

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

9

정유/화학

# 격변기(激變期)



## Overweight

### Top Picks

종목	투자판단	적정주가
SK이노베이션(096770)	Buy	275,000원
S-Oil(010950)	Buy	165,000원
롯데케미칼(011170)	Buy	600,000원
금호석유(011780)	Buy	130,000원

### 관심 종목

종목	투자판단	적정주가
LG화학(051910)	Buy	560,000원
한화케미칼(009830)	Buy	45,000원
코오롱인더(120110)	Buy	100,000원
대한유화(006650)	Buy	400,000원
SKC(011790)	Buy	54,000원
송원산업(004430)	Not Rated	-
티케이케미칼(104480)	Not Rated	-
한국알콜(017890)	Not Rated	-

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

9

정유/화학

격변기(激變期)



정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr



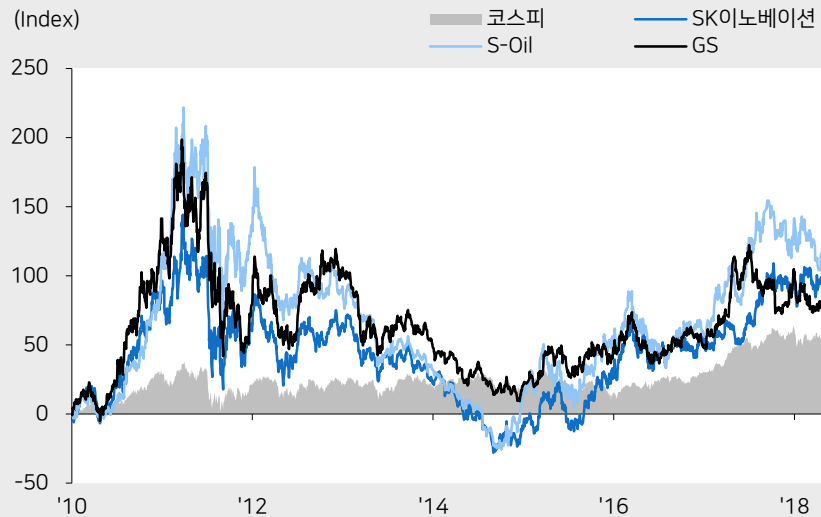
## Contents

<b>Part I</b>	<b>현대오일뱅크 상장</b>	<b>9</b>	<b>기업분석</b>	<b>SK이노베이션(096770) 개선되는 업황 &amp; 바닥에 놓인 주가</b>	<b>68</b>
<b>Part II</b>	<b>정유, Golden-Age</b>	<b>19</b>		<b>S-Oil(010950) 신규 무기 장착</b>	<b>70</b>
<b>Part III</b>	<b>화학, 격변의 시기: 원가와 증설</b>	<b>23</b>		<b>롯데케미칼(011170) 이제는 쉬어갈 기회를 주지 않는다</b>	<b>72</b>
<b>Part IV</b>	<b>화학 Super-Cycle, 확산</b>	<b>49</b>		<b>금호석유(011780) 하반기 shooting을 위한 예열 중</b>	<b>74</b>
<b>Part V</b>	<b>PO, TDI, LPG</b>	<b>61</b>		<b>LG화학(051910) 전지 Turn-around</b>	<b>76</b>
				<b>한화케미칼(009830) 화학&amp;태양광으로 주가 업사이드 충분</b>	<b>78</b>
				<b>코오롱인더(120110) 머지않아 찾아올 매수 시점</b>	<b>80</b>
				<b>대한유화(006650) 하반기 PE/PP 증설 기대감</b>	<b>82</b>
				<b>SKC(011790) 긴 호흡을 갖고 보자</b>	<b>84</b>
				<b>송원산업(004430) 석유화학 Super-Cycle의 린치핀</b>	<b>86</b>
				<b>티케이케미칼(104480) 구조적 강세 PET Chip과 스판덱스 개선은 덤</b>	<b>88</b>
				<b>한국알콜(017890) 마진 Quantum Jump</b>	<b>90</b>

| 정유/화학: 이익 창출 펀더멘털 이상 무, 불리한 대외적 환경이 업황에 부정적 요인으로 작용

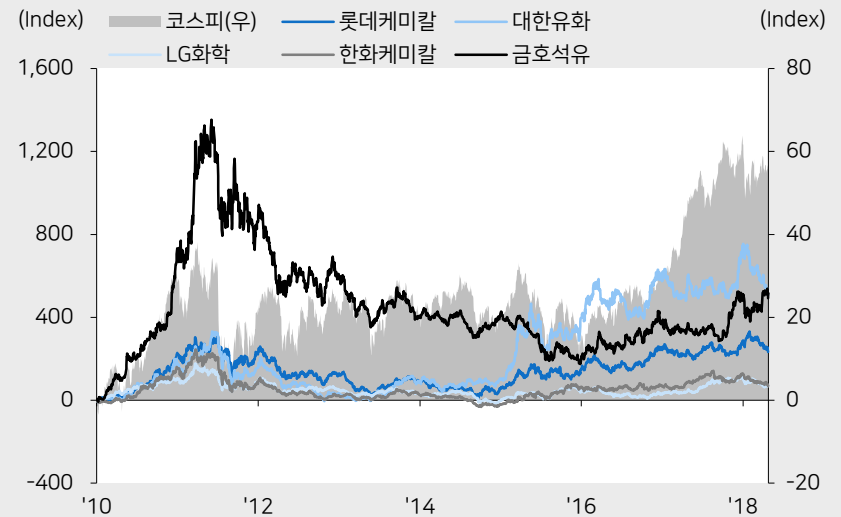
- **1Q18 실적 Review:** 예상치 상회(금호석유화학), 부합(대한유화, 한화케미칼, SKC), 하회(LG화학, 롯데케미칼, 코오롱인더, 정유 2개사)
- 2H18 유가 상승폭 제한, 글로벌 수급률 호조세 이어지며 이익 회복을 전망함  
→ S-Oil(신규 설비 가동 효과), 롯데케미칼(자회사 정상 가동 및 19년 북미 ECC 신규가동), 금호석유(고무 수급 개선 및 페놀체인 강세)

정유업종 주가 변화율



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

화학업종 주가 변화율

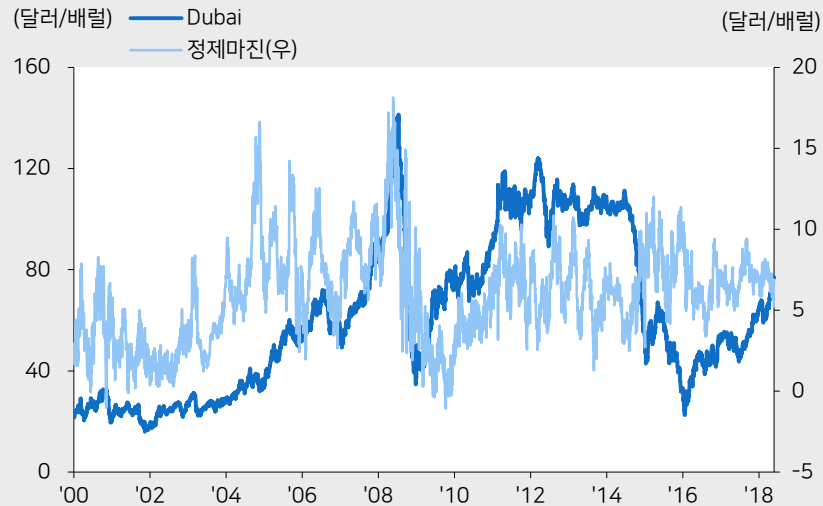


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## II 정유/화학: 상반기 둔화된 실적 모멘텀 → 원가 부담감은 단기적 이슈

- 대외적 환경: 원가 상승, 원화 강세 + 중국-미국 무역분쟁에 따른 제품 관망세 수요 지속  
→ 유가 상승에도 불구하고, 제품가격 상승폭 둔화로 수익성 하락
- 정유, Golden-Age 펀더멘털. 단, OSP 프리미엄 지속에 따른 마진 부담과 함께 전년대비 낮아진 재고평가손익으로 실적 모멘텀 둔화
- 화학, 연초부터 증가한 중국 MEG 재고량에 대한 해석(전방 수요 둔화 vs 정정보수에 대비한 재고확충 결과물)  
: 90% 풀가동에 육박하는 다운스트림 설비 가동률 → 수요 둔화로 이어지는 이상 징후는 제한적

## 유가와 정제마진 흐름



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

## 중국 MEG 재고량 증가 부담감



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## I 현대오일뱅크 상장 시 적정 시가총액은 8조원으로 예상

- 18.10에 예정된 현대오일뱅크 상장→ 적정 시가총액 8조원을 제시(SoTP Valuation 적용)
- 국내 정유사 대비 멀티플 프리미엄 적용→ (1) 이익 창출력, (2) 높은 수익성, (3) 압도적인 배당성향
- 현대오일뱅크-롯데케미칼 석유화학 크래커(HPC) 투자→ 2.7조원 이상의 유/무형 가치 창출 및 양사에 시너지 발생

## II 화학, 18년 격변(激變)의 장: Super-Cycle 지속 조건은 설비별 원가 경쟁력 + 선제적 투자

- 18년 북미 ECC 증설 Cycle 첫 해→ 북미 에틸렌 cash-cost 하회 + ECC 에틸렌 스프레드 고점 대비 -90% 하락하며 정상 가동 일정 차질 예상
- 중동, 투자 패러다임의 변화(E&P→ Oil/Gas-to-Chemical): 석유화학 플랜트 발주의 핵심 이란, 경제제재가 불확실성으로 존재
- 중국, 2025년 PE 자급률 100% 도달은 희망사항: 기존 CTO/MTO 수익성 한계에 봉착했고, NCC 1,000만톤 규모 신증설 여부도 불확실
- [최선희주]\_롯데케미칼, 금호석유화학

## III 화학, Super-Cycle의 확산

- 2H18 Turn-around를 맞이하는 화학제품에 주목할 것→ PTA-폴리에스터, 초산, 페놀-BPA.  
[관심기업]\_티케이케미칼, 한국알콜
- TDI\_가격 논란에 종지부를 맺자→ 공급에 과도한 우려(독일 BASF 100% 가동 연말, 사우디 Sadara TDI 전량 자가소비 예정), 가격 급락 제한적

## IV 결론: 현 시점 하반기 shooting을 위한 예열 과정!

- 업종 투자의견 Overweight 유지
  - 정유 최선희주 SK이노베이션, S-Oil
  - 화학 최선희주 롯데케미칼과 금호석유화학
  - 2H18 관심기업 한국알콜, 티케이케미칼, 송원산업을 제시



9

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

정유/화학

# Part I

현대오일뱅크 상장

## [현대오일뱅크]\_2H18 상장, 적정 시가총액 8조원을 제시

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

### 18.10 현대오일뱅크 상장 예정

- 2017년 12월 현대중공업지주는 2018년 10월 경 현대오일뱅크 국내 상장을 추진하기로 결정
- 경쟁사 대비 이익 창출력, 배당 여력 등 경쟁력을 비교하면 적정 시총 8조원을 제시
- 프리미엄 요소: 이익 창출력과 배당
  - (1) 정제능력 국내 4위 규모에도 불구하고, 투자회사 실적 호조에 따라 S-Oil에 버금가는 영업실적 기록
  - (2) 국내 정유 경쟁사를 압도하는 배당성향(73.9%)

### 현대오일뱅크와 S-Oil의 생산능력 비교

(천배럴/일, %)	현대오일뱅크		S-Oil	
	증설 전	증설 후	증설 전	증설 후
정제능력	431	520	580	580
컨덴세이트 포함	561	650	669	669
고도화비율	38.2	40.6	25.5	38.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

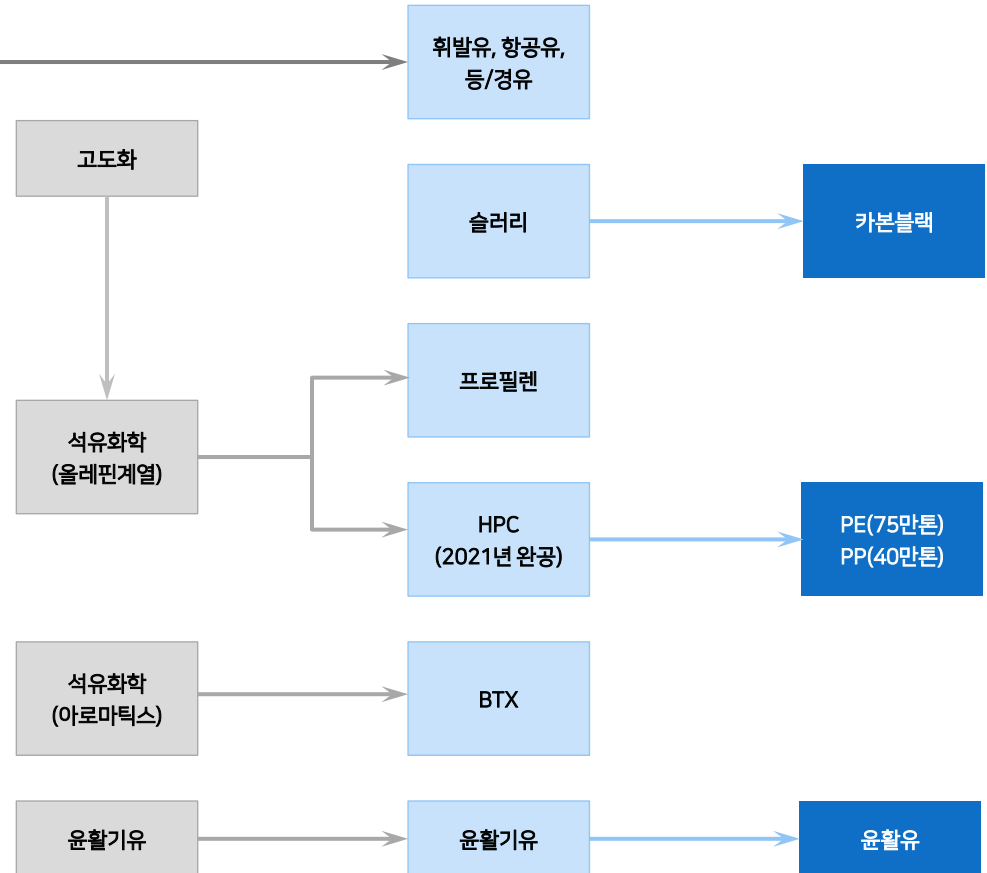
### 17년 기준 현대오일뱅크와 S-Oil의 영업실적 비교

(억원, %)	현대오일뱅크	S-Oil
영업이익	12,605	13,733
정유	8,485	6,273
석유화학	3,824	3,258
윤활기유	1,237	4,202
기타	213	0
EBTIDA	15,968	16,668
배당성향	73.9	55.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터



CDU



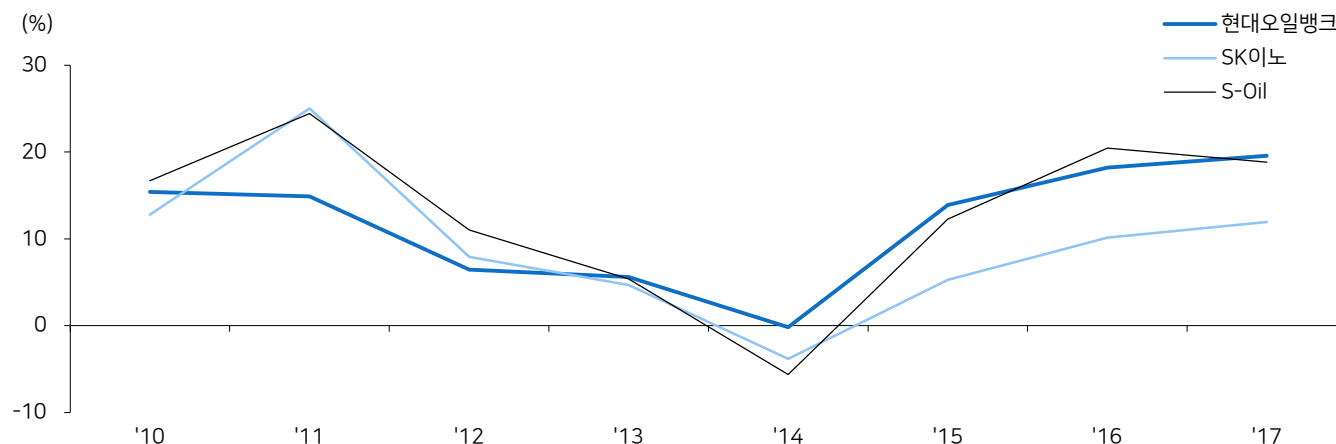
## [현대오일뱅크]\_적정 시가총액은 최소 8조원

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

### ▶ 적정 시가총액

(십억원, 배)	EBITDA(18~19년)	Fair Value	Multiple	비고
사업가치(A)	1,428	9,936	7.0	국내 정유사 대비 10% 할증
자산가치(B)		BV/시가		
관계/기업	현대케미칼 등 JV	911.5		
	토지 부동산	7.4		
	매도가능금융	97.5		
	원유 보존량	170.5		
합계		1,187		
총 기업가치(C=A+B)		11,123		
순 차입금(D)		2,890		
시가총액(C-D)		8,232		
적정 시가총액		8,000		

### ▶ 국내 정유 3개사 ROE 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# [현대오일뱅크] 실적 추정 내역

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

(십억원)	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>4,773.0</b>	<b>4,848.1</b>	<b>6,286.9</b>	<b>6,241.9</b>	<b>6,497.0</b>	<b>6,864.9</b>	<b>7,127.2</b>	<b>7,227.0</b>	<b>16,376.2</b>	<b>22,149.9</b>	<b>27,716.2</b>
현대오일뱅크	4,185.2	4,131.9	5,583.4	5,529.7	5,800.5	6,141.8	6,321.9	6,434.9		19,430.2	24,699.1
오일터미널	8.6	8.8	8.9	8.9	9.0	9.1	9.1	9.2		35.2	36.3
현대케미칼	1,052.3	947.1	956.5	966.1	946.8	994.1	1,053.8	1,011.6		3,922.0	4,006.3
현대셀베이스오일	194.2	174.8	166.0	182.7	164.4	154.5	177.7	199.0		717.7	695.6
현대OCI	24.0	28.8	31.7	34.9	31.4	25.1	28.6	37.2		119.4	122.3
연결조정	-427.7	-434.5	-450.7	-471.4	-446.1	-450.7	-454.7	-455.7		-1,784.3	-1,807.2
<b>영업이익</b>	<b>313.8</b>	<b>407.0</b>	<b>344.4</b>	<b>265.2</b>	<b>415.1</b>	<b>427.4</b>	<b>442.1</b>	<b>433.7</b>	<b>1,260.5</b>	<b>1,330.4</b>	<b>1,718.2</b>
%OP	6.6%	8.4%	5.5%	4.2%	6.4%	6.2%	6.2%	6.0%	7.7%	6.0%	6.2%
현대오일뱅크	232.6	326.1	267.9	183.1	329.4	344.1	353.5	335.8		1,009.7	1,362.7
오일터미널	2.7	2.9	3.0	3.0	2.9	3.0	3.2	3.3		11.6	12.3
현대케미칼	42.0	37.8	34.0	35.7	35.7	37.1	39.0	40.6		149.5	152.4
현대셀베이스오일	31.0	34.1	32.4	35.7	39.2	35.3	38.9	46.6		133.3	160.1
현대OCI	1.7	2.7	3.3	3.7	4.1	3.6	3.3	3.3		11.4	14.3
연결조정	2.9	3.5	3.7	4.0	3.8	4.2	4.3	4.1		14.0	16.4
<b>세전이익</b>	<b>294.9</b>	<b>387.8</b>	<b>325.4</b>	<b>246.2</b>	<b>396.0</b>	<b>408.5</b>	<b>423.4</b>	<b>414.8</b>	<b>1,291.6</b>	<b>1,254.4</b>	<b>1,642.6</b>
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>200.8</b>	<b>264.0</b>	<b>221.6</b>	<b>167.6</b>	<b>269.6</b>	<b>278.1</b>	<b>288.3</b>	<b>282.4</b>	<b>861.4</b>	<b>854.0</b>	<b>1,118.3</b>
<b>% YoY</b>											
매출액	11.4%	19.5%	88.3%	33.0%	36.1%	41.6%	13.4%	15.8%	37.8%	35.3%	25.1%
영업이익	-11.5%	77.3%	25.4%	-33.9%	32.3%	5.0%	28.4%	63.5%	30.5%	5.5%	29.1%
세전이익	-23.3%	87.0%	25.8%	-44.2%	34.2%	5.3%	30.1%	68.5%	36.6%	-2.9%	30.9%
순이익(지배)	-23.1%	104.1%	25.2%	-43.0%	34.2%	5.3%	30.1%	68.5%	16.8%	-0.9%	30.9%
<b>%QoQ</b>											
매출액	1.7%	1.6%	29.7%	-0.7%	4.1%	5.7%	3.8%	1.4%			
영업이익	-21.8%	29.7%	-15.4%	-23.0%	56.5%	3.0%	3.5%	-1.9%			
세전이익	-33.1%	31.5%	-16.1%	-24.4%	60.8%	3.2%	3.7%	-2.0%			
순이익(지배)	-31.7%	31.5%	-16.1%	-24.4%	60.8%	3.2%	3.7%	-2.0%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

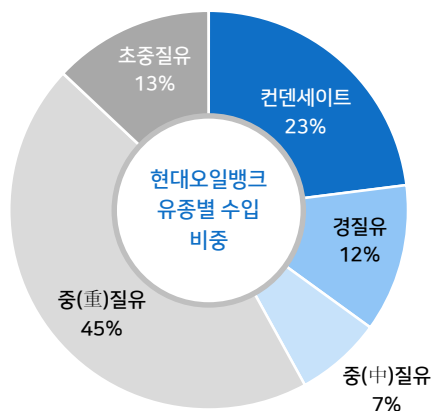
## [현대오일뱅크]\_원가 경쟁력

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_격변기(激變期)

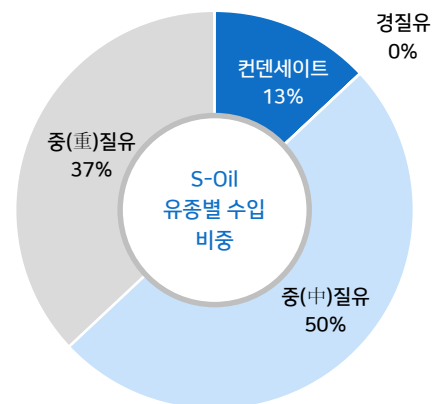
### 도입 원유 다변화, 단기 계약

- 초중질원유 등 저가 원유를 수입하며 원가 경쟁력 확보  
→ 멕시코 Pemex, 브라질 Maya 원유 도입
- 현대오일뱅크의 도입원유 장기계약 비율은 68% 수준, S-Oil은 모회사 아람코 원유를 장기계약(93%)
- 17년 현대케미칼(롯데케미칼 JV)의 컨덴세이트 신규가동으로 원가 경쟁력 강화

### 현대오일뱅크 유종별 수입 비중



### S-Oil 유종별 수입 비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## [현대오일뱅크]\_현대케미칼 가동은 신의 한수

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_격변기(激變期)

현대케미칼 가동,  
이익 창출력 배가 되다

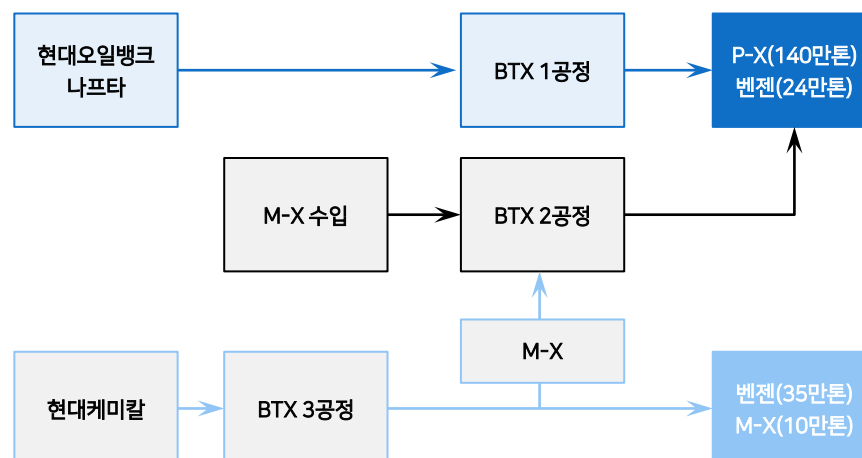
- 롯데케미칼과의 합작사 현대케미칼 신규가동 이후 석유화학 P-X 스프레드는 나프타 기준으로 계산

현대오일뱅크 석유화학 생산설비 현황

(만톤/연, 억원)	현대오일뱅크	S-Oil
M-X	10	-
P-X	140	185
벤젠	59	60
17년 이익	3,824	3,414

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대오일뱅크 석유화학 생산계통도



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

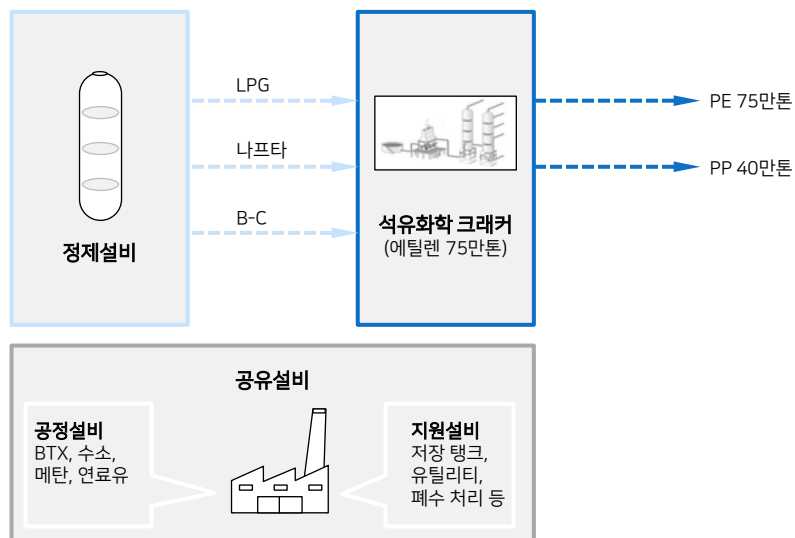
## [현대오일뱅크]\_현대케미칼 HPC 투자결정

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_격변기(激變期)

정유사의 석유화학 진출,  
무한 시너지가 예상됨

- 18.5 현대오일뱅크-롯데케미칼 석유화학 크래커(HPC, 석유화학 크래커) 투자 결정 발표  
: 2022년 가동을 목표, 에틸렌 75만톤, PE 75만톤, PP 40만톤
- 양사에게 기대되는 시너지: 현대오일뱅크(미래 성장성 확보), 롯데케미칼(다운스트림 확장)  
(1) 안정적인 원재료 조달, (2) 유틸리티/지원 설비 투자비용 절감, (3) 설비 운용 노하우, (4) 판매망 공유
- 안정적인 원재료 조달: 나프타, LPG, B-C 투입으로 기존 NCC 대비 수익성 확보  
: 기존 NCC 대비 에틸렌 제조원가 138달러, PE 제조원가 67달러 절감 효과 발생

현대오일뱅크-롯데케미칼 석유화학 크래커 예상 계통도



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

신규 설비 내역

총 투자비용	2.7조원
예상 매출액	5.2조원
예상 영업이익	5,000억원
예상 이익률	10%
투자 회수기간	4~5년
가동 시점	2022년

자료: 메리츠증권증권 리서치센터



## [현대오일뱅크]\_현대케미칼 HPC, 기존 크래커 대비 수익성 절감

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

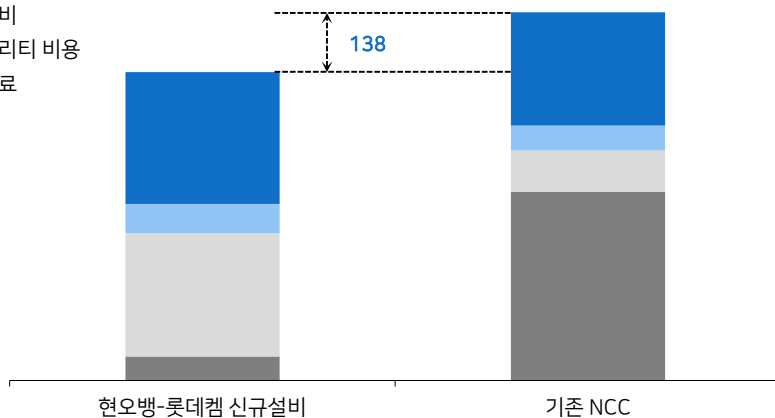
### 석유화학 트라우마 극복하기 : 긍정적으로 평가하자

- 신규 투자에 대한 시장의 우려는 (1) 투자금액, (2) 원가 경쟁력, (3) 가동 시점의 수급 상황
- 정유사-화학기업 JV는 유/무형 가치 창출이 가능  
: 첫 가동까지 (1) 부지확보, (2) 인프라/유틸리티 구축, (3) 크래커 건설, (4) 운영 노하우 & 영업망 구축
- 동북아 소재 NCC기업들은 유가 85달러/배럴까지 수익성 유지에 문제 없음  
: 17년 중국 CTO/MTO 수익성 한계기업 전략, 2020년 유럽/일본 소재 NCC 설비 노후화로 폐쇄 예정
- 북미 ECC 신증설 Cycle 2020년 종료되며 2020년 이후 수급 안정화 단계

### 기존 NCC와의 에틸렌 제조비용 비교: 최대 138달러 절감 가능

(달러/톤)

- 추정 마진
- 고정비
- 유틸리티 비용
- 원재료

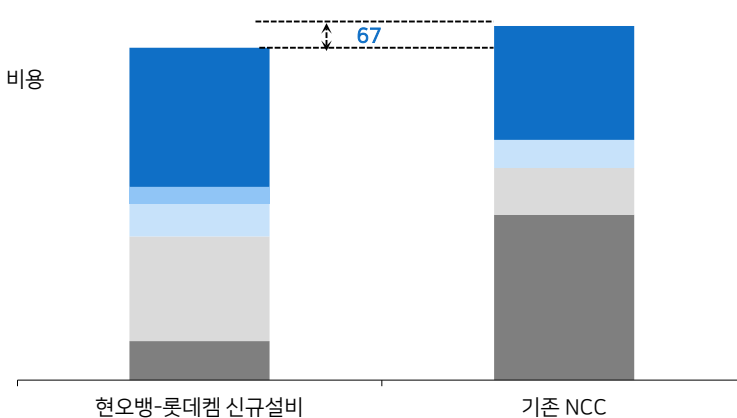


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 기존 NCC와의 PE 제조비용 비교: 최대 67달러 절감 가능

(달러/톤)

- 추정 마진
- 운임비
- 고정비
- 유틸리티 비용
- 원자재



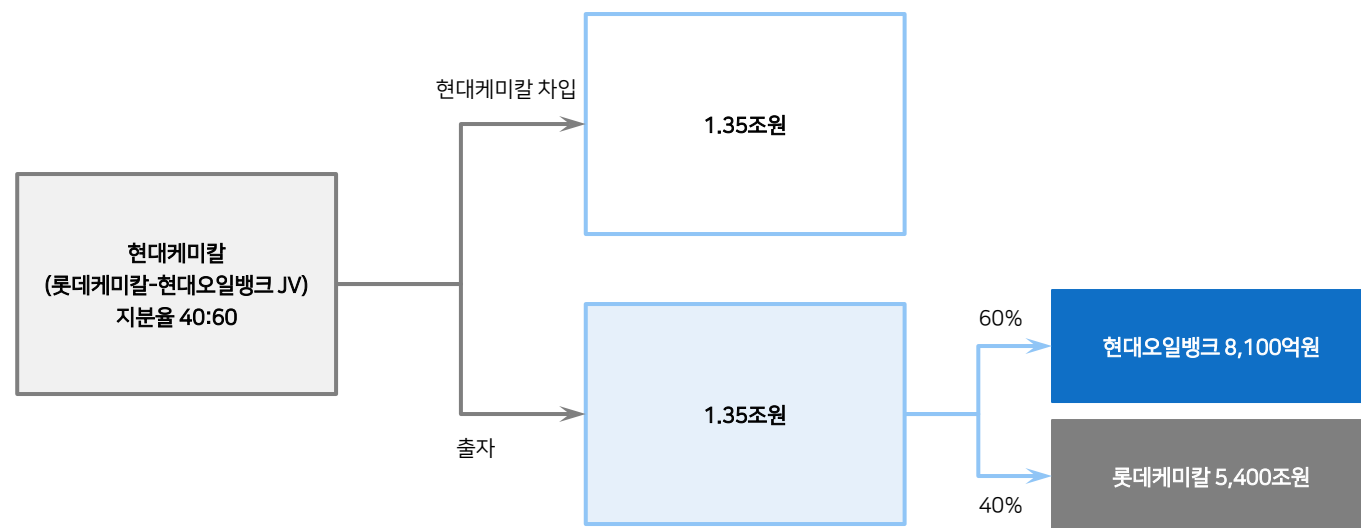
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## [현대오일뱅크]\_현대케미칼 HPC, 투자금액 조달 시나리오

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

### 현대케미칼 HPC 신규투자 비용 조달 방법 예상도

▶ 총 투자비용 2.7조원



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

9

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

정유/화학

# Part II

정유, Golden-Age

## [정유] 주저할 수 밖에 없는 정제설비 신증설

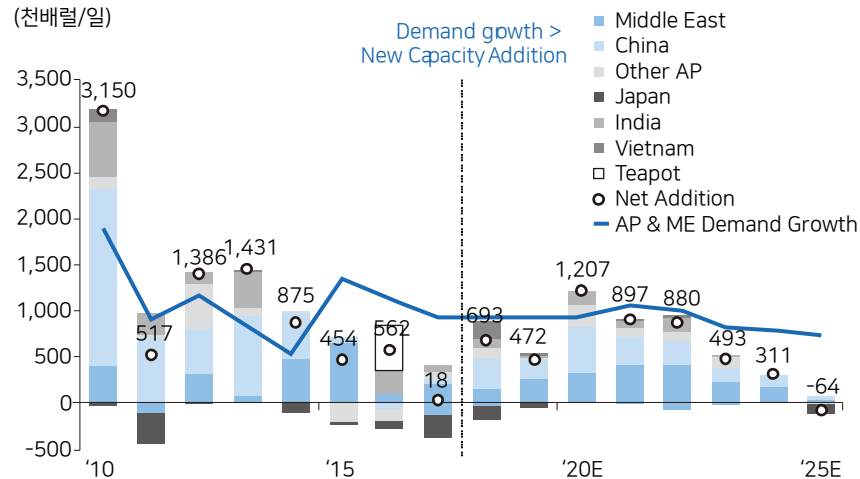
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

불확실한 성장성

→ 머뭇거리던 신규 투자

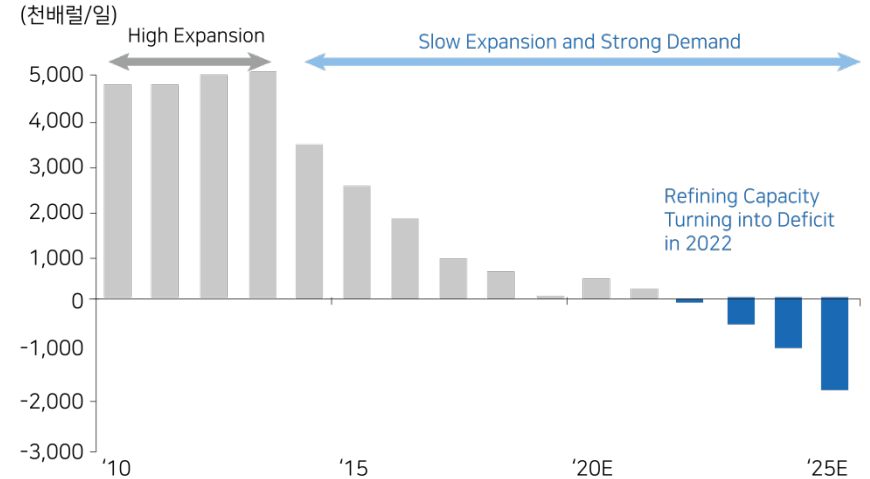
- 14년 유가 하락의 나비효과 → 산유국들의 발주 취소 및 가동 지연 → 16년 이후 신증설 감소
- 미래 수요 불확실성으로 산유국들의 신규 투자 규모 감소: 1%에 머무르는 정유업 성장률  
: (1) 전기차 등 친환경 자동차 도래에 따른 휘발유 수요 감소, (2) 2020년 해사기구의 B-C 수요 규제

### 신규 가동이 예정된 정제설비 규모는 수요 증가량에 미치지 못해



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 18년 이후 정유 Shortage가 예상되는 수급



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

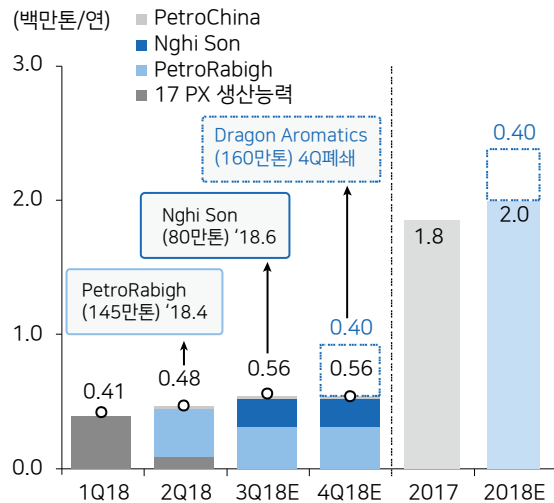
## [P-X] 다운스트림 수요 개선 효과

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

### 전방 폴리에스터 수요 회복

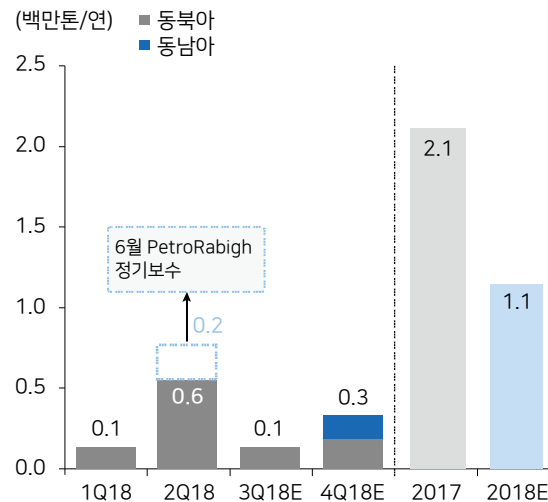
- 다소 늦춰지는 P-X 신규 가동→ P-X의 안정적 수급률 시간을 벌어준다  
: 2Q PetroRabigh(145만톤), 3Q Nghi Son(80만톤)  
: 4Q Dragon Aromatics 설비 가동 중단이 예상됨
- 18년 P-X 수급은 과거 12~14년 P-X 공급과잉과 다를 것→ 하반기 PTA 신증설 및 폴리에스터 수요 회복  
→ 3Q18 인도 JBF 120만톤/연 신증설되며, 18년 아시아 PTA 수요 420만톤(+250% YoY 증가)
- 18년 PTA 증설에 따라 P-X 공급량 흡수, 다운스트림 가동률 상승에 따른 타이트한 수급 예상됨  
→ PTA에 투입되는 P-X의 원단위(0.67)를 감안하면, 18년 P-X와 PTA 수급 Balance를 예상

### 18년 P-X 신증설 현황



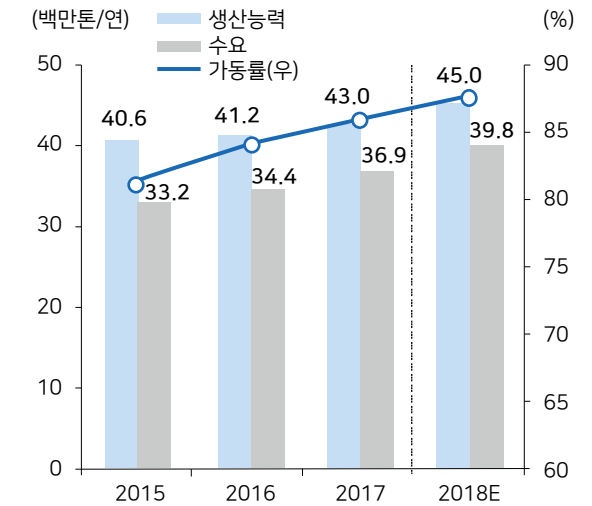
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### P-X 정기보수 현황



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### P-X 수급 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



# 9

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

정유/화학

## Part III

화학, 격변의 시기: 원가와 증설

# 미국 에틸렌, cash-cost 하회

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

## 북미 에틸렌

### Cash-cost(300달러/톤) 하회

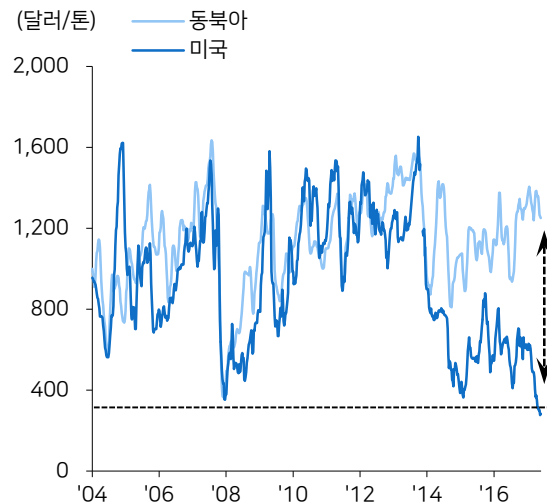
- 석유화학은 설비별 원가 수준, 제품들별 수급률에 따라 가동률이 변화하는 장치산업  
→ 2018년 북미 ECC 증설 Cycle 도래, 유의미한 공급 변화가 감지되는 첫 해  
→ 현 시점 화학설비별 원가 경쟁력이 향후 설비 주도권 및 수급률을 결정할 요인
- NCC, Oil-Phobia→ NCC 유가 85달러/배럴 수준에도 수익성 유지, 유가 상승에 과민 반응할 필요 적어
- 악화되는 ECC 수익성, Cash-cost를 하회한 에틸렌 가격과 에틸렌 스프레드 고점대비 -90% 하락  
→ 15년 이후 다운스트림 증설없는 에틸렌 증설, 잉여물량 증가로 동북아-미국간 에틸렌 괴리율 심화  
→ 원재료 에탄의 강세와 에틸렌 약세의 상반된 움직임으로 북미 ECC 스프레드 축소

## 석유화학 원재료 가격: 나프타와 에탄



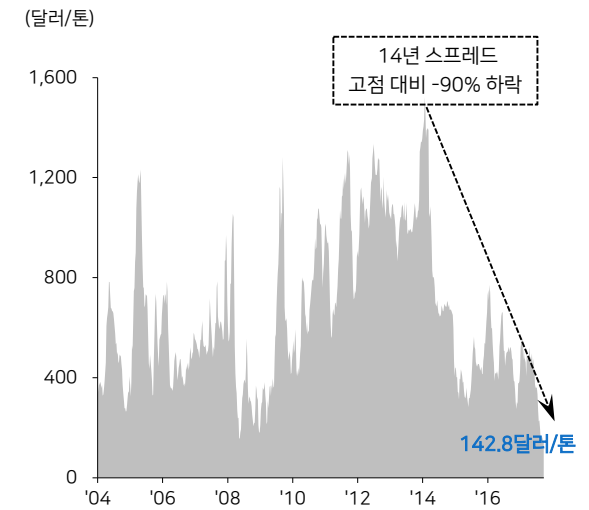
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 지역별 에틸렌 가격 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## ECC 스프레드: 마진 축소에 따른 수익성 악화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



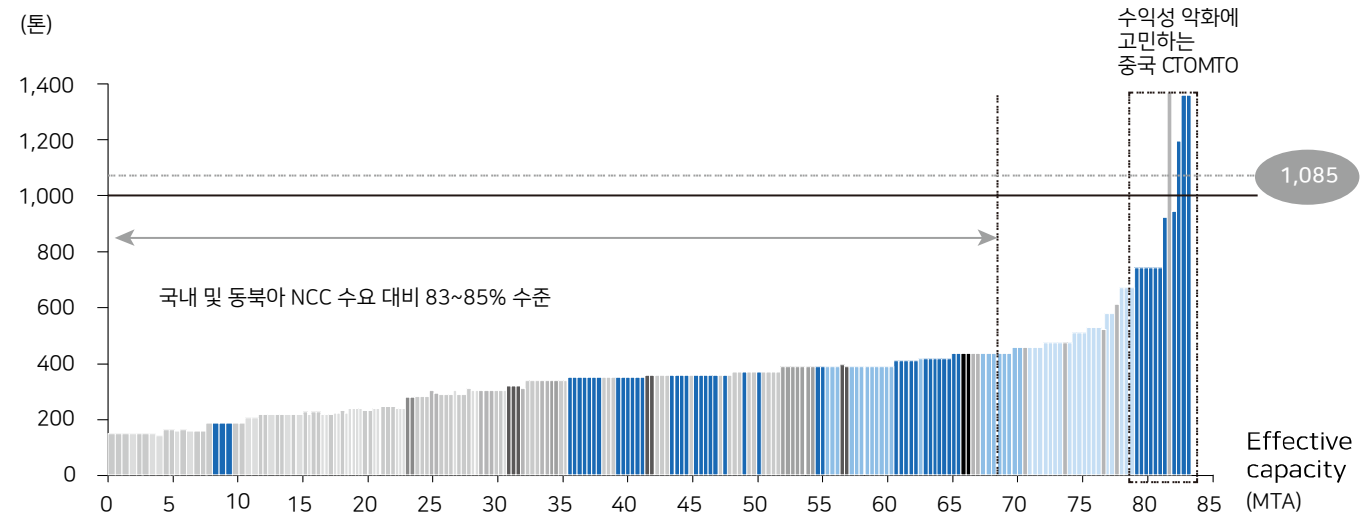
## 중국 CTO/MTO, 조용한 퇴장

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

### 중국 CTO/MTO, 수익성 한계설비

- **2011년 화려하게 등장한 중국 CTO/MTO:** 고유가의 유일한 대안이던 석유화학 설비  
→ 중국 최초의 CTO설비 Shenhua의 돈보이는 영업이익률: 2012년 19.2%, 2013년 25.2%
- **중국 CTO/MTO: 석유화학 무대와 이별할 시간:** 2015년 이후 3년간 누적된 저유가 기조  
→ 제조비용 변동이 크지 않은 CTO는 유가하락에 따른 판가 하락이 수익성 악화의 주된 이유
- **중국 환경규제 2가지:** (1) 석탄 의존도 줄이기, (2) 친환경 기준 미달 설비 shut-down  
→ 투입 원가 상승(석탄, 메탄올)과 가동률 하락

에틸렌 Cost-Curve: 에틸렌 가격 1,085달러/톤을 기점 중국 CTO/MTO 설비들은 수익성 한계기업으로 전락



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 신뢰할 수 없는 중국 석유화학 증설 1-1

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

프로젝트	지역	생산능력 (만톤/연)	프로젝트 건설기간												기간
			'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	
Fujian Ref&Chem	Fujian	90													4.1년
Lanzhou PC	Gansu	45													1.6년
CSPC	Gangdong	100													2.3년
Sinopec Maoming PC	Gangdong	100													1.8년
PetroChina Daqing PC	Heilongjia	60													3.3년
Sinopec Wuhan	Hubei	30													6.0년
Panjin Ethylene	Liaoning	45													3.4년
Fushun PC	Liaoning	80													2.4년
Shenyang Paraffin	Liaoning	15													2.4년
Secco	Shanghai	120													3.8년
Sichuan PC	Sichuan	80													4.5년
PetroChina Dushanzi	Zinjiang	122													4.0년
ZRCC	Zhejiang	100													4.1년

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 신뢰할 수 없는 중국 석유화학 증설 1-2

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

중국, 2022년까지 석유화학  
증설 가능성 적어져

- 2005년 이후 중국 내 완공된 NCC 13개 중 8개의 평균 공사 기간(3년) 대비 1.1년 이상 지연 발생 : 지연율 60%, 지연기간 1.1년

### 중국 2022년 이후 완공 예상되는 석유화학 프로젝트

기업	지역	설비	생산능력 (만톤/년)	진행 상태	예상 완공 시점
Shenghong Petrochemical	Jiangsu	NCC	110	NDRC 승인	2023 이후
Aramco-Panjin Xincheng JV	Liaoning	NCC	100	계획 수립	2023 이후
Middle East Bay Investment, Sabic	Hebei	NCC	80	계획 수립	2023 이후
Tangshan Risun	Guangdong	NCC	80	계획 수립	2023 이후

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 신뢰할 수 없는 중국 석유화학 증설 1-3

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

기업	단계	가동시기	생산능력(만톤/연)
Shenhua	CTO	17.11	45
Liaocheng	MTO	18.6	12
Meiwu	CTO	2H18	30
Yan'an Energy&Chem	MTO	2H19	24
Nanjing Chengzhi	MTO	2019	15
Jilin Connell	MTO	2H19	30
Tianjin Bohai	CTO	2H19	35
Zhong'an Lianhe	CTO	2H19	30
Qinghai Damei	CTO	2019	30
Ningxia Baofeng	CTO	2H20	30
Shanxi Coking	CTO	2021	30
Zqinghai Mining	CTO	2021	30
Sinopec Guizhou	CTO	2021	30
Tongmei Guangfa	CTO	2021	30
Shaanxi Yulin	CTO	2021	30
Shaanxi Yanchang	CTO	2021	30
Shenhua Baotou	CTO	2021	30
CPI-Total	CTO	2022	30
Juitai Energy	CTO	2022	25
Shenhua-Sabic	CTO	2022	25
Longtai	CTO	2022	28
Pingliang Huahong	CTO	2022	35

자료: 메리츠증권 리서치센터

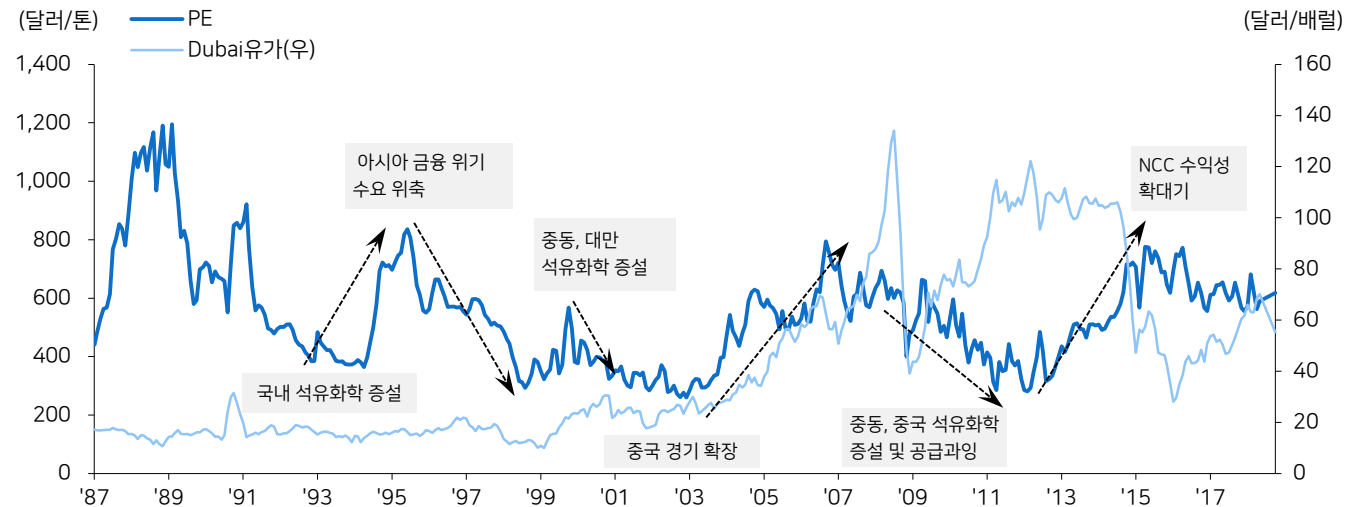
# 글로벌 석유화학, '수요' 중심의 패러다임으로 진화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

## 석유화학 패러다임의 변화 : 공급과 수요의 콜라보

- 머뭇거리던 글로벌 석유화학 신증설 의사결정, 턱 밑까지 차오른 공급부족  
→ 매년 성장하는 화학 수요를 충족시키기 위해 2025년까지 총 3천만톤 규모의 신증설이 요구됨
- 과거 3~4년 주기로 반복된 호황과 호황의 경기 순환형 Cycle과는 다른 새로운 석유화학 패러다임 도래
- 석유화학 패러다임의 변화  
→ (1) 03~05년 + 10~12년: 중국 수요 주도의 석유화학 호황  
→ (2) 08~10년: 중국과 중동의 석유화학 증설에 따른 공급 과잉  
→ (3) 15~16년: 유가 하락에 따른 원가 Cycle  
→ (4) 17년~현재: 심화되는 공급 타이트와 중국 등 신흥국 수요 회복이 만들어내는 석유화학 콜라보

## 에틸렌 Cost-Curve: 에틸렌 가격 1,085달러/톤을 기점 중국 CTO/MTO 설비들은 수익성 한계기업으로 전락



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

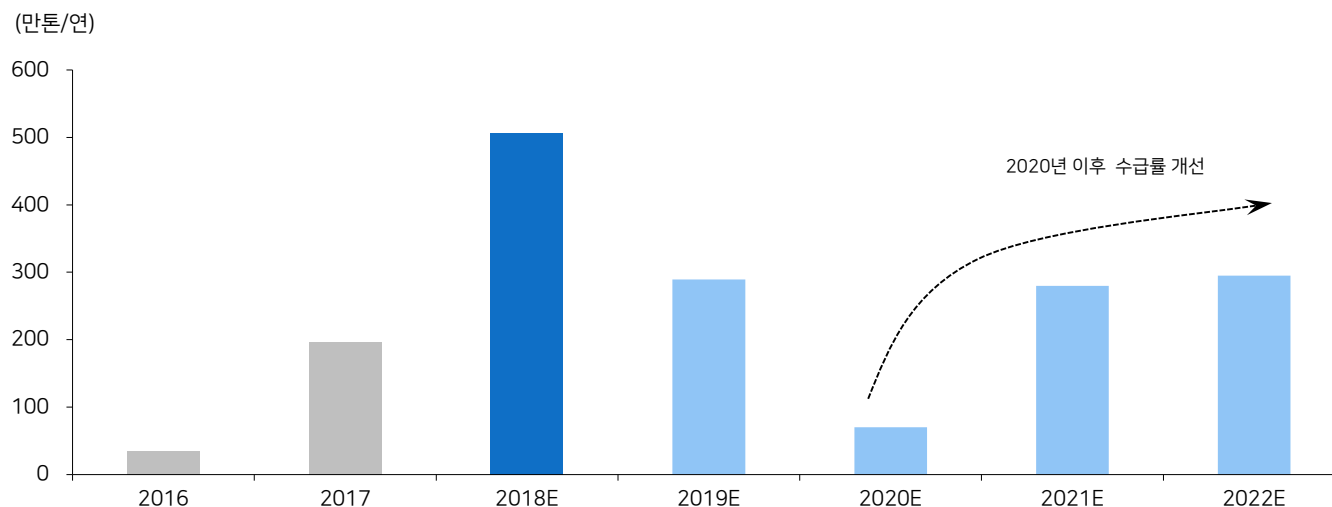
## 18년 북미 ECC가동의 첫 해, 우려하지 않는다

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

### 북미 PE 생산능력 900만톤 증가

- 18.3 Chevron Phillips의 상업개시와 다운스트림 PE 정상가동을 시작으로 본격화된 북미 ECC 공급증가  
: 증설되는 주요 제품은 LDPE, PVC, MEG이며, PE는 총 900만톤 증설 예정  
: 주요 수출 시장은 남미/유럽, 아시아 시장
- 북미-아시아 간 PE 물량 유출입은 물류상 문제에 따른 비용 이슈로 단기간에 발생하기 어려움
- 북미 ECC가 밀집된 걸프만 지역은 (1) 수심이 얕아 화물선 정박이 어렵고, (2) 수출 과잉, 파나마 운하 병목현상, (3) 미국-아시아 PE 가격 동조화→ 글로벌 석유화학 업황 변동 요인 제한적

### 연간 북미 에틸렌 순증가량 변화



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

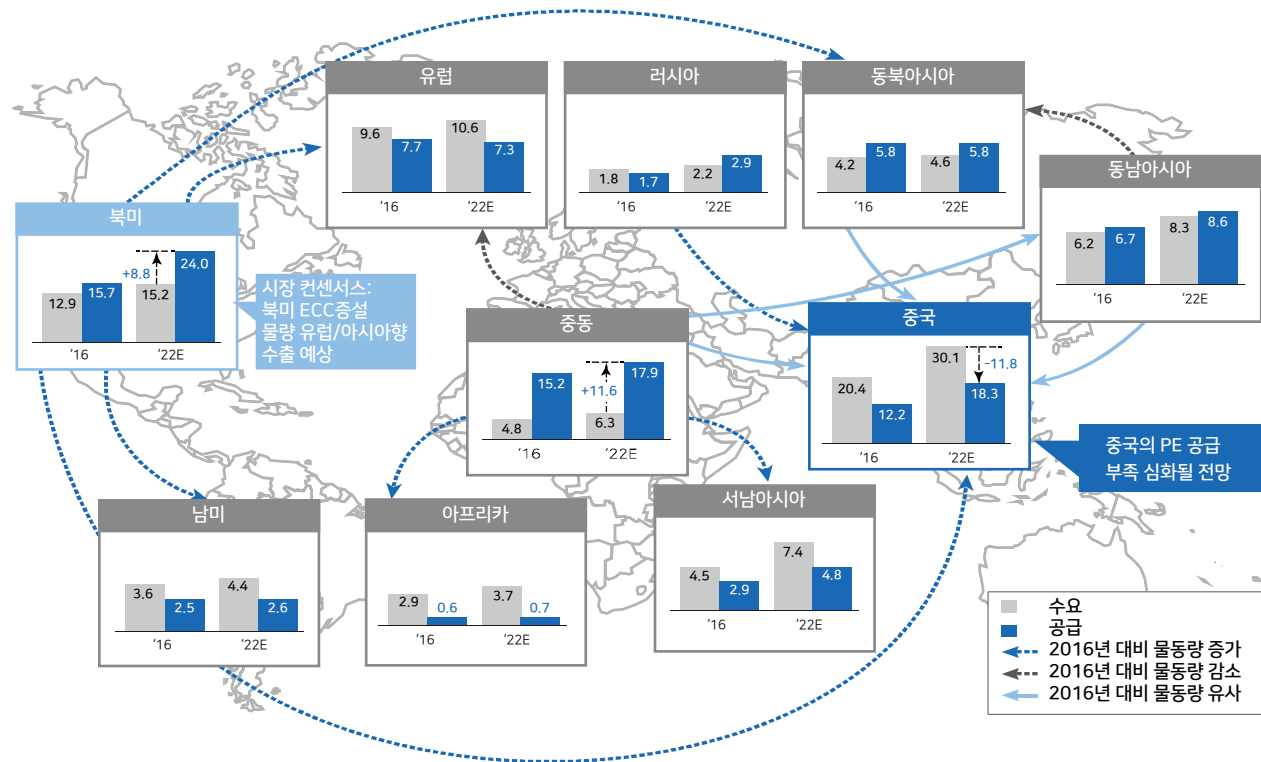
# 미국발 PE 증설 이후, Trading Flow 예상

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

미국,  
2017~2020년 1,000만톤 증설

- 2022년 기준 북미지역 PE 공급우위 수급, 반면 중국, 유럽, 남미 수요 우위  
→ 중국의 신규 투자 지연으로 글로벌 PE 물동량 흡수 가능

## Trading Flow



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 기업별 PE 생산능력 변화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

### HDPE 변화

순위	2015(만톤/연)		2021E(만톤/연)	
1	LyondellBasell	301.6	LyondellBasell	351.6
2	Sabir	291.9	CP Chem	314.1
3	CP Chem	264.1	Sabir	291.9
4	PetroChina	243.1	Sinopec	245.2
5	Sinopec	228.9	PetroChina	243.1
6	Ineos	218.3	Ineos	241.8
7	ExxonMobil	211.1	ExxonMobil	211.1
8	Dow Chemical	201.7	Dow Chemical	205.6
9	Total PC	149.8	Braskem	198.4
10	Braskem	142.1	Total PC	149.8
	총 합	2,252.6		2,452.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### LDPE 변화

순위	2015(만톤/연)		2021E(만톤/연)	
1	LyondellBasell	146.5	Dow Chem	182.3
2	ExxonMobil	139.2	Sinopec	150
3	Dow Chem	133.6	LyondellBasell	146.5
4	Sabir	131.8	ExxonMobil	139.2
5	Sinopec	131.5	Sabir	131.8
6	Braskem	81	Braskem	103.5
7	Borealis	78.5	Borealis	78.5
8	Westlake	70	Westlake	70
9	Qatar Petroleum	62.9	Qatar Petroleum	62.9
10	Versalis	57.4	Versalis	57.4
	총 합	1,032.4		1,122.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터



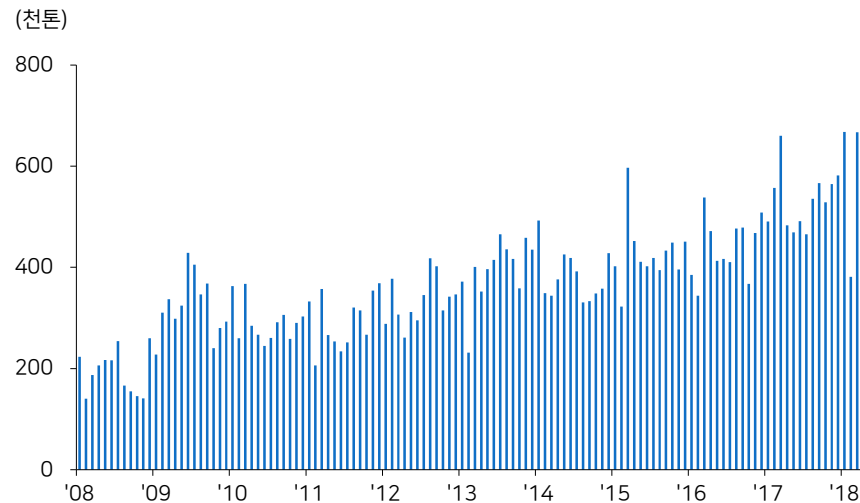
## 중국, 글로벌 석유화학 물량이 흡수될 종착지

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

### 중국, 화학 자급률 하락

- 중국 정유/화학 산업의 정부정책의 변화: (1) 통합(Consolidation), (2) 환경규제(석탄의존도 줄이기)
- 통합: 산업 내 과점화 유도(설비의 대형화)를 통한 효율성 제고. Ex) 소규모 정제설비 "Teapot"  
: 중국 내 설비간 인수합병 건수 16년 연간 60건→ 17년 74건으로 증가
- 산업 전 방위에서 모니터링이 강화되는 환경규제  
: 17년 폐 플라스틱 수입중단 정책을 시작으로 18년 환경세 및 설비 이전 정책 시행
- 규제 강화에 따라 자국 내 설비 경쟁력 및 수익성 악화: 에틸렌과 PE 자급률은 각각 90%, 60%으로 하락
- 중국 자체 증설 지연 가능성이 높아 북미발 PE 물동량 증가분을 흡수할 전망

### 중국의 HDPE 수입물량



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 중국 석유화학 경쟁력 악화: 에틸렌, PE 자급률 하락



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 중국, 환경규제 대상 화학제품

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

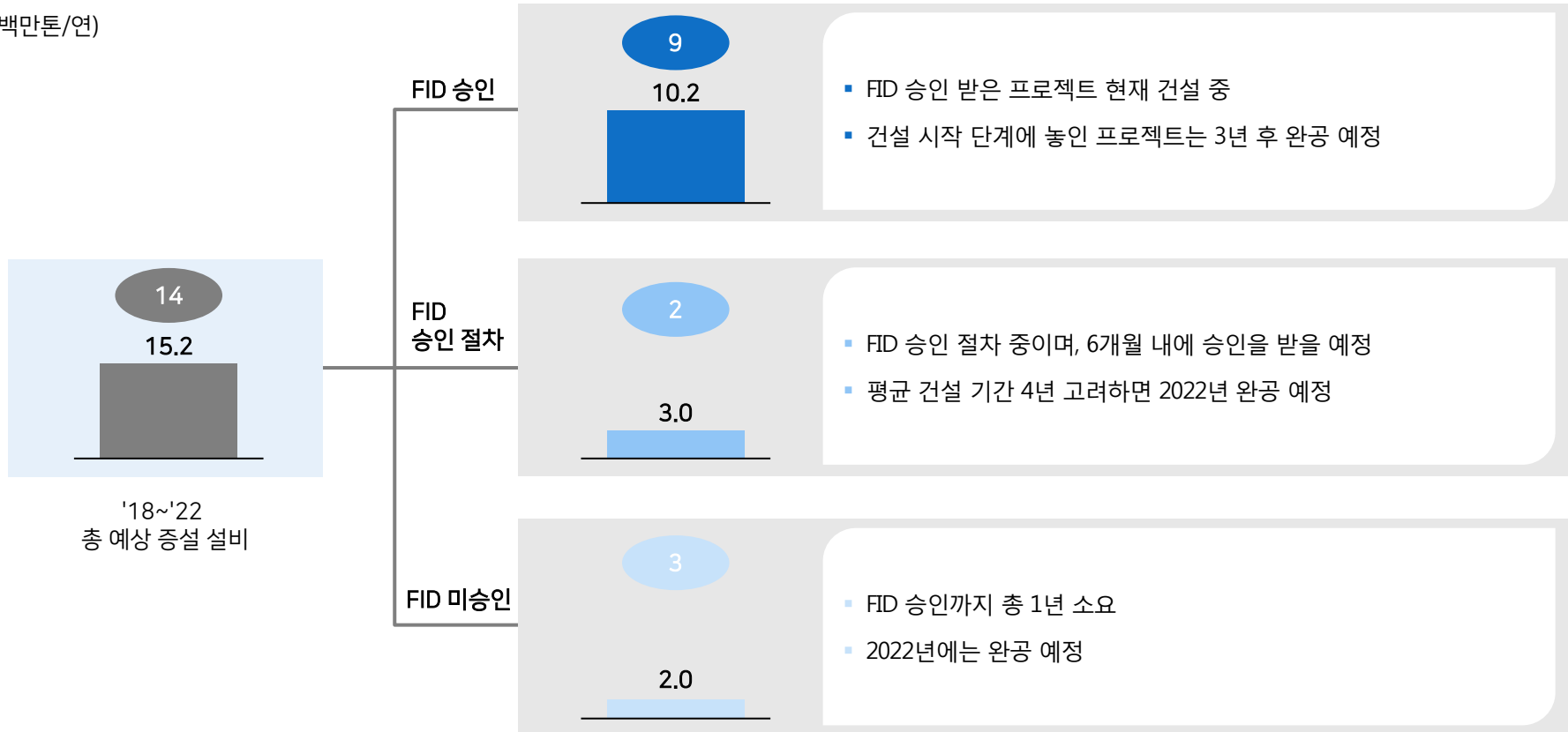
제품	환경 이슈	기타
Ethylene	대기 오염, 폐수	석탄 기반 CTO는 대기오염 유발과 폐수 방출
PVC	대기 오염, 폐수	카바이드 PVC를 통한 대기오염과, 수은축매 사용으로 수은 방출
Graphic Electrodes	대기 오염	
Caprolactam	대기 오염, 폐수	환경감찰에 따른 원재료 벤젠과 암모니아 생산 부족 심화
Phenol	폐수	폐수 처리 시설 필요
PC	대기 오염	
M-X	폐수	폐수 처리 시설 필요
AN	폐수	
TDI	폐수	폐수 처리 시설 필요
AA	폐수	수질오염 이슈
Silicon Resin	폐수	
Methanol	대기 오염	석탄기반 메탄올 생산으로 대기오염 물질 배출과 폐수 방출
Titanium Di-oxide	폐수	항 제거를 위한 조치 필요

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 북미 석유화학 증설 시나리오

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

(백만톤/연)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 북미 ECC 신증설 현황

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

기업	가동 시점	생산능력(만톤/연)	진행 상태
CP Chem	2018	150	FID 승인
ExxonMobil	2018	150	FID 승인
FPC	2018	125	FID 승인
Indorama	2018	42	FID 승인
Lotte Chem	2019	100	FID 승인
Sasol	2019	155	FID 승인
Shell Chemicals	2021	150	FID 승인
ShinEtsu	2019	50	FID 승인
PTT GC	2022	100	FID 승인
FPC	2022	120	FID 승인 진행중
Gulf Coast Growth Ventures	2022	180	FID 진행중
Total	2023	50	FID 미승인
Aither	2023	27	FID 미승인
Appalachian	2024	125	FID 미승인

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

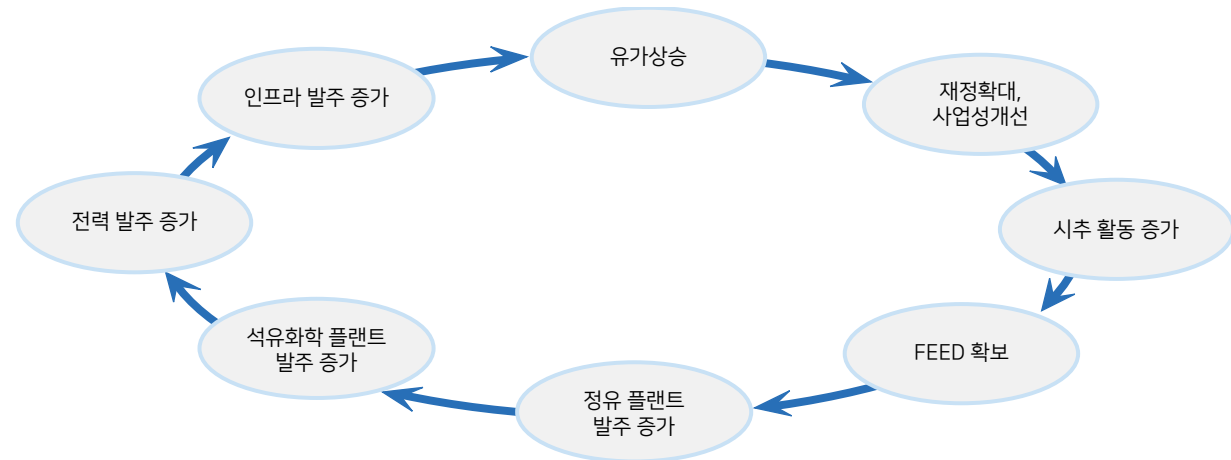
## 중동 발주 시장의 변화: Gas/Oil-to-Chemical

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

### 서서히 등장하는 중동 플랜트 발주

- 유가 상승→ 발주 자원 및 재정책대, 프로젝트 사업성 개선→ 시추 활동 증가→ FEED 확보→ 정유, 석유화학, 발전 등의 분야로 발주→ 전력 및 인프라 발주 증가로 연결
- 장기적인 공급(생산량)의 증가가 유가 하락으로 연결, 다시 발주 감소로 이어지는 순환
- 중동 에너지 발전 정책의 변화: 2000년대 E&P→ 현재 Oil/Gas-to-Chemical

### 유가 상승과 발주 매커니즘



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

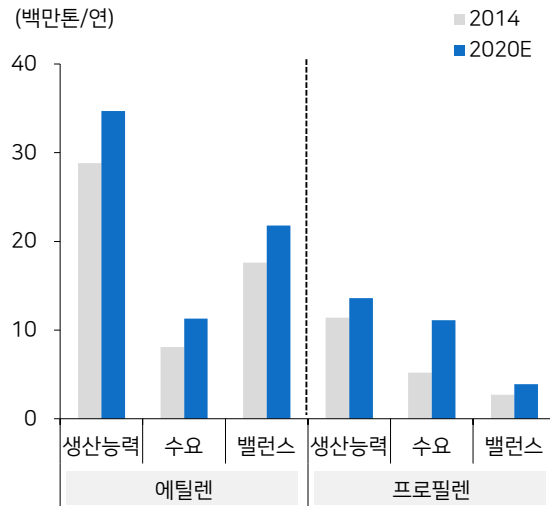
# 이란, 중동 석유화학 증설의 핵심으로 부상했으나, 실현 가능성 적어져

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

## 이란, 경제제재 가능성 부각

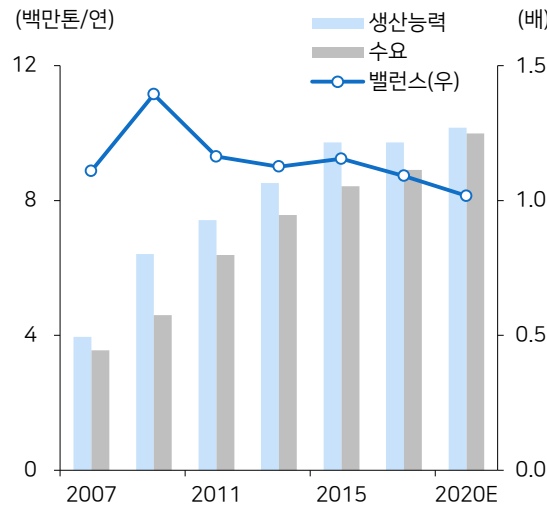
- 석유화학의 전환기를 맞이한 중동→ 에탄 공급 조달 이슈로 신증설 프로젝트 투자 난항  
: 중동 에틸렌 생산능력 신장률 07~14년 +12%→ 15~20년 +5%로 둔화
- 2020년 중동 에틸렌 생산능력은 3,500만톤으로 추정, 이 중 2/3는 이란이 진행하는 석유화학 프로젝트
- 중동 석유화학 부활의 핵심 이란: 풍부한 지하자원을 바탕으로 가스·원유 기반 프로젝트 집중 투자  
: 이란 천연가스 매장량 글로벌 1위, 원유 매장량(1.5천억배럴/일) 중동 내 2위
- 미국-이란 경제제재 재발 가능성이 높아 현재 이란 주도의 석유화학 프로젝트 진행여부 불확실  
→ 글로벌 석유화학 수급에 미칠 영향 제한적

## 중동의 에틸렌, 프로필렌 수급 변화



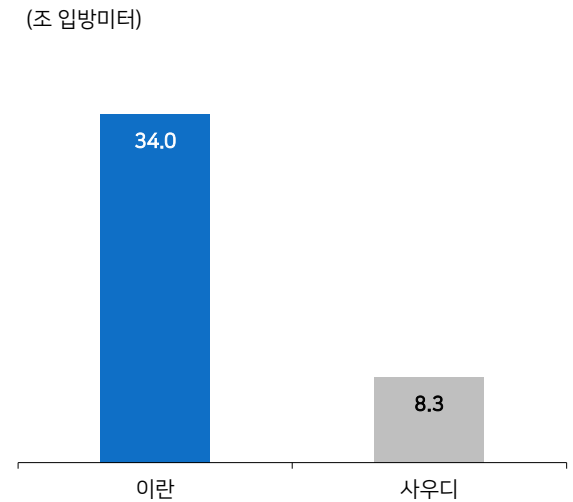
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 중동 HDPE 수급 예상: 연평균 수요성장을 +3.9%



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 이란과 사우디의 가스 매장량 비교



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 글로벌 에틸렌 생산능력 변화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

기업	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
CP Chem			150	150	150	150	150
Dow	80.5	100.9	100.9	100.9	100.9	100.9	100.9
Dow		75	150	150	175	200	200
Dupont	68	68	70.3	77.1	77.1	77.1	77.1
ExxonMobil			150	150	150	150	150
Exxon+Sabir						90	180
Formosa			30	125	125	125	125
Formosa						40	120
Indorama			370	370	370	370	370
LyondellBasell	77.1	113.4	113.4	113.4	113.4	113.4	113.4
Occidental		55	55	55	55	55	55
Sasol			37.5	150	150	150	150
Shell						75	75
Shintech			25	50	50	50	50
Total/Nova/Borealis						50	100
Westlake	28.6	31.8	31.8	31.8	31.8	31.8	31.8
Westlake	59	66	66	66	66	66	66
Westlake/Lotte				50	95	95	95
Nova/Sabir	90	90	90	90	90	90	90
생산능력 증분량	34.1	196.9	506.8	289.3	70	280	295
미국 내 총 생산능력	2,900.2	3,097.0	3,603.8	3,893.1	3,963.1	4,243.1	4,538.1
증가율	1.2%	6.8%	16.4%	8.0%	1.8%	7.1%	7.0%
Nova Chemicals	89.4	94.9	100.7	100.7	100.7	100.7	100.7
생산능력 증분량	5.5	5.5	5.8	0.0	0.0	0.0	0.0
캐나다 총 생산능력	529.1	534.6	540.4	540.4	540.4	540.4	540.4
증가율	1.1%	1.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
멕시코 총 생산능력	190.9	243.4	243.4	243.4	243.4	243.4	243.4
증가율	37.9%	27.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
글로벌 총 생산능력	16,398.1	16,933.7	17,870.0	18,517.5	18,890.7	19,347.1	19,754.0
생산능력 증분량	361.9	535.6	936.3	647.5	373.2	456.4	406.9
증가율	2.3%	3.3%	5.5%	3.6%	2.0%	2.4%	2.1%
글로벌 설비 가동률	88.9%	89.6%	86.5%	87.0%	87.8%	87.8%	88.9%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

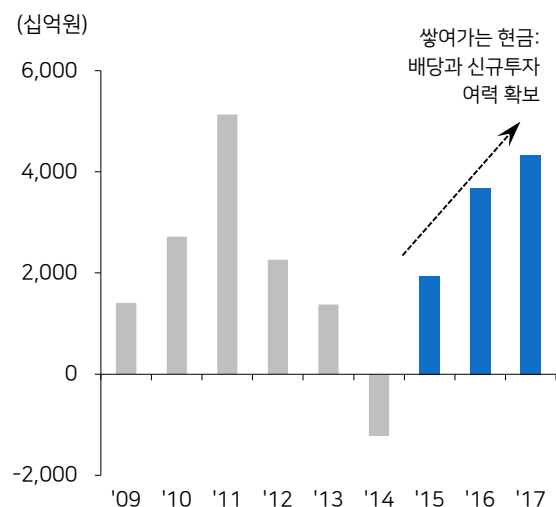
# 정유/화학: Cycle 장기화의 조건, 선제적 투자

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

## 15년 이후 누적된 현금 : 신규투자 여력 확보

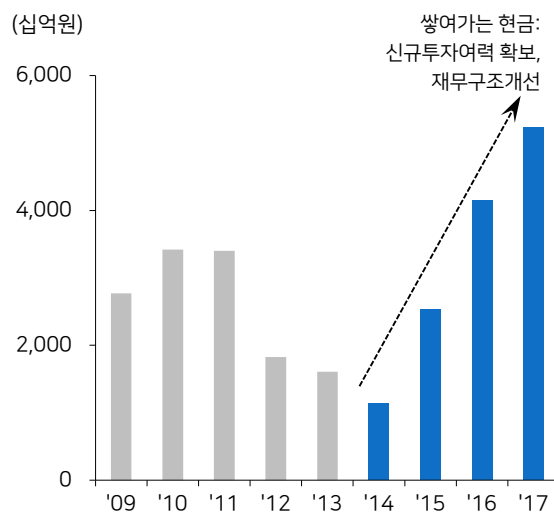
- 15년 이후 정유/화학 업종 Super-Cycle에 버금가는 이익 창출력 부각→ 관건은 지속성  
: 특히 국내 NCC 4개사의 순이익은 역대 최대 규모를 경신하며 신규투자 여력 확보
- 14년 이후 지속된 저유가와 중동 산유국들의 발주 취소 사례 발생  
: 2020년까지 정유/화학 모두 공급 부담 감소
- 과감한 신규투자가 현재 Super-Cycle을 장기화시킬 수 있는 조건  
→ 롯데케미칼: 19년 북미 ECC, 2020년 인도네시아 NCC, 2022년 현대오일뱅크 JV 크래커  
→ 정유 4개사: 기존 정유 성장률(+1%)의 한계를 극복하려는 신규 투자 단행

국내 정유 3개사 순이익 변동



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

국내 NCC 4개사 순이익 변동



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

국내 석유 및 정유 업체들의 설비투자

기업	설비	Capex(억원)	가동시점
SK이노베이션	탈황설비	3,000	2019년
S-Oil	고도화 설비	27,450	2018년
현대오일뱅크	석유화학 크래커	27,000	2022년
GS칼텍스	석유화학 크래커	20,000	2021년
롯데케미칼 Titan	NCC	35,000	2020년

자료: 메리츠증권증권 리서치센터



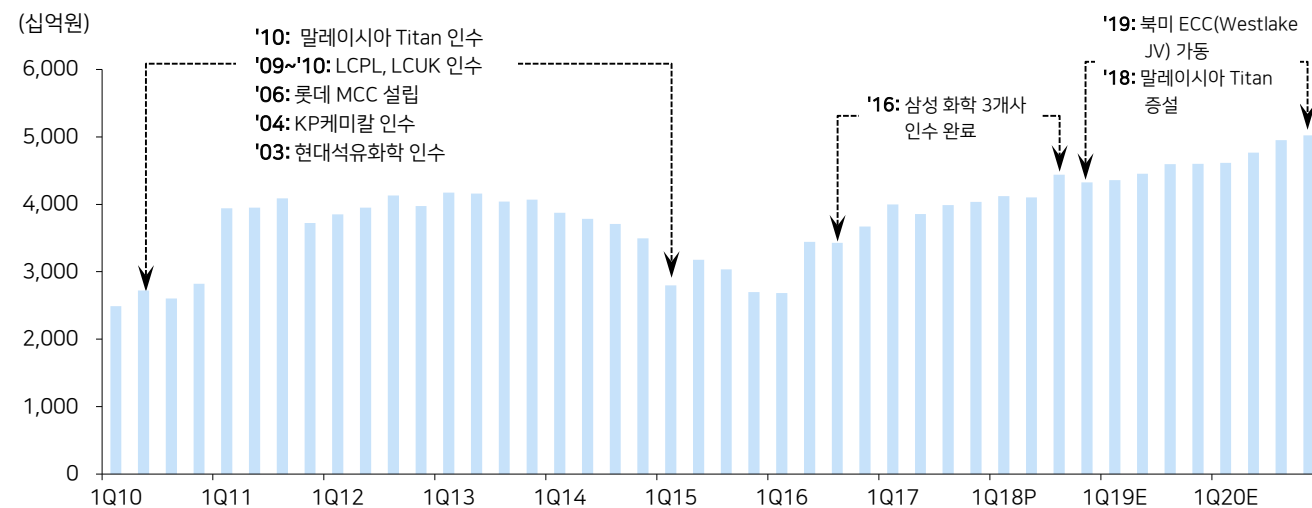
## [롯데케미칼]\_멈추지 않는 성장

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_격변기(激變期)

### 국내/외 경계가 없는 투자

- 선제적 투자에 따른 외형 성장  
: 1980년대 매출 1천억원→ 17년 매출 15조원(150배 성장)으로 성장
- 석유화학 분야 글로벌 경쟁력 확보한 유일한 국내 기업  
(1) 대형화/수직계열화, (2) 원료 다변화, (3) 해외 시장 선점
- 2022년 HPC(Heavy Feed Petrochemical Complex, 현대오일뱅크 JV) 투자는 단지의 생산효율 극대화 전략

### 롯데케미칼 외형 확대 추이: 국내/외 인수합병 및 투자, 사업 다각화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

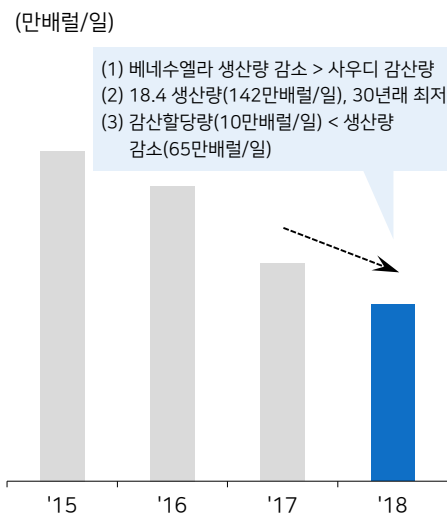
## [Appendix]\_베네수엘라, 정치불안과 경제위기 이중고

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

**베네수엘라 인플레이션율:**  
16년 254%, 17년 2,400%,  
18년 예상 13,865%

- 베네수엘라: 글로벌 원유 매장량(3천억배럴) 1위(확인 매장량 17%), 글로벌 14위 원유 생산국
- 국영 에너지 회사 PDVSA 경영난이 초래한 경제 위기: 재정수입 석유가스산업 비중 45%, 수출비중 96%  
→ 3개 정제설비 무기한 가동중단 및 설비 노후화로 가동률 10% 수준
- 미국의 추가 제재 가능성, 디폴트 직전으로 다가온 국가 신용등급→ 대외적 경제활동 위축 불가피
- 원유 채굴활동 악화로 원유 생산량 최대 100만배럴/일까지 감소할 가능성 높아, 유가 상승 요인  
: EIA, "18~19년 가장 큰 폭 감소(40~50만배럴/일) 기록할 것"  
: Rapidan Energy, "18년 말 110만배럴/일, 19년 97만배럴/일 감소를 예상"

### 베네수엘라 원유 생산량 감소



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 18년 지정학적 리스크로 상승한 유가



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## [Appendix] 미국의 이란 핵합의 탈퇴 이후 시나리오

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

### 미국: 핵합의 탈퇴 및 이란 경제제재 재개 발표

- 미국의 對이란 경제제재 재개하며 원유 및 석유화학 공급차질 예상→ 2H18 원유 수급 불균형 예상  
→ 18.11부 제재되며 2H18 공급 차질 발생(컨센서스 원유 최대 100만배럴/일 공급 감소)  
→ 이란산 원유 도입비중이 높은 아시아가 직접적 영향권에 놓임: 중국(32%), 한국(16%)
- 미국은 이란과 거래하는 모든 기업에 예외 없는 "Secondary Sanctions" 부과 방침을 발표
- 한국: 원유 달러화 거래 비중이 높아 이란산 원유 도입 비중 축소 불가피  
→ SK인천석유화학: 컨덴세이트 도입국가 다변화 전략 추진
- 제재 이후 이란 내 에너지 생산활동 제한, 원유 공급 감소→ 투자금액 감소: 석유개발 금액(1,300억달러)  
→ OPEC 생산량 증가 가능성 높아 시장 충격 완화 가능성 높고, 연말 유가는 75달러/배럴 유지

### 미국의 이란 경제제재 재개 시점 및 내용

시기	내용
18.8	<b>(1) 금융부문</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 이란의 미국 달러화 구매 및 거래</li> <li>■ 리알화 거래, 이란 외 국가에서 리알화 표시 자금 및 계좌 보유</li> <li>■ 이란 정부의 채권 발행</li> </ul> <b>(2) 기타 산업</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 자동차 전반</li> <li>■ 금, 알루미늄, 철강 등 원자재 등 금속거래</li> </ul>
18.11	<b>(1) 원유 등 에너지</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 이란과 석유, 석유화학제품 등 거래 제한</li> </ul> <b>(2) 금융</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 이란 중앙은행과 거래 및 금융서비스 제한</li> </ul> <b>(3) 기타 산업</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 항만 운영사, 항만 등</li> </ul>

자료: OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

### 주요 에너지 기관들의 이란 경제제재 이후 전망

기관	내용
Platts	4Q18 중 최대 100만배럴/일 공급차질 예상
BCG	6~9개월 내 60~100만배럴/일 공급 차질
SG은행	2~3개월 내 50만배럴/일 공급 감소
BNP	50만배럴/일 공급차질 예상
UBS	6개월 내 20~50만배럴/일 감소
Barclays	단기간 내 30만배럴/일 감소
PIRA	4Q18 중 이란 원유 수출량 20만배럴/일 감소
Citi	단기간 공급량 10~20만배럴/일 감소
Rapidan Energy Group	4Q18 중 15만배럴/일 감소

자료: OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

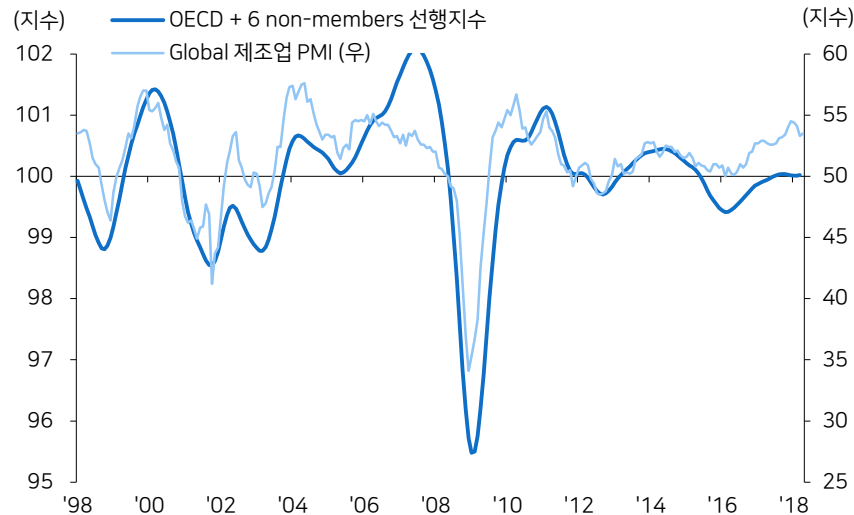
# 전략 View: 글로벌 경기모멘텀: 지역별 차별화 양상

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

## 아직 좀더 남은 경기확장

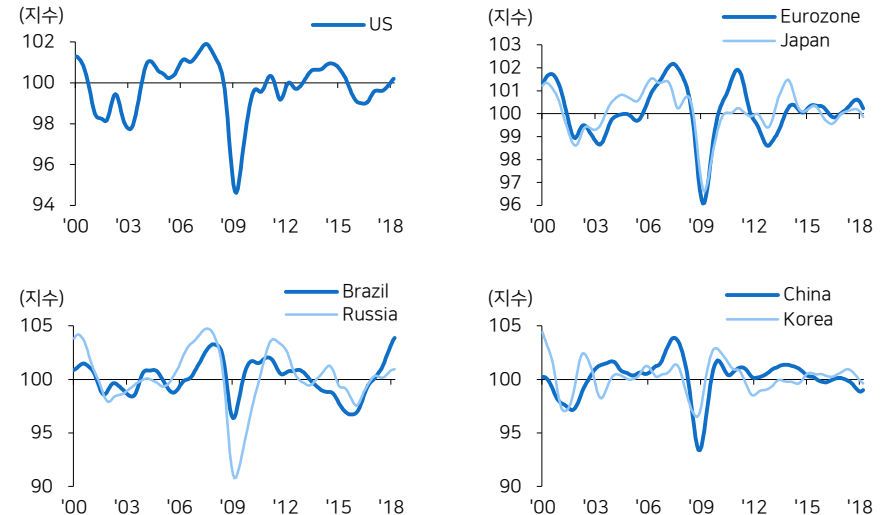
- OECD 경기선행지수 (OECD + 6 non-members)는 2016년 2월을 기점으로 회복세 전환  
- 2017년 9월 이후로는 확장 영역에서 다소 횡보
- 선진국(G7 - 재정긴축 완화), 중남미(자원가격 상승)으로부터 비롯된 선행지수 상승은 '17년 들어 제조업 국가로 확산되었으나, 최근 들어서는 일부 지역으로 성장 모멘텀 개선세가 압축  
- DM 중에서는 미국, EM 중에서는 제조업 국가보다 자원수출국의 모멘텀이 지속 개선 중임
- 향후 글로벌 전반의 경기모멘텀을 좌우할 지역은 미국  
- 금융시장 관점, 두 번의 변곡점에 대비: 1) 연말 미국 경기정점 논쟁, 2) 1H19 중 Fed 태도변화 여부

## OECD 경기선행지수와 Global 제조업 PMI



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

## 지역별 선행지수: 모멘텀 차별화 양상



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

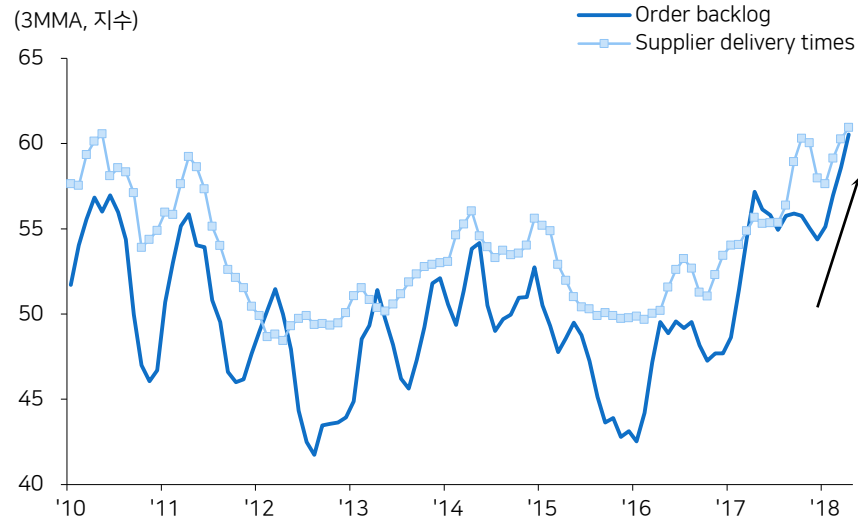
## 전략 View: 제조업 수주잔고 누증

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

### 아직 좀더 남은 경기확장

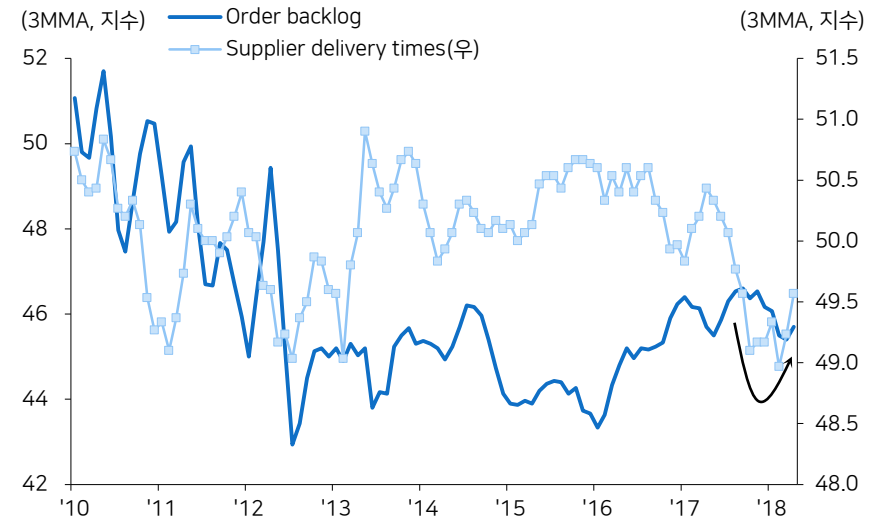
- 최근 제조업 서베이 지수 하락(미국 ISM, 유로존/중국 PMI)으로 글로벌 경기정점 도래 우려 존재
- 아직은 정점으로 보기 어려운 이유
  - 1) 제조업 수주잔고와 공급자배송시간 지수 상승: 발주물량 출하 위한 생산 가속화 시사
  - 2) 신규주문지수의 하락: 단기적인 생산능력 한계도달에 따른 추가 수주 제약
    - 이상의 사항은 미국, 유로존, 중국에서 공히 관찰되는 현상임

### 미국 제조업 ISM: 수주잔고와 공급자 배송시간



자료: Institute for Supply Management, 메리츠증권증권 리서치센터

### 중국 제조업 PMI: 수주잔고와 공급자 배송시간



자료: 중국 물류구매연합회, 메리츠증권증권 리서치센터

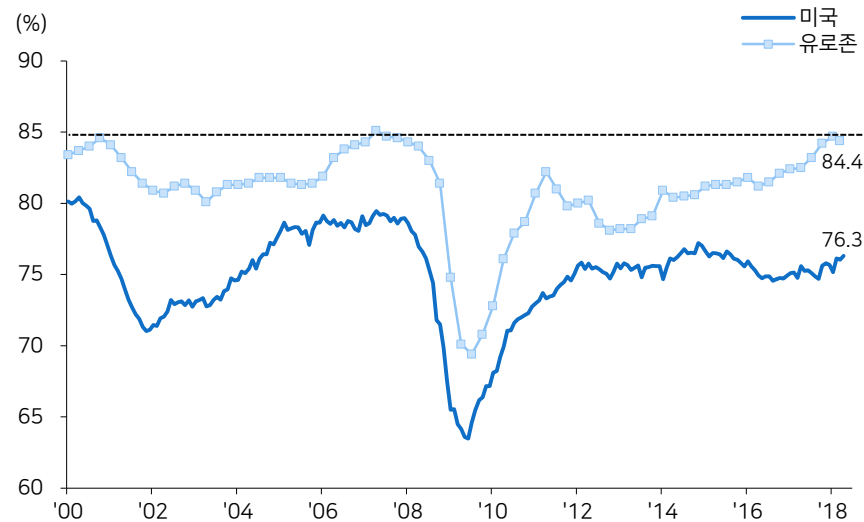
## 전략 View: 추가 Capex 기반의 Q 증가

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

### 아직 좀더 남은 경기확장

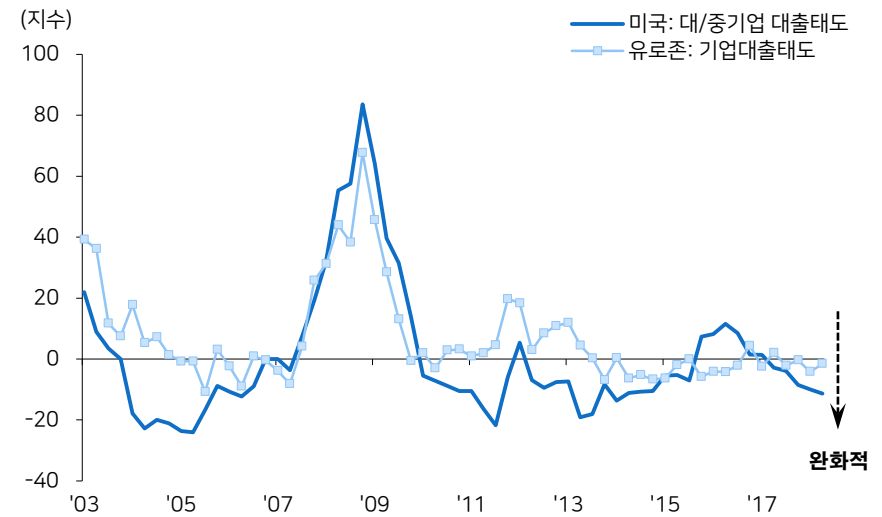
- 미국과 유로존의 제조업 가동률은 금융위기 이전 수준까지 상승
  - 유로존 2Q18 가동률은 84.4% (1Q: 84.7%)로 금융위기 이전 peak: 단기 설비확장 한계에 먼저 봉착
  - 미국 4월 제조업 가동률은 76.3%로 금융위기 이전 peak 수준(79%)에 거의 근접
- 완화적 기업대출태도는 추가 capex 가능하도록 하는 환경 조성
  - 미국의 대기업/중기업 대상 대출태도는 5개 분기째 기준선 하회 (완화의 정도도 확대되는 중)
  - 유로존 기업대출태도도 기준선을 4개 분기째 밀돌고 있음 (완화 기조 지속)

### 제조업 설비가동률



자료: Federal Reserve, Eurostat, 메리츠증권증권 리서치센터

### 상업은행 기업대출태도



자료: Federal Reserve, European Central Bank, 메리츠증권증권 리서치센터

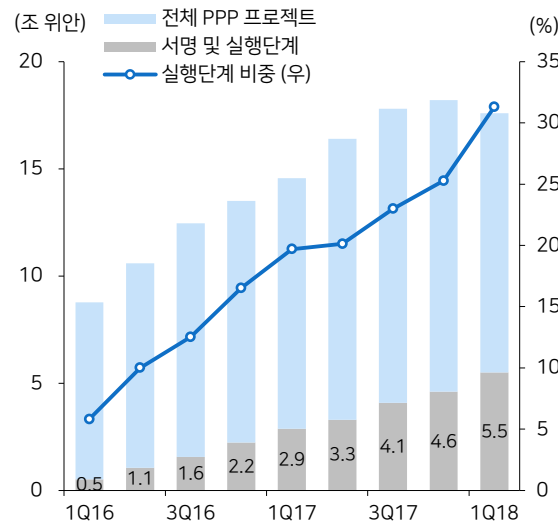
# 전략 View: 중국 민간 인프라와 일대일로 투자 확대

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

## 아직 좀더 남은 경기확장

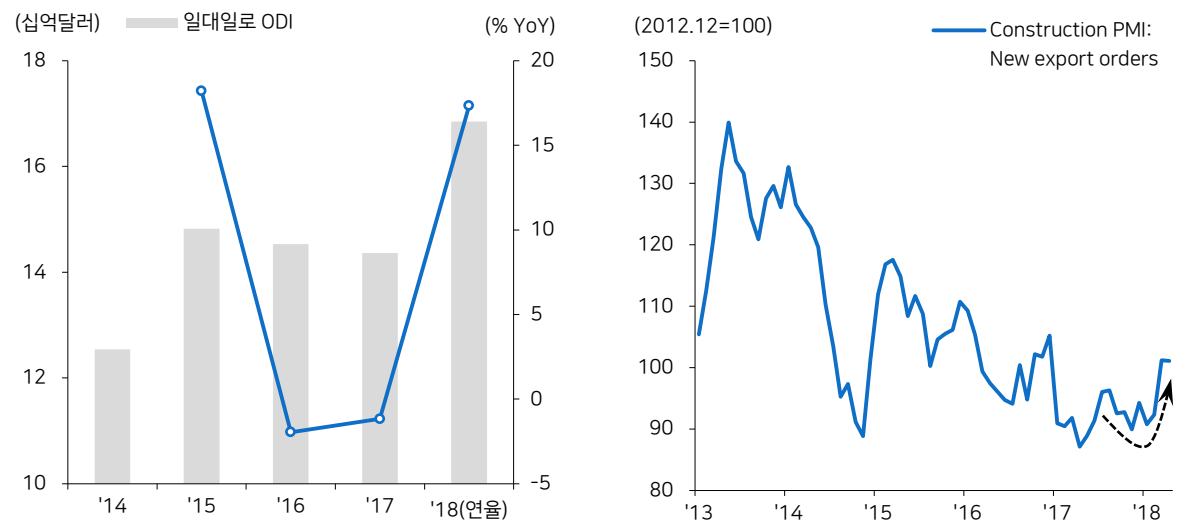
- 범중화권 인프라 투자 확대 본격화 역시 글로벌 회복의 연장 조건 중 하나임
  - 올 들어 인프라 투자 증가율은 작년에 비해 둔화: 17.4%(‘16) → 19.0%(‘17) → 12.4%(‘18년 1~4월)
  - 민간 참여의 업종별 온도차: 운송투자(1~4월 전체 10.9% vs 민간 5.3%), 환경투자(11.2% vs 13.0%)
  - 그나마 고무적인 것은 PPP를 통한 인프라 투자의 실행속도가 빨라지고 있다는 것임 (1Q18 5.5조 위안 vs 4Q17 4.6조, 1Q17 2.9조)
- 올 들어 확대되고 있는 일대일로 투자 확대가 내년 이후 시점까지 연장될 가능성도 예의 주시
  - ‘18년 1~4월 일대일로 ODI 4.7억 달러(+17.3%), 건설업 수출주문도 올 초 이후 반등

## PPP 인프라 투자 진행속도 가속화



자료: 중국 재정부, 메리츠증권 리서치센터

## 일대일로 관련 투자 재개



주: 우측의 그림은 2012년 12월을 100으로 두고, 당월의 (건설업 수출주문지수-50)을 누적 합산한 것임  
자료: 중국 상무부, 중국 물류구매연합회





9

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

정유/화학

# Part IV

화학 Super-Cycle, 확산

# 폴리에스터\_공급과잉에 대한 선제적 대응과 맞물린 업황 회복

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

중국,  
글로벌 생산량의 75% 차지  
→ 중국 수급에 따른 업황 변화

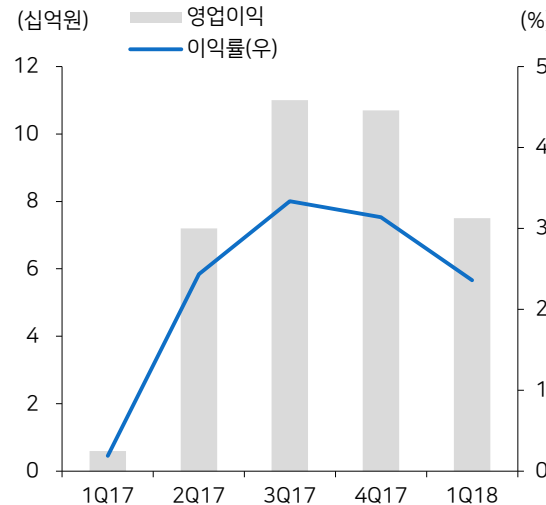
- 폴리에스터 원가 경쟁력이 가장 중요 → 범용 폴리에스터(의류)가 절대 다수 차지, 산업용 비중 적은 편
- 휴비스와 티케이케미칼의 폴리에스터(장섬유) 공급과잉에 대한 선제적 구조조정 단행  
→ 생산능력: 티케이케미칼 13.2만톤, 휴비스 6.4만톤, 코오롱패션머티리얼 7.9만톤 등 총 79.6만톤
- 휴비스의 폴리에스터 가동률 상승의 의미  
→ 15년까지 폴리에스터 장섬유 가동률 50%까지 낮추며 공급과잉에 선제적 대응  
→ 현재 고부가 단섬유 생산에 집중 (39.6만톤, 국내 M/S 60% 차지)
- 티케이케미칼: (1) PET 강세(국내 2위 점유율), (2) 글로벌 PET 수급 개선, (3) 2H18 스판덱스 마진을 회복

PET 가격 동향



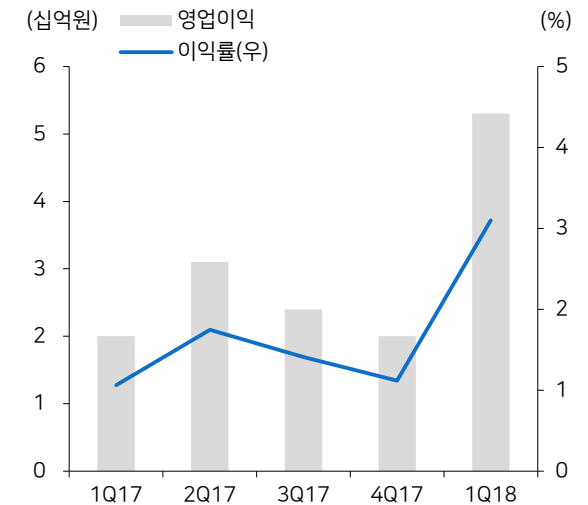
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

휴비스 영업실적 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

티케이케미칼 영업실적 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

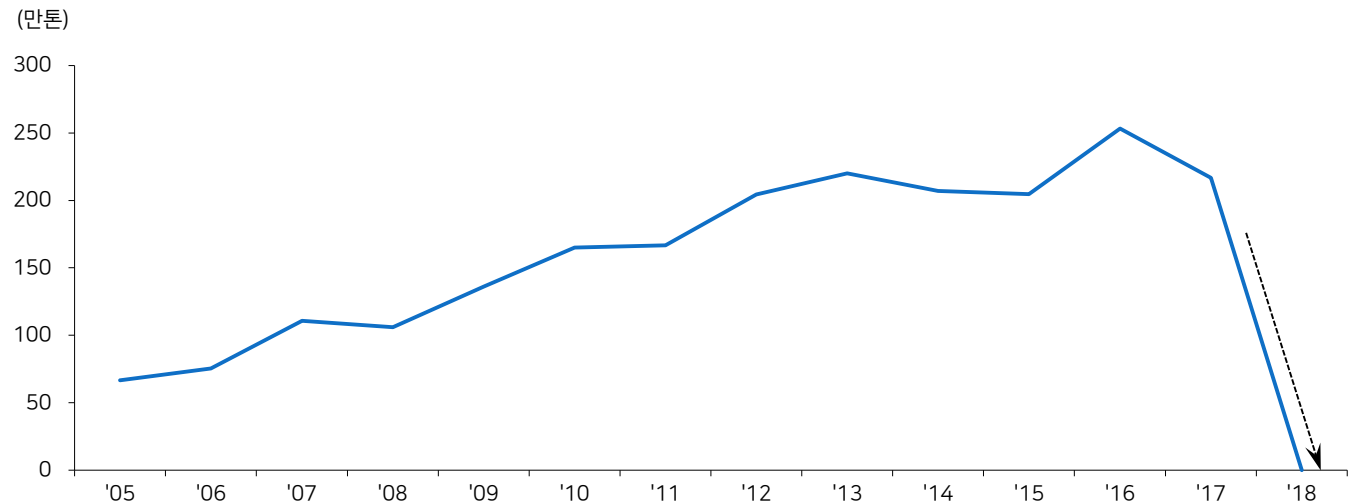
## 2H18 PET Chip 강세 지속

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

중국 환경규제 정책  
→ 긍정적 결과물 도출

- PET chip 강세 전환
  - (1) 중국 폐플라스틱(PET) 수입 중단에 따른 신규 수지(Viirgin) 수요 발생
  - (2) 미국 M&G 파산에 따른 설비 가동중단(글로벌 생산능력 대비 1.5% 규모)
  - (3) 지난 3년간 PET 신규 설비 전무, 거래 물량 부족현상 발생
- PET 강세는 연중 지속되어 해당 기업 이익 개선 예상  
[관심기업] 티케이케미칼

### 중국 폐플라스틱 수입 “0” 에 수렴



자료: 메리츠증권리서치센터

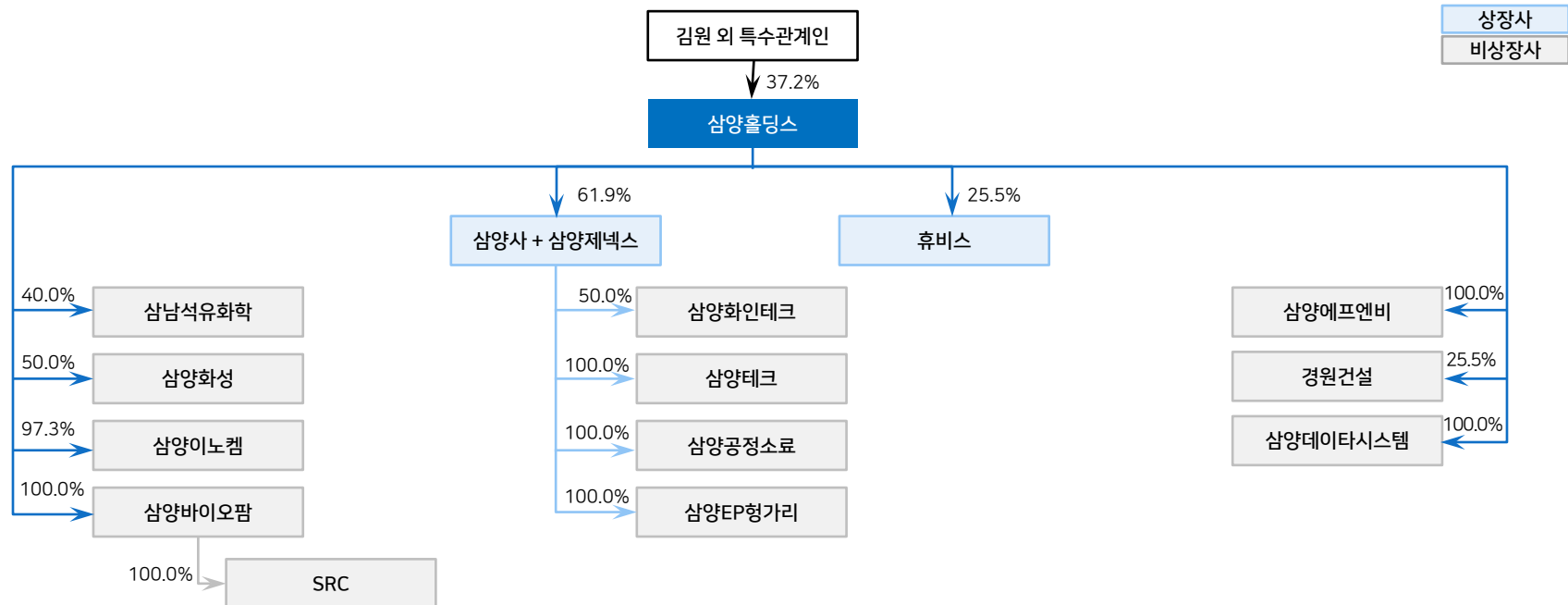
## [삼양홀딩스] 폴리에스터 강세 전환의 수혜 기업

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

삼양홀딩스  
: 삼남석유화학, 휴비스  
지분 보유

- 16년 공급과잉에 노출된 화학 제품 구조조정을 위한 "원샷법" 통과  
→ PTA가 지정되며, 관련기업 한화종합화학과 삼남석유화학(180만톤)이 해당됨
- 석유화학은 수직계열화가 핵심: 원재료 나프타를 중심으로 다운스트림까지 일체형 설비의 경쟁력 부각
- 글로벌 경기반등에 따른 폴리에스터 수요 증가와 섬유 교체시기 도래에 따라 숨통이 트힌 PTA

삼양홀딩스 지배구조



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

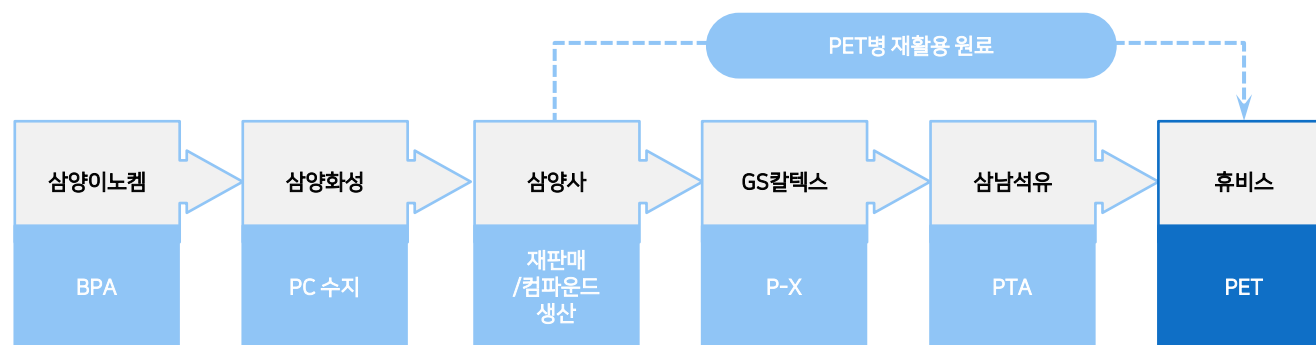
## [삼양홀딩스] 수직 계열화 완성

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

### 삼양홀딩스, 수직계열화 완성

- 수직계열화 구축: 삼양이노켄(BPA)→ 삼양화성(PC)→ 삼양사(PC 컴파운드)
- 삼양사: 1989년 EP가동을 시작으로 중합 컴파운딩 공장을 가동 중이며 PC/PBT 베이스 컴파운딩을 생산
  - PC 컴파운드: 삼양사 화학 매출액의 40% 차지, 대다수가 TV용도
  - 삼양EMS, 삼양화이테크놀로지 설립으로 교환수지, 디스플레이 소재를 생산하며 고부가 시장 진입
  - 삼양EMS: LCD용 칼럼 스페이서와 스마트폰/태블릿 PC에 사용되는 터치패널 사업 영위
  - 삼양화이테크놀로지: 삼양사와 Mitsui Chem JV. 국내 독점 이온교환수지 생산(총 2.5만톤 생산능력)

### 삼양사그룹 화학계열사 계통도



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 초산\_영수증 잉크색은 왜 파랗게 변했을까?

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

## 중국 MTO 수익성 악화

: 초산 공급 감소

석탄/LNG→메탄올→초산

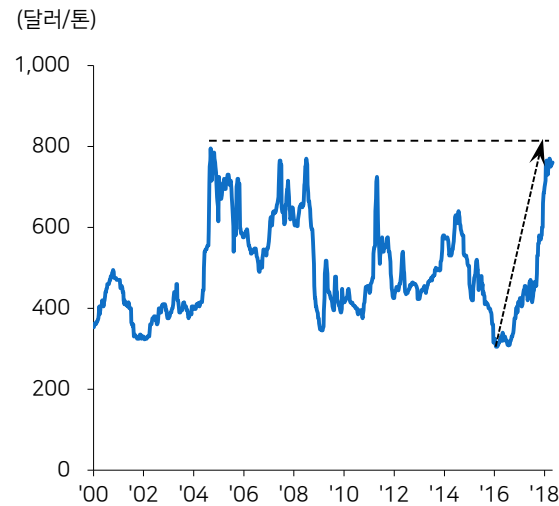
- 17년 이후 공급 타이트 심화되며 가격 급등, 2004년 이후 고점까지 상승  
→ 17.8 미국 허리케인 발생으로 수입량 증가한 가운데, 동남아 설비들 정기보수 돌입  
→ 17.10 미국 Eastman Chemical 초산 설비(25.5만톤) 폭발 사건으로 중국기업들이 유럽수출 확대
- 중국 환경규제 이후 초산 생산량 감소, 다운스트림 초산에틸 수요 개선도 가격 급등에 한 몫  
→ 중국의 초산 가동률 80% 수준으로 하락, 초산에틸 또한 가동률 하향되며 생산량 감소
- 아시아 No.1 초산 기업 Celanese(아시아 초산 점유율 50%) 가격 인상 주도  
→ 17.11 중국 Nanjing 초산설비(120만톤) 정기보수 / 17.11 Jiangsu Sopo(80만톤) 설비 트러블 발생

## 메탄올 급등으로 중국 MTO 설비 가동률 하락



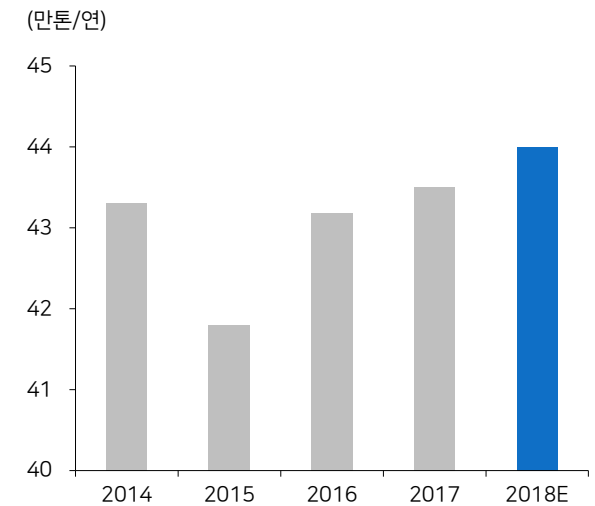
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 초산가격: 17년 이후 급등 시현



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 국내 초산 수요 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# [Dow Chemical] 초산 공급부족으로 VAM 불가항력 선언

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

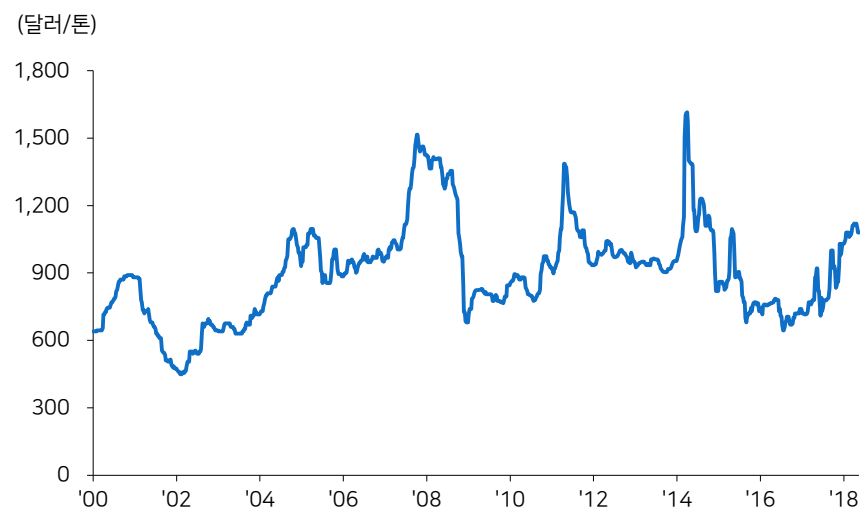
VAM, 14년 이후 최고가 경신

[VAM 관련기업]

롯데BP 21만톤/연 설비

- 17년 이후 VAM +50.0% 상승
- 글로벌 초산 타이트한 수급으로 전환: VAM 수요 신장과 초산에틸 환경규제 이슈 발생
- 18.5 Dow Chemical은 2개월 동안 초산에 대한 원활한 외부조달이 어려워짐을 근거로 불가항력 선언
- 국내 관련 기업은 롯데정밀화학의 지분법 회사 롯데BP(21만톤/연)가 유일하게 생산 중

VAM: 공급 부족으로 강세 지속될 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

18.5 Dow Chemical: VAM 불가항력 선언

## Dow declares global force majeure on VAM

HOUSTON (ICIS)--Dow Chemical declared a global force majeure on [vinyl acetate monomer \(VAM\)](#), citing production issues related to an external supplier of raw material, according to a company confirmation obtained on Friday.

Dow said the force majeure would last "approximately two months".

A market source attributed Dow's declaration to BP's [force majeure](#) at a US [acetic acid](#) plant in Texas in late April.

BP said in its April force majeure statement that all discretionary sales of acetic acid at the plant had been terminated. BP said the force majeure stemmed from an expected delay in repairs needed in critical equipment by the plant's carbon monoxide feedstock supplier.

Acetic acid is the major feedstock for VAM.

자료: ICIS, 메리츠증권증권 리서치센터

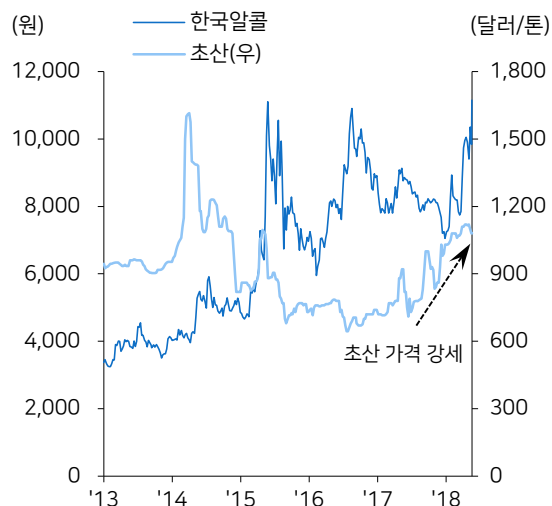
# [한국알콜] 원재료 상승 = 마진 Quantum Jump!

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

## 영수증 잉크색의 변화

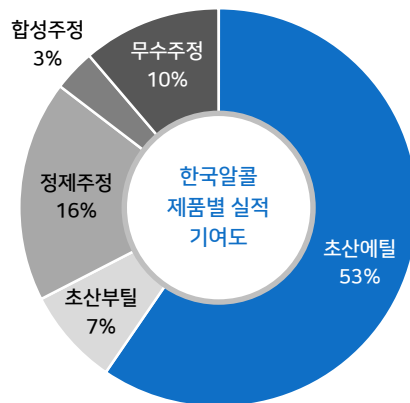
- 한국알콜의 판매 제품은 용제(초산에틸, 초산부틸), 주정(정제, 합성, 무수)  
매출액 기여도는 초산에틸이 53%, 이익 기여도가 가장 높음
- 65%의 압도적인 시장 점유율을 바탕으로 원가 상승을 가격에 전가시키는 가격 결정력 보유
- 초산(Acetic Acid) 강세는 글로벌 공급 트러블과 중국 환경규제 시행의 구조적인 결과물  
: 중국의 석탄 의존도 감소 정책 강화→ 산업용 LNG 공급 감소, MTO 가동률 하락으로 초산 공급 타이트
- 글로벌 검정 잉크 생산량 80%를 담당한 중국 설비들의 가동 중단(환경규제)으로 초산 공급 부족

## 한국알콜 주가와 초산 가격 동향



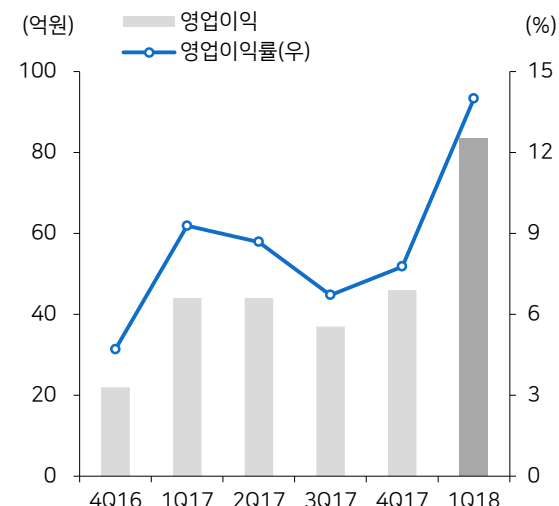
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 한국알콜 제품별 실적 기여도



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 한국알콜 영업실적 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



# 페놀-BPA\_강세 기조 유지

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

## 원가 상승과 전방수요 회복

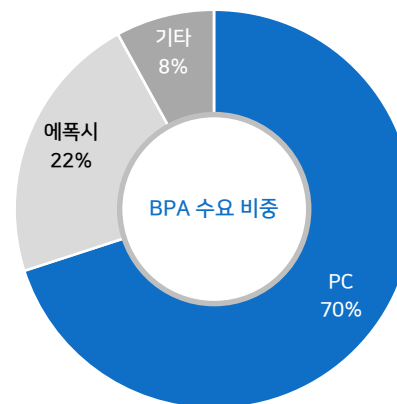
- 2H18 페놀-BPA 체인 강세는 유지될 전망: 금호석유화학 P&B 실적 기여도 증가를 예상  
→ 원재료 강세 전환: 벤젠(중국 환경규제에 따른 공급 타이트), 프로필렌(수요 우위 수급)  
→ 전방 수요(PC, 에폭시) 회복에 따른 Demand-Pull
- 페놀-BPA, 전방 수요 개선으로 수급률도 매력적인 상황  
→ 16년 Covestro가 BPA 신규가동을 끝으로 증설 마무리, 전방 수요 회복에 따른 수급률 개선  
→ BPA의 총 수요 중 70%를 차지하는 PC의 수요 회복
- PC 수요 개선은 (1) 독일 중심 유럽내 자동차용 PC 채용률 증가, (2) IT/전자기기 수요 증가

## 페놀-BPA 가격 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## BPA 수요 비중: PC가 절대 다수를 차지



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 아세톤, 전방 수요 호조에 따른 수익성 회복 구간

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

### 아세톤

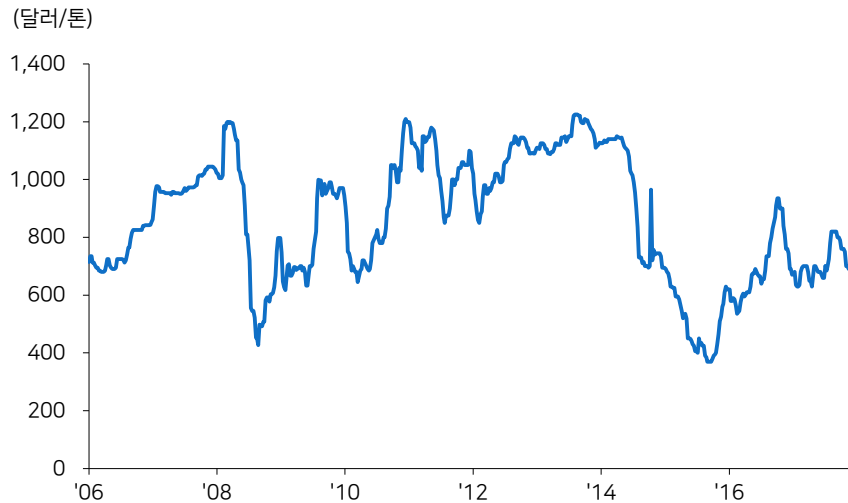
- 페놀 생산 시에 발생하는

### 부산물

- IPA, MMA 등이 전방 수요

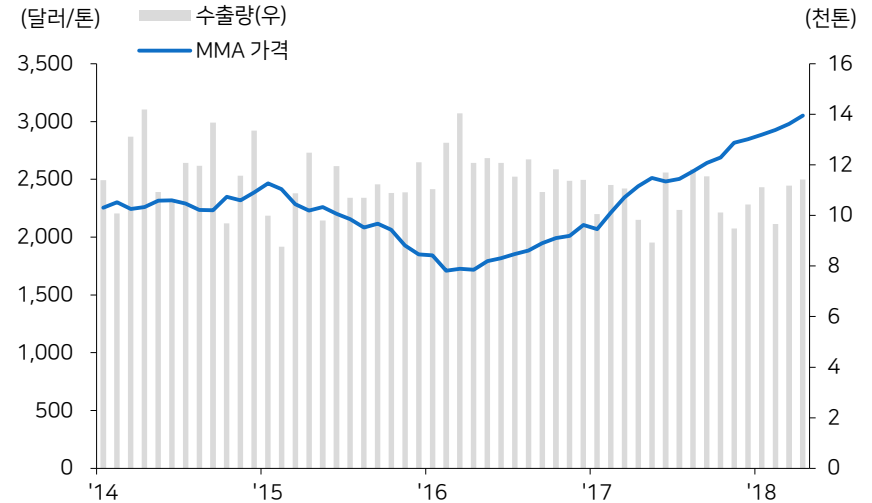
- 2H18 다운스트림 수요 호조 장기화에 따른 아세톤 가격 강세 전망
  - 전방 제품 MMA는 인조대리석 특판 수요 호조세: 롯데MCC 수익성 개선
  - 고순도 아세톤은 반도체 세정제로 채용되어 꾸준한 수요 증가세를 보임  
고순도제품은 1차 공정을 이후 순도 및 수분함량에 따라 그레이드를 구분함  
: LG화학, 이수화학(공업용 IPA), 동우화인켐(고순도 IPA)
- 전방 업체들의 증설 발표→ 아세톤 수요 증가에 긍정적 모멘텀  
: 코오롱인더스트리 에폭시 수지(전자소재용), 페놀수지 증설에 따른 수요 증가

### 아세톤 가격 동향



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### MMA 동향



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# MMA, 인조대리석 수요 호조세 지속

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

## MMA

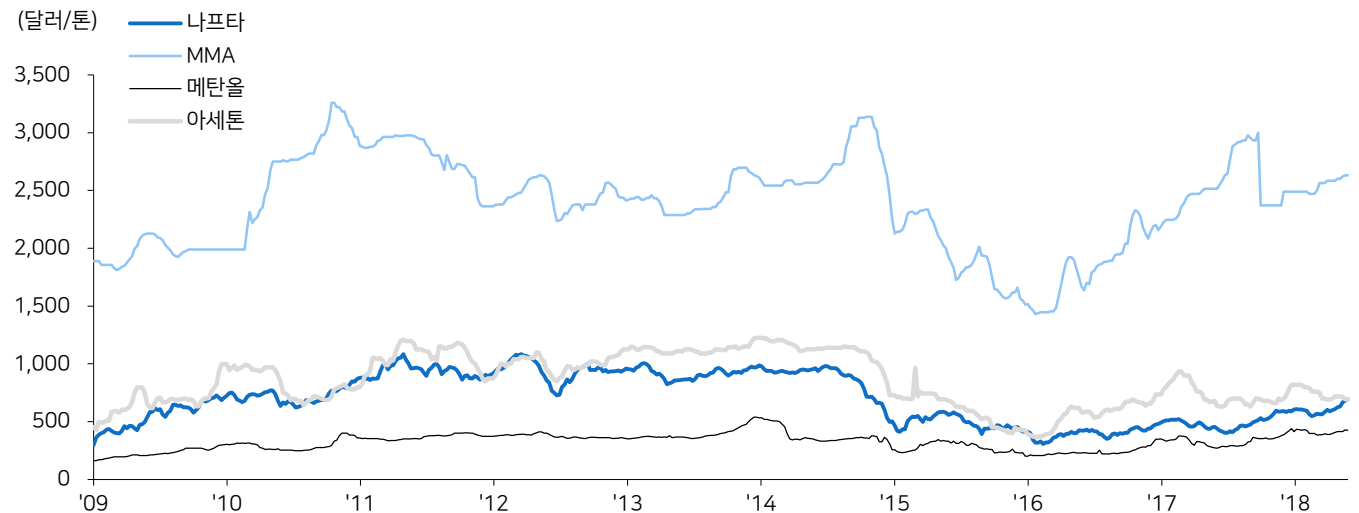
- 원재료 Cost-push 발생

[관련기업]

롯데케미칼 첨답소재 사업부  
롯데MCC(지분법회사)

- 글로벌 MMA 생산은 ACH 공법이 절대다수를 차지  
: 주된 용도는 전기/전자이며, 페인트, 인조대리석 생산 등 다양한 용도로 사용됨
- 중국 Shandong Wanda Chemical 등 2개 설비 신규가동에도 불구하고, 기존 설비들 설비트러블  
중국 환경규제 정책 강화에 따른 ACH공법 설비들의 트러블 이슈, 가동률 하락 등으로 공급 부족 발생
- MMA 수요는 (1) 중국/인도 등 신흥국 중심의 인조대리석 수요, (2) 독일 PMMA 채용률 증가가 견인
- 중국 MMA는 내륙간 운송 De-bottleneck 현상에 따른 아세톤 공급 부족 시현→ MMA 가격 전가

## MMA 체인 가격 동향



자료: 메리츠증권리서치센터



9

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

정유/화학

Part V

PO, TDI, LPG

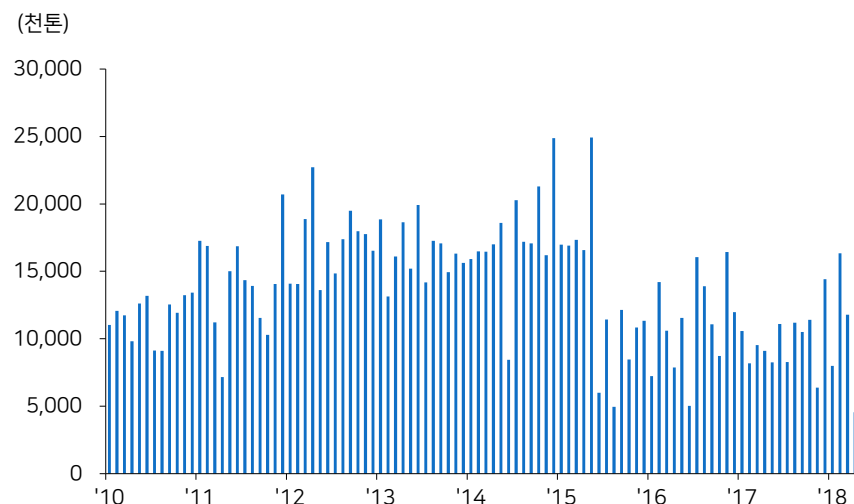
## [SKC] PO, 자가소비량 증가

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

**S-Oil PO 신규 가동에도 불구하고,  
수급은 타이트해질 전망**

- 18년 하반기 S-Oil PO 신규가동. SKC는 자가소비량 증가→ PO 수급 불균형 발생 가능성 적어
- 국내 PO 생산설비 현황  
: 18년 현재 SKC는 PO 31만톤 국내독점 생산 중. 연말 중 S-Oil PO 30만톤 신규 가동 예상
- SKC의 PO 판매는 10~11만톤 KPX케미칼 등 외부 판매, 8~9만톤 PG 생산, 11만톤 PPG 생산에 투입  
: 17년 말 5만톤 증설된 PPG(18만톤) 가동 시, PO 14.9만톤 필요하며 기존물량 대비 3.9만톤 증가
- SKC는 17년 PPG 증설, 18년 PG(5만톤, 총 16만톤) 증설을 앞두고 있어 자가소비량 증가는 당연한 결과  
: 다운스트림 증설 가정하면 필요한 PO 전체 물량은 31.8만톤으로 추산됨  
: 10만톤 증설된 PPG에 투입되는 PO물량은 20.2만톤 / 5만톤 증설된 PG에 투입된 PO는 11.6만톤

### 국내 PO 수입량 동향



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### PO 거래가격 동향: 타이트한 수급을 방증하는 가격 상승흐름



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

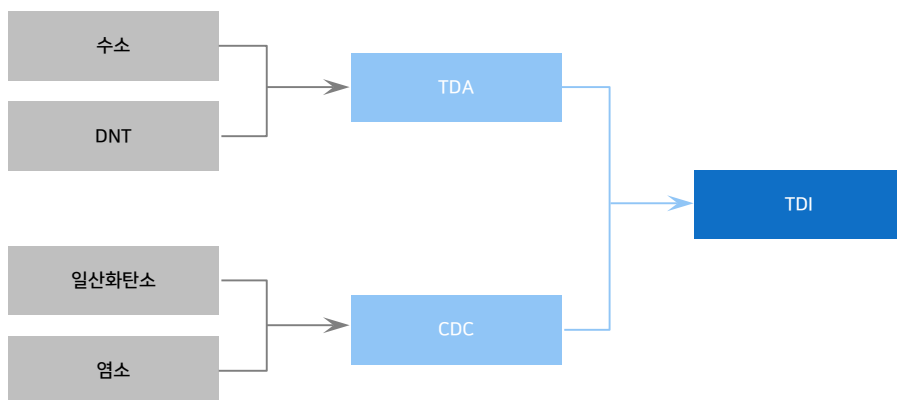
## [한화케미칼, 휴켄스] 의심할 여지가 없는 TDI 호황!

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

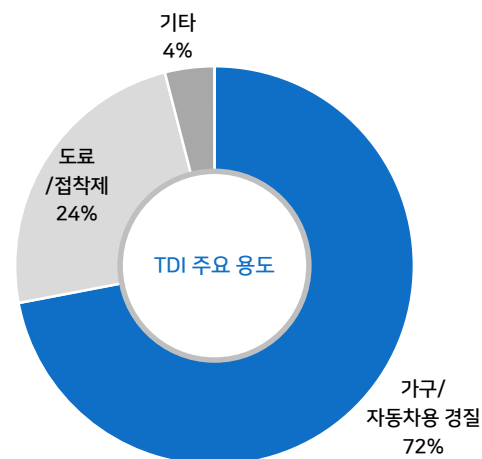
### TDI, 15년 이후 149% 상승

- TDI: 소수 메이저 생산설비들의 과점시장이 형성. 설비 트러블 등 수급 변동에 따른 가격 민감도가 큼  
: TDI는 고부가 제품 전환의 필요성이 적고, 기술장벽이 낮아 증설이 쉬운 제품으로 만성 공급과잉 제품  
: 15~16년 유럽 생산비중 92%를 차지한 설비들(Covestro, Vencorex, BASF) 섯다운으로 수급 개선 시현  
: 15년 이후 설비 노후화에 따른 폐쇄, 가스 누출 등 아시아 생산설비 가동 중단으로 공급 타이트 심화
- 공급 타이트가 심화되며 16년 10월 TDI 6,790달러/톤으로 급등, 15년 이후 149% 상승
- TDI는 폴리우레탄의 주된 원료, 주요 사용처는 경질품(매트리스/인조가죽 등 가구용), 도로/접착제 등
- 18년 기준 글로벌 TDI 생산능력은 300.6만톤/연, 아시아와 유럽이 각각 54%, 유럽 34% 생산비중 차지

### TDI 공정도



### TDI 주요 용도



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# [한화케미칼, 휴켄스] 신규가동 ≠가격 급락. 트라우마 극복하기

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

## TDI 강세

16~17년 공급이 견인,

18년~ 수요가 견인

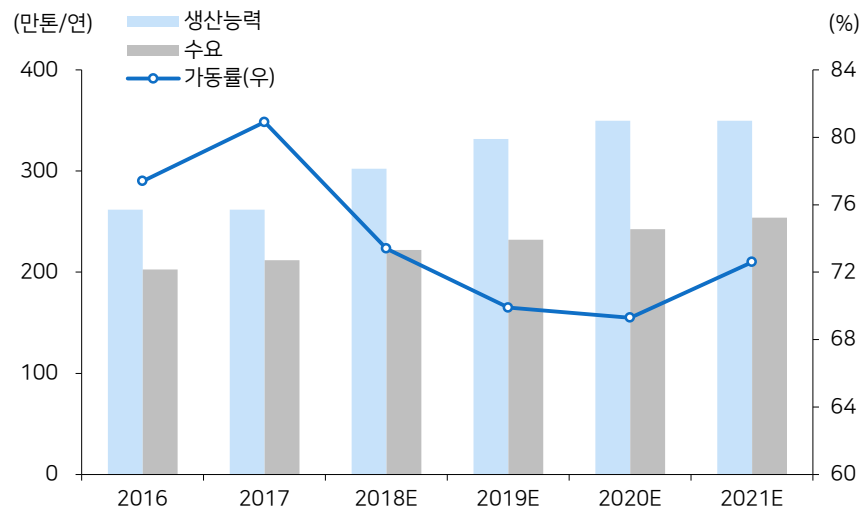
- 공급 트러블이 견인한 가격 강세 때문에 2년째 고점 논란에 놓여있는 TDI  
: 18년 하반기 독일 BASF 재가동과 사우디 Sadara 신규가동에 따른 약세 전환 우려감 존재
- 18년 연중 TDI는 5,000달러/톤 수준의 가격 강세를 전망함→ Demand-Driven Cycle  
공급: Sadara TDI(20만톤) 전량 자가소비+독일 BASF(현 가동률 30%)는 연말에야 가동률 회복  
수요: 전방 수요 특성 상 경기에 민감하게 반응. 신흥국 경기 회복으로 연평균 +4% 성장한 222만톤
- 뚜렷한 수요 회복세, 반면 공급 과잉 가능성은 제한적으로 견고한 업황 전망  
: 16년 증설 마무리→ 수익성 둔화에 따른 추가 증설 프로젝트 지연/취소(중국 Wanhua 등)

## TDI: BASF 등 신규가동 소식에도 불구하고, 4주 연속 반등



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## TDI 수급 전망: 중국 등 신흥국 경기개선으로 점진적 수요 회복 국면



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



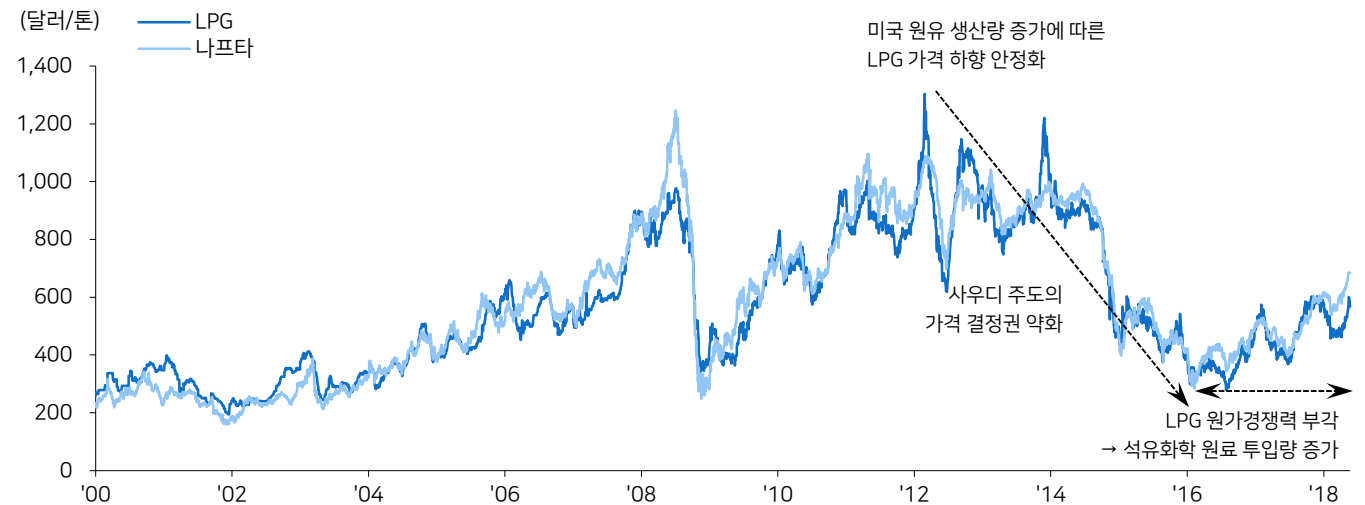
## LPG\_NCC가 주도하는 호황

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 9  
정유/화학\_ 격변기(激變期)

### LPG-나프타, 가격 괴리율 확대

- LPG 수요의 두 가지 축: PDH 원료 및 석유화학 NCC 원료
  - PDH: 프로판을 탈수소한 프로필렌 생산 공정, NCC 대비 원가 경쟁력 우위(효성, 태광, SK가스)
- LPG 가격 결정권 변화: 사우디가 주도했던 LPG 가격 결정권 → 미국 vs 사우디
- 18년 LPG 수익성 극대화가 예상되며, SK가스, E1 사상 최대 이익 전망
  - 유가 급등으로 나프타와 LPG 가격간 괴리율 심화, 역내 NCC들의 LPG 혼용량 증가 효과
  - 역내 NCC 여름철 LPG 투입비중 20~30%까지 확대, 현재 괴리율 감안 시 연중 LPG투입량 증가 전망

### 나프타와 LPG의 가격 움직임



자료: 메리츠증권증권 리서치센터





메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

## 정유/화학

### 기업분석

종목	투자판단	적정주가
SK이노베이션(096770)	Buy	275,000원
S-Oil(010950)	Buy	165,000원
롯데케미칼(011170)	Buy	600,000원
금호석유(011780)	Buy	130,000원
LG화학(051910)	Buy	560,000원
한화케미칼(009830)	Buy	45,000원
코오롱인더(120110)	Buy	100,000원
대한유화(006650)	Buy	400,000원
SKC(011790)	Buy	54,000원
송원산업(004430)	Not Rated	-
티케이케미칼(104480)	Not Rated	-
한국알콜(017890)	Not Rated	-

# SK이노베이션(096770) 개선되는 업황 & 바닥에 놓인 주가

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

## Buy

적정주가 (12개월)	275,000원
현재주가 (5. 30)	199,000원
상승여력	38.1%
KOSPI	2,409.03pt
시가총액	184,006억원
발행주식수	9,247만주
유동주식비율	63.33%
외국인비중	41.57%
52주 최고/최저가	217,500원 / 156,500원
평균거래대금	469.4억원
주요주주(%)	
SK 외 2인	33.42
국민연금	9.71
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	6.0 6.6
6개월	-1.5 -0.1
12개월	21.5 15.4
주가그래프	



## 정유업황 장기 호조세 유지

- 장기화되는 정유업 수급 타이트: 글로벌 정제설비 풀 가동, 재고수준 바닥
- 글로벌 경기 호황 지속으로 등/경유 고마진 유지, 휘발유 계절적 성수기 수요 진입으로 정제마진 회복

## 점진적 이익 반등을 예상하나, 연간 이익은 전년대비 감소될 전망

- 2Q18 영업이익 7,404억원(+4.1% QoQ, +75.8% YoY), 연간 이익 3.1조원(-3.6% YoY)을 추정
- 1H18 유가 상승 부담감과 컨테네이트 프리미엄 지속에 따른 정유부문 이익 둔화

## 정유업종 최선호주 유지, 적정주가는 27.5만원 유지

- 하반기 정유와 석유화학 사업부의 이익 개선
- 원유 도입선 다변화를 통한 수익성 재고 노력 지속→ SK인천석유화학 원가 부담감 최소화
- 성장성을 확보하기 위한 투자 지속: 탈황설비 투자 및 LIBS/전기차 배터리 투자 확대
- 1조원 규모의 자사주 취득과 적극적인 배당 실시 등 주주환원정책 강화

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2017	46,260.9	3,234.4	2,103.8	22,643	24.6	192,989	9.0	1.1	5.2	12.0	77.3
2018E	48,475.4	3,117.2	2,031.4	21,860	-4.9	206,775	9.4	1.0	5.4	10.8	72.7
2019E	51,355.0	3,283.6	2,139.8	23,033	5.4	221,718	8.9	0.9	5.3	10.7	75.3
2020E	53,202.1	3,303.6	2,160.5	23,256	1.0	236,881	8.8	0.9	5.1	10.1	71.6

# SK이노베이션 (096770)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	39,520.5	46,260.9	48,475.4	51,355.0	53,202.1
매출액증가율(%)	-18.3	17.1	4.8	5.9	3.6
매출원가	34,561.8	40,905.2	43,734.2	46,352.6	48,115.6
매출총이익	4,958.8	5,355.7	4,741.2	5,002.4	5,086.5
판매비와관리비	1,730.5	2,121.3	1,624.0	1,718.9	1,782.9
영업이익	3,228.3	3,234.4	3,117.2	3,283.6	3,303.6
영업이익률(%)	8.2	7.0	6.4	6.4	6.2
금융손익	-289.9	-169.8	-128.4	-139.8	-149.3
종속/관계기업관련손익	-124.0	311.3	213.0	220.0	240.0
기타영업외손익	-391.0	-141.1	-160.0	-120.0	-160.0
세전계속사업이익	2,423.4	3,234.8	3,041.8	3,243.7	3,234.3
법인세비용	701.9	1,079.1	788.0	786.4	785.4
당기순이익	1,721.4	2,145.1	2,040.0	2,148.9	2,169.6
지배주주지분 순이익	1,671.3	2,103.8	2,031.4	2,139.8	2,160.5

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,987.7	16,219.2	16,203.5	17,049.1	17,379.4
현금및현금성자산	2,644.2	2,003.7	2,366.4	1,242.2	1,388.5
매출채권	3,937.0	4,821.3	4,693.0	5,361.0	5,423.5
재고자산	4,445.3	5,978.6	5,819.5	6,647.9	6,725.4
비유동자산	17,593.6	18,024.4	19,391.7	21,551.8	22,852.8
유형자산	13,603.5	13,587.2	15,136.2	17,003.8	18,358.9
무형자산	1,272.3	1,520.8	1,414.3	1,316.0	1,225.3
투자자산	2,567.3	2,820.3	2,745.3	3,136.1	3,172.6
자산총계	32,581.3	34,243.6	35,595.2	38,600.9	40,232.2
유동부채	8,736.6	9,954.8	9,780.2	10,999.6	10,938.9
매입채무	4,207.7	5,265.3	5,125.2	5,854.7	5,922.9
단기차입금	21.9	242.9	242.9	242.9	222.9
유동성장기부채	1,678.1	1,272.4	1,222.4	1,172.4	922.4
비유동부채	5,539.7	4,979.5	5,205.1	5,582.0	5,843.8
사채	4,122.8	3,233.1	3,333.1	3,433.1	3,533.1
장기차입금	747.0	829.6	979.6	1,129.6	1,279.6
부채총계	14,276.3	14,934.3	14,985.3	16,581.5	16,782.7
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,884.2	5,765.8	5,765.8	5,765.8	5,765.8
기타포괄이익누계액	215.7	-54.2	-54.2	-54.2	-54.2
이익잉여금	10,670.8	12,041.7	13,333.6	14,734.0	16,155.0
비지배주주지분	1,201.9	1,223.6	1,232.2	1,241.3	1,250.4
자본총계	18,305.1	19,309.3	20,609.9	22,019.3	23,449.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,677.8	2,180.2	3,022.1	2,817.7	3,271.3
당기순이익(손실)	1,721.4	2,145.1	2,040.0	2,148.9	2,169.6
유형자산감가상각비	799.1	791.0	801.1	932.4	1,044.9
무형자산상각비	115.3	109.0	106.6	98.3	90.7
운전자본의 증감	268.0	-1,214.2	74.5	-361.9	-33.8
투자활동 현금흐름	-2,056.1	-1,066.2	-2,212.7	-3,514.9	-2,466.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-607.0	-938.4	-2,350.0	-2,800.0	-2,400.0
투자자산의 감소(증가)	196.5	67.0	75.1	-390.8	-36.5
재무활동 현금흐름	-2,018.6	-1,670.7	-446.8	-426.9	-658.3
차입금증감	-1,579.4	-1,010.0	297.6	312.6	81.2
자본의증가	0.0	-118.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-375.5	-640.5	362.6	-1,124.1	146.2
기초현금	3,019.7	2,644.2	2,003.7	2,366.4	1,242.2
기말현금	2,644.2	2,003.7	2,366.4	1,242.2	1,388.5

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	427,408	500,304	524,254	555,396	575,372
EPS(지배주주)	17,988	22,643	21,860	23,033	23,256
CFPS	44,076	44,744	41,762	44,376	45,826
EBITDAPS	44,803	44,713	43,528	46,658	48,009
BPS	182,504	192,989	206,775	221,718	236,881
DPS	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000
배당수익률(%)	4.4	3.9	3.9	3.9	3.9
Valuation(Multiple)					
PER	8.1	9.0	9.4	8.9	8.8
PCR	3.3	4.6	4.9	4.6	4.5
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	0.8	1.1	1.0	0.9	0.9
EBITDA	4,142.7	4,134.4	4,024.9	4,314.3	4,439.2
EV/EBITDA	3.8	5.2	5.4	5.3	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.1	12.0	10.8	10.7	10.1
EBITDA이익률	10.5	8.9	8.3	8.4	8.3
부채비율	78.0	77.3	72.7	75.3	71.6
금융비용부담률	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	12.8	15.7	15.8	15.8	15.4
매출채권회전율(x)	10.7	10.6	10.2	10.2	9.9
재고자산회전율(x)	9.9	8.9	8.2	8.2	8.0

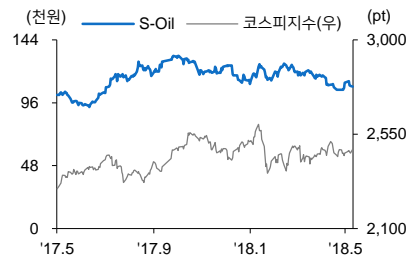
# S-Oil(010950) 신규 무기 장착

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

Buy

적정주가 (12개월)		165,000원
현재주가 (5. 30)		106,000원
상승여력		55.6%
KOSPI		2,409.03pt
시가총액		119,338억원
발행주식수		11,258만주
유동주식비율		36.54%
외국인비중		76.62%
52주 최고/최저가		132,000원 / 92,900원
평균거래대금		273.8억원
주요주주(%)		
AOC 외 13		63.46
국민연금		6.07
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-0.9	-0.4
6개월	-9.2	-7.9
12개월	6.4	1.1

주가그래프



## 정유업황 장기 호조세 유지

- 심화되는 정유업 수급 타이트: 글로벌 정제설비 풀 가동, 재고수준 바닥
- 글로벌 경기 호황 지속으로 등/경유 고마진 유지, 휘발유 계절적 성수기 수요 진입으로 정제마진 회복

## 하반기 주가 핵심 key-word는 RUC&ODC 프로젝트 정상 가동 여부

- 지난 3년간 투자한 RUC/ODC 프로젝트 7~8월 경 상업가동 준비 예정, PO/PP 4분기 중 가동
- 차질없는 정상가동 여부가 하반기 동사의 이익 성장과 주가 상승의 핵심 키워드

## 정유업종 최선호주 유지, 적정주가는 16.5만원 유지

- 18년 이익 1.5조원(+12.1% YoY), 순이익 1.2조원(-0.6% YoY), DPS 7,400원 예상
- 3Q 고도화설비, 4Q PO/PP 신규 가동으로 제품 Mix 다변화 및 이익 성장

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2017	20,891.4	1,373.3	1,246.5	10,870	3.6	58,682	10.8	2.0	9.7	18.8	120.5
2018E	22,730.0	1,539.6	1,225.0	10,679	-1.8	61,848	10.8	1.9	8.5	17.4	133.8
2019E	24,250.5	2,243.4	1,804.9	15,829	48.2	69,987	7.3	1.6	6.0	23.5	136.1
2020E	24,410.6	2,313.9	1,869.1	16,400	3.6	78,676	7.0	1.5	5.5	21.6	132.3

# S-Oil (010950)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,321.8	20,891.4	22,730.0	24,250.5	24,410.6
매출액증가율(%)	-8.8	28.0	8.8	6.7	0.7
매출원가	14,020.9	18,783.1	20,832.0	21,624.7	21,711.8
매출총이익	2,301.0	2,108.2	1,898.0	2,625.8	2,698.8
판매비와관리비	684.1	735.0	358.4	382.4	384.9
영업이익	1,616.9	1,373.3	1,539.6	2,243.4	2,313.9
영업이익률(%)	9.9	6.6	6.8	9.3	9.5
금융손익	-59.8	203.4	114.3	176.0	191.2
종속/관계기업관련손익	6.7	5.1	10.8	12.0	12.0
기타영업외손익	11.4	63.1	-25.0	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	1,575.1	1,644.9	1,639.7	2,406.5	2,492.1
법인세비용	369.7	398.4	414.7	601.6	623.0
당기순이익	1,205.4	1,246.5	1,225.0	1,804.9	1,869.1
지배주주지분 순이익	1,205.4	1,246.5	1,225.0	1,804.9	1,869.1

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,974.4	6,774.9	7,064.7	8,780.5	10,230.1
현금및현금성자산	767.4	480.1	997.9	2,342.1	3,749.8
매출채권	1,154.6	1,538.8	1,464.7	1,557.8	1,568.3
재고자산	2,423.4	2,790.7	2,613.6	2,779.8	2,798.5
비유동자산	5,984.6	8,312.6	9,797.3	10,489.7	11,078.0
유형자산	5,710.8	7,968.7	9,459.1	10,149.8	10,742.5
무형자산	54.5	105.2	97.7	91.4	86.1
투자자산	123.4	124.6	126.3	134.3	135.2
자산총계	13,959.0	15,087.5	16,862.0	19,270.1	21,308.1
유동부채	4,832.8	4,544.4	5,146.8	5,831.4	5,894.5
매입채무	1,140.7	1,733.3	1,756.5	1,868.1	1,880.8
단기차입금	1,788.6	1,355.4	1,595.4	1,795.4	1,975.4
유동성장기부채	357.3	14.2	94.2	174.2	234.2
비유동부채	2,734.7	3,700.4	4,503.4	5,278.0	6,239.6
사채	1,971.2	2,670.3	3,270.3	3,870.3	4,670.3
장기차입금	592.4	804.4	1,004.4	1,164.4	1,324.4
부채총계	7,567.4	8,244.8	9,650.2	11,109.3	12,134.1
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	25.0	23.4	23.4	23.4	23.4
이익잉여금	4,745.4	5,198.1	5,567.3	6,516.3	7,529.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,391.6	6,842.6	7,211.8	8,160.8	9,174.0

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,722.0	1,143.3	1,766.9	2,267.8	2,465.1
당기순이익(손실)	1,205.4	1,246.5	1,225.0	1,804.9	1,869.1
유형자산감가상각비	278.4	285.4	417.6	509.4	607.3
무형자산상각비	8.3	8.8	7.4	6.3	5.3
운전자본의 증감	-188.2	-236.3	127.7	-40.7	-4.6
투자활동 현금흐름	-1,966.9	-832.2	-1,922.1	-1,308.3	-1,201.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,063.6	-2,414.1	-1,908.0	-1,200.0	-1,200.0
투자자산의 감소(증가)	17.4	3.9	9.1	4.0	11.1
재무활동 현금흐름	811.1	-598.3	673.1	384.6	144.2
차입금증감	1,154.1	91.2	1,360.1	1,240.5	1,000.1
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	566.2	-287.4	517.9	1,344.1	1,407.7
기초현금	201.2	767.4	480.1	997.9	2,342.1
기말현금	767.4	480.1	997.9	2,342.1	3,749.8

## Key Financial Data

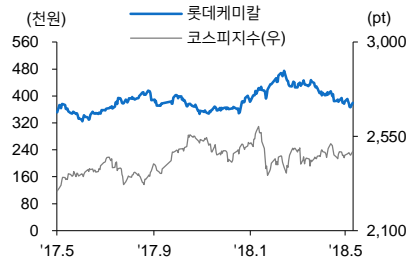
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	144,976	185,565	201,896	215,401	216,823
EPS(지배주주)	10,494	10,870	10,679	15,829	16,400
CFPS	16,875	16,574	18,650	26,150	27,193
EBITDAPS	16,909	14,811	17,451	24,507	25,994
BPS	54,814	58,682	61,848	69,987	78,676
DPS	6,200	5,900	7,400	7,400	7,400
배당수익률(%)	7.3	5.0	6.4	6.4	6.4
Valuation(Multiple)					
PER	8.1	10.8	10.8	7.3	7.0
PCR	5.0	7.1	6.2	4.4	4.2
PSR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR	1.5	2.0	1.9	1.6	1.5
EBITDA	1,903.6	1,667.4	1,964.7	2,759.1	2,926.5
EV/EBITDA	5.4	9.7	8.5	6.0	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.5	18.8	17.4	23.5	21.6
EBITDA이익률	11.7	8.0	8.6	11.4	12.0
부채비율	118.4	120.5	133.8	136.1	132.3
금융비용부담률	0.3	0.3	1.1	1.3	1.5
이자보상배율(x)	28.7	23.6	6.1	7.2	6.4
매출채권회전율(x)	14.9	15.5	15.1	16.0	15.6
재고자산회전율(x)	8.1	8.0	8.4	9.0	8.8

# 롯데케미칼(011170) 이제는 쉬어갈 기회를 주지 않는다

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

## Buy

적정주가 (12개월)	600,000원
현재주가 (5. 30)	363,000원
상승여력	65.2%
KOSPI	2,409.03pt
시가총액	124,420억원
발행주식수	3,428만주
유통주식비율	46.45%
외국인비중	32.65%
52주 최고/최저가	474,500원 / 325,000원
평균거래대금	480.7억원
<b>주요주주(%)</b>	
롯데물산 외 4인	53.55
국민연금	9.08
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	-6.1 -5.5
6개월	7.0 8.6
12개월	1.1 -4.0
<b>주가그래프</b>	



## 글로벌 석유화학 패러다임의 변화일 뿐, Super-Cycle 현재 진행 형!

- 1차 호황(16~17년) 저유가 기반의 원가 Cycle: 머뭇거린 신규 투자→ 공급 부족 초래
- 2차 호황(17년 이후 현재) 수요-Driven Cycle→ 경기 개선에 따른 수요 회복과 타이트한 수급 지속

## 유가, 단기 Peak-out. 유가 상승에 대한 과민 반응할 필요 적어→ 수익성 한계 설비 나타나기 마련

- 나프타 강세(690달러/톤에 육박) 부담감으로 국내 NCC를 영위하는 기업들의 주가 급락
- 원재료 강세는 일시적 부담감이며 Cost-push에 따른 긍정적 래깅효과 발현될 전망
- 수익성 한계 설비 발생: 17년 1차 중국 CTO/MTO 설비→ 2020년 2차 유럽/일본 NCC 약 1,000만톤/연 규모

## 화학업종 최선호주 및 기존 적정주가 60만원 유지

- 1Q18 실적 부진 요인(Titan 일회성 비용, 부정적 래깅효과) 제거→ 영업이익 분기 우상향
- 19년 북미 ECC 신규가동으로 연간 영업이익 3,500억원 창출하며 업종 내 연간 증익이 확실한 대장주
- 중간배당 검토 등 주주친화적 배당정책 검토 중. 최근 주가하락으로 17년 배당수익률 4% 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	13,223.5	2,544.3	1,835.8	53,561	85.5	273,173	6.9	1.4	4.5	21.7	68.8
2017	15,874.5	2,929.7	2,243.9	65,466	24.4	335,215	5.6	1.1	3.5	21.5	59.5
2018E	16,990.4	2,915.7	2,330.8	68,002	7.3	381,217	6.1	1.1	3.7	19.0	55.3
2019E	18,009.8	3,383.5	2,699.8	78,767	15.8	434,984	5.3	1.0	3.0	19.3	50.2
2020E	19,352.1	3,612.8	2,938.1	85,720	8.8	490,704	4.8	0.8	2.6	18.5	46.4



## 롯데케미칼 (011170)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	13,223.5	15,874.5	16,990.4	18,009.8	19,352.1
매출액증가율(%)	12.9	20.0	7.0	6.0	7.5
매출원가	9,956.8	12,081.9	13,373.5	13,883.0	14,940.1
매출총이익	3,266.7	3,792.6	3,616.9	4,126.9	4,412.0
판매비와관리비	722.5	862.9	701.2	743.4	799.2
영업이익	2,544.3	2,929.7	2,915.7	3,383.5	3,612.8
영업이익률(%)	19.2	18.5	17.2	18.8	18.7
금융손익	-84.9	-20.1	36.5	51.8	68.6
종속/관계기업관련손익	71.5	284.4	303.3	301.4	385.0
기타영업외손익	-43.5	-109.4	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	2,487.4	3,084.7	3,255.5	3,736.7	4,066.5
법인세비용	650.2	800.1	803.8	896.8	976.0
당기순이익	1,837.2	2,284.6	2,451.8	2,839.9	3,090.5
지배주주지분 순이익	1,835.8	2,243.9	2,330.8	2,699.8	2,938.1
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,851.7	8,225.5	10,695.3	11,820.9	13,492.7
현금및현금성자산	2,202.9	1,685.2	3,123.5	4,087.0	5,514.3
매출채권	1,483.7	1,600.0	838.7	892.6	974.0
재고자산	1,477.2	1,536.0	1,681.6	1,789.7	1,952.9
비유동자산	10,015.2	11,325.5	12,465.3	13,699.2	15,024.8
유형자산	5,546.7	6,716.2	7,799.7	8,894.4	9,986.1
무형자산	1,792.4	1,710.6	1,658.1	1,615.4	1,574.7
투자자산	2,528.2	2,727.2	2,829.7	3,011.6	3,286.2
자산총계	15,866.8	19,551.0	23,160.6	25,520.1	28,517.5
유동부채	3,448.8	3,790.9	5,635.6	5,897.6	6,293.0
매입채무	911.6	1,186.0	1,270.6	1,352.3	1,475.6
단기차입금	1,414.7	703.5	766.4	766.4	766.4
유동성장기부채	331.2	795.1	793.9	793.9	793.9
비유동부채	3,017.2	3,505.3	3,972.6	4,102.1	4,656.9
사채	1,893.7	1,288.3	838.5	318.5	318.5
장기차입금	545.9	1,415.5	2,292.5	2,892.5	3,372.5
부채총계	6,466.0	7,296.2	9,608.3	9,999.7	10,949.9
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	478.6	880.7	880.8	880.8	880.8
기타포괄이익누계액	226.2	-144.6	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	8,487.0	10,582.1	11,843.6	13,726.9	15,681.9
비지배주주지분	37.7	765.1	843.6	928.3	1,020.5
자본총계	9,400.8	12,254.8	13,552.4	15,520.4	17,567.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,700.6	3,129.0	2,751.0	3,771.7	4,196.1
당기순이익(손실)	1,837.2	2,284.6	2,439.1	2,824.9	3,075.4
유형자산감가상각비	561.2	606.0	699.4	905.3	1,108.3
무형자산상각비	67.9	85.2	53.2	42.7	40.7
운전자본의 증감	-138.7	70.0	-560.0	11.0	0.4
투자활동 현금흐름	-3,564.6	-4,717.6	-1,717.3	-2,062.9	-2,332.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,588.2	-2,019.9	-1,798.5	-2,000.0	-2,200.0
투자자산의 감소(증가)	-612.2	-199.1	-102.5	-181.9	-274.6
재무활동 현금흐름	1,100.5	1,114.5	405.2	-745.2	-436.3
차입금증감	1,776.7	75.1	1,050.5	115.7	533.9
자본의증가	2.1	402.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	260.7	-517.7	1,438.3	963.5	1,427.3
기초현금	1,942.2	2,202.9	1,685.2	3,123.5	4,087.0
기말현금	2,202.9	1,685.2	3,123.5	4,087.0	5,514.3
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	385,803	463,146	495,703	525,444	564,606
EPS(지배주주)	53,561	65,466	69,028	79,947	87,037
CFPS	93,730	106,472	114,397	135,747	150,747
EBITDAPS	92,585	105,641	107,025	126,371	138,930
BPS	273,173	335,215	370,783	425,730	482,767
DPS	4,000	10,500	22,000	25,000	30,000
배당수익률(%)	1.1	2.9	6.1	6.9	8.3
Valuation(Multiple)					
PER	6.9	5.6	5.3	4.5	4.2
PCR	3.9	3.5	3.2	2.7	2.4
PSR	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
PBR	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
EBITDA	3,173.4	3,620.9	3,668.3	4,331.4	4,761.9
EV/EBITDA	4.5	3.5	3.4	2.7	2.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.7	21.5	19.6	20.1	19.2
EBITDA이익률	24.0	22.8	21.6	24.1	24.6
부채비율	68.8	59.5	70.9	64.4	62.3
금융비용부담률	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
이자보상배율(x)	33.3	27.3	28.8	31.7	31.9
매출채권회전율(x)	10.6	10.3	13.9	20.8	20.7
재고자산회전율(x)	10.0	10.5	10.6	10.4	10.3

# 금호석유화학(011780) 하반기 shooting을 위한 예열 중

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

Buy

적정주가 (12개월)	130,000원
현재주가 (5. 30)	101,000원
상승여력	28.7%
KOSPI	2,409.03pt
시가총액	30,772억원
발행주식수	3,047만주
유동주식비율	56.94%
외국인비중	28.91%
52주 최고/최저가	111,000원 / 67,100원
평균거래대금	157.6억원
<b>주요주주(%)</b>	
박찬구 외 5인	24.70
국민연금	9.55
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	8.2 8.7
6개월	22.5 24.3
12개월	29.1 22.7
<b>주가그래프</b>	



## 18년 원재료 부타디엔 강세를 맞이하는 글로벌 합성고무 설비들의 자세

- 5월 현재 부타디엔 1,700달러/톤을 상회→ 1년 새 고점 수준으로 상승
- 원재료 상승에 고객 숙인 설비(중국 합성고무 업체 설비 가동 중단 발표) vs 극복한 설비(금호석유화학)
- 지난 3년간 글로벌 합성고무 신증설 전무, 글로벌 합성고무 가동률 70% 수준→ 점진적 업황 개선을 방증

## 전 사업부 개선: 변화된 이익 창출력

- 18년 합성고무 수급 Bottom-out, ABS가 주도하는 합성수지, P&B(중국 공급부족과 전방 수요 개선)
- 지분법 회사 금호Mitsui MDI 증설(35만톤/연) 효과 및 업황 호조세 지속

## 화학업종 최선호주 및 적정주가 13만원을 제시: 개선되는 연간 이익에 주목하자

- 1Q18 영업이익 1,658억원으로 실적 서프라이즈 달성→ 연간 이익은 5,792억원(+120% YoY)으로 증가 전망
- 특히 페놀체인 강세에 주목: (1) BPA/에폭시/PC 다운스트림 강세에 따른 Demand-pull 효과 발생

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	3,970.4	157.1	73.3	2,320	-34.5	48,363	35.3	1.7	12.5	4.6	163.1
2017	5,064.8	262.6	213.6	6,906	174.3	55,019	14.4	1.8	10.0	12.3	134.0
2018E	5,309.6	585.6	489.1	15,947	135.5	68,784	6.1	1.4	5.2	23.6	133.5
2019E	5,530.9	597.5	508.4	16,581	2.1	83,125	5.9	1.2	4.7	20.0	129.4
2020E	5,617.6	621.7	537.8	17,547	5.8	98,345	5.6	1.0	4.0	17.7	119.5

## 금호석유화학 (011780)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,970.4	5,064.8	5,309.6	5,530.9	5,617.6
매출액증가율(%)	0.9	27.6	4.8	4.2	1.6
매출원가	3,637.5	4,636.5	4,472.3	4,670.5	4,728.9
매출총이익	332.9	428.3	837.3	860.4	888.6
판매비와관리비	175.9	165.6	251.7	262.9	266.9
영업이익	157.1	262.6	585.6	597.5	621.7
영업이익률(%)	4.0	5.2	11.0	10.8	11.1
금융손익	-67.2	-27.5	-61.2	-74.8	-84.4
종속/관계기업관련손익	27.6	89.1	149.2	164.2	189.4
기타영업외손익	-4.6	-34.4	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	112.9	289.8	673.5	686.9	726.6
법인세비용	32.1	72.1	165.1	168.2	177.9
당기순이익	80.8	217.7	508.3	518.7	548.8
지배주주지분 순이익	73.3	213.6	489.1	508.4	537.8
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,255.3	1,332.7	1,990.3	2,447.2	2,906.6
현금및현금성자산	197.0	234.4	746.2	1,156.0	1,581.3
매출채권	520.9	588.5	672.6	698.0	716.4
재고자산	445.5	426.8	474.7	492.7	505.7
비유동자산	3,290.8	3,247.1	3,249.3	3,348.5	3,448.5
유형자산	2,564.8	2,440.3	2,426.7	2,497.8	2,577.8
무형자산	17.3	14.9	13.1	11.2	9.7
투자자산	664.7	768.6	791.0	820.9	842.5
자산총계	4,546.1	4,579.8	5,239.6	5,795.7	6,355.1
유동부채	2,145.6	1,913.9	2,091.5	2,136.2	2,134.0
매입채무	373.7	398.2	381.9	396.3	406.8
단기차입금	971.8	899.8	968.8	888.8	808.8
유동성장기부채	539.3	326.2	350.8	350.8	350.8
비유동부채	672.7	709.1	742.3	747.7	761.5
사채	143.8	247.9	202.8	162.8	142.8
장기차입금	415.7	335.2	394.2	434.2	464.2
부채총계	2,818.2	2,623.0	2,833.9	2,883.9	2,895.5
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	266.5	266.5	266.5	266.5	266.5
기타포괄이익누계액	18.2	46.1	42.1	42.1	42.1
이익잉여금	1,207.9	1,403.0	1,836.8	2,332.2	2,868.5
비지배주주지분	108.2	114.2	133.2	143.9	155.4
자본총계	1,727.9	1,956.8	2,405.7	2,911.8	3,459.6

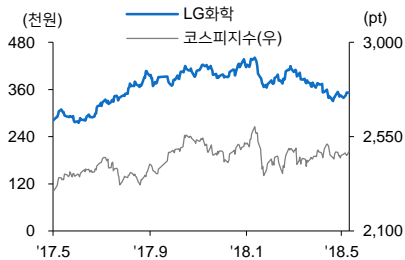
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	296.8	421.1	560.4	788.7	845.7
당기순이익(손실)	80.8	217.7	503.9	534.1	575.8
유형자산감가상각비	202.8	215.1	248.7	268.9	280.0
무형자산상각비	3.2	2.8	2.2	1.9	1.6
운전자본의 증감	-20.2	-39.5	-216.2	-16.1	-11.6
투자활동 현금흐름	-250.7	-106.0	-251.1	-371.2	-382.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-272.7	-106.0	-253.1	-340.0	-360.0
투자자산의 감소(증가)	29.4	-14.9	-22.4	-29.9	-21.6
재무활동 현금흐름	103.6	-276.7	202.3	-7.8	-37.8
차입금증감	165.4	-261.5	228.5	20.3	-9.8
자본의증가	-1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	149.7	37.5	511.8	409.8	425.4
기초현금	47.3	197.0	234.4	746.2	1,156.0
기말현금	197.0	234.4	746.2	1,156.0	1,581.3
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	130,316	166,234	174,269	181,532	184,377
EPS(지배주주)	2,320	6,906	15,819	17,076	18,417
CFPS	12,824	17,332	30,968	33,885	35,861
EBITDAPS	11,916	15,771	27,250	28,496	29,647
BPS	48,363	55,019	67,855	82,646	98,658
DPS	800	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	35.3	14.4	6.4	5.9	5.5
PCR	6.4	5.7	3.3	3.0	2.8
PSR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
PBR	1.7	1.8	1.5	1.2	1.0
EBITDA	363.0	480.5	830.2	868.2	903.3
EV/EBITDA	12.5	10.0	5.5	4.8	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.6	12.3	23.6	20.8	18.6
EBITDA이익률	9.1	9.5	15.6	15.7	16.1
부채비율	163.1	134.0	117.8	99.0	83.7
금융비용부담률	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2
이자보상배율(x)	2.7	4.0	9.1	8.8	9.1
매출채권회전율(x)	8.3	9.1	8.4	8.1	7.9
재고자산회전율(x)	9.5	11.6	11.8	11.4	11.3

# LG화학(051910) 전지 Turn-around

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

Buy

적정주가 (12개월)	560,000원
현재주가 (5. 30)	330,500원
상승여력	69.4%
KOSPI	2,409.03pt
시가총액	233,308억원
발행주식수	7,059만주
유동주식비율	64.28%
외국인비중	39.47%
52주 최고/최저가	441,500원 / 275,500원
평균거래대금	784.9억원
<b>주요주주(%)</b>	
LG외 4인	33.38
국민연금	9.08
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	-0.7
6개월	-16.3
12개월	15.6
9.8	
<b>주가그래프</b>	



동사의 석유화학 제품 포트폴리오를 고려하면 유가 상승과 글로벌 수급 변동 부담감 적어진다

- 18년 북미 ECC 증설 Cycle 도래→ PE 등 올레핀에 집중된 공급  
→ 동사의 화학 포트폴리오는 ABS, PVC/가소제 등에 집중되어 수급 변동에 따른 부담감 제한적
- 지난 3년간 누적된 올레핀의 강세가 18년 현재 아로마틱스를 비롯한 다운스트림 제품 강세로 "확산"

유가, 단기 Peak-out. 유가 상승에 대한 과민 반응할 필요 적어→ 수익성 한계 설비 나타나기 마련

- 나프타 강세(690달러/톤에 육박) 부담감으로 국내 NCC를 영위하는 기업들의 주가 급락
- 원재료 강세는 일시적 부담감이며 Cost-push에 따른 긍정적 래깅효과 발현될 전망
- 수익성 한계 설비 발생: 17년 1차 중국 CTO/MTO 설비→ 2020년 2차 유럽/일본 NCC 약 1,000만톤/연 규모

화학업종 차선후주로 제시하며 적정주가 56만원을 유지

- 주가의 핵심은 전지: 하반기 동사의 EV 배터리 BEP 도달 가능성이 높아 전지 모멘텀 유효
- 18년 연간 이익은 2.8조원(-1.4% YoY)을 추정하며, 기존 적정주가 56만원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2017	25,698.0	2,928.5	1,945.3	26,904	49.3	206,544	15.1	2.0	7.1	12.9	53.3
2018E	26,554.0	2,888.3	2,075.7	28,746	3.8	227,183	12.5	1.6	6.1	12.2	48.8
2019E	29,579.4	3,107.6	2,180.5	30,231	5.2	249,160	11.9	1.4	5.5	11.7	51.3
2020E	31,733.4	3,650.7	2,592.4	36,066	19.0	276,400	10.0	1.3	4.7	12.6	48.3

## LG화학 (051910)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	20,659.3	25,698.0	26,554.0	29,579.4	31,733.4
매출액증가율(%)	2.2	24.4	3.3	11.4	7.3
매출원가	16,595.1	20,134.5	18,418.6	20,422.4	21,653.9
매출총이익	4,064.2	5,563.5	8,135.4	9,157.0	10,079.5
판매비와관리비	2,072.3	2,635.1	5,247.0	6,049.4	6,428.8
영업이익	1,991.9	2,928.5	2,888.3	3,107.6	3,650.7
영업이익률(%)	9.6	11.4	10.9	10.5	11.5
금융손익	-120.3	-79.4	-89.0	-101.6	-105.0
종속/관계기업관련손익	-3.8	6.6	12.0	12.0	12.0
기타영업외손익	-208.0	-291.8	-120.0	-120.0	-120.0
세전계속사업이익	1,659.8	2,563.9	2,691.4	2,898.0	3,437.7
법인세비용	378.8	541.9	594.7	695.5	825.1
당기순이익	1,281.0	2,022.0	2,096.6	2,202.5	2,612.7
지배주주지분 순이익	1,281.1	1,945.3	2,075.7	2,180.5	2,592.4

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,226.9	11,205.6	11,108.9	12,289.0	13,218.5
현금및현금성자산	1,474.4	2,249.3	2,485.9	2,288.6	2,376.9
매출채권	3,533.7	4,448.7	4,272.8	4,999.9	5,444.0
재고자산	2,965.2	3,352.5	3,219.9	3,767.9	4,102.5
비유동자산	11,260.1	13,835.6	15,645.2	17,552.3	19,220.2
유형자산	9,680.1	11,211.5	13,081.6	14,975.4	16,650.0
무형자산	832.1	1,823.2	1,776.5	1,732.3	1,690.3
투자자산	349.1	352.5	338.5	396.2	431.3
자산총계	20,487.1	25,041.2	26,754.1	29,841.3	32,438.7
유동부채	5,446.9	6,644.7	6,739.4	8,008.2	8,406.7
매입채무	1,723.3	2,014.8	1,935.1	2,264.4	2,465.6
단기차입금	1,633.9	957.9	1,107.9	1,257.9	1,377.9
유동성장기부채	578.7	493.5	643.5	913.5	673.5
비유동부채	989.2	2,058.0	2,039.6	2,115.5	2,161.8
사채	39.7	1,047.3	1,047.3	1,047.3	1,047.3
장기차입금	608.0	519.0	519.0	519.0	519.0
부채총계	6,436.1	8,702.6	8,779.0	10,123.7	10,568.5
자본금	369.5	391.4	391.4	391.4	391.4
자본잉여금	1,157.8	2,274.4	2,274.4	2,274.4	2,274.4
기타포괄이익누계액	-37.0	-173.8	-173.8	-173.8	-173.8
이익잉여금	12,462.8	14,039.3	15,654.9	17,375.3	19,507.7
비지배주주지분	113.6	170.1	191.0	213.0	233.3
자본총계	14,051.0	16,338.6	17,975.1	19,717.6	21,870.2

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,516.7	3,180.8	3,857.5	3,740.4	4,623.6
당기순이익(손실)	1,281.0	2,022.0	2,096.6	2,202.5	2,612.7
유형자산감가상각비	1,282.4	1,305.3	1,604.8	1,946.2	2,245.4
무형자산상각비	54.3	96.7	46.7	44.2	41.9
운전자본의 증감	-382.1	-714.8	109.5	-452.6	-276.4
투자활동 현금흐름	-1,736.8	-1,640.4	-3,461.0	-3,897.6	-3,955.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,398.5	-2,252.6	-3,474.9	-3,840.0	-3,920.0
투자자산의 감소(증가)	-22.1	3.2	13.9	-57.6	-35.2
재무활동 현금흐름	-1,007.3	-736.5	-160.1	-40.1	-580.1
차입금증감	231.9	154.3	300.0	420.0	-120.0
자본의증가	0.0	1,138.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-230.6	775.0	236.5	-197.3	88.3
기초현금	1,704.9	1,474.4	2,249.3	2,485.9	2,288.6
기말현금	1,474.4	2,249.3	2,485.9	2,288.6	2,376.9

### Key Financial Data

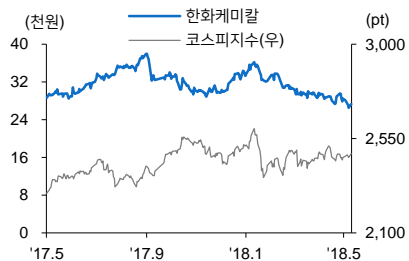
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	311,739	364,095	376,160	419,017	449,531
EPS(지배주주)	18,751	26,904	28,746	30,231	36,066
CFPS	46,573	55,105	62,213	70,122	82,020
EBITDAPS	50,227	61,356	64,310	72,219	84,117
BPS	188,597	206,544	227,183	249,160	276,400
DPS	5,000	6,000	6,000	6,000	6,000
배당수익률(%)	1.9	1.5	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	13.9	15.1	12.5	11.9	10.0
PCR	5.6	7.3	5.8	5.1	4.4
PSR	0.8	1.1	1.0	0.9	0.8
PBR	1.4	2.0	1.6	1.4	1.3
EBITDA	3,328.6	4,330.5	4,539.8	5,098.1	5,938.0
EV/EBITDA	5.8	7.1	6.1	5.5	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.5	12.9	12.2	11.7	12.6
EBITDA이익률	16.1	16.9	17.1	17.2	18.7
부채비율	45.8	53.3	48.8	51.3	48.3
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	25.9	29.3	32.6	31.2	35.3
매출채권회전율(x)	6.1	6.4	6.1	6.4	6.1
재고자산회전율(x)	7.8	8.1	8.1	8.5	8.1

# 한화케미칼(009830) 화학&태양광만으로 주가 업사이드 충분

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

Buy

적정주가 (12개월)	45,000원
현재주가 (5. 30)	26,200원
상승여력	71.7%
KOSPI	2,409.03pt
시가총액	42,735억원
발행주식수	16,311만주
유동주식비율	63.32%
외국인비중	28.22%
52주 최고/최저가	38,000원 / 26,500원
평균거래대금	221.7억원
<b>주요주주(%)</b>	
한화 외 5인	36.68
국민연금	8.35
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	-4.7
6개월	-8.1
12개월	-6.5
상대주가	-11.2
<b>주가그래프</b>	



## TDI는 4주째 반등 중! → 공급 부담감 크지 않았다

- 5월 독일 BASF TDI 재가동 소식으로 4월 TDI 급락(고점대비 -36% 하락): 공급변화에 민감한 제품 가격
- 5월 현재 4주 연속 반등하며 4,755달러/톤으로 회복. 수요 성장률(+5%)이 공급 변화를 흡수
- 18년 연중 TDI 건조한 업황을 예상하며, DNT-TDI 체인에 긍정적 전망을 제시

## 미국 Safeguard 발동에도 불구하고, 태양광 사업 흑자기조 유지

- 18년 동사의 모듈 예상 출하량 5.5~5.7GW(17년 출하량 5.5GW)→ 신규 시장 확보, 주거용 수요 확대
- 적자 제품 Wafer 생산 중단에 따른 수익성 제고
- 하반기 태양광 계절적 성수기 수요 도래로 수익성 유지될 전망

## 화학업종 차선후주이며, 적정주가 4.5만원을 유지

- 2Q18 영업이익 1,902억원(+10.5% QoQ, -13.1% YoY), 18년 연간 이익 7,586억원(+0.3% YoY) 추정
- 18년 추정치 기준 PBR 0.6배까지 하락한 주가
- 석유화학 꾸준한 이익과 태양광 흑자 유지에 초점을 둔다면 주가 상승 여력이 재차 부각될 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	9,258.8	779.2	755.3	4,593	321.3	31,850	5.4	0.8	6.4	15.2	152.7
2017	9,341.8	756.4	824.7	5,001	7.9	36,250	6.3	0.9	7.3	14.6	120.6
2018E	8,768.6	758.6	1,273.4	7,777	57.2	44,032	3.8	0.7	6.0	19.2	97.0
2019E	9,020.7	808.9	966.6	5,923	-21.5	49,571	5.0	0.6	5.1	12.6	88.5
2020E	9,276.2	934.4	253.6	1,552	15.1	55,904	19.1	0.5	4.1	2.9	80.2

## 한화케미칼 (009830)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,258.8	9,341.8	8,768.6	9,020.7	9,276.2
매출액증가율(%)	15.2	0.9	-6.1	2.9	2.8
매출원가	7,211.2	7,386.3	6,751.4	6,917.7	7,011.2
매출총이익	2,047.6	1,955.5	2,017.1	2,103.1	2,265.0
판매비와관리비	1,268.4	1,199.1	1,258.6	1,294.2	1,330.6
영업이익	779.2	756.4	758.6	808.9	934.4
영업이익률(%)	8.4	8.1	8.7	9.0	10.1
금융손익	-151.0	-131.8	-110.9	-97.7	-87.9
종속/관계기업관련손익	423.3	593.1	533.2	555.3	606.8
기타영업외손익	-165.2	-151.9	471.9	472.0	472.0
세전계속사업이익	886.4	1,065.9	1,652.7	1,738.5	1,925.3
법인세비용	115.4	231.3	326.7	254.7	293.3
당기순이익	770.9	834.5	1,302.8	1,018.8	1,173.0
지배주주지분 순이익	755.3	824.7	1,273.4	966.6	253.6
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,523.9	4,222.5	5,100.6	6,087.6	7,143.6
현금및현금성자산	1,012.3	805.0	1,834.4	2,753.0	3,659.5
매출채권	1,500.4	1,637.0	1,555.8	1,592.5	1,672.7
재고자산	1,420.7	1,143.8	1,087.1	1,112.7	1,168.7
비유동자산	9,294.0	9,427.0	9,546.1	9,738.1	9,995.1
유형자산	5,761.0	5,588.2	5,860.0	5,989.6	6,104.6
무형자산	426.2	422.1	417.4	412.9	408.5
투자자산	2,628.7	2,987.0	2,838.9	2,905.8	3,052.2
자산총계	13,817.9	13,649.5	14,646.7	15,825.6	17,138.7
유동부채	4,963.0	4,894.2	4,432.5	4,483.0	4,593.4
매입채무	1,234.5	1,305.2	1,240.6	1,269.8	1,333.7
단기차입금	1,855.2	2,011.9	1,661.9	1,661.9	1,661.9
유동성장기부채	399.8	629.5	629.5	629.5	629.5
비유동부채	3,386.6	2,567.8	2,780.8	2,947.5	3,034.1
사채	1,354.2	1,038.7	1,438.7	1,738.7	1,938.7
장기차입금	1,220.5	737.3	587.3	437.3	287.3
부채총계	8,349.6	7,462.0	7,213.4	7,430.5	7,627.5
자본금	829.7	829.7	829.7	829.7	829.7
자본잉여금	828.5	829.0	829.0	829.0	829.0
기타포괄이익누계액	43.6	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
이익잉여금	3,586.4	4,364.7	5,581.2	6,490.8	7,530.8
비지배주주지분	183.4	172.3	201.7	253.9	329.9
자본총계	5,468.3	6,187.5	7,433.3	8,395.2	9,511.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,151.0	916.2	1,337.3	1,034.5	1,140.2
당기순이익(손실)	770.9	834.5	1,302.8	1,018.8	1,173.0
유형자산감가상각비	430.3	420.0	448.2	470.4	485.0
무형자산상각비	15.0	15.5	4.6	4.5	4.4
운전자본의 증감	-121.6	-197.6	3.9	-1.5	-3.2
투자활동 현금흐름	-460.1	-403.2	-13.0	-76.7	-93.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-614.8	-492.4	-720.0	-600.0	-600.0
투자자산의 감소(증가)	99.2	234.9	681.2	488.5	460.4
재무활동 현금흐름	-318.2	-685.6	-294.9	-39.1	-140.6
차입금증감	-198.6	-388.9	-100.7	150.3	50.7
자본의증가	13.3	0.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	367.5	-207.3	1,029.4	918.7	906.5
기초현금	644.8	1,012.3	805.0	1,834.4	2,753.0
기말현금	1,012.3	805.0	1,834.4	2,753.0	3,659.5
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	56,337	56,683	53,572	55,305	56,871
EPS(지배주주)	4,593	5,001	7,777	5,923	1,552
CFPS	7,273	6,276	10,142	7,913	8,808
EBITDAPS	7,451	7,232	7,401	7,870	8,729
BPS	31,850	36,250	44,032	49,571	55,904
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	1.4	1.1	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	5.4	6.3	3.8	5.0	19.1
PCR	3.4	5.0	2.9	3.7	3.4
PSR	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR	0.8	0.9	0.7	0.6	0.5
EBITDA	1,224.5	1,191.9	1,211.4	1,283.7	1,423.8
EV/EBITDA	6.4	7.3	6.0	5.1	4.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.2	14.6	19.2	12.6	2.9
EBITDA이익률	13.2	12.8	13.8	14.2	15.3
부채비율	152.7	120.6	97.0	88.5	80.2
금융비용부담률	1.9	1.6	1.6	1.5	1.4
이자보상배율(x)	4.5	5.1	5.5	6.1	7.0
매출채권회전율(x)	5.7	6.0	5.5	5.7	5.7
재고자산회전율(x)	5.7	7.3	7.9	8.2	8.1

# 코오롱인더스트리(120110) 머지않아 찾아올 매수 시점

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

Buy

적정주가 (12개월)	100,000원
현재주가 (5. 30)	66,300원
상승여력	50.8%
KOSPI	2,409.03pt
시가총액	17,016억원
발행주식수	2,567만주
유동주식비율	62.89%
외국인비중	16.42%
52주 최고/최저가	89,000원 / 63,300원
평균거래대금	84.4억원
<b>주요주주(%)</b>	
코오롱 외 11인	32.80
국민연금	13.23
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	-4.5 -4.0
6개월	-21.6 -20.5
12개월	-6.8 -11.5
<b>주가그래프</b>	



## 1Q18 시장 예상치를 하회한 부진한 실적

- 결국 원재료 가격 상승의 가격 전가가 관건
- (1) 환율하락으로 산업자재/화학부문 이익 감소, (2) 원가 상승에 따른 수익성 하락, (3) 중국 자회사 부진

## 사업 정상화 예열 중: 하반기 원가 상승분 제품가격 전가, 주요 사업부 증설에 따른 외형확대 가능

- 사업부별 주요 원재료: 산업자재(PTA, MEG), 화학(폐놀, ECH, 에폭시 등) 수익성 하반기에 회복
- 2H18 이익 회복과 주가 상승 선결 조건은 (1) 증설 제품 정상 가동, (2) 고객사 폴더블 스마트폰 양산계획

## 투자의견 Buy와 적정주가 10만원 유지

- 불씨가 남아있는 CPI 기대감→ 기계적 완공 완료, 현재 시운전 중
- 산업자재 베트남 타이어코드 정상 가동에 따른 외형 확대와 수익성 개선 효과
- 18년 연간 이익 1,741억원(-12.0% YoY)을 바닥으로 연간 이익 회복 추세를 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	4,562.2	276.7	170.2	6,647	-217.7	70,954	11.1	1.0	8.0	8.9	147.0
2017	4,607.0	198.0	135.1	5,234	-31.0	76,824	17.0	1.2	11.1	6.5	143.8
2018E	4,981.3	174.2	134.8	5,128	8.7	80,438	13.5	0.9	13.9	6.0	155.0
2019E	5,499.1	246.8	142.0	5,411	9.2	84,329	12.8	0.8	11.3	6.1	164.4
2020E	5,808.2	265.0	153.6	5,862	8.3	88,627	11.8	0.8	10.8	6.2	163.8



## 코오롱인더스트리 (120110)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,562.2	4,607.0	4,981.3	5,499.1	5,808.2
매출액증가율(%)	-6.1	1.0	8.1	10.4	5.6
매출원가	3,281.7	3,426.3	3,998.1	4,179.4	4,376.6
매출총이익	1,280.5	1,180.7	983.2	1,319.7	1,431.7
판매비와관리비	1,003.8	982.7	809.0	1,073.0	1,166.7
영업이익	276.7	198.0	174.2	246.8	265.0
영업이익률(%)	6.1	4.3	3.5	4.5	4.6
금융손익	-39.5	-56.7	-33.1	-58.5	-60.9
종속/관계기업관련손익	40.1	51.7	52.3	18.0	18.0
기타영업외손익	-38.5	-13.7	-12.0	-12.0	-12.0
세전계속사업이익	238.9	179.3	181.4	194.3	210.1
법인세비용	62.9	56.5	45.9	46.6	50.4
당기순이익	176.0	122.7	135.5	147.6	159.7
지배주주지분 순이익	170.2	135.1	134.8	142.0	153.6
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,067.6	2,094.6	2,331.4	2,635.3	2,800.0
현금및현금성자산	147.2	77.0	72.5	151.1	193.0
매출채권	833.3	827.5	926.5	1,018.9	1,069.2
재고자산	794.8	799.2	894.7	984.0	1,032.6
비유동자산	3,181.6	3,567.4	3,857.0	4,087.1	4,245.7
유형자산	2,202.3	2,444.3	2,642.5	2,787.2	2,901.6
무형자산	191.9	177.2	171.1	165.2	159.7
투자자산	614.0	816.4	914.0	1,005.2	1,054.9
자산총계	5,249.2	5,662.0	6,188.5	6,722.4	7,045.6
유동부채	1,964.9	2,126.2	2,409.9	2,641.4	2,696.8
매입채무	392.7	409.9	459.0	504.8	529.7
단기차입금	663.7	803.4	853.4	903.4	903.4
유동성장기부채	472.6	413.6	498.6	578.6	578.6
비유동부채	1,159.0	1,213.4	1,352.1	1,538.2	1,677.9
사채	173.2	334.4	354.4	434.4	494.4
장기차입금	609.2	550.9	630.9	700.9	760.9
부채총계	3,123.9	3,339.5	3,762.0	4,179.6	4,374.7
자본금	139.6	142.1	142.1	142.1	142.1
자본잉여금	911.8	929.6	929.6	929.6	929.6
기타포괄이익누계액	29.2	114.6	114.6	114.6	114.6
이익잉여금	878.8	975.5	1,078.9	1,189.5	1,311.7
비지배주주지분	144.3	139.2	139.8	145.4	151.5
자본총계	2,125.3	2,322.5	2,426.5	2,542.7	2,671.0

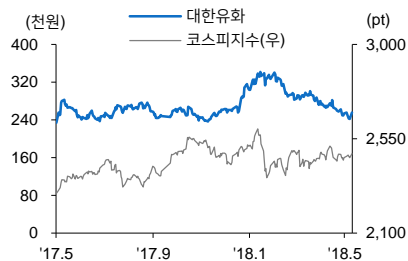
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	339.6	276.6	234.1	270.3	329.8
당기순이익(손실)	176.0	122.7	135.5	147.6	159.7
유형자산감가상각비	189.2	191.3	121.8	135.3	145.6
무형자산상각비	9.5	9.7	6.1	5.8	5.5
운전자본의 증감	-73.1	-144.5	-82.4	-77.0	-41.9
투자활동 현금흐름	-261.8	-498.8	-417.0	-365.7	-297.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-243.1	-454.8	-320.0	-280.0	-260.0
투자자산의 감소(증가)	-139.0	-151.8	-97.6	-91.2	-49.7
재무활동 현금흐름	-18.5	157.6	178.5	173.9	9.5
차입금증감	40.8	185.2	275.5	280.4	120.2
자본의증가	4.8	20.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	53.6	-70.2	-4.5	78.5	41.9
기초현금	93.6	147.2	77.0	72.5	151.1
기말현금	147.2	77.0	72.5	151.1	193.0
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	181,549	182,824	194,133	214,308	226,354
EPS(지배주주)	6,647	5,234	5,128	5,411	5,862
CFPS	19,714	17,294	14,124	15,350	16,451
EBITDAPS	18,916	15,832	11,774	15,116	16,217
BPS	70,954	76,824	80,438	84,329	88,627
DPS	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
배당수익률(%)	1.5	1.2	1.6	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	11.1	17.0	13.5	12.8	11.8
PCR	3.8	5.1	4.9	4.5	4.2
PSR	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3
PBR	1.0	1.2	0.9	0.8	0.8
EBITDA	475.4	399.0	302.1	387.9	416.1
EV/EBITDA	8.0	11.1	13.9	11.3	10.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.9	6.5	6.0	6.1	6.2
EBITDA이익률	10.4	8.7	6.1	7.1	7.2
부채비율	147.0	143.8	155.0	164.4	163.8
금융비용부담률	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4
이자보상배율(x)	4.4	3.2	2.7	3.3	3.3
매출채권회전율(x)	5.5	5.5	5.7	5.7	5.6
재고자산회전율(x)	5.5	5.8	5.9	5.9	5.8

# 대한유화(006650) 하반기 PE/PP 설비 확장 기대감

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

Buy

적정주가 (12개월)	400,000원
현재주가 (5. 30)	247,000원
상승여력	61.9%
KOSPI	2,409.03pt
시가총액	16,055억원
발행주식수	650만주
유동주식비율	49.20%
외국인비중	8.99%
52주 최고/최저가	342,000원 / 237,000원
평균거래대금	112.8억원
<b>주요주주(%)</b>	
이순규 외 12인	40.31
국민연금	13.14
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	-4.5 -4.0
6개월	6.0 7.5
12개월	-8.9 -13.5
<b>주가그래프</b>	



## 글로벌 석유화학 패러다임의 변화일 뿐, Super-Cycle 현재 진행 형!

- 1차 호황(16~17년) 저유가 기반의 원가 Cycle: 머뭇거린 신규 투자→ 공급 부족 초래
- 2차 호황(17년 이후 현재) 수요-Driven Cycle→ 경기 개선에 따른 수요 회복과 타이트한 수급 지속

## 유가, 단기 Peak-out. 유가 상승에 대한 과민 반응할 필요 적어→ 수익성 한계 설비 나타나기 마련

- 나프타 강세(690달러/톤에 육박) 부담감으로 국내 NCC를 영위하는 기업들의 주가 급락
- 원재료 강세는 일시적 부담감이며 Cost-push에 따른 긍정적 래깅효과 발현될 전망
- 수익성 한계 설비 발생: 17년 1차 중국 CTO/MTO 설비→ 2020년 2차 유럽/일본 NCC 약 1,000만톤/연 규모

## 더 이상의 설비 트러블은 없다! 2H18 중 PE/PP 설비 Re-vamping에 따른 이익 체력 개선 기대감

- 18년 연간 이익 4,161억원(+46.4% YoY)으로 증가하며 기초체력 확대를 증명하는 원년의 해
- 18년 하반기 HDPE, PP Re-vamping에 따른 증설 기대감 유효

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,596.4	343.0	272.1	41,867	35.9	197,854	6.6	1.4	4.6	23.5	36.4
2017	1,779.4	284.2	214.3	32,972	-21.4	226,647	8.0	1.2	5.1	15.5	33.8
2018E	2,527.4	416.1	328.8	50,590	53.3	273,435	5.3	1.0	3.1	20.2	35.0
2019E	2,569.2	468.9	376.3	57,895	14.4	327,530	4.7	0.8	2.2	19.3	34.9
2020E	2,585.6	478.7	393.5	60,539	4.6	384,268	4.5	0.7	1.6	17.0	34.3

## 대한유화 (006650)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,596.4	1,779.4	2,527.4	2,569.2	2,585.6
매출액증가율(%)	-7.6	11.5	42.0	1.7	0.6
매출원가	1,200.6	1,444.0	2,028.0	1,965.1	1,977.5
매출총이익	395.8	335.4	499.4	604.0	608.1
판매비와관리비	52.8	51.2	83.2	135.1	129.4
영업이익	343.0	284.2	416.1	468.9	478.7
영업이익률(%)	21.5	16.0	16.5	18.3	18.5
금융손익	0.7	-5.7	3.1	14.3	27.1
종속/관계기업관련손익	7.5	7.4	4.0	4.0	4.0
기타영업외손익	9.0	-5.8	8.0	8.0	8.0
세전계속사업이익	360.2	280.1	431.3	495.2	517.8
법인세비용	87.3	65.7	102.5	118.8	124.3
당기순이익	272.9	214.5	328.8	376.3	393.5
지배주주지분 순이익	272.1	214.3	328.8	376.3	393.5
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	428.3	411.7	816.3	1,269.6	1,733.5
현금및현금성자산	87.1	9.7	387.9	830.5	1,288.7
매출채권	175.8	211.1	225.0	230.6	233.6
재고자산	138.7	174.2	185.7	190.3	192.8
비유동자산	1,335.4	1,558.9	1,582.5	1,602.8	1,620.2
유형자산	1,161.2	1,389.2	1,412.8	1,433.0	1,450.5
무형자산	5.3	5.7	5.7	5.7	5.7
투자자산	142.9	143.2	143.2	143.2	143.2
자산총계	1,763.6	1,970.6	2,398.8	2,872.3	3,353.7
유동부채	318.9	260.2	278.1	297.4	318.6
매입채무	70.6	71.6	78.7	86.6	95.3
단기차입금	43.0	45.0	45.0	45.0	45.0
유동성장기부채	85.5	35.0	35.0	35.0	35.0
비유동부채	151.7	237.2	343.5	446.0	537.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	58.0	141.5	241.5	341.5	431.5
부채총계	470.6	497.4	621.5	743.4	855.9
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	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	984.5	1,173.7	1,477.9	1,829.5	2,198.3
비지배주주지분	7.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,293.1	1,473.2	1,777.3	2,129.0	2,497.7

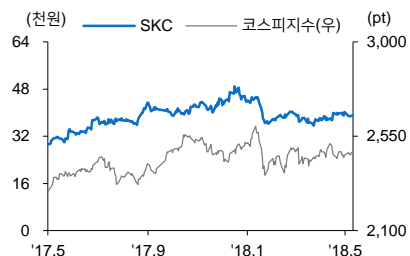
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	322.6	227.9	458.9	523.2	548.9
당기순이익(손실)	272.9	214.5	328.8	376.3	393.5
유형자산감가상각비	64.4	95.1	136.4	139.7	142.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-15.4	-79.9	-2.3	11.2	16.8
투자활동 현금흐름	-278.0	-306.4	-156.0	-156.0	-156.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-262.7	-318.3	-160.0	-160.0	-160.0
투자자산의 감소(증가)	2.8	7.1	4.0	4.0	4.0
재무활동 현금흐름	-91.9	1.1	75.3	75.3	65.3
차입금증감	-73.9	35.0	100.0	100.0	90.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-47.3	-77.4	378.2	442.5	458.2
기초현금	134.4	87.1	9.7	387.9	830.5
기말현금	87.1	9.7	387.9	830.5	1,288.7
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	245,597	273,758	388,824	395,258	397,779
EPS(지배주주)	41,867	32,972	50,590	57,895	60,539
CFPS	53,255	47,436	86,242	94,868	96,812
EBITDAPS	62,675	58,356	85,012	93,637	95,581
BPS	197,854	226,647	273,435	327,530	384,268
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	6.6	8.0	5.3	4.7	4.5
PCR	5.2	5.6	3.1	2.8	2.8
PSR	1.1	1.0	0.7	0.7	0.7
PBR	1.4	1.2	1.0	0.8	0.7
EBITDA	407.4	379.3	552.6	608.6	621.3
EV/EBITDA	4.6	5.1	3.1	2.2	1.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.5	15.5	20.2	19.3	17.0
EBITDA이익률	25.5	21.3	21.9	23.7	24.0
부채비율	36.4	33.8	35.0	34.9	34.3
금융비용부담률	0.2	0.2	0.5	0.6	0.7
이자보상배율(x)	88.5	63.9	35.1	29.9	24.9
매출채권회전율(x)	10.2	9.2	11.6	11.3	11.1
재고자산회전율(x)	11.9	11.4	14.0	13.7	13.5

# SKC(011790) 긴 호흡을 갖고 보자

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

## Buy

적정주가 (12개월)	54,000원
현재주가 (5. 30)	38,600원
상승여력	39.8%
KOSPI	2,409.03pt
시가총액	14,488억원
발행주식수	3,753만주
유동주식비율	52.65%
외국인비중	11.97%
52주 최고/최저가	49,000원 / 30,000원
평균거래대금	43.8억원
<b>주요주주(%)</b>	
SK 외 11인	41.71
국민연금	13.51
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	4.0 4.6
6개월	-7.8 -6.5
12개월	24.9 18.7
<b>주가그래프</b>	



## 상반기 원가 상승 부담감으로 필름 사업부 수익성 둔화

- 범용 PET Film 적자 전환: (1) 원가(MEG, PTA) 상승으로 수익성 둔화, (2) 계절적 비수기
- 폴리에스터 등 전방 수요 개선으로 원재료 강세는 2~3분기까지 지속→ 전가 여부가 관건

## 단, PO 수급에 이상 징후가 없다

- 18년 하반기 S-Oil의 PO(30만톤/연) 신규 가동으로 국내 PO 공급과잉 우려감: 주가 Discount 요인
- S-Oil의 PO 가동 시점(4Q18E)에 맞춰 동사는 PO를 전량 자가소비할 계획, 부족분 외부 구매까지 고려

## 투자의견 Buy와 적정주가 5.4만원 유지

- 2H18, 16년 필름사업부 구조조정을 시작된 체질 개선 효과 가시화→ 필름 신규제품 출시
- 고객사와 연계한 반도체 소재 투자 확대와 19년 CPI 증설 등 고부가 제품 포트폴리오 강화
- 18년 하반기 주가 Re-rating을 기대, 기존 투자의견과 적정주가 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	2,359.4	149.3	42.9	1,150	-88.3	37,457	28.7	0.9	9.4	3.0	131.6
2017	2,653.5	175.7	110.0	2,931	362.6	38,631	16.0	1.2	10.6	7.7	130.1
2018E	2,851.9	207.2	203.4	5,419	51.8	43,059	6.9	0.9	6.6	13.3	142.4
2019E	2,991.0	248.6	245.0	6,527	18.3	48,595	5.7	0.8	5.6	14.2	143.4
2020E	3,197.5	281.5	279.7	7,452	14.2	55,057	5.0	0.7	4.8	14.4	138.0

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,359.4	2,653.5	2,851.9	2,991.0	3,197.5
매출액증가율(%)	-4.3	12.5	7.5	4.9	6.9
매출원가	1,949.5	2,227.4	2,376.8	2,459.4	2,612.7
매출총이익	410.0	426.2	475.1	531.6	584.8
판매비와관리비	260.7	250.5	267.9	282.9	303.3
영업이익	149.3	175.7	207.2	248.6	281.5
영업이익률(%)	6.3	6.6	7.3	8.3	8.8
금융손익	-46.2	-49.9	-72.8	-78.7	-82.7
종속/관계기업관련손익	26.9	68.1	137.3	152.4	169.2
기타영업외손익	-10.3	-13.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	119.6	180.7	271.7	322.3	368.1
법인세비용	58.5	44.4	64.7	77.4	88.3
당기순이익	29.3	136.4	207.0	245.0	279.7
지배주주지분 순이익	42.9	110.0	203.4	245.0	279.7

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	801.5	897.2	1,892.6	2,241.4	2,554.9
현금및현금성자산	105.0	176.0	1,113.6	1,427.4	1,690.1
매출채권	373.7	363.1	397.2	416.5	444.5
재고자산	253.5	299.3	323.0	338.7	361.5
비유동자산	2,727.3	2,770.2	2,382.3	2,555.6	2,714.4
유형자산	1,866.1	1,903.2	2,053.0	2,228.1	2,388.5
무형자산	146.2	209.2	206.9	204.8	202.7
투자자산	565.0	543.2	7.8	8.2	8.7
자산총계	3,528.8	3,667.3	4,274.8	4,797.0	5,269.3
유동부채	862.6	1,200.8	1,354.2	1,478.3	1,513.2
매입채무	278.1	273.9	293.8	308.0	328.7
단기차입금	249.5	298.3	358.3	398.3	398.3
유동성장기부채	174.1	440.7	460.7	480.7	480.7
비유동부채	1,142.3	872.9	1,157.2	1,347.5	1,542.4
사채	627.3	458.7	648.7	768.7	888.7
장기차입금	297.6	216.9	296.9	356.9	416.9
부채총계	2,004.9	2,073.7	2,511.4	2,825.8	3,055.6
자본금	187.7	187.7	187.7	187.7	187.7
자본잉여금	139.8	139.8	139.8	139.8	139.8
기타포괄이익누계액	21.8	-8.2	-8.2	-8.2	-8.2
이익잉여금	1,146.4	1,239.0	1,405.2	1,613.0	1,855.5
비지배주주지분	118.0	143.6	147.2	147.2	147.2
자본총계	1,523.9	1,593.6	1,763.4	1,971.2	2,213.7

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	249.1	209.3	186.6	238.9	271.1
당기순이익(손실)	29.3	136.4	207.0	245.0	279.7
유형자산감가상각비	120.2	117.3	130.3	144.9	159.6
무형자산상각비	4.7	5.2	2.2	2.2	2.1
운전자본의 증감	74.9	-13.6	-15.6	-0.8	-1.1
투자활동 현금흐름	-3.9	-175.7	392.7	-168.0	-151.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-80.3	-120.3	-280.0	-320.0	-320.0
투자자산의 감소(증가)	-6.3	89.9	672.7	152.0	168.6
재무활동 현금흐름	-181.8	38.0	358.3	242.9	143.0
차입금증감	-194.3	68.3	390.2	280.1	180.2
자본의증가	17.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	66.5	71.0	937.6	313.8	262.7
기초현금	38.5	105.0	176.0	1,113.6	1,427.4
기말현금	105.0	176.0	1,113.6	1,427.4	1,690.1

## Key Financial Data

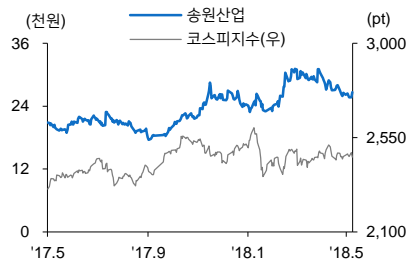
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	63,317	70,696	75,980	79,685	85,188
EPS(지배주주)	1,150	2,931	5,419	6,527	7,452
CFPS	7,559	8,192	8,256	9,748	11,014
EBITDAPS	7,356	7,943	9,050	10,542	11,808
BPS	37,457	38,631	43,059	48,595	55,057
DPS	750	900	1,050	1,050	1,050
배당수익률(%)	2.3	1.9	2.8	2.8	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	28.7	16.0	6.9	5.7	5.0
PCR	4.4	5.7	4.5	3.8	3.4
PSR	0.5	0.7	0.5	0.5	0.4
PBR	0.9	1.2	0.9	0.8	0.7
EBITDA	274.1	298.2	339.7	395.7	443.2
EV/EBITDA	9.4	10.6	6.6	5.6	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.0	7.7	13.3	14.2	14.4
EBITDA이익률	11.6	11.2	11.9	13.2	13.9
부채비율	131.6	130.1	142.4	143.4	138.0
금융비용부담률	1.8	1.7	1.8	2.1	2.2
이자보상배율(x)	3.5	3.8	3.9	3.9	4.0
매출채권회전율(x)	6.2	7.2	7.5	7.4	7.4
재고자산회전율(x)	8.8	9.6	9.2	9.0	9.1

# 송원산업 (004430) 석유화학 Super-Cycle의 린치핀

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

## Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (5. 30)	26,550원
상승여력	-
KOSPI	2,409.03Pt
시가총액	6,372억원
발행주식수	2,400만주
유동주식비율	64.45%
외국인비중	20.88%
52주 최고/최저가	31,150원 / 17,600원
평균거래대금	75.7억원
주요주주(%)	
송원물산 외 6인	35.55
Red Tulip Investments	9.18
주가상승률(%)	절대주가 상대주가
1개월	-1.8 -0.4
6개월	8.1 10.5
12개월	33.5 27.8
주가그래프	



## 글로벌 석유화학 Super-Cycle의 린치핀

- 18년 북미 ECC 신규 가동 원년의 해→ PE 생산에 투입되는 산화방지제 수요 증가
- 2H18 PE 상업가동을 시작으로 2020년까지 총 800만톤 증설 예정
- 매년 턱 밑까지 차오른 공급 부족→ 17년에 이어 올 하반기 산화방지제 가격 인상 가능성 높아

## 시기적절한 윤활유 첨가제 증설: 전 세계로 전파되는 친환경 이슈

- 친환경 정책 시행은 고급 윤활유 및 첨가제 수요 증가를 견인
- 동사는 17년 윤활유 첨가제 증설 완료(4만톤): 상반기 75%가동률, 하반기 풀 가동 도달에 따른 Q 증가

## 이익 모멘텀을 장착한 중소형 화학주

- 석유화학 패러다임은 '수요' 중심으로 변화
- 안정적인 폴리머 성장과 북미 PE 신규 가동 Cycle 도래에 따른 계단식 이익 성장을 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	692.2	42.1	24.0	1,000	12.1	12,756	9.9	0.8	8.0	8.1	182.6
2014	665.5	3.4	-12.7	-528	-158.4	11,897	-15.4	0.7	15.7	-4.3	196.5
2015	654.4	49.4	29.8	1,241	-313.9	13,103	11.7	1.1	7.6	9.9	167.5
2016	694.3	76.4	43.2	1,802	47.5	14,851	9.5	1.2	5.8	12.9	134.2
2017	724.9	54.5	35.4	1,475	-17.8	15,869	18.3	1.7	10.2	9.6	128.8

## 송원산업 (004430)

Income Statement					
(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	692.2	665.5	654.4	694.3	724.9
매출액증가율(%)	1.8	-3.9	-1.7	6.1	4.4
매출원가	560.8	576.9	515.2	516.3	569.8
매출총이익	131.3	88.6	139.2	178.1	155.1
판매비와관리비	89.3	85.2	89.8	101.7	100.6
영업이익	42.1	3.4	49.4	76.4	54.5
영업이익률(%)	6.1	0.5	7.5	11.0	7.5
금융손익	-16.4	-15.2	-13.7	-14.3	-11.6
종속/관계기업관련손익	0.9	0.7	0.7	0.7	1.3
기타영업외손익	5.3	2.5	8.4	0.9	0.0
세전계속사업이익	31.9	-8.7	44.8	63.6	44.2
법인세비용	8.9	4.7	16.2	21.4	9.5
당기순이익	22.9	-13.4	28.7	42.2	34.7
지배주주지분 순이익	24.0	-12.7	29.8	43.2	35.4
Balance Sheet					
(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	367.6	337.9	362.6	348.1	377.5
현금및현금성자산	63.7	45.4	68.4	49.3	55.4
매출채권	106.5	108.4	105.5	118.4	126.7
재고자산	182.7	169.0	169.1	155.7	166.6
비유동자산	498.4	517.9	483.8	481.5	487.6
유형자산	426.3	434.6	432.5	431.5	441.7
무형자산	36.4	41.5	34.7	27.3	21.6
투자자산	6.7	7.3	8.3	15.2	18.2
자산총계	866.0	855.9	846.4	829.5	865.1
유동부채	346.3	421.8	435.8	300.6	324.6
매입채무	38.9	41.5	41.7	49.3	58.8
단기차입금	222.4	215.3	207.6	165.2	187.3
유동성장기부채	40.2	128.9	125.2	23.7	21.5
비유동부채	213.3	145.5	94.1	174.7	162.4
사채	10.0	10.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	142.3	66.0	29.6	112.2	98.8
부채총계	559.6	567.2	530.0	475.3	487.0
자본금	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
자본잉여금	24.4	24.4	24.4	24.4	24.4
기타포괄이익누계액	-3.8	-2.7	1.4	2.6	-4.8
이익잉여금	273.6	251.9	276.8	317.5	349.3
비지배주주지분	0.3	3.1	1.9	-2.2	-2.7
자본총계	306.4	288.6	316.4	354.2	378.1

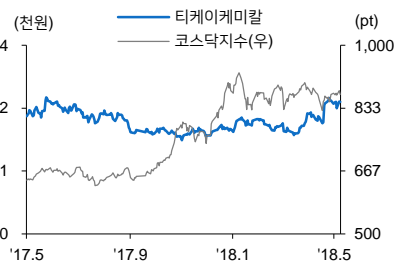
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동현금흐름	59.0	48.3	85.5	100.8	55.1
당기순이익(손실)	22.9	-13.4	28.7	42.2	34.7
유형자산감가상각비	25.4	26.3	26.5	27.4	27.7
무형자산상각비	5.9	6.4	8.0	7.6	4.5
운전자본의 증감	-25.2	21.3	10.3	23.8	-24.8
투자활동 현금흐름	-19.8	-55.6	6.1	-36.0	-49.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-19.9	-36.3	-24.7	-23.3	-43.5
투자자산의 감소(증가)	5.4	0.1	-0.4	-6.3	-1.7
재무활동 현금흐름	-54.9	-10.8	-72.8	-84.7	4.7
차입금증감	-19.2	5.3	-59.3	-61.2	12.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-17.9	-18.3	23.0	-19.1	6.1
기초현금	81.5	63.7	45.4	68.4	49.3
기말현금	63.7	45.4	68.4	49.3	55.4
Key Financial Data					
	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS	28,840	27,729	27,268	28,930	30,202
EPS(지배주주)	1,000	-528	1,241	1,802	1,475
CFPS	3,705	1,493	3,144	4,421	3,816
EBITDAPS	3,056	1,504	3,496	4,640	3,615
BPS	12,756	11,897	13,103	14,851	15,869
DPS	70	60	70	140	140
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.5	0.8	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	9.9	-15.4	11.7	9.5	18.3
PCR	2.7	5.4	4.6	3.9	7.1
PSR	0.3	0.3	0.5	0.6	0.9
PBR	0.8	0.7	1.1	1.2	1.7
EBITDA	73.4	36.1	83.9	111.4	86.8
EV/EBITDA	8.0	15.7	7.6	5.8	10.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.1	-4.3	9.9	12.9	9.6
EBITDA이익률	10.6	5.4	12.8	16.0	12.0
부채비율	182.6	196.5	167.5	134.2	128.8
금융비용부담률	2.7	2.7	2.4	1.6	1.4
이자보상배율(x)	2.3	0.2	3.2	6.8	5.5
매출채권회전율(x)	6.8	6.2	6.1	6.2	5.9
재고자산회전율(x)	3.9	3.8	3.9	4.3	4.5

# 티케이케미칼(104480) PET Chip 구조적 강세, 스판덱스 개선은 덤

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

## Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (5. 30)	2,460원
상승여력	-
KOSDAQ	874.22Pt
시가총액	2,236억원
발행주식수	9,090만주
유동주식비율	46.58%
외국인비중	4.00%
52주 최고/최저가	2,605원 / 1,790원
평균거래대금	15.3억원
<b>주요주주(%)</b>	
에스엠티케이칼 외 12인	47.95
포스코대우	8.80
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	11.0 13.1
6개월	31.3 17.9
12개월	12.0 -17.2
<b>주가그래프</b>	



## 현실화된 페플라스틱 수입 중단 정책 결과물: PET chip 강세

- 18년 중국의 페 PET 수입 규모는 '0'에 수렴: 신규 수지 창출 욕구 커져
- 지난 3년간 전무했던 PET 증설→ 거래물량 부족으로 타이트한 수급 심화
- 부진한 업황을 견디지 못한 글로벌 PET 설비, Mossi&Ghisolfi 파산신청 및 설비 스크랩

## 국내 최대 PET 매출기업→ PET chip 강세 최대 수혜 기업

- 17년 기준 사업부별 매출액 기여도 화학 84%, 건설 16%
- PET사업규모는 롯데케미칼에 이어 국내 2위(생산능력 29만톤/연)

## 18년 실적 Turn-around: 하반기까지 이어질 PET Chip 강세와 하반기 스판덱스 회복

- 18년 화학사업부 흑자전환
- 18년 대한해운 등 지분법 회사들의 견조한 이익 창출 이어지며 ROE 개선
- 18년 이익 개선을 감안하면 밸류에이션 저점으로 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	848.0	0.3	11.6	129	-140.8	2,205	13.8	0.8	13.2	6.0	168.4
2014	759.8	15.9	11.1	124	-4.3	2,361	15.0	0.8	9.6	5.4	168.8
2015	659.0	9.0	12.2	135	8.9	2,605	16.4	0.8	12.3	5.4	132.6
2016	612.4	6.9	7.7	85	-36.8	2,720	22.5	0.7	20.2	3.2	160.0
2017	714.4	9.5	20.2	222	161.1	2,782	8.8	0.7	17.5	8.1	149.9



## 티케이케미칼 (104480)

Income Statement					
(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	848.0	759.8	659.0	612.4	714.4
매출액증가율(%)	-0.6	-10.4	-13.3	-7.1	16.7
매출원가	819.4	714.7	622.6	579.1	674.0
매출총이익	28.6	45.2	36.4	33.3	40.4
판매비와관리비	28.3	29.3	27.4	26.4	30.9
영업이익	0.3	15.9	9.0	6.9	9.5
영업이익률(%)	0.0	2.1	1.4	1.1	1.3
금융손익	-8.0	-13.0	-8.5	-8.8	-6.8
종속/관계기업관련손익	26.5	22.8	22.7	21.9	45.7
기타영업외손익	-3.7	9.4	3.8	-2.9	-26.9
세전계속사업이익	15.1	35.1	27.0	17.1	21.5
법인세비용	3.5	7.8	2.5	4.4	0.9
당기순이익	11.6	11.1	12.2	7.7	20.2
지배주주지분 순이익	11.6	11.1	12.2	7.7	20.2
Balance Sheet					
(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	159.0	216.6	213.0	228.4	226.7
현금및현금성자산	8.2	5.6	2.8	1.4	4.0
매출채권	78.9	71.3	65.0	54.8	60.1
재고자산	64.2	96.1	72.9	102.1	72.9
비유동자산	373.7	354.4	337.7	414.4	405.3
유형자산	214.4	193.0	153.2	201.1	172.1
무형자산	1.4	0.8	1.5	1.0	0.8
투자자산	157.1	159.8	182.9	212.2	229.7
자산총계	532.7	571.1	550.7	642.8	632.0
유동부채	293.3	321.7	264.2	307.7	292.4
매입채무	106.8	68.6	57.8	64.7	69.5
단기차입금	146.1	201.0	167.1	192.4	177.1
유동성장기부채	12.5	5.0	0.0	8.8	9.8
비유동부채	41.0	36.9	49.8	87.9	86.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	15.7	9.2	25.7	57.9	55.6
부채총계	334.3	358.6	313.9	395.6	379.1
자본금	45.0	45.0	45.5	45.5	45.5
자본잉여금	128.8	128.8	130.2	130.2	130.2
기타포괄이익누계액	6.1	11.7	21.2	23.7	8.3
이익잉여금	28.6	37.0	49.9	57.8	78.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	198.5	212.5	236.8	247.2	252.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동현금흐름	56.2	-55.0	27.2	10.4	40.0
당기순이익(손실)	11.6	11.1	12.2	7.7	20.2
유형자산감가상각비	24.0	22.6	22.3	14.4	13.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	32.5	-92.2	10.5	-11.4	11.9
투자활동 현금흐름	-91.4	22.8	-0.1	-71.0	-13.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-16.2	-12.3	-11.4	-76.2	-6.4
투자자산의 감소(증가)	-76.4	20.1	-0.5	-7.4	28.3
재무활동 현금흐름	-8.5	29.7	-30.0	59.2	-23.8
차입금증감	-1.7	41.0	-22.4	66.7	-13.2
자본의증가	0.0	0.0	1.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-43.7	-2.5	-2.9	-1.4	2.6
기초현금	51.8	8.2	5.6	2.8	1.4
기말현금	8.2	5.6	2.8	1.4	4.0
Key Financial Data					
	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS	9,423	8,442	7,262	6,737	7,860
EPS(지배주주)	129	124	135	85	222
CFPS	254	314	225	197	304
EBITDAPS	271	428	345	234	252
BPS	2,205	2,361	2,605	2,720	2,782
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	13.8	15.0	16.4	22.5	8.8
PCR	7.0	5.9	9.8	9.8	6.4
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
PBR	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EBITDA	24.4	38.5	31.3	21.3	22.9
EV/EBITDA	13.2	9.6	12.3	20.2	17.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.0	5.4	5.4	3.2	8.1
EBITDA이익률	2.9	5.1	4.8	3.5	3.2
부채비율	168.4	168.8	132.6	160.0	149.9
금융비용부담률	0.8	1.3	1.0	1.0	1.2
이자보상배율(x)	0.0	1.6	1.4	1.2	1.1
매출채권회전율(x)	12.1	10.1	9.7	10.2	12.4
재고자산회전율(x)	13.1	9.5	7.8	7.0	8.2

## Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (5. 30)	10,150원
상승여력	-
KOSDAQ	874.22pt
시가총액	2,193억원
발행주식수	2,161만주
유통주식비율	54.76%
외국인비중	3.17%
52주 최고/최저가	11,150원 / 7,050원
평균거래대금	37.4억원
<b>주요주주(%)</b>	
케이씨엔에이 외 2인	40.49
신영자산운용	8.27
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	3.4 5.4
6개월	29.7 16.6
12개월	17.0 -13.5
<b>주가그래프</b>	



## 중국 친환경 정책 수혜의 No.1 중소형주

- 동사가 영위하는 주요 제품은 초산에틸과 초산부틸. 매출 기여도는 각각 53%, 7%
- 주요 제품 초산에틸은 국내 점유율 65% 수준, 원가(초산) 변동 전가가 가능한 가격 결정권 보유

## 18년 이후 영수증 잉크색은 왜 변했을까?

- 초산 Value-chain의 이해: 석탄+LNG→ 메탄올→ 초산→ 초산에틸/부틸, VAM
- 17년 중국 환경규제 강화 이후 원재료 공급 부족에 따른 가격 급등(17년 이후 +95% 상승)
- 글로벌 검정 잉크 생산량 80% 이상을 차지한 중국 설비들 초산 공급 부족으로 가동 중단 상태

## 중국 정책의 긍정적 나비효과: 18년 대규모 이익 개선

- 1Q18 영업이익 84억원(이익률 14%), 전년대비 +91% 증가
- 가격 강세는 구조적인 결과물→ 판가 인상에 따른 분기별 실적 개선세 전망
- 대규모 Turn-around가 예상되는 바, 밸류에이션 저평가 매력 부각될 것

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	194.3	6.5	5.5	255	-32.8	8,200	16.0	0.5	7.6	3.2	37.6
2014	186.3	12.9	11.6	538	110.8	8,796	9.2	0.6	5.9	6.3	35.7
2015	190.9	15.2	18.2	842	56.6	9,671	8.3	0.7	6.4	9.1	26.9
2016	188.6	19.4	30.1	1,393	65.4	11,054	6.4	0.8	5.5	13.4	28.1
2017	212.4	17.2	20.1	932	-33.1	11,716	7.6	0.6	5.7	8.2	29.8

## 한국알콜 (017890)

Income Statement					
(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	194.3	186.3	190.9	188.6	212.4
매출액증가율(%)	-6.3	-4.1	2.4	-1.2	12.6
매출원가	174.4	159.2	160.8	152.7	175.4
매출총이익	19.9	27.1	30.0	35.9	37.0
판매비와관리비	13.4	14.2	14.8	16.5	19.8
영업이익	6.5	12.9	15.2	19.4	17.2
영업이익률(%)	3.3	6.9	8.0	10.3	8.1
금융손익	-1.2	-1.2	-0.8	-0.2	-0.2
종속/관계기업관련손익	1.3	2.5	7.9	7.3	8.7
기타영업외손익	0.9	0.7	1.5	14.6	-0.4
세전계속사업이익	7.5	14.9	23.8	41.1	25.3
법인세비용	2.0	3.2	5.6	11.0	5.2
당기순이익	5.5	11.6	18.2	30.1	20.1
지배주주지분 순이익	5.5	11.6	18.2	30.1	20.1
Balance Sheet					
(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	102.8	113.8	104.3	127.2	102.8
현금및현금성자산	29.6	29.5	28.8	56.3	28.1
매출채권	42.9	49.4	42.3	49.3	54.6
재고자산	29.3	32.8	31.5	18.9	17.0
비유동자산	141.0	144.2	160.8	178.7	225.9
유형자산	33.1	32.7	39.3	36.8	58.1
무형자산	3.4	3.4	2.6	3.8	4.9
투자자산	46.8	50.0	58.6	70.3	81.2
자산총계	243.9	257.9	265.1	305.9	328.6
유동부채	46.7	48.0	33.7	54.0	36.3
매입채무	10.8	13.6	13.9	23.2	23.8
단기차입금	30.1	27.3	10.9	0.0	0.0
유동성장기부채	1.5	1.5	1.5	11.1	6.0
비유동부채	20.0	19.9	22.5	13.1	39.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	14.2	12.9	11.9	0.0	27.5
부채총계	66.7	67.9	56.2	67.1	75.5
자본금	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
자본잉여금	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
기타포괄이익누계액	0.2	1.6	4.0	4.7	0.7
이익잉여금	162.3	173.7	190.2	219.4	237.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	177.2	190.0	208.9	238.8	253.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동현금흐름	10.3	10.7	29.7	43.9	5.2
당기순이익(손실)	5.5	11.6	18.2	30.1	20.1
유형자산감가상각비	7.3	7.2	7.7	7.3	10.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-1.0	-9.3	9.9	20.0	-15.6
투자활동 현금흐름	12.4	-6.2	-12.5	-2.6	-53.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-3.7	-5.8	-13.2	-17.4	-31.1
투자자산의 감소(증가)	-1.6	-0.7	-0.8	-4.4	-2.1
재무활동 현금흐름	2.8	-5.4	-19.2	-14.6	22.7
차입금증감	3.0	-4.3	-17.5	-13.3	22.4
자본의증가	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	25.4	-0.1	-0.7	27.5	-28.2
기초현금	4.2	29.6	29.5	28.8	56.3
기말현금	29.6	29.5	28.8	56.3	28.1
Key Financial Data					
	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS	8,993	8,622	8,833	8,728	9,831
EPS(지배주주)	255	538	842	1,393	932
CFPS	668	1,016	1,114	1,322	1,354
EBITDAPS	639	933	1,059	1,233	1,277
BPS	8,200	8,796	9,671	11,054	11,716
DPS	0	50	50	50	50
배당수익률(%)	0.0	1.0	0.7	0.6	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	16.0	9.2	8.3	6.4	7.6
PCR	6.1	4.9	6.3	6.7	5.2
PSR	0.5	0.6	0.8	1.0	0.7
PBR	0.5	0.6	0.7	0.8	0.6
EBITDA	13.8	20.2	22.9	26.7	27.6
EV/EBITDA	7.6	5.9	6.4	5.5	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.2	6.3	9.1	13.4	8.2
EBITDA이익률	7.1	10.8	12.0	14.1	13.0
부채비율	37.6	35.7	26.9	28.1	29.8
금융비용부담률	0.7	0.5	0.5	0.4	0.6
이자보상배율(x)	5.0	13.3	14.8	23.1	14.6
매출채권회전율(x)	4.8	4.0	4.2	4.1	4.1
재고자산회전율(x)	5.7	6.0	5.9	7.5	11.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.

당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.

당사는 2018년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.

동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 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	96.0%
중립	4.0%
매도	0%

2018년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에  
대하여 공표한 최근일  
투자등급의 비율

# SK이노베이션(096770) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-26.0	-20.9	
2018.02.01	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-26.1	-20.9	
2018.05.16	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-26.1	-20.9	
2018.05.31	산업분석	Buy	275,000	노우호	-	-	

# S-Oil(010950) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					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	-26.0	-20.0	
2018.01.30	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-26.8	-20.0	
2018.04.26	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-27.7	-20.0	
2018.05.31	산업분석	Buy	165,000	노우호	-	-	

# 롯데케미칼(011170) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-22.8	-16.0	
2018.01.18	기업브리프	Buy	550,000	노우호	-25.9	-22.3	
2018.02.09	기업브리프	Buy	600,000	노우호	-26.5	-20.9	
2018.04.04	산업분석	Buy	600,000	노우호	-27.9	-20.9	
2018.05.03	기업브리프	Buy	600,000	노우호	-28.1	-20.9	
2018.05.08	산업브리프	Buy	600,000	노우호	-28.4	-20.9	
2018.05.10	산업브리프	Buy	600,000	노우호	-28.6	-20.9	
2018.05.14	산업브리프	Buy	600,000	노우호	-29.8	-20.9	
2018.05.31	산업분석	Buy	600,000	노우호	-	-	

# 금호석유(011780) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-15.6	-5.7	
2018.01.18	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-19.9	-17.3	
2018.02.02	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-26.4	-17.3	
2018.04.04	산업분석	Buy	130,000	노우호	-26.6	-17.3	
2018.04.30	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-25.6	-15.8	
2018.05.14	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-24.7	-14.6	
2018.05.31	산업분석	Buy	130,000	노우호	-	-	



# LG화학(051910) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-17.4	-11.7	
2018.01.18	기업브리프	Buy	560,000	노우호	-23.2	-21.2	
2018.02.01	기업브리프	Buy	560,000	노우호	-28.8	-21.2	
2018.04.04	산업분석	Buy	560,000	노우호	-30.2	-21.2	
2018.05.02	기업브리프	Buy	560,000	노우호	-31.8	-21.2	
2018.05.31	산업분석	Buy	560,000	노우호	-	-	

# 한화케미칼(009830) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					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	-27.1	-15.6	
2018.01.18	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-26.6	-15.6	
2018.02.23	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-27.2	-15.6	
2018.03.27	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-27.5	-15.6	
2018.04.04	산업분석	Buy	45,000	노우호	-28.6	-15.6	
2018.05.14	산업브리프	Buy	45,000	노우호	-28.7	-15.6	
2018.05.15	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-29.1	-15.6	
2018.05.31	산업분석	Buy	45,000	노우호	-	-	

# 코오롱인더(120110) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	산업분석	Buy	115,000	노우호	-34.6	-22.6	
2018.04.25	기업브리프	Buy	115,000	노우호	-35.2	-22.6	
2018.05.14	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-35.5	-34.8	
2018.05.31	산업분석	Buy	100,000	노우호	-	-	

# 대한유화(006650) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-30.5	-16.6	
2018.01.15	기업브리프	Buy	400,000	노우호	-18.6	-14.5	
2018.02.26	기업브리프	Buy	400,000	노우호	-22.1	-14.5	
2018.04.04	산업분석	Buy	400,000	노우호	-24.5	-14.5	
2018.05.08	산업브리프	Buy	400,000	노우호	-26.4	-14.5	
2018.05.31	산업분석	Buy	400,000	노우호	-	-	

# SKC(011790) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-21.2	-9.3	
2018.02.06	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-24.3	-9.3	
2018.05.04	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-24.5	-9.3	
2018.05.31	산업분석	Buy	54,000	노우호	-	-	