	223.4	215.7	215.7	215.7	215.7
이익잉여금	9,449.6	10,670.8	12,344.9	13,906.7	15,551.3
비지배주주지분	1,156.6	1,201.9	1,263.3	1,334.5	1,408.3
<b>자본총계</b>	<b>17,046.3</b>	<b>18,305.0</b>	<b>20,040.6</b>	<b>21,673.5</b>	<b>23,392.0</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>4,085.7</b>	<b>3,677.8</b>	<b>2,231.0</b>	<b>3,161.2</b>	<b>3,423.9</b>
당기순이익(손실)	867.7	1,721.4	2,477.1	2,374.6	2,460.1
유형자산감가상각비	803.2	799.1	812.2	825.9	890.0
무형자산상각비	148.3	115.3	133.6	119.6	107.0
운전자본의 증감	1,547.3	241.3	-1,136.9	-158.9	-33.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,345.4</b>	<b>-2,056.1</b>	<b>-1,556.9</b>	<b>-1,335.0</b>	<b>-2,069.9</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-448.8	-607.0	-1,750.0	-1,000.0	-2,000.0
투자자산의 감소(증가)	267.7	196.5	117.4	-151.4	-31.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-2,768.3</b>	<b>-2,018.6</b>	<b>-1,099.1</b>	<b>-1,255.2</b>	<b>-1,260.3</b>
차입금증감	-3,109.3	-1,579.4	-502.6	-513.6	-518.7
자본의증가	-8.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	81.1	-375.5	-425.0	571.0	93.7
기초현금	2,938.6	3,019.7	2,644.2	2,219.2	2,790.2
기말현금	3,019.7	2,644.2	2,219.2	2,790.2	2,884.0

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	522,966	427,408	424,770	447,671	498,355
EPS(지배주주)	8,748	17,988	26,060	24,845	25,742
CFPS	33,010	44,076	46,588	45,356	46,679
EBITDAPS	31,699	44,803	45,282	45,655	47,280
BPS	151,809	168,927	188,217	206,158	224,850
DPS	4,800	6,400	8,000	8,000	8,000
배당수익률(%)	3.7	4.4	4.9	4.9	4.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	14.9	8.1	6.1	6.4	6.2
PCR	3.9	3.3	3.4	3.5	3.4
PSR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EBITDA	2,931.1	4,142.7	4,187.0	4,221.5	4,371.8
EV/EBITDA	5.7	3.8	4.2	3.8	3.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	5.3	10.1	13.5	11.8	11.3
EBITDA 이익률	6.1	10.5	10.7	10.2	9.5
부채비율	84.0	78.0	67.8	62.4	56.0
금융비용부담률	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
이자보상배율(x)	7.4	12.8	15.6	17.1	19.2
매출채권회전율(x)	11.9	10.7	10.1	10.5	11.2
재고자산회전율(x)	11.0	9.9	8.0	7.5	8.0

S-Oil(0110950)

Buy, TP 130,000 원

S-Oil 2분기 매출액과 영업이익은 각각 4조 4,717억원(+6.5% YoY), 2,317억원(-63.8% YoY)을 예상된다. 실적 부진은 정유와 석유화학부문의 주요 제품가격/마진이 하락했기 때문이다. 정유부문 영업이익은 382억원을 기록할 전망이다. 유가 하락에 따른 재고평가손실 -680억원, 정제마진 하락(8.0달러/배럴, -9.1% QoQ)에 따라 부진한 실적을 기록할 전망이다. 석유화학의 영업이익은 918억원으로 감소할 전망이다. P-X(96만톤/년)의 정기보수에 따른 기회손실비용 발생, P-X 스프레드 축소(337달러/톤, -12.9% QoQ)가 반영되었다.

3분기 영업이익은 4,036억원(+247.3% YoY, +74.2% QoQ)으로 개선되겠다. 하반기 글로벌 석유제품들의 재고량 감소에 따른 정제마진 개선효과와 유가의 추가 하락이 제한되어 재고평가손실 등 부정적 효과가 소멸될 것으로 추정한다. 화학부문은 정기보수 등 일회성 비용이 제거된 가운데, P-X 등 주요 화학제품들의 수급 정상화에 따른 마진 상승이 예상된다.

하반기 정유업종 실적 우상향이 예상된 가운데, 당사는 높은 배당 수익률(DPS 6,200원으로 시가 배당률 6.3%)과 18년 고도화설비 증설에 따른 외형 확대 모멘텀을 보유했다. 이에 따라 투자 의견 Buy와, 적정주가를 13만원으로 유지한다.

표3 S-Oil 사업부문별 실적 추정치

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	3,428.4	4,198.4	4,137.9	4,557.1	5,200.2	4,471.7	4,787.0	4,910.1	16,321.8	19,367.8	20,152.4
정유	2,467.0	3,215.3	3,187.4	3,594.5	4,044.0	3,300.3	3,563.9	3,694.3	12,464.2	14,602.4	14,719.2
석유화학	636.0	637.3	628.6	642.1	771.4	668.6	704.0	695.6	2,544.0	2,839.6	3,376.4
윤활기유	325.4	345.8	321.9	320.5	384.7	502.8	519.0	520.2	1,313.6	1,926.7	2,056.9
<b>영업이익</b>	491.8	640.9	116.2	368.0	333.5	231.7	403.6	405.8	1,616.9	1,374.6	1,809.5
% OP	14.3%	15.3%	2.8%	8.1%	6.4%	5.2%	8.4%	8.3%	9.9%	7.1%	9.0%
정유	219.8	374.8	-123.4	287.7	100.2	38.2	180.1	184.1	758.9	502.5	745.0
석유화학	144.1	140.0	142.2	90.8	139.6	91.8	111.7	116.2	517.1	459.3	626.0
윤활기유	127.5	128.0	97.4	65.5	84.1	101.8	111.8	105.6	418.4	403.2	438.5
<b>세전이익</b>	570.4	585.4	227.1	192.2	519.9	224.7	396.6	373.8	1,575.1	1,515.1	1,956.5
<b>순이익(지배주주)</b>	433.3	443.6	171.8	156.7	393.9	168.6	297.5	280.3	1,205.4	1,140.3	1,467.4
% YoY											
매출액	-21.6%	-18.4%	-6.5%	15.4%	51.7%	6.5%	15.7%	7.7%	-8.8%	18.7%	4.1%
영업이익	106.6%	5.7%	621.7%	흑전	-32.2%	-63.8%	247.3%	10.3%	97.8%	-15.0%	31.6%
세전이익	105.0%	4.7%	흑전	478.9%	-8.9%	-61.6%	74.6%	94.5%	93.8%	-3.8%	29.1%
당기순이익	105.1%	3.5%	흑전	343.9%	-9.1%	-62.0%	73.2%	78.9%	90.9%	-5.4%	28.7%
% QoQ											
매출액	-13.1%	22.5%	-1.4%	10.1%	14.1%	-14.0%	7.1%	2.6%			
영업이익	흑전	30.3%	-81.9%	216.7%	-9.4%	-30.5%	74.2%	0.5%			
세전이익	1618.1%	2.6%	-61.2%	-15.4%	170.5%	-56.8%	76.5%	-5.7%			
당기순이익	1127.5%	2.4%	-61.3%	-8.8%	151.4%	-57.2%	76.5%	-5.8%			

자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

## S-Oil(010950)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>17,890.3</b>	<b>16,321.8</b>	<b>19,367.8</b>	<b>20,152.4</b>	<b>22,147.4</b>
매출액증가율 (%)	-37.4	-8.8	18.7	4.0	9.9
매출원가	16,438.8	14,020.9	17,606.3	18,024.8	19,767.5
매출총이익	1,451.5	2,301.0	1,762.5	2,127.6	2,379.9
판매비와관리비	633.9	684.1	387.9	318.1	349.1
<b>영업이익</b>	<b>817.6</b>	<b>1,616.9</b>	<b>1,374.6</b>	<b>1,809.5</b>	<b>2,030.8</b>
영업이익률 (%)	4.6	9.9	7.1	9.0	9.2
금융수익	-107.5	-59.8	108.3	160.0	210.0
중속/관계기업관련손익	9.8	6.6	10.6	12.0	12.0
기타영업외손익	92.8	11.4	21.5	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	812.7	1,575.1	1,515.1	1,956.5	2,227.8
법인세비용	181.4	369.7	374.8	489.1	557.0
<b>당기순이익</b>	<b>631.3</b>	<b>1,205.4</b>	<b>1,140.3</b>	<b>1,467.4</b>	<b>1,670.9</b>
지배주주지분 손이익	631.3	1,205.4	1,140.3	1,467.4	1,670.9

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>5,689.8</b>	<b>7,974.4</b>	<b>8,212.7</b>	<b>9,852.9</b>	<b>11,294.3</b>
현금및현금성자산	201.2	767.4	1,059.3	2,042.8	3,037.8
매출채권	1,030.9	1,154.6	1,112.8	1,220.7	1,294.1
재고자산	1,598.7	2,423.4	2,246.8	2,464.8	2,613.0
<b>비유동자산</b>	<b>5,105.7</b>	<b>5,984.6</b>	<b>8,582.9</b>	<b>9,227.1</b>	<b>9,777.7</b>
유형자산	4,730.8	5,710.8	8,275.9	8,914.6	9,462.7
무형자산	47.2	54.5	46.8	39.4	33.1
투자자산	134.1	123.4	132.9	145.8	154.6
<b>자산총계</b>	<b>10,795.5</b>	<b>13,959.0</b>	<b>16,795.7</b>	<b>19,079.9</b>	<b>21,072.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>3,222.2</b>	<b>4,832.8</b>	<b>6,935.9</b>	<b>8,016.8</b>	<b>8,807.7</b>
매입채무	589.5	1,140.7	1,229.1	1,348.3	1,429.4
단기차입금	1,582.5	1,788.6	3,231.1	3,831.1	4,231.1
유동성장기부채	5.5	357.3	359.7	359.7	359.7
<b>비유동부채</b>	<b>2,183.5</b>	<b>2,734.7</b>	<b>3,713.6</b>	<b>4,171.5</b>	<b>4,423.6</b>
사채	1,622.0	1,971.2	2,970.3	3,570.3	3,970.3
장기차입금	385.3	592.4	559.0	399.0	239.0
<b>부채총계</b>	<b>5,405.6</b>	<b>7,567.4</b>	<b>10,649.4</b>	<b>12,188.2</b>	<b>13,231.4</b>
<b>자본금</b>	<b>291.5</b>	<b>291.5</b>	<b>291.5</b>	<b>291.5</b>	<b>291.5</b>
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
기타포괄이익누계액	25.7	25.0	25.0	25.0	25.0
이익잉여금	3,743.1	4,745.4	4,500.1	5,245.5	6,194.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>5,389.9</b>	<b>6,391.6</b>	<b>6,146.2</b>	<b>6,891.7</b>	<b>7,840.6</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,475.6</b>	<b>1,722.0</b>	<b>610.0</b>	<b>2,791.6</b>	<b>3,094.9</b>
당기순이익(손실)	631.3	1,205.4	1,140.3	1,467.4	1,670.9
유형자산감가상각비	264.2	278.4	649.0	1,361.3	1,451.9
무형자산상각비	9.0	8.3	8.8	7.4	6.3
운전자본의 증감	1,471.5	-187.7	-1,006.9	-32.5	-22.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-2,801.9</b>	<b>-1,966.9</b>	<b>-3,280.8</b>	<b>-2,331.5</b>	<b>-2,221.5</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-654.4	-1,063.6	-3,245.5	-2,000.0	-2,000.0
투자자산의 감소(증가)	23.2	17.4	1.1	-0.9	3.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-184.1</b>	<b>811.1</b>	<b>2,962.8</b>	<b>523.4</b>	<b>121.7</b>
차입금증감	-31.7	1,154.1	2,864.6	1,245.3	843.6
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-510.3	566.2	291.8	983.5	995.0
기초현금	711.5	201.2	767.4	1,059.3	2,042.8
기말현금	201.2	767.4	1,059.3	2,042.8	3,037.8

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	158,908	144,976	172,041	179,001	196,721
EPS(지배주주)	5,525	10,494	9,916	12,822	14,629
CFPS	9,897	16,875	18,157	29,429	32,633
EBITDAPS	9,689	16,909	18,052	28,230	30,990
BPS	45,819	54,347	52,308	58,765	66,957
DPS	2,400	6,200	6,200	6,200	6,200
배당수익률(%)	3.0	7.3	6.0	6.0	6.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	14.4	8.1	9.8	7.6	6.7
PCR	8.0	5.0	5.4	3.3	3.0
PSR	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR	1.7	1.6	1.9	1.7	1.5
EBITDA	1,090.8	1,903.6	2,032.4	3,178.3	3,488.9
EV/EBITDA	9.2	5.4	7.5	4.8	4.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	12.3	20.5	18.2	22.5	22.7
EBITDA 이익률	6.1	11.7	10.5	15.8	15.8
부채비율	100.3	118.4	173.3	176.9	168.8
금융비용부담률	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	22.8	28.7			
매출채권회전율(x)	14.0	14.9	17.1	17.3	17.6
재고자산회전율(x)	8.9	8.1	8.3	8.6	8.7

## 롯데케미칼(011170)

Buy, TP 480,000 원

롯데케미칼 2분기 매출액과 영업이익은 각각 3조 5,168억원(+2.2% YoY), 6,411억원(-7.6% YoY)으로 최근 하락한 시장 예상치에 부합할 전망이다. 지분 법이익은 494억원(현대케미칼 123억원)으로 추정된다. 영업이익이 전년과 전분기 대비 감소하는 이유는 연초 재고확충 수요라는 일회적 수요가 소멸, 유가 약세에 따른 제품가격 하락에서 기인한다.

동사의 주가는 제품가격 하락에 따른 2분기 실적 부진과 하반기 미국 ECC 신규 가동에 대한 우려감이 반영되며 하락했다. 즉 현재 주가는 2분기 실적 부진을 이미 반영했다는 판단이고, 일부 ECC의 신규 가동에 따른 수급 변화는 크지 않을 전망이다. 그렇다면 하반기 업황 반등에 따른 실적 개선에 초점을 맞춰야 할 시점이다.

5월 MEG/SM의 재고량 감소에 따른 반등을 시작으로 6월 부타디엔도 상승했다. 역내 석유화학 수요의 가장 큰 축을 담당하는 중국의 재고량이 춘절 연휴 이전수준으로 감소한 점과 7월 계절적 수요 성수기 도래에 따라 스프레드 개선이 나타나겠다.

하반기 업황 반등이 분명한 시점을 감안해, 투자의견 Buy와 적정주가 48만원을 유지한다.

표4 롯데케미칼 사업부문별 실적 추정치

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	2,684.5	3,441.1	3,426.6	3,671.4	3,996.0	3,516.8	3,792.1	3,826.1	13,223.5	15,131.1	16,619.2
Olefin	1,651.0	1,471.9	1,601.4	1,901.9	2,057.9	1,719.9	1,799.4	1,866.6	6,626.2	7,443.8	8,320.3
Aromatics	465.0	516.1	492.0	539.9	583.6	553.5	576.8	587.2	2,013.0	2,301.1	2,488.3
LC Titan	558.7	580.1	556.1	590.3	495.8	572.2	694.7	703.0	2,285.2	2,465.7	3,046.1
롯데첨단소재	9.0	653.0	650.8	646.9	705.2	671.2	721.2	669.3	1,959.7	2,766.9	2,764.5
<b>영업이익</b>	473.6	693.9	643.2	733.5	814.8	641.1	721.3	725.0	2,544.3	2,902.2	3,117.7
%OP	17.6%	20.2%	18.8%	20.0%	20.4%	18.2%	19.0%	18.9%	19.2%	19.1%	18.8%
Olefin	365.0	441.4	480.1	509.1	662.5	446.4	494.5	547.1	1,796.5	2,150.4	2,210.4
Aromatics	11.0	38.9	11.1	5.9	8.9	31.5	24.3	17.6	66.9	82.3	61.1
LC Titan	89.8	152.5	125.6	144.7	69.2	76.4	118.4	90.9	512.6	354.9	532.6
롯데첨단소재	8.0	88.6	82.9	68.2	70.6	86.8	84.1	69.4	247.7	310.9	313.6
<b>세전이익</b>	458.6	657.0	609.1	762.7	863.8	683.6	768.8	771.3	2,487.4	3,087.5	3,323.8
<b>순이익(지배주주)</b>	346.2	459.7	450.9	579.0	640.2	493.6	555.1	556.9	1,835.8	2,245.8	2,399.8
% YoY											
매출액	-4.1%	8.3%	12.9%	36.0%	48.9%	2.2%	10.7%	4.2%	12.9%	14.4%	9.8%
영업이익	166.1%	8.5%	32.8%	137.5%	72.0%	-7.6%	12.1%	-1.2%	57.9%	14.1%	7.4%
세전이익	175.0%	5.0%	56.6%	217.7%	88.4%	4.0%	26.2%	1.1%	75.0%	24.1%	7.7%
당기순이익	186.8%	-0.1%	87.8%	237.8%	84.9%	7.4%	23.1%	-3.8%	85.0%	22.3%	6.9%
% QoQ											
매출액	-0.6%	28.2%	-0.4%	7.1%	8.8%	-12.0%	7.8%	0.9%			
영업이익	53.3%	46.5%	-7.3%	14.0%	11.1%	-21.3%	12.5%	0.5%			
세전이익	91.0%	43.3%	-7.3%	25.2%	13.3%	-20.9%	12.5%	0.3%			
당기순이익	102.0%	32.8%	-1.9%	28.4%	10.6%	-22.9%	12.5%	0.3%			

자료: 롯데케미칼, 메리츠종금증권 리서치센터

## 롯데케미칼(011170)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>11,713.3</b>	<b>13,223.5</b>	<b>15,131.1</b>	<b>16,619.2</b>	<b>17,685.7</b>
매출액증가율 (%)	-21.2	12.9	14.4	9.8	6.4
매출원가	9,646.3	9,956.8	11,562.2	12,814.8	13,638.7
매출총이익	2,067.0	3,266.7	3,568.9	3,804.4	4,047.0
판매비와관리비	455.9	722.5	666.8	686.6	729.9
<b>영업이익</b>	<b>1,611.1</b>	<b>2,544.3</b>	<b>2,902.2</b>	<b>3,117.7</b>	<b>3,317.1</b>
영업이익률 (%)	13.8	19.2	19.2	18.8	18.8
금융수익	-59.2	-84.9	9.0	-12.0	16.0
중속/관계기업관련손익	-23.4	71.4	215.3	218.1	242.3
기타영업외손익	-107.1	-43.5	-39.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	1,421.4	2,487.4	3,087.5	3,323.8	3,575.4
법인세비용	430.7	650.2	756.1	797.7	858.1
<b>당기순이익</b>	<b>990.7</b>	<b>1,837.2</b>	<b>2,331.4</b>	<b>2,526.1</b>	<b>2,717.3</b>
지배주주지분 손이익	992.5	1,835.8	2,245.8	2,399.8	2,712.6

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>5,405.5</b>	<b>5,851.7</b>	<b>7,734.6</b>	<b>9,299.7</b>	<b>12,409.8</b>
현금및현금성자산	1,942.2	2,202.9	2,865.3	4,117.8	7,157.2
매출채권	1,006.2	1,483.7	710.3	811.7	834.6
재고자산	1,162.7	1,477.2	1,480.5	1,691.7	1,739.6
<b>비유동자산</b>	<b>6,062.3</b>	<b>10,015.2</b>	<b>10,860.5</b>	<b>12,109.7</b>	<b>11,676.1</b>
유형자산	3,964.9	5,546.7	6,515.5	7,468.3	7,004.3
무형자산	37.6	1,792.4	1,731.4	1,680.7	1,632.5
투자자산	1,916.0	2,528.8	2,432.9	2,780.0	2,858.6
<b>자산총계</b>	<b>11,467.8</b>	<b>15,866.8</b>	<b>18,595.0</b>	<b>21,409.3</b>	<b>24,085.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,146.1</b>	<b>3,448.8</b>	<b>3,904.5</b>	<b>4,241.5</b>	<b>4,317.8</b>
매입채무	631.6	911.6	436.4	498.7	512.8
단기차입금	444.8	1,414.7	1,313.7	1,313.7	1,313.7
유동성장기부채	466.6	331.2	229.5	229.5	229.5
<b>비유동부채</b>	<b>1,766.1</b>	<b>3,017.2</b>	<b>3,321.8</b>	<b>3,410.2</b>	<b>3,430.2</b>
사채	1,329.0	1,893.7	1,980.5	1,980.5	1,980.5
장기차입금	171.8	545.8	687.1	687.1	687.1
<b>부채총계</b>	<b>3,912.2</b>	<b>6,466.0</b>	<b>7,226.3</b>	<b>7,651.6</b>	<b>7,747.9</b>
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	476.5	478.6	675.3	675.3	675.3
기타포괄이익누계액	137.5	226.2	-55.6	-55.6	-55.6
이익잉여금	6,739.3	8,487.0	10,538.7	12,923.3	15,498.8
비지배주주지분	30.8	37.7	38.9	43.3	48.1
<b>자본총계</b>	<b>7,555.6</b>	<b>9,400.8</b>	<b>11,368.7</b>	<b>13,757.7</b>	<b>16,337.9</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,595.6</b>	<b>2,700.6</b>	<b>2,420.5</b>	<b>3,157.5</b>	<b>3,261.0</b>
당기순이익(손실)	990.7	1,837.2	2,331.4	2,526.1	2,717.3
유형자산감가상각비	484.8	561.2	438.0	467.2	473.1
무형자산상각비	2.8	67.9	62.8	50.7	48.2
운전자본의 증감	739.1	-138.7	-610.5	81.5	18.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,273.5</b>	<b>-3,564.6</b>	<b>-1,938.8</b>	<b>-1,707.4</b>	<b>0.4</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-355.4	-1,588.1	-1,537.6	-1,420.0	-9.0
투자자산의 감소(증가)	-168.8	-612.9	156.4	-347.1	-78.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-333.9</b>	<b>1,100.5</b>	<b>238.9</b>	<b>-197.6</b>	<b>-222.1</b>
차입금증감	-212.9	1,772.9	276.1	31.2	7.1
자본의증가	0.0	2.1	196.7	0.0	0.0
현금의증가	992.9	260.7	662.4	1,252.5	3,039.3
기초현금	949.3	1,942.2	2,202.9	2,865.3	4,117.8
기말현금	1,942.2	2,202.9	2,865.3	4,117.8	7,157.2

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	341,742	385,802	441,456	484,871	515,988
EPS(지배주주)	28,957	53,561	67,901	73,571	79,140
CFPS	60,880	93,730	104,481	113,018	119,638
EBITDAPS	61,233	92,585	99,282	106,071	111,984
BPS	218,440	220,879	280,038	351,089	427,634
DPS	2,500	0	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.0	0.0	1.2	1.2	1.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	8.4	6.9	5.2	4.8	4.4
PCR	4.0	3.9	3.3	3.1	2.9
PSR	0.7	1.0	0.8	0.7	0.7
PBR	1.1	1.7	1.2	1.0	0.8
EBITDA	2,098.8	3,173.4	3,402.9	3,635.6	3,838.3
EV/EBITDA	3.8	4.5	3.7	3.1	2.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	14.2	21.7	22.5	20.1	18.1
EBITDA 이익률	17.9	24.0	22.5	21.9	21.7
부채비율	51.8	68.8	63.6	55.6	47.4
금융비용부담률	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
이자보상배율(x)	23.0	33.3	32.0	34.0	36.0
매출채권회전율(x)	10.4	10.6	13.8	21.8	21.5
재고자산회전율(x)	8.7	10.0	10.2	10.5	10.3

## 대한유화(006650)

Buy, TP 370,000 원

대한유화 2분기 매출액과 영업이익은 각각 1,715억원(-57.6% YoY), 188억원(-80.9% YoY)을 기록한 것으로 추정된다. 영업이익이 전년대비 감소하는 이유는 에틸렌을 비롯한 주요 설비의 증설 기간에 발생한 정기보수(45일간 진행)에 따른 기회손실비용과 가동률 정상화 과정 속, 수율 불량 등 on-spec 미달에 따른 일회성 비용이 추가 반영되었기 때문이다.

2H17 영업이익은 1,587억원으로 상반기 대비 +321억원 개선될 전망이다. 5월 NCC 기준 80만톤/연으로 증설 완료된 후, on-spec 개선을 위한 작업 중으로 7월 현재 가동률이 80% 수준까지 상승한 점으로 파악된다. 하반기 업황 회복에 증설에 의한 판매물량 증가 효과로 실적 우상향이 예상되고, 18년 이익 성장이 두드러질 전망이다. 이에 따라 동사에 대해 투자 의견 Buy와 적정주가 37만원을 유지한다.

표5 대한유화 실적 추정치

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	394.4	404.7	360.6	436.7	434.6	171.5	562.5	586.5	1,727.0	1,596.4	1,755.0	2,687.1
영업이익	77.9	98.5	68.9	97.8	107.8	18.8	73.0	85.7	271.2	343.0	285.3	375.9
%OP	19.8%	24.3%	19.1%	22.4%	24.8%	11.0%	13.0%	14.6%	15.7%	21.4%	15.8%	14.0%
세전이익	82.1	102.3	73.7	102.1	100.8	22.1	76.1	88.8	268.7	360.2	287.8	390.4
순이익(지배주주)	62.9	76.1	55.8	77.4	76.7	16.8	57.7	67.4	228.0	272.1	219.0	296.7
% YoY												
매출액	-8.0%	-10.3%	-18.4%	7.7%	10.2%	-57.6%	56.0%	34.3%	-15.9%	-7.6%	9.9%	53.1%
영업이익	43.2%	11.9%	-3.4%	70.4%	38.4%	-80.9%	6.0%	-12.4%	288.0%	26.5%	-16.8%	31.8%
세전이익	49.5%	13.2%	-1.9%	111.2%	22.8%	-78.4%	3.3%	-13.0%	234.6%	34.0%	-20.1%	35.6%
당기순이익	50.8%	11.1%	11.8%	91.3%	21.9%	-77.9%	3.4%	-12.9%	255.7%	19.3%	-19.7%	35.7%
% QoQ												
매출액	-2.7%	2.6%	-10.9%	21.1%	-0.5%	-60.5%	228.0%	4.3%				
영업이익	35.7%	26.4%	-30.1%	41.9%	10.2%	-82.6%	288.3%	17.4%				
세전이익	70.0%	24.6%	-28.0%	38.4%	-1.3%	-78.1%	244.3%	16.7%				
당기순이익	55.6%	21.1%	-26.7%	38.5%	-0.9%	-78.1%	243.5%	16.8%				

자료: 대한유화, 메리츠증권 리서치센터

## 대한유화(006650)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,727.0</b>	<b>1,596.4</b>	<b>1,755.0</b>	<b>2,687.1</b>	<b>2,783.4</b>
매출액증가율 (%)	-15.9	-7.6	9.9	53.1	3.6
매출원가	1,400.7	1,200.6	1,273.4	1,949.6	2,128.7
매출총이익	326.3	395.8	481.7	737.5	654.7
판매비와관리비	55.1	52.8	196.4	361.6	182.9
<b>영업이익</b>	<b>271.2</b>	<b>343.0</b>	<b>285.3</b>	<b>375.9</b>	<b>471.8</b>
영업이익률 (%)	15.7	21.5	16.3	14.0	17.0
금융수익	-9.1	0.7	-0.1	2.5	5.5
중속/관계기업관련손익	7.0	7.5	4.8	4.0	4.0
기타영업외손익	-0.4	9.0	-2.1	8.0	8.0
세전계속사업이익	268.7	360.2	287.8	390.4	489.3
법인세비용	67.9	87.3	68.8	93.7	117.4
<b>당기순이익</b>	<b>200.8</b>	<b>272.9</b>	<b>219.0</b>	<b>296.7</b>	<b>371.9</b>
지배주주지분 손이익	228.0	272.1	219.0	296.7	371.1

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>410.5</b>	<b>428.3</b>	<b>542.0</b>	<b>782.4</b>	<b>1,091.4</b>
현금및현금성자산	134.4	87.0	64.3	215.4	511.9
매출채권	138.6	175.8	199.6	236.8	242.1
재고자산	128.7	138.7	243.3	288.7	295.1
<b>비유동자산</b>	<b>1,118.6</b>	<b>1,335.4</b>	<b>1,435.3</b>	<b>1,511.7</b>	<b>1,576.7</b>
유형자산	960.0	1,161.2	1,303.9	1,380.3	1,445.3
무형자산	5.0	5.3	6.5	6.5	6.5
투자자산	138.1	142.9	100.6	100.6	100.6
<b>자산총계</b>	<b>1,529.1</b>	<b>1,763.6</b>	<b>1,977.3</b>	<b>2,294.1</b>	<b>2,668.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>268.8</b>	<b>318.9</b>	<b>341.0</b>	<b>362.3</b>	<b>385.8</b>
매입채무	29.0	70.6	81.2	89.3	98.3
단기차입금	50.0	43.0	78.0	78.0	78.0
유동성장기부채	90.5	85.5	50.0	50.0	50.0
<b>비유동부채</b>	<b>224.7</b>	<b>151.7</b>	<b>174.5</b>	<b>198.0</b>	<b>201.3</b>
사채	49.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	70.0	58.0	48.8	48.8	48.8
<b>부채총계</b>	<b>493.5</b>	<b>470.6</b>	<b>515.6</b>	<b>560.4</b>	<b>587.1</b>
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	727.6	984.4	1,152.8	1,424.2	1,770.6
비지배주주지분	6.2	7.0	7.5	8.1	8.8
<b>자본총계</b>	<b>1,035.6</b>	<b>1,293.1</b>	<b>1,461.8</b>	<b>1,733.8</b>	<b>2,080.9</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>323.7</b>	<b>322.6</b>	<b>162.5</b>	<b>334.3</b>	<b>477.5</b>
당기순이익(손실)	200.8	272.9	219.0	296.7	371.9
유형자산감가상각비	64.0	64.4	70.6	83.6	95.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	4.0	-15.4	-151.0	-41.9	14.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-113.8</b>	<b>-278.0</b>	<b>-150.8</b>	<b>-158.5</b>	<b>-156.4</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-84.4	-262.7	-189.4	-160.0	-160.0
투자자산의 감소(증가)	-43.1	2.8	45.3	4.0	4.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-135.9</b>	<b>-91.9</b>	<b>-34.5</b>	<b>-24.7</b>	<b>-24.7</b>
차입금증감	-125.3	-73.9	-9.7	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	74.1	-47.3	-22.8	151.1	296.5
기초현금	60.3	134.4	87.0	64.3	215.4
기말현금	134.4	87.0	64.3	215.4	511.9

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	265,687	245,596	270,008	413,397	428,214
EPS(지배주주)	30,846	41,867	33,628	45,552	57,097
CFPS	42,609	53,670	51,511	71,914	88,440
EBITDAPS	51,567	62,675	54,752	70,683	87,209
BPS	157,591	197,046	222,736	264,487	317,784
DPS	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.7	1.5	1.6	1.6	1.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	5.6	6.6	7.2	5.3	4.3
PCR	4.0	5.1	4.7	3.4	2.8
PSR	0.6	1.1	0.9	0.6	0.6
PBR	1.1	1.4	1.1	0.9	0.8
EBITDA	335.2	407.4	355.9	459.4	566.9
EV/EBITDA	3.7	4.6	4.8	3.4	2.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	21.5	23.5	16.0	18.6	19.5
EBITDA 이익률	19.4	25.5	20.3	17.1	20.4
부채비율	47.7	36.4	35.3	32.3	28.2
금융비용부담률	0.6	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	24.6	88.5	4,303.6	5,709.7	7,166.5
매출채권회전율(x)	11.8	10.2	9.4	12.3	11.6
재고자산회전율(x)	11.6	11.9	9.2	10.1	9.5

**LG 화학(051910)**

Buy, TP 370,000 원

LG화학 2분기 매출액과 영업이익은 각각 6조 1,914억원(+18.6% YoY), 7,195억원(+17.5% YoY)으로 시장 예상치를 상회할 전망이다. 화학부문은 고부가 제품 Mix 효과로 영업이익 6,701억원의 견조한 실적이 예상된다. ABS 스프레드는 사상 최고 수준(2Q17 평균 472달러/톤)으로 확대, 합성고무는 연초 급등했던 원재료 부타디엔의 전가효과가 발생, 스프레드 개선으로 타사 대비 이익 감소폭이 적다.

3분기 영업이익은 7,513억원으로 증가하겠다. ABS의 수요 증가에 따른 스프레드 확대가 예상된 가운데, PVC/가성소다의 구조적 강세에 따른 이익 기여도가 높아지겠다. 전자소재부문의 안정적 이익 창출과 전지부문 적자폭 감소 효과가 나타날 전망이다.

하반기 동사의 주가는 안정적 실적과 전기차 배터리 모멘텀으로 상승할 전망이다. 이에 투자의견 Buy와 적정주가 37만원을 유지한다.

**표6 LG화학 사업부문별 실적 추정치**

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	4,874.1	5,219.2	5,054.3	5,511.7	6,486.7	6,191.4	6,454.6	6,352.3	20,659.3	25,484.9	26,717.5
기초소재	3,512.0	3,652.8	3,524.7	3,757.6	4,495.3	4,200.8	4,467.3	4,374.7	14,447.1	17,538.1	18,089.3
전자소재	627.2	649.6	640.6	738.6	726.0	734.4	799.4	873.8	2,656.0	3,133.6	3,171.1
전지	814.4	809.0	878.9	1,059.4	999.4	995.2	1,027.0	1,023.5	3,561.7	4,045.0	4,120.8
팜한농/바이오		188.6	86.7	50.2	383.3	170.5	120.5	80.1	325.5	754.4	828.1
<b>영업이익</b>	457.7	612.5	460.0	461.7	796.9	719.5	751.3	657.6	1,991.9	2,925.4	2,912.0
% OP	9.4%	11.7%	9.1%	8.4%	12.3%	11.6%	11.6%	10.4%	9.6%	11.5%	10.9%
기초소재	466.2	649.1	517.2	506.1	733.7	670.1	718.8	622.0	2,138.6	2,744.7	2,551.0
전자소재	-8.0	-14.5	-16.2	-16.2	29.3	24.8	31.3	30.6	-54.9	116.0	162.5
전지	-0.3	-31.2	-14.1	-3.7	-10.4	-8.1	-4.9	-4.6	-49.3	-28.0	73.0
팜한농/바이오		9.1	-20.2	-30.7	71.0	32.7	6.1	9.6	-41.8	119.4	125.5
<b>세전이익</b>	423.1	500.1	378.6	358.1	698.3	661.0	691.5	596.7	1,659.8	2,647.6	2,674.3
<b>순이익(지배주주)</b>	339.8	376.9	295.6	268.9	531.5	497.4	520.3	449.0	1,281.0	1,998.1	2,012.1
% YoY											
매출액	-0.8%	2.9%	-2.4%	9.3%	33.1%	18.6%	27.7%	15.3%	2.2%	23.4%	4.8%
영업이익	26.5%	8.7%	-15.8%	31.2%	74.1%	17.5%	63.3%	42.4%	9.2%	46.9%	-0.5%
세전이익	30.5%	1.5%	-13.9%	22.3%	65.0%	32.2%	82.6%	66.6%	7.1%	59.5%	1.0%
당기순이익	40.0%	7.9%	-15.6%	27.8%	56.4%	32.0%	76.0%	67.0%	11.5%	56.0%	0.7%
% QoQ											
매출액	-3.3%	7.1%	-3.2%	9.0%	17.7%	-4.6%	4.3%	-1.6%			
영업이익	30.0%	33.8%	-24.9%	0.4%	72.6%	-9.7%	4.4%	-12.5%			
세전이익	44.4%	18.2%	-24.3%	-5.4%	95.0%	-5.3%	4.6%	-13.7%			
당기순이익	61.6%	10.9%	-21.6%	-9.0%	97.7%	-6.4%	4.6%	-13.7%			

자료: LG화학, 메리츠증권증권 리서치센터

## LG 화학(051910)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>20,206.6</b>	<b>20,659.3</b>	<b>25,484.9</b>	<b>26,717.5</b>	<b>27,390.5</b>
매출액증가율 (%)	-10.5	2.2	23.1	5.1	2.5
매출원가	16,540.5	16,595.1	18,367.4	18,838.6	19,605.5
매출총이익	3,666.0	4,064.2	7,059.5	7,878.9	7,784.9
판매비와관리비	1,842.5	2,072.3	4,198.8	4,966.9	4,886.1
<b>영업이익</b>	<b>1,823.6</b>	<b>1,991.9</b>	<b>2,925.4</b>	<b>2,912.0</b>	<b>2,898.8</b>
영업이익률 (%)	9.0	9.6	11.3	10.9	10.6
금융수익	-82.7	-120.3	-142.4	-129.7	-114.9
중속/관계기업관련손익	11.0	-3.8	12.2	12.0	12.0
기타영업외손익	-202.3	-208.0	-147.6	-120.0	-120.0
세전계속사업이익	1,549.6	1,659.8	2,647.6	2,674.3	2,675.9
법인세비용	401.1	378.8	602.5	641.8	642.2
<b>당기순이익</b>	<b>1,148.5</b>	<b>1,281.0</b>	<b>1,998.1</b>	<b>2,012.1</b>	<b>2,033.7</b>
지배주주지분 손이익	1,153.0	1,281.1	1,998.1	2,012.1	2,013.4

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>8,655.6</b>	<b>9,226.9</b>	<b>9,449.7</b>	<b>9,850.6</b>	<b>10,358.5</b>
현금및현금성자산	1,704.9	1,474.4	1,270.7	1,360.6	1,745.3
매출채권	3,236.6	3,533.7	3,878.7	4,034.4	4,096.1
재고자산	2,338.6	2,965.2	3,330.7	3,464.5	3,517.4
<b>비유동자산</b>	<b>9,923.1</b>	<b>11,260.1</b>	<b>13,896.3</b>	<b>14,984.8</b>	<b>15,870.7</b>
유형자산	8,867.2	9,680.1	11,440.4	12,592.2	13,542.0
무형자산	501.9	832.1	1,713.6	1,636.7	1,567.3
투자자산	330.8	349.1	338.9	352.5	357.9
<b>자산총계</b>	<b>18,578.7</b>	<b>20,487.1</b>	<b>23,345.9</b>	<b>24,835.3</b>	<b>26,229.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,799.0</b>	<b>5,446.9</b>	<b>5,884.3</b>	<b>5,709.2</b>	<b>5,446.6</b>
매입채무	1,172.5	1,723.3	1,770.2	1,841.3	1,869.4
단기차입금	1,839.7	1,633.9	1,750.9	1,750.9	1,750.9
유동성장기부채	311.1	578.7	524.0	204.0	-116.0
<b>비유동부채</b>	<b>676.2</b>	<b>989.2</b>	<b>1,507.0</b>	<b>1,522.4</b>	<b>1,528.5</b>
사채	199.8	39.7	379.1	379.1	379.1
장기차입금	274.1	608.0	710.8	710.8	710.8
<b>부채총계</b>	<b>5,475.2</b>	<b>6,436.1</b>	<b>7,391.2</b>	<b>7,231.6</b>	<b>6,975.2</b>
<b>자본금</b>	<b>369.5</b>	<b>369.5</b>	<b>391.4</b>	<b>391.4</b>	<b>391.4</b>
자본잉여금	1,157.8	1,157.8	2,274.4	2,274.4	2,274.4
기타포괄이익누계액	-52.6	-37.0	-147.3	-147.3	-147.3
이익잉여금	11,532.5	12,462.8	13,655.2	15,283.9	16,913.8
비지배주주지분	112.1	113.6	136.1	156.4	176.8
<b>자본총계</b>	<b>13,103.5</b>	<b>14,051.0</b>	<b>15,954.7</b>	<b>17,603.7</b>	<b>19,253.9</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>3,172.1</b>	<b>2,516.7</b>	<b>2,370.3</b>	<b>3,746.9</b>	<b>4,013.5</b>
당기순이익(손실)	1,148.5	1,281.0	1,980.4	2,032.4	2,033.7
유형자산감가상각비	1,215.2	1,282.4	1,510.0	1,788.2	1,970.1
무형자산상각비	40.9	54.3	84.3	76.9	69.4
운전자본의 증감	128.7	-283.1	-1,331.9	-150.6	-59.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,697.8</b>	<b>-1,736.8</b>	<b>-2,525.7</b>	<b>-2,953.6</b>	<b>-2,925.4</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,633.4	-1,398.5	-2,910.8	-2,940.0	-2,920.0
투자자산의 감소(증가)	203.4	-22.1	10.1	-13.6	-5.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-757.5</b>	<b>-1,007.3</b>	<b>-20.9</b>	<b>-703.4</b>	<b>-703.4</b>
차입금증감	-274.8	231.9	506.0	-320.0	-320.0
자본의증가	0.0	0.0	1,138.5	0.0	0.0
현금의증가	716.9	-230.6	-203.7	89.9	384.7
기초현금	988.0	1,704.9	1,474.4	1,270.7	1,360.6
기말현금	1,704.9	1,474.4	1,270.7	1,360.6	1,745.3

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	304,908	311,739	360,253	378,476	388,009
EPS(지배주주)	16,875	18,751	27,071	27,954	27,972
CFPS	43,065	46,573	59,050	65,586	67,870
EBITDAPS	46,470	50,227	63,120	67,672	69,955
BPS	169,006	177,337	180,183	201,971	223,679
DPS	4,500	5,000	5,000	5,000	5,000
배당수익률(%)	1.4	1.9	1.8	1.8	1.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	19.5	13.9	10.7	10.3	10.3
PCR	7.6	5.6	4.9	4.4	4.3
PSR	1.1	0.8	0.8	0.8	0.7
PBR	1.9	1.5	1.6	1.4	1.3
EBITDA	3,079.7	3,328.6	4,455.0	4,777.1	4,938.3
EV/EBITDA	7.7	5.8	5.1	4.7	4.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.2	9.5	13.1	12.1	11.0
EBITDA 이익률	15.2	16.1	17.5	17.9	18.0
부채비율	41.8	45.8	46.3	41.1	36.2
금융비용부담률	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	31.4	25.9	23.9	25.1	27.7
매출채권회전율(x)	6.2	6.1	6.9	6.8	6.7
재고자산회전율(x)	8.0	7.8	8.1	7.9	7.8

**한화케미칼(009830)**

Buy, TP 39,000 원

한화케미칼 2분기 매출액과 영업이익은 각각 2조 5,961억원(+8.5% YoY), 2,265억원(-22.9% YoY), 지분법이익은 1,240억원을 기록한 것으로 추정된다. 기초소재부문은 PVC/가성소다의 강세에 따라 PE 스프레드 축소와 폴리실리콘의 정기보수에 따른 기회손실비용이 상쇄될 전망이다. 태양광 부문은 미국 고객사 판매량 추가에 따른 실적 개선이 예상된다. 리테일 부문은 중국인 방문자수 감소와 제주면세점 실적 부진과 백화점 계절적 비수기 영향으로 이익 하락이 예상된다.

유가 약세에 따라 둔화된 화학 제품가격은 5월 MEG/SM을 시작으로 반등했고, 이에 따라 3분기 업황 회복이 예상된다. 특히 부타디엔을 비롯한 비-에틸렌 계열이 반등하고 있고, PVC는 선물 가격 상승이 추후 현물 거래가격 상승으로 나타날 전망이다. 이를 반영한 동사의 17년 연간 영업이익은 8,558억원(+9.8% YoY)으로 증가, 이는 PER 4.6배, PBR 0.8배 수준으로 저평가된 상황이다. 투자의견 Buy와 적정주가 3.9만원을 유지한다.

**표7 한화케미칼 사업부문별 실적테이블**

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	2,163.7	2,392.2	2,385.6	2,317.3	2,191.3	2,596.1	2,672.3	2,672.2	9,258.8	10,132.0	10,811.4
기초소재	884.2	959.5	967.1	1,061.0	1,052.7	1,089.1	1,140.7	1,138.4	3,871.8	4,421.0	4,628.0
가공소재	254.7	258.1	246.7	264.6	263.0	258.1	261.5	261.0	1,024.1	1,043.7	1,048.3
리테일	158.7	165.2	158.4	191.1	167.2	143.9	141.3	196.9	673.4	649.3	666.4
태양광	853.1	1,026.3	1,087.2	945.4	751.5	1,052.1	1,115.2	1,059.5	3,912.0	3,978.3	4,370.0
기타	401.5	440.5	350.9	323.1	374.8	402.1	362.7	365.7	1,516.0	1,505.3	1,495.7
<b>영업이익</b>	142.8	293.6	204.7	138.1	196.6	226.5	244.4	188.4	779.2	855.8	905.1
% OP	6.6%	12.3%	8.6%	6.0%	9.0%	8.7%	9.1%	7.1%	8.4%	8.4%	8.4%
기초소재	65.1	142.9	125.3	137.7	167.3	159.2	182.0	147.0	471.0	655.5	696.5
가공소재	16.2	12.5	7.2	0.0	7.5	9.0	10.5	5.2	35.9	32.2	26.2
리테일	1.1	-5.5	-6.9	10.3	-1.3	-7.2	-5.7	10.8	-1.0	-3.3	3.9
태양광	60.5	111.0	77.5	-36.5	10.7	54.7	50.2	21.2	212.5	136.8	165.3
기타	28.4	22.4	14.7	4.9	17.4	24.8	21.4	18.1	70.4	81.7	69.2
<b>세전이익</b>	149.1	342.0	251.8	143.6	392.5	316.0	364.7	316.0	886.4	1,389.3	1,410.4
<b>순이익(지배주주)</b>	107.4	299.8	198.7	149.4	321.3	225.5	266.7	242.2	755.3	1,055.6	1,045.6
% YoY											
매출액	17.8%	19.1%	26.4%	0.6%	1.3%	8.5%	12.0%	15.3%	15.2%	9.4%	6.7%
영업이익	457.8%	213.3%	53.6%	63.8%	37.7%	-22.9%	19.4%	36.4%	131.2%	9.8%	5.8%
세전이익	흑전	656.5%	36.0%	2955.2%	163.2%	-7.6%	44.8%	120.1%	288.1%	56.7%	1.5%
당기순이익	흑전	746.9%	32.4%	628.9%	199.2%	-24.8%	34.2%	62.1%	301.3%	39.8%	-0.9%
% QoQ											
매출액	-6.1%	10.6%	-0.3%	-2.9%	-5.4%	18.5%	2.9%	0.0%			
영업이익	69.4%	105.6%	-30.3%	-32.5%	42.4%	15.2%	7.9%	-22.9%			
세전이익	3071.5%	129.4%	-26.4%	-43.0%	173.3%	-19.5%	15.4%	-13.4%			
당기순이익	423.7%	179.3%	-33.7%	-24.8%	115.1%	-29.8%	18.3%	-9.2%			

자료: 한화케미칼, 메리츠증권증권 리서치센터

## 한화케미칼(009830)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>8,037.0</b>	<b>9,258.8</b>	<b>10,132.0</b>	<b>10,811.4</b>	<b>11,230.0</b>
매출액증가율 (%)	-0.2	15.2	9.4	6.7	3.9
매출원가	6,540.6	7,211.2	7,853.8	8,354.4	8,698.7
매출총이익	1,496.4	2,047.6	2,278.1	2,457.0	2,531.3
판매비와관리비	1,159.3	1,268.4	1,422.3	1,551.8	1,611.2
<b>영업이익</b>	<b>337.0</b>	<b>779.2</b>	<b>855.8</b>	<b>905.1</b>	<b>920.1</b>
영업이익률 (%)	4.2	8.4	8.4	8.4	8.2
금융수익	-154.4	-151.0	-133.6	-124.9	-114.6
중속/관계기업관련손익	166.2	423.3	655.8	635.0	655.0
기타영업외손익	-120.4	-165.2	14.9	0.0	0.0
세전계속사업이익	228.4	886.4	1,389.3	1,410.4	1,460.5
법인세비용	48.0	115.4	267.7	282.1	296.9
<b>당기순이익</b>	<b>180.4</b>	<b>770.9</b>	<b>1,121.6</b>	<b>1,128.3</b>	<b>1,187.5</b>
지배주주지분 손이익	188.2	755.3	1,055.6	1,045.6	1,098.9

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>4,777.7</b>	<b>4,523.9</b>	<b>4,905.2</b>	<b>5,648.3</b>	<b>6,896.3</b>
현금및현금성자산	644.8	1,012.3	887.7	1,549.2	2,538.9
매출채권	1,766.3	1,500.4	1,740.0	1,777.4	1,896.0
재고자산	1,825.6	1,420.6	1,750.2	1,787.9	1,907.2
<b>비유동자산</b>	<b>9,074.9</b>	<b>9,294.0</b>	<b>10,040.1</b>	<b>10,362.7</b>	<b>10,695.2</b>
유형자산	6,050.5	5,761.0	5,985.3	6,246.6	6,367.6
무형자산	440.8	426.2	394.5	386.6	379.2
투자자산	2,304.6	2,628.7	3,212.8	3,282.0	3,501.0
<b>자산총계</b>	<b>13,852.6</b>	<b>13,817.9</b>	<b>14,945.3</b>	<b>16,011.0</b>	<b>17,591.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>5,420.6</b>	<b>4,963.0</b>	<b>5,269.3</b>	<b>4,993.9</b>	<b>5,230.2</b>
매입채무	1,214.2	1,234.5	1,418.0	1,448.5	1,545.2
단기차입금	1,796.9	1,855.2	1,326.3	976.3	976.3
유동성장기부채	628.4	399.8	476.0	476.0	476.0
<b>비유동부채</b>	<b>3,500.8</b>	<b>3,386.6</b>	<b>3,305.1</b>	<b>3,575.4</b>	<b>3,789.6</b>
사채	1,059.8	1,354.2	1,252.2	1,652.2	1,952.2
장기차입금	1,556.0	1,220.5	1,079.3	929.3	779.3
<b>부채총계</b>	<b>8,921.5</b>	<b>8,349.6</b>	<b>8,574.3</b>	<b>8,569.2</b>	<b>9,019.8</b>
<b>자본금</b>	<b>815.3</b>	<b>829.7</b>	<b>829.7</b>	<b>829.7</b>	<b>829.7</b>
자본잉여금	829.5	828.4	828.7	828.7	828.7
기타포괄이익누계액	104.7	43.6	-44.0	-44.0	-44.0
이익잉여금	2,886.9	3,586.4	4,526.9	5,515.0	6,556.4
비지배주주지분	297.8	183.4	233.0	315.6	404.2
<b>자본총계</b>	<b>4,931.2</b>	<b>5,468.3</b>	<b>6,371.0</b>	<b>7,441.8</b>	<b>8,571.7</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,209.3</b>	<b>1,151.0</b>	<b>1,203.5</b>	<b>1,102.7</b>	<b>1,179.6</b>
당기순이익(손실)	180.4	770.9	1,121.6	1,128.3	1,187.5
유형자산감가상각비	435.2	430.3	422.1	458.7	479.0
무형자산상각비	16.9	15.0	11.4	7.8	7.5
운전자본의 증감	354.3	-121.6	89.2	13.0	41.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-952.6</b>	<b>-460.1</b>	<b>-608.1</b>	<b>-140.0</b>	<b>-144.3</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-759.2	-614.8	-751.9	-720.0	-600.0
투자자산의 감소(증가)	-587.6	99.2	71.7	565.9	436.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-154.0</b>	<b>-318.2</b>	<b>-666.0</b>	<b>-301.1</b>	<b>-45.6</b>
차입금증감	77.9	-198.6	-684.0	-99.7	151.1
자본의증가	116.6	13.3	0.2	0.0	0.0
현금의증가	95.4	367.5	-124.7	661.6	989.7
기초현금	549.4	644.8	1,012.3	887.7	1,549.2
기말현금	644.8	1,012.3	887.7	1,549.2	2,538.9

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	49,630	56,337	61,477	65,600	68,139
EPS(지배주주)	1,161	4,593	6,402	6,342	6,665
CFPS	5,505	7,273	7,600	8,323	8,708
EBITDAPS	4,873	7,451	7,823	8,323	8,534
BPS	25,711	29,281	34,614	40,616	46,936
DPS	150	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.6	1.4	1.2	1.2	1.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	23.4	5.4	4.9	5.0	4.7
PCR	4.9	3.4	4.1	3.8	3.6
PSR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
PBR	1.1	0.8	0.9	0.8	0.7
EBITDA	789.2	1,224.5	1,289.3	1,371.7	1,406.5
EV/EBITDA	11.1	6.4	6.3	5.4	4.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	4.2	15.2	18.5	15.8	14.4
EBITDA 이익률	9.8	13.2	12.7	12.7	12.5
부채비율	180.9	152.7	134.6	115.2	105.2
금융비용부담률	2.2	1.9	1.5	1.3	1.2
이자보상배율(x)	1.9	4.5	5.7	6.3	6.6
매출채권회전율(x)	5.3	5.7	6.3	6.1	6.1
재고자산회전율(x)	4.3	5.7	6.4	6.1	6.1

## 금호석유(011780)

Buy, TP 100,000 원

금호석유 2분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 1,860억원(+17.3% YoY), 417억원(-36.2% YoY)을 기록한 것으로 추정된다. 영업이익이 전년대비 감소하는 이유는 연초 3,000달러/톤까지 급등한 부타디엔의 부작용 때문이다. 중국 내 증가한 합성고무 재고량(+119.5% YTD)의 결과로 부타디엔은 825달러/톤, 합성고무 1,320달러/톤으로 하락하며 동사의 마진 축소를 견인했다. 합성수지부문은 ABS 스프레드가 488달러/톤까지 상승하며 이익 기여도가 높았으나, 폐놀유도체 업황 부진과 에너지부문 정기보수에 따른 기회손실비용 발생으로 전분기 대비 부진한 실적이 예상된다.

부타디엔은 17년 글로벌 증설이 마무리되며 생산능력 1.5천만톤(가동률 75%), 예상 수요 1.1천만톤으로 타이트한 수급, 가격 강세가 예상된다. 동사의 주가는 부타디엔/합성고무 가격 방향성과 동행한다는 해석이다. 부타디엔 가격 반등과 중국 PMI제조업 지수 개선에 따른 고무 수요 증가 기대감이 존재하는 바, 하반기 고무 업황 회복이 예상된다. 이에 동사의 투자의견 Buy와 적정주가 10만원을 유지한다.

표8 금호석유화학 사업부문별 실적 추정치

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	871.5	1,011.5	994.4	1,093.0	1,408.2	1,186.0	1,238.9	1,280.5	3,970.4	5,113.6	5,316.7
합성고무	347.0	387.7	379.3	445.2	636.2	490.6	530.6	577.2	1,559.2	2,234.6	2,431.8
합성수지	256.6	271.6	247.8	259.7	303.5	303.0	305.0	304.4	1,035.7	1,215.8	1,250.4
기타	267.9	352.2	367.3	388.1	468.5	369.2	379.0	373.8	1,375.5	1,590.5	1,530.3
영업이익	46.3	65.4	23.5	23.5	65.7	41.7	53.7	50.4	157.1	211.6	225.8
%OP	5.3%	6.5%	2.4%	2.2%	4.7%	3.5%	4.3%	3.9%	4.0%	4.1%	4.3%
세전이익	50.9	66.1	22.9	-27.0	88.4	40.5	55.9	48.8	89.4	233.6	227.6
순이익(지배주주)	38.2	45.0	17.8	-27.8	69.1	29.8	41.0	36.3	73.2	176.2	168.4
%YoY											
매출액	-14.6%	-6.3%	3.2%	25.4%	61.6%	17.3%	24.6%	17.2%	0.9%	28.8%	4.0%
영업이익	-16.1%	2.0%	-47.8%	흑전	41.9%	-36.2%	128.5%	114.5%	-4.2%	34.7%	6.7%
세전이익	-8.3%	-4.5%	-36.0%	적전	73.7%	-38.7%	144.1%	흑전	-47.3%	161.3%	-2.6%
당기순이익	-8.0%	-8.5%	-33.3%	적전	80.9%	-33.8%	130.3%	흑전	-38.4%	140.7%	-4.4%
%QoQ											
매출액	0.0%	16.1%	-1.7%	9.9%	28.8%	-15.8%	4.5%	3.4%			
영업이익	흑전	41.3%	-64.1%	0.0%	179.6%	-36.5%	28.8%	-6.1%			
세전이익	459.3%	29.9%	-65.4%	적전	흑전	-54.2%	38.0%	-12.7%			
당기순이익	2287.5%	17.8%	-60.4%	적전	흑전	-56.9%	37.6%	-11.5%			

자료: 금호석유화학, 메리츠증권 리서치센터

## 금호석유화학(011780)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>3,934.5</b>	<b>3,970.4</b>	<b>5,113.6</b>	<b>5,316.7</b>	<b>5,529.7</b>
매출액증가율 (%)	-17.4	0.9	28.8	4.0	4.0
매출원가	3,600.6	3,637.5	4,714.6	4,838.0	5,024.4
매출총이익	333.9	332.9	399.0	478.7	505.3
판매비와관리비	170.0	175.8	187.4	252.9	262.7
<b>영업이익</b>	<b>164.0</b>	<b>157.1</b>	<b>211.6</b>	<b>225.8</b>	<b>242.5</b>
영업이익률 (%)	4.2	4.0	4.1	4.2	4.4
금융수익	-67.4	-67.2	-37.6	-70.1	-75.5
중속/관계기업관련손익	43.2	27.6	66.4	72.0	72.0
기타영업외손익	29.9	-4.6	-6.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	169.6	112.9	233.6	227.6	239.0
법인세비용	47.8	32.1	53.8	55.7	39.7
<b>당기순이익</b>	<b>121.9</b>	<b>80.8</b>	<b>179.8</b>	<b>171.9</b>	<b>199.3</b>
지배주주지분 손이익	118.9	73.2	176.2	168.4	195.3

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>967.6</b>	<b>1,255.3</b>	<b>1,879.3</b>	<b>2,307.3</b>	<b>2,764.8</b>
현금및현금성자산	47.3	197.0	641.6	997.5	1,404.3
매출채권	435.3	520.9	577.8	611.5	635.1
재고자산	394.7	445.5	563.3	596.1	619.1
<b>비유동자산</b>	<b>3,243.0</b>	<b>3,290.8</b>	<b>3,197.2</b>	<b>3,260.1</b>	<b>3,308.6</b>
유형자산	2,505.7	2,564.8	2,506.3	2,534.5	2,558.9
무형자산	16.2	17.3	14.7	12.0	9.9
투자자산	666.5	664.7	640.9	678.3	704.5
<b>자산총계</b>	<b>4,210.6</b>	<b>4,546.1</b>	<b>5,076.5</b>	<b>5,567.4</b>	<b>6,073.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,541.3</b>	<b>2,145.6</b>	<b>2,184.5</b>	<b>2,259.5</b>	<b>2,324.0</b>
매입채무	219.2	373.7	391.2	414.0	430.0
단기차입금	696.9	971.8	1,165.8	1,205.8	1,245.8
유동성장기부채	335.4	539.3	418.2	418.2	418.2
<b>비유동부채</b>	<b>1,005.5</b>	<b>672.7</b>	<b>1,005.8</b>	<b>1,272.3</b>	<b>1,536.8</b>
사채	354.4	0.0	187.0	187.0	187.0
장기차입금	527.8	559.5	706.2	966.2	1,226.2
<b>부채총계</b>	<b>2,546.8</b>	<b>2,818.2</b>	<b>3,190.3</b>	<b>3,531.8</b>	<b>3,860.9</b>
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	267.8	266.5	266.5	266.5	266.5
기타포괄이익누계액	15.8	18.2	41.3	41.3	41.3
이익잉여금	1,145.7	1,207.9	1,339.6	1,485.5	1,658.4
비지배주주지분	107.3	108.2	111.7	115.2	119.2
<b>자본총계</b>	<b>1,663.7</b>	<b>1,727.9</b>	<b>1,886.2</b>	<b>2,035.6</b>	<b>2,212.5</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>483.2</b>	<b>296.8</b>	<b>145.6</b>	<b>416.9</b>	<b>456.4</b>
당기순이익(손실)	121.9	80.8	179.8	171.9	199.3
유형자산감가상각비	173.8	202.8	238.4	271.8	275.5
무형자산상각비	2.2	3.2	3.3	2.7	2.1
운전자본의 증감	217.4	-20.2	-274.2	-29.4	-20.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-391.3</b>	<b>-250.7</b>	<b>-125.4</b>	<b>-338.9</b>	<b>-327.3</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-389.8	-272.7	-191.9	-300.0	-300.0
투자자산의 감소(증가)	89.5	29.4	23.8	-37.3	-26.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-258.4</b>	<b>103.6</b>	<b>425.0</b>	<b>277.9</b>	<b>277.8</b>
차입금증감	-234.3	165.4	402.6	300.3	300.2
자본의증가	2.6	-1.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-166.4	149.7	444.6	355.9	406.9
기초현금	213.6	47.3	197.0	641.6	997.5
기말현금	47.3	197.0	641.6	997.5	1,404.3

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	129,137	130,316	167,837	174,502	181,493
EPS(지배주주)	3,818	2,320	5,699	5,444	6,327
CFPS	11,538	12,824	17,040	18,781	19,438
EBITDAPS	11,156	11,915	14,877	16,418	17,075
BPS	45,992	47,848	52,545	56,983	62,208
DPS	800	800	800	800	800
배당수익률(%)	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	13.6	35.3	13.0	13.6	11.7
PCR	4.5	6.4	4.3	3.9	3.8
PSR	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4
PBR	1.1	1.7	1.4	1.3	1.2
EBITDA	339.9	363.0	453.3	500.2	520.2
EV/EBITDA	10.8	12.5	9.8	8.8	8.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	7.6	4.6	10.4	9.1	9.7
EBITDA 이익률	8.6	9.1	8.9	9.4	9.4
부채비율	153.1	163.1	169.1	173.5	174.5
금융비용부담률	1.3	1.5	1.3	1.5	1.6
이자보상배율(x)	3.2	2.7	3.1	2.9	2.8
매출채권회전율(x)	8.0	8.3	9.3	8.9	8.9
재고자산회전율(x)	8.5	9.5	10.1	9.2	9.1

## 코오롱인더(120110)

Buy, TP 100,000 원

코오롱인더스트리 2분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 2,946억원(+14.1% YoY), 665억원(-14.2% YoY)을 기록한 것으로 추정된다. 산업자재부문 영업이익은 366억원으로 전분기대비 증가하겠다. 이는 전분기 급등한 MEG가격(1Q17 867달러/톤) 전가에 따른 마진개선 효과, 타이어코드/에어백 가동률 정상화에 따른 이익 개선이 가능하다. 화학부문은 C5, C9 가격 안정화로 전분기 대비 소폭 개선된 258억원을 예상한다. 패션부문은 계절적 비수기 진입에 따른 판매량 감소, 쇼핑몰 재편에 따른 비용(최대 40억원)이 반영되었다.

18년 연간 매출액은 5.5조원(+9.6% YoY), 영업이익은 3,196억원(+24.0% YoY)으로 증가할 전망이다. 산업자재부문 증설에 의한 외형 확대와 CPI 출시 기대감이 유효한 상황이다. 하반기 실적 정상화 및 CPI 물량 수주에 따른 추가 상승 모멘텀이 발휘될 수 있다. 동사에 대한 투자 의견 Buy와 적정주가 10만원을 유지한다.

표9 코오롱인더스트리 사업부문별 실적 추정치

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,150.5	1,134.2	1,037.3	1,240.3	11,501.2	1,294.6	1,209.5	1,441.4	4,562.2	5,095.6	5,583.0
산업자재	452.6	438.1	400.0	449.5	428.1	456.9	458.0	480.1	1,740.1	1,823.1	1,973.4
화학	215.7	200.0	195.6	205.2	233.8	251.3	250.5	254.4	816.5	990.0	1,045.1
필름/전자재료	118.4	118.5	121.8	114.9	122.3	128.2	131.2	132.8	473.5	514.5	674.7
패션	262.6	275.0	230.1	369.6	257.9	343.0	276.0	485.0	1,137.3	1,361.9	1,459.0
기타의류	101.2	102.6	89.8	101.1	108.0	115.2	93.8	89.1	394.8	406.2	430.7
영업이익	86.2	77.5	48.1	64.9	457.7	66.5	70.9	74.6	276.7	261.8	323.9
%OP	7.5%	6.8%	4.6%	5.2%	4.0%	5.1%	5.9%	5.2%	6.1%	5.1%	5.8%
산업자재	39.4	40.6	31.0	33.5	27.4	36.6	40.6	34.6	144.5	139.1	162.6
화학	28.9	26.6	24.6	23.6	23.1	25.8	26.9	26.1	103.7	101.8	97.5
필름/전자재료	2.8	0.4	-0.5	-2.7	-4.3	1.8	3.3	-1.4	0.0	-0.6	29.0
패션	14.8	16.4	-2.2	26.1	10.1	6.5	3.2	29.5	55.1	49.3	53.8
기타의류	0.3	-6.5	-4.7	-15.6	27.4	36.6	40.6	34.6	-26.5	-31.8	-23.3
세전이익	76.4	82.2	50.3	30.1	36.4	54.4	58.8	59.8	238.9	209.4	275.8
순이익(자배주주)	54.4	61.7	28.8	25.4	25.8	39.7	44.7	45.5	170.2	152.4	201.7
% YoY											
매출액	-4.2%	-8.1%	-9.6%	-2.6%	899.7%	14.1%	16.6%	16.2%	-6.1%	11.7%	9.6%
영업이익	24.1%	1.4%	-22.8%	-10.2%	430.7%	-14.2%	47.3%	15.0%	-1.3%	-5.4%	23.7%
세전이익	흑전	19.4%	9.8%	-36.2%	-52.3%	-33.8%	16.9%	99.0%	흑전	-12.3%	29.1%
당기순이익	흑전	96.0%	-14.6%	-24.0%	-52.5%	-35.6%	55.5%	79.2%	흑전	-10.5%	32.3%
% QoQ											
매출액	-9.7%	-1.4%	-8.5%	19.6%	827.3%	-88.7%	-6.6%	19.2%			
영업이익	19.4%	-10.2%	-37.9%	34.9%	605.4%	-85.5%	6.6%	5.2%			
세전이익	62.1%	7.6%	-38.8%	-40.2%	21.2%	49.3%	8.1%	1.7%			
당기순이익	62.7%	13.5%	-53.4%	-11.7%	1.7%	53.9%	12.5%	1.8%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 코오롱인더스트리(120110)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>4,856.5</b>	<b>4,562.2</b>	<b>5,095.6</b>	<b>5,583.0</b>	<b>5,867.4</b>
매출액증가율 (%)	-9.0	-6.1	11.7	9.6	5.1
매출원가	3,574.5	3,281.7	3,758.6	3,998.1	4,179.4
매출총이익	1,282.0	1,280.5	1,337.0	1,584.8	1,688.0
판매비와관리비	1,001.5	1,003.8	1,079.2	1,265.2	1,304.6
<b>영업이익</b>	<b>280.5</b>	<b>276.7</b>	<b>261.8</b>	<b>323.9</b>	<b>383.4</b>
영업이익률 (%)	5.8	6.1	5.1	5.7	6.5
금융수익	-61.0	-39.4	-62.5	-53.2	-47.5
중속/관계기업관련손익	29.3	40.0	27.3	21.4	0.0
기타영업외손익	-386.4	-38.5	-13.0	-12.0	-12.0
세전계속사업이익	-137.7	238.9	209.6	275.8	323.9
법인세비용	7.5	62.9	55.7	66.2	77.7
<b>당기순이익</b>	<b>-145.1</b>	<b>176.0</b>	<b>153.8</b>	<b>209.6</b>	<b>246.2</b>
지배주주지분 손이익	-144.3	170.2	152.4	201.7	236.8

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>1,944.7</b>	<b>2,067.6</b>	<b>2,177.1</b>	<b>2,515.7</b>	<b>2,792.9</b>
현금및현금성자산	93.5	147.2	168.0	352.6	521.4
매출채권	815.9	833.3	811.4	873.6	917.4
재고자산	852.7	794.8	870.3	937.0	984.0
<b>비유동자산</b>	<b>3,041.4</b>	<b>3,181.6</b>	<b>3,316.0</b>	<b>3,346.1</b>	<b>3,361.7</b>
유형자산	2,152.9	2,202.3	2,157.3	2,136.4	2,118.1
무형자산	197.0	191.8	182.1	173.1	164.5
투자자산	434.9	614.0	785.0	845.2	887.5
<b>자산총계</b>	<b>4,986.1</b>	<b>5,249.1</b>	<b>5,493.1</b>	<b>5,861.8</b>	<b>6,154.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,828.4</b>	<b>1,964.9</b>	<b>2,144.3</b>	<b>2,221.1</b>	<b>2,275.2</b>
매입채무	389.6	392.7	506.6	545.5	572.8
단기차입금	773.6	663.7	747.5	747.5	747.5
유동성장기부채	290.9	473.1	394.1	394.1	394.1
<b>비유동부채</b>	<b>1,193.3</b>	<b>1,158.9</b>	<b>1,144.3</b>	<b>1,257.4</b>	<b>1,280.7</b>
사채	257.6	173.1	80.5	80.5	80.5
장기차입금	562.2	609.2	629.2	709.2	709.2
<b>부채총계</b>	<b>3,021.7</b>	<b>3,123.9</b>	<b>3,288.6</b>	<b>3,478.6</b>	<b>3,556.0</b>
자본금	139.4	139.6	139.6	139.6	139.6
자본잉여금	907.2	911.8	911.7	911.7	911.7
기타포괄이익누계액	21.8	29.2	17.6	17.6	17.6
이익잉여금	742.1	878.8	967.9	1,138.8	1,344.8
비지배주주지분	132.4	144.3	146.1	154.1	163.4
<b>자본총계</b>	<b>1,964.4</b>	<b>2,125.3</b>	<b>2,204.5</b>	<b>2,383.3</b>	<b>2,598.6</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>365.8</b>	<b>339.6</b>	<b>514.1</b>	<b>532.3</b>	<b>572.0</b>
당기순이익(손실)	-145.1	176.0	153.8	209.6	246.2
유형자산감가상각비	188.0	189.2	277.1	300.9	298.2
무형자산상각비	5.8	9.5	9.5	9.0	8.6
운전자본의 증감	229.1	-73.1	4.5	-40.5	-28.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-376.6</b>	<b>-261.8</b>	<b>-378.5</b>	<b>-328.0</b>	<b>-302.8</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-201.7	-243.1	-237.5	-280.0	-280.0
투자자산의 감소(증가)	-65.0	-139.0	-171.0	-60.2	-42.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>41.1</b>	<b>-18.5</b>	<b>-107.0</b>	<b>-19.8</b>	<b>-100.3</b>
차입금증감	39.9	40.8	-62.6	80.7	0.5
자본의증가	0.8	4.8	-0.2	0.0	0.0
현금의증가	31.5	53.6	20.9	184.5	168.8
기초현금	62.1	93.5	147.2	168.0	352.6
기말현금	93.5	147.2	168.0	352.6	521.4

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	193,397	181,549	202,593	221,967	233,278
EPS(지배주주)	-5,808	6,647	5,933	7,892	9,290
CFPS	5,412	19,714	22,116	25,406	26,965
EBITDAPS	18,889	18,916	21,644	25,032	27,442
BPS	58,629	64,082	67,200	73,642	81,328
DPS	500	1,100	1,100	1,100	1,100
배당수익률(%)	0.8	1.5	1.6	1.6	1.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER		11.1	11.3	8.5	7.2
PCR	11.6	3.8	3.0	2.6	2.5
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
EBITDA	474.3	475.3	544.4	629.6	690.2
EV/EBITDA	7.3	8.0	6.6	5.5	4.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-7.8	8.9	7.5	9.4	10.2
EBITDA 이익률	9.8	10.4	10.7	11.3	11.8
부채비율	153.8	147.0	149.2	146.0	136.8
금융비용부담률	1.4	1.4	1.4	1.2	1.2
이자보상배율(x)	4.0	4.4	3.7	4.6	5.5
매출채권회전율(x)	5.7	5.5	6.2	6.6	6.6
재고자산회전율(x)	5.7	5.5	6.1	6.2	6.1

## SKC(011790)

Buy, TP 41,000 원

SKC의 2분기 영업이익은 454억원으로 시장 예상치에 부합할 전망이다. 화학부문은 PO가격이 1,428달러/톤(-6.4% QoQ)으로 하락했으나, 프로필렌이 -8.6% QoQ 하락하며 스프레드는 소폭 개선되었다. 필름부문은 일회성 비용 발생이 제한된 가운데, 안정화된 원료가에 의한 마진 개선효과가 발휘되어 영업이익 125억원을 예상한다.

화학부문 PO의 시황이 견조하다는 점이 고무적이다. 단기적으로 네덜란드 Ellba(PO 20만톤/년) 가동 중단, ZRCC 등 PO설비들의 낮은 가동률도 타이트한 공급으로 PO 강세가 이어지고 있다. 또한 동사는 연말 PG증설(16만톤/년)을 앞두고 있어, S-Oil의 18년 PO 신규가동에 따른 수급 불균형은 제한적이라는 판단이다.

분기 실적 우상향 유지와 하반기 고부가 필름 출시, 반도체 사업 등 신규 성장 동력이 구체화됨에 따라 주가 discount 요소가 해소될 발판이 마련되었다. 이에 투자 의견 Buy와 적정주가 4.1만원을 유지한다.

표10 SKC 사업부문별 실적 추정

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	566.4	581.0	569.9	642.1	587.0	595.9	651.2	748.9	2,359.3	2,583.0	2,807.5
필름부문	174.4	168.7	162.6	220.1	224.9	242.6	265.1	270.3	728.0	1,002.9	1,078.7
화학부문	182.1	198.8	179.5	166.4	198.4	194.0	207.2	209.9	652.8	809.5	918.1
New Biz	209.9	241.4	272.8	255.6	163.7	159.3	179.0	268.7	978.5	770.7	810.8
<b>영업이익</b>	43.1	42.2	23.0	41.0	37.8	45.4	57.8	61.2	149.3	202.1	259.2
%OP	7.6%	7.3%	4.0%	6.4%	6.4%	7.6%	8.9%	8.2%	6.3%	7.8%	9.3%
필름부문	5.0	-0.8	-19.7	8.6	2.1	12.5	18.1	18.8	104.8	51.5	54.8
화학부문	31.8	32.8	26.5	15.8	30.6	32.0	35.4	33.0	-7.0	131.0	165.4
New Biz	6.3	10.1	12.5	14.8	10.6	7.5	11.1	14.7	51.7	43.8	44.0
<b>세전이익</b>	42.8	63.7	-35.8	29.7	36.8	30.7	45.6	48.3	119.6	161.4	211.8
<b>순이익(지배주주)</b>	25.4	45.7	-17.1	-11.1	22.1	26.3	37.6	39.7	42.8	125.7	170.0
%YoY											
매출액	-19.2%	-8.1%	-9.8%	7.1%	3.6%	2.6%	14.3%	16.6%	-8.0%	9.5%	8.7%
영업이익	-29.8%	-28.8%	-57.9%	-4.0%	-12.3%	7.6%	151.3%	49.3%	-31.5%	35.2%	28.3%
세전이익	14.1%	67.6%	적전	흑전	-14.0%	-51.8%	흑전	62.6%	-67.6%	34.7%	31.2%
당기순이익	11.9%	74.4%	적전	적지	-13.0%	-42.5%	흑전	흑전	-83.8%	184.4%	35.2%
%QoQ											
매출액	-5.5%	2.6%	-1.9%	12.6%	-8.6%	1.5%	9.3%	15.0%			
영업이익	0.7%	-2.1%	-45.5%	78.7%	-7.8%	20.1%	27.3%	5.9%			
세전이익	흑전	48.8%	적전	흑전	23.9%	-16.6%	48.5%	5.9%			
당기순이익	흑전	79.9%	적전	적지	흑전	19.0%	43.0%	5.6%			

자료: SKC, 메리츠증권증권 리서치센터

## SKC(011790)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>2,465.7</b>	<b>2,359.4</b>	<b>2,583.0</b>	<b>2,807.5</b>	<b>2,899.9</b>
매출액증가율 (%)	-12.0	-4.3	9.5	8.7	3.3
매출원가	1,972.6	1,949.5	2,123.6	2,277.6	2,359.3
매출총이익	493.1	410.0	459.4	529.9	540.6
판매비와관리비	275.2	260.7	257.3	270.7	277.0
<b>영업이익</b>	<b>217.9</b>	<b>149.3</b>	<b>202.1</b>	<b>259.2</b>	<b>263.6</b>
영업이익률 (%)	8.8	6.3	7.8	9.2	9.1
금융수익	-52.7	-46.2	-56.5	-50.4	-47.2
중속/관계기업관련손익	-12.6	26.8	15.6	3.0	3.0
기타영업외손익	262.9	-10.3	0.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	415.5	119.6	161.4	211.8	219.4
법인세비용	120.9	58.5	41.3	50.8	52.7
<b>당기순이익</b>	<b>245.6</b>	<b>29.3</b>	<b>120.1</b>	<b>161.0</b>	<b>166.7</b>
지배주주지분 손이익	272.2	42.8	125.7	170.0	175.7

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>787.1</b>	<b>801.5</b>	<b>1,424.9</b>	<b>1,478.9</b>	<b>1,528.6</b>
현금및현금성자산	38.5	105.0	648.4	666.0	692.0
매출채권	388.6	373.7	374.5	393.4	405.8
재고자산	283.8	253.5	323.2	339.6	350.3
<b>비유동자산</b>	<b>2,901.1</b>	<b>2,727.3</b>	<b>2,210.4</b>	<b>2,249.6</b>	<b>2,285.4</b>
유형자산	2,079.1	1,866.1	1,888.0	1,927.3	1,963.3
무형자산	145.8	146.2	146.4	145.3	144.1
투자자산	531.9	565.0	23.3	24.4	25.2
<b>자산총계</b>	<b>3,688.2</b>	<b>3,528.8</b>	<b>3,635.3</b>	<b>3,728.5</b>	<b>3,814.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,056.4</b>	<b>862.6</b>	<b>982.5</b>	<b>1,008.4</b>	<b>1,025.4</b>
매입채무	237.0	278.1	324.3	340.8	351.5
단기차입금	362.1	249.5	207.0	207.0	207.0
유동성장기부채	300.4	174.1	263.4	263.4	263.4
<b>비유동부채</b>	<b>1,075.5</b>	<b>1,142.3</b>	<b>1,107.4</b>	<b>1,040.3</b>	<b>968.7</b>
사채	588.0	627.3	676.8	676.8	676.8
장기차입금	291.9	297.6	177.0	97.0	17.0
<b>부채총계</b>	<b>2,131.9</b>	<b>2,004.9</b>	<b>2,089.9</b>	<b>2,048.7</b>	<b>1,994.0</b>
자본금	184.0	187.7	187.7	187.7	187.7
자본잉여금	125.5	139.8	139.8	139.8	139.8
기타포괄이익누계액	6.5	21.8	-0.6	-0.6	-0.6
이익잉여금	1,129.6	1,146.4	1,218.3	1,361.7	1,510.9
비지배주주지분	112.4	118.0	108.2	99.2	90.2
<b>자본총계</b>	<b>1,556.3</b>	<b>1,523.9</b>	<b>1,545.4</b>	<b>1,679.8</b>	<b>1,820.0</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>108.5</b>	<b>249.1</b>	<b>206.6</b>	<b>283.3</b>	<b>291.0</b>
당기순이익(손실)	245.6	29.3	120.1	161.0	166.7
유형자산감가상각비	136.2	120.1	115.9	120.8	123.9
무형자산상각비	6.6	4.7	1.3	1.1	1.1
운전자본의 증감	-177.2	76.0	-18.4	3.4	2.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-96.2</b>	<b>-3.9</b>	<b>357.6</b>	<b>-159.2</b>	<b>-158.4</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-68.1	-80.3	-173.8	-160.0	-160.0
투자자산의 감소(증가)	-343.8	-6.3	557.3	1.8	2.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-26.4</b>	<b>-181.8</b>	<b>-18.3</b>	<b>-106.6</b>	<b>-106.6</b>
차입금증감	-169.5	-194.3	-24.2	-80.0	-80.0
자본의증가	-29.3	17.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-13.1	66.5	543.4	17.6	26.0
기초현금	51.6	38.5	105.0	648.4	666.0
기말현금	38.5	105.0	648.4	666.0	692.0

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	67,270	63,317	68,817	74,798	77,260
EPS(지배주주)	7,426	1,150	3,350	4,528	4,682
CFPS	10,370	7,559	7,959	9,349	9,548
EBITDAPS	9,840	7,356	8,508	10,154	10,353
BPS	35,276	33,561	34,389	38,240	42,244
DPS	750	750	750	750	750
배당수익률(%)	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	4.6	28.7	10.4	7.7	7.5
PCR	3.3	4.4	4.4	3.7	3.7
PSR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EBITDA	360.7	274.1	319.3	381.1	388.6
EV/EBITDA	7.9	9.4	6.3	5.0	4.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	20.5	3.0	8.8	11.3	10.6
EBITDA 이익률	14.6	11.6	12.4	13.6	13.4
부채비율	137.0	131.6	135.2	122.0	109.6
금융비용부담률	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4
이자보상배율(x)	4.3	3.5	4.5	6.2	6.7
매출채권회전율(x)	7.2	6.2	6.9	7.3	7.3
재고자산회전율(x)	8.1	8.8	9.0	8.5	8.4

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 10일 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 하시기 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	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30일 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	
2017.07.10	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	
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	
2017.07.10	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	
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	
2017.07.10	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	
2017.07.10	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	
2017.07.10	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	
2017.07.10	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	
2017.07.10	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	
2017.07.10	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	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	
2017.07.10	산업브리프	Buy	41,000	노우호	