

2018년 산업 전망
정유/화학

백조의 귀환

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
SK이노베이션(096770)	Buy	275,000원
롯데케미칼(011170)	Buy	480,000원
대한유화(006650)	Buy	370,000원
금호석유(011780)	Buy	115,000원
코오롱인더(120110)	Buy	115,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
S-Oil(010950)	Buy	165,000원
LG화학(051910)	Buy	495,000원
한화케미칼(009830)	Buy	45,000원
SKC(011790)	Buy	54,000원

2018년 산업 전망

정유/화학

Overweight



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

백조의 귀환

Contents

Part I	유가_ WTI 60~65달러/배럴에 수렴	9
Part II	정유_ 차화정의 향기와 쌓이는 현금	23
Part III	화학_ 중국에서 불어오는 훈풍	33
Part IV	화학_ 수급 변동 우려는 기우일 뿐 매년 신증설은 발생했다	43
Part V	18년 정유/화학 Coverage 기업 추정치	63
기업분석		
	SK이노베이션(096770) 성장의 재료들이 다양해질 것	74
	S-Oil(010950) 투자의 결실을 맛볼 시간	77
	롯데케미칼(011170) 멈추지 않는 성장가도	80
	대한유화(006650) NCC Up-cycle의 린치핀	83
	금호석유(011780) 고무 Bottom-out, 화려해질 날들	86
	코오롱인더(120110) 인고의 시간이 지나가다	89
	LG화학(051910) Snow-ball처럼 확대되는 전지 모멘텀	93
	한화케미칼(009830) 태양광 불확실성을 감안해도 지나친 저평가	96
	SKC(011790) 반도체 소재 회사로 비상	99

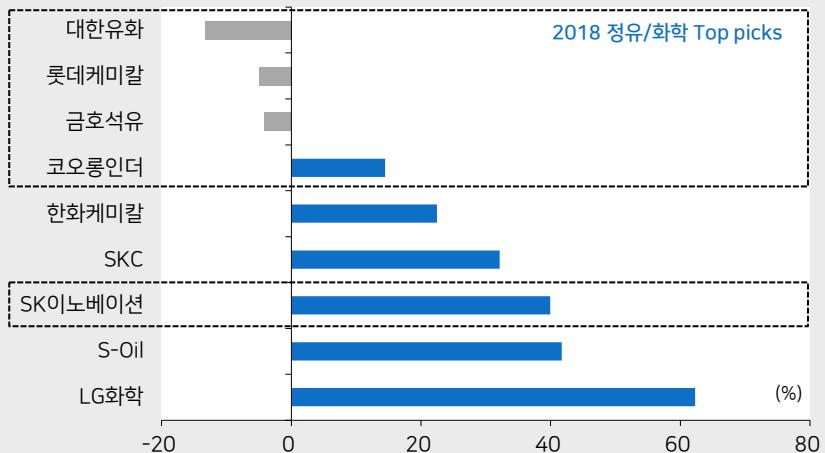
FY17 정유/화학 Review

I

정유는 Pure-refinery S-Oil Outperform, 화학은 NCC+전지 모멘텀을 보유한 LG화학 Outperform

- 정유: (1) 유가 회복, (2) 정제마진 개선, (3) 배당 모멘텀으로 업종 지수는 Kospi 대비 Outperform
→ 17년 정유업종 주가 Outperform은 S-Oil(16년 배당성향 60% 발표 후 주가 급등과 18년 신규 설비 가동에 따른 이익 체력 강화 모멘텀 반영)
- 화학: 1H17 유가 약세 및 재고소진에 따른 수요 둔화 → 2H17 글로벌 경기 개선에 따른 수요 반등과 유가 상승에 따른 제품가 반등
→ 17년 화학업종 주가 Outperform은 LG화학(NCC up-cycle 및 자동차 전지 모멘텀)

메리츠 정유/화학 커버리지 기업의 YTD 주가 변동



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

화학업종 및 정유업종 지수 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Summary

I

유가 – WTI 65달러/배럴, 단기 오버슈팅

- 18년 WTI는 60~65달러/배럴에 수렴할 전망
- 우리가 사우디-이란 등 중동 지정학 이슈에 주목해야 하는 이유는 (1) 사우디: 유가 부양 의지 확실, (2) 사우디 vs 이란: 이란 경제제재 재현
- 18년 유가 방향성의 핵심은 수요!

II

정유 – 차화정의 향기와 배가되는 현금 주머니

- 정유업 Up-Cycle은 (1) 글로벌 석유 재고량 최저 수준, (2) 글로벌 정제설비 가동률 상향 조정으로 단기 대응, (3) 설비 신증설 부족
- 18년 Demand Cycle을 맞이한 가운데, 글로벌 등/경유 수급 타이트가 예상→ 18년 등/경유가 견인하는 정제마진 콜라보 시현
- 18년 P-X는 상저하고 흐름을 예상. 상반기 P-X 신규설비 가동에 따른 가격 약세, 하반기 PTA 신증설에 따른 공급량 흡수가 예상됨
- 정유업종 비중확대 전략과 SK이노베이션(Buy, 적정주가 27.5만원)을 최선호주로 제시

III

화학 – 용두사미로 마무리될 미국 ECC 신증설 우려

- 중국에서 불어오는 훈풍(환경규제에 따른 설비 가동중단 및 폐플라스틱 수입중단)이 미국 ECC 신증설 우려를 악화할 전망
- 18년 Non-에틸렌 강세를 예상하는 바, NCC 우위의 업황이 시현될 전망
→ 부타디엔-고무 Chain Rally를 예상함: BD와 SBR의 증설 마무리, NR 공급여력이 급감한 가운데, 전방 타이어 수요 반등으로 수급 개선
→ 18년 주목해야 할 다운스트림 제품군으로 PVC/가성소다, ABS 제시
- 16~17년 공급 타이트에 기반한 화학 Level-up이었다면, 18년 차화정의 향기가 물씬나는 Demand-Driven Cycle이 도래할 전망
- 화학업종 비중확대 전략을 제시하고, 롯데케미칼(Buy, 적정주가 48만원), 대한유화(Buy, 적정주가 37만원)를 유지
18년 전략종목으로 금호석유(Buy, 적정주가 11.5만원)와 코오롱인더(Buy, 적정주가 11.5만원)를 제시
금호석유: 18년 부타디엔-고무 Chain Rally와, 합성수지 ABS 강세를 예상하는 바, 실적 개선 원년의 해가 될 것
코오롱인더: 기존 사업 수익성 개선, 증설에 따른 이익 체력 확대, 폴더블 핸드폰 출시에 따른 CPI 모멘텀 부각될 전망

Part I

2018년 산업 전망

정유/화학

유가_WTI 60~65달러/배럴에 수렴

18년 WTI 60~65달러/배럴 수렴할 전망

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

18년 원유 점진적 Re-Balance

- 18년 유가는 수급 정상화에 의한 추세적 상승 기조, WTI 기준 60~65달러에 수렴할 전망
- 유가 상승은 원유 감산 및 수요에 따른 수급 정상화, 중동의 지정학적 요소를 변수로 제시
- OPEC을 비롯한 산유국 원유 공급 감소 및 중질유 수급 타이트의 결과물
→ Brent 선물 백워데이션 발생으로 단기 Overshooting이 예상됨
- 17.11 OPEC 정례회의에서 감산 합의 연장 여부가 단기 불확실로 보이나, 수급 정상화의 대세를 거스르기 힘들다는 판단
- 결국 2018년 Re-Balance에 의해 WTI 60~65달러/배럴에 수렴

18년 WTI 60~65달러에 수렴할 전망, 단기 Overshooting 가능성도 존재



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

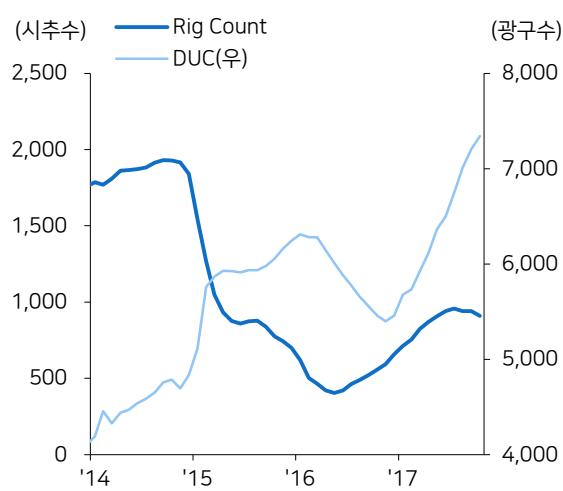
미국의 원유 시장 포지셔닝은 어떤가?

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

미국 E&P들의 투자 재개
→ 유가 하방 압력

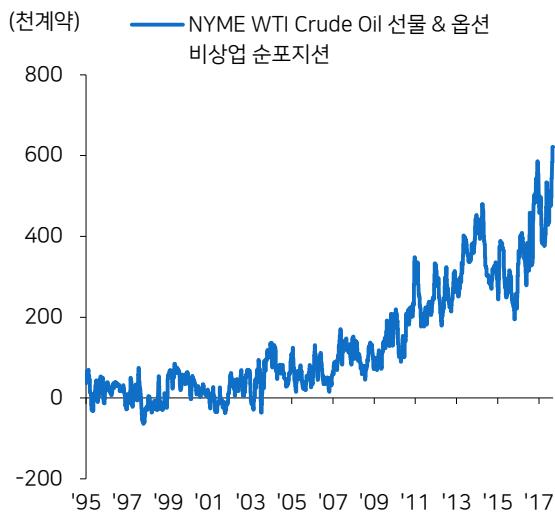
- 유가 회복으로 미국의 Light Oil 생산량 증가여력 확보, 중동 등 중질유(Mid-Heavy Oil) 공급 감소 예상됨
- OPEC 주도 감산 합의 이후, 유종별 생산량 괴리를 발생과 미국의 원유 생산량/수출량 증가
- 경질유의 공급은 완화되는 반면, 중질유는 타이트한 수급 발생으로 가격 상승 요인 다분
→ 사우디는 매월 OSP 점진적 상향 조정: 9월 -0.25달러/배럴, 10월 0.3달러/배럴, 11월 0.6달러/배럴

미국의 광구(Rig) 및 미완성 광구(DUC) 추이



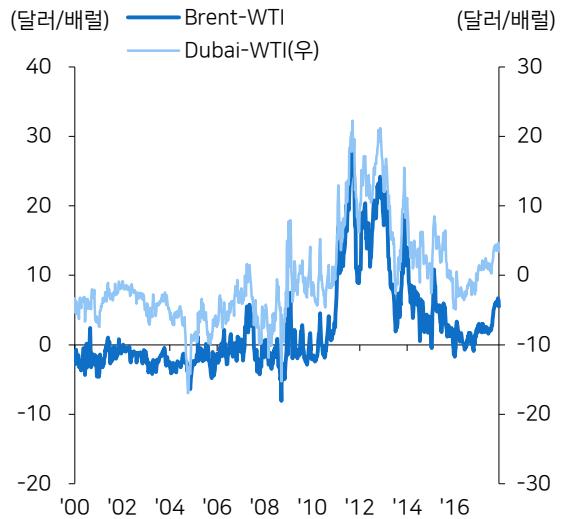
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

원유에 대한 비상업 포지션 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

유종별 가격 스프레드 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

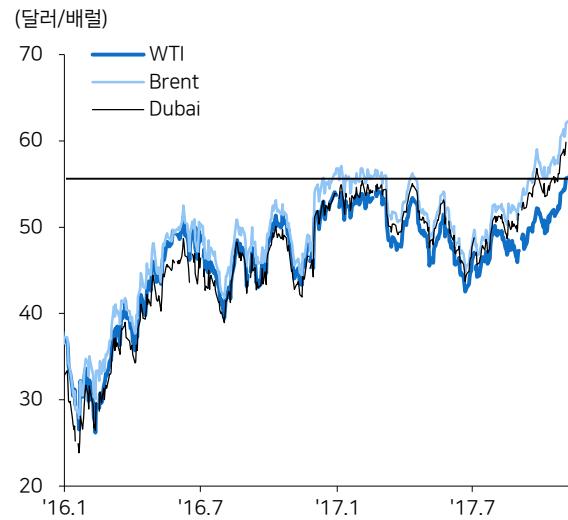
유가 50달러/배럴의 Band를 넘어서다

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

유가 변동성 확대 전망

- '17년 10월 Brent 유가는 2년 3개월 만에 배럴당 60달러를 넘어섬
- 산유국 감산 연장 및 지정학적 Risk 부각에 따라 변동성 확대 중
- 기저에서는 글로벌 경기 호조에 따른 견조한 원유 수요가 유가 하방을 지지
- OPEC 감산 9개월 연장을 가정, **2018년 WTI 유가 연평균 배럴당 60~65달러/배럴 전망**

국제 유가 상단 돌파



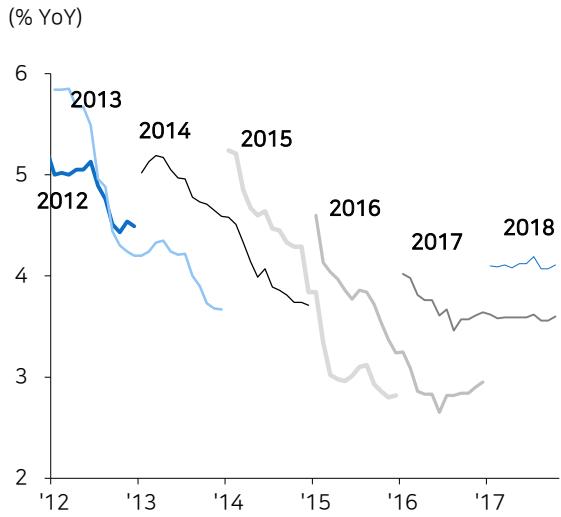
자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

WTI 유가 전망치: OPEC 감산 연장 가정



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

비 OECD 국가 연간 GDP 성장을 전망치 변화

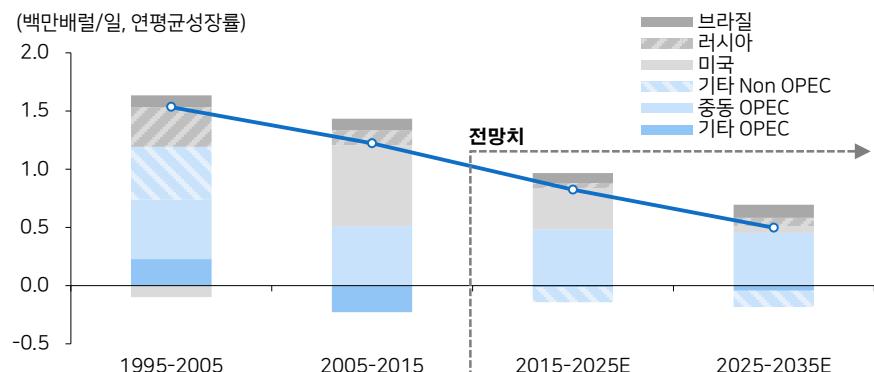


자료: IHS Global Insight, 메리츠종금증권 리서치센터

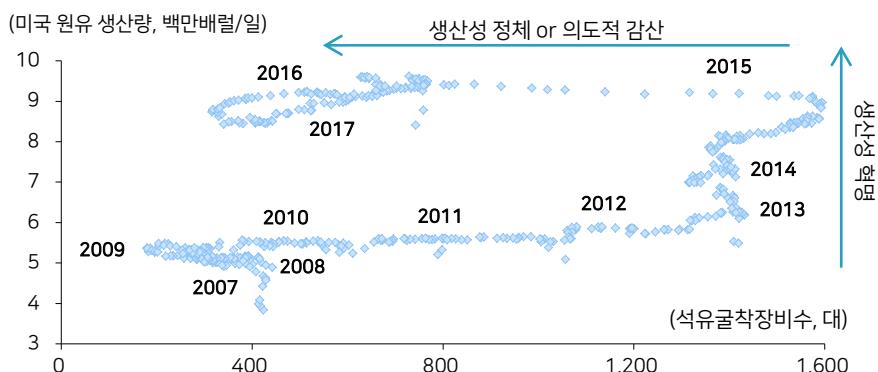
유가 상승에도 불구하고 Rig당 석유생산량은 정체 또는 둔화

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

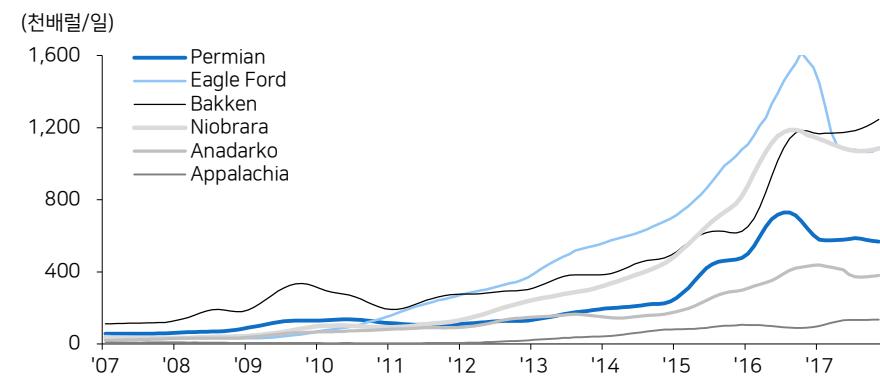
지역별 액체 연료 공급 전망



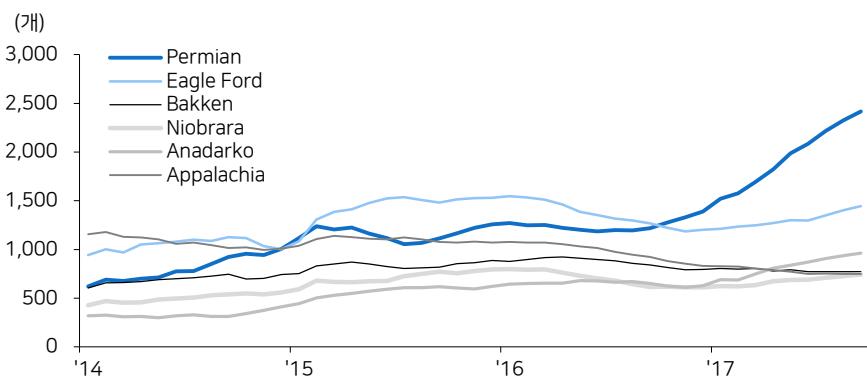
미국 석유굴착장비(Rig) 가동수와 원유 생산량 추이



미국 주요 셰일오일 생산 지대 Rig 당 석유 생산량



DUC(Drilled But Un-Completed, 시추 후 미완결 유정)



자료: BP “Energy Outlook 2017”, EIA Drilling Productivity Report, 메리츠종금증권 리서치센터

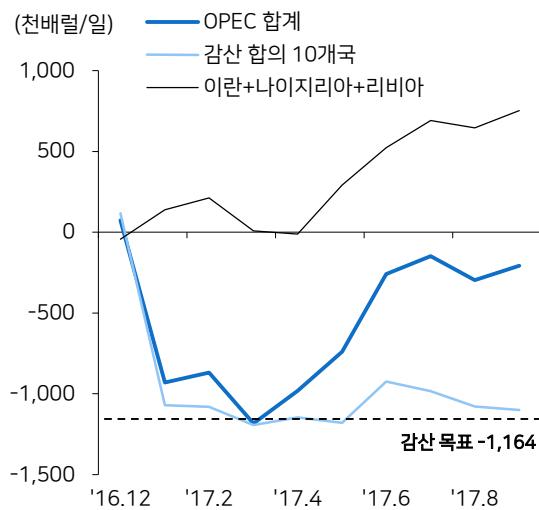
OPEC-비OPEC 감산

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

OPEC 의 감산 합의 연장 여부

- '16.11.30 OPEC -116.4만b/d, '16.12.10 비OPEC -55.8만b/d 감산 합의 도출. '17.5.25 감산 합의 연장
- 16년 합의 당시 나이지리아-리비아는 감산 면제, 이란은 9만b/d 많은 380만b/d까지 증산 허용
- OPEC 회원국과 비OPEC 산유국들은 감산 공조에 이행 중
- 정전 불안에 따른 생산 차질을 이유로 감산 합의에서 제외된 나이지리아와 리비아의 증산이 문제
- 향후 OPEC 회의에서는 이들의 증산 제한 여부 혹은 다른 OPEC 회원국들의 산유량 조정 여부가 관건

OPEC 감산 목표 이행 현황

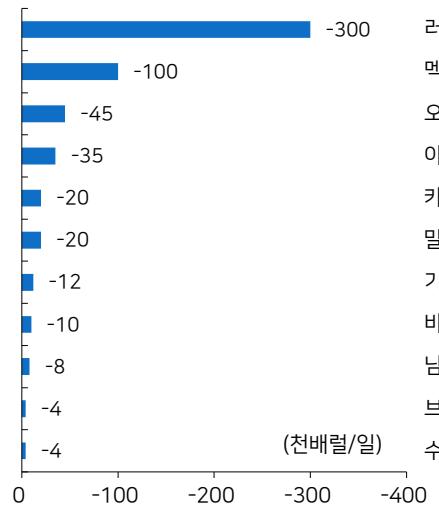


주1: 이란 증산 허용량 9만 배럴/일 포함한 감산 목표

주2: 이차통계(Secondary Sources) 기준

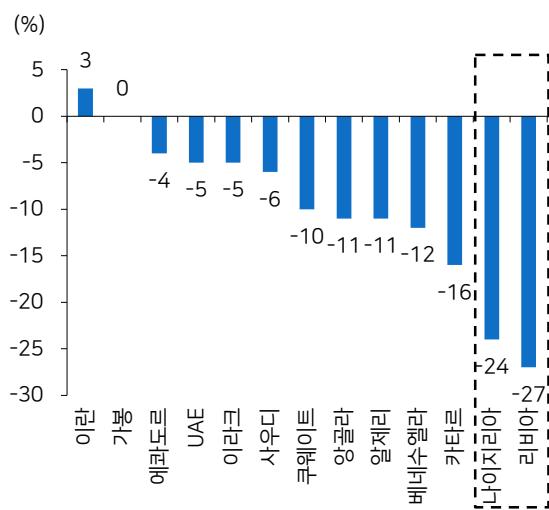
자료: OPEC, 메리츠종금증권 리서치센터

OPEC 비회원국 합의 감산량



자료: 언론 자료, 메리츠종금증권 리서치센터

과거 4년 최대 산유량 대비 현재 산유량 (목표)



자료: OPEC, 메리츠종금증권 리서치센터

이란 Risk 재부각?

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

이란을 두고 미국/중동의 압박 - 유가 상승 요인으로 작용

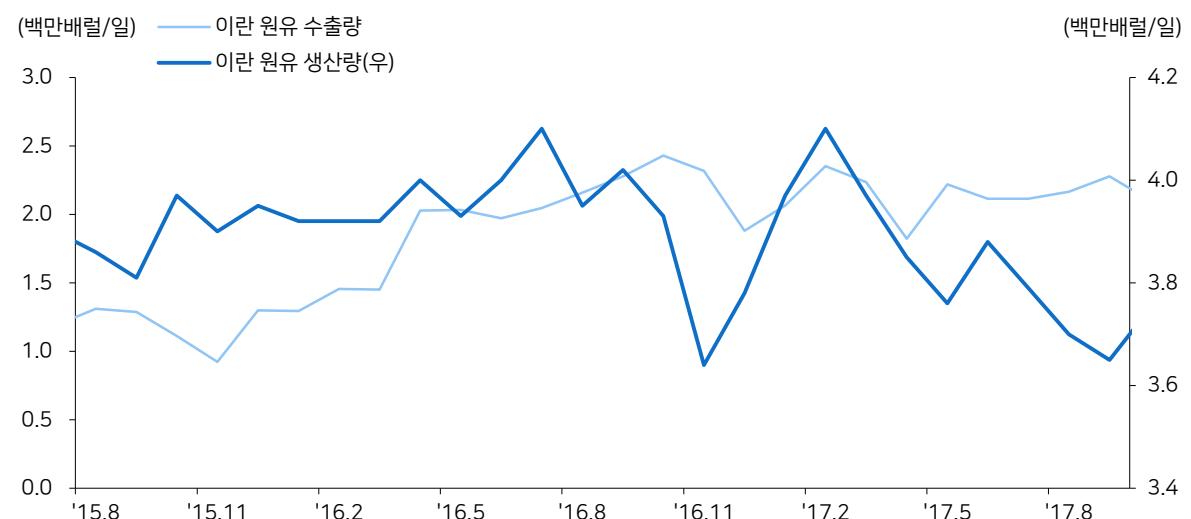
- 16년 1월 이란에 대한 서방의 제재가 해제되며 이란은 글로벌 에너지시장에 복귀함
→ 단, 핵협상 국가들은 이란의 핵협정 이행여부가 불투명할 경우, 제재를 복원하는 스냅백 조항 포함
- 이란은 21년까지 원유 생산량 470만배럴/일 증대를 목표
→ 이란 원유 생산량 15년 315만배럴/일 → 17년 1~9월 381만배럴/일, 수출량 218만배럴/일로 증가
- 이란 제재 재현? 미국 트럼프 대통령 압박 수위 상향 vs EU는 이란의 핵협정 잘 준수한다는 입장 고수
- 미국의 제재 부활 시, 이란의 원유 생산량(380만배럴/일) 축소, 글로벌 원유 100만배럴/일 공급 감소
→ 유가 상승 압박으로 작용할 것
→ 이란은 제재의 부작용을 최소화하기 위해 OSP 할인 정책 등을 펼칠 것을 예상함

이란의 경질유 OSP 추이



자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

이란의 원유 생산량 및 수출량 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

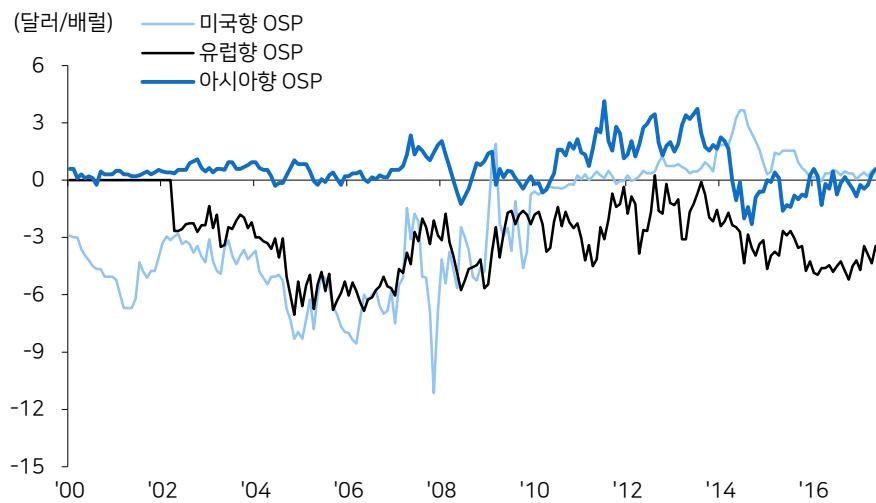
사우디 OSP (+) 인상

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

유가 상승을 반영한 OSP 인상

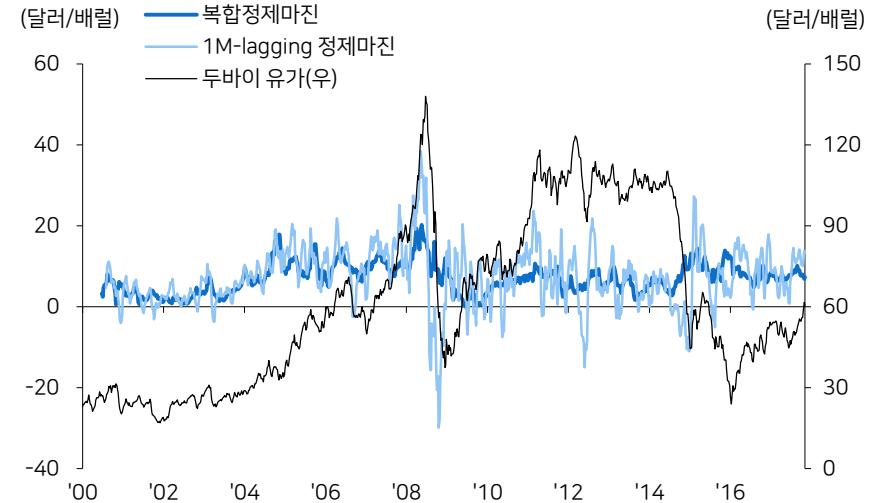
- 사우디 국가개혁 프로그램 Vision2030을 주도하는 왕세자 빈 살만 왕세자는 언론을 통해 “원유 시장 수급 정상화(유가 상승)을 위해 모든 조치를 취할 것”라는 발언으로 유가 상승을 전제로 한 개혁 정책 이행을 암시
→ (1) 18년 이후 Aramco의 성공적 IPO, (2) Vision2030을 위한 재정 확보를 위해 유가 상승 필수
- OSP 인상 정책은 (1) 향후 유가 상승의 의지를 피력, (2) 전방 수요 회복으로 원유도입단가 (+) 정책을 정유기업이 수용하기 때문

사우디의 지역별 OSP 인상



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

OSP를 반영한 Dubai유가 및 정제마진 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

[Appendix] 산유국들의 감산 합의 관련 주요 뉴스

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

일자	인물	내용
11.21	카타르 에너지부	"18년 3월까지 글로벌 석유 재고량이 5년 평균치까지 하락하지 않겠고, 감산 합의 연장을 의미"
11.19	이란 석유장관	"OPEC 대다수 회원국이 추가 감산을 지지하고, 최종 결정이 나을 것"
11.16	사우디 에너지장관	"감산을 위한 추가 시간이 필요"
11.16	나이지리아	"11월 OPEC 감산 합의에도, 본국은 예외 대상을 희망"
11.12	UAE 에너지장관	"11월 이후로 OPEC 감산 합의 연기시킬 필요 없음"
11.12	OPEC 총장	"원유 수급 안정화를 위해 산유국간 공조가 필요"
11.06	OPEC 총장	"18년 감산 기간 연장에 반대하는 산유국 없을 것"
11.05	나이지리아	"180만배럴/일 규모 생산량 허용 시, 감산에 참여"
11.02	러시아 에너지장관	"E&P 기업과 간담회에서 6개월 연장 논의가 언급됨"
11.01	러시아 에너지장관	"11월 OPEC 회의에서 감산합의 없을 수도"
10.28	사우디 왕세자	"원유 시장 수급 정상화를 위한 모든 조치를 취할 것"
10.28	러시아 대통령	"원유 감산 합의 자체가 18년 연말까지 지연될 가능성 존재"
10.24	사우디 에너지장관	"OECD 원유 재고량 5년 평균치까지 낮출 것"
10.24	카타르 에너지장관	"감산 연장이 도움된다면 이를 지지할 것"
10.24	러시아 에너지장관	"11월 초 사우디와 감산 관련 회담이 있겠으나, 합의를 하는 자리는 아님"
10.08	OPEC 총장	"11월 정례회의에서 감산에 참여할 국가들이 대다수"
10.08	이라크 석유장관	"11월 OPEC에서 도출될 어떤 결정도 지지할 것"

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

사우디 Vision2030 주요 내용 정리

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

내용	주요 목표	정부의 노력
이슬람 기초	<ul style="list-style-type: none"> 연간 수용 가능 성지 순례자수 3만명으로 확대 유네스코에 등재된 사우디 문화유산 2배로 확대 	<ul style="list-style-type: none"> 각종 서비스 및 인프라 개선 E 서비스 통합, 비자발급 절차 간소화 및 자동화 세계 최고 수준의 이슬람 박물관, 도서관 및 연구소 건설
성취감 있는 삶	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 100대 도시로 부상 문화 및 오락활동 지출 비중 6%로 증가 주1회 이상 운동하는 개인 비중을 40%로 증가 	<ul style="list-style-type: none"> 사회 및 문화 활동 설립 및 등록 간소화 문화 활동 장려를 위한 다임(Daem) 금융지원 프로그램 운용 스포츠 활성화, 취미 및 레저 활동 국제교류 증가 2020년까지 450개의 아마추어 클럽 운영
견고한 사회적 기반	<ul style="list-style-type: none"> 사회적 자본지수 순위: 26위 > 10위 평균 기대수명 74세 > 80세 	<ul style="list-style-type: none"> 2020년까지 학부모의 80%가 아이 교육 과정 참여 이르티까(Irtiqa) 프로그램: 학부모의 자녀 교육 참여를 위한 학교 노력 측정 효율적이고 질 높은 의료서비스를 위한 민영화
일자리 기회 확대	<ul style="list-style-type: none"> 사우디인 실업률: 11 > 7% 중소기업 GDP 비중: 20 > 35% 여성의 노동력 참여 비중: 22 > 30% 	<ul style="list-style-type: none"> 경제성장에 기여하는 교육: 2030년까지 세계 200위권 대학에 최소 5개 이상의 사우디 대학 진입 추진 중소기업 지원 강화: VC, 인큐베이터, 펀드 설립
장기 투자	<ul style="list-style-type: none"> 세계 경제규모 순위: 19위 > 15위 석유 및 천연가스 부문 자국화 비중: 40 > 75% PIF 자산 규모: 6천억 리얄 > 7조 리얄 	<ul style="list-style-type: none"> 방위 산업 자국화: 2030년까지 군사장비 지출의 50% 이상 자국화 광업 분야 국가 경제 기여: 2020년까지 9만 개의 일자리 창출, 구조개혁 추진 신재생 에너지 시장: 신재생으로 9.5GW 발전 목표, R&D 분야 자국화, 제도 개선, PPP 추진
열린 경제	<ul style="list-style-type: none"> 국제 경쟁력 지수: 세계 25위 > 세계 10위 FDI의 GDP 비중: 3.8% > 5.7% 민간부문의 GDP 비중: 40% > 65% 	<ul style="list-style-type: none"> 킹 압둘라 금융지구 구조조정: 경제적 타당성 재검토, 특별구역으로 변경 및 PIF 본사 이전 추진 소매업 융성: 사우디인 1백만명 취업 기회 제공, 외국인 투자자 소유권 제한 완화, 중소기업 금융 지원 디지털 인프라 개발: 높은 수준의 고속 브로드밴드 제공
지리적 이점 활용	<ul style="list-style-type: none"> 물류성과지수: 49위 > 25위. 중동 내 1위 비석유부문 수출의 GDP 비중: 16 > 50% 	
효과적인 정부	<ul style="list-style-type: none"> 비석유부문 정부 재정수입: 1,630억 리얄 > 1조 리얄 정부 효율성지수: 80 > 20위 전자정부 순위: 36 > 세계 5위권 	<ul style="list-style-type: none"> 2020년까지 50만명의 원격실무교육, 원적자본 개발 우수 사례 도입, 인적자원개발을 위한 프로그램 추진 정부 효율성 향상: 정부기관의 공유 서비스 추진, 정부 지출의 생산성 및 효율성 증가, 정부 지원 서비스 상태 평가, 업무 범위 지정, 종합 우선순위 및 이행 계획 등에 대한 개발 및 지원 정부 재정 지출의 효율성 증대: 지나치지도 부족하지도 않은 꾸란의 까르침 중용 정신 적용 효과적인 정부: 지리정보, 보건의료, 교육 등으로 서비스 범위 확대, 의사소통 채널 다양화, 클라우드 서비스, 데이터 공유 플랫폼, 인적 자원관리 시스템 등 정부기관의 온라인 애플리케이션 사용 확대 지원
책임감	<ul style="list-style-type: none"> 가계 소득 중 저축 비중: 6% > 10% 비영리 부문의 GDP 비중: 0.3 > 5% 자원봉사자 결집: 11,000명 > 백만명 	<ul style="list-style-type: none"> 영향력 있는 비영리 부문: 각종 비영리 프로젝트 및 프로그램 지원, 정부 기관과 협력, 비영리 기구의 적절한 지배구조 적용 지원

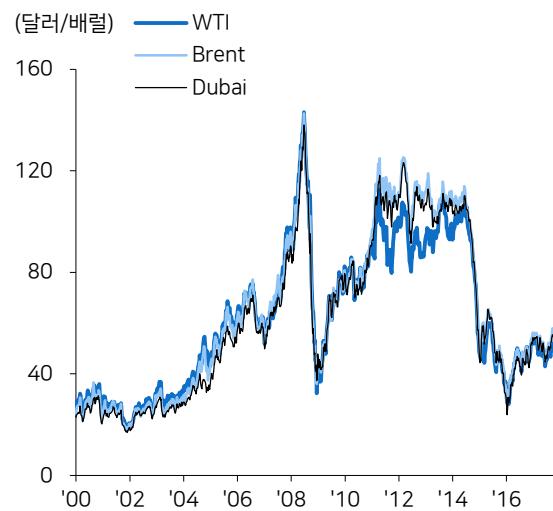
사우디 Vision2030 발표 배경 (1) 재정수익 악화

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

1. 대외환경 변화(유가 급락)

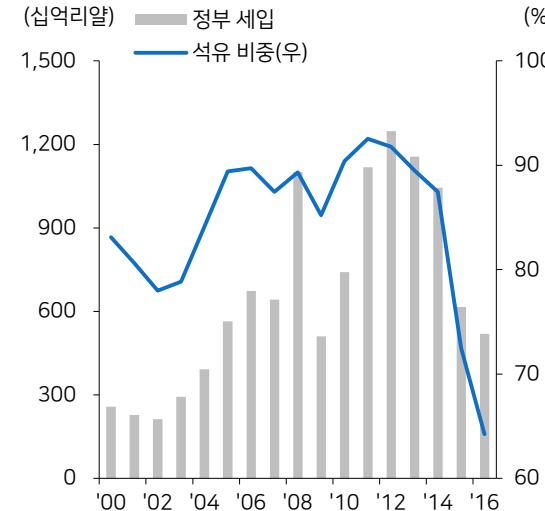
- 대외환경 변화(유가 급락)에 따른 재정수익 악화
- 청년 실업 문제 대두 등 대내 환경 변화
- 신규 성장 동력 확보 필요성 직면
- 사우디 vs 이란, 사우디 vs 카타르 등 중동 지정학적 리스크 재부각
- 사우디 Vision2030의 주요 내용은 (1) 활기찬 사회, (2) 번영하는 경제, (3) 진취적인 국가
→ Vision의 3대 축: 세계 중심지, 투자 활성화, 아시아-유럽-아프리카를 연계하는 국제 허브 국가 변모

유가 회복 중이나, 과거 대비 현저히 낮은 유가



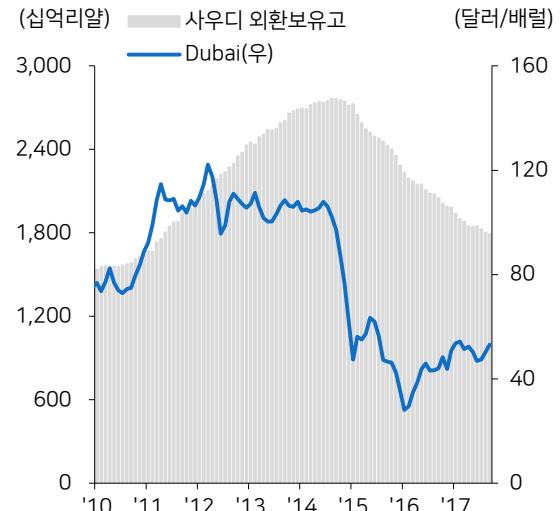
자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

사우디 재정수익의 절대다수를 차지하는 석유



자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

유가 하락으로 사우디 정부의 외환보유고 감소



자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

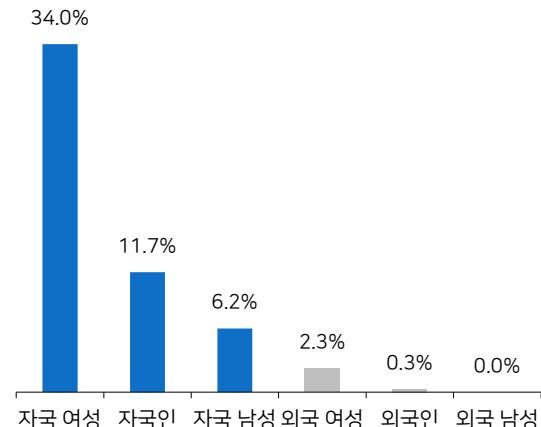
사우디 Vision2030 발표 배경 (2) 경제 활성화

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

E&P 사업에 치중된 국가 경제 청년실업 문제 대두

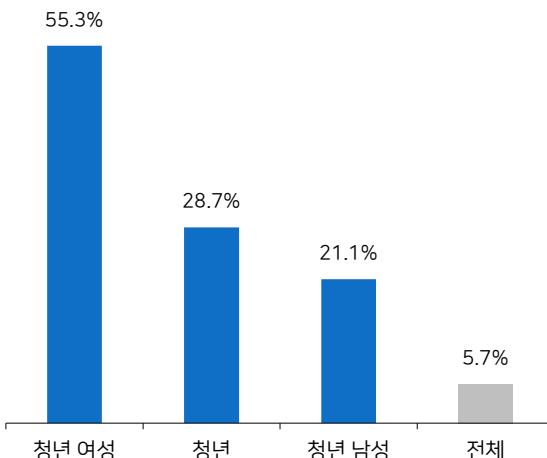
- 11년 Arab's Spring 이후 청년층의 실업 불만 문제 제기: 사우디 정권의 가장 큰 위협 요소
→ 석유 중심의 경제구조, 3D 노동을 기피하는 문화로 공공부문 종사가 비율이 높아, 추가 고용 어려움
→ 아랍의 봄 시리아의 정권교체 사례: 청년층의 불만이 정권교체로 이어짐
→ 사우디 내 외국인을 제외하면 실업률은 11%, 청년실업률은 28%
- 경제다각화를 위한 일자리창출 필요성 대두
→ 11년 사우디는 자국민 의무고용 비율에 따른 보조금 제도 "니타카트(Nitagat)" 실행
→ 14년 유가 급락 이후, 정부 재정수입 감소, 공공 고용 제한으로 민간고용 강화하며 실업률 하락 유도
→ Vision2030은 청년 실업 해결, 고학력 여성의 사회참여를 통한 근본적 해결책을 제시, 경제 다각화가 시급한 인식을 반영했다는 해석

사우디 실업률



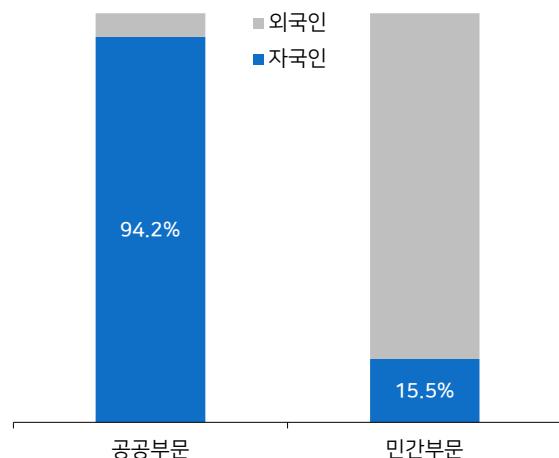
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

사우디 청년 실업률



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

사우디 내 고용비중



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

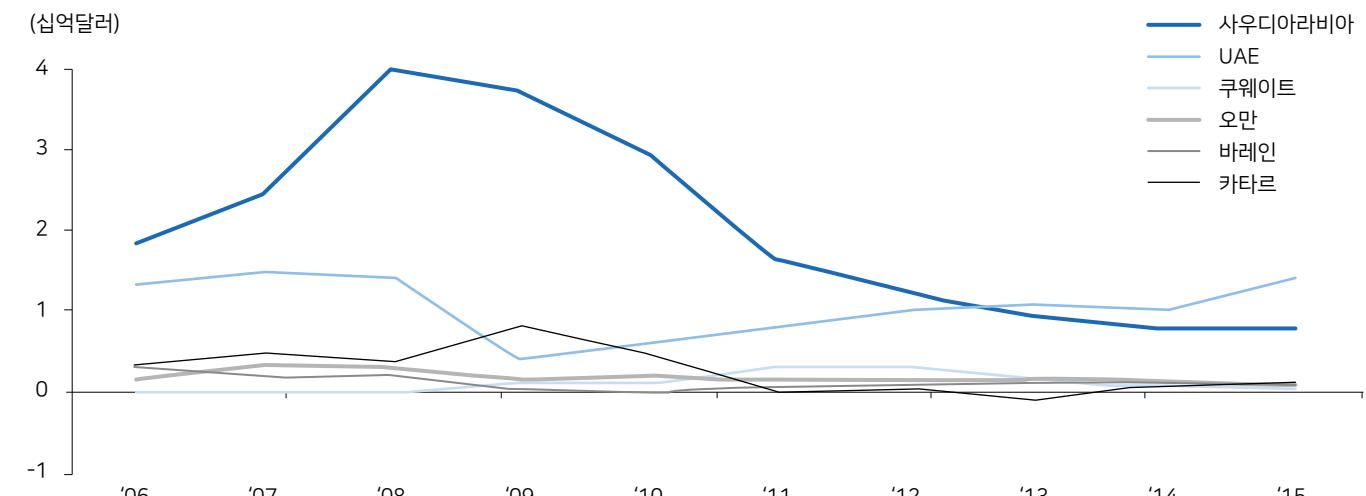
사우디 Vision2030 발표 배경 (3) 투자활성화

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

신규 성장동력 필요성 대두 - 비석유, 민간부문 성장

- 사우디: 비 석유 및 민간 부문 성장의 필요성을 자각하기 시작: 석유 의존도 축소 의지 공개
→ 유가 등 외부 변수로 경제성장이 좌우되어, 재정수입 지속성이 어렵고, 장기 국가 계획 창출 어려움
- 08년 이후 UAE 해외직접투자 증가한 반면, 사우디는 감소
→ 08년 사우디 해외투자금액 유입규모 400억달러에 육박(GCC국가의 절반 이상 차지)한 이후 감소
15년 81.4억달러로 감소하며 08년 대비 1/3 수준
→ 반면 UAE는 09년 이후 증가 지속하며 12년 사우디 규모를 압도(15년 100.6억달러까지 증가)

주요 국가별 해외직접투자금액 유입 추이: 08년 이후 외국인의 사우디 직접 투자 급격한 감소



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Part II

2018년 산업 전망

정유/화학

정유_차화정의 향기와 쌓이는 현금

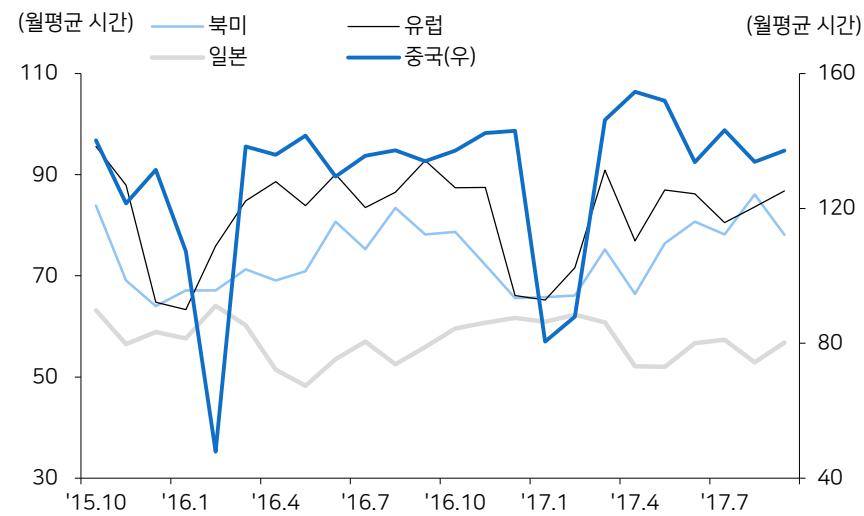
[정유] 차화정 향기와 쌓여가는 현금 곳간

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

18년 정유 Re-rating

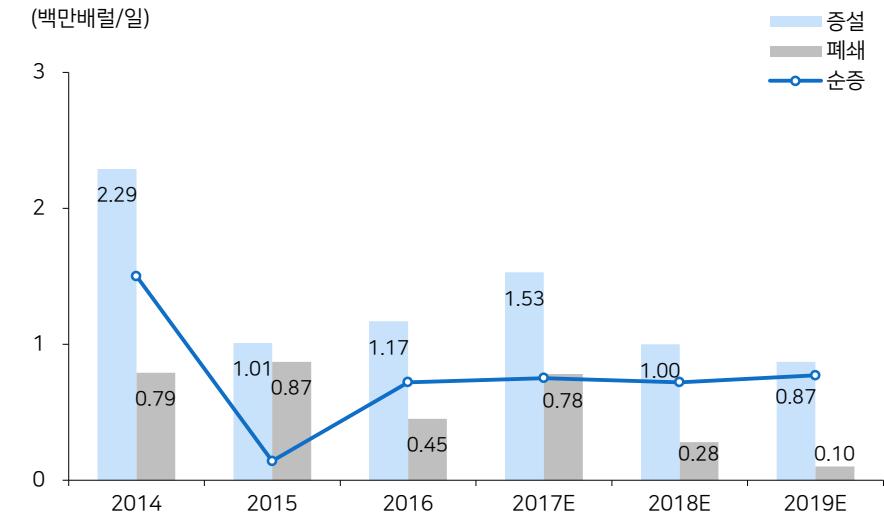
- 지난 3~4년 간 글로벌 정제설비 미미한 증설에 따른 결과→18~19년 정유업 Up-Cycle을 전망
 - 14년 유가 하락에 따른 중동국가들의 발주 취소 및 증설 지연에 따른 타이트한 수급
 - 바닥을 치고 있는 글로벌 재고량과 가동률 조정의 단기적 대응
 - 글로벌 경기 개선으로 석유제품 수요 증가를 전망
- 18년 주가 Re-rating의 근거는 (1) 유리한 업황, (2) 이익 확대, (3) 현금 보유량 증가
 - 변동성이 적어진 유가 흐름 속, 정제마진 개선의 질 높은 이익을 시현할 전망
 - 배당성향/DPS 증가 여력 보유 및 인수합병 등 신규 성장 동력 확보의 움직임

국가별 건설 및 체굴 장비 가동 시간: 경기 호조에 따라 장비 이용 시간 증가



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

글로벌 정제설비 수급은 해를 거듭하며 타이트해질 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

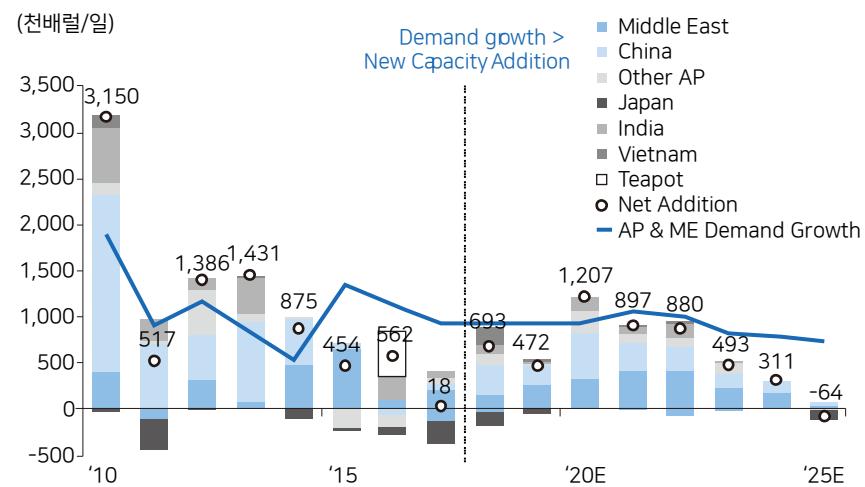
[정유] 수요 Cycle 도래

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

15년 Cost Cycle → 18년 Demand Cycle

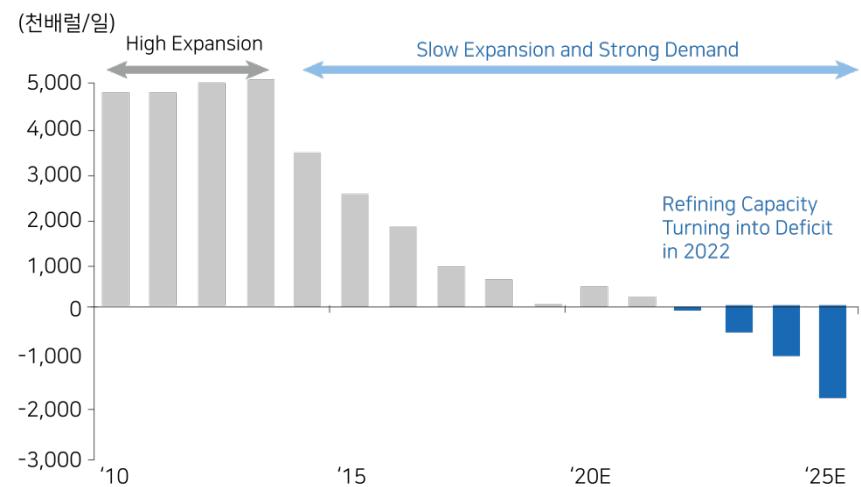
- 14년 유가 하락의 나비효과 → 산유국들의 발주 취소 및 가동 지연 → 16년 이후 신증설 감소
- 15년 Cost Cycle → 18년 Demand Cycle
- 휘발유와 등/경유가 이끄는 경제마진의 콜라보

신규 가동이 예정된 정배설비 규모는 수요 증가량에 미치지 못해



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

18년 이후 정유 Shortage가 예상되는 수급

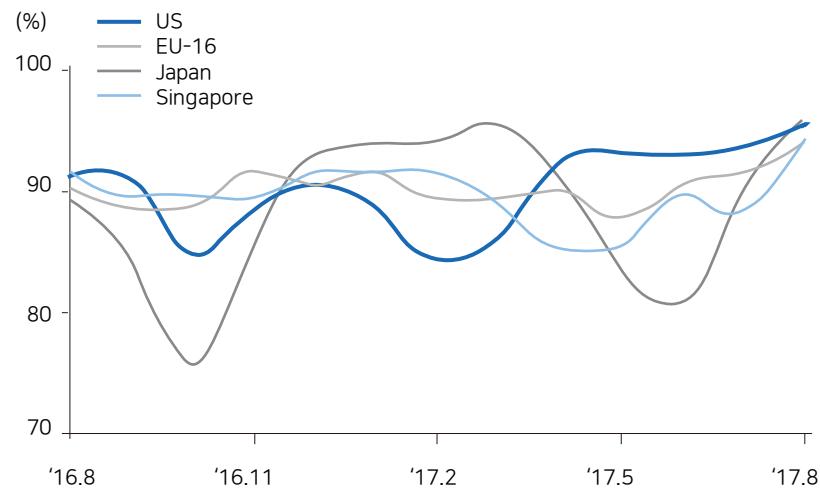


자료: 메리츠종금증권 리서치센터

턱 밑까지 차오른 공급 여력

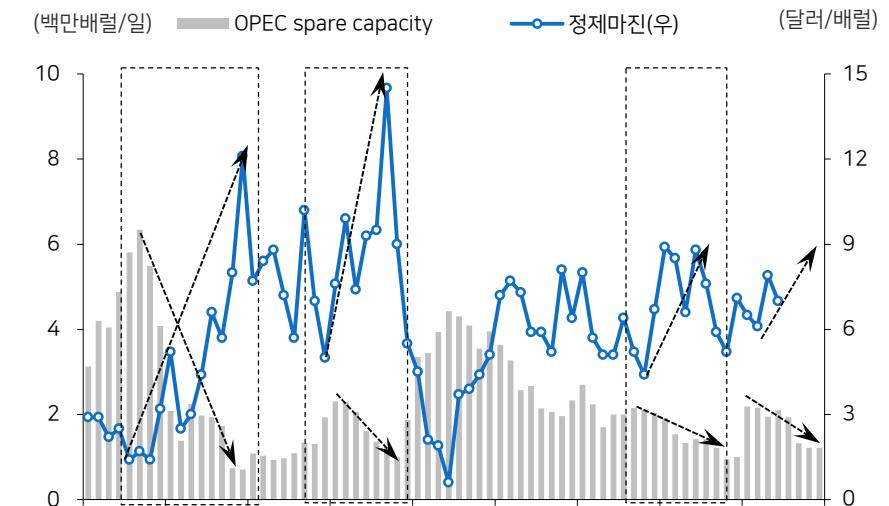
- 18년 이후 수급의 상당한 불균형이 예상됨: 수요 Driven Cycle(수요 > 공급)
 - 글로벌 경기 회복으로 원유 수요 17년 142만배럴/일, 18년 135만배럴/일 연간 증가가 예상됨
 - 반면, 정제설비 증분은 17년 75만배럴/일, 18년 72만배럴/일, 19년 77만배럴/일 규모
- 지역별 정제설비 가동률 90% 이상 상향하며 타이트한 수급에 대응
 - 수요 회복과 바닥 수준의 글로벌 재고량을 고려 시, 단기적 대응으로 풀이됨
- 저유가 지속에 따른 산유국의 정제설비에 소극적 투자와 17년 이후 유류 설비 생산능력 Peak Out
 - 유후 설비 생산능력과 정제마진은 역의 관계
 - 17년 기점으로 유류 생산능력은 Peak Out: 타이트한 수급이 심화가 예상, 정제마진 추가 개선 전망

Full 가동에 육박하는 지역별 정제설비 가동률



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

17년 이후 유류 설비 생산능력(Spare production level) Peak-out



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

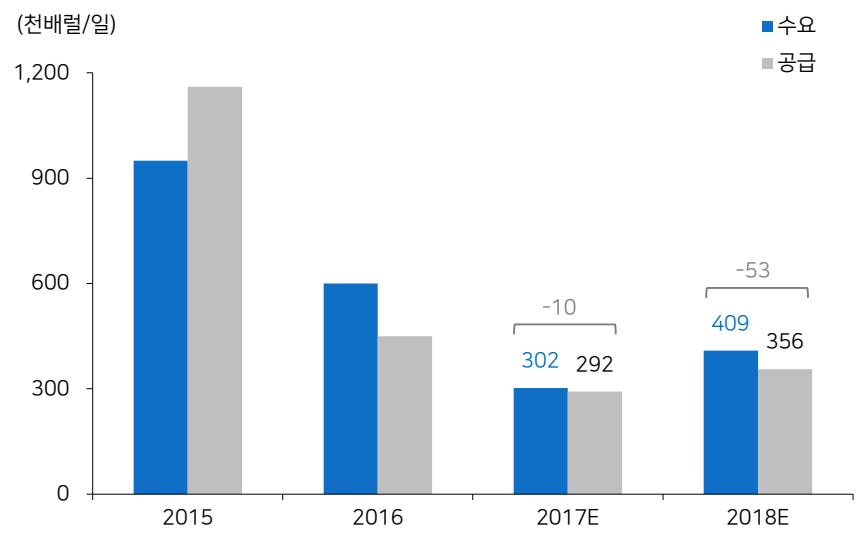
[정유] (1) 전 제품 마진 강세의 콜라보가 펼쳐진다

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

견조한 휘발유 마진

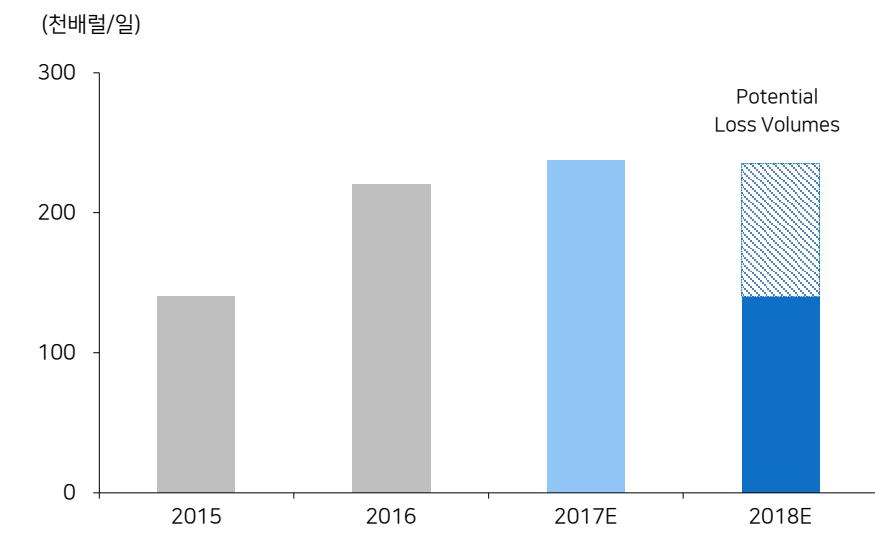
- 18년 이후 수급의 상당한 불균형이 예상됨: 수요 Driven Cycle(수요>공급)
→ 글로벌 경기 회복으로 원유 수요 17년 142만배럴/일, 18년 135만배럴/일 연간 증가가 예상됨
→ 반면, 정제설비 증분은 17년 75만배럴/일, 18년 72만배럴/일, 19년 77만배럴/일 규모
- 지역별 정제설비 가동률 90% 이상 상향하며 타이트한 수급에 대응
→ 수요 회복과 바닥을 치는 글로벌 재고수준을 고려 시, 단기적 대응으로 풀이됨
- 저유가 지속에 따른 산유국의 정제설비에 소극적 투자와 17년 이후 유류 설비 생산능력 Peak Out
→ 유후 설비 생산능력과 정제마진은 역의 관계
→ 17년 기점으로 유후 생산능력은 Peak Out: 타이트한 수급이 심화가 예상, 정제마진 추가 개선 전망

18년 글로벌 휘발유 수요 증가할 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

18년 중국의 휘발유 수출량 감소 예상으로 역내 공급수급 변동 이상 무!



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

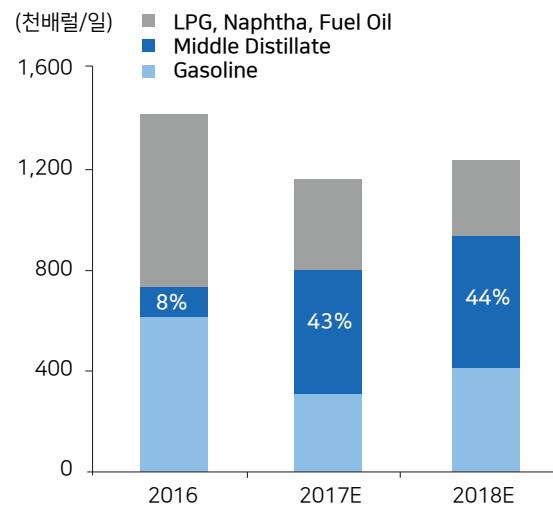
[정유] (2) 전 제품 마진 강세의 콜라보가 펼쳐진다

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

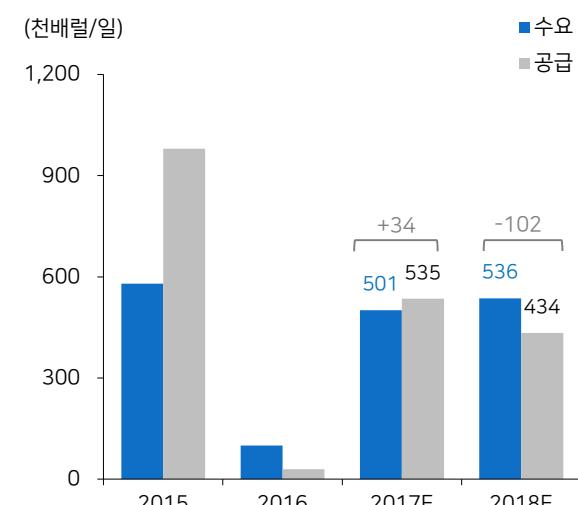
18년 주목해야 할 등/경유 마진

- 18년 글로벌 등/경유의 공급 Shortage가 예상되는 업황
→ 글로벌 경기 회복에 따른 수요 반등으로 B-B 제품 수요 개선 전망
- 특히 역내 정제설비들의 생산비중이 높은 등/경유 업황 개선에 주목할 필요
→ 70%에 육박하는 국내 정유사들의 등/경유 생산비중
→ 국내 정유사: 등/경유 업황 개선의 수혜를 독차지 할 전망

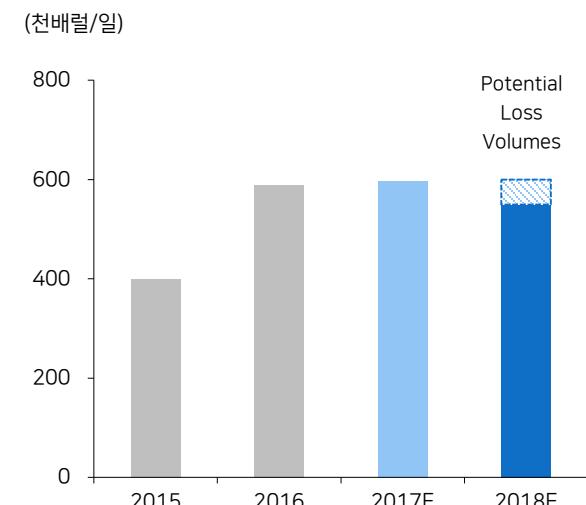
등/경유 제품 수요 비중 증가가 예상됨



글로벌 등/경유 수급 전망



중국의 등/경유 수출 추이 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

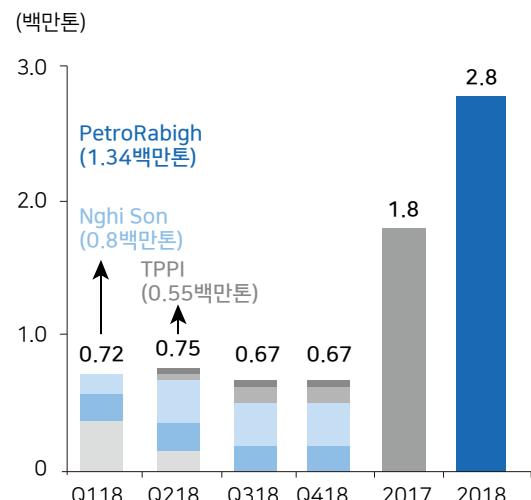
[P-X] 18년 '쉼표'

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

18년 P-X 상저하고
1H18 가격 조정
2H18 가격 회복

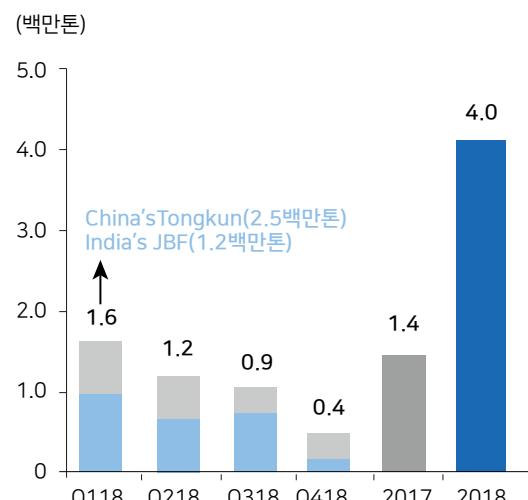
- 18년 P-X 신규 가동을 앞둔 설비는 최소 3개로 파악됨
→ PetroRabigh(134만톤/연), Nghi Son Petrochemical(80만톤/연), TPPI(55만톤/연)
→ 2018년 P-X 설비 순증가량은 280만톤/연으로, 17년 대비 +55.5% YoY 규모 증가
- 그럼에도 18년 P-X 수급은 과거 12~14년 P-X 공급과잉과 다를 것
→ 18년 PTA 신증설(약 400만톤/연): 중국 Tongkun(250만톤/연), 인도 JBF(120만톤/연)
- 18년 PTA 증설에 따라 P-X 공급량 흡수되고, 업황 악화를 우려하지 않음
→ PTA에 투입되는 P-X의 원단위(0.67)를 감안하면, 18년 P-X와 PTA 수급 Balance를 예상

역내 P-X 전망



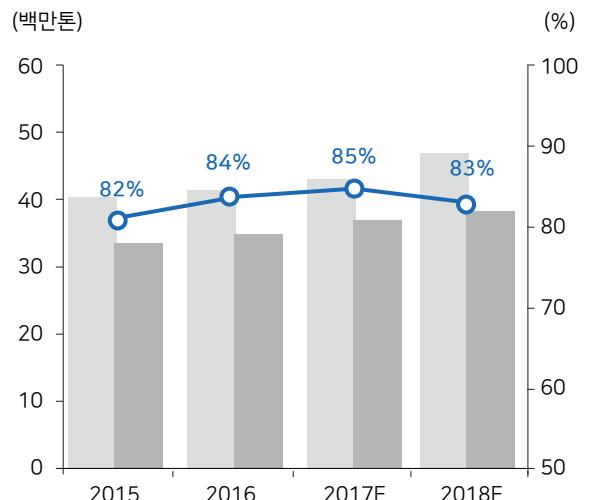
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

역내 PTA 신규가동: P-X 수요 지지할 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

신규 가동 영향으로 P-X 가동률 소폭 하락 전망

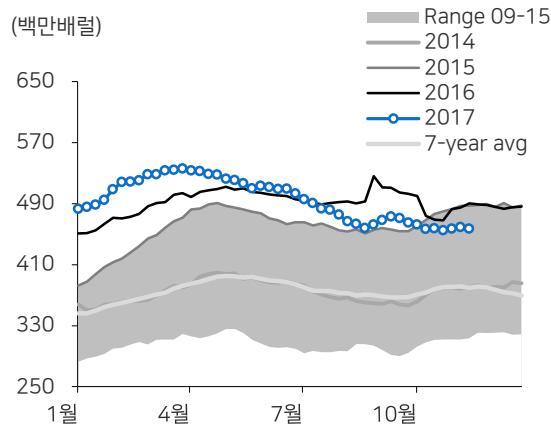


자료: 메리츠종금증권 리서치센터

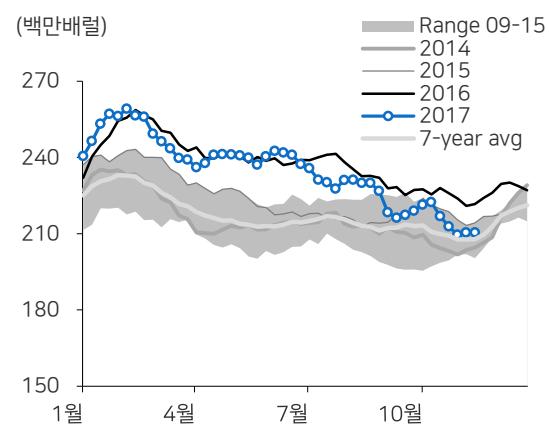
[정유] 지역별 석유제품 재고량 추이

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

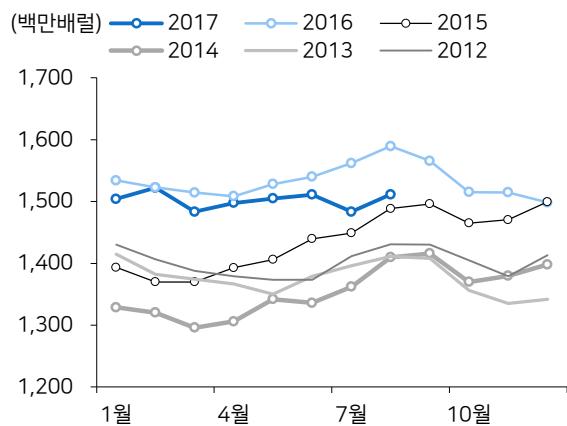
▶ 북미 원유 재고량



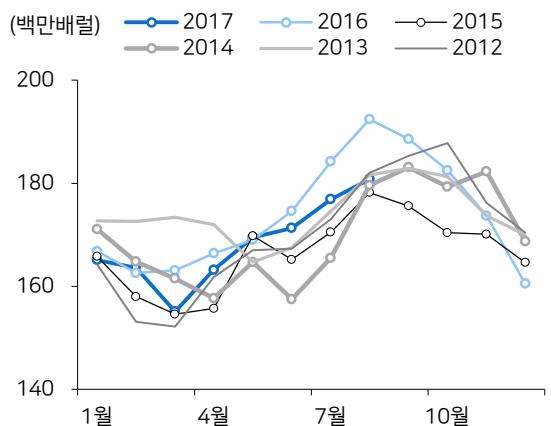
▶ 북미 휘발유 재고량



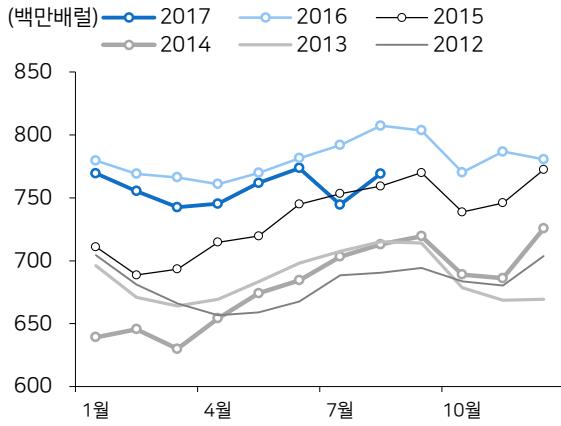
▶ 석유제품 재고량: OECD Total



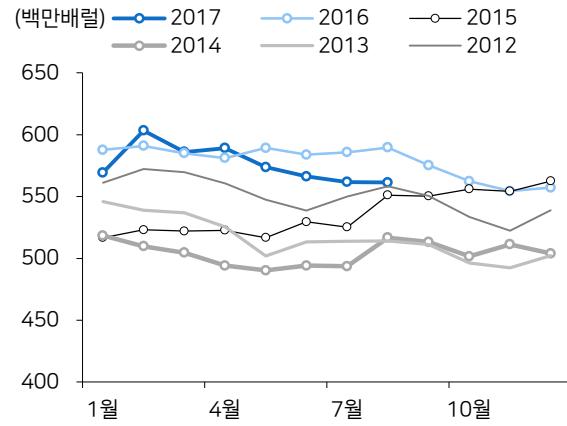
▶ 석유제품 재고량: OECD Asia Oceania



▶ 석유제품 재고량: OECD Americas



▶ 석유제품 재고량: OECD Europe



자료: IEA, 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 30

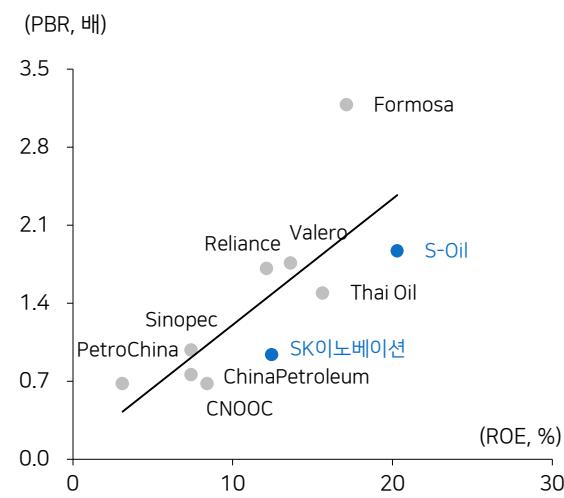
[정유] 쌓여가는 곳간 사용처: (1) 배당

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

대만 Formosa의 주가 프리미엄 : 70%에 육박하는 배당성향

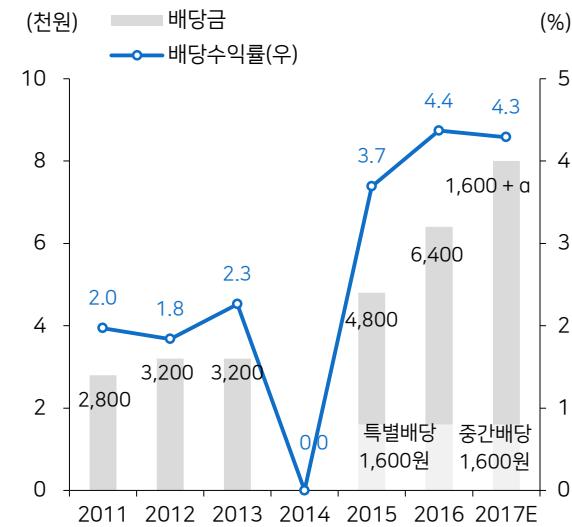
- 정유기업 고배당에 따른 주가 Re-rating은 본업 외 투자포인트
- S-Oil의 16년도 배당정책(배당성향 60%, DPS 6,200원)은 정유기업 주가 Multiple 상향 요인
→ 3월 이후 SK이노베이션과 S-Oil의 주가는 각각 +26.0%, +27.8% 상승
- S-Oil은 고도화설비 투자 중이나, 16년 배당성향 가이던스 충족, 17년 가이던스 60% 유지할 전망
- SK이노베이션의 변화: 첫 중간배당 실시(1,600원), 17년 DPS 8,000원을 예상(배당성향 30%)
- 대만 Formosa는 70%에 육박하는 배당성향으로 높은 프리미엄 부여
→ 18년 정유주 투자 포인트는 고배당에 따른 주가 Re-rating을 제시

글로벌 정유사의 ROE, PBR 배수 비교



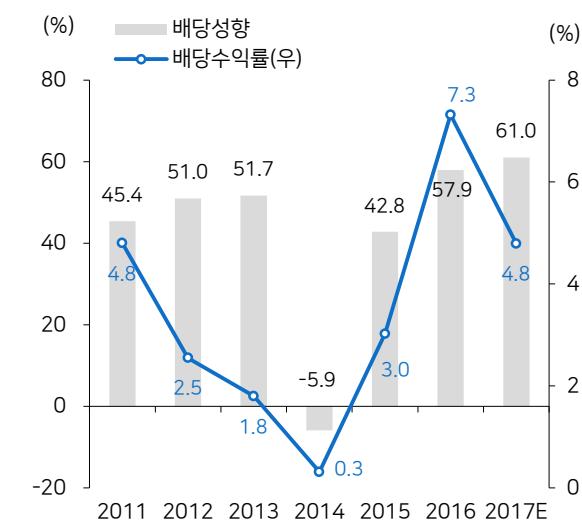
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

SK이노베이션의 연간 DPS 및 배당수익률



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

S-Oil의 연간 배당성향 및 배당수익률



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

[정유] 쌓여가는 곳간 사용처: (2) 성장 동력 확보

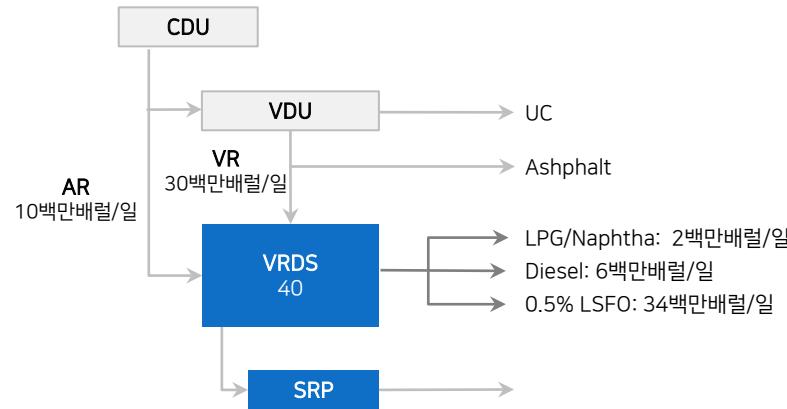
2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

(1) SK이노베이션: 신규 투자

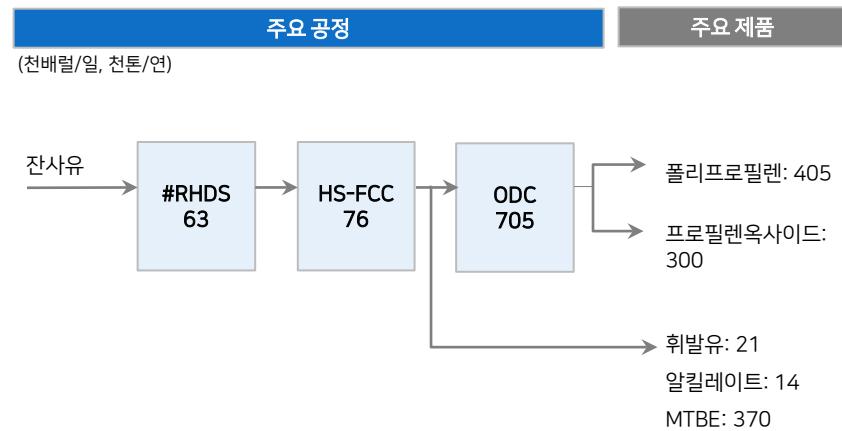
(2) S-Oil: 고도화설비 투자

- SK이노베이션: 인수합병을 통한 제품 포트폴리오 다변화 및 신규 투자로 Value Chain 강화
 - : Dow Chemical EAA 및 PVDC 사업부 인수합병
 - : IMO 황함량 규제를 대응하고자, VRDS(중질유 탈황 공정) 신규 투자 발표
 - : 중국 NCC 우한 증설
- S-Oil: 고도화설비 신규 가동에 따라 제품 Mix 다변화 및 외형 확대까지 가능

SK이노베이션: 2020년 IMO 황함량 규제를 대응하고자 VRDS 신규 투자 발표



S-Oil: 설비 투자 결정→타이트한 수급 감안 시, Q 증가 수혜 독차지 예상



자료: SK이노베이션, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: S-Oil, 메리츠종금증권 리서치센터

Part III

2018년 산업 전망

정유/화학

화학_중국에서 불어오는 훈풍

중국 환경정책 규제 시행으로 생산활동이 위축될 가능성이 높은 지역

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

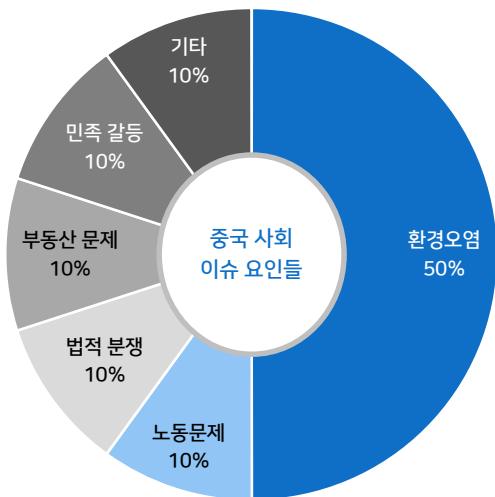
중국, 친환경 정책 강행의 의도

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

환경 요염을 더 이상 방치할 수 없는 중국

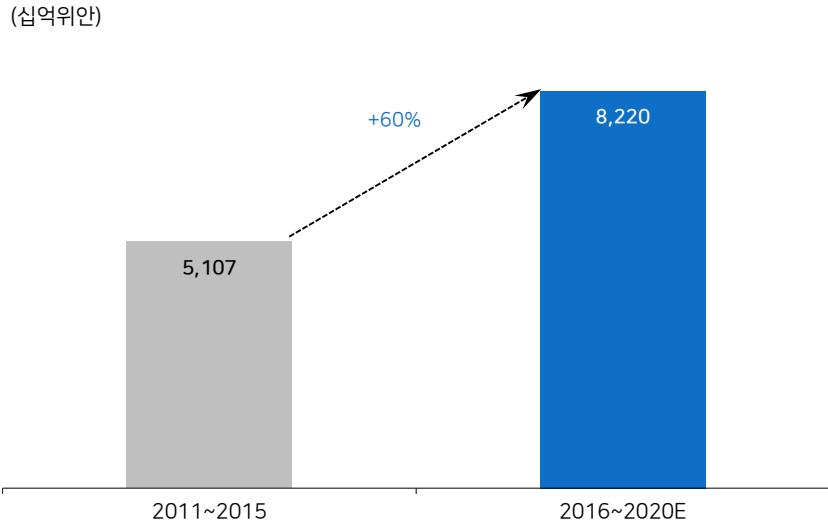
- 환경오염을 억제하려는 중국 정부의 정책 변화: 화려한 경제 발전에 가려진 환경오염 심각성을 인지
→ 16년 당국 설문조사에서 환경오염이 불안정한 국가질서를 유발한다고 답한 응답자는 50%
- 중국의 환경오염의 본질은 대기보다는 토지: 결국 토지 오염이 자국 내 식량 자원에 악영향을 미치므로
→ 중국의 식량 자급률 감소: 2008년 93%에서 14년 86%로 파악됨(매년 1~2%p 하락)
→ 16년까지 대기오염을 최소화시키는 노력으로 석탄 사용 규제 실시
→ 16년 이후 폐수 처리 감시 강화 등 토지 오염을 억제하려는 규제 실시
→ 산업단지별 폐수 모니터링 강화

불안정한 중국 사회의 주요 요인들



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

중국 환경복구를 위한 투자 금액 대폭 증가시킬 계획



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

중국 환경 정책 강화를 위한 에너지 발전 패러다임의 변화

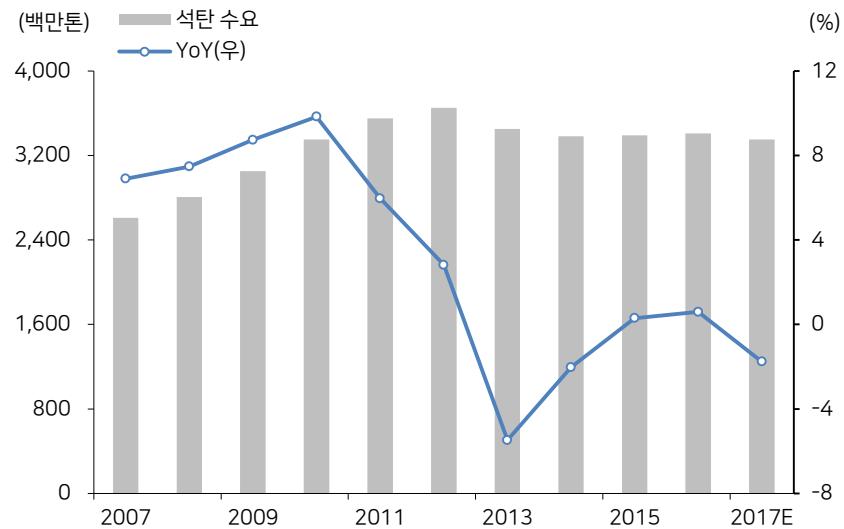
2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

중국 석탄발전 수요 감소 발표
: 12년 67% → 17년 65%

중국의 에너지 정책 변화는
석유화학 공급 차질의 결과로

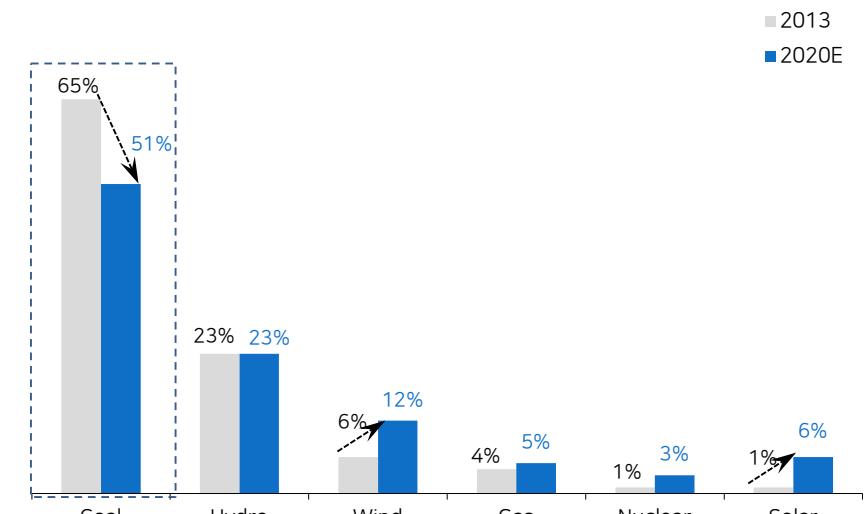
- 중국 대기오염의 주범은 석탄 수요
→ 13년 중국 정부는 석탄 수요 cap을 65%로 하향 조정함(12년 수요 cap 67%)
→ 석탄 수요가 가장 큰 지역(북경, 허베이, 텐진 등)은 석탄 외 에너지 발전 비중 조정
→ 13년 9월부터 북경 등 공업도시에 석탄 기반 에너지 발전소 설치 불가
- 중국 정부는 석탄 외 발전 비중을 12년 9%에서 17년 14%까지 증가시킬 점을 강조
- 16년 이후 석탄 사용량 규제에 따른 석탄가 급등(+65.2% 상승)
→ 석탄 기반의 CTO/MTO와 카바이드 기반 PVC 원가 부담에 따른 가동률 하락으로 공급차질 발생

중국 정부의 환경규제 강화에 따라 하락하는 중국 내 석탄 수요



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

중국의 에너지 발전 자원의 변화: 2013 vs 2020E



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

중국, 2020년까지 석탄 외 에너지 발전 비중 38%로 증가할 전망

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

		Coal	Hydro	Wind	Gas	Nuclear	Solar	기타
2010 (966GW)	생산능력(GW)	683	216	30	26	11	-	-
	생산 비중	71%	22%	3%	3%	1%	-	-
	발전 비중	79%	17%	1%	2%	2%	-	-
10~15년 발전 CAGR		5%	8%	32%	18%	23%	N/A	N/A
2015 (1,440GW)	생산능력(GW)	882	311	118	60	30	40	-
	생산 비중	61%	22%	8%	4%	2%	3	-
	발전 비중	69%	19%	4%	4%	3%	1	-
15~20년 발전 CAGR		0%	5%	12%	9%	12%	20%	N/A
2020E (1,754GW)	생산능력(GW)	900	400	210	90	53	100	-
	생산 비중	51%	23%	12%	5%	3%	6%	-
	발전 비중	62%	19%	6%	5%	6%	2%	N/A

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

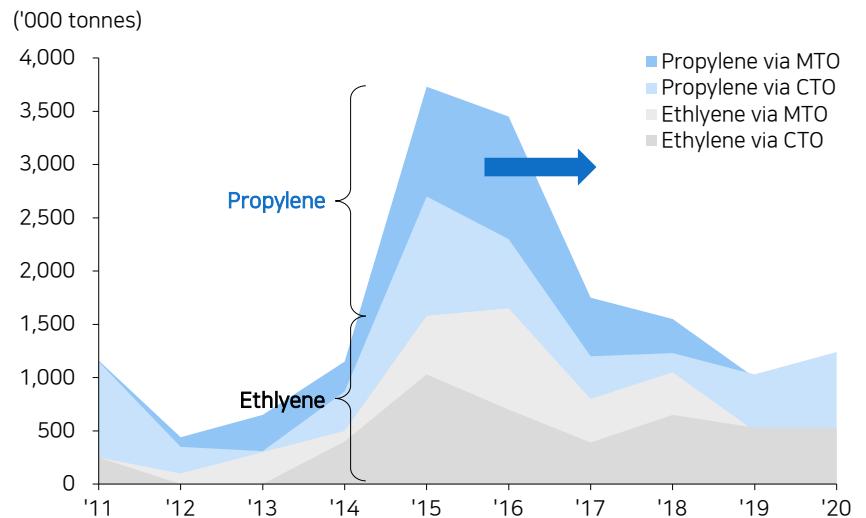
CTO/MTO 증설 스케줄 Delay

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

CTO/MTO 가동 차질
→ 역내 수급에 긍정적

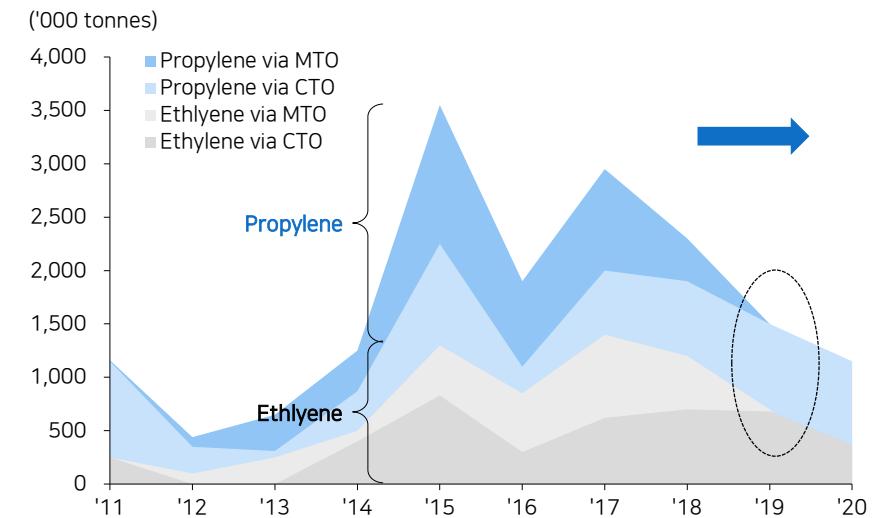
- 수익성 악화를 맞이한 CTO의 저위 가동률(40% 미만): NCC 대비 CTO/MTO의 원가 경쟁력 상실의 결과
- 마진 악화가 우려된 CTO/MTO Delay: Shanxi Coking Group(17년 가동으로 연기, 30만톤/연)
 - 중국 CTO의 PE 마진 400위안을 하회(-69% YoY)
 - 유가하락으로 PE 가격 하락과 시장 평균대비 200~300위안 할인된 가격으로 판매하는 저수익 구조
- CTO/MTO는 나프타 거래가격이 1,000달러/톤을 상회할 경우 경제성 확보
 - 지난 3년간 나프타 가격 500달러/톤 미만으로 NCC의 수익성은 확대, 반면 그 외 크래커 수익성 악화
- CNOOC를 비롯한 국영 에너지기업은 현재 NCC 증설 스터디 단계, 2020년 이후 증설 계획 보유
 - Sinopec은 100~120만톤/연 규모 크래커 5개 증설 계획 보유, PetroChina는 스터디 단계

15년 기준 중국 CTO/MTO 증설 현황: 16년 가동 예정 크래커 Delay



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

16년 기준 중국 CTO/MTO 증설 현황: 17년 가동 예정 크래커 Delay



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

중국의 정책적 훈풍: 해를 거듭하며 강화되는 친환경 정책

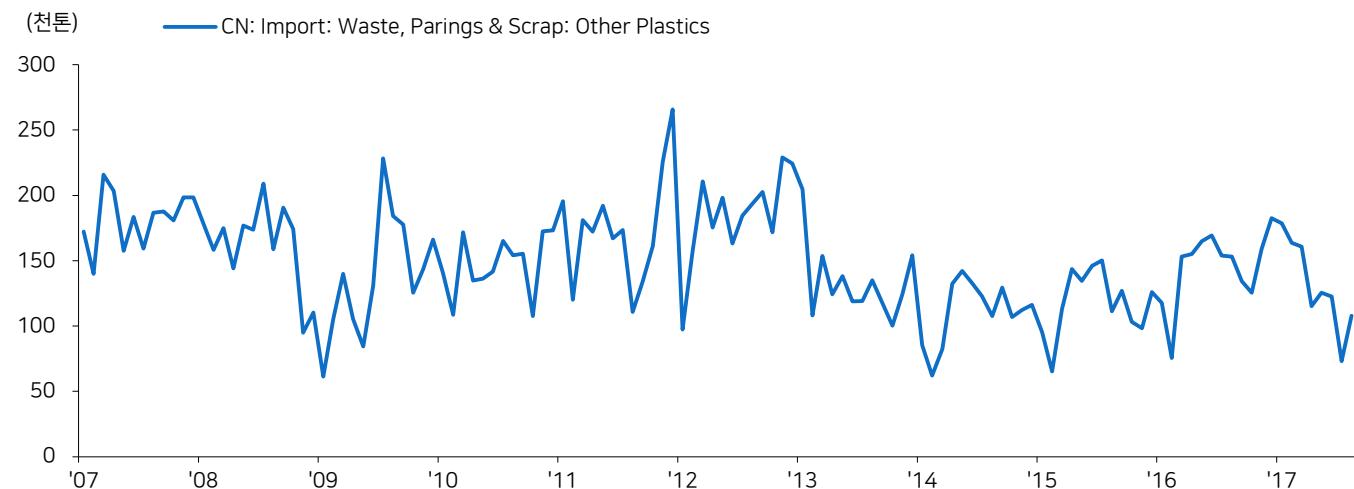
2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

중국 정부의 환경 규제 사항

- (1) 폐 플라스틱 수입 중단
- (2) 석탄 수요 억제
- (3) 환경 보호 세금 징수

- 중국 정부는 미국 등 해외에서의 폐 플라스틱 수입 중단을 발표했고, 이는 17년 말부터 유효
→ 2016년 기준 폐플라스틱 수입량 730만톤 중 PE(250만톤), PET(250만톤)이 포함됨
→ 신규 수지(Virgin Resin) 수요로 이전될 가능성이 높다는 점에서 정책적 수혜가 가능한 대목
- 중국 정부는 18년 이후 환경 유해물질을 배출하는 기업에 대한 세금 부과를 계획함(18년 500억 위안)
→ 최대 1.000만톤/연 규모 정제설비 증설이 예정되어 있으나, 환경세 등 친환경 규제정책으로
증설량은 예상치보다 적어질 전망

중국의 폐플라스틱 수입 규모 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

(1) 중국 폐플라스틱 수입 중단

(2) 중국 증설 가능성 존재

1	PE를 비롯한 중국 폐플라스틱 수입 중단 내역
	<ul style="list-style-type: none">폐플라스틱 수입 중단에 따라 17년 연말까지 PE 공급 60만톤 감소 예상, 18년 80만톤 이상으로 감소될 것중국 내 미국산 폐플라스틱 수입 규모는 PE 기준 120만톤/연 규모
2	중국 내 CTO/MTO 증설 현황
	<ul style="list-style-type: none">IHS는 18년 7월 CTO 1개 증설을 예상함(Shaanxi Yanchang)2018년 9월 MTO(Jiutai Energy) 증설 예상
3	CTO/MTO 프로젝트 증설 지연은?
	<ul style="list-style-type: none">여러 프로젝트의 지연 사례 발생: 15년 약 350만톤/연, 16년 약 400만톤/연 규모로 딜레이16년 석탄 강세로 CTO 가동률 하락과 마진 악화, 현재는 원가 안정화에 따라 가동률 회복과 마진 회복단, MTO는 메탄을 가격 상승으로 수익성 악화
4	향후 다운스트림과 연계된 정제설비 증설 가능성은?
	<ul style="list-style-type: none">민간기업의 정제설비 증설 허용으로 다수의 프로젝트가 착공 대기 중현재 기준 NOC들은 증설 계획 없음(Sinopec, CNPC는 증설 허가의 수혜를 누리지 못함)민간기업들은 자금 조달 문제에 봉착할 것이나 지방 정부의 보조금 혜택 등 정책적 수혜가 예상됨18~19년 벤젠 수급 매우 타이트할 것, PTA는 원자료 확보를 위한 증설 계획 보유
5	2019~25년 중국 내 에틸렌 1,200만톤/연 증설 관련
	<ul style="list-style-type: none">크래커 총 4개, 생산능력 450만톤/연 규모가 건설 중으로 파악됨최대 500만톤/연 규모의 캐파 증설이 예상된다는 소식증설은 2개의 민간 회사를 비롯 Sinopec, Sinochem이 주도저유가 및 신규 공급 제한에 따른 업황 회복으로 신규 프로젝트 착공
6	화학 다운 사이클은 언제로 예상하는지?
	<ul style="list-style-type: none">2022~23년 중국을 비롯한 글로벌 공급량 증가로 Down-Cycle 예상
7	환경 규제가 에너지 업종에 미칠 영향은?
	<ul style="list-style-type: none">겨울철 공해/매연 규제로 인해 석탄기반에서 추출된 벤젠이 가장 큰 타격을 입을 것유해물질을 보유한 아세톤과 페놀 또한 영향 받을 것단 폐플라스틱 수입 중단은 국가 정책 주도로 이뤄진 것. 파급력 상당할 것으로 봄

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

(1) 화학업종 호황

(2) 에틸렌 공급과잉을 우려

(3) 중국 P-X 증설 가시화

1	<p>에너지 기업들의 정부 환경 감찰 정책 준수 여부</p> <ul style="list-style-type: none">■ 환경 감찰에서 자유로운 기업은 없고, 모든 기업들이 규제 내역을 이행 중■ 동사는 경쟁사 대비 환경 기준 준수율을 높일 계획
2	<p>정유/화학업종 호황을 인정하는 동시에 공급과잉을 우려하는 이유는?</p> <ul style="list-style-type: none">■ 해당 기업들은 마진 극대화를 위한 증설 계획 보유: 700~1,000만배럴/일 규모 정제설비 증설 예정■ 중국 수급의 30%가 공급과잉
3	<p>P-X 전망은?</p> <ul style="list-style-type: none">■ 중국은 자국 전체 수요의 55%를 수입(한국은 P-X 생산량 70% 가량을 중국에 수출)■ 12년 이후 P-X 증설은 제한적이었으나, 향후 3년간 P-X 증설 규모는 최소 1,000만톤/연■ 장기적 관점에서 P-X 순수출 국가로 변모를 예상
4	<p>자체 증설 계획은?</p> <ul style="list-style-type: none">■ Sinopec은 고부가 다운스트림 영역 확장을 위해 에틸렌 증설 계획(80만톤/연)을 보유 중■ 현재 NCC 업황은 호황으로 진단. 미국 ECC 증설 이후 일부 유도품 약세, 기초유분 강세를 예상■ 미국 ECC과의 사업 제휴를 통해 저가 원재료 에탄 확보를 할 추진할 예정
5	<p>향후 3~5년간 Sinopec Group의 투자 계획은?</p> <ul style="list-style-type: none">■ Sinopec 그룹은 에틸렌 총 4~500만톤/연 규모의 크래커 증설을 목표로 4개 프로젝트 계획■ 해당 프로젝트는 현재 정부의 승인 검토 단계
6	<p>철강과 다르게 정유/화학 산업에 대한 중국 정부의 공급조절 등 개혁은 없는가?</p> <ul style="list-style-type: none">■ 정부의 추진 사항은 민간 사업자의 시장 참여를 유도하는 것이고, 설비 폐쇄는 정부의 의도가 아님■ 단 향후 가동률 조정 여부는 정부가 추진하는 친환경 정책 준수 이행에 달려있음

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Part IV

2018년 산업 전망

정유/화학

**화학_수급 변동 우려는 기우일 뿐
매년 신증설은 발생했다**

Westlake 3Q17 실적발표 후기

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

Westlake: 수요 Driven Cycle

- 3Q17 영업이익 372.4백만달러(+685% YoY, +36% QoQ)를 달성하며 시장 예상치 큰 폭 상회
→ (1) Axiall 인수 효과, (2) PVC 등 염소 체인 강세, (3) 가동률 상승에 따른 Q 증가, (4) 비용 감소
- Westlake가 예상한 업황은 (1) 글로벌 경기 개선에 따른 수요 회복, (2) ASP 인상, (3) 공급 차질을 제시
→ 우리는 수요에 기반한 ASP 인상과 크래커 증설 지연에 주목할 필요가 있음
- 미국 태풍 Harvey 이후 공급차질 발생: CP Chem(150만톤/연), ExxonMobil(150만톤/연) 크래커 가동 지연
→ 미국 총 에틸렌 생산량의 약 50% 생산 차질, 텍사스 소재 에틸렌 설비 70~80%가 직접 영향권
- 2018년 이후 ECC 원재료 에탄가 강세를 전망했고, 이는 ECC들의 수익성 하락이 예상되는 대목
→ 우려와 달리, NCC들의 장기 호황을 예상할 수 있는 근거

Westlake: 사상 최대 실적 달성과 52주 신고가를 기록한 주가



Westlake 향후 전망이 긍정적인 이유는 PVC/가성소다 강세!



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

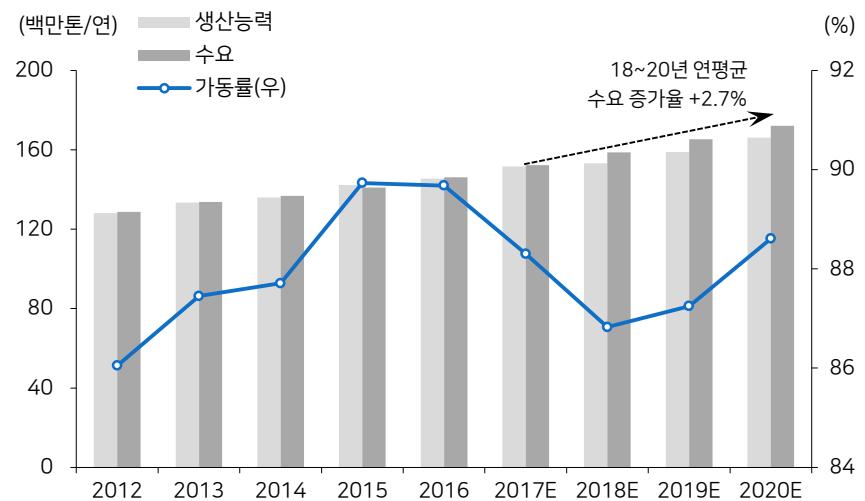
[화학] NCC, 18년 부활의 기지개를 편다

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

ECC 신증설 ≠ A Big Wave

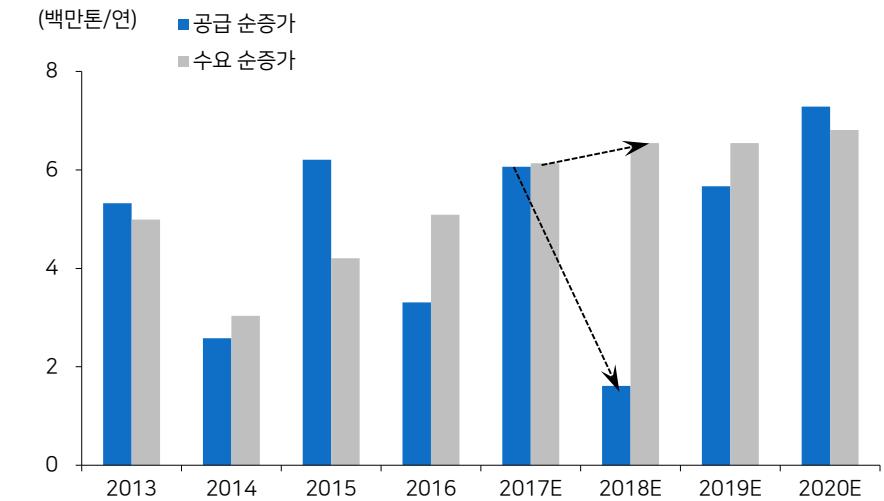
- 미국 ECC 신규 증설 update
→ 태풍 Harvey 영향으로 글로벌 에틸렌 생산능력 증분량 변경: CP Chem과 ExxonMobil 가동 지연
→ Sasol 비용 문제(원재료 구매 비용 및 인건비)를 이유로 가동 일정 지연: IRR 8.6%로 비관적 전망
- 미국 ECC 수익성 악화
→ 에탄가격 강세 전환: 에탄 수급의 변화(2020년까지 16년 에탄 생산량의 60% 이상 필요), 인프라 투자 비용
→ 16~20년 미국 내 에탄 공급증가율 +2.4%, 반면 에탄 수요의 증가량은 +11.3%로 추정
- ECC의 최대 장점이던 저비용 수혜가 사라지며, 투자매력도 감소될 것을 예상

18년 일부 설비 가동 지연으로 공급 우려 완화되는 중



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

18년 화두는 수요: 경기 확장 국면 돌입으로, 공급 증가량 흡수될 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

[별첨] 글로벌 화학 신증설 현황

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

기업	생산능력(만톤/연)	완공시점	내용
Braskem Idesa JV	105	2016	16년 5월 가동
OxyChem/Mexichem	54.4	1Q17	100만톤/연 VCM 원료 공급을 위한 ECC 크래커
Sadara Chemical	150	1Q17	17년 초 NCC 및 다운스트림 가동
Reliance Industries	135	2017	NCC 및 다운스트림 가동
OPAL	110	1Q17	2017년 3월 기초유분 중심의 크래커 가동
Dow	150	4Q17	17년 9월 PE, m-EPDM, Elastomer 가동 완료 및 아시아 프리세일 진행, 4Q 완공
Chevron Phillips	150	1H18	2Q17 PE 50만톤 2개 라인 가동 완료, 태풍 Harvey 영향으로 Delay
Indorama	37	2018	01년 노후설비 재가동.
Formosa	159	2019	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
Shanxi Coking	30	2019	건설 중.
Total	100	4Q19	건설 허가 심의 중
CNOOC	100	2019	건설 중.
Shell	150	1H20	정부 승인 완료
총 합	1,355.40		

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

[별첨] 2020년 이후 신규 투자 현황

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

지역	기업	생산능력(만톤/연)	완공시기	내용
북미	Shell	150	2020	미국 PE 투자 시작. 건설 중
	Badland NGL	150	2020	미국 JV 파트너 물색 중
	Formosa	120	미정	미국 PE, PP, EG 투자비 총 94억 달러로 검토 중
	PTT Global	100	미정	미국, 투자비 총 57억 달러, 일 마루베니와 JV 협상 중
	Braskem Idesa JV	-	2021	멕시코, 투자비 약 52억 달러, 원료 장기 공급 협의
	BASF/Total JV	12.8	미정	다운스트림 확대를 위한 re-vamping
	Dow	25.0	미정	
	Eastman	1.7	미정	
	Equistar	110	미정	수익성 검토 및 스터디 단계
	Flint Hills	10.0	미정	
	Nova	16.8	미정	
	Odebrecht	100	미정	수익성 검토 및 스터디 단계
	Williams	25.8	미정	
	Sabic/Exxonmobil	-	2021	텍사스 혹은 루이지애나. 17년 건설 시작 희망
중앙 아시아	Sibur	150	미정	러시아, 투자비 약 95억 달러. 투자 타당성 검토 중
	Rosneft/Chemchina JV	140	2022	러시아, 정유설비를 연계한 NCC, C3 60만톤, BD 20만톤
	Kazakhstan Petrochem	84	미정	카자흐스탄, 프로필렌/PE/PP, 건설 준비 중
중동/아프리카	Sabic/Aramco JV	-	2020년 이후	사우디, 투자 타당성 검토 중
	Carbon Holdings	150	2020	이집트, 투자비 약 60억 달러, 투자 타당성 검토 중
	Petkim	-	2020년 이후	터키, 투자비 100억 달러 규모 석유화학단지 계획
아시아	PCG Rapid Prj.	100	2020	말레이시아, 건설 중
	SCG Long son Prj	105	2022	베트남, 카타르가 프로젝트 참여 포기
	PTT/IRPC	-	미정	베트남, 사우디 Aramco 프로젝트 참여 취소, 신규 JV 파트너 물색 중
	PTT GC	50	2020	태국, NCC, 미국 ECC와 동시 투자 불확실
	Pertamina/Rosneft	-	2021	인도네시아, 정유-화학단지 검토 중
	Lotte Titan	-	미정	인도네시아, 부지 매입
	JG Summit	180	미정	필리핀, 32만톤에서 50만톤으로 확장
	Sabic/Shenhua Ningxia	-	미정	중국, 석탄 기반 석유화학단지 건설 협의 중

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

[화학] 16~17년 신증설 발생했음에도 굳건했던 업황

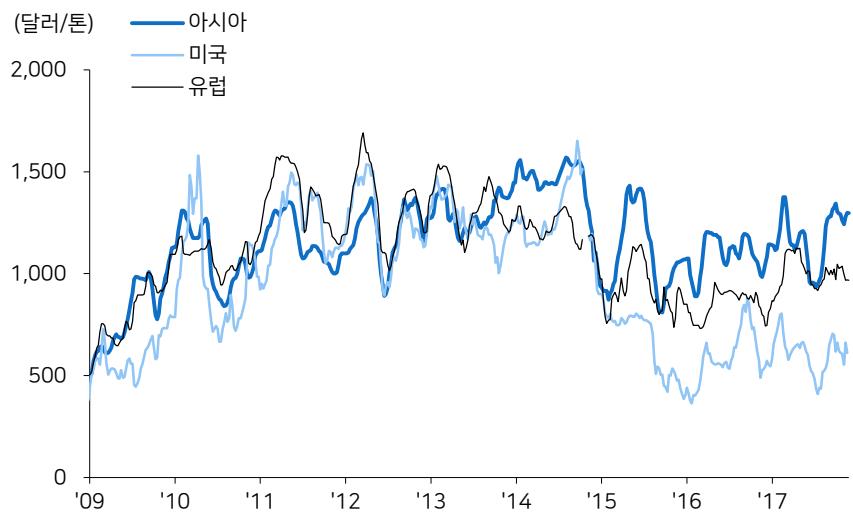
2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

18년 핵심은 수요!

- 미국 ECC 신증설 기우일 뿐!

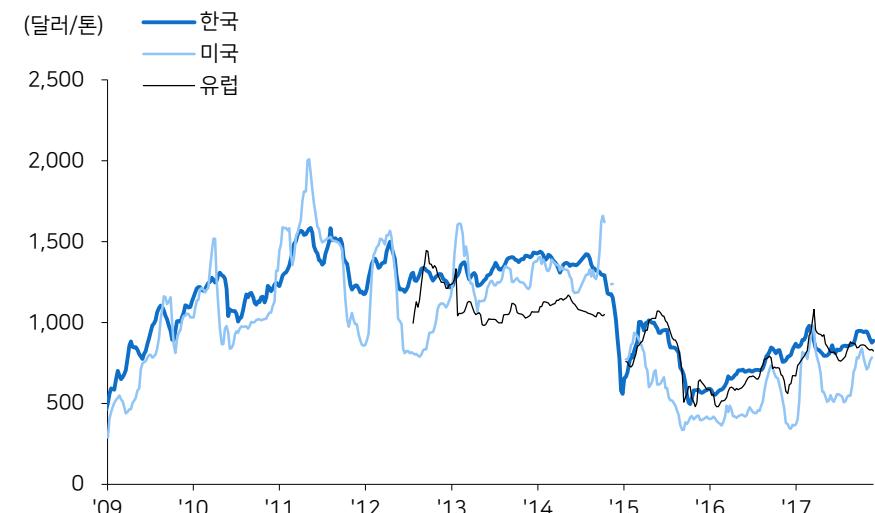
- 18년 업황의 가장 큰 위협요소는 2020년까지 1,300만톤/연 규모 증설에 돌입한 미국 ECC
→ 17년 OxyChem(54만톤/연), Dow Chemical(150만톤/연), 18년 CP Chem(150만톤/연) 외 다수
→ 태풍 Harvey 영향으로 공급 차질과 프로젝트 비용 발생에 따른 추가 지연 발생 가능성
- 글로벌 크래커들의 발주 취소 및 지연 발표 속, 신규 가동할 일부 설비는 매년 발생했음
→ 17년 인도 OPAL(NCC 110만톤/연), 사우디 Sadara(NCC 150만톤/연), 인도 GAIL(45만톤/연)
→ 신규 가동으로 에틸렌 거래가격 조정이 있었으나, 수요 우위의 수급으로 가격 회복 시현
- 18년 신규 가동물량으로 일시적 가격 조정이 있겠으나, 수요 증가로 물량 흡수 가능하겠다는 판단

글로벌 에틸렌 가격 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

글로벌 지역별 PE가격 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

[Appendix] 주체별 국내 화학기업의 주가 추이

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

롯데케미칼



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

대한유화



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

LG화학



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

한화케미칼

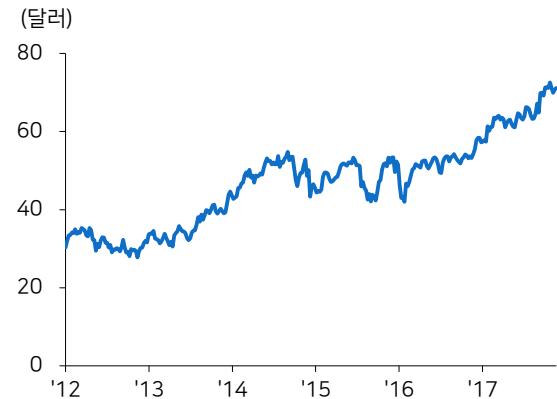


자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

[Appendix] 글로벌 화학 기업별 주가 흐름 추이

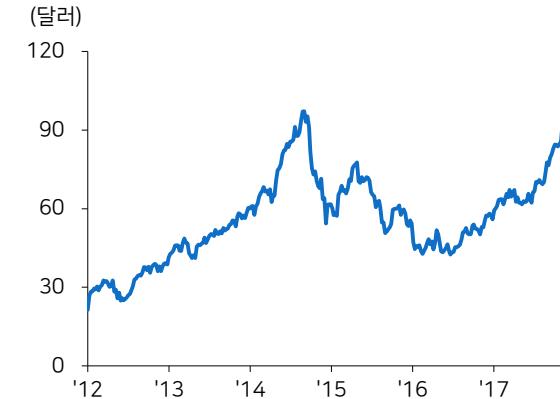
2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

미국 DowDupont



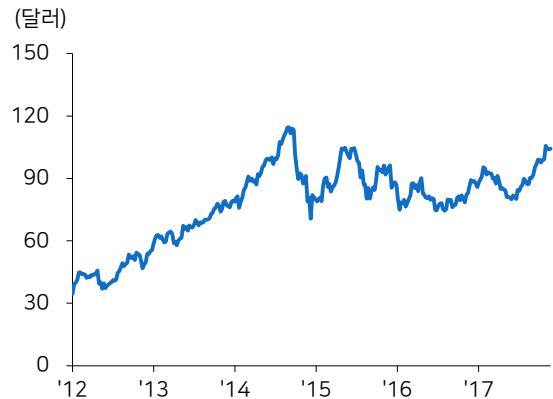
자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

미국 Westlake



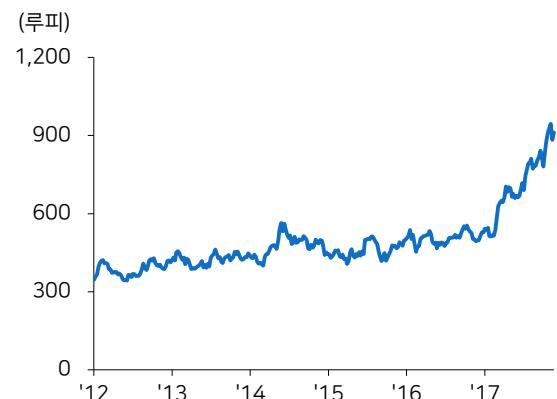
자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

미국 LyondellBasell



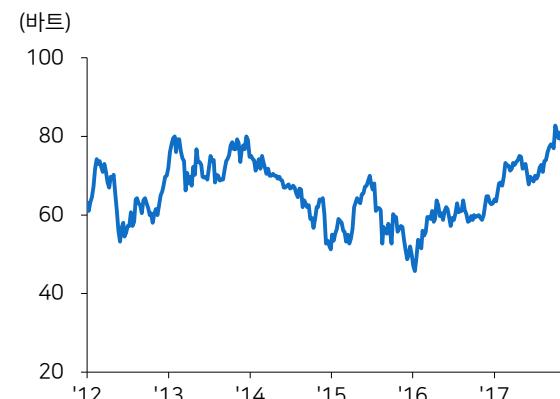
자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

인도 Reliance



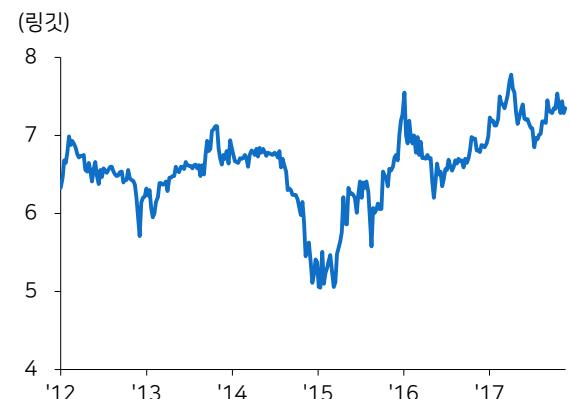
자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

태국 PTT Global Chemical



자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

말레이시아 Petronas Chemical Group



자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

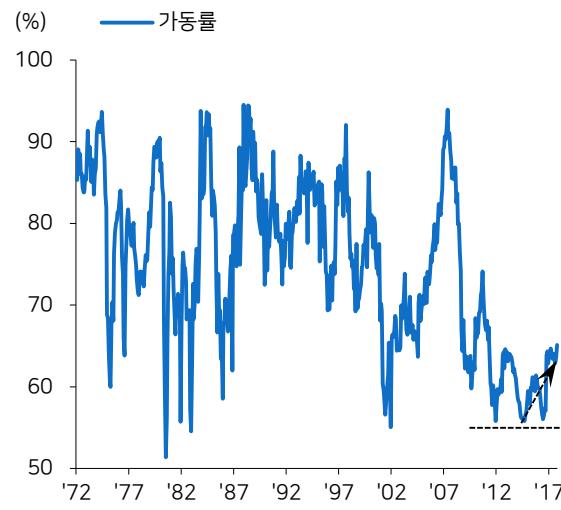
[화학] 18년 부타디엔-고무 체인 Rally를 예상

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

18년 NCC non-에틸렌 Story

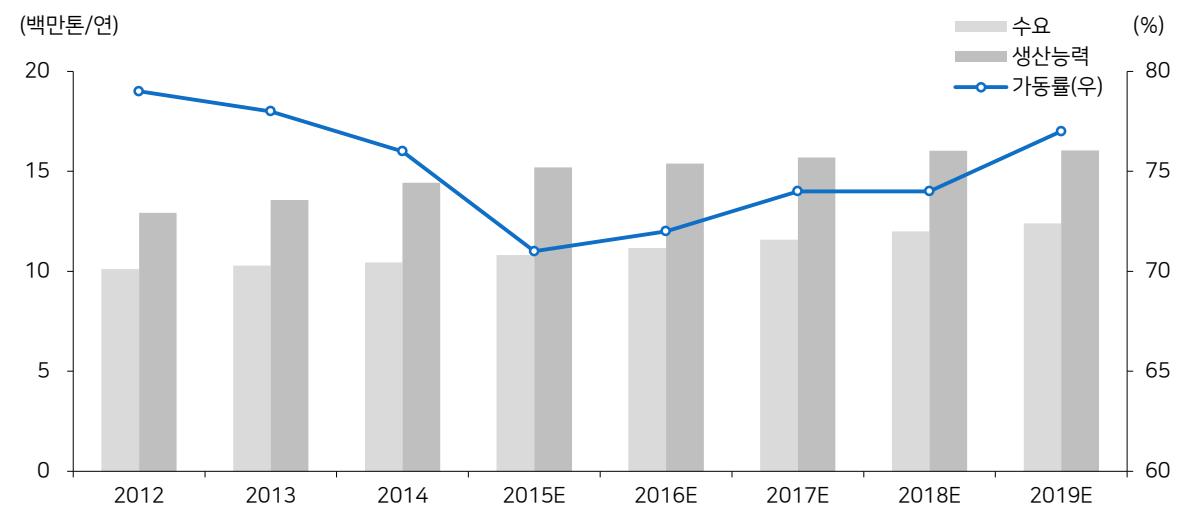
- 증설 가능성은? 현실적으로 쉽지 않고, 공급 우려 최소 수준
→ on-purpose BDH설비는 수익성 상실, 글로벌 NCC 추가 증설 제한으로 BD 추가 물량 확보 어려움
→ 18년 예상 글로벌 부타디엔 생산능력 1.5천만톤(+1.2% YoY), 가동률 76%(+1.0%p) YoY을 예상
→ 18년 전방 수요 회복에 힘입어 부타디엔 수요 증가율 +2.5~+4.0% YoY를 예상
- 17년 8월 이후 개선되는 전방 수요는 과거 차화정의 향수를 자극하고 있어
→ 과거 2010년 차화정 Rally: 중국 경기 확장 국면 속, 자동차/타이어 수요 증가에 따른 BD-SBR 체인 강세
→ 글로벌 SBR 가동률 65%로 반등의 기반을 마련: 전방 수요 개선에 따른 가동률 상향 조정

글로벌 합성고무 가동률 반등 중



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

전방 수요 개선에 의한 부타디엔 Rally: 과거 차화정 시기 재현?



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

[화학] 18년 고무가격 상승으로 귀결될 원년의 해

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

18년 고무의 비상 : 결론은 전방 수요 성장

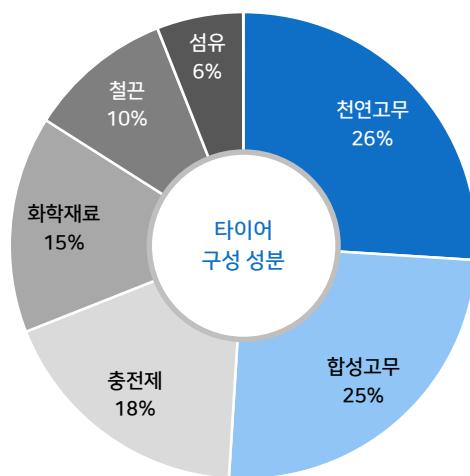
- 고무의 전방 수요는 타이어 → 전방수요 회복이 고무 수요를 견인
→ 타이어의 원재료별 투입 비중: 천연고무 26%, 합성고무 25%
- 합성고무와 천연고무는 타이어 제조 원재료의 보완 관계
→ 천연고무 높은 온도에 취약, 합성고무는 탄력성이 부족한 단점을 보유
- 타이어 업체들은 합성/천연고무의 가격 변동에 따라 투입 비율을 5~10% 가량 조정
- 당사는 자동차 수요 반등을 예상, 타이어 Value Chain에 속한 고무는 가격 상승으로 귀결될 것

천연고무, 합성고무 상관관계 84%: 보완재 관계



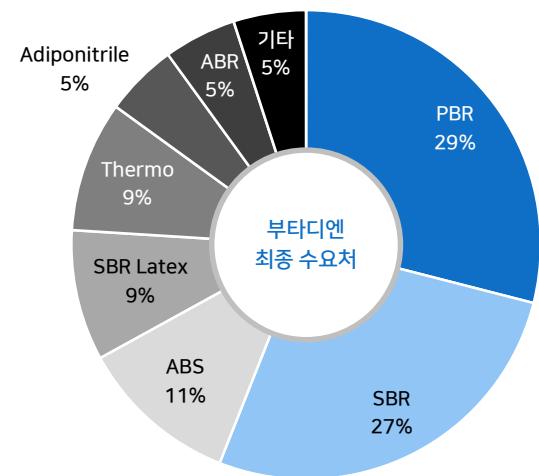
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

타이어 구성 성분



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

부타디엔 최종 수요처



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

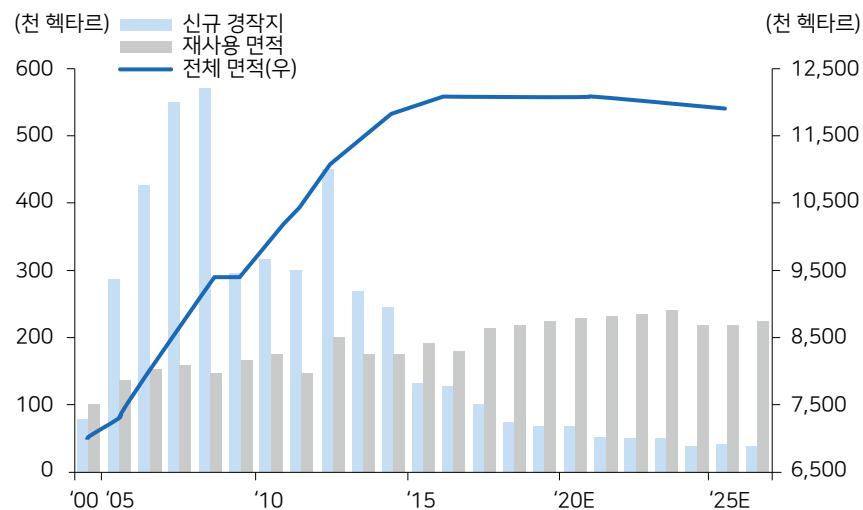
[화학] 천연고무: Back to Balance!

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

천연고무: Worst is Over

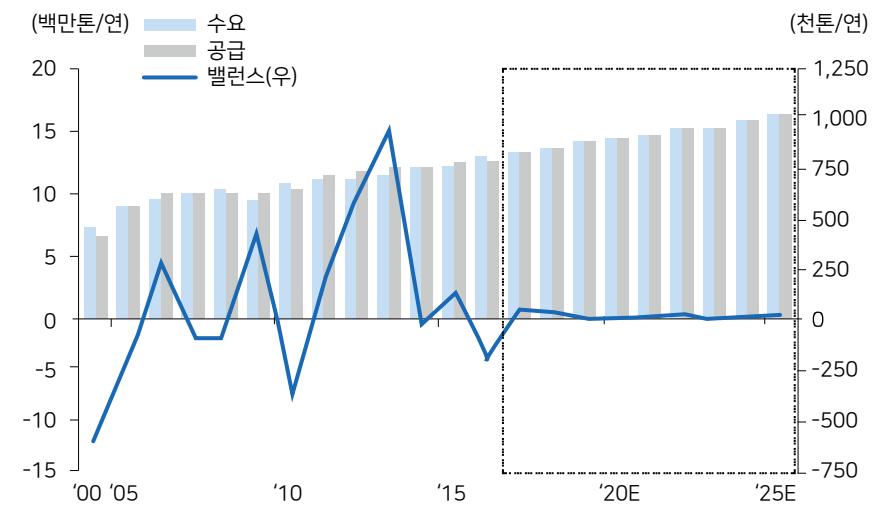
- 당사는 17.1 천연고무 공급과잉이 해소된다는 점을 피력한바 있음(17.1 "상상 그 이상!" 참고)
- 17년 현재 천연고무의 공급과잉 해소는 현재 진행 형!
 - 13년 천연고무의 초과공급량은 911만톤/연(공급과잉이 가장 심했던 시기)
 - 천연고무의 초과공급량 감소 중: 16년 94만톤/연, 17년 50만톤/연, 13~17년 연평균 -44% 감소 예상
- 공급과잉 해소는 천연고무 신규 경작지 면적 감소(공급)와 전방 수요 회복에 기인
 - 12년 48.1만헥타르에서 16년 15.2만헥타르, 연평균 -17% 감소

천연고무: 2016년을 기점으로 공급과잉 해소 Signal 포착



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

천연고무: 17년 이후 수요 우위로 수급 Well-Balanced를 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

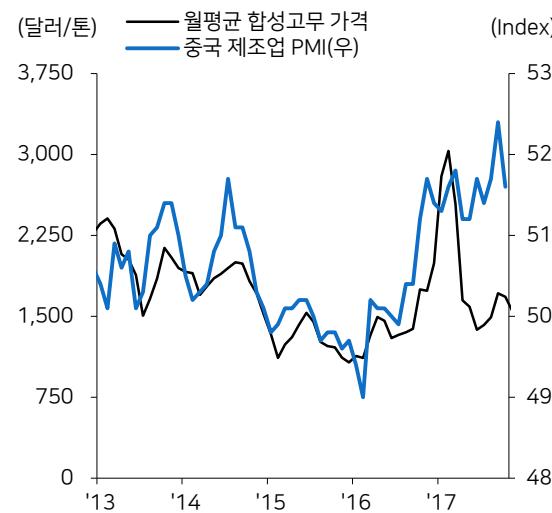
[화학] 합성고무: 수요-Driven 펀더멘털

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

합성고무, 수요 반등에 따른 기초체력 강화 시현

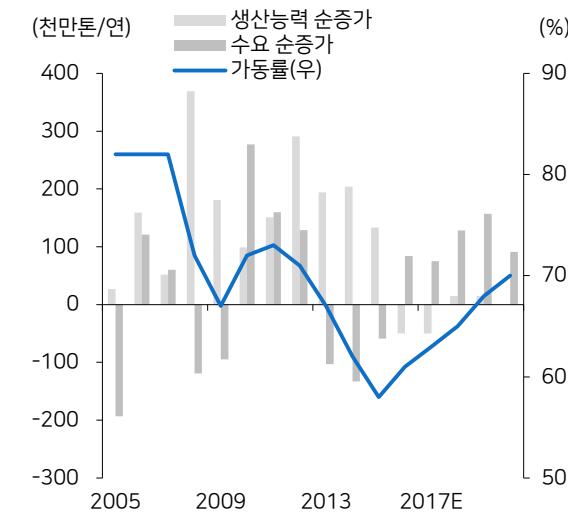
- 17년 합성고무 가격 동향 Review
→ 1H17: Re-stocking 이후, 재고소진에 따른 수요둔화 및 유가 약세로 -40% YTD 하락
→ 2H17: 유가 반등과 글로벌 경기 회복에 따른 가격 상승(7월 이후 +11%)
- 18년 합성고무의 기초 체력 강화를 예상하는 근거는 결국 수급 정상화
(1) 글로벌 경기 회복과 전방 수요 회복, (2) 마무리 국면에 돌입한 글로벌 합성고무 증설
- 유가 상승에 따른 Cost-push 효과 발휘
→ 당사의 유가 전망치(WTI 기준 60달러/배럴)를 감안, 합성고무 가격 강세가 예상됨

바닥을 다진 합성고무 가격: 경기 회복, 수요 반등



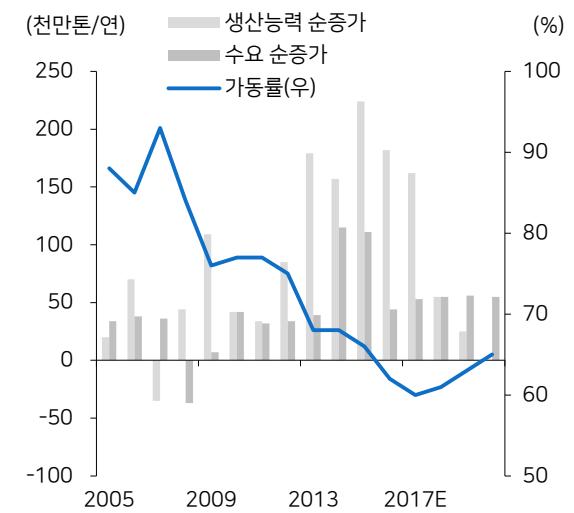
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

E-SBR 수급 전망: 수요 > 공급 증가량(+2.6%)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

S-SBR 수급 개선: 연평균 수요 증가율 +3.2%



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

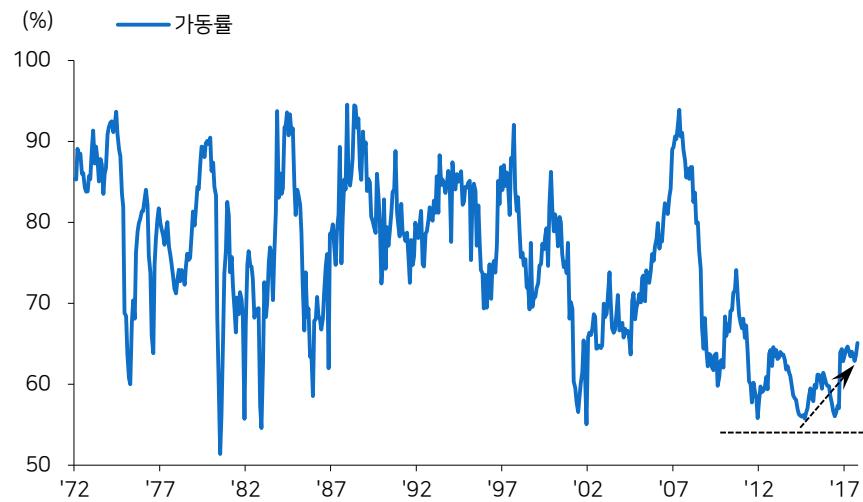
[화학] 합성고무: 수요 > 공급, 수요 우위 수급으로 변화

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

합성고무 가동률 상승의 의미 : 최악의 구간 통과

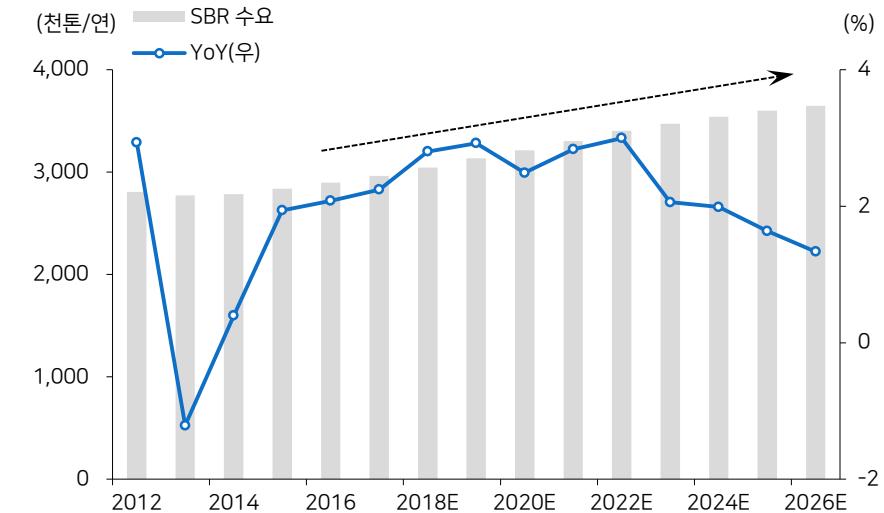
- 장치 산업의 반복적 주기를 기억할 필요가 있음
: (1) 업황 회복 → (2) 마진 개선 → (3) 가동률 상승 → (4) 영업실적 회복 → (5) 중설 투자
- 현재 글로벌 합성고무 동향은 (5) 증설이 마무리 + (3) 가동률 상승을 뽑을 수 있음
- 17.10 기준 글로벌 합성고무 가동률은 65.1%로 파악됨
→ 합성고무 글로벌 평균 가동률 뚜렷한 개선(+1.5%p MoM, +1.4%p YTD, +1.2%p YoY)
- 합성고무 수요의 연평균 성장률 +1.8%(보수적 가정)
전방 수요 회복을 감안하면 +2.5% 이상 증가할 전망

합성고무: 업황 개선에 따른 글로벌 합성고무 가동률 상향



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

합성고무: 꾸준한 수요 성장률(보수적 가정 2.5% 이상 증가할 전망)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

[화학] 17년 대만 TSRC는 Turn-around, 18년 금호석유 주가 재평가

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

18년 고무 Bottom-Out

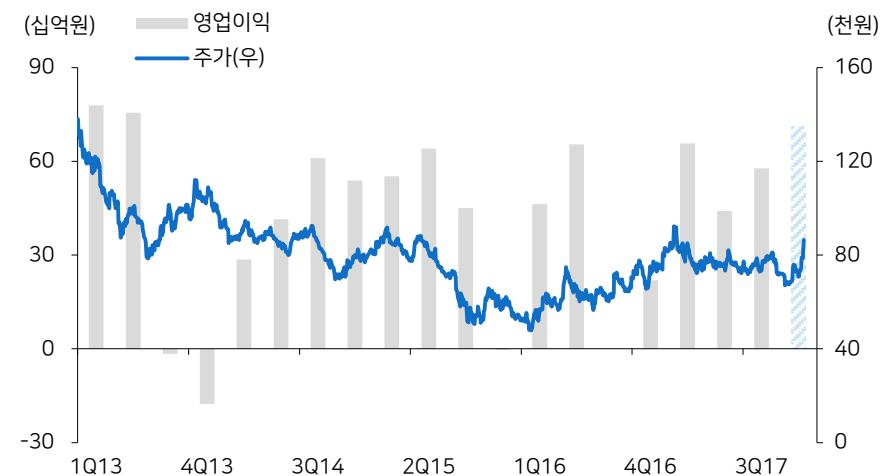
- 글로벌 Pure SBR 기업 TSRC(합성고무 10.5만톤/연)의 실적과 주가는 업황 동향을 상징
→ 글로벌 합성고무 1위업체 Lanxess도 버티지 못한 합성고무 최악의 시기
→ 호전되는 업황 흐름 속, 3Q17 TSRC 영업이익 흑자전환으로 반등의 발판을 마련했다는 판단
- 3Q17 금호석유 영업이익 577억원(+30.7% QoQ, +146.1% YoY) 달성
→ 원재료 부타디엔 및 합성고무 가격 반등에 기반: 3Q 부타디엔 +12.5% QoQ, 합성고무 +1.9% QoQ
→ 4Q17E 영업이익은 710억원, 연간이익은 2,387억원으로 개선된 실적 추정
- 18년 글로벌 고무 업황 Bottom-out, 고무의 Rally 예상
→ 금호석유 실적 개선 및 주가 재평가 구간 진입이 예상됨

대만 TSRC의 영업이익과 주가 추이



주: 4Q17 추정치는 블룸버그 컨센서스 사용
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

금호석유의 영업이익과 주가 추이



주: 4Q17 영업이익은 당사 예상치
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

[화학] 고무의 재고량 증가? 단기 이슈

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

합성고무 재고량 증가 천연고무 재고량 감소

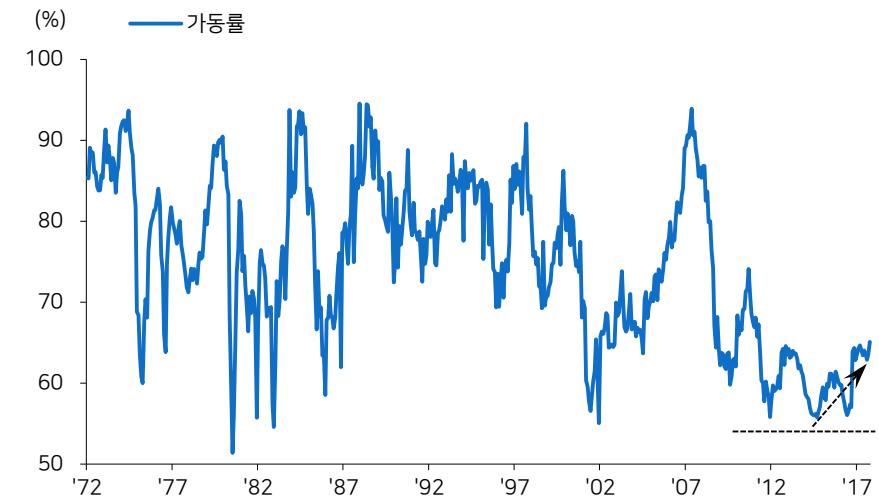
- 재고소진 기간 이후 중국 합성고무 재고량의 상이한 움직임: 천연고무 -47%, 합성고무 +52%
 - 글로벌 천연고무 생산량의 64%를 담당하는 동남아 국가들의 생산량 감소의 결과
 - 합성고무 재고량 변화는 (1) 설비 트러블에 따른 재고확충(단기 이슈), (2) 글로벌 가동률 상승의 결과
- 17.10 기준 글로벌 합성고무 가동률은 65.1%로 점진적 우상향을 시현
 - 전방 수요 회복에 기반한 가동률 상승, 중국 내 재고량 증가도 이에 결과물로 판단
- 17년 10월 중국 Qilu Petrochemical 합성고무(10만톤/연) 18년 4월까지 가동 중단
 - 중국 정부의 환경감찰 기준에 미달하며 Shut down
 - 11월 이후 급증한 합성고무 재고량은 설비 가동 중단에 따른 일시적 재고확충 수요의 결과로 판단

천연고무와 합성고무 재고량의 상이한 움직임



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

글로벌 합성고무 가동률 상승의 의미: 업황 호황 진입을 예상한 움직임



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

[화학] PVC, Structural Strength

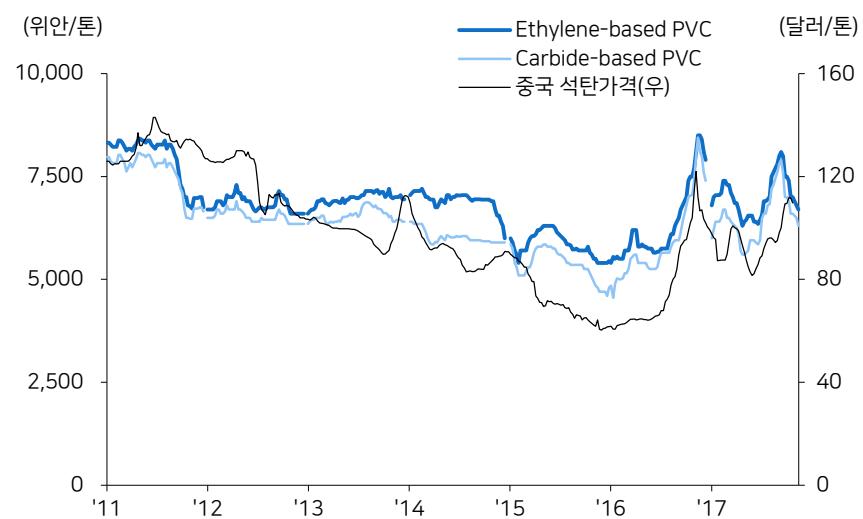
2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

PVC 강세 Driver

- 17년 공급 차질
- 18년 신흥국 수요 증가

- 최근 PVC 가격 하락은 4분기 계절적 비수기 도래에 따른 일시적 수요 주춤 (2000~2016년 분기별 톤당 PVC 가격: 1Q \$846.9 / 2Q \$857.0 / 3Q \$868.2 / 4Q \$821.2)
- 2016년 이후 PVC 가격 강세는 원자료(석탄) 가격 상승에 따른 공급 차질
→ 중국의 PVC 총 생산능력은 3.1천만톤/연 규모(석탄 기반 PVC 2.6천만톤/연)
- 해를 거듭하며 강화되는 중국의 환경 감찰 시행의 결과
→ 석탄 대신, 에틸렌 기반의 PVC설비들이 수혜를 독차지할 전망

16년 이후 +18% 상승한 PVC



자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

중국 국유 석탄기업 생산능력 감축 계획: 공급 감소에 따른 수급 불균형 심화

기업명	생산능력 감축 계획	폐쇄 탄광	감축 규모
화녕그룹	<ul style="list-style-type: none">· 2018년까지 석탄 생산능력 941만 톤/년 감축· 부실기업 16개 및 파산위기 탄광 4곳 폐쇄· '13.5계획' 기간 동안 6.5GW 석탄화력 발전 설비 폐쇄	9구	540만톤
바오리그룹	<ul style="list-style-type: none">· 2020년까지 39개의 부실 탄광에 대한 구조조정을 통해 적자 규모 50% 이상 감축	-	45만톤
션화그룹	<ul style="list-style-type: none">· 2018년까지 석탄 생산량을 3,000만 톤/년 감축· 낙후 생산설비 폐쇄	-	787만톤
통메이그룹	<ul style="list-style-type: none">· 13.5계획 기간 동안 12곳의 탄광 폐쇄, 1,255만톤 감축	3구	375만톤
난방전력망	<ul style="list-style-type: none">· '13.5계획' 기간 동안 중국 남부 지역의 신규 화력발전 설비 규모 43GW 이하로 억제	-	-

자료: 에너지경제연구원, 메리츠종금증권 리서치센터

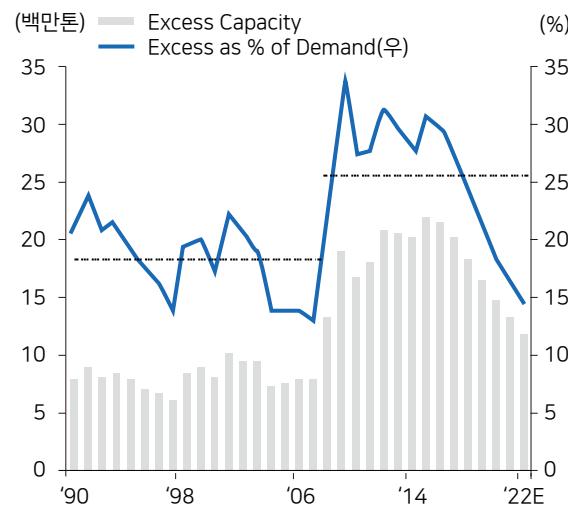
[화학] 가성소다: 환경 규제의 나비효과

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

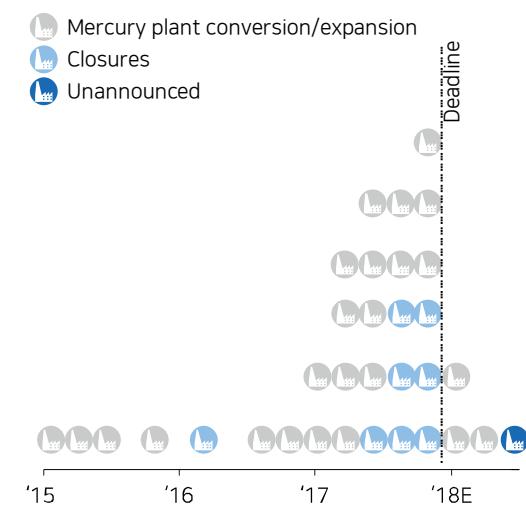
가성소다, 설비 폐쇄에 따른 공급 감소

- 16년 이후 PVC의 부산물 가성소다 급등
→ 16년 +48.0% YTD, 17년 +66.6% YTD 상승
- 2018년에는 유럽과 일본에서의 공급 감소로 가격 상승세를 이어갈 수 있다 전망
- ① 유럽: 미나마타 조약 협약 후, 17년까지 수은법 설비를 폐쇄 혹은, 멤브레인으로 전환
 - 유럽 설비 중 수은법 200만톤(15%)으로 이 중 약 85만톤 폐쇄 예상. 2021년까지 순수입량 증가 예상
- ② 일본: 일본에서의 설비 정기보수와 폐쇄 결정으로 공급 감소 예상
 - '18.2 Asahi Glass 35만톤/연, '18.5 Tosoh 112.5만톤/연 설비 정기보수 예정
 - '17년 말 Kaneka Corp. 32만톤/연 설비 폐쇄 예상

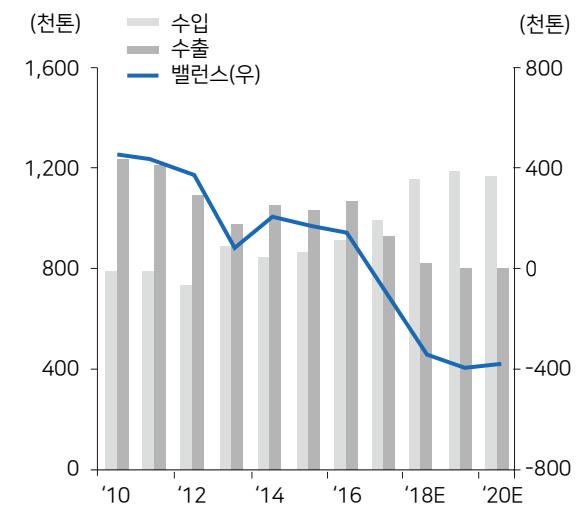
2018년 이후 유럽 가성소다 순수입량 증가 예상



2017.12까지 약 85만톤/연 설비 폐쇄 예정



글로벌 가성소다 수급 지속적 감소 예상



자료: Formosa. 메리츠종금증권 리서치센터

자료: IHS, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: IHS, 메리츠종금증권 리서치센터

[화학] ABS, 고부가 다운스트림의 진수를 다시 한번 보여줄 것

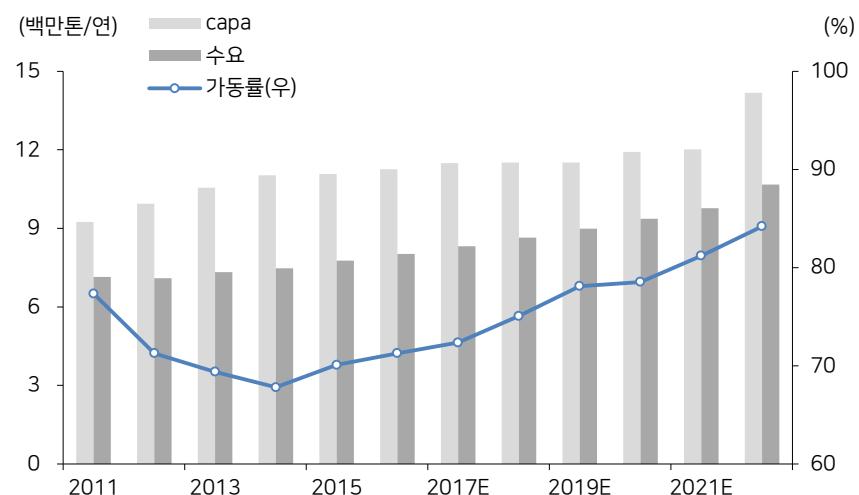
2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

ABS, 수요가 견인하는 강세

- 수요 핵심은 중국

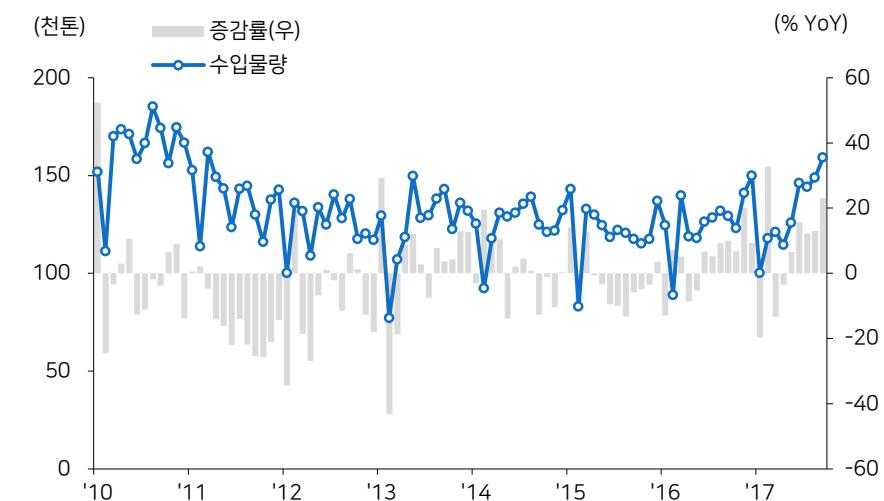
- ABS: 가전제품, 자동차 부품, 건축용 자재에 투입되는 원료
- 17년 11월 현재 ABS 가격 1,910달러/톤(+6.1% YTD), 스프레드 522달러/톤(+41.0% YTD)
→ 17년 중국의 전방 가전제품 수요 증가에 따른 수입물량 증가
- 17년을 이후 해를 거듭할수록 ABS 수요 우위의 수급 불균형 점차 심화될 전망
→ 18년 예상 글로벌 ABS 생산능력 1,151만톤/연(+0.2% YoY), 19년 신규 증설 전무
→ 반면, 전방수요 강세 지속: 18년 864만톤/연(+3.9% YoY), 19년 8990만톤/연(+4.1% YoY)

ABS: 18년 이후 수급 강세가 예상됨



자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

ABS: 중국의 전방수요 증가에 따른 수입물량 확대 국면

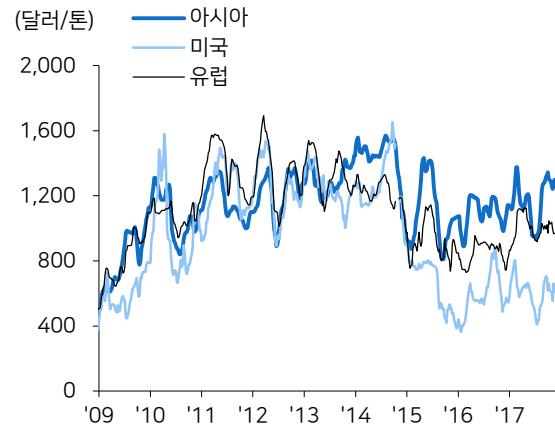


자료: KITA, 메리츠종금증권 리서치센터

[Appendix] 글로벌 제품별 가격 추이

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

Ethylene



자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

Propylene



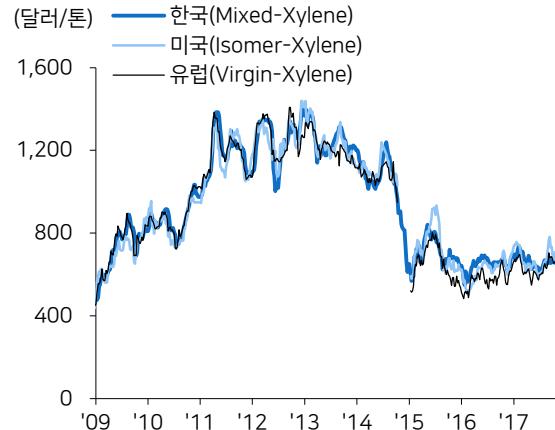
자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

Benzene



자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

Xylene



자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

LDPE



자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

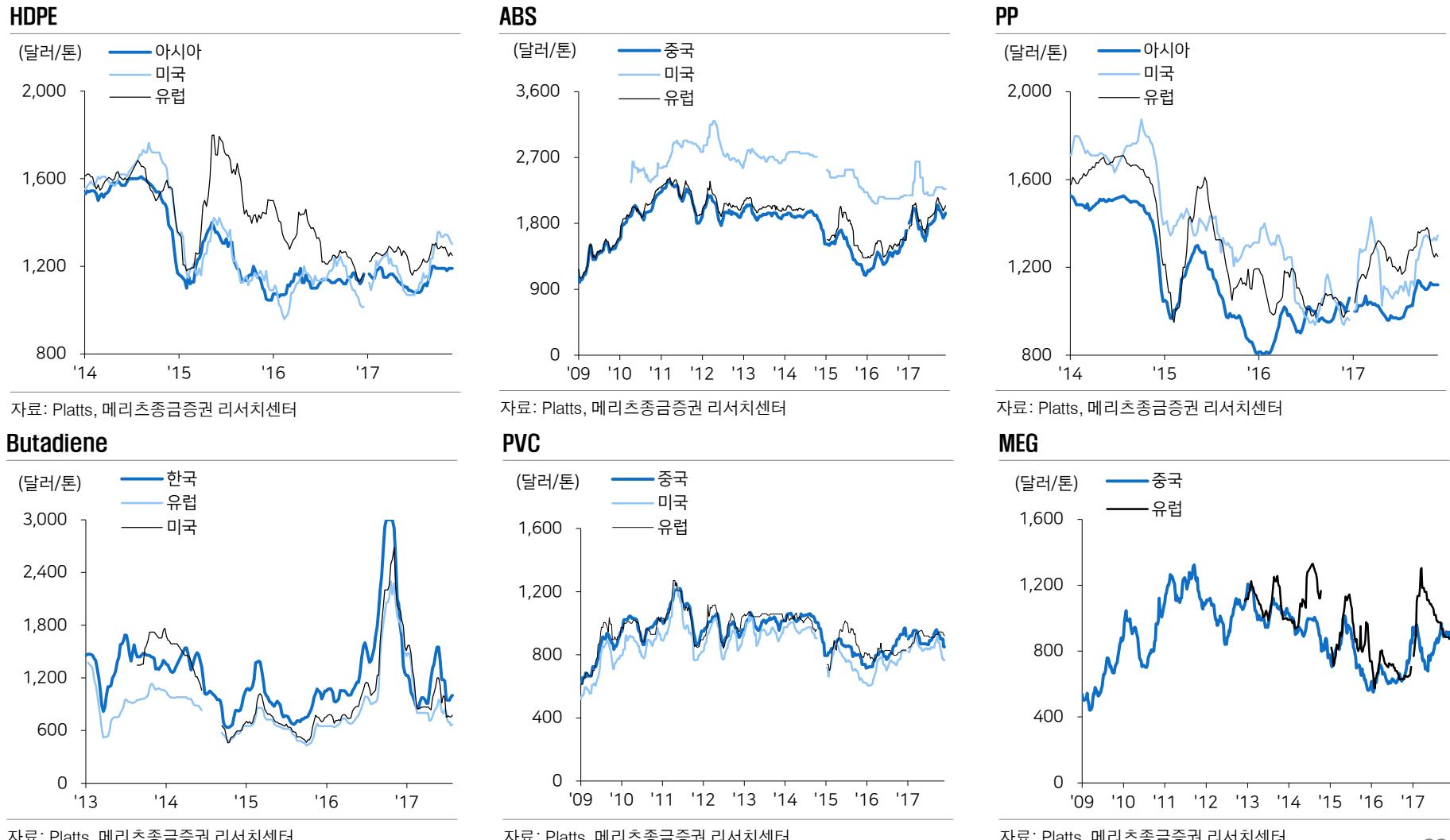
LLDPE



자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

[Appendix] 글로벌 제품별 가격 추이

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환



Part V

2018년 산업 전망

정유/화학

18년 정유/화학 Coverage 기업 추정치

정유/화학 커버리지 기업별 실적 추정 내역

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

		SK이노베이션	S-Oil	롯데케미칼	대한유화	금호석유	코오롱인더	LG화학	한화케미칼	SKC
주가(원)		206,500	119,500	355,000	241,000	86,500	81,800	420,500	29,750	42,400
시가총액(십억원)		19,094	13,454	12,168	1,567	2,635	2,058	29,684	4,903	1,591
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
매출액(십억원)	2014	65,860.7	28,557.6	14,859.0	2,053.4	4,765.7	5,337.7	22,577.8	8,055.3	2,802.2
	2015	48,356.3	17,890.3	11,713.3	1,727.0	3,934.5	4,856.5	20,206.6	8,037.0	2,465.7
	2016	39,520.5	16,321.8	13,223.5	1,596.4	3,970.4	3,970.4	20,659.3	9,258.8	2,359.4
	2017E	45,639.1	20,265.9	15,670.8	1,786.4	5,085.9	5,085.9	25,784.8	9,350.0	2,698.5
	2018E	46,266.5	21,325.0	16,866.7	2,731.1	5,302.1	5,302.1	29,193.3	9,278.3	2,949.1
영업이익(십억원)	2014	-182.8	-289.7	350.9	69.9	184.9	168.8	1,310.8	141.3	152.4
	2015	1,979.6	817.6	1,611.1	271.2	164.0	280.5	1,823.6	337.0	217.9
	2016	3,228.3	1,616.9	2,544.3	343.0	133.6	276.7	1,991.9	779.2	149.3
	2017E	3,376.1	1,426.4	2,940.9	291.5	238.7	216.0	3,030.2	828.4	179.6
	2018E	3,467.9	2,151.6	3,186.7	478.6	334.6	288.9	3,554.3	848.4	229.7
지배순이익(십억원)	2014	-588.8	-287.8	146.9	64.1	93.2	42.3	867.9	56.7	69.5
	2015	814.9	631.3	992.5	228.0	118.9	-144.3	1,153.0	188.2	272.2
	2016	1,671.3	1,205.4	1,835.8	272.1	73.2	170.2	1,281.1	755.3	42.9
	2017E	2,527.3	1,152.4	2,379.9	224.3	234.3	155.5	2,128.4	1,058.3	139.0
	2018E	2,511.3	1,724.0	2,566.6	375.0	272.9	168.0	2,512.9	1,040.8	183.4

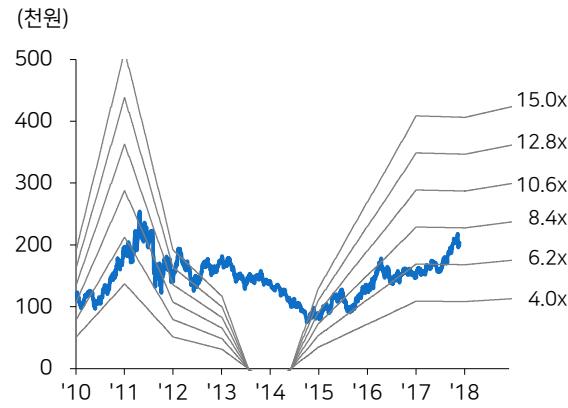
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 64

정유/화학 커버리지 기업별 밴드 차트

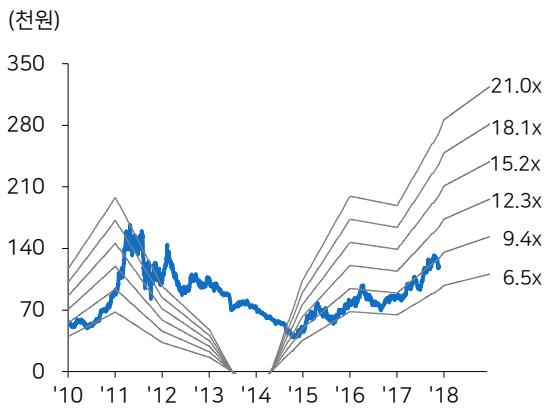
2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

SK이노베이션 12M Fwd. PER 밴드차트



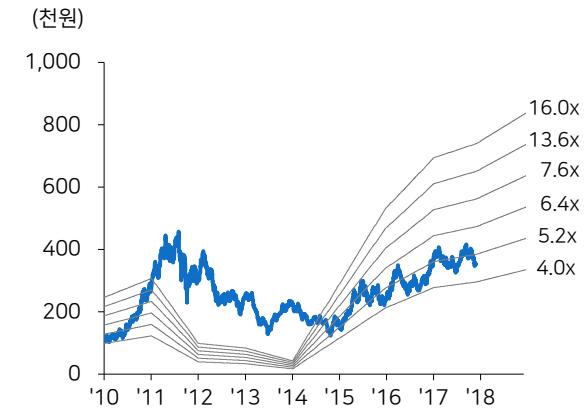
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

S-Oil 12M Fwd. PER 밴드차트



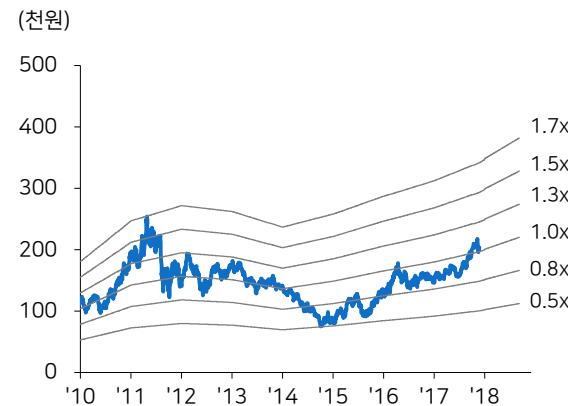
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

롯데케미칼 12M Fwd. PER 밴드차트



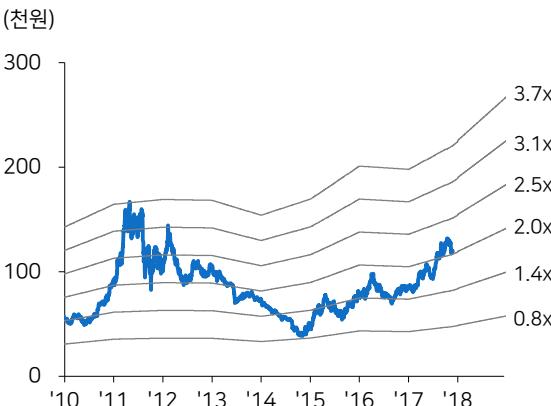
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드차트



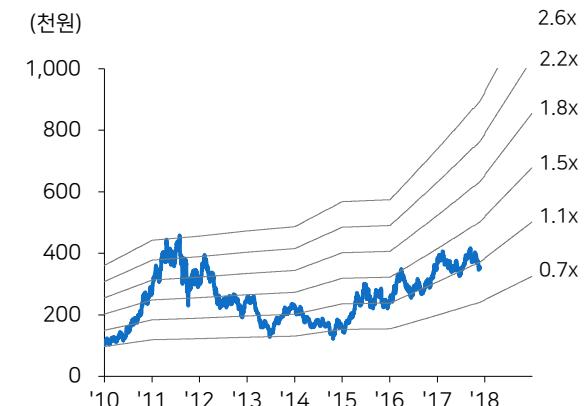
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

S-Oil 12M Trailing PBR 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

롯데케미칼 12M Trailing PBR 밴드차트

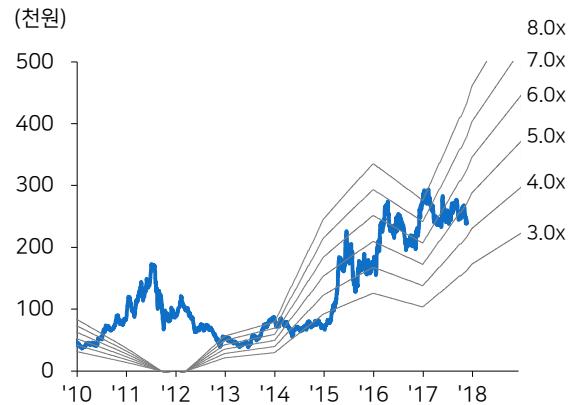


자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

정유/화학 커버리지 기업별 밴드 차트

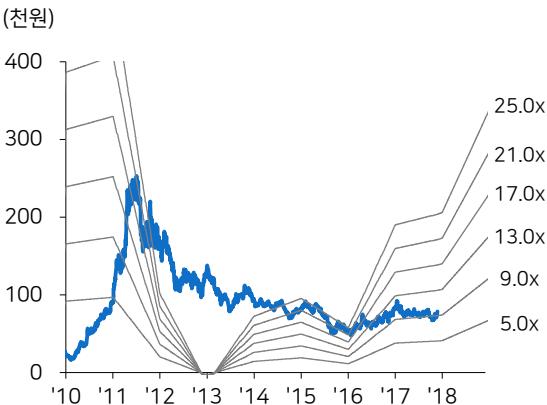
2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

대한유화12M Fwd. PER 밴드차트



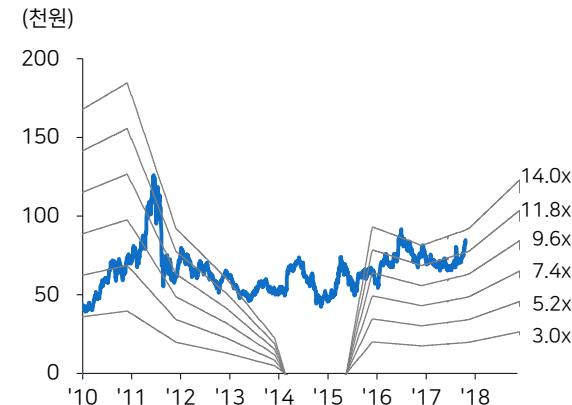
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

금호석유 12M Fwd. PER 밴드차트



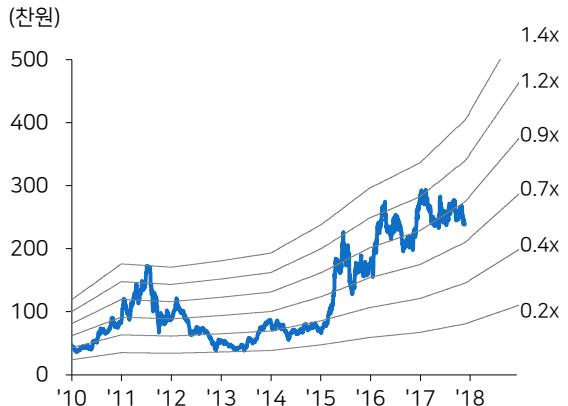
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

코오롱인더 12M Fwd. PER 밴드차트



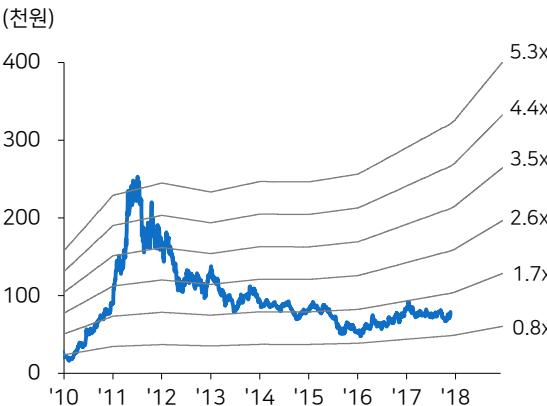
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

대한유화12M Trailing PBR 밴드차트



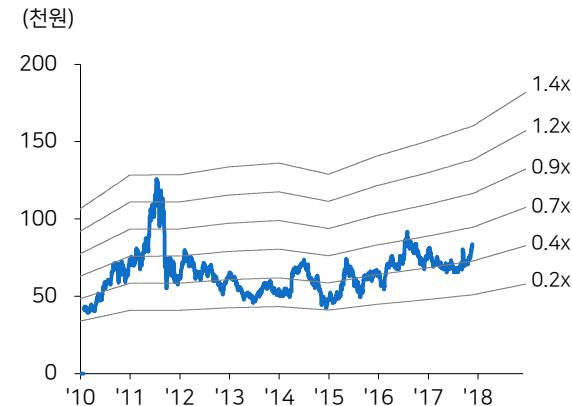
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

금호석유 12M Trailing PBR 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

코오롱인더 12M Trailing PBR 밴드차트

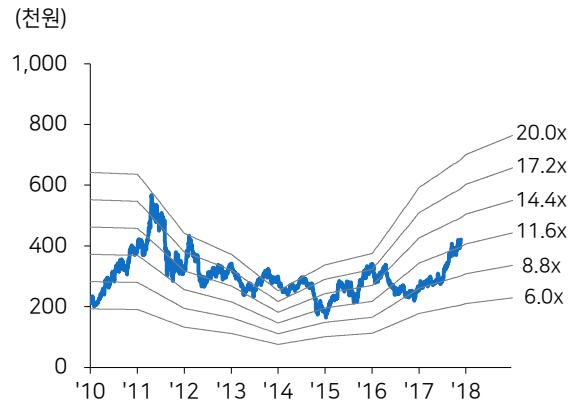


자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

화학 커버리지 기업별 밴드 차트

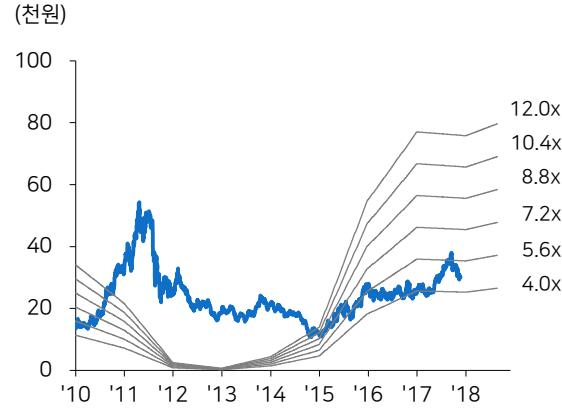
2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

LG화학 12M Fwd. PER 밴드차트



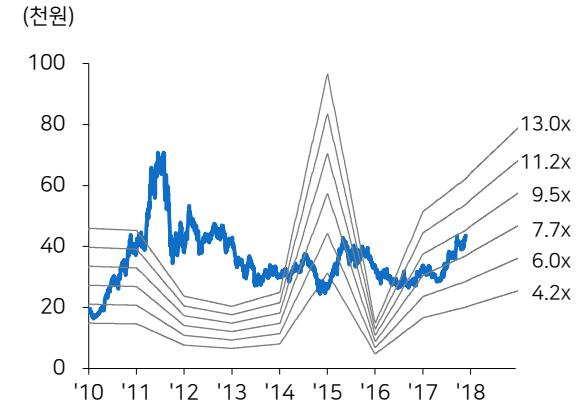
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

한화케미칼 12M Fwd. PER 밴드차트



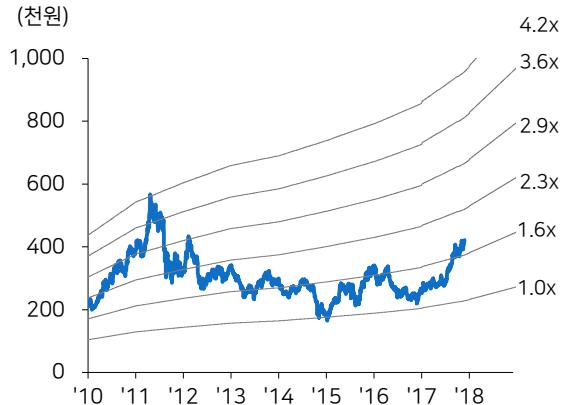
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

SKC 12M Fwd. PER 밴드차트



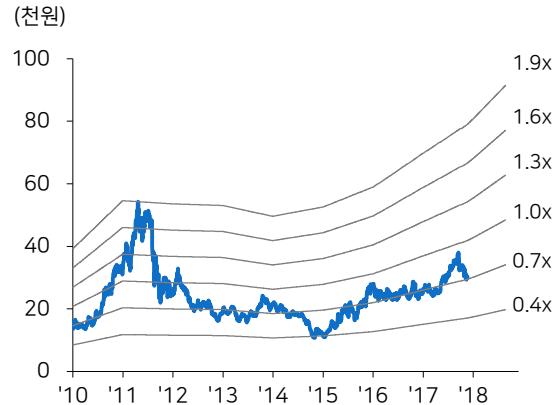
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

LG화학 12M Trailing PBR 밴드차트



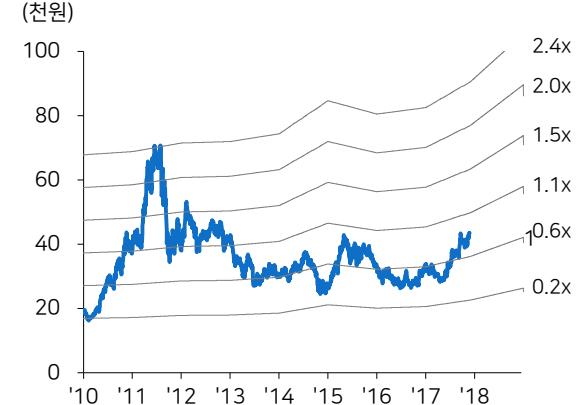
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

한화케미칼 12M Trailing PBR 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

SKC 12M Trailing PBR 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

정유/화학 커버리지 기업 실적 컨센서스 현황

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

(집약원)		2017				2018			
		1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
SK이노베이션	매출액	11,387.1	10,561.1	11,758.9	11,951.9	11,795.2	11,832.0	12,484.2	12,638.0
	영업이익	1,004.3	421.2	963.6	866.1	809.5	823.7	768.3	787.9
	세전이익	1,163.0	433.2	977.2	774.8	839.7	895.1	728.6	763.8
	지배순이익	847.1	278.4	682.8	550.5	553.1	576.1	534.8	555.6
S-Oil	매출액	5,200.2	4,665.0	5,211.9	5,269.6	5,251.8	5,301.1	5,802.9	5,774.5
	영업이익	333.5	117.3	553.2	462.4	388.5	406.5	555.5	531.7
	세전이익	519.9	71.1	527.0	429.1	418.8	467.5	548.3	444.5
	지배순이익	393.9	66.9	398.7	324.1	254.2	312.6	440.1	396.8
롯데케미칼	매출액	3,996.0	3,853.3	3,990.2	4,032.8	3,965.9	3,965.2	4,319.6	4,172.9
	영업이익	814.8	632.2	766.2	697.7	650.1	647.6	715.5	603.9
	세전이익	863.8	686.3	832.8	739.8	748.6	739.8	735.4	638.7
	지배순이익	640.2	515.3	616.2	528.0	479.2	487.7	536.3	465.9
대한유화	매출액	434.6	223.8	525.8	631.1	548.1	558.2	584.0	584.2
	영업이익	107.8	-11.6	83.8	104.4	81.7	85.8	80.3	72.3
	세전이익	100.8	-6.7	87.5	111.6	82.2	88.2	82.8	75.4
	지배순이익	76.7	-5.0	66.6	87.0	63.3	67.6	63.5	57.7
금호석유	매출액	1,408.2	1,239.1	1,205.2	1,191.9	1,245.8	1,304.5	1,333.0	1,284.4
	영업이익	65.8	44.2	57.8	51.6	60.8	68.4	66.7	61.4
	세전이익	88.4	52.9	78.1	57.6	70.4	70.3	77.8	64.8
	지배순이익	69.1	36.7	56.5	42.1	49.0	55.3	58.5	48.8
코오롱인더	매출액	1,150.1	1,123.8	1,086.3	1,259.9	1,138.8	1,146.2	1,161.4	1,320.6
	영업이익	45.8	54.2	46.0	70.9	69.5	69.6	70.4	80.1
	세전이익	36.4	70.2	43.0	57.3	70.8	71.5	66.5	83.5
	지배순이익	25.8	57.0	33.5	42.1	48.5	50.9	50.7	58.5
LG화학	매출액	6,486.7	6,382.1	6,397.1	6,482.6	6,813.0	7,038.2	6,850.9	6,722.4
	영업이익	796.9	726.9	789.7	688.9	733.9	788.6	774.4	618.1
	세전이익	698.3	729.6	702.4	654.0	713.1	764.9	718.9	578.7
	지배순이익	531.5	577.1	521.0	479.4	530.8	567.8	542.7	450.3
한화케미칼	매출액	2,191.4	2,485.6	2,313.0	2,364.9	2,244.5	2,300.3	2,299.5	2,291.0
	영업이익	196.6	218.8	215.2	182.5	184.5	180.9	186.1	153.8
	세전이익	392.5	305.2	331.9	256.9	285.0	270.2	275.1	223.5
	지배순이익	321.3	236.4	252.7	206.8	190.6	185.7	208.3	167.5
SKC	매출액	587.0	615.2	740.8	748.4	675.9	713.7	785.0	855.6
	영업이익	37.8	44.2	48.2	48.1	55.5	61.4	69.0	72.6
	세전이익	36.8	67.1	64.1	47.6	62.7	61.6	69.7	69.0
	지배순이익	22.1	52.4	35.2	28.7	38.9	44.2	48.7	50.9

자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 68

[정유] 견고한 정제마진 흐름 속, 유가 방향성에 올라타자

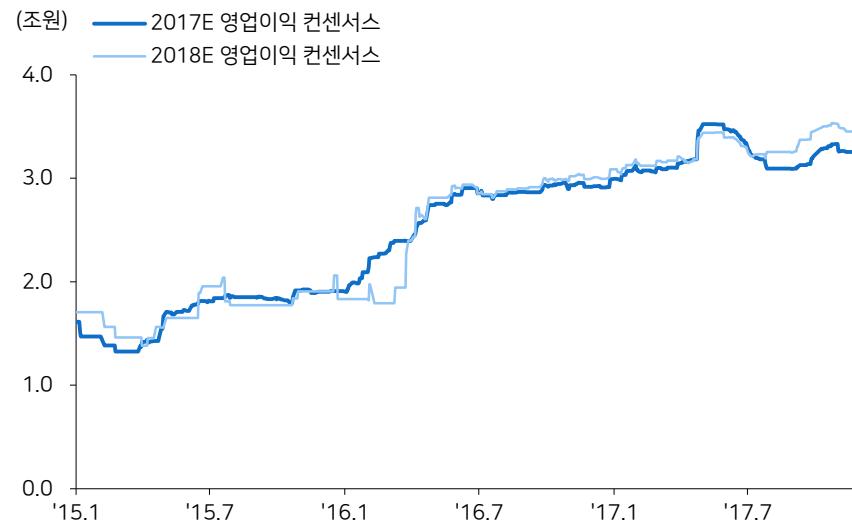
2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

SK이노베이션 (인수합병)

S-Oil(고도화 설비 신규가동)

- 18년 당사 유가 추정치(WTI 기준 60달러/배럴)와 견고한 정제마진으로 정유기업 이익 성장 지속
→ 18년 메리츠 추정 SK이노베이션 영업이익 3.4조원(+2.7% YoY)
→ 18년 메리츠 추정 S-Oil 영업이익 2.1조원(+50.8% YoY)
- SK이노베이션 인수합병에 따른 외형 확대 전략: 17년 EAA 및 PVDC 사업부 인수
- S-Oil 고도화 설비 신규 가동에 따른 외형 확대 및 수익성 개선

SK이노베이션 영업이익 컨센서스 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

S-Oil 영업이익 컨센서스 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

[화학] 18년 NCC기업 실적: 증설의 파급력 점검 후, 실적 상향 조정될 전망

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

ECC 대비 NCC의 저평가 매력 부각될 것

- 화학 업황의 뜨거운 화두(미국 ECC 신증설)
 - 17.12 Dow Chemical 크래커 및 다운스트림 가동으로 18년 물량 출하
 - CP Chem 다운스트림 가동, 크래커 1H18 가동 예정
 - 신규 설비 가동을 감안해, 롯데케미칼의 18년 컨센서스는 17년 대비 하향 조정
 - 반면 LG화학은 화학 외 사업부의 이익 개선에 따라 실적 상향 조정
- 1H18 공급량 증가로 가격 조정 예상하나, 글로벌 경기 반등에 따른 제품가 강세 염두할 필요
- 결국 18년 롯데케미칼 이익 컨센서스 상향될 전망
→ 18년 메리츠 추정 롯데케미칼 영업이익은 3.1조원(+8.4% YoY)

롯데케미칼 영업이익 컨센서스 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

LG화학 영업이익 컨센서스 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

[화학] 18년 전략 종목: 금호석유와 코오롱인더

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

금호석유: 고무 Bottom-out

코오롱인더: 실적+증설+CPI

- 18년 부타디엔-고무 체인의 Rally 및 ABS 강세를 예상함
→ 18년 메리츠 추정 금호석유 영업이익은 3,092억원(+29.5% YoY)으로 증가할 전망
- 18년 코오롱인더는 (1) 기존 사업 이익 텐어라운드, (2) 증설에 따른 외형확대, (3) CPI 양산 모멘텀으로 실적 개선될 전망 → 18년 메리츠 추정 코오롱인더 영업이익은 2,889억원(+33.8% YoY)

금호석유 영업이익 컨센서스 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

코오롱인더스트리 영업이익 컨센서스 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

2018년 산업 전망
정유/화학

기업분석

종목	투자판단	적정주가
SK이노베이션(096770)	Buy	275,000원
S-Oil(010950)	Buy	165,000원
롯데케미칼(011170)	Buy	480,000원
대한유화(006650)	Buy	370,000원
금호석유(011780)	Buy	115,000원
코오롱인더(120110)	Buy	115,000원
LG화학(051910)	Buy	495,000원
한화케미칼(009830)	Buy	45,000원
SKC(011790)	Buy	54,000원

Buy

적정주가(12개월)	275,000원	
현재주가(11.28)	206,500원	
상승여력	33.2%	
KOSPI	2,514.19pt	
시가총액	190,941억원	
발행주식수	9,247만주	
유동주식비율	66.02%	
외국인비중	41.75%	
52주 최고/최저가	217,500원 / 146,500원	
평균거래대금	514.3억원	
주요주주(%)		
SK 외 2인	33.42	
국민연금	10.00	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	0.2	-0.5
6개월	23.3	15.5
12개월	33.7	5.2
주가그래프		



정유업황 Up-Cycle, 동사의 주가는 Bargain Sale에 견줄만큼 저평가 매력 보유

- 글로벌 석유제품 재고수준 바닥, 18년 타이트한 수급 심화되어 정제마진 추가 개선될 전망
- 갈수록 강화되는 주주친화적 배당정책: 17년 예상 DPS 8,000원(17년 기준 배당성향 30% 수준)
- 인수합병을 통한 외형확대와 분리막 등 신규사업 투자를 통한 성장성 확보

연간 이익 3조원 창출이 가능한 기초체력 달성

- 4Q17 영업이익은 9,870억원, 17년 연간 이익은 3.3조원(+5% YoY)를 예상
- 18년 연간 영업이익은 3.4조원으로 연간 증익 기조 유지

정유업종 최선호주를 유지하며 적정주가는 27.5만원으로 제시

- 정유업 호황에 진입했으나, 경쟁사 대비 주가 저평가 매력 부각될 전망
- 인수합병(EAA/PVDC)와 신규사업 투자(VRDS 탈황설비, LiBS 분리막 등)을 통한 사업 다각화 및 성장성 확보

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	48,356.3	1,979.6	814.9	8,748	-260.4	169,556	14.9	0.8	5.7	5.3	84.0
2016	39,520.5	3,228.3	1,671.3	17,988	98.9	182,504	8.1	0.8	3.8	10.1	78.0
2017E	45,639.1	3,376.1	2,527.3	27,245	50.7	194,768	7.4	1.0	5.0	14.3	74.4
2018E	46,266.5	3,467.9	2,511.3	27,072	0.0	213,631	7.5	0.9	4.7	13.1	67.3
2019E	47,448.1	3,575.0	2,592.7	27,953	3.3	233,363	7.2	0.9	4.4	12.4	64.7

SK이노베이션 (096770)

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	11,387.1	10,561.1	11,758.9	11,932.1	11,284.9	11,806.6	11,852.1	11,322.8	39,520.5	45,639.1	46,266.5
석유	8,063.6	7,387.6	8,428.5	8,475.5	7,854.7	8,314.9	8,257.7	7,731.3	28,369.8	32,355.2	32,158.7
화학	2,333.3	2,164.2	2,291.7	2,371.0	2,360.7	2,434.8	2,485.0	2,449.0	7,686.5	9,160.2	9,729.5
루브리컨츠	728.6	756.8	750.1	744.8	732.9	745.9	743.4	742.0	2,535.8	2,980.3	2,964.3
석유개발	176.5	135.5	150.1	177.0	170.6	166.7	181.7	184.8	530.5	639.1	703.7
기타	85.1	116.9	138.5	163.8	166.0	144.3	184.3	215.7	397.9	504.3	710.3
영업이익	1,004.3	421.2	963.6	987.0	855.0	864.3	913.9	834.8	3,228.3	3,376.1	3,467.9
%OP	8.8%	4.0%	8.2%	8.3%	7.6%	7.3%	7.7%	7.4%	8.2%	7.4%	7.5%
석유	453.9	12.5	526.4	582.7	399.1	409.1	456.6	435.4	1,625.6	1,575.5	1,700.2
화학	454.7	333.7	326.0	335.3	365.0	354.0	358.6	298.8	1,232.3	1,449.7	1,376.4
루브리컨츠	94.9	120.2	144.1	101.9	100.3	108.8	101.7	104.9	468.3	461.1	415.7
석유개발	57.3	35.2	44.7	24.4	23.9	24.2	26.3	25.9	105.0	161.6	100.3
기타	-56.5	-80.4	-77.6	-57.3	-33.2	-31.8	-29.5	-30.2	-202.8	-271.8	-124.6
세전이익	1,163.0	433.2	977.2	975.3	838.0	852.7	903.2	824.6	2,423.4	3,537.0	3,418.6
순이익(지배주주)	847.0	278.4	682.8	719.0	625.9	620.4	657.1	607.9	1,671.3	2,527.2	2,511.3
% YoY											
매출액	20.4%	2.7%	21.2%	18.4%	-0.9%	11.8%	0.8%	-5.1%	-18.3%	15.5%	1.4%
영업이익	18.9%	-62.4%	132.3%	16.2%	-14.9%	105.2%	-5.2%	-15.4%	63.1%	4.6%	2.7%
세전이익	57.2%	-52.8%	125.9%	177.5%	-27.9%	100.5%	-7.2%	-15.4%	46.5%	46.0%	-3.3%
순이익(지배)	52.4%	-54.5%	89.7%	399.1%	-26.1%	122.8%	-3.8%	-15.4%	105.1%	51.2%	-0.6%
%QoQ											
매출액	13.0%	-7.3%	11.3%	1.5%	-5.4%	4.6%	0.4%	-4.5%			
영업이익	18.3%	-58.1%	128.8%	2.4%	-13.4%	1.1%	5.7%	-8.7%			
세전이익	231.0%	-63.4%	128.9%	0.2%	-14.1%	1.8%	5.9%	-8.7%			
순이익(지배)	488.0%	-67.1%	145.3%	5.3%	-12.9%	-0.9%	5.9%	-7.5%			

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 75

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	48,356.3	39,520.5	45,639.1	46,266.5	47,448.1
매출액증가율(%)	-26.6	-18.3	15.5	1.4	2.6
매출원가	44,196.8	34,561.8	40,513.8	41,249.2	42,283.7
매출총이익	4,159.5	4,958.8	5,125.3	5,017.3	5,164.4
판매비와관리비	2,179.9	1,730.5	1,749.2	1,549.4	1,589.4
영업이익	1,979.6	3,228.3	3,376.1	3,467.9	3,575.0
영업이익률(%)	4.1	8.2	7.4	7.5	7.5
금융순익	-320.0	-289.9	-87.6	-133.8	-130.3
증속/관계기업관련순익	257.0	-124.0	277.1	115.0	0.0
기타영업외순익	-262.4	-391.0	-49.3	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	1,654.1	2,423.4	3,537.0	3,418.6	3,284.7
법인세비용	656.6	701.9	939.7	798.3	796.9
당기순이익	867.7	1,721.4	2,589.6	2,589.0	2,672.9
지배주주지분 순이익	814.9	1,671.3	2,527.3	2,511.3	2,592.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산					
현금및현금성자산	12,842.2	14,987.7	15,505.4	16,136.2	17,462.4
매출채권	3,019.7	2,644.2	2,493.1	3,788.4	4,540.6
재고자산	3,477.2	3,937.0	4,343.2	4,121.5	4,313.0
비유동자산	3,559.8	4,445.3	5,328.4	5,056.3	5,291.4
유형자산	18,517.7	17,593.6	18,513.8	19,596.6	20,872.7
무형자산	13,914.2	13,603.5	13,963.8	15,300.9	16,543.6
투자자산	1,663.1	1,272.3	1,524.5	1,419.8	1,323.9
자산총계	31,359.8	32,581.3	34,019.2	35,732.9	38,335.1
유동부채	7,494.0	8,736.6	9,340.5	8,999.5	9,387.3
매입채무	2,754.3	4,207.7	4,573.5	4,340.0	4,541.8
단기차입금	389.3	21.9	27.8	27.8	27.8
유동성장기부채	1,655.4	1,678.1	106.5	56.5	6.5
비유동부채	6,819.5	5,539.7	5,171.0	5,380.2	5,665.5
사채	5,465.0	4,122.8	3,472.2	3,572.2	3,672.2
장기차입금	665.1	747.0	898.6	1,048.6	1,198.6
부채총계	14,313.5	14,276.3	14,511.5	14,379.8	15,052.7
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,884.2	5,884.2	5,882.7	5,882.7	5,882.7
기타포괄이익누계액	223.4	215.7	174.1	174.1	174.1
이익잉여금	9,449.6	10,670.8	11,863.2	13,630.9	15,480.0
비지배주주지분	1,156.6	1,201.9	1,255.2	1,332.9	1,413.1
자본총계	17,046.3	18,305.1	19,507.8	21,353.1	23,282.4

Statement of Cash Flow

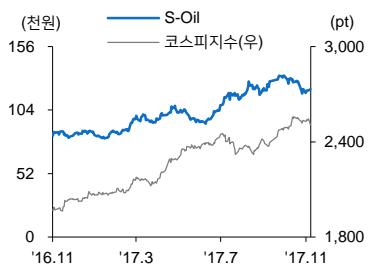
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,085.7	3,677.8	1,956.6	3,628.3	3,570.9
당기순이익(손실)	867.7	1,721.4	2,589.6	2,589.0	2,672.9
유형자산감가상각비	803.2	799.1	812.6	812.9	907.3
무형자산상각비	148.3	115.3	105.5	104.7	95.9
운전자본의증감	1,560.5	268.0	-1,578.6	121.8	-105.2
투자활동 현금흐름	-1,345.4	-2,056.1	-797.3	-1,887.2	-2,377.0
유형자산의증가(CAPEX)	-448.8	-607.0	-1,230.1	-2,150.0	-2,150.0
투자자산의감소(증가)	267.7	196.5	-116.7	149.7	-129.3
재무활동 현금흐름	-2,768.3	-2,018.6	-1,249.8	-445.8	-441.7
차입금증감	-3,109.3	-1,579.4	-579.7	297.8	301.9
자본의증가	-8.9	0.0	-1.5	0.0	0.0
현금의증가(감소)	81.1	-375.5	-151.1	1,295.3	752.2
기초현금	2,938.6	3,019.7	2,644.2	2,493.1	3,788.4
기말현금	3,019.7	2,644.2	2,493.1	3,788.4	4,540.6

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	522,966	427,408	493,579	500,365	513,144
EPS(지배주주)	8,748	17,988	27,245	27,072	27,953
CFPS	33,010	44,076	47,788	47,983	49,765
EBITDAPS	31,699	44,803	46,441	47,428	49,513
BPS	169,556	182,504	194,768	213,631	233,363
DPS	4,800	6,400	8,000	8,000	8,000
배당수익률(%)	3.7	4.4	4.0	4.0	4.0
Valuation(Multiple)					
PER	14.9	8.1	7.4	7.5	7.2
PCR	3.9	3.3	4.2	4.2	4.1
PSR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
PBR	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9
EBITDA	2,931.1	4,142.7	4,294.2	4,385.5	4,578.2
EV/EBITDA	5.7	3.8	5.0	4.7	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.3	10.1	14.3	13.1	12.4
EBITDA이익률	6.1	10.5	9.4	9.5	9.6
부채비율	84.0	78.0	74.4	67.3	64.7
금융비용부담률	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	7.4	12.8	16.2	16.3	16.0
매출채권회전율(x)	11.9	10.7	11.0	10.9	11.3
재고자산회전율(x)	11.0	9.9	9.3	8.9	9.2

Buy

적정주가(12개월)	165,000원	
현재주가(11.28)	119,500원	
상승여력	38.1%	
KOSPI	2,514.19pt	
시가총액	134,536억원	
발행주식수	11,258만주	
유동주식비율	36.54%	
외국인비중	77.53%	
52주 최고/최저가	132,000원 / 80,900원	
평균거래대금	345.3억원	
주요주주(%)		
A.O.C. BV 외 9인	63.46	
국민연금	6.07	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-7.7	-8.4
6개월	17.2	9.8
12개월	38.8	9.2
주가그래프		



18년 시기적절한 투자의 결실을 맛볼 시간

- 18년 상반기 중으로 동사는 고도화설비(RFCC) 증설이 완료될 예정
- B-C 투입으로 원가 부담 적고, 휘발유(2.1만배럴/일), MTBE(37만톤/연), PO(30만톤/연), PP(40.5만톤/연) 생산
- 제품 Mix 다각화 및 IMO의 2020년 고유황 B-C 선박원료 사용 금지 정책을 선제적으로 대응할 설비 투자
- 고도화설비 신규 가동으로 매출액 1조원 및 영업이익 4천억원 추가되며 이익 체력 확대될 전망

17년 연간 이익 1.4조원, 18년 신규설비 가동 효과로 이익은 2.1조원으로 증가할 전망

- 유가의 점진적 회복이 예상되고, 등/경유 마진 개선에 따른 정제마진 추가 확대를 예상
- P-X는 신규 설비 가동으로 일시적 약세가 예상되나, 2H18 마진 회복으로 정상화

투자의견 Buy와 적정주가 16.5만원 유지

- 고도화설비 증설에 따른 이익 확대와 18년 Capex peak-out 이후 배당모멘텀 보유
- 배당성향 70%에 육박하는 대만 Formosa와 비교 시, 동사 추가 상승 여력을 보유했다는 판단
- 투자의견 Buy와 적정주가 16.5만원을 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	17,890.3	817.6	631.3	5,525	-315.6	46,224	14.4	1.7	9.2	12.3	100.3
2016	16,321.8	1,616.9	1,205.4	10,494	89.9	54,814	8.1	1.5	5.4	20.5	118.4
2017E	20,265.9	1,426.4	1,152.4	10,000	-4.7	52,792	12.0	2.3	8.9	18.4	156.4
2018E	21,325.0	2,151.6	1,724.0	15,077	50.8	60,204	8.0	2.0	5.1	26.2	174.4
2019E	22,973.9	2,315.5	1,884.4	16,502	9.5	68,508	7.3	1.8	4.7	25.1	172.7

S-Oil (010950)

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	5,200.2	4,665.0	5,211.8	5,188.9	5,107.2	5,070.0	5,517.1	5,630.8	16,321.8	20,265.9	21,325.0
정유	4,044.0	3,698.6	4,107.4	4,047.6	3,896.6	3,800.4	4,032.3	4,140.4	12,464.2	15,897.6	15,869.7
석유화학	771.4	560.6	699.5	727.5	711.3	745.2	967.4	990.3	2,544.0	2,759.0	3,414.1
운활기유	384.7	405.8	405.0	413.8	499.4	524.3	517.3	500.1	1,313.6	1,609.3	2,041.1
영업이익	333.5	117.3	553.2	422.5	447.1	497.2	605.4	602.0	1,616.9	1,426.4	2,151.6
%OP	6.4%	2.5%	10.6%	8.1%	8.8%	9.8%	11.0%	10.7%	9.9%	7.0%	10.1%
정유	100.2	-84.9	336.4	211.1	225.7	252.9	282.7	290.4	758.9	562.8	1,051.6
석유화학	139.6	72.8	90.5	127.9	111.8	118.3	201.7	210.8	517.1	430.8	642.6
운활기유	84.1	129.4	126.3	83.4	109.6	126.0	121.0	100.9	418.4	423.2	457.4
세전이익	519.9	71.1	527.0	390.5	440.1	490.2	598.4	770.0	1,575.1	1,508.5	2,298.6
순이익(지배주주)	393.9	66.9	398.7	292.8	330.0	367.6	448.8	577.5	1,205.4	1,152.4	1,724.0
% YoY											
매출액	51.7%	11.1%	26.0%	13.9%	-1.8%	8.7%	5.9%	8.5%	-8.8%	24.2%	5.2%
영업이익	-32.2%	-81.7%	376.1%	14.8%	34.1%	324.0%	9.4%	42.5%	97.8%	-11.8%	50.8%
세전이익	-8.9%	-87.9%	132.1%	103.1%	-15.4%	589.4%	13.5%	97.2%	93.8%	-4.2%	52.4%
순이익(지배)	-9.1%	-84.9%	132.1%	86.9%	-16.2%	449.4%	12.6%	97.2%	90.9%	-4.4%	49.6%
%QoQ											
매출액	14.1%	-10.3%	11.7%	-0.4%	-1.6%	-0.7%	8.8%	2.1%			
영업이익	-9.4%	-64.8%	371.8%	-23.6%	5.8%	11.2%	21.8%	-0.6%			
세전이익	170.5%	-86.3%	641.1%	-25.9%	12.7%	11.4%	22.1%	28.7%			
순이익(지배)	151.4%	-83.0%	495.8%	-26.6%	12.7%	11.4%	22.1%	28.7%			

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 78

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,890.3	16,321.8	20,265.9	21,325.0	22,973.9
매출액증가율(%)	-37.4	-8.8	24.2	5.2	7.7
매출원가	16,438.8	14,020.9	18,242.2	18,836.9	20,296.1
매출총이익	1,451.5	2,301.0	2,023.7	2,488.1	2,677.8
판매비와관리비	633.9	684.1	597.3	336.5	362.3
영업이익	817.6	1,616.9	1,426.4	2,151.6	2,315.5
영업이익률(%)	4.6	9.9	7.0	10.1	10.1
금융순익	-107.5	-59.8	78.8	160.0	210.0
증속/관계기업관련순익	9.8	6.7	6.7	12.0	12.0
기타영업외순익	92.9	11.4	-3.5	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	812.7	1,575.1	1,508.5	2,298.6	2,512.5
법인세비용	181.4	369.7	356.1	574.7	628.1
당기순이익	631.3	1,205.4	1,152.4	1,724.0	1,884.4
지배주주지분 순이익	631.3	1,205.4	1,152.4	1,724.0	1,884.4

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,689.8	7,974.4	7,872.1	9,319.6	10,875.8
현금및현금성자산	201.2	767.4	1,268.9	2,179.9	3,358.8
매출채권	1,030.9	1,154.6	1,302.2	1,413.1	1,491.2
재고자산	1,598.7	2,423.4	2,329.8	2,528.2	2,667.8
비유동자산	5,105.8	5,984.6	7,911.3	9,940.3	10,907.4
유형자산	4,730.8	5,710.8	7,605.7	9,630.2	10,595.3
무형자산	47.2	54.5	47.5	39.9	33.6
투자자산	134.1	123.4	140.5	152.5	160.9
자산총계	10,795.5	13,959.0	15,783.5	19,259.8	21,783.2
유동부채	3,222.2	4,832.8	5,860.3	7,555.8	8,419.1
매입채무	589.5	1,140.7	1,298.9	1,409.5	1,487.3
단기차입금	1,582.5	1,788.6	2,286.4	2,886.4	3,286.4
유동성장기부채	5.5	357.3	264.6	664.6	664.6
비유동부채	2,183.5	2,734.7	3,767.4	4,684.0	5,375.7
사채	1,622.0	1,971.2	2,920.0	3,720.0	4,320.0
장기차입금	385.3	592.4	652.6	752.6	832.6
부채총계	5,405.6	7,567.4	9,627.7	12,239.8	13,794.8
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
기타포괄이익누계액	25.7	25.0	25.1	25.1	25.1
이익잉여금	3,743.1	4,745.4	4,509.5	5,373.8	6,342.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,389.9	6,391.6	6,155.7	7,020.0	7,988.4

Statement of Cash Flow

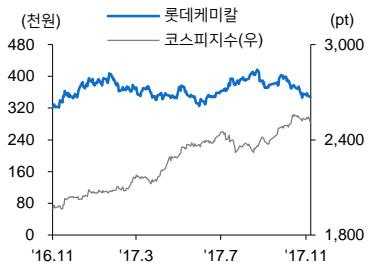
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,475.6	1,722.0	1,107.5	2,822.7	3,231.2
당기순이익(손실)	631.3	1,205.4	1,152.4	1,724.0	1,884.4
유형자산감가상각비	264.2	278.4	401.6	1,275.5	1,434.9
무형자산상각비	9.0	8.3	8.9	7.5	6.3
운전자본의증감	1,471.9	-188.2	-326.6	-172.2	-82.4
투자활동 현금흐름	-2,801.9	-1,966.9	-1,493.5	-3,527.0	-2,556.2
유형자산의증가(CAPEX)	-654.5	-1,063.6	-2,183.5	-3,300.0	-2,400.0
투자자산의감소(증가)	23.2	17.4	-10.4	0.0	3.6
재무활동 현금흐름	-184.1	811.1	887.5	1,615.3	503.8
차입금증감	-31.7	1,154.1	1,671.1	2,339.9	1,363.5
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-510.3	566.2	501.4	911.1	1,178.9
기초현금	711.5	201.2	767.4	1,268.9	2,179.9
기말현금	201.2	767.4	1,268.9	2,179.9	3,358.8

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	158,908	144,976	180,009	189,416	204,062
EPS(지배주주)	5,525	10,494	10,000	15,077	16,502
CFPS	9,898	16,875	17,302	31,707	35,012
EBITDAPS	9,689	16,909	16,316	30,507	33,369
BPS	46,224	54,814	52,792	60,204	68,508
DPS	2,400	6,200	6,200	7,400	7,900
배당수익률(%)	3.0	7.3	5.2	6.2	6.6
Valuation(Multiple)					
PER	14.4	8.1	12.0	8.0	7.3
PCR	8.0	5.0	6.9	3.8	3.4
PSR	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6
PBR	1.7	1.5	2.3	2.0	1.8
EBITDA	1,090.8	1,903.6	1,836.9	3,434.6	3,756.8
EV/EBITDA	9.2	5.4	8.9	5.1	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	20.5	18.4	26.2	25.1
EBITDA이익률	6.1	11.7	9.1	16.1	16.4
부채비율	100.3	118.4	156.4	174.4	172.7
금융비용부담률	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	22.8	28.7			
매출채권회전율(x)	14.0	14.9	16.5	15.7	15.8
재고자산회전율(x)	8.9	8.1	8.5	8.8	8.8

Buy

적정주가(12개월)	480,000원	
현재주가(11.28)	355,000원	
상승여력	35.2%	
KOSPI	2,514.19pt	
시가총액	121,678억원	
발행주식수	3,428만주	
유동주식비율	46.45%	
외국인비중	31.84%	
52주 최고/최저가	416,500원/321,500원	
평균거래대금	457.1억원	
주요주주(%)		
롯데물산 외 4인	53.55	
국민연금	9.75	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-8.5	-9.1
6개월	-5.6	-11.6
12개월	9.7	-13.7
주가그래프		



북미 ECC 증설 우려? 현재 시점에서 선제적 매수전략을 제시

- ECC 신규 가동의 우려감 반영은 주가에 기 반영되었고, 이에 ECC 영향력 확인 후 대응은 늦는다는 판단
- 중국에서 날아오는 훈풍: 1) 중국의 폐플라스틱 수입 중단, 2) 중국 CTO 증설 지연, 3) 중국의 수요 반등
- Q 증가 효과: 18년 LC Titan PP라인(20만톤/연), 19년 여수공장 및 미국 ECC 신규가동으로 이익 규모 확대

시기 적절한 투자로 외형확대의 발판을 마련

- 올 3분기를 기점으로 동사는 순현금 상태로 전환했고, 이의 사용방안은 (1) 증설투자, (2) 배당
- 현대케미칼: 가동 후, (1) 아로마틱스 사업부 이익개선, (2) 지분법 이익 기여도 증가
- S-SBR JV 합작투자로 고부가 고무 사업 진출: 고무 Bottom-out의 최대 수혜 품목이 될 전망

화학업종 최선호주 및 적정주가는 48만원을 유지

- 18년 말레이시아 타이탄 PP 공장 증설을 시작으로 매년 증설 계획 보유, Q 증가 효과 발휘
- 적정주가 48만원을 유지하고, 화학업종 최선호주로 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	11,713.3	1,611.1	992.5	28,957	589.6	218,440	8.4	1.1	3.8	14.2	51.8
2016	13,223.5	2,544.3	1,835.8	53,561	85.5	220,879	6.9	1.7	4.5	21.7	68.8
2017E	15,670.8	2,940.9	2,379.9	69,434	29.6	284,236	5.3	1.3	3.7	22.9	62.2
2018E	16,866.7	3,186.7	2,566.6	74,880	7.8	356,561	4.9	1.0	3.2	20.2	54.5
2019E	18,112.6	3,456.0	2,794.9	81,543	8.9	435,477	4.5	0.8	2.6	18.4	46.6

롯데케미칼 (011170)

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	3,996.0	3,853.3	3,990.2	3,831.3	3,976.8	4,050.3	4,418.8	4,420.8	13,223.5	15,670.8	16,866.7
Olefin	2,170.2	1,931.2	1,973.6	1,848.1	1,974.3	1,995.4	2,282.1	2,327.7	6,768.7	7,923.1	8,579.5
Aromatics	724.2	750.7	735.5	573.6	574.4	595.2	622.8	631.5	2,037.2	2,784.0	2,423.9
LC Titan	495.8	457.0	532.9	698.1	768.5	761.3	776.7	792.2	2,285.2	2,183.8	3,098.8
롯데첨단소재	705.2	709.6	767.2	711.6	659.6	698.4	737.2	669.3	1,959.7	2,893.6	2,764.5
영업이익	814.8	632.2	766.2	727.6	833.8	815.3	843.7	693.8	2,544.3	2,940.9	3,186.7
%OP	20.4%	16.4%	19.2%	19.0%	21.0%	20.1%	19.1%	15.7%	19.2%	18.8%	18.9%
Olefin	600.7	398.4	502.8	453.5	541.4	530.0	541.6	456.4	1,707.4	1,955.4	2,069.4
Aromatics	102.4	113.7	112.4	103.3	107.6	102.8	101.0	99.0	132.4	431.8	410.4
LC Titan	69.2	52.7	66.2	84.9	114.9	100.3	102.1	68.3	512.6	273.0	385.7
롯데첨단소재	70.6	78.3	101.0	85.9	70.0	82.2	99.0	70.0	247.7	335.8	321.2
세전이익	863.8	686.3	832.8	780.1	876.7	864.0	896.4	743.1	2,487.4	3,163.9	3,378.4
순이익(지배주주)	640.2	515.3	616.2	563.2	633.0	623.8	647.2	536.5	1,835.8	2,379.9	2,566.6
% YoY											
매출액	48.9%	12.0%	16.4%	4.4%	-0.5%	5.1%	10.7%	15.4%	12.9%	18.5%	7.6%
영업이익	72.1%	-8.9%	19.1%	-0.8%	2.3%	29.0%	10.1%	-4.7%	57.9%	15.6%	8.4%
세전이익	88.3%	4.5%	36.7%	2.3%	1.5%	25.9%	7.6%	-4.7%	75.0%	27.2%	6.9%
순이익(지배)	85.0%	12.1%	36.7%	-2.7%	-1.1%	21.1%	5.0%	-4.7%	85.0%	27.2%	4.5%
%QoQ											
매출액	8.8%	-3.6%	3.6%	-4.0%	3.8%	1.8%	9.1%	0.0%			
영업이익	11.1%	-22.4%	21.2%	-5.0%	14.6%	-2.2%	3.5%	-17.8%			
세전이익	13.3%	-20.6%	21.3%	-6.3%	12.4%	-1.4%	3.7%	-17.1%			
순이익(지배)	10.6%	-19.5%	19.6%	-8.6%	12.4%	-1.4%	3.7%	-17.1%			

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 81

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,713.3	13,223.5	15,670.8	16,866.7	18,112.6
매출액증가율(%)	-21.2	12.9	18.5	7.6	7.4
매출원가	9,646.3	9,956.8	11,983.0	12,983.3	13,909.1
매출총이익	2,067.1	3,266.7	3,687.8	3,883.4	4,203.6
판매비와관리비	455.9	722.5	747.0	696.8	747.5
영업이익	1,611.1	2,544.3	2,940.9	3,186.7	3,456.0
영업이익률(%)	13.8	19.2	18.8	18.9	19.1
금융순익	-59.2	-84.9	-48.9	-58.7	-41.6
증속/관계기업관련순익	-23.4	71.5	305.0	250.4	264.5
기타영업외순익	-107.1	-43.5	-33.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	1,421.4	2,487.4	3,163.9	3,378.4	3,679.0
법인세비용	430.7	650.2	782.2	810.8	883.0
당기순이익	990.7	1,837.2	2,381.7	2,567.6	2,796.0
지배주주지분 순이익	992.5	1,835.8	2,379.9	2,566.6	2,794.9

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산					
현금및현금성자산	5,405.5	5,851.7	7,428.0	8,959.3	10,621.0
매출채권	1,942.2	2,202.9	3,179.3	4,241.6	5,757.8
재고자산	1,006.2	1,483.7	1,491.4	1,720.9	1,792.1
비유동자산	1,162.8	1,477.2	1,556.4	1,795.9	1,870.3
유형자산	6,062.3	10,015.2	11,237.8	12,574.7	13,707.8
무형자산	3,964.9	5,546.7	6,625.3	7,604.1	8,657.7
투자자산	37.6	1,792.4	1,724.8	1,675.3	1,628.3
자산총계	11,467.8	15,866.8	18,665.7	21,534.0	24,328.8
유동부채					
매입채무	2,146.1	3,448.8	3,836.1	4,169.9	4,273.5
단기차입금	631.6	911.6	436.6	503.8	524.7
유동성장기부채	444.8	1,414.7	1,227.2	1,227.2	1,227.2
비유동부채	466.6	331.2	30.0	30.0	30.0
사채	1,766.1	3,017.2	3,325.0	3,429.0	3,461.3
장기차입금	1,329.0	1,893.7	1,774.3	1,774.3	1,774.3
부채총계	3,912.2	6,466.0	7,161.1	7,598.9	7,734.8
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	476.5	478.6	675.9	675.9	675.9
기타포괄이익누계액	137.5	226.2	38.6	38.6	38.6
이익잉여금	6,739.3	8,487.0	10,581.4	13,010.8	15,668.6
비지배주주지분	30.8	37.7	37.5	38.5	39.6
자본총계	7,555.6	9,400.8	11,504.6	13,935.1	16,594.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,595.6	2,700.6	3,056.0	3,087.0	3,435.6
당기순이익(손실)	990.7	1,837.2	2,381.7	2,567.6	2,796.0
유형자산감가상각비	484.8	561.2	467.0	441.2	546.5
무형자산상각비	2.8	67.9	71.0	49.5	47.1
운전자본의증감	739.1	-138.7	122.5	-50.0	-15.5
투자활동 현금흐름	-1,273.5	-3,564.6	-2,119.3	-1,762.6	-1,644.0
유형자산의증가(CAPEX)	-355.4	-1,588.2	-1,634.0	-1,420.0	-1,600.0
투자자산의감소(증가)	-168.8	-612.9	28.2	-407.7	-126.6
재무활동 현금흐름	-333.9	1,100.5	64.9	-262.1	-275.4
차입금증감	-212.9	1,772.9	250.2	18.8	5.8
자본의증가	0.0	2.1	197.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	992.9	260.7	976.3	1,062.3	1,516.2
기초현금	949.3	1,942.2	2,202.9	3,179.3	4,241.6
기말현금	1,942.2	2,202.9	3,179.3	4,241.6	5,757.8

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	341,742	385,803	457,203	492,093	528,444
EPS(지배주주)	28.957	53.561	69.434	74.880	81.543
CFPS	60,880	93,730	107,056	115,179	126,448
EBITDAPS	61,233	92,585	101,498	107,289	118,148
BPS	218,440	220,879	284,236	356,561	435,477
DPS	2,500	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1

Valuation(Multiple)

PER	8.4	6.9	5.3	4.9	4.5
PCR	4.0	3.9	3.5	3.2	2.9
PSR	0.7	1.0	0.8	0.8	0.7
PBR	1.1	1.7	1.3	1.0	0.8
EBITDA	2,098.8	3,173.4	3,478.9	3,677.4	4,049.6
EV/EBITDA	3.8	4.5	3.7	3.2	2.6

Key Financial Ratio(%)

자기자본이익률(ROE)	14.2	21.7	22.9	20.2	18.4
EBITDA이익률	17.9	24.0	22.2	21.8	22.4
부채비율	51.8	68.8	62.2	54.5	46.6
금융비용부담률	0.6	0.6	0.8	0.9	0.8
이자보상배율(x)	23.0	33.3	22.6	22.2	24.0
매출채권회전율(x)	10.4	10.6	10.5	10.5	10.3
재고자산회전율(x)	8.7	10.0	10.3	10.1	9.9

Buy

적정주가(12개월)	370,000원	
현재주가(11.28)	241,000원	
상승여력	53.5%	
KOSPI	2,514.19pt	
시가총액	15,665억원	
발행주식수	650만주	
유동주식비율	48.12%	
외국인비중	8.72%	
52주 최고/최저가	293,500원 / 218,500원	
평균거래대금	128.1억원	
주요주주(%)		
이순규 외 12인	41.31	
국민연금	11.70	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-7.7	-8.3
6개월	-14.1	-19.5
12개월	10.3	-13.2
주가그래프		



18년 NCC UP-cycle의 린치핀

- 중국에서 날아오는 훈풍: 1) 중국의 폐플라스틱 수입 중단, 2) 중국 CTO 증설 지연, 3) 중국의 수요 반등
- MEG 공급 부족 심화: 중국 CTMEG 더딘 가동률 회복, 글로벌 180만톤/연 설비 정기보수가 예정

17년 에틸렌 80만톤/연 증설의 효과: Q 증가 외에 더 있다

- 동사의 외형 확대가 18년 미국 ECC 신규 가동에 따른 제품별 P 하락 효과를 상쇄할 전망
- 1H17 동사는 에틸렌(+33만톤), 프로필렌(+15만톤), 혼합C4(+10.5만톤) 등 증설→ 외부 조달비용 감소 효과
- 18년 생산효율화의 일환으로 MEG 생산능력 증가에 따른 외형확대는 지속될 전망

현 시점이 매수 적기라는 판단, 적정주가 37만원으로 화학업종 최선호주로 제시

- 18년 미국 ECC 증설 Cycle 우려는 기우라는 판단
- 18년 영업이익은 4,786억원을 예상: 상반기 에틸렌 증설 후, 이익 규모 확대가 현실화되는 원년의 해
- 18년 추정치 기준 PER 4.2배, PBR 0.9배로 과도한 주가 저평가 상태

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	1,727.0	271.2	228.0	30,846	214.5	158,361	5.6	1.1	3.7	21.5	47.7
2016	1,596.4	343.0	272.1	41,867	35.9	197,854	6.6	1.4	4.6	23.5	36.4
2017E	1,786.4	291.5	224.3	34,506	-17.8	224,267	7.0	1.1	3.8	16.3	44.1
2018E	2,731.1	478.6	375.0	57,690	66.9	278,156	4.2	0.9	1.5	23.0	37.9
2019E	2,809.7	570.2	451.5	69,457	20.4	343,812	3.5	0.7	0.8	22.3	31.9

대한유화 (006650)

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	434.6	223.8	525.8	602.2	666.3	677.7	688.9	698.3	1,596.4	1,786.4	2,731.1
영업이익	107.8	-11.6	83.8	111.4	113.3	116.4	122.6	126.3	343.0	291.5	478.6
%OP	24.8%	-5.2%	15.9%	18.5%	17.0%	17.2%	17.8%	18.1%	21.5%	16.3%	17.5%
세전이익	100.8	-6.7	87.5	113.0	115.7	120.1	126.7	130.1	360.2	294.6	492.7
순이익(지배)	76.7	-5.0	66.6	86.0	88.1	91.4	96.5	99.0	272.1	224.3	375.0
% YoY											
매출액	10.2%	-44.7%	45.8%	37.9%	53.3%	202.8%	31.0%	16.0%	-7.6%	11.9%	52.9%
영업이익	38.4%	적전	21.7%	13.9%	5.1%	흑전	46.3%	13.4%	26.5%	-15.0%	64.2%
세전이익	22.8%	적전	18.7%	10.7%	14.8%	흑전	44.8%	15.1%	34.1%	-18.2%	67.3%
순이익(지배)	22.0%	적전	19.3%	11.1%	14.8%	흑전	44.9%	15.1%	35.7%	-17.6%	67.2%
%QoQ											
매출액	-0.5%	-48.5%	134.9%	14.5%	10.6%	1.7%	1.7%	1.4%			
영업이익	10.3%	적전	흑전	32.9%	1.7%	2.7%	5.4%	3.0%			
세전이익	-1.3%	적전	흑전	29.1%	2.4%	3.8%	5.5%	2.7%			
순이익(지배)	-0.9%	적전	흑전	29.2%	2.4%	3.8%	5.5%	2.7%			

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,727.0	1,596.4	1,786.4	2,731.1	2,809.7
매출액증가율(%)	-15.9	-7.6	11.9	52.9	2.9
매출원가	1,400.7	1,200.6	1,453.2	2,207.9	2,148.8
매출총이익	326.3	395.8	333.2	523.3	660.9
판매비와관리비	55.1	52.8	41.7	44.6	90.7
영업이익	271.2	343.0	291.5	478.6	570.2
영업이익률(%)	15.7	21.5	16.3	17.5	20.3
금융손익	-9.1	0.7	-2.9	2.0	11.0
증속/관계기업관련손익	7.0	7.5	7.2	4.0	4.0
기타영업외손익	-0.4	9.0	-1.2	8.0	8.0
세전계속사업이익	268.7	360.2	294.6	492.7	593.2
법인세비용	67.9	87.3	70.3	118.3	142.4
당기순이익	200.8	272.9	224.3	374.4	450.8
지배주주지분 순이익	228.0	272.1	224.3	375.0	451.5

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	410.5	428.3	621.6	1,157.5	1,710.9
현금및현금성자산	134.4	87.1	182.1	647.8	1,187.2
매출채권	138.6	175.8	216.4	250.9	257.8
재고자산	128.8	138.7	190.3	220.6	226.7
비유동자산	1,118.6	1,335.4	1,479.4	1,335.2	1,235.5
유형자산	960.0	1,161.2	1,355.4	1,211.2	1,111.5
무형자산	5.0	5.3	5.7	5.7	5.7
투자자산	138.1	142.9	98.2	98.2	98.2
자산총계	1,529.1	1,763.6	2,101.1	2,492.7	2,946.4
유동부채	268.8	318.9	363.5	384.8	408.3
매입채무	29.0	70.6	81.2	89.3	98.3
단기차입금	50.0	43.0	115.0	115.0	115.0
유동성장기부채	90.5	85.5	35.5	35.5	35.5
비유동부채	224.7	151.7	279.9	300.5	304.6
사채	49.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	70.0	58.0	150.8	150.8	150.8
부채총계	493.5	470.6	643.5	685.4	712.9
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	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	727.6	984.5	1,158.0	1,508.3	1,935.1
비지배주주지분	6.2	7.0	-0.1	-0.7	-1.3
자본총계	1,035.6	1,293.1	1,457.6	1,807.4	2,233.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	323.7	322.6	271.0	648.7	720.5
당기순이익(손실)	200.8	272.9	224.3	374.4	450.8
유형자산감가상각비	64.0	64.4	146.0	304.2	259.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의증감	4.0	-15.4	-91.3	-26.0	14.0
투자활동 현금흐름	-113.8	-278.0	-257.0	-158.2	-156.4
유형자산의증가(CAPEX)	-84.4	-262.7	-300.1	-160.0	-160.0
투자자산의감소(증가)	-43.1	2.8	52.0	4.0	4.0
재무활동 현금흐름	-135.9	-91.9	81.1	-24.7	-24.7
차입금증감	-125.3	-73.9	114.8	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	74.1	-47.3	95.0	465.8	539.4
기초현금	60.3	134.4	87.1	182.1	647.8
기말현금	134.4	87.1	182.1	647.8	1,187.2

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	265,687	245,597	274,831	420,176	432,263
EPS(지배주주)	30,846	41,867	34,506	57,690	69,457
CFPS	42,609	53,670	64,049	121,671	128,913
EBITDAPS	51,567	62,675	67,301	120,440	127,682
BPS	158,361	197,854	224,267	278,156	343,812
DPS	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.7	1.5	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	5.6	6.6	7.0	4.2	3.5
PCR	4.0	5.1	3.8	2.0	1.9
PSR	0.6	1.1	0.9	0.6	0.6
PBR	1.1	1.4	1.1	0.9	0.7
EBITDA	335.2	407.4	437.5	782.9	829.9
EV/EBITDA	3.7	4.6	3.8	1.5	0.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.5	23.5	16.3	23.0	22.3
EBITDA이익률	19.4	25.5	24.5	28.7	29.5
부채비율	47.7	36.4	44.1	37.9	31.9
금융비용부담률	0.6	0.2	0.2	0.3	0.3
이자보상배율(x)	24.6	88.5	75.0	61.4	73.1
매출채권회전율(x)	11.8	10.2	9.1	11.7	11.0
매출채권회전율(x)	11.6	11.9	10.9	13.3	12.6

Buy

적정주가(12개월)	115,000원	
현재주가(11.28)	86,500원	
상승여력	32.9%	
KOSPI	2,514.19pt	
시가총액	26,355억원	
발행주식수	3,047만주	
유동주식비율	56.92%	
외국인비중	27.88%	
52주 최고/최저가	92,300원 / 67,100원	
평균거래대금	110.9억원	
주요주주(%)		
박찬구 외 6인	24.73	
국민연금	9.55	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	26.1	25.2
6개월	5.4	-1.3
12개월	16.0	-8.8
주가그래프		



과거 차화정의 향기가 느껴지는 18년 부타디엔-고무 chain

- 18년 글로벌 부타디엔과 합성고무의 증설 마무리에 따른 수급률 안정화의 첫 해
- 글로벌 합성고무 가동률 65%를 회복하며 점진적 우상향 기조
- 중국 Qilu Petrochemical의 합성고무 가동 중단에 따른 수급 개선 및 업황 반사 수혜가 가능

고무 사업 외 기타사업의 이익 기여도 증가

- 전방 수요 증가에 기반한 ABS 강세는 18년에도 지속될 전망: 19년까지 예정된 ABS 신증설 전무
- 페놀유도체 수급 타이트: 중국의 태국산 BPA 물량 반덤핑 부과(10%) 및 경쟁사 설비 가동 중단에 기인
- 자회사 금호 Mitsui는 MDI 강세는 1H18까지 지속됨에 따라 따라 지분법 이익 기여도 증가할 전망

투자의견 Buy와 적정주가 11.5만원을 제시: 부정적 요소가 사라질 18년

- 18년 고무 체인 강세를 예상하는 바, PBR 1.8배를 적용하여 적정주가 11.5만원 제시
- ABS와 PS의 강세가 예상되는 바, 합성수지 사업부 실적 기여도 높아질 전망
- 유가 회복에 따른 SMP 상승 전환으로 발전사업 수익성 개선 예상됨

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	3,934.5	164.0	118.9	3,818	42.6	46,474	13.6	1.1	10.8	7.6	153.1
2016	3,970.4	157.1	73.3	2,320	-34.5	48,363	35.3	1.7	12.5	4.6	163.1
2017E	5,085.9	238.7	234.3	7,606	201.2	54,818	10.3	1.4	8.9	13.6	162.1
2018E	5,302.1	334.6	272.9	8,872	17.1	62,295	8.9	1.3	6.8	13.9	161.2
2019E	5,634.9	427.0	372.1	12,129	36.7	72,735	6.5	1.1	5.5	16.5	152.2

금호석유 (011780)

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	1,408.2	1,239.1	1,205.2	1,233.4	1,264.7	1,313.5	1,352.0	1,371.8	3,970.4	5,085.9	5,302.1
합성고무	636.2	499.5	463.5	514.1	552.3	591.7	606.5	620.8	1,559.2	2,113.3	2,371.3
합성수지	303.5	293.8	308.9	330.2	319.0	326.1	332.6	337.6	1,035.7	1,236.4	1,315.4
기타	468.5	445.8	432.7	365.0	368.6	369.9	386.4	386.6	1,375.5	1,712.0	1,511.5
영업이익	65.7	44.2	57.8	71.0	79.6	70.8	83.6	100.7	133.6	238.7	334.6
%OP	4.7%	3.6%	4.8%	5.8%	6.3%	5.4%	6.2%	7.3%	3.4%	4.7%	6.3%
세전이익	88.4	52.9	78.1	96.7	81.1	77.8	108.6	101.4	112.9	316.1	368.8
순이익(지배주주)	69.1	36.7	56.5	72.0	60.4	57.2	79.8	75.5	73.2	234.3	272.9
% YoY											
매출액	61.6%	22.5%	21.2%	12.8%	-10.2%	6.0%	12.2%	11.2%	0.9%	28.1%	4.3%
영업이익	42.0%	-32.5%	145.7%	224.0%	21.1%	60.3%	44.7%	41.8%	-18.5%	78.6%	40.2%
세전이익	73.7%	-20.0%	241.0%	흑전	-8.3%	47.2%	39.0%	4.8%	-47.3%	180.0%	16.7%
순이익(지배)	80.6%	-18.3%	217.0%	흑전	-12.6%	55.8%	41.3%	4.8%	-38.4%	219.9%	16.5%
%QoQ											
매출액	28.8%	-12.0%	-2.7%	2.3%	2.5%	3.9%	2.9%	1.5%			
영업이익	200.2%	-32.8%	30.7%	22.9%	12.1%	-11.0%	18.0%	20.4%			
세전이익	흑전	-40.2%	47.7%	23.8%	-16.2%	-4.0%	39.5%	-6.6%			
순이익(지배)	흑전	-46.8%	53.9%	27.5%	-16.2%	-5.3%	39.5%	-5.4%			

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 87

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,934.5	3,970.4	5,085.9	5,302.1	5,634.9
매출액증가율(%)	-17.4	0.9	28.1	4.3	6.3
매출원가	3,600.6	3,637.5	4,682.3	4,715.4	4,940.2
매출총이익	333.9	332.9	403.5	586.7	694.7
판매비와관리비	170.0	175.9	164.9	252.1	267.7
영업이익	164.0	157.1	238.7	334.6	427.0
영업이익률(%)	4.2	4.0	4.7	6.3	7.6
금융순익	-67.4	-67.2	-42.8	-66.8	-72.4
증속/관계기업관련순익	43.2	27.6	118.9	101.0	109.3
기타영업외순익	29.9	-4.6	1.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	169.6	112.9	316.1	368.8	463.9
법인세비용	47.8	32.1	78.0	90.4	84.2
당기순이익	121.9	80.8	238.1	278.5	379.7
지배주주지분 순이익	118.9	73.3	234.3	272.9	372.1

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	967.6	1,255.3	1,815.6	2,345.3	2,976.4
현금및현금성자산	47.3	197.0	704.6	1,109.7	1,681.3
매출채권	435.4	520.9	577.1	641.9	672.7
재고자산	394.7	445.5	464.3	516.4	541.2
비유동자산	3,243.0	3,290.8	3,290.4	3,412.2	3,484.0
유형자산	2,505.7	2,564.8	2,463.2	2,500.3	2,532.4
무형자산	16.2	17.3	15.6	13.5	11.8
투자자산	666.5	664.7	773.3	860.1	901.4
자산총계	4,210.6	4,546.1	5,106.0	5,757.6	6,460.3
유동부채	1,541.3	2,145.6	2,091.5	2,211.0	2,288.8
매입채무	219.2	373.7	473.2	526.3	551.6
단기차입금	696.9	971.8	971.0	1,011.0	1,051.0
유동성장기부채	335.4	539.3	412.6	412.6	412.6
비유동부채	1,005.6	672.7	1,066.3	1,342.4	1,610.1
사채	354.4	0.0	309.9	309.9	309.9
장기차입금	527.8	559.5	612.2	872.2	1,132.2
부채총계	2,546.8	2,818.2	3,157.8	3,553.4	3,898.9
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	40.5	40.5	40.5
이익잉여금	1,145.7	1,207.9	1,401.8	1,652.2	2,001.9
비지배주주지분	107.3	108.2	112.3	117.8	125.4
자본총계	1,663.8	1,727.9	1,948.2	2,204.2	2,561.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	483.2	296.8	446.5	516.5	636.5
당기순이익(손실)	121.9	80.8	238.1	278.5	379.7
유형자산감가상각비	173.8	202.8	227.0	262.9	267.8
무형자산상각비	2.2	3.2	2.7	2.1	1.8
운전자본의증감	217.4	-20.2	-17.3	-27.0	-12.8
투자활동 현금흐름	-391.4	-250.7	-135.7	-389.0	-342.4
유형자산의증가(CAPEX)	-389.8	-272.7	-126.1	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	89.5	29.4	-31.2	-86.8	-41.3
재무활동 현금흐름	-258.4	103.6	196.3	277.6	277.6
차입금증감	-234.3	165.4	225.0	300.1	300.0
자본의증가	2.6	-1.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-166.4	149.7	507.7	405.1	571.6
기초현금	213.6	47.3	197.0	704.6	1,109.7
기말현금	47.3	197.0	704.6	1,109.7	1,681.3

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	129,137	130,316	166,927	174,024	184,946
EPS(지배주주)	3,818	2,320	7,606	8,872	12,129
CFPS	11,539	12,824	18,211	22,993	26,450
EBITDAPS	11,156	11,916	15,374	19,680	22,864
BPS	46,474	48,363	54,818	62,295	72,735
DPS	800	800	800	800	800
배당수익률(%)	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	13.6	35.3	10.3	8.9	6.5
PCR	4.5	6.4	4.3	3.4	3.0
PSR	0.4	0.6	0.5	0.5	0.4
PBR	1.1	1.7	1.4	1.3	1.1
EBITDA	339.9	363.0	468.4	599.6	696.6
EV/EBITDA	10.8	12.5	8.9	6.8	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.6	4.6	13.6	13.9	16.5
EBITDA이익률	8.6	9.1	9.2	11.3	12.4
부채비율	153.1	163.1	162.1	161.2	152.2
금융비용부담률	1.3	1.5	1.3	1.4	1.5
이자보상배율(x)	3.2	2.7	3.6	4.6	5.2
매출채권회전율(x)	8.0	8.3	9.3	8.7	8.6
재고자산회전율(x)	8.5	9.5	11.2	10.8	10.7

Buy

적정주가(12개월)	115,000원	
현재주가(11.28)	81,800원	
상승여력	40.6%	
KOSPI	2,514.19pt	
시가총액	20,583억원	
발행주식수	2,548만주	
유동주식비율	62.02%	
외국인비중	18.37%	
52주 최고/최저가	84,700원 / 65,300원	
평균거래대금	173.3억원	
주요주주(%)		
코오롱 외 16인	33.54	
국민연금	12.76	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	11.3	10.5
6개월	18.9	11.4
12개월	14.4	-10.0
주가그래프		



기나긴 인고의 시간이 지나가고, 좋아질 일만 남았다

- 15년 Dupont과의 특허권 소송 종료 후, 18년 사업 정상화 및 CPI 등 증설 투자 결실을 맺을 초기 단계
- 글로벌 경기 회복에 따른 전방 수요 증가와 경쟁사의 사업 차질에 따른 반사 수혜를 받는 본업
- 필름사업부문 감가상각 종료에 따라 수익성 개선을 전망
- 17년 코오롱패션마트리얼의 설비 통/폐합의 손실은 18년에 반복되지 않아 적자폭이 감소될 전망
- KOSPI 평균 시가 배당률(1.5%)에 미치지 못하나, 사업 정상화에 따른 주주친화적 배당 정책 변화가 예상됨
- 17년 CPI 등 대규모 투자로 Capex는 3,200억원으로 Peak Out 될 전망

18년 자체 증설 Cycle 돌입으로 이익 체력 강화 및 CPI 모멘텀을 보유한 유일한 기업

- 18년 화학업종 최선호주 및 투자의견 Buy와 적정주가는 11.5만원을 제시
- 자체 증설 내역: 스판본드(6천톤), 타이어코드(1.8만톤), 에어백/쿠션(350만개), POM(3만톤)
- 1H18 CPI 라인 기계 완공 완료, 2H18 고객사의 폴더블 핸드폰 출시 이후 CPI 모멘텀 부각될 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	4,856.5	280.5	-144.3	-5,808	-484.5	65,694	-10.8	1.0	7.3	-7.8	153.8
2016	4,562.2	276.7	170.2	6,647	-217.7	70,954	11.1	1.0	8.0	8.9	147.0
2017E	4,708.7	216.0	155.4	6,051	-13.8	75,194	14.0	1.1	10.2	7.6	162.5
2018E	5,453.1	288.9	167.9	6,545	14.9	80,100	12.9	1.1	8.8	7.7	169.4
2019E	5,724.6	362.4	205.5	8,039	22.8	86,350	10.5	1.0	7.6	8.8	162.0

코오롱인더 (120110)

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	1,150.1	1,123.7	1,086.3	1,348.6	1,295.5	1,351.3	1,288.9	1,517.4	4,562.2	4,708.7	5,453.1
산업자재	428.1	423.3	423.9	444.6	458.3	486.6	502.1	511.1	1,740.1	1,719.9	1,958.1
화학	233.8	204.4	216.6	228.4	231.9	234.3	234.8	235.1	816.5	883.2	936.1
필름/전자재료	122.3	120.8	130.9	131.4	166.8	160.3	166.3	175.3	473.5	505.4	668.6
패션	257.9	264.4	211.4	455.0	332.0	346.0	283.0	498.0	1,137.3	1,188.7	1,459.0
기타의류	108.0	110.8	103.4	89.2	106.5	124.1	102.7	98.0	394.8	411.4	431.3
영업이익	45.8	54.1	46.0	70.0	71.8	67.9	60.8	88.3	276.7	215.9	288.9
%OP	4.0%	4.8%	4.2%	5.2%	5.5%	5.0%	4.7%	5.8%	6.1%	4.6%	5.3%
산업자재	27.4	32.2	35.4	36.2	39.2	39.7	41.7	40.5	144.5	131.2	161.1
화학	23.1	23.3	25.0	25.8	22.3	22.6	22.6	22.6	103.7	97.2	90.1
필름/전자재료	-4.3	-3.2	-3.7	-4.1	1.4	2.0	5.3	8.5	0.0	-15.3	17.1
패션	10.1	11.9	-3.3	17.8	12.3	8.3	-4.1	28.7	55.1	36.5	45.3
기타의류	-10.5	-10.2	-7.3	-5.6	-3.4	-4.7	-4.7	-12.0	-26.5	-33.6	-24.8
세전이익	36.4	70.2	43.0	53.5	56.4	53.6	46.9	72.8	238.9	203.2	229.8
순이익(지배주주)	25.8	57.0	33.5	39.1	41.3	39.2	34.3	53.2	170.2	155.5	168.0
% YoY											
매출액	0.0%	-0.9%	4.7%	8.7%	12.6%	20.2%	18.6%	12.5%	-6.1%	3.2%	15.8%
영업이익	-46.9%	-30.1%	-4.4%	7.9%	56.9%	25.4%	32.2%	26.1%	-1.3%	-22.0%	33.8%
세전이익	377.1%	754.5%	755.3%	1681.0%	54.9%	-23.6%	9.0%	36.1%	흑전	-14.9%	13.1%
순이익(지배)	375.1%	824.1%	1065.4%	1441.1%	59.7%	-31.2%	2.3%	36.1%	흑전	-8.6%	8.0%
%QoQ											
매출액	-7.3%	-2.3%	-3.3%	24.1%	-3.9%	4.3%	-4.6%	17.7%			
영업이익	-29.5%	18.3%	-15.0%	52.2%	2.6%	-5.5%	-10.4%	45.1%			
세전이익	1112.2%	92.8%	-38.7%	24.4%	5.4%	-4.9%	-12.6%	55.3%			
순이익(지배)	917.2%	120.8%	-41.3%	16.8%	5.4%	-4.9%	-12.6%	55.3%			

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

코오롱인더 (120110)

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

사업가치 (A)	EBITDA('18년)	Fair Value	Multiple(배)	비고
산업자재부문 (십억원)	2,533	21,849	8.6	효성 등 평균 10% 할증
화학부문 (십억원)	1,529	9,374	6.1	LG화학 등 평균
필름부문 (십억원)	1,070	9,419	8.8	Asahi Glass, SKC 평균 10% 할증
패션부문 (십억원)	1,002	5,549	5.5	LF, 한섬 평균
의류소재부문 등 (십억원)	-166	-921	5.5	패션부문 multiple 적용
소계	5,967	45,269		
자산가치 (B)		BV/시가		
매도가능증권 (십억원)		791		카프로 등
관계기업 및 공동지배기업 (십억원)		7,928		SKC KOLON PI 등 10% 할증
소계		8,719		
총 기업가치 (C=A+B)		53,988		
순차입금/보증 (D)	20,805			2018년 말 연결기준 순차입금 추정
우선주가치 (E)	980			
적정 시가총액 (C-D-E) (십억원)	32,203			
상장주식수 (천주)	27,920			
적정 주당 주주가치 (원)	115,000			

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

코오롱인더(120110)

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,856.5	4,562.2	4,708.7	5,453.1	5,724.6
매출액증가율(%)	-9.0	-6.1	3.2	15.8	5.0
매출원가	3,574.5	3,281.7	3,515.5	3,998.1	4,179.4
매출총이익	1,282.0	1,280.5	1,193.2	1,455.0	1,545.2
판매비와관리비	1,001.5	1,003.8	977.3	1,166.1	1,182.8
영업이익	280.5	276.7	216.0	288.9	362.4
영업이익률(%)	5.8	6.1	4.6	5.3	6.3
금융순익	-61.0	-39.5	-58.0	-68.7	-69.4
증속/관계기업관련순익	29.3	40.1	44.6	21.4	0.0
기타영업외순익	-386.4	-38.5	0.5	-12.0	-12.0
세전계속사업이익	-137.7	238.9	203.0	229.6	281.0
법인세비용	7.5	62.9	50.8	55.1	67.4
당기순이익	-145.1	176.0	152.2	174.5	213.6
지배주주지분 순이익	-144.3	170.2	155.4	167.9	205.5

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산					
현금및현금성자산	1,944.7	2,067.6	2,318.9	2,647.9	2,807.1
매출채권	93.6	147.2	136.1	191.8	228.4
재고자산	815.9	833.3	813.4	915.2	960.9
비유동자산	852.8	794.8	840.1	945.3	992.5
유형자산	3,041.4	3,181.6	3,553.4	3,765.5	3,908.6
무형자산	2,152.9	2,202.3	2,360.8	2,472.6	2,575.2
투자자산	197.0	191.9	185.9	176.7	167.8
자산총계	4,986.1	5,249.2	5,872.3	6,413.4	6,715.7
유동부채					
매입채무	1,828.4	1,964.9	2,234.3	2,499.3	2,555.4
단기차입금	389.6	392.7	479.5	539.5	566.4
유동성장기부채	773.6	663.7	851.9	881.9	881.9
비유동부채	290.9	473.1	373.7	443.7	443.7
사채	1,193.3	1,159.0	1,401.2	1,533.7	1,597.2
장기차입금	257.7	173.2	343.8	343.8	343.8
부채총계	3,021.7	3,123.9	3,635.5	4,032.9	4,152.6
자본금	139.4	139.6	139.6	139.6	139.6
자본잉여금	907.2	911.8	913.7	913.7	913.7
기타포괄이익누계액	21.8	29.2	59.1	59.1	59.1
이익잉여금	742.1	878.8	966.3	1,103.3	1,277.9
비지배주주지분	132.4	144.3	136.6	143.2	151.3
자본총계	1,964.4	2,125.3	2,236.8	2,380.5	2,563.2

Statement of Cash Flow

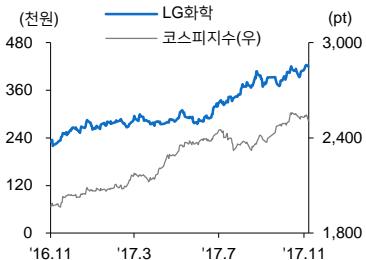
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	365.8	339.6	415.1	383.3	474.4
당기순이익(손실)	-145.1	176.0	152.2	174.5	213.6
유형자산감가상각비	188.0	189.2	194.6	208.3	217.3
무형자산상각비	5.9	9.5	9.7	9.3	8.8
운전자본의증감	229.1	-73.1	-15.4	-77.4	-34.7
투자활동 현금흐름	-376.6	-261.8	-630.8	-433.0	-357.9
유형자산의증가(CAPEX)	-201.7	-243.1	-376.5	-320.0	-320.0
투자자산의감소(증가)	-65.0	-139.0	-262.0	-109.7	-49.2
재무활동 현금흐름	41.1	-18.5	206.0	105.3	-79.8
차입금증감	39.9	40.8	295.9	220.4	40.2
자본의증가	0.8	4.8	1.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)	31.5	53.6	-11.1	55.7	36.6
기초현금	62.1	93.6	147.2	136.1	191.8
기말현금	93.6	147.2	136.1	191.8	228.4

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	193,397	181,549	187,195	216,714	227,505
EPS(지배주주)	-5,808	6,647	6,051	6,545	8,039
CFPS	5,412	19,714	18,153	20,499	22,912
EBITDAPS	18,889	18,916	16,706	20,125	23,389
BPS	65,694	70,954	75,194	80,100	86,350
DPS	500	1,100	1,100	1,100	1,100
배당수익률(%)	0.8	1.5	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	-10.8	11.1	14.0	12.9	10.5
PCR	11.6	3.8	4.7	4.1	3.7
PSR	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4
PBR	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0
EBITDA	474.3	475.4	420.2	506.4	588.5
EV/EBITDA	7.3	8.0	10.2	8.8	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.8	8.9	7.6	7.7	8.8
EBITDA이익률	9.8	10.4	8.9	9.3	10.3
부채비율	153.8	147.0	162.5	169.4	162.0
금융비용부담률	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6
이자보상배율(x)	4.0	4.4	3.2	3.4	4.1
매출채권회전율(x)	5.7	5.5	5.7	6.3	6.1
재고자산회전율(x)	5.7	5.5	5.8	6.1	5.9

Buy

적정주가(12개월)	495,000원	
현재주가(11.28)	420,500원	
상승여력	17.7%	
KOSPI	2,514.19pt	
시가총액	296,841억원	
발행주식수	7,059만주	
유동주식비율	64.28%	
외국인비중	40.15%	
52주 최고/최저가	423,500원 / 224,500원	
평균거래대금	1,113.0억원	
주요주주(%)		
LG 외 4인	33.38	
국민연금	9.74	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	3.7	3.0
6개월	38.1	29.4
12개월	87.3	47.4
주가그래프		



18년 화학 고부가 제품 스프레드와 전지 실적 개선의 진수를 보여줄 시점

- 미국 ECC 증설? 동사는 ABS, PVC/가성소다, 합성고무 등 고부가 다운스트림에 특화된 화학사업부
- PVC/가성소다: 신흥국 경기개선에 따른 수요 회복과 다운스트림 알루미늄 수요 증가에 따른 Q 증가

18년 이익 규모 확대로 증명하는 전지 사업부

- 고객사 신규제품에 동사의 소형전지 채택으로 Q 증가 효과 발휘
- 중국 CATL 상장(예상시총 21조원)에 따른 동사의 전지 Valuation 재평가 계기가 될 전망

투자의견 Buy와 적정주가 49.5만원 유지

- ABS 등 고부가 화학 다운스트림 Mix에 따라 공급 증가 우려가 크지 않다는 판단
- 중대형 전지 시장 확대 지속되고, 중국 CATL 상장을 계기로 동사의 전지부문 가치 재평가될 전망
- 18년 연간 이익은 3.5조원으로 증익기조 지속됨을 예상
- 사업다각화의 안정적 포트폴리오가 구축된 바, 투자의견 Buy와 적정주가 49.5만원을 제시함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	20,206.6	1,823.6	1,153.0	16,875	35.3	175,798	19.5	1.9	7.7	9.2	41.8
2016	20,659.3	1,991.9	1,281.1	18,751	11.6	188,597	13.9	1.4	5.8	9.5	45.8
2017E	25,784.8	3,030.2	2,128.4	29,607	62.4	205,427	14.1	2.0	7.4	14.2	48.7
2018E	29,193.3	3,554.3	2,512.9	35,048	16.3	232,629	11.9	1.8	6.2	14.7	45.1
2019E	30,813.3	3,747.1	2,669.2	37,262	6.3	261,828	11.2	1.6	5.6	13.8	40.2

LG화학 (051910)

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	6,486.7	6,382.1	6,397.1	6,519.0	7,272.8	7,360.5	7,354.2	7,205.8	20,659.3	25,784.8	29,193.3
기초소재	4,495.3	4,318.6	4,316.0	4,392.8	4,472.6	4,831.6	4,955.4	4,803.3	14,447.1	17,522.7	19,063.0
전자소재	726.0	747.3	787.3	925.4	735.1	781.9	811.5	972.0	2,656.0	3,186.0	3,300.5
전지	999.4	1,119.8	1,188.8	1,200.6	1,225.1	1,266.6	1,328.9	1,386.7	3,561.7	4,508.6	5,207.4
팜한농/바이오	383.3	320.9	235.5	80.1	460.0	280.2	169.2	61.9	325.5	1,019.8	971.2
영업이익	796.9	726.9	789.7	716.7	898.5	914.6	890.6	850.6	1,991.9	3,030.2	3,554.3
%OP	12.3%	11.4%	12.3%	11.0%	12.4%	12.4%	12.1%	11.8%	9.6%	11.8%	12.2%
기초소재	733.7	685.5	755.3	659.0	736.2	784.7	786.8	755.7	2138.6	2833.5	3063.4
전자소재	29.3	23.4	40.8	45.2	42.8	46.9	48.4	43.8	-54.9	138.7	181.9
전지	-10.4	7.5	18.1	24.8	41.4	47.3	50.1	62.1	-49.3	40.0	201.0
팜한농/바이오	71.0	32.5	3.5	-12.3	78.1	35.8	5.3	-11.1	-41.8	94.7	108.0
세전이익	698.3	729.6	702.4	663.1	843.5	860.2	837.6	798.5	1,659.8	2,793.4	3,339.8
순이익(지배주주)	531.5	577.1	521.0	498.9	634.7	647.2	630.2	600.8	1,281.0	2,128.4	2,512.9
% YoY											
매출액	33.1%	22.3%	26.6%	18.3%	12.1%	15.3%	15.0%	10.5%	2.2%	24.8%	13.2%
영업이익	74.1%	18.7%	71.7%	55.2%	12.8%	25.8%	12.8%	18.7%	9.2%	52.1%	17.3%
세전이익	65.1%	45.9%	85.5%	85.2%	20.8%	17.9%	19.2%	20.4%	7.1%	68.3%	19.6%
순이익(지배)	56.4%	53.1%	76.2%	85.6%	19.4%	12.2%	21.0%	20.4%	11.5%	70.8%	16.0%
%QoQ											
매출액	17.7%	-1.6%	0.2%	1.9%	11.6%	1.2%	-0.1%	-2.0%			
영업이익	72.6%	-8.8%	8.6%	-9.2%	25.4%	1.8%	-2.6%	-4.5%			
세전이익	95.0%	4.5%	-3.7%	-5.6%	27.2%	2.0%	-2.6%	-4.7%			
순이익(지배)	97.7%	8.6%	-9.7%	-4.2%	27.2%	2.0%	-2.6%	-4.7%			

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 94

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	20,206.6	20,659.3	25,784.8	29,193.3	30,813.3
매출액증가율(%)	-10.5	2.2	24.8	13.2	5.5
매출원가	16,540.5	16,595.1	19,772.1	19,857.9	21,090.6
매출총이익	3,666.0	4,064.2	6,012.7	9,335.4	9,722.8
판매비와관리비	1,842.5	2,072.3	2,982.5	5,781.1	5,975.7
영업이익	1,823.6	1,991.9	3,030.2	3,554.3	3,747.1
영업이익률(%)	9.0	9.6	11.8	12.2	12.2
금융순익	-82.7	-120.3	-57.1	-106.6	-91.5
증속/관계기업관련순익	11.0	-3.8	7.3	12.0	12.0
기타영업외순익	-202.3	-208.0	-187.0	-120.0	-120.0
세전계속사업이익	1,549.6	1,659.8	2,793.4	3,339.8	3,547.5
법인세비용	401.1	378.8	605.6	801.6	851.4
당기순이익	1,148.5	1,281.0	2,187.8	2,538.2	2,696.1
지배주주지분 순이익	1,153.0	1,281.1	2,128.4	2,512.9	2,669.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	8,655.6	9,226.9	10,708.2	12,352.1	13,762.5
현금및현금성자산	1,704.9	1,474.4	1,529.3	2,271.3	3,480.9
매출채권	3,236.6	3,533.7	4,609.0	5,094.6	5,202.8
재고자산	2,338.6	2,965.2	3,282.9	3,628.8	3,705.9
비유동자산	9,923.1	11,260.1	13,451.9	14,345.6	15,270.9
유형자산	8,867.2	9,680.1	10,811.1	11,719.2	12,686.4
무형자산	501.9	832.1	1,802.3	1,748.1	1,697.4
투자자산	330.8	349.1	377.2	416.9	425.8
자산총계	18,578.7	20,487.1	24,160.2	26,697.7	29,033.4
유동부채	4,799.0	5,446.9	5,422.7	5,749.5	5,760.1
매입채무	1,172.5	1,723.3	1,789.3	1,977.9	2,019.8
단기차입금	1,839.7	1,633.9	1,144.0	1,144.0	1,144.0
유동성장기부채	311.1	578.7	417.4	337.4	257.4
비유동부채	676.2	989.2	2,495.2	2,551.0	2,563.5
사채	199.8	39.7	1,147.0	1,147.0	1,147.0
장기차입금	274.1	608.0	788.3	788.3	788.3
부채총계	5,475.2	6,436.1	7,917.9	8,300.6	8,323.6
자본금	369.5	369.5	391.4	391.4	391.4
자본잉여금	1,157.8	1,157.8	2,274.4	2,274.4	2,274.4
기타포괄이익누계액	-52.6	-37.0	-53.1	-53.1	-53.1
이익잉여금	11,532.5	12,462.8	13,829.2	15,958.6	18,244.4
비지배주주지분	112.1	113.6	161.3	186.7	213.6
자본총계	13,103.5	14,051.0	16,242.3	18,397.1	20,709.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,172.1	2,516.7	2,473.5	3,695.2	4,361.9
당기순이익(손실)	1,148.5	1,281.0	2,187.8	2,538.2	2,696.1
유형자산감가상각비	1,215.2	1,282.4	1,343.2	1,541.9	1,712.8
무형자산상각비	40.9	54.3	86.7	54.2	50.8
운전자본의증감	160.8	-382.1	-1,496.0	-439.2	-97.8
투자활동 현금흐름	-1,697.8	-1,736.8	-2,069.4	-2,489.7	-2,688.9
유형자산의증가(CAPEX)	-1,633.4	-1,398.5	-2,187.0	-2,450.0	-2,680.0
투자자산의감소(증가)	203.4	-22.1	-28.1	-39.7	-8.9
재무활동 현금흐름	-757.5	-1,007.3	-354.7	-463.5	-463.5
차입금증감	-274.9	231.9	635.8	-80.0	-80.0
자본의증가	0.0	0.0	1,138.5	0.0	0.0
현금의증가(감소)	716.9	-230.6	55.0	742.0	1,209.6
기초현금	988.0	1,704.9	1,474.4	1,529.3	2,271.3
기말현금	1,704.9	1,474.4	1,529.3	2,271.3	3,480.9

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	304,908	311,739	365,325	413,548	436,497
EPS(지배주주)	16.875	18.751	29.607	35.048	37.262
CFPS	43,065	46,573	57,943	70,870	75,973
EBITDAPS	46,471	50,227	63,191	72,960	78,062
BPS	175,798	188,597	205,427	232,629	261,828
DPS	4,500	5,000	5,000	5,000	5,000
배당수익률(%)	1.4	1.9	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	19.5	13.9	14.1	11.9	11.2
PCR	7.6	5.6	7.2	5.9	5.5
PSR	1.1	0.8	1.1	1.0	1.0
PBR	1.9	1.4	2.0	1.8	1.6
EBITDA	3,079.7	3,328.6	4,460.1	5,150.4	5,510.6
EV/EBITDA	7.7	5.8	7.4	6.2	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.2	9.5	14.2	14.7	13.8
EBITDA이익률	15.2	16.1	17.3	17.6	17.9
부채비율	41.8	45.8	48.7	45.1	40.2
금융비용부담률	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	31.4	25.9	29.6	35.1	37.8
매출채권회전율(x)	6.2	6.1	6.3	6.0	6.0
재고자산회전율(x)	8.0	7.8	8.3	8.4	8.4

Buy

적정주가(12개월)	45,000원	
현재주가(11.28)	29,750원	
상승여력	51.3%	
KOSPI	2,514.19pt	
시가총액	49,031억원	
발행주식수	16,481만주	
유동주식비율	62.68%	
외국인비중	30.03%	
52주 최고/최저가	38,000원 / 23,100원	
평균거래대금	342.7억원	
주요주주(%)		
한화 외 4인	36.29	
국민연금	9.98	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-6.4	-7.1
6개월	1.7	-4.7
12개월	27.1	0.0
주가그래프		



더할나위 없이 좋은 화학사업부: PVC/가성소다, TDI

- 수요에 기반한 자체 판가 인상 정책으로 3Q17 사상최대 이익을 시현한 Westlake의 사례
→ PVC/가성소다의 염소 체인 강세의 결과물
- PVC와 가성소다가 중국의 환경 규제의 수혜를 독차지할 전망
- 18년까지 글로벌 TDI의 타이트한 수급은 지속될 전망: 일부 설비의 가동 차질과 전방 수요 개선의 결과물

18년 더 이상 태양광 우려가 없을 것

- 17.9 미국 태양광 SafeGuard 모듈 반덤핑에 따른 사업 불확실성으로 주가는 약 -20% 급락
- 태양광 모듈 반덤핑 부과를 가정해도 대체 시장 발생에 따라 이익 훼손 크지 않을 전망

지나치게 저평가된 주가: 관건은 PVC/가성소다의 화학사업부, 미국 태양광 불확실성은 주가에 기 반영!

- 18년 태양광 이익 감소 예상되나, 급등하는 가성소다 이익 확대가 상쇄시킬 전망
- 부타디엔 Chain Rally와 SM-ABS 강세를 예상하는 바, YNCC 지분법 이익 기여도 증가 예상
- 투자의견 Buy와 적정주가 4.5만원을 유지

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	8,037.0	337.0	188.2	1,161	1,444.1	28,415	23.4	1.0	11.1	4.2	180.9
2016	9,258.8	779.2	755.3	4,593	321.3	31,850	5.4	0.8	6.4	15.2	152.7
2017E	9,350.0	828.4	1,058.3	6,419	39.2	37,672	4.7	0.8	6.7	18.3	116.0
2018E	9,278.3	848.4	1,040.8	6,313	-1.0	43,598	4.8	0.7	5.9	15.4	99.3
2019E	9,459.1	840.4	1,098.5	6,663	6.0	49,871	4.6	0.6	5.3	14.2	90.0

한화케미칼 (009830)

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	2,191.3	2,485.5	2,313.0	2,360.1	2,319.5	2,282.9	2,298.6	2,377.3	9,258.8	9,350.0	9,278.3
기초소재	1,052.7	1,064.5	1,102.5	1,059.9	1,042.2	1,044.5	1,059.7	1,067.1	3,871.8	4,279.6	4,213.5
가공소재	263.0	232.3	243.4	265.9	265.6	234.6	251.7	268.6	1,024.1	1,004.6	1,020.5
리테일	167.2	159.8	184.6	196.9	166.3	123.4	130.6	204.8	673.4	708.5	625.1
태양광	751.5	872.4	837.5	801.6	793.6	821.4	825.5	792.5	3,912.0	3,263.0	3,233.1
기타	374.8	521.5	329.1	387.1	403.1	410.2	382.4	395.7	1,516.0	1,612.5	1,591.5
영업이익	196.6	218.8	215.2	197.8	206.6	213.7	215.8	212.3	779.2	828.4	848.4
%OP	9.0%	8.8%	9.3%	8.4%	8.9%	9.4%	9.4%	8.9%	8.4%	8.9%	9.1%
기초소재	167.3	161.2	182.2	192.9	187.9	195.9	197.3	180.8	471.0	703.6	761.8
가공소재	7.5	-1.3	2.8	-1.3	6.6	9.4	10.1	9.4	35.9	7.7	35.5
리테일	-1.3	-11.3	16.7	10.8	3.3	-2.5	-0.7	14.3	-1.0	14.9	14.5
태양광	10.7	15.3	5.2	4.0	7.9	12.3	12.4	15.8	212.5	35.2	48.5
기타	17.4	52.1	11.9	5.4	14.8	12.6	10.7	5.9	70.4	86.8	44.0
세전이익	392.5	305.2	331.9	312.5	334.0	316.7	350.9	329.8	886.4	1,342.1	1,331.3
순이익(지배주주)	321.3	236.4	252.7	248.0	263.2	247.2	274.5	255.9	755.3	1,058.3	1,040.8
% YoY											
매출액	1.3%	3.9%	-3.0%	1.8%	5.8%	-8.2%	-0.6%	0.7%	15.2%	1.0%	-0.8%
영업이익	37.6%	-25.5%	5.1%	43.2%	5.1%	-2.3%	0.3%	7.3%	131.2%	6.3%	2.4%
세전이익	163.3%	-10.8%	31.8%	117.6%	-14.9%	3.8%	5.7%	5.5%	288.1%	51.4%	-0.8%
순이익(지배)	199.3%	-21.2%	27.2%	66.0%	-18.1%	4.6%	8.7%	3.2%	301.3%	40.1%	-1.7%
%QoQ											
매출액	-5.4%	13.4%	-6.9%	2.0%	-1.7%	-1.6%	0.7%	3.4%			
영업이익	42.3%	11.3%	-1.6%	-8.1%	4.4%	3.4%	1.0%	-1.6%			
세전이익	173.4%	-22.3%	8.8%	-5.8%	6.9%	-5.2%	10.8%	-6.0%			
순이익(지배)	115.0%	-26.4%	6.9%	-1.8%	6.1%	-6.1%	11.1%	-6.8%			

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 97

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,037.0	9,258.8	9,350.0	9,278.3	9,459.1
매출액증가율(%)	-0.2	15.2	1.0	-0.8	1.9
매출원가	6,540.6	7,211.2	7,329.2	7,098.2	7,261.6
매출총이익	1,496.4	2,047.6	2,020.8	2,180.1	2,197.5
판매비와관리비	1,159.3	1,268.4	1,192.4	1,331.8	1,357.1
영업이익	337.0	779.2	828.4	848.4	840.4
영업이익률(%)	4.2	8.4	8.9	9.1	8.9
금융순익	-154.4	-151.0	-137.2	-134.7	-121.6
증속/관계기업관련순익	166.2	423.3	633.5	617.7	662.0
기타영업외순익	-120.4	-165.2	17.4	0.0	0.0
세전계속사업이익	228.4	886.4	1,342.1	1,331.4	1,380.8
법인세비용	48.0	115.4	266.4	266.3	282.4
당기순이익	180.4	770.9	1,075.7	1,065.1	1,129.4
지배주주지분 순이익	188.2	755.3	1,058.3	1,040.8	1,098.5

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,777.7	4,523.9	4,175.3	4,837.0	5,956.7
현금및현금성자산	644.8	1,012.3	657.1	1,295.7	2,293.3
매출채권	1,766.3	1,500.4	1,630.4	1,642.3	1,705.2
재고자산	1,825.6	1,420.7	1,212.2	1,221.0	1,267.8
비유동자산	9,074.9	9,294.0	9,732.9	10,001.7	10,225.1
유형자산	6,050.5	5,761.0	5,853.5	6,106.6	6,220.0
무형자산	440.8	426.2	426.3	420.0	414.0
투자자산	2,304.6	2,628.7	3,006.9	3,028.9	3,145.0
자산총계	13,852.6	13,817.9	13,908.2	14,838.7	16,181.8
유동부채	5,420.7	4,963.0	4,619.8	4,286.7	4,375.7
매입채무	1,214.3	1,234.5	1,190.5	1,199.2	1,245.1
단기차입금	1,796.9	1,855.2	1,726.0	1,376.0	1,376.0
유동성장기부채	628.4	399.8	587.8	587.8	587.8
비유동부채	3,500.8	3,386.6	2,849.4	3,105.5	3,287.8
사채	1,059.8	1,354.2	1,289.0	1,689.0	1,989.0
장기차입금	1,556.0	1,220.5	696.8	546.8	396.8
부채총계	8,921.5	8,349.6	7,469.3	7,392.2	7,663.5
자본금	815.3	829.7	829.7	829.7	829.7
자본잉여금	829.5	828.5	828.3	828.3	828.3
기타포괄이익누계액	104.7	43.6	66.4	66.4	66.4
이익잉여금	2,886.9	3,586.4	4,529.7	5,513.0	6,554.0
비지배주주지분	297.8	183.4	187.9	212.2	243.0
자본총계	4,931.2	5,468.3	6,438.9	7,446.5	8,518.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,209.3	1,151.0	764.5	1,055.0	1,080.3
당기순이익(손실)	180.4	770.9	1,075.7	1,065.1	1,129.4
유형자산감가상각비	435.2	430.3	424.6	466.9	486.6
무형자산상각비	16.9	15.0	14.2	6.3	6.0
운전자본의 증감	354.3	-121.6	-335.3	-0.3	-1.3
투자활동 현금흐름	-952.6	-460.1	-405.7	-104.4	-25.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-759.2	-614.8	-546.7	-720.0	-600.0
투자자산의 감소(증가)	-587.6	99.2	255.3	595.7	546.0
재무활동 현금흐름	-154.0	-318.2	-720.7	-312.1	-56.8
차입금증감	77.9	-198.6	-524.5	-99.9	150.5
자본의증가	116.6	13.3	-0.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	95.4	367.5	-355.2	638.6	997.6
기초현금	549.4	644.8	1,012.3	657.1	1,295.7
기말현금	644.8	1,012.3	657.1	1,295.7	2,293.3

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	49,630	56,337	56,732	56,297	57,395
EPS(지배주주)	1,161	4,593	6,419	6,313	6,663
CFPS	5,505	7,273	6,739	8,018	8,276
EBITDAPS	4,873	7,451	7,689	8,018	8,089
BPS	28,415	31,850	37,672	43,598	49,871
DPS	150	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.6	1.4	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	23.4	5.4	4.7	4.8	4.6
PCR	4.9	3.4	4.5	3.8	3.7
PSR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
EBITDA	789.2	1,224.5	1,267.2	1,321.5	1,333.1
EV/EBITDA	11.1	6.4	6.7	5.9	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	15.2	18.3	15.4	14.2
EBITDA이익률	9.8	13.2	13.6	14.2	14.1
부채비율	180.9	152.7	116.0	99.3	90.0
금융비용부담률	2.2	1.9	1.6	1.7	1.6
이자보상배율(x)	1.9	4.5	5.4	5.5	5.6
매출채권회전율(x)	5.3	5.7	6.0	5.7	5.7
재고자산회전율(x)	4.3	5.7	7.1	7.6	7.6

Buy

적정주가(12개월)	54,000원	
현재주가(11.28)	42,400원	
상승여력	27.4%	
KOSPI	2,514.19pt	
시가총액	15,915억원	
발행주식수	3,753만주	
유동주식비율	52.66%	
외국인비중	12.53%	
52주 최고/최저가	43,600원 / 28,400원	
평균거래대금	76.5억원	
주요주주(%)		
SK 외 9인	41.70	
국민연금	21.95	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	4.2	3.4
6개월	35.5	26.9
12개월	37.2	8.0
주가그래프		



18년 S-Oil PO 신규 가동의 역설적 결과: PO 제품가 강세를 예상

- 동사의 PO 생산능력 31만톤/연(아시아 2위, 글로벌 6위) 보유, 1H18 S-Oil은 PO(30만톤/연) 신규 가동 예정
- PO의 다운스트림 강화 정책과 자가소비량 증가로 오히려 PO의 외부 공급량 자체가 감소할 전망
→ 동사는 올 9월 다운스트림 PG 증설 완료(5만톤/연), 자회사 MCNS 폴리올 증설 완료
- PO 신규가동은 S-Oil, Fujian Gu Lei Petrochem(30만톤/연), PTT GC(20만톤/연), LyondellBasell(45만톤/연) 등
→ 17~20년 PO 공급 증분은 200만톤/연 미만이나 반면, 동기간 수요 증분은 133만톤/연 증가

16년 필름부문 구조조정 종료, 18년 이후 이익의 체질 개선

- 신규 사업(CMP패드, 무선 충전) 확대, 고부가 필름(PVB 등) 출시 예정으로 수익성 추가 향상의 계기 마련

주가 추가 상승여력을 보유했다는 판단으로, 투자의견 Buy와 적정주가 5.4만원을 재차 제시

- 18년 연간 이익은 2,297억원(+27.8% YoY)을 추정, 이익 회복의 원년의 해가 될 전망
- S-Oil의 PO 신규 가동에도 불구하고 자체 다운스트림 증설의 결과로 PO는 오히려 공급 부족이 예상됨
- 18년 Wet Chemical을 비롯한 New Biz 부문 신규 투자의 결과물이 가시화되는 원년의 해

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	2,465.7	217.9	272.2	7,426	461.3	39,240	4.6	0.9	7.9	20.5	137.0
2016	2,359.4	149.3	42.9	1,150	-88.3	37,457	28.7	0.9	9.4	3.0	131.6
2017E	2,698.5	179.6	139.0	3,703	428.1	38,741	11.7	1.1	8.2	9.7	136.4
2018E	2,949.1	229.7	183.4	4,886	17.8	42,636	8.9	1.0	6.5	12.0	126.7
2019E	3,093.4	260.3	215.2	5,732	17.3	47,377	7.6	0.9	5.6	12.7	117.1

SKC (011790)

2018년 산업 전망 정유/화학
백조의 귀환

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	587.0	615.2	740.8	755.6	652.6	713.1	796.3	787.1	2,359.4	2,698.5	2,949.1
필름부문	224.9	221.4	305.3	275.1	273.5	280.4	298.7	279.0	926.1	1026.7	1131.6
화학부문	198.4	191.9	202.0	211.7	208.9	224.5	233.3	227.6	721.5	804.0	894.4
New Biz	163.7	201.9	233.5	268.7	170.1	208.2	264.3	280.4	711.8	867.8	923.0
영업이익	37.8	44.2	48.2	49.4	51.8	57.4	65.1	55.4	149.3	179.6	229.7
%OP	6.4%	7.2%	6.5%	6.5%	7.9%	8.0%	8.2%	7.0%	6.3%	6.7%	7.8%
필름부문	-1.4	2.5	1.7	4.0	7.7	9.5	11.4	6.0	-7.1	6.8	34.6
화학부문	31.8	32.9	33.1	31.8	34.2	36.9	38.2	33.7	109.9	129.6	143.1
New Biz	7.4	8.8	13.4	13.6	9.8	11.0	15.4	15.7	45.9	43.2	51.9
세전이익	36.8	67.1	64.1	42.6	53.6	52.4	82.8	52.5	100.3	210.7	241.3
순이익(지배주주)	22.1	52.3	35.2	29.4	40.7	39.8	62.9	39.9	42.8	139.0	183.4
% YoY											
매출액	3.6%	5.9%	30.0%	17.7%	11.2%	15.9%	7.5%	4.2%	-4.3%	14.4%	9.3%
영업이익	-12.3%	4.8%	109.5%	20.5%	37.0%	29.7%	35.1%	12.2%	-31.5%	20.3%	27.9%
세전이익	-13.9%	5.4%	흑전	149.2%	45.4%	-21.9%	29.3%	23.2%	-72.9%	110.0%	14.5%
순이익(지배)	-13.2%	14.6%	흑전	흑전	84.6%	-23.9%	78.9%	35.8%	-84.3%	224.4%	31.9%
%QoQ											
매출액	-8.6%	4.8%	20.4%	2.0%	-13.6%	9.3%	11.7%	-1.2%			
영업이익	-7.8%	17.0%	8.9%	2.5%	4.8%	10.8%	13.5%	-14.8%			
세전이익	115.4%	82.2%	-4.6%	-33.5%	25.7%	-2.2%	58.0%	-36.6%			
순이익(지배)	흑전	137.3%	-32.8%	-16.5%	38.5%	-2.2%	58.0%	-36.6%			

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 100

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,465.7	2,359.4	2,698.5	2,949.1	3,093.4
매출액증가율(%)	-12.0	-4.3	14.4	9.3	4.9
매출원가	1,972.6	1,949.5	2,257.7	2,435.0	2,537.6
매출총이익	493.1	410.0	440.8	514.1	555.9
판매비와관리비	275.2	260.7	261.2	284.4	295.6
영업이익	217.9	149.3	179.6	229.7	260.3
영업이익률(%)	8.8	6.3	6.7	7.8	8.4
금융순익	-52.7	-46.2	-50.3	-51.8	-47.7
증속/관계기업관련순익	-12.6	26.9	57.1	63.4	70.4
기타영업외순익	262.9	-10.3	24.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	415.5	119.6	210.7	241.3	283.1
법인세비용	120.9	58.5	55.0	57.9	67.9
당기순이익	245.6	29.3	155.6	183.4	215.2
지배주주지분 순이익	272.2	42.9	139.0	183.4	215.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	787.1	801.5	1,435.9	1,584.6	1,776.8
현금및현금성자산	38.5	105.0	657.9	776.8	930.3
매출채권	388.6	373.7	377.8	393.5	413.9
재고자산	283.8	253.5	319.4	332.7	349.9
비유동자산	2,901.1	2,727.3	2,312.6	2,342.3	2,369.7
유형자산	2,079.1	1,866.1	1,979.5	2,010.3	2,038.6
무형자산	145.8	146.2	204.0	201.9	199.8
투자자산	531.9	565.0	23.5	24.5	25.7
자산총계	3,688.2	3,528.8	3,748.6	3,926.9	4,146.5
유동부채	1,056.4	862.6	1,235.2	1,256.7	1,284.5
매입채무	237.0	278.1	327.2	340.9	358.5
단기차입금	362.1	249.5	239.4	239.4	239.4
유동성장기부채	300.4	174.1	479.2	479.2	479.2
비유동부채	1,075.5	1,142.3	927.7	938.3	952.1
사채	588.0	627.3	508.5	508.5	508.5
장기차입금	291.9	297.6	163.4	163.4	163.4
부채총계	2,131.9	2,004.9	2,162.8	2,195.0	2,236.7
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	12.9	12.9	12.9
이익잉여금	1,129.6	1,146.4	1,221.7	1,367.9	1,545.9
비지배주주지분	112.4	118.0	131.6	131.6	131.6
자본총계	1,556.3	1,523.9	1,585.7	1,731.9	1,909.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	108.5	249.1	288.4	254.4	282.7
당기순이익(손실)	245.6	29.3	155.6	183.4	215.2
유형자산감가상각비	136.2	120.2	118.6	129.2	131.8
무형자산상각비	6.6	4.7	4.2	2.1	2.1
운전자본의증감	-177.5	74.9	74.3	3.1	4.1
투자활동 현금흐름	-96.2	-3.9	316.0	-98.4	-91.9
유형자산의증가(CAPEX)	-68.1	-80.3	-139.6	-160.0	-160.0
투자자산의감소(증가)	-343.8	-6.3	598.7	62.5	69.1
재무활동 현금흐름	-26.4	-181.8	-51.7	-37.2	-37.2
차입금증감	-169.5	-194.3	42.0	0.0	0.0
자본의증가	-29.4	17.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-13.1	66.5	552.9	118.8	153.5
기초현금	51.6	38.5	105.0	657.9	776.8
기말현금	38.5	105.0	657.9	776.8	930.3

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	67,270	63,317	71,894	78,570	82,416
EPS(지배주주)	7,426	1,150	3,703	4,886	5,732
CFPS	10,370	7,559	8,116	8,836	9,721
EBITDAPS	9,840	7,356	8,055	9,617	10,502
BPS	39,240	37,457	38,741	42,636	47,377
DPS	750	750	1,050	1,050	1,050
배당수익률(%)	2.2	2.3	2.4	2.4	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	4.6	28.7	11.7	8.9	7.6
PCR	3.3	4.4	5.4	4.9	4.5
PSR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5
PBR	0.9	0.9	1.1	1.0	0.9
EBITDA	360.7	274.1	302.4	361.0	394.2
EV/EBITDA	7.9	9.4	8.2	6.5	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.5	3.0	9.7	12.0	12.7
EBITDA이익률	14.6	11.6	11.2	12.2	12.7
부채비율	137.0	131.6	136.4	126.7	117.1
금융비용부담률	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4
이자보상배율(x)	4.3	3.5	3.9	5.2	5.8
매출채권회전율(x)	7.2	6.2	7.2	7.6	7.7
재고자산회전율(x)	8.1	8.8	9.4	9.0	9.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 29일 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 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다.

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 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

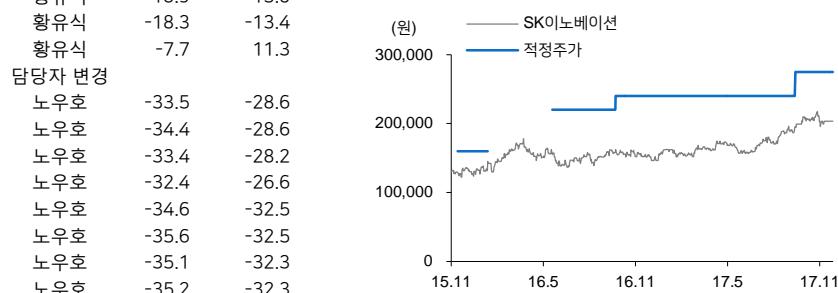
투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0%

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

SK이노베이션 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

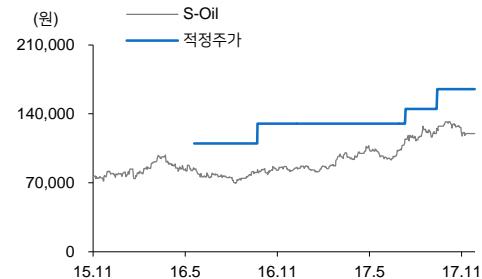
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.12.23	산업분석	Buy	160,000	황유식	-18.9	-15.0	
2016.01.18	기업브리프	Buy	160,000	황유식	-18.3	-13.4	
2016.02.04	기업브리프	Buy	160,000	황유식	-7.7	11.3	
				담당자 변경			
2016.06.09	산업분석	Buy	220,000	노우호	-33.5	-28.6	
2016.06.28	산업브리프	Buy	220,000	노우호	-34.4	-28.6	
2016.07.25	기업브리프	Buy	220,000	노우호	-33.4	-28.2	
2016.09.06	산업분석	Buy	220,000	노우호	-32.4	-26.6	
2016.10.11	기업분석	Buy	240,000	노우호	-34.6	-32.5	
2016.11.17	산업분석	Buy	240,000	노우호	-35.6	-32.5	
2017.01.11	산업분석	Buy	240,000	노우호	-35.1	-32.3	
2017.02.06	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-35.2	-32.3	
2017.02.06	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-35.2	-32.3	
2017.03.03	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-34.8	-30.0	
2017.04.05	산업분석	Buy	240,000	노우호	-34.5	-29.2	
2017.04.26	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.8	-27.3	
2017.05.30	산업분석	Buy	240,000	노우호	-33.7	-27.3	
2017.06.12	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.7	-27.3	
2017.06.26	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.7	-27.3	
2017.07.10	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.4	-26.0	
2017.07.28	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-32.3	-20.2	
2017.09.13	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-31.8	-18.3	
2017.09.27	산업브리프	Buy	275,000	노우호	-26.3	-23.6	
2017.10.17	산업분석	Buy	275,000	노우호	-25.5	-23.6	
2017.11.03	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-25.3	-20.9	
2017.11.29	산업분석	Buy	275,000	노우호	-	-	



S-Oil 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
						최고(최저)	
2016.06.09	산업분석	Buy	110,000	노우호	-27.8	-23.6	
2016.06.28	산업브리프	Buy	110,000	노우호	-28.9	-23.6	
2016.07.26	기업브리프	Buy	110,000	노우호	-30.5	-23.6	
2016.09.06	산업분석	Buy	110,000	노우호	-30.3	-23.6	
2016.10.11	기업분석	Buy	130,000	노우호	-36.8	-35.2	
2016.10.28	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-36.6	-33.4	
2016.11.17	산업분석	Buy	130,000	노우호	-35.6	-33.1	
2017.01.11	산업분석	Buy	130,000	노우호	-35.5	-32.9	
2017.02.03	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-33.4	-22.7	
2017.04.19	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-31.5	-17.3	
2017.05.30	산업분석	Buy	130,000	노우호	-31.1	-17.3	
2017.06.12	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-30.8	-17.3	
2017.06.26	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-30.6	-17.3	
2017.07.10	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-29.8	-11.9	
2017.07.27	기업브리프	Buy	145,000	노우호	-17.9	-12.1	
2017.09.27	산업브리프	Buy	165,000	노우호	-22.1	-20.0	
2017.10.17	산업분석	Buy	165,000	노우호	-21.6	-20.0	
2017.10.31	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-23.4	-20.0	
2017.11.29	산업분석	Buy	165,000	노우호	-	-	



롯데케미칼 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
						최고(최저)	
2016.02.03	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식 담당자 변경	-28.7	-12.6	
2016.07.12	산업분석	Buy	430,000	노우호	-32.1	-30.5	
2016.07.20	산업브리프	Buy	430,000	노우호	-32.5	-30.5	
2016.07.29	기업브리프	Buy	430,000	노우호	-31.3	-26.2	
2016.08.05	산업브리프	Buy	430,000	노우호	-30.9	-26.2	
2016.08.19	산업브리프	Buy	430,000	노우호	-32.6	-26.2	
2016.10.11	기업분석	Buy	480,000	노우호	-36.7	-33.1	
2016.11.17	산업분석	Buy	480,000	노우호	-31.2	-19.7	
2017.01.11	산업분석	Buy	480,000	노우호	-29.0	-17.6	
2017.02.03	기업브리프	Buy	480,000	노우호	-28.9	-17.6	
2017.02.06	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-27.6	-15.2	
2017.02.21	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-27.2	-15.2	
2017.03.03	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-26.6	-15.2	
2017.04.05	산업분석	Buy	480,000	노우호	-26.5	-15.2	
2017.04.28	기업브리프	Buy	480,000	노우호	-26.4	-15.2	
2017.05.30	산업분석	Buy	480,000	노우호	-26.6	-15.2	
2017.06.26	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-26.7	-15.2	
2017.07.10	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-26.6	-15.2	
2017.08.01	기업브리프	Buy	480,000	노우호	-26.5	-15.2	
2017.08.04	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-26.2	-15.2	
2017.08.21	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-25.4	-13.2	
2017.09.13	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-25.1	-13.2	
2017.10.11	1년 경과				-18.6	-16.0	
2017.10.31	기업브리프	Buy	480,000	노우호	-21.8	-16.0	
2017.11.29	산업분석	Buy	480,000	노우호	-	-	

대한유화 투자등급변경 내용

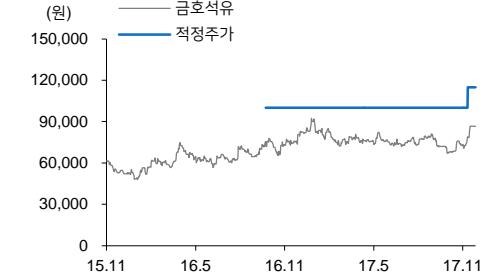
* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
						최고(최저)	
2016.01.27	기업브리프	StrongBuy	310,000	황유식 담당자 변경	-29.2	-11.5	
2016.07.12	산업분석	Buy	330,000	노우호	-24.3	-23.6	
2016.07.20	산업브리프	Buy	330,000	노우호	-25.3	-23.6	
2016.07.28	기업브리프	Buy	330,000	노우호	-26.4	-23.6	
2016.08.05	산업브리프	Buy	330,000	노우호	-27.6	-23.6	
2016.08.19	산업브리프	Buy	330,000	노우호	-32.7	-23.6	
2016.10.11	기업분석	Buy	370,000	노우호	-43.3	-38.4	
2016.11.17	산업분석	Buy	370,000	노우호	-36.4	-22.4	
2017.01.11	산업분석	Buy	370,000	노우호	-34.8	-20.9	
2017.01.25	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-34.0	-20.9	
2017.02.06	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.7	-20.7	
2017.02.21	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.2	-20.7	
2017.03.03	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.1	-20.7	
2017.04.06	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.4	-20.7	
2017.04.27	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.5	-20.7	
2017.05.30	산업분석	Buy	370,000	노우호	-32.2	-20.7	
2017.06.26	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.3	-20.7	
2017.07.10	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.3	-20.7	
2017.08.02	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.1	-20.7	
2017.08.21	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-31.8	-20.7	
2017.09.13	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-31.7	-20.7	
2017.10.11	1년 경과				-31.4	-27.6	
2017.11.29	산업분석	Buy	370,000	노우호	-	-	

금호석유 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

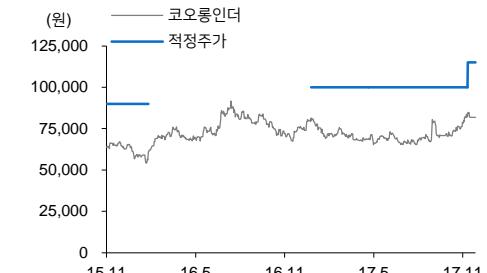
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
2016.10.05		1년 경과			-8.8	-6.4	
				담당자 변경			
2016.10.11	기업분석	Buy	100,000	노우호	-27.9	-22.3	
2016.11.17	산업분석	Buy	100,000	노우호	-24.1	-14.2	
2017.01.11	산업분석	Buy	100,000	노우호	-22.2	-7.7	
2017.02.06	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-21.7	-7.7	
2017.02.21	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-21.8	-7.7	
2017.03.03	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-22.3	-7.7	
2017.04.05	산업분석	Buy	100,000	노우호	-22.4	-7.7	
2017.05.02	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-22.5	-7.7	
2017.05.30	산업분석	Buy	100,000	노우호	-22.7	-7.7	
2017.06.26	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-22.8	-7.7	
2017.07.10	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-23.1	-7.7	
2017.07.31	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-23.1	-7.7	
2017.08.21	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-23.6	-7.7	
2017.11.01	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-23.8	-7.7	
2017.11.29	산업분석	Buy	115,000	노우호	-	-	



코오롱인더 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

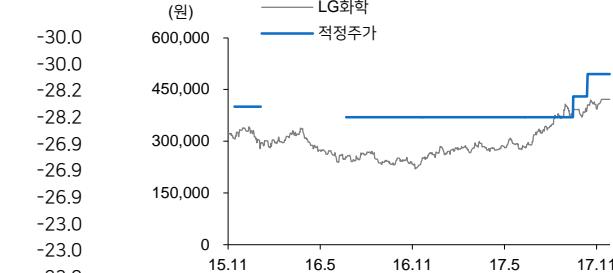
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
2016.02.17	기업브리프	Buy	90,000	황유식	-19.5	1.8	
2016.11.25		1년 경과			-17.3	-10.7	
				담당자 변경			
2017.01.11	산업분석	Buy	100,000	노우호	-24.0	-18.5	
2017.02.09	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-28.9	-18.5	
2017.06.26	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-29.1	-18.5	
2017.07.10	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-29.8	-18.5	
2017.08.11	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-29.6	-18.5	
2017.09.29	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-29.3	-18.5	
2017.11.13	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-28.8	-16.3	
2017.11.29	기업브리프	Buy	115,000	노우호	-	-	



LG화학 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

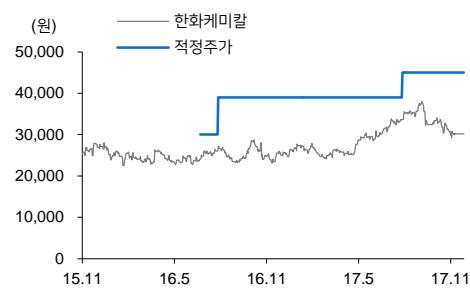
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
						최고(최저)	
2016.01.27	기업브리프	Buy	400,000	황유식 담당자 변경	-25.7	-14.6	
2016.07.12	산업분석	Buy	370,000	노우호	-30.8	-30.0	
2016.07.20	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-31.0	-30.0	
2016.07.22	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.1	-28.2	
2016.08.11	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-31.5	-28.2	
2016.08.19	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.0	-26.9	
2016.10.11	기업분석	Buy	370,000	노우호	-32.4	-26.9	
2016.10.19	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.8	-26.9	
2017.01.11	산업분석	Buy	370,000	노우호	-32.2	-23.0	
2017.01.31	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.1	-23.0	
2017.02.06	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-31.6	-23.0	
2017.02.21	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-31.2	-22.3	
2017.03.03	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-30.3	-19.1	
2017.04.05	산업분석	Buy	370,000	노우호	-29.9	-19.1	
2017.04.20	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-28.6	-16.4	
2017.06.26	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-28.4	-16.4	
2017.07.10	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-28.3	-16.4	
2017.07.12	1년 경과				-14.6	-11.8	
2017.07.20	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-3.8	10.1	
2017.09.29	기업브리프	Buy	430,000	노우호	-10.5	-8.0	
2017.10.27	기업브리프	Buy	495,000	노우호	-17.5	-14.8	
2017.11.29	산업분석	Buy	495,000	노우호	-	-	



한화케미칼 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
						최고(최저)	
2016.07.12	산업분석	Buy	30,000	노우호	-17.4	-13.8	
2016.07.20	산업브리프	Buy	30,000	노우호	-15.1	-12.0	
2016.08.16	기업브리프	Buy	39,000	노우호	-30.9	-30.4	
2016.08.19	산업브리프	Buy	39,000	노우호	-36.2	-30.4	
2016.10.11	기업분석	Buy	39,000	노우호	-34.4	-26.3	
2016.11.17	산업분석	Buy	39,000	노우호	-34.9	-26.3	
2017.01.11	산업분석	Buy	39,000	노우호	-34.4	-26.3	
2017.02.06	산업브리프	Buy	39,000	노우호	-34.1	-26.3	
2017.02.24	기업브리프	Buy	39,000	노우호	-34.1	-26.3	
2017.03.03	산업브리프	Buy	39,000	노우호	-34.3	-26.3	
2017.04.05	산업분석	Buy	39,000	노우호	-34.3	-26.3	
2017.05.12	기업브리프	Buy	39,000	노우호	-33.8	-23.6	
2017.05.30	산업분석	Buy	39,000	노우호	-33.0	-20.9	
2017.06.26	산업브리프	Buy	39,000	노우호	-32.4	-19.2	
2017.07.10	산업브리프	Buy	39,000	노우호	-32.2	-18.2	
2017.07.17	기업브리프	Buy	39,000	노우호	-30.8	-13.3	
2017.08.11	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-22.3	-21.1	
2017.08.21	산업브리프	Buy	45,000	노우호	-24.1	-15.6	
2017.11.13	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-25.3	-15.6	
2017.11.29	산업분석	Buy	45,000	노우호	-	-	



SKC 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
2016.10.05		1년 경과			-48.7	-47.9	
				담당자 변경			
2016.10.11	기업분석	Buy	41,000	노우호	-25.6	-17.3	
2017.01.11	산업분석	Buy	41,000	노우호	-25.0	-17.3	
2017.02.10	기업브리프	Buy	41,000	노우호	-24.9	-16.1	
2017.06.26	산업브리프	Buy	41,000	노우호	-24.5	-14.8	
2017.07.10	산업브리프	Buy	41,000	노우호	-23.1	-6.5	
2017.08.08	기업브리프	Buy	47,000	노우호	-20.7	-17.9	
2017.09.11	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-24.7	-19.6	
2017.11.09	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-24.0	-19.4	
2017.11.29	산업분석	Buy	54,000	노우호	-	-	

