

화학/정유

2018년 하반기 전망

복잡해진 셈법

2018.6.5

키움증권 



화학/정유
Analyst 이동우
02) 3787-3688
treestump@kiwoom.com

Contents

I. Summary

II. 화학, 수급 타이트 지속

III. 정유, 화학부문 통합 가속화

IV. 규제, 위기이자 기회

V. 하반기 투자전략

VI. 기업분석

- LG화학, 롯데케미칼, 한화케미칼,
금호석유, 대한유화, SK이노베이션,
S-Oil, 코오롱인더, SKC

Part I Summary



Summary

◎ Summary

- **화학, 수급 타이트 지속**: 유가 상승으로 인한 원가 부담이 확대되고 있음. 다만 수급 상의 싸이클 호조세가 이어질 전망. 1) 북미 PE 증설은 작년을 기점으로 감소 추세, 2) PP/부타디엔 등 비에틸렌 계열 제품의 타이트한 수급 상황 지속, 3) 석탄 가격 상승 및 환경 규제로 중국의 CTO/MTO 프로젝트 지연/폐쇄 확대, 4) 올해 역내 크래커 정기보수 확대로 인한 반사 수혜, 5) 국내 화학 업체는 지속적인 증설로 규모의 경제 효과 강화
- **정유, 화학부문 통합 가속화**: 화학과 마찬가지로 유가 상승에 따른 원가 부담이 증가하고 있음. 하지만 올해/내년 정유 업황은 견고한 수준을 지속할 전망. 1) 역내 CDU 증설 제한으로 정제마진이 내년까지 견고할 전망, 2) 중국 폴리에스터 업황 강세로 PX 호조세 지속, 3) 메이저 업체의 Group III 기유 신증설 제한으로 국내 정유사의 윤활기유부문 높은 마진을 전망, 4) 화학부문 통합을 통하여, 정제마진의 변동성 축소 및 수익성 개선을 추진하고 있기 때문
- **규제, 위기이자 기회**: 이란/베네수엘라 규제 확대로 인하여 유가 상승 압박 우려가 존재하나, 1) 중국의 미국 화학제품 관세 부과 움직임 강화, 2) 중국 폐플라스틱 수입 금지에 따른 폴리머 수요 증가, 3) IMO의 선박 연료유 황함량 규제 등으로 국내 화학/정유 업체의 경우 반사 수혜 확대 전망
- **Top Picks**: 1) 롯데케미칼(011170, Buy, TP: 580,000원), 에탄 크래커 및 중질유 투입 석유화학 설비 건설로 원재료 믹스 다각화 구축. 견조한 실적 대비 과도한 주가 저평가 구간에 있음. 2) LG화학(051910, Buy, TP: 530,000원), 다각화된 사업구조 보유로 외부 환경 변화에 상대적으로 대처 가능하며, 올해 3.8조원의 투자로 내년 물량 측면의 기저 효과 발생 전망

Part II 화학, 수급 타이트 지속

- ◎ 북미 PE 증설 우려 해소 중
- ◎ PP, 수급 타이트 확대
- ◎ 중국 CTO/MTO 프로젝트, 지연/폐쇄 증가
- ◎ 부타디엔, 가격 반등
- ◎ 올해 역내 정기보수 효과 고려
- ◎ 국내 화학 업체, 규모의 경제 효과 지속

북미 PE 증설 우려 해소 중

◎ 북미 PE 순증 물량 감소 추세

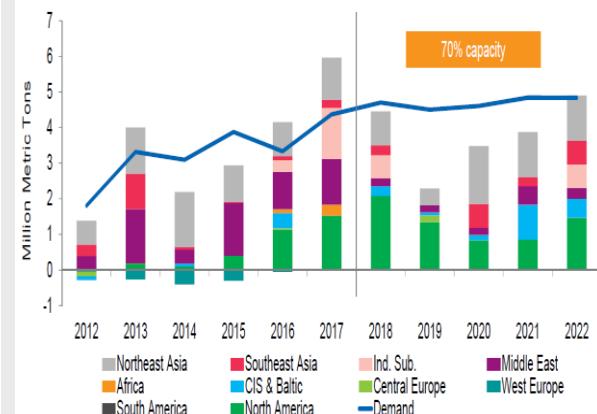
- 북미 PE 순증 물량은 2017년을 고점으로 감소 추세. 북미 PE 순증 물량은 2017년 358만톤에서 2018년 140만톤으로 61.0% 감소할 전망. 또한 2019년/2020년 순증 물량은 각각 107만톤, 50만톤에 불과함.
- 세부적으로 LLDPE는 작년 200만톤이 넘는 증설로 과잉 해소 기간이 필요해 보이지만, HDPE/LDPE는 올해를 기점으로 타이트한 수급으로 전환될 전망

북미 PE 신증설 계획

(천톤)	Location	LDPE	LLDPE	HDPE	Startup
Braskem Idesa	Nanchital, Veracruz	300		750	2016
Dow	Seadrift, TX			75	2016
Nova	Joffre, Alberta		432		2016
CPChem	Old Ocean, TX		500	500	2017
Dow	Freeport, TX		400		2017
ExxonMobil	Mont Belvieu, TX			1,300	2017
ExxonMobil	Mont Belvieu, TX			60	2017
Dow	Plaquemine, LA	350			2017
Ineos Sasol	Deer Park, TX			470	2017
FPC	Point Comfort, TX	400			2018
FPC	Point Comfort, TX			400	2018
Dow	Taft, LA			125	2018
Sasol	Lake Charles, LA		470		2018
Sasol	Lake Charles, LA	420			2019
ExxonMobil	Beaumont, TX		650		2019
LyondellBasell	La Porte, TX			500	2020

자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 PE 수급 전망



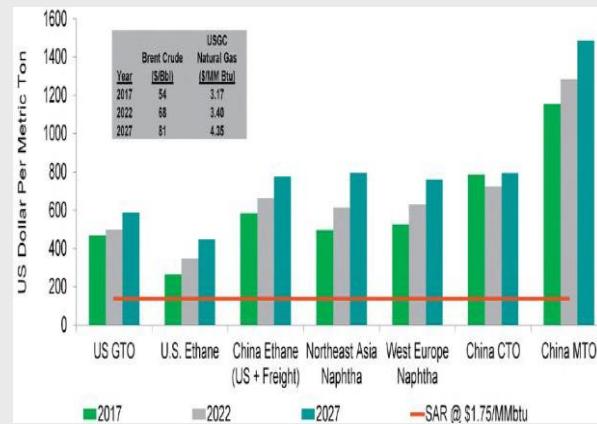
자료: 업계, 키움증권 리서치

북미 PE 증설 우려 해소 중

◎ 중국 HDPE 수요 급증 전망

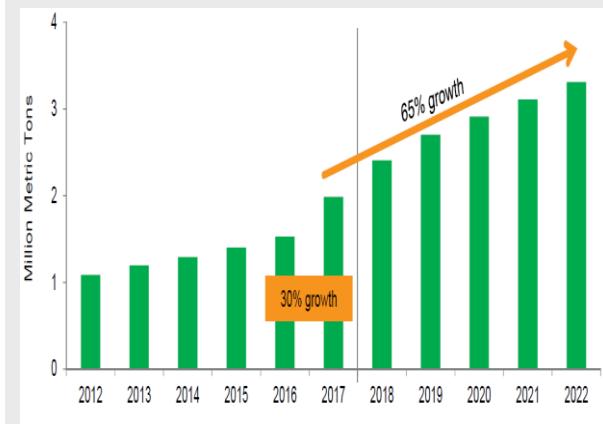
- 중국 정부의 석탄 사용 사용 규제하는 대신 천연가스 사용량 확대로 인하여 HDPE 파이프 및 HDPE 코팅 강관 수요가 증가할 전망임. 파이프 수요 확대에 폐플라스틱 수입 금지로 중국의 HDPE 수요는 향후 5년 동안 65% 증가할 것으로 전망
- 최근 유가 상승에도 불구하고 \$70/배럴 수준이 유지된다면, 동북아 NCC는 2022년까지 높은 원가 경쟁력을 유지할 전망

세계 에틸렌 Cash Cost 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 HDPE 수요 전망



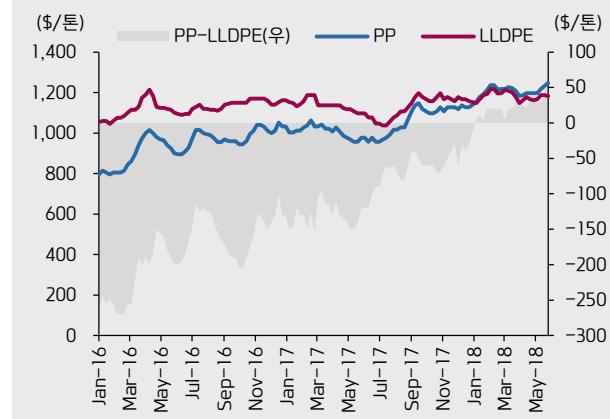
자료: 업계, 키움증권 리서치

PP, 수급 태세 확대

◎ PP/LLDPE의 가격 역전 현상 발생

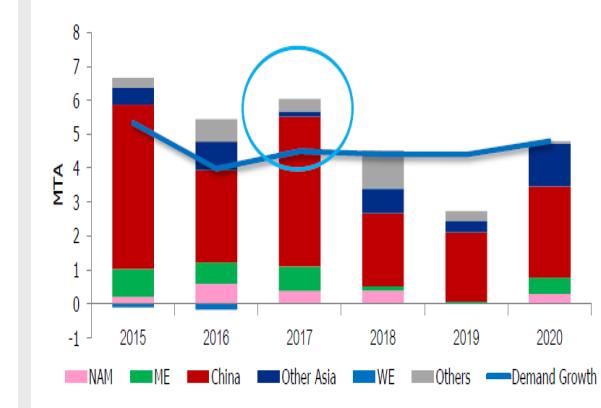
- PP 가격은 작년/재작년 LLDPE 가격 대비 톤당 \$100 정도 할인 거래되었는데, 최근 PP 수급 태세 확대로 LLDPE 가격을 오히려 상회하고 있음. 특히 유럽/미국 등 역외 지역은 역내 보다 수급이 더욱 타이트하여 역내 가격 대비 톤당 \$300 이상 프리미엄 거래가 되고 있어, 역내로 차익거래가 제한된 상황

국내 PP/LLDPE 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 프로필렌 수요/공급 순증 전망



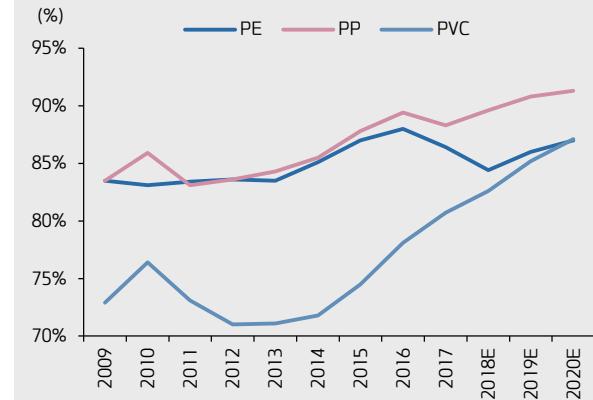
자료: 업계, 키움증권 리서치

PP, 수급 타이트 확대

◎ PP 가동률 확대

- 향후 원재료인 프로필렌 신증설 제한, 중국 폐플라스틱 규제, 상반기 역내 크래커 정기보수 물량 증가 및 MTO/CTO 경제성 열위로 Virgin PP 시황은 올해도 추가적인 개선이 전망됨.
- 이에 세계 PP 가동률은 올해 90%를 상회할 전망
- 한편 올해 PP 순증 물량은 293만톤으로 작년 순증 물량 대비 약 22% 감소하며, 수요 증가분을 하회할 것으로 보임.

세계 PE/PP/PVC 가동률 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 PP 신증설 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

PP, 수급 타이트 확대

◎ 북미 On-Purpose 프로필렌 프로젝트 현황

- 북미는 에탄 크래커 확대로 인한 프로필렌 수율 감소 등을 PDH 확대로 상쇄할 계획이었음. 다만 북미의 프로판 수출 확대로 기존 계획 대비 PDH 신증설 프로젝트가 지연되거나 취소되는 사례가 빈번해지고 있음.

북미 On-Purpose 프로필렌 프로젝트 현황

업체명	위치	프로세스	상태	생산능력	유도체
Dow	Texas	PDH	2015년 가동	750	PO
Enterprise	Texas	PDH	2017년 가동	750	Offtake
Formosa Plastics	Texas	PDH	2021년으로 연기	545	PP
Ascend Performance Materials	Texas	PDH	홀드	1,000	나일론/Offtake
Williams Energy (Canada) Inc.	Alberta	PDH	FEED	500	PP
LyondellBasell	Texas	PDH	Evalution		PP
ExxonMobil	Texas	PDH	Evalution		PP
Pembina/PIIC	Alberta	PDH	Evalution		PP
REXtac	Texas	PDH	취소	300	
Enterprise II		PDH	취소		
Dow II	Texas	PDH	불확실	750	
Sunoco Logistics	PA	PDH	FEED		Offtake
BASF	PX	MTP	FEED 연기	475	AA/2EH
LyondellBasell		Metathesis	FEED		
Alpek	Mexico	PDH/MTP	FEED	400~500	

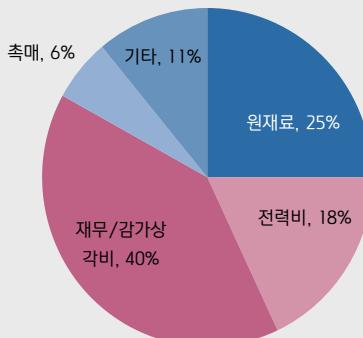
자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 CTO/MTO 프로젝트, 자연/폐쇄 증가

◎ CTO/MTO 비교

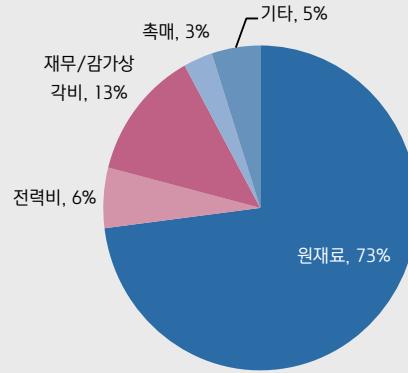
- CTO: 투자 대비 수익성이 높음. 원가에서 원재료 비용이 차지하는 비중은 25% 수준임. 다만 높은 Capex 등으로 금융/감가상각비는 원가에서 40%를 차지하고 있음. 또한 CO₂ 배출 및 물 소비가 큰 단점을 보유
- MTO: 금융/감가상각비는 원가에서 13%에 불과함. 또한 CO₂ 배출도 CTO 대비 작음. 다만 원가에서 원재료 비용이 73%를 차지하여, 외부 구매 메탄올 가격에 따라 이익의 변동성이 큼.

CTO 원가 비중



자료: 업계, 키움증권 리서치

MTO 원가 비중



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 CTO/MTO 프로젝트, 자연/폐쇄 증가

◎ CTO/MTO 프로젝트, 자연/폐쇄 확대

- 다수의 CTO/MTO 프로젝트가 경제성 악화로 폐기되고 있거나, 완공이 대부분 자연될 전망
- 한편 MTO 프로젝트는 흐지부지되고 있으나, CTO 프로젝트는 투자가 상대적으로 지속되고 있음.

중국 PE 설비 신증설 계획

업체명	PE 생산능력(천톤)	상업화 시기
Zhongtian Hechuang Energy	CTO LDPE: 250, 120	2017
Shenhua Ningxia	CTO HDPE/LLDPE: 430	2017
Jiangsu Sailboat	MTO LDPE: 150	2017
Zhong'an Lianhe Coal Chemical	CTO HDPE/LLDPE: 350	2018
Shanxi Coking	CTO HDPE/LLDPE: 300	2019
Qinghai Mining	CTO HDPE/LLDPE: 300	2020년 이후
Jiutai Energy	CTO HDPE/LLDPE: 250	2020년 이후
Yan'an Energy and Petrochemical	CTO HDPE/LLDPE: 450	2020년 이후
Sinopec Guizhou	CTO LLDPE: 300	2020년 이후
China Power Investment Corp	CTO HDPE/LLDPE: 300	2020년 이후
Shaanxi Yanchang Petroleum	CTO HDPE/LLDPE: 300	2020년 이후
Huahong Hongjin Coal Chemical	CTO HDPE/LLDPE: 200	2020년 이후
Qinghai Damei Coal Industry	CTO HDPE/LLDPE: 300	2021

자료: 업계, 키움증권 리서치

부타디엔, 가격 반등

◎ 부타디엔 가격, 변동성 확대에도 불구하고 높은 가격 수준 유지 전망

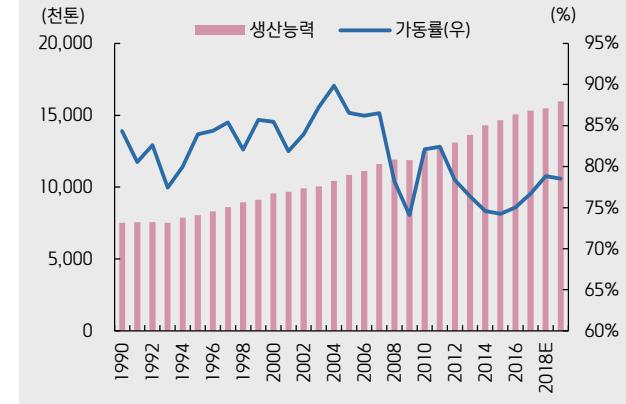
- 작년 1분기 이후 고공 행진을 이어가던 부타디엔 스프레드는 최근 변동성이 커지고 있음. 부타디엔은 기체 상태의 특성 상 저장이 용이하지 않음. 이에 재고 감축 시기에는 트레이더 투매 현상 발생하여 가격이 급격히 하락하는 특성이 있음.
- 다만 부타디엔은 향후 2020년까지 증설 제한으로 수급 타이트 현상이 지속될 전망. 한편 On-Purpose 부타디엔은 PDH를 상회하는 Capex 투자 필요 및 기술적 한계(수율) 등으로 현재 및 중장기 적으로도 세계 부타디엔 수급에 영향을 못 미칠 전망. 참고로 낮은 가스 가격이 투입되는 북미 On-Purpose 부타디엔 설비도 운송 비용을 고려 시 톤당 원가가 \$2,500를 상회하고 있음.

국내 부타디엔 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 부타디엔 수급 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

올해 역내 정기보수 효과 고려

◎ 올해 역내 정기보수 물량, 작년 대비 큰 폭으로 증가

- 올해 역내 정기보수는 약 1,400만톤 수준으로 작년 920만톤 대비 큰 폭으로 증가할 전망. 특히 일본은 12개의 크래커 중 6개가 올해 정기보수에 들어가며, 역내 올레핀 시황 호조에 긍정적인 역할을 할 전망
- 한편 올해 2분기 역외 지역 크래커의 정기보수 확대 등도 고려할 필요가 있음.

아시아 주요 올레핀 업체 정기보수 스케줄

업체명	국가	제품	생산능력(천톤)	비고
Bohai	중국	프로필렌	600	1월 중순부터 30일 간 정기보수
Chiba Butadiene	일본	부타디엔	85	5월부터 30일 간 정기보수
CPC	대만	에틸렌/프로필렌	380/193	11월 중순부터 1월 말까지 정기보수
ExxonMobil	싱가폴	에틸렌/프로필렌	900/470	9월부터 45일 간 정기보수
Formosa Plastics	대만	프로필렌	250	3~4월 정기보수
Formosa Plastics	대만	에틸렌/프로필렌	700/350/109	6~7월 정기보수
JG Summit	필리핀	에틸렌/프로필렌	320/180	2019년 정기보수
JSR	일본	부타디엔	148	2~3월 정기보수
JSR	일본	부타디엔	120	5~7월 정기보수
JXTG	일본	에틸렌/프로필렌	515/300	8월 중순부터 40일 간 정기보수
JXTG	일본	부타디엔	105	8~9월 정기보수
Keiyo Ethylene	일본	에틸렌/프로필렌	700/400	5월 13일부터 7월 3일까지 정기보수
Mitsubishi Chemical	일본	에틸렌/프로필렌	526/260	5월 9일부터 7/3일까지 정기보수
Mitsubishi Chemical	일본	프로필렌	150	5~7월 정기보수
Mitsui Chemicals	일본	에틸렌/프로필렌	500/280	6월 중순부터 7월 말까지 정기보수
Mitsui Chemicals	일본	프로필렌	140	6월 말부터 7월 말까지 정기보수
PCS	싱가폴	에틸렌/프로필렌	465/270	6월 12일부터 40~45일 정기보수
Showa Denko	일본	에틸렌/프로필렌	695/425	3~4월 정기보수
Tosoh	일본	에틸렌/프로필렌	527/270	3월 초부터 4월 중순까지 정기보수
Zeon	일본	부타디엔	180	9~10월 45~60일 간 정기보수

자료: 업계, 키움증권 리서치

올해 역내 정기보수 효과 고려

◎ 상반기/하반기, 고른 정기보수 진행

- 올해 동북아 스팀 크래커는 3~6월, 10~11월 정기보수 등이 진행될 전망이며, 동남아 스팀 크래커는 9~10월 정기보수 등이 클 것으로 보임. 이에 올해 역내 정기보수는 전반적으로 상반기/하반기에 고른 분포를 보여 정기보수 종료 이후 업황 급락에 대한 이슈는 제한적일 것으로 판단됨.

2018년 동북아 에틸렌 생산차질 비중 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

2018년 동남아 에틸렌 생산차질 비중 전망



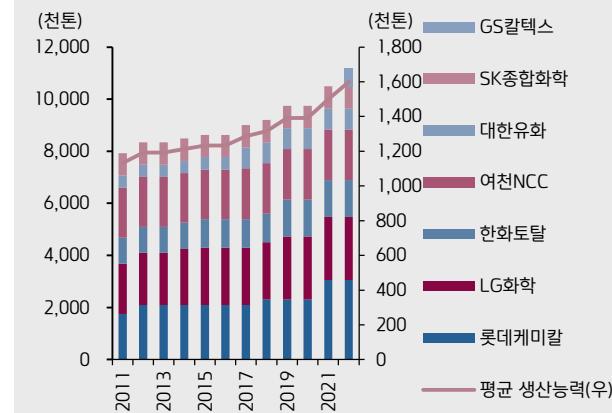
자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 화학 업체, 규모의 경제 효과 지속

◎ 규모의 경제 효과

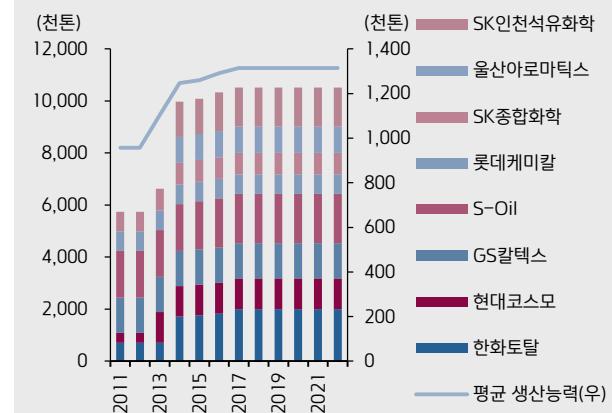
- 국내 NCC 업체의 현재 평균 생산능력(에틸렌)은 112만톤으로 아시아에서 가장 경쟁력 있는 생산 규모를 보유하고 있음.
- 국내 1~2위 크래커인 롯데케미칼, LG화학의 경우 세계 20위권 생산능력을 보유하고 있으며, 수요가 견조한 아시아 지역에 위치하고 있고, 에너지 효율 측면에서 세계 최고 수준을 기록하고 있음.
- 또한 국내 PX 업체도 현재 평균 생산능력이 130만톤을 상회하고 있음.

국내 업체별 에틸렌 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 업체별 PX 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 화학 업체, 규모의 경제 효과 지속

◎ 국내 화학 업체, 지속적인 증설 추진

- 싸이클 비즈니스의 특성 상 게임 체인저/패러다임의 변화 인식 및 제품/원자료 가격 분석도 중요하나, 신증설 등 물량 측면 증감도 실적 추정의 중요한 요소임. 국내 화학 업체는 경쟁력 확보를 위하여 지속적인 증설 추진

국내 화학 업체 신증설 계획

회사명	제품명	공장소재	생산능력(천톤)			가동시기
			현재	신증설	합계	
금호미쓰이화학	MD I	여수	350	60	410	2019년 2H
대한유화	HDPE/PP	울산	1,000	100	1,100	2018년 7월
롯데케미칼	조산	울산	570	100	670	2019년 5월
롯데케미칼	에틸렌	여수	1,000	200	1,200	2018년 10월
	프로필렌		520	100	620	2018년 10월
	부티다이엔		140	20	160	2018년 10월
	벤제		216	19	235	2018년 10월
	톨루엔		90	22	112	2018년 10월
	자일렌		69	11	80	2018년 10월
	PC		110	110	220	2019년 2H
	MX		160	200	360	2019년 2H
	PIA	울산	460	380	840	2019년 2H
S-Oil	PO	온산		300	300	2018년 2H
	PP			405	405	2018년 2H
LG화학	MMA	여수	180	80	260	2019년 6월
LG화학	LLDPE	대산	86	200	286	2018년 9월
	에틸렌		1,040	230	1,270	2019년
	프로필렌		520	130	650	2019년
	아크릴산		510	180	690	2019년 1H
	SAP	여수	360	100	460	2019년 1H
여천NCC	SM	여수	290	86	376	2019년 3Q
GS칼텍스	에틸렌	여수		700	700	2022년
	HDPE			500	500	2022년
KPX케미칼	PPG	울산	220	35	255	2019년
코오롱인더	석유수지	울산	179	8	187	2018년 7월
	에폭시수지	김천	50	17	67	2018년 10월
풀리미래	PP	여수	700	15	715	2018년 3Q
한국바스프	PPG	울산	90	13	103	2018년 4Q
한화케미칼	LDPE(EVA)	여수	327	24	351	2019년 1Q
	LLDPE		355	30	385	2019년 1H
	석유수지			50	50	2019년
	VCM		386	150	536	2020년 1H
	PVC		350	130	480	2020년 1H
한화토탈	에틸렌	대산	1,095	310	1,405	2019년 2Q
	프로필렌		932	130	1,062	2019년 2Q
	HDPE		175	400	575	2019년 2H
현대케미칼	PE	대산		750	750	2021년 2H
	PP			400	400	2021년 2H

자료: 업계, 키움증권 리서치

Part III

정유, 화학부문 통합 가속화

- ◎ Crude oil to Chemicals
- ◎ 정제마진 전망
- ◎ 윤활기유, 타이트한 Group III 기유 시장
- ◎ PX, 내년까지 업황 호조세 전망

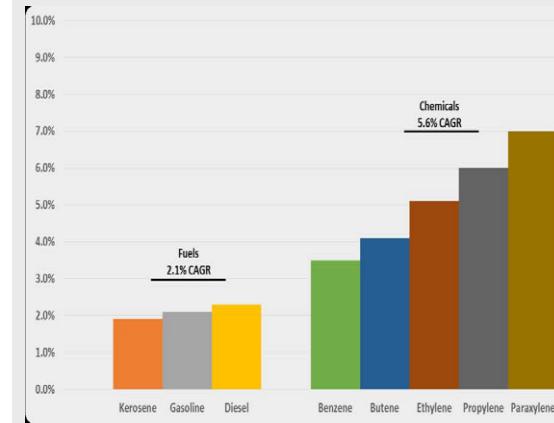


Crude oil to Chemicals

◎ 석유화학제품, 석유제품 대비 높은 수요 성장을 전망

- 석유제품 대비 화학제품의 높은 수요 성장성으로 역내/외 석유기업/정유 업체의 석유화학 통합 움직임이 확대되고 있음.
- IEA에 따르면 2017~2023년 디젤/가솔린 등 일부 석유제품 수요 증가가 0.5~1.6% 수준에 불과한 반면, 석유화학 원자료 사용되는 LPG/에탄/나프타의 수요는 2%를 상회할 전망

세계 석유제품/석유화학제품 성장을



자료: 업계, 키움증권 리서치

제품별 세계 석유수요 증가

(백만B/D)	2017	2018	2019	2020	2020	2022	2023	2017~2023 CAGR
LPG/Ethane	11.7	12.1	12.5	12.8	13.1	13.4	13.6	2.5%
Naphtha	6.4	6.4	6.6	6.7	6.9	7.1	7.2	2.0%
Motor gasoline	25.9	26.2	26.4	26.6	26.7	26.9	27	0.7%
Jet Fuel/Kerosene	7.5	7.6	7.7	7.8	7.9	7.9	8	1.1%
Gasoil/Diesel	28.2	28.5	28.7	29.7	29.4	29.3	29	0.5%
Residual Fuel Oil	7.2	7.3	7.4	6.6	7.2	7.7	7.9	1.6%
Others	11	11.1	11.2	11.3	11.5	11.6	11.7	1.0%
합계	97.8	99.2	100.4	101.5	102.6	103.7	104.7	1.1%

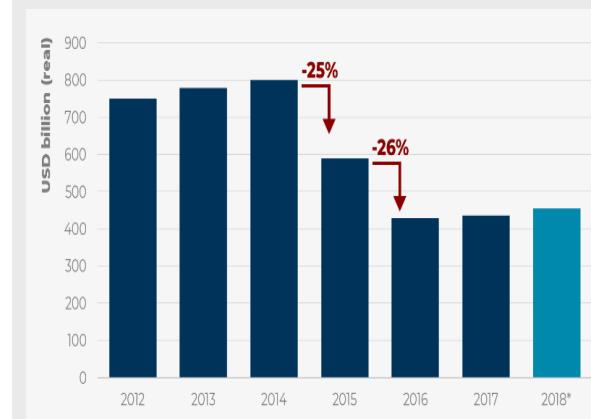
자료: 업계, 키움증권 리서치

Crude oil to Chemicals

◎ 글로벌 석유/가스 업스트림 투자비 감소

- 유가 변동성이 커진 가운데, 글로벌 석유기업은 석유/가스 업스트림 투자가 감소함. 종장기적으로 신재생에너지 확대로 고유가 시대 도래에 대한 전망이 약화되고 있기 때문임.
- 이에 석유/정유업체는 석유제품 수요 둔화를 커버하기 위하여 기존 사업과 연관성이 높은 화학사업 진출을 확대하고 있음.

글로벌 석유/가스 업스트림 Capital Spending



자료: 업계, 키움증권 리서치

국제유가와 올레핀 가격 추이



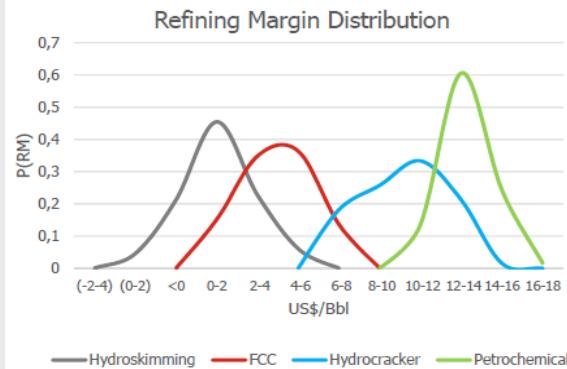
자료: 업계, 키움증권 리서치

Crude oil to Chemicals

◎ 화학부문 통합 시 마진 안정성 강화

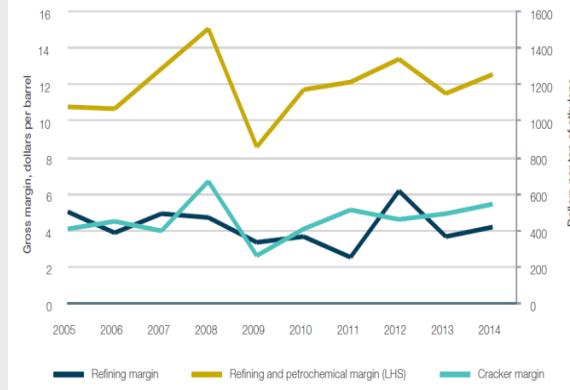
- 석유기업뿐만 아니라 정제설비의 경우도 FCC/Hydrocracker/방향족/올레핀 설비를 통합 시 마진이 증가하고, 기존 정유부문 실적 변동성을 헛지할 수 있음.
- 실제 지난 10년 간 원유 가격 변동성은 +/- 100%, 폴리머 가격 변동성은 +/- 40% 수준이었음.
- 서유럽 Case 기준 2014~2015년 정제설비 Gross Margin은 \$4/배럴이며, 에틸렌 크래커 Gross Margin은 \$600/톤(원유 등가: \$5.2/배럴)임. 한편 정유/화학 통합 Gross Margin은 \$12/배럴에 형성됨.

Refining Margin 분포



자료: 업계, 키움증권 리서치

화학 통합/비통합 정제설비 마진 비교(서유럽 Case)

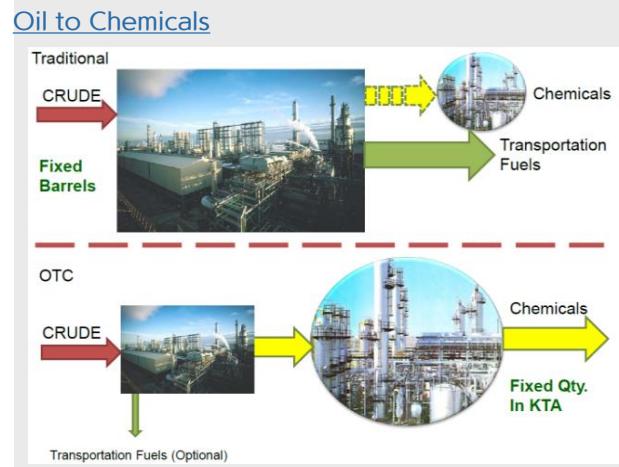


자료: 업계, 키움증권 리서치

Crude oil to Chemicals

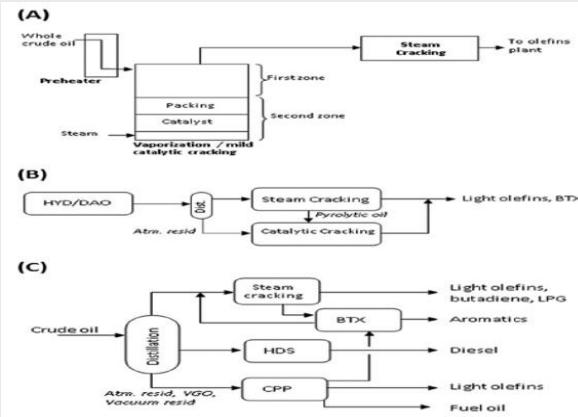
◎ Olefins-focused 정제설비 확대

- 기존 전통적인 Crude oil to Chemical 대비 최근은 공정 및 촉매 기술 개발 확대로 수송용 비중을 획기적으로 축소 가능함.
- 이에 최근 Fuels-focused 정제설비에서 Olefins-focused 정제설비가 증가하고 있는 상황



자료: 업계, 키움증권 리서치

Strategies to Maximize Olefins from Crude Oil



자료: 업계, 키움증권 리서치

Crude oil to Chemicals

◎ 정유/화학 통합 프로젝트 수익성 시뮬레이션

- 스팀 크래커, World Scale 크래커 보유, FCC 추가할 수록 기존 정제설비 경제성이 개선
- IRR: 기존 정제설비(15.0%), 크래커 추가(22.0%), 대규모 크래커 추가(33.0%), FCC 추가(39.0%)

정유/화학 통합 프로젝트 경제성 검토

(천톤, 백만불)		정제설비 기본	Case 1 스팀 크래커추가	Case 2 대규모 스팀 크래커 추가	Case 3 FCC 추가
석유화학제품	PG Ethylene		540		1,028
	PG Propylene		396	696	1,270
	Butadiene		64	140	188
	Benzene		46	119	133
석유제품	RG Propylene	189			
	Light Naphtha	884			
	Gasoline	3,081	2,948	2,021	1,616
	Jet/Kero	1,222	1,222	1,222	1,222
	Diesel	4,168	4,222	4,157	3,570
	Sulfur	821	825	834	840
	Coke	212	214	214	214
프로젝트 비용		5,000	6,610	6,640	7,000
매출액		860	1,400	1,900	2,300
IRR		15.0%	22.0%	33.0%	39.0%
NPV		720	2,700	5,300	7,300
참고	Crude Blend	50% Arabian Light, 50% Arabian Heavy			
	정제설비 생산능력	250,000BPSD			
	Refinery Integration	No	Partial	Full	Full
비고	Plant Focus	Fuels	Fuels	Fuels	Olefins
			스팀 크래커 54만톤 추가	석유화학제품 생산량 200만톤으로 확대 Jet/Kero/Diesel 생산 유지 Case 1과 투자비 비슷하며, 경제성 우위	FCC 추가하여 프로필렌 수율 확대 석유제품 생산 14% 감소 가장 높은 수익성

자료: 업계, 키움증권 리서치

Crude oil to Chemicals

◎ Crude to Chemicals 프로젝트 수익성 시뮬레이션

- 투자비, 원재료 투입 구조, 투입 촉매, 공정 기술 및 석유/석유화학제품 생산 비중에 따라 경제성 차별화

Crude to Chemicals 프로젝트 경제성 검토

	Minimum Investment; No Resid Upgrader; No Fuels; Sell HSFO	LC-FINING; No Fuels; Sell LSFO	LC-FINING With Fuels; Sell LSFO	LC-FINING With Fuels; Sell LSFO - Two Train Cracker	LC-FINING + Delayed Coking; No Fuels; Produce Anode Coke	LC-Slurry With Fuels; Produce ULSFO
Crude (Arab Light), BPD	195,000	162,000	227,000	400,000	137,689	246,515
Ethylene, KTA	2,000	2,000	2,000	4,000	2,000	2,000
Propylene, KTA	1,480	1,493	1,469	2,805	1,481	1,489
Butadiene, KTA	357	358	347	774	373	326
Euro VI Diesel, BPD	0	0	74,500	94,265	0	106,000
Fuel Oil, BPD	54,000	25,000	20,000	36,935	0	8,500
Anode Coke, KTA	0	0	0	0	194	0
H2 Required, MMSCFD	167	251	379	665	282	417
% Required H2 from Cracker	39	26	18	22	24	16
Natural Gas Required, KTA	596	777	1,011	1,872	794	992
Chemical Yield on Crude, %	58	70	49	57	83	45
Total Project Cost, MM\$	6,954	7,995	8,910	14,173	8,492	9,285
%IRR	14.6	22.4	24.4	33.0	21.4	25.0
Notes						
1.	3%S HSFO	1%S LSFO	1%S LSFO	1%S LSFO	Anode Coke	0.1%S ULSFO
2.	All cases includes Hydrocracker + Olefins Conversion Technology					
3.	All cases produces MTBE, Butene-1, Benzene, Xylenes					
4.	3% HSFO priced at \$21/Bbl less than crude					
5.	%IRR based on 70 / 30 debt / equity ratio					

자료: 업계, 키움증권 리서치

Crude oil to Chemicals

◎ 국내 정유 업체, 화학부문 통합 지속 확대 1

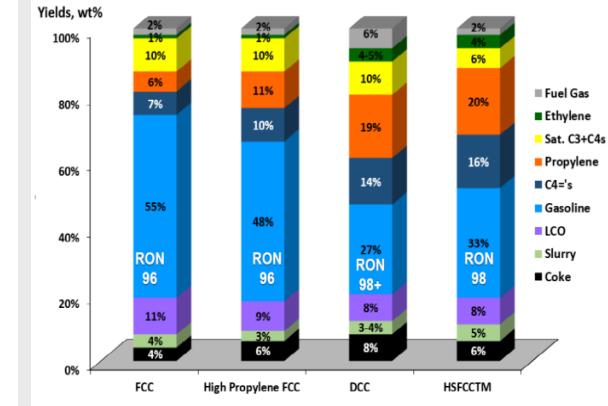
- Aramco, ExxonMobil, Shell 등에 이어 국내 정유 업체도 화학부문 통합을 확대하고 있음. 특히 국내 정유 업체는 기존에도 윤활기유/방향족 설비 통합을 통하여 안정적인 마진을 확보하고 있었음.
- GS칼텍스: 전남 여수에 약 2조원대 금액을 투자해, 에틸렌 70만톤, PE 50만톤을 생산할 수 있는 MFC (Multi Feed Cracker) 설비를 건설할 계획. MFC는 나프타 외에도 LPG, 부생가스 등 다양한 유분을 원료로 투입할 수 있음. 2022년 상업 가동 목표
- S-Oil: 약 5조원이 투입된 HS FCC 완공으로 올해 하반기부터 추가적인 실적 개선 전망. HS FCC 건설로 올레핀(프로필렌/PP/PO) 실적 비중이 확대될 전망. 또한 에틸렌 회수 설비도 보유한 것으로 보임.

GS칼텍스 석유화학 생산능력



자료: 업계, 키움증권 리서치

FCC 생산 수율 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

Crude oil to Chemicals

◎ 국내 정유 업체, 화학부문 통합 지속 확대 2

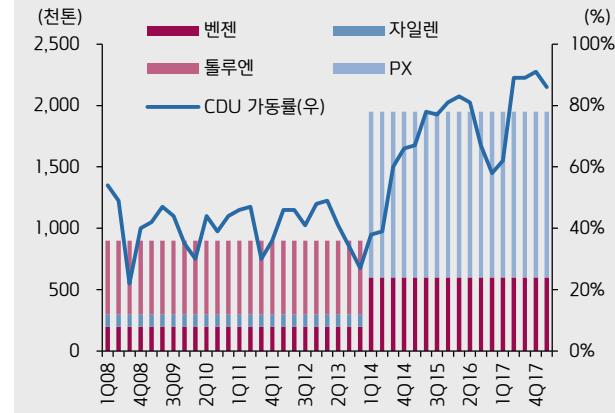
- 롯데케미칼/현대오일뱅크: 롯데케미칼과 현대오일뱅크는 기존 부지 등 인프라를 활용하여, 서산에 Heavy Feed 크래커를 건설할 계획. 총 투자 규모는 2.7조원임. 양사의 Heavy Feed 크래커는 향후 나프타를 제외한 부생원료 비중을 80%까지 확대하며, 높은 원가 경쟁력을 확보할 계획. 생산능력은 에틸렌 75만톤, 프로필렌 40만톤, Mixed C4 30만톤, PE 75만톤, PP 40만톤임. 2022년 상업 가동 전망
- SK이노베이션은 기존 울산 NCC 보유, SK인천석유화학 방향족 생산능력 확대, ACO 공법 개발/적용 등을 통하여, 지속적으로 정유/화학 통합 전략을 추진하고 있음.

현대오일뱅크 부지



자료: 업계, 키움증권 리서치

SK인천석유화학 CDU 가동률 및 BTX 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

Crude oil to Chemicals

◎ 기존 화학 업체에 일부 부정적인 요인

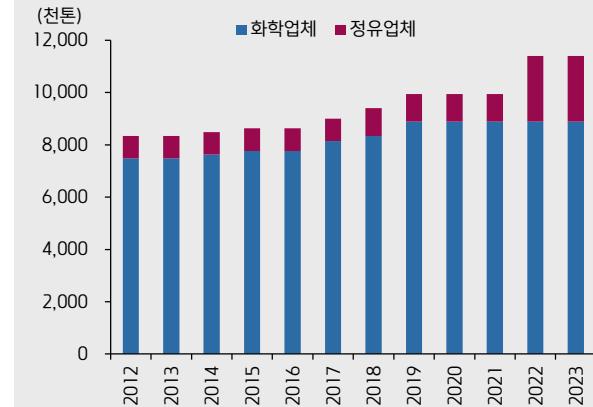
- 국내 화학 업체의 경우 북미/중동 대비 원가 열위를 보이지만, 규모의 경제 효과 등으로 일본/서유럽 설비 대비에서 원가 우위를 보이고 있었음.
- 하지만 정유 통합 혼합 원료 투입 화학 설비는 기존 나프타 크래커 대비 높은 경제성을 보이고 있음.
- 또한 국내 화학 업체의 경우 나프타 수입 의존도가 큰 가운데, 역내/외 정제설비의 화학 통합 프로젝트로 확대로 나프타 수입 의존도가 더욱 심화될 가능성도 존재

2017년 한국 석유제품 수급 현황

(천배럴)	생산	수입	수출	소비
경유	344,410	236	176,154	168,862
남사	309,868	199,632	44,194	458,350
항공유	174,014	3	121,203	38,209
휘발유	157,908	1,127	82,217	79,616
벙커C유	64,796	40,091	15,824	33,522
기타제품	53,985		12,675	14,240
아스팔트	41,476		29,689	11,637
LPG	31,550	73,641	2,413	105,083
윤활유	21,974		16,886	4,220
등유	19,896	37	5,227	19,006
용제	4,046		1,758	1,742
경질중유	2,624		362	1,574
부생연료유	2,169		510	1,728
중유	199			722
합계	1,228,915	314,767	509,113	938,511

자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 화학/정유 업체 에틸렌 생산능력 추이/전망



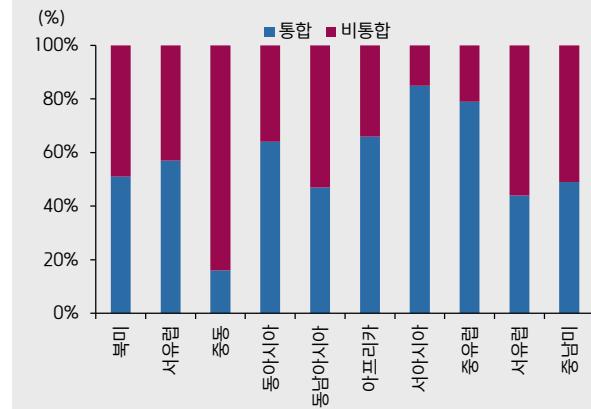
자료: 업계, 키움증권 리서치

Crude oil to Chemicals

◎ 올레핀, PX 대비 정제설비 통합 비중 낮음

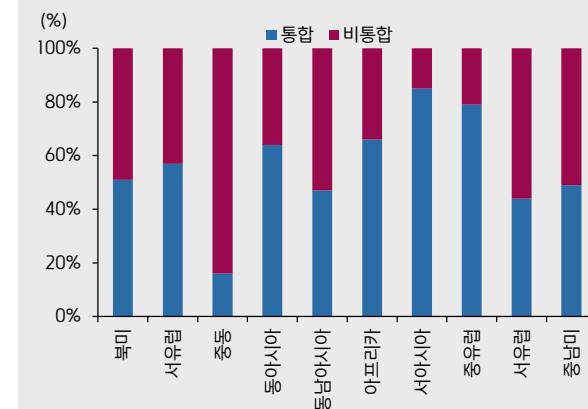
- 올레핀(에틸렌/프로필렌)은 PX 대비 정제설비 통합 비중이 낮음. 이는 미국/중동의 에탄 투입 올레핀 설비가 많기 때문임.

지역별 정제설비 통합/비통합 에틸렌 생산비중 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

지역별 정제설비 통합/비통합 프로필렌 생산비중 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

Crude oil to Chemicals

◎ Transfer Price 가이드라인

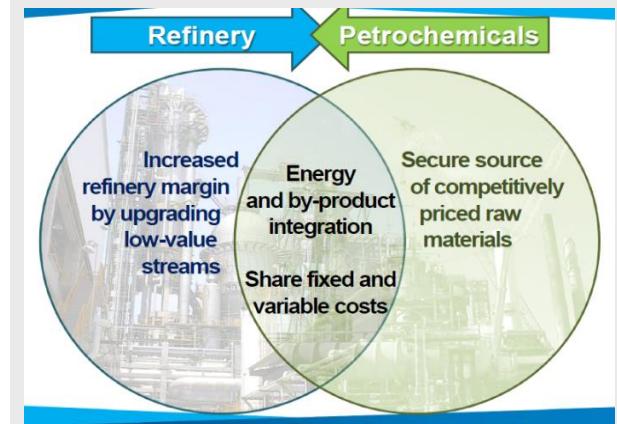
- 정유/화학 통합 시 원자료/부산물 이전 가격(Transfer Price)에 대한 가이드라인이 필요함.
- 정유/화학 통합 시 정제설비의 경우 저부가 제품의 업그레이드로 정제마진이 개선되고, 화학설비의 경우 일반적으로 낮은 가격에 안정적으로 원자료 확보가 가능함. 또한 고정/변동비의 공동 부담 등 에너지/부산물부문에서 경제성이 확대됨.

정유/화학 이전 가격 가이드라인

Refinery Stream	PC Transfer Direction	Pricing Boundaries	
		Lower	Upper
Hydrogen	←	Fuel Value parity	On purpose production cost
Ethane	→	Market price	Fuel Value
Naphtha	→	Export Parity	Import Parity
Dry Gas	→	Fuel value	Contained value for each component
Pyrolysis Gasoline	←	Gasoline Blend Value	Full aromatics extraction
Pyrolysis Fuel Oil	←	Fuel Oil Value	Fuel Oil Value
Mixed C4's	←	Gasoline Blend Value	Value to Butadiene
Raffinate 1	←	Gasoline Blend Value	

자료: 업계, 키움증권 리서치

정유/화학 통합 효과



자료: 업계, 키움증권 리서치

정제마진 전망

◎ 정제마진 견조세 지속 전망

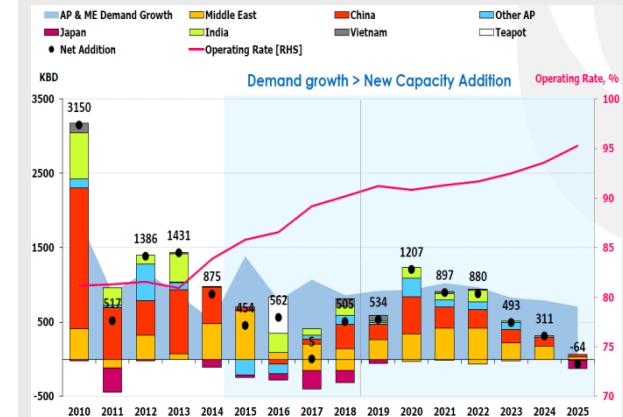
- 역내 정제설비 순증 물량 감소로 2018년 정제마진도 견조세 지속 전망. 일본/쿠웨이트/중국의 일부 폐쇄 증가 및 중국/베트남 등의 일부 정제설비의 상업화 개시 지연에 기인
- 특히 등/경유 마진은 중국/미국 등의 인프라 투자 확대, 최대 순수입국인 유럽 경기 회복으로 올해 개선 폭이 클 전망

싱가폴 복합정제마진 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아태평양/중동 정유 공급/수요 순증 전망



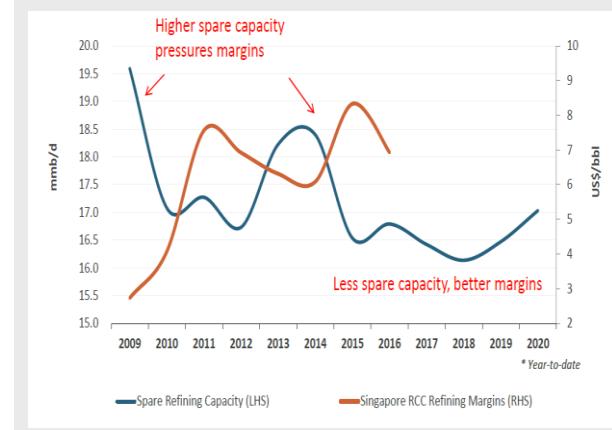
자료: 업계, 키움증권 리서치

정제마진 전망

◎ 아시아태평양 잉여 정제설비 생산능력 급감 추세

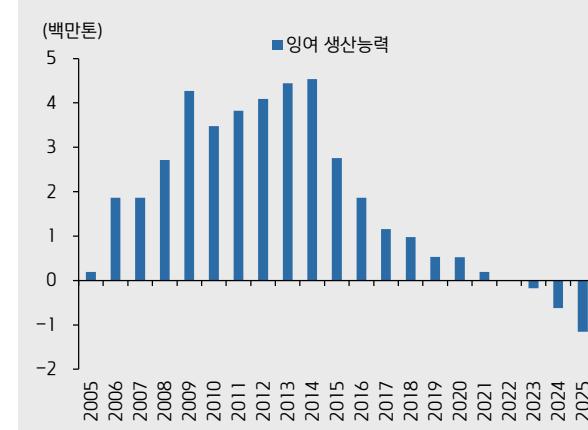
- 아시아태평양 잉여 정제설비 생산능력이 2014년 이후 지속적으로 감소하고 있음. 2014년 4백만B/D에 육박하던 잉여 정제설비 생산능력은 수요 증가 및 공급 감소로 올해 1백만B/D 수준으로 감소할 전망. 일반적으로 잉여 정제설비 생산능력이 증가할수록 정제마진이 축소되고, 잉여 정제설비 생산능력이 감소할수록 정제마진이 개선됨.
- 잉여 정제설비 생산능력 = 생산능력 – 정제 제품 총 수요

세계 잉여 정제설비와 정제마진 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아태평양/중동 잉여 정제설비 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

정제마진 전망

◎ 일부 설비 폐쇄 등으로 역내 CDU 순증 물량 감소

- 역내 CDU 순증 물량은 2016년 56.2만B/D에서 2017년 5만B/D로 감소
- 올해도 순증 물량은 40~50만톤 수준에 불과할 전망

아시아/중동 정제설비 증설/폐쇄 계획

상업화 시기	국가	생산능력	업체명
3Q17	인도	42	HPCL
3Q17	중국	260	CNPC
3Q17	중국	200	CNOOC
3Q17	인도	120	BPCL
4Q17	대만	47	CPC
1Q18	중국	100	Local
2Q18	중국	100	Petrochina
2Q18	이란	120	Bandar Abbas
2Q18	인도	36	Bharat
3Q18	베트남	200	Nghi Son
3Q18	쿠웨이트	171	KPC
4Q18	중국	120	CNOOC
폐쇄	국가	생산능력	업체명
2Q17	쿠웨이트	-186	KPC
4Q17	중국	-100	Local
4Q17	사우디아라비아	-84	Jeddah
1Q18	일본	-160	JX Group
3Q18	쿠웨이트	-112	KPC

자료: 업계, 키움증권 리서치

정제마진 전망

◎ 지역별 고도화 비율 현황

- ENI 등이 측정한 아시아태평양 정제설비의 Nelson Complexity Index/FCC Equivalent Index 등은 2000년 이후 지속적으로 개선되고 있음.

세계 정제설비 Nelson Complexity Index 추이

	2000	2005	2010	2016
유럽	8.3	8.7	8.9	9.2
러시아/중앙아시아	5.8	6.7	6.9	7.4
중동	5.4	5.5	6	7.1
아프리카	4.9	5.6	5.7	5.8
아시아태평양	7	7.4	8.3	9.4
미주	9.9	10.2	10.5	10.7
북미	10.8	11.1	11.5	11.6
중남미	7.1	7.3	7.4	7.8
세계	7.9	8.2	8.7	9.3

자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 정제설비 FCC Equivalent Index 추이

	2000	2005	2010	2016
유럽	31	34	37	41
러시아/중앙아시아	14	17	18	22
중동	16	17	20	29
아프리카	11	17	17	18
아시아태평양	36	45	54	65
미주	60	63	65	67
북미	66	69	70	71
중남미	41	45	48	51
세계	38	43	47	53

자료: 업계, 키움증권 리서치

정제마진 전망

◎ 세계 정제설비 증설 전망(2017~2023)

- 2017~2023년 세계 CDU/CFU 신증설 물량은 769.1백만B/D임.

세계 정제설비 생산능력 전망

(KBD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	합계
1. Refining Capacity Additions and Expansions								
OECD America		160	47	20			350	577
OECD Europe			200					200
OECD Asia Oceania	9							
FSU		313	90	30			100	533
Non-OECD Europe								
China	420	200	450	200	400		350	1,600
Other Asia	264	236	238	210	280	724	300	1,988
Latin America		46				33		33
Middle East	-116	330	400	82	615	293	290	2,010
Africa		30	60	30	500	30	100	750
합계	623	1,269	1,485	572	1,795	1,080	1,490	7,691
2. Upgrading Capacity Additions								
OECD America	62	55						55
OECD Europe		127	106		43		20	296
OECD Asia Oceania		68	29					97
FSU	63	137	227	302	180	130	30	1,006
Non-OECD Europe			33	25		130		58
China	273	229	264	400	522	130	259	1,674
Other Asia		110	45	100	80	97	63	495
Latin America		100				29		129
Middle East	-41	-22	288	11		316		593
Africa		57	25	70	240			392
합계	358	861	1,017	908	1,065	572	372	4,795
3. Desulphurisation Capacity Additions								
OECD America	77	75						75
OECD Europe		50	114					164
OECD Asia Oceania								
FSU	40	156	249	210	20			635
Non-OECD Europe								
China	281	156	120	464	746		200	1,686
Other Asia	90	239	50	159	130	110	70	757
Latin America						64		64
Middle East	-22	170	527	248	658	153		1,756
Africa		42			200			242
합계	466	888	1,060	1,081	1,754	327	270	5,374

자료: 업계, 키움증권 리서치

정제마진 전망

◎ 세계 CDU 프로젝트 리스트(2018~2023)

세계 CDU 프로젝트 리스트

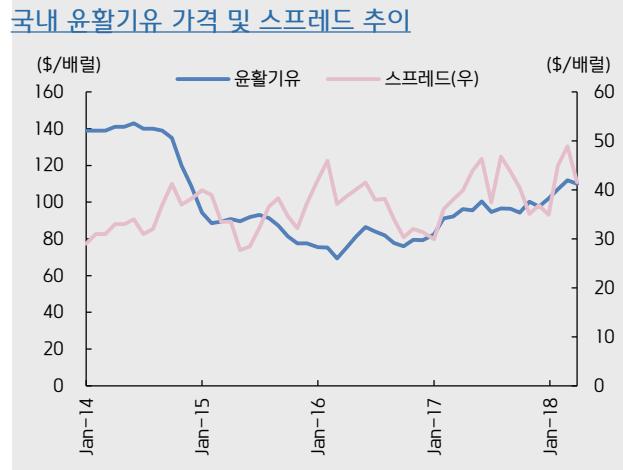
국가	프로젝트	생산능력	상업화 시기	국가	프로젝트	생산능력	상업화 시기
OECD America				China			
캐나다	North West Redwater Partnership	80	2018	중국	Sinopec/KPC	200	2020
미국	ExxonMobil	350	2023	중국	Hengli Petrochemical	200	2019
미국	Targa Resources Partners	35	2018	중국	Rongsheng Petrochemical	200	2021
미국	Meridian Resources	27	2019	중국	Hengli Petrochemical	200	2021
미국	Calumet Montana Refining	20	2020	중국	Shenghong Petchem	150	2023
미국	Valero	20	2019	중국	Sinopec	140	2023
미국	Flint Hills Resources	16	2018	중국	CNOOC Ningbo Daxie	120	2019
미국	Valero	15	2018	중국	Petrochina	100	2018
미국	Holly Corp	14	2018	중국	Zhuhai Huafeng	100	2018
OECD Europe				중국	CNOOC	70	2019
터키	SOCAR	200	2019	중국	Petrochina	60	2023
Middle East				중국	Sinochem	60	2019
바레인	Bahrain Petroleum	355	2022	India			
바레인	Bahrain Petroleum	-262	2022	인도	Indian Oil	200	2022
이란	NOIC	195	2020	인도	HPCL	150	2020
이란	NOIC	120	2020	인도	Indian Oil	86	2022
이란	NOIC	112	2018	인도	Indian Oil	60	2021
이란	NOIC	60	2022	인도	HPCL	60	2020
이란	NOIC	60	2023	인도	BPCL	36	2018
이란	NOIC	-233	2020	Other Asia			
이라크	INOC-ORA	140	2022	브루나이	Zhejiang Hengyi Petrochemicals	148	2019
이라크	Qalwan	20	2018	인도네시아	Pertamina	300	2023
쿠웨이트	KNPC	615	2021	인도네시아	Pertamina	100	2022
쿠웨이트	KNPC	200	2018	인도네시아	Pertamina	52	2022
oman	Oman Refinery	230	2023	말레이시아	Petronas	220	2021
oman	Oman Refinery	82	2018	말레이시아	Petron	90	2022
사우디	Saudi Aramco	400	2019	필리핀	Petron	90	2019
사우디	Saudi Aramco	-84	2018	태국	Thai Oil	126	2022
UAE	ENOC	65	2020	베트남	Petro Vietnam	200	2018
FSU				베트남	Petro Vietnam	70	2022
아제르바이잔	SOCAR	30	2020	Africa			
발리루스	Naftan	35	2018	알제리	Naftec SPA	100	2023
카자흐스탄	Kazmunigas	20	2018	카메룬	SONARA	30	2018
카자흐스탄	Kazmunigas	15	2018	이집트	MIDOR	60	2019
카자흐스탄	Kazmunigas	10	2018	나이지리아	Dangote Oil Refining	500	2021
러시아	Tatneft/Taneko	140	2018	우간다	Total	30	2020
러시아	Mari El Refinery	63	2018	우간다	Total	30	2022
러시아	Yauski	60	2019	Non-OECD Americas			
러시아	Antipinsky Refinery	30	2018	페루	Petroperu	33	2022
러시아	Gazprom Nefg	30	2019				
우즈베키스탄	Uzbeknefegaz	100	2023				

자료: 업계, 키움증권 리서치

윤활기유, 타이트한 Group III 기유 시장

◎ 2017년 신증설 제한으로 높은 스프레드 유지

- 국내 윤활기유 스프레드는 원자료 통합, Group II/III 등 고부가 제품의 높은 비중 및 최근 역내 윤활기유업체 정기보수 확대로 높은 수준을 유지하고 있음. 2017년은 2016년(+130만톤) 대비 아시아 지역 순증(+20만톤)이 크지 않아서, 수급 측면의 부정적인 요인은 제거되었음.



자료: 업계, 키움증권 리서치

2018년 아시아 윤활기유 업체 정기보수 계획

Location	Refiner	Capacity (tonnes/year)	Product	Turnaround period
South Korea	SK	2.2m	Group II/III	10 Mar-10 Apr
South Korea	S-Oil	880,000	Group III	Mar-Apr
Malaysia	Petronas	330,000	Group III	Late Mar-late Apr
China	Sinopec Shanghai Gaoqiao Petrochemical	700,000	Group I/II	Mar-May
Taiwan	Formosa Petrochemical Corporation (FPCC)	600,000	Group II	Early Jul-Late Aug
China	PetroChina Karamay Petrochemical	700,000	Group I	Early Aug-Mid Sep
China	CNOOC Huizhou	400,000	Group II	Early Sep-late Oct

SOURCE: ICIS

자료: 업계, 키움증권 리서치

윤활기유, 타이트한 Group III 기유 시장

◎ 2017년 중국 윤활기유 수입 현황

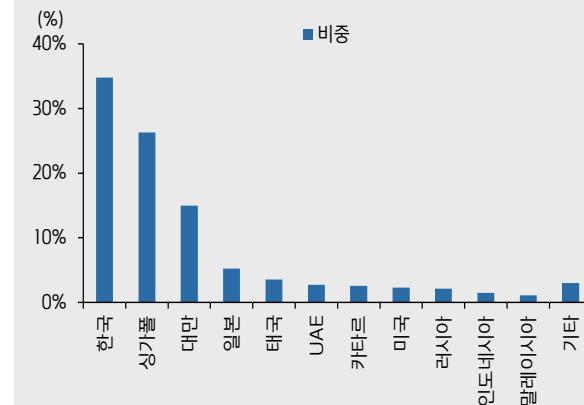
- 중국의 작년 윤활기유 수입량은 281.7만톤으로 작년 대비 1.1% 감소하였음. 다만 Group I/II 기유 등 의 수입이 감소한 가운데, 국내 윤활기유 업체가 경쟁력을 확보한 Group III 기유는 오히려 수입이 4.8% 증가하였음.
- 한편 한국의 작년 중국에 대한 윤활기유 수출량은 97.9만톤으로 중국 수입의 35%를 기록하였음.

중국 윤활기유 제품별 수입 현황

제품	수입량(천톤)	비중	YoY
Group I	602.9	21.4%	-5.4%
Group II	1,576.4	56.0%	-1.1%
Group III	624.3	22.2%	4.8%
Naphthenic oil	13.0	0.5%	-31.8%
합계	2,816.6	100.0%	-1.1%

자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 윤활기유 수입국 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

윤활기유, 타이트한 Group III 기유 시장

◎ 윤활기유 중장기 신증설 계획

- 2018년 역내 윤활기유 순증 물량은 210만톤으로 큰 폭으로 증가 전망. 다만 역내/외 윤활기유 증설 확대에도 불구하고, 고급 기유 일수록 수요자의 요구 조건에 맞춘 품질 조건이 요구되어, 관성적인 구매 패턴이 이어지고 있음. 국내 윤활기유 업체들은 올해도 높은 마진율을 유지할 전망
- SK루브리컨츠는 세계 윤활기유 업체 중 우수한 시장 지위를 보유하고 있으며, 고급 기유인 Group III 시장에서 약 40%의 시장 점유율을 보유하고 있음. 분할 이후 증설과 합작을 통하여 울산 4.8만B/D, 스페인 1.3만B/D, 인도네시아 0.9만B/D의 생산설비를 보유하며, 지역적으로 다각화된 생산 기반을 갖추고 있음.

세계 윤활기유 증설/폐쇄 계획

기간	국가	업체명	생산능력(천톤)	종류	비고
1Q17	한국	S-Oil	190	II	증설
3Q17	사우디	Luberef	715	II	신규
1Q17	독일	Paralube	-50	II	전환
1Q17	독일	Paralube	50	III	전환
2017	러시아	Slaveft	100	III	신규
2017	핀란드	Neste	200	III	증설
2017~2018	중국	Hainan Handi	1,200	III	신규
2018	미국	Holly Frontier	600	III	신규
2018	중국	Hengli Petrochemical	683	II/III	신규
2018	카자흐스탄	Oil Products LLC	100	II	신규
2018	카자흐스탄	Oil Products LLC	100	III	신규
2018	러시아	Rosneft	200	II	증설
2020	러시아	Rosneft	-234	I	전환
2020	러시아	Rosneft	128	II	전환
2020	러시아	Rosneft	86	III	전환
2020	러시아	Gazprom Neft	45	I	증설
2020	러시아	Gazprom Neft	150	II	신규
2020	러시아	Gazprom Neft	75	III	신규

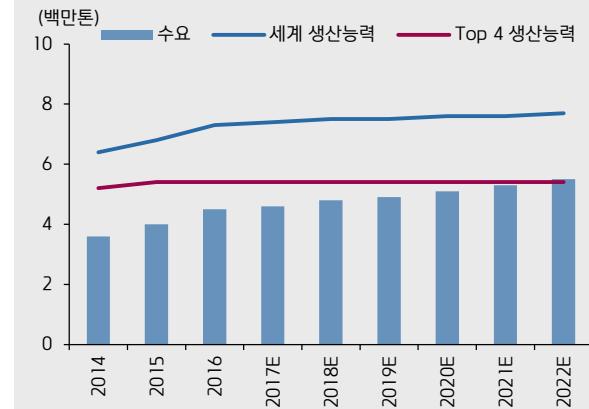
자료: 업계, 키움증권 리서치

윤활기유, 타이트한 Group III 기유 시장

◎ 타이트한 Group III 기유 시장

- Group III 윤활기유는 수요 대비 생산능력이 많은 상황이나, 실제 Top 4 업체(SK루브리컨츠, S-Oil, Neste Oil, Shell)가 시장의 73%를 점유하고 있는 과정적 시장의 성격을 띠고 있음. 향후 Group III 윤활기유 업체의 추가 증설이 제한적인 가운데, 환경 및 연비 규제 강화로 수요는 향후 2022년까지 연 평균 5.8%씩 증가할 전망으로 현재 수급 타이트 현상은 중기적으로 이어질 전망
- 특히 Top 4 중 하나인 Shell GTL의 현재 플랜트 가동률이 50%를 하회하고 있는 것도 세계 Group III 윤활기유 수급 타이트를 촉발하고 있음.

세계 Group III 기유 생산능력 및 수요 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 Group III 기유 증설 실적/계획

구분	규모(천톤)	연도
Neste-Bapco	390	2010
Shell GTL	510	2011
S-Oil	110	2013
SK Lubricants(YMAC)	1,300	2012
SK Lubricants(ILBOC)	665	2014
ADNOC	300	2016
Motiva	370	2022E

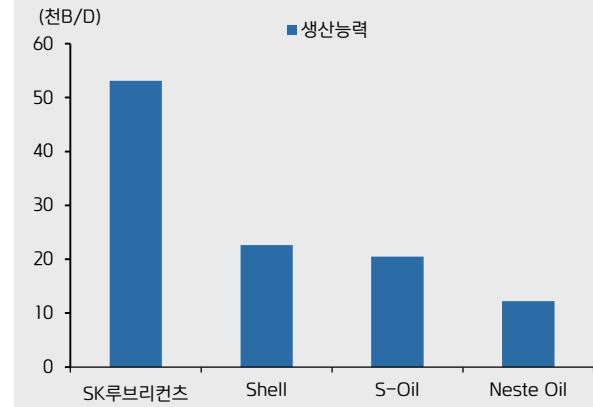
자료: 업계, 키움증권 리서치

윤활기유, 타이트한 Group III 기유 시장

◎ 국내 업체, Group III 기유 높은 점유율 보유

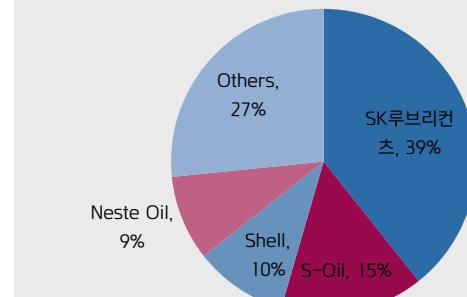
- SK이노베이션의 전체 윤활기유 시장 점유율은 7.0%로 세계 3위권 업체이나, Group III 윤활기유는 39.3%를 차지하며 세계 1위를 차지하고 있음.
- S-Oil도 Group III 시장 점유율은 Shell에 이어 3위이나, 실제 판매량 기준으로 약 15.2%를 점유하며 세계 2위 업체의 지위를 보유하고 있음.

세계 Group III 기유 생산능력



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 Group III 기유 시장 점유율



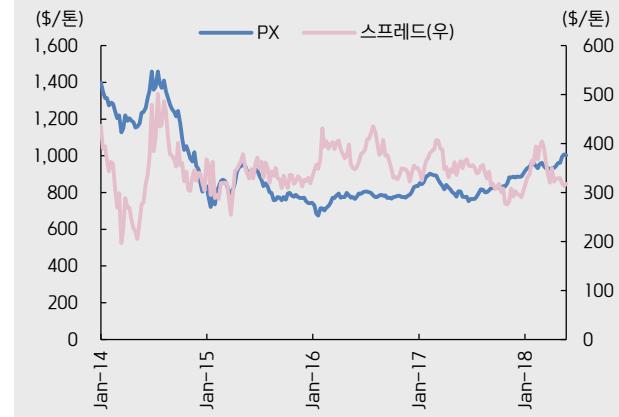
자료: 업계, 키움증권 리서치

PX, 내년까지 업황 호조세 전망

◎ PX 스프레드, 견조세 유지 중

- PX 스프레드(통합)는 역내/외 정제설비/PX 설비 셋다운, 정기보수 및 폐플라스틱 수입 금지 등으로 견조한 마진율을 유지하고 있음. 한편 MX 투입 PX 스프레드는 현대케미칼 콘덴세이트 스플리터/MX 플랜트 가동으로 작년 말부터 BEP(\$150/톤)를 상회하였지만, 여전히 낮은 수준을 유지하고 있음.

국내 PX-나프타 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 PX-MX 스프레드 추이



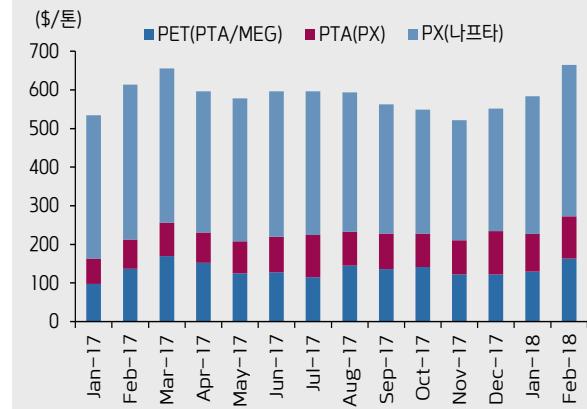
자료: 업계, 키움증권 리서치

PX, 내년까지 업황 호조세 전망

◎ PX, 수요 > 공급

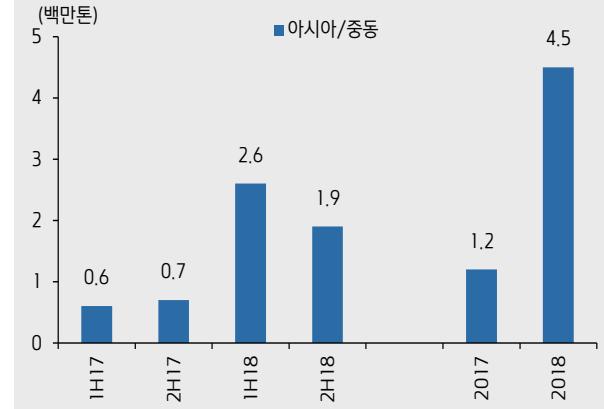
- PX/TPA/PET 통합마진은 중국 폴리에스터 시황 호조로 작년 11월 이후 상승하고 있음. 올해 PX 증설은 사우디/베트남의 2개 플랜트로 제한된 가운데, 중국 폐플라스틱 규제에 따른 PET 업황 개선으로 올해 유후 TPA 설비 재가동 및 신규 TPA 설비 가동 확대 전망

아시아 PX/TPA/PET 마진 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아/중동 TPA 증설 전망



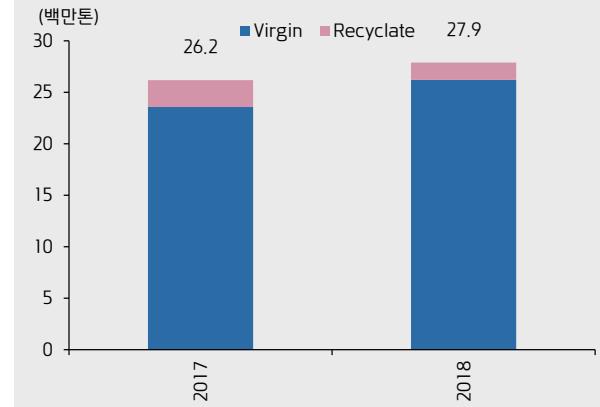
자료: 업계, 키움증권 리서치

PX, 내년까지 업황 호조세 전망

◎ 올해 중국 PX 자급률 추가적인 하락 전망

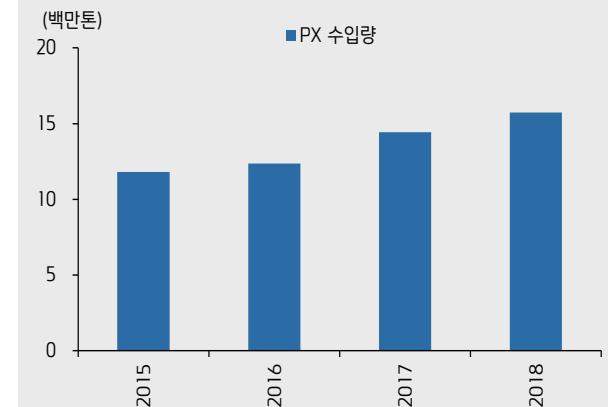
- 중국 PX 소비량은 작년 2.6천만톤에서 올해 2.8천만톤으로 증가 전망. 이에 자급률 부족으로 올해도 PX 수입량이 추가적으로 증가할 전망
- 참고로 중국의 PX 자급률은 재작년 43.6%에서 작년 39.7%로 -3.9%p 하락함.

중국 소스별 PX 소비량 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 PX 수입량 전망

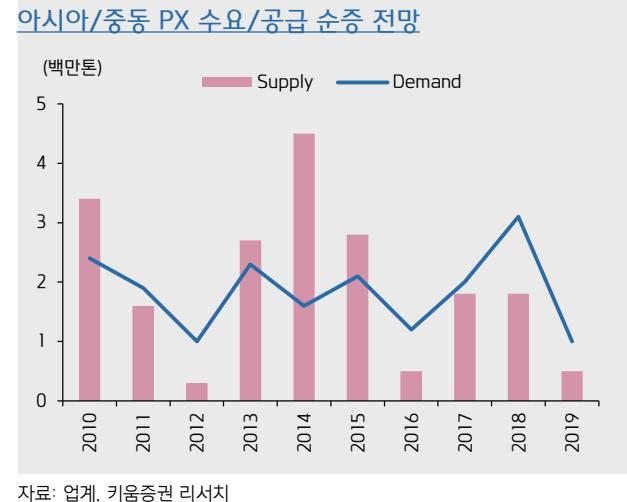
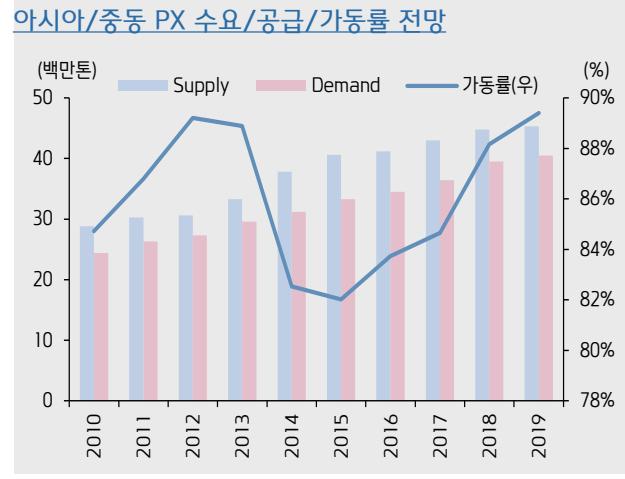


자료: 업계, 키움증권 리서치

PX, 내년까지 업황 호조세 전망

◎ 아시아/중동, 견고한 PX 업황 지속

- 아시아/중동 PX 시장은 2016년 이후 수요 증가가 공급 증가를 상회하고 있음.
- 이에 2015년 82%까지 떨어진 아시아/중동 PX 가동률은 2019년 89%까지 상승할 전망

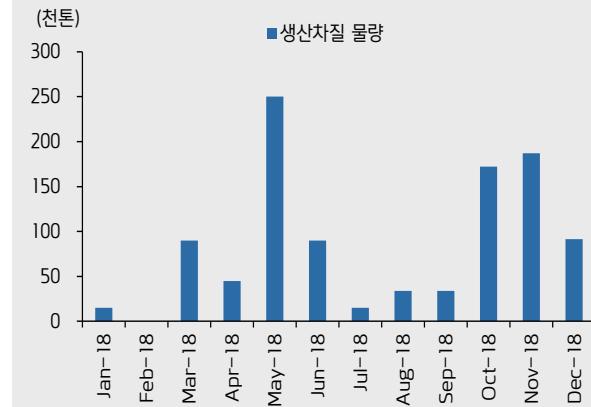


PX, 내년까지 업황 호조세 전망

◎ 올해 아시아 PX 생산차질 물량

- 아시아 지역은 정기보수로 올해 5월에 생산차질이 가장 크게 발생할 전망이며, 분기별로는 올해 4분기에 정기보수 물량이 집중될 전망

아시아 PX 생산차질 물량 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

아시아 아로마틱 플랜트 가동 현황

업체	국가	생산제품	생산능력	비고
GS칼텍스 No.2	한국	PX	400	2월 말부터 한달 간 정기보수
롯데케미칼	한국	PX/OX	775/190	10월부터 한달 간 정기보수
Taiyo Oil	일본	SM	370	9월부터 한달 간 정기보수
LG화학	한국	B/T/MX	240/95/54	11월부터 45일 간 정기보수
Showa Shell	일본	MX	200	2월부터 45일 간 정기보수
Sinopec Hainan	중국	T	300	11월 한달 간 정기보수
GS칼텍스	한국	B/PX	400/500	10월부터 20일 간 정기보수
FCFC No.2	대만	B/PX/OX	427/573/160	3분기에 45일 간 정기보수
FCFC No.3	대만	B/PX/OX	640/900/240	2분기에 3주 간 정기조수
CPC No.6	대만	B/T/MX	27/160/193	10월부터 60일 간 정기보수
YNCC No.3	한국	B/T/MX	110/60/30	10월부터 30일 간 정기보수
MSC	일본	PX/MX/OX	350/220/40	1월 초부터 3월 초까지 정기보수

자료: 업계, 키움증권 리서치

PX, 내년까지 업황 호조세 전망

◎ 중국 PX 신증설 프로젝트 확대

- 중국의 2016년 PX 수입은 1,236만톤으로 전년 대비 6.11% 증가하는 등 수입 증가세가 지속되고 있음
- 수입 의존도 심화 및 개선된 밸런스를 바탕으로 중국의 국영 기업 및 유도체 업체의 PX 신증설 계획이 증가하고 있는 상황. 2019~2021년 계획된 PX 생산능력 확대는 2,320만톤에 육박함.

중국 PX 신증설 계획

업체	위치	시기	투자자	생산능력(천톤)
Zhongjin No.2	Ningbo	2019	Rongsheng	1,000
Zhejiang Zhoushan No.1	Zhoushan	2019	Rongsheng/Juhua/Tongkun/Others	4,000
Sinochem Hongrun	Shandong	2019	Sinochem/Hongrun Chem	800
Hengli	Dalian	2020	Hengli	3,000
Sinopec	Hainan	2020	Sinopec	800
Shenhong	Lianyungang	2020	Shenhong	2,800
Sinochem Quanzhou No.2	Quanzhou	2020	Sinochem	800
Ningxia Baota	Ningxia	2020	Baota Chemical	800
CNOOC No.2	Huizhou	2020	CNOOC	1,000
Zhejiang Zhoushan No.2	Zhoushan	2021	Rongsheng/Juhua/Tongkun/Others	4,000
CNOOC Ningbo Daxie	Daxie	2021	CNOOC/Hong Kong Lewin Group	1,600
Sinopec Zhenhai	Ningbo	2021	Sinopec	1,000
Chengxing	Tianjin	2021	Chengxing	1,600
합계				23,200

자료: 업계, 키움증권 리서치

PX, 내년까지 업황 호조세 전망

◎ 중국의 높은 수입 의존도는 단기적으로 해소 불가능 전망

- 신증설 확대 계획에도 불구하고, 정제설비 통합 필요에 따른 높은 Capex 필요 및 환경 규제 등으로 계획처럼 진행될지는 아직 미지수. 보수적으로 2019년까지는 중국의 높은 수입 의존도로 인하여 PX 스프레드는 호조세 지속 전망
- 단기적으로는 정기보수 완료 후 축소된 PX 스프레드가 올해 하반기 중국의 TPA 신규 가동(810만톤)으로 재차 반등 전망. 한편 2019~2020년에도 Hengli 등이 840만톤의 TPA 설비(PX 수요량 560만톤)를 건설할 계획임.

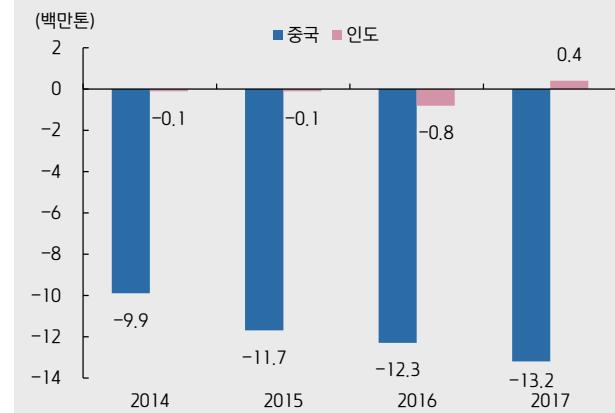
중국 TPA 신증설 계획

업체명	위치	상업화 시기	생산능력(천톤)
Huabin (formerly Yuandong)	Shaoxing	2017	1,400
Xianglu	Xiamen	2017	4,500
Tongkun	Tongxiang	2017	2,200
합계			8,100

업체명	위치	상업화 시기	생산능력(천톤)
Hengli (No.4+No.5)	Dalian	2019	4,800
Xinfengming	Tongxiang	2019	2,400
Shengda	Sichuan	2020	1,200
합계			8,400

자료: 업계, 키움증권 리서치

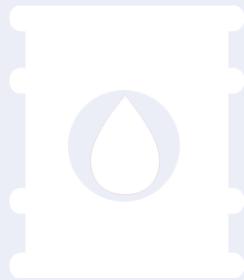
중국/인도 PX 수입량 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

Part IV 규제, 위기이자 기회

- ◎ 이란 규제 영향
- ◎ 미국-중국 화학제품 반덤핑 이슈
- ◎ 중국 폐플라스틱, 수입 금지 효과
- ◎ 현재 진행형인 베네수엘라 위기
- ◎ IMO, 선박 연료유 황함량 규제



이란 규제 영향

◎ 미국, 핵합의 탈퇴 및 대이란 제재 재개 방침 발표

- 미 트럼프 대통령은 지난 5월 8일 핵합의(JCPOA) 탈퇴 및 대이란 제재 방침을 발표함.
- 제재 복원 시기 및 내용은 다음과 같으며, 석유부문에 대한 제재는 오는 11월 재개될 예정

미국의 대이란 제재 재개 시기 및 제재 내용1

시기	제재 내용
2018.8.6	<p>금융부문</p> <ul style="list-style-type: none"> - 이란의 미국 달러화 구매 및 거래 - 리알화 거래, 이란 외 국가에서의 리알화 표시 자금 및 계좌 보유 - 이란 정부의 채권 발행 <p>기타 산업부문</p> <ul style="list-style-type: none"> - 자동차부문 전반 - 금 등 귀금속 거래 - 알루미늄, 철강 등 원자재 및 반제품 금속 거래

자료: 업계, 키움증권 리서치

미국의 대이란 제재 재개 시기 및 제재 내용2

시기	제재 내용
2018.11.4	<p>석유 등 에너지부문</p> <ul style="list-style-type: none"> - 이란과의 석유, 석유제품, 석유화학제품 등 석유관련 거래 - 에너지 산업 전반 <p>금융부문</p> <ul style="list-style-type: none"> - 이란 중앙은행 및 금융기관과의 거래 및 금융 서비스 제공 - 이란과의 거래에 대한 보증, 보험, 재보험 제공 <p>기타 산업부문</p> <ul style="list-style-type: none"> - 이란의 항만 운영사, 선박 등

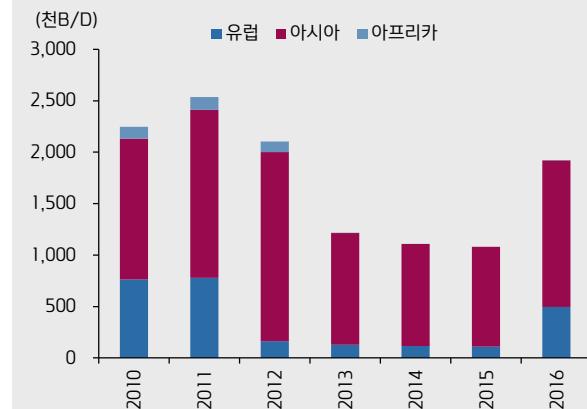
자료: 업계, 키움증권 리서치

이란 규제 영향

◎ 대이란 제재 복원으로 석유시장 공급차질 가시화

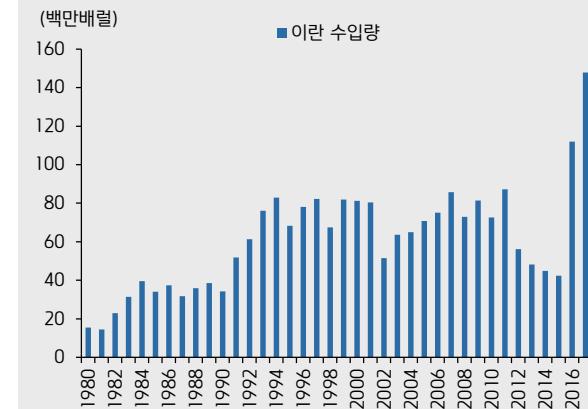
- 석유부문에 대한 제재가 2018년 11월 재개됨에 따라 본격적인 공급차질은 올해 3~4분기에 발생할 전망이며, 공급차질 규모는 10~100만B/D 수준으로 전망됨.
- 이란은 대부분의 석유를 아시아 및 유럽 지역으로 수출하고 있어, 동 2개 지역이 제재로 인한 직접적인 영향을 받을 전망. 참고로 이란의 지역별 석유 수출 비중(2018년 3월)은 중국 31.5%, 인도 17.1%, 한국 16.3%, 일본 8.6%, EU 18.2%, 터키 8.4% 등임.
- 올해 석유수요 증가가 전망되는 가운데, 이란 등의 공급차질 발생으로 타이트해진 석유수급은 유가 상승요인으로 작용할 전망. 다만 사우디 등 OPEC 회원국들이 공급량을 늘려 이란의 공급 차질량을 상쇄할 가능성도 있음. 사우디(200만B/D), 쿠웨이트(40만B/D), UAE(24만B/D) 등의 잉여생산능력 보유

이란의 지역별 원유 수출 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 이란 원유 수입량 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

이란 규제 영향

◎ 이란, 에틸렌 프로젝트 지역 전망

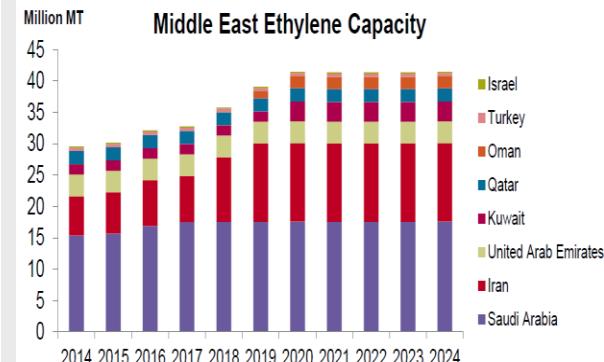
- 향후 중동 에틸렌 증설 계획 중 가장 큰 규모를 보유한 이란은 이번 규제 확대로 예정된 에틸렌 프로젝트 가동 지역 전망
- 2020년까지 계획된 이란의 에틸렌 증설 계획은 약 400만톤에 육박하고 있었음.

중동 에틸렌 증설 계획

Country/Producer/Location	Capacity (000 mt)	Start up
Iran		
Bushehr PC Cracker, Assaluyeh	1000	2019
Firouzabad PC Cracker, Firouzabad	1000	2019
Gachsaran PC Cracker, Gachsaran	1000	2019
Ganaveh-Dashestan PC Cracker, Ganaveh	500	2020
Ilam PC Cracker, Ilam	459	2019
Saudi Arabia		
SADARA	1500	2016
Petro Rabigh Phase 2	600	2017
Oman		
Oman Oil Duqm Project	1100	2019+
Orpic	800	2020+
Kuwait		
Kuwait Petrochemicals and Refining	1500	2020+

자료: 업계, 키움증권 리서치

중동 에틸렌 생산능력 전망

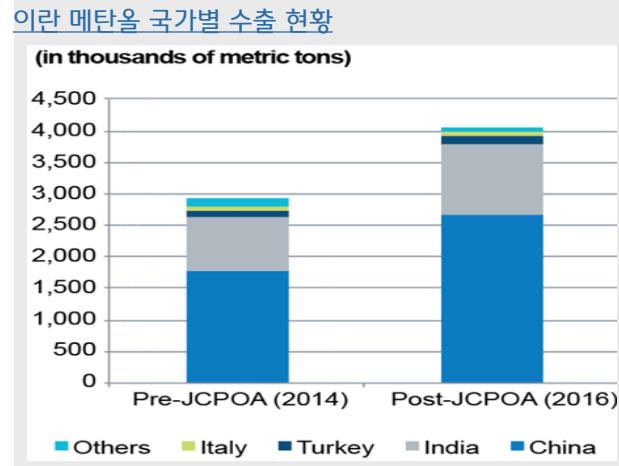


자료: 업계, 키움증권 리서치

이란 규제 영향

◎ 이란 메탄올 시장도 영향

- 이란은 2017년 말 현재 연간 500만톤 이상의 메탄올 생산능력을 보유 중으로, 세계 생산능력의 4% 이상을 차지하고 있으며, 올해 상반기 중 312.5만톤의 메탄올 생산능력을 확장할 계획. 이란 메탄올의 주요 시장은 중국/인도임.
- 이란 규제로 메탄올 시장에 대한 변동성도 심해질 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치



자료: 업계, 키움증권 리서치

미국-중국 화학제품 반덤핑 이슈

◎ 중국, 지난 4월 미국 화학제품에 대한 25% 관세 부과 계획 발표

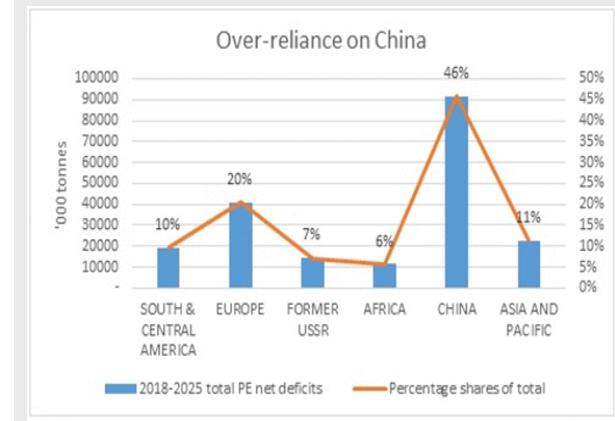
- 중국은 미국의 수입 제한 품목 공개에 대응해 4월 4일 화학제품 등 106개 품목에 대해 25% 관세를 부과할 계획으로 언급. 특히 106개 미국 제품 리스트 중 40%가 화학제품임. 시행 일자는 미국의 무역제재 상황에 따라 발표할 예정
- 명단에 포함되어 있는 제품으로는 AN, 아크릴 폴리머, 특정 촉매 및 코폴리머, LDPE, 윤활유, 비이온 유기 계면활성제, 나일론, PC, PVC, LDPE, 프로판 등임.

주요 관세 부과 제품 리스트

HS code	제품
27111200	프로판
39074000	PC
39011000	LDPE
29261000	AN
34039900	윤활유
39073000	에폭시

자료: 업계, 키움증권 리서치

2018~2025년 지역별 PE 순수입 비중



자료: 업계, 키움증권 리서치

미국-중국 화학제품 반덤핑 이슈

◎ 실제 관세 부과 시 동북아 나프타 기반 스팀 크래커 M/S 확대 전망

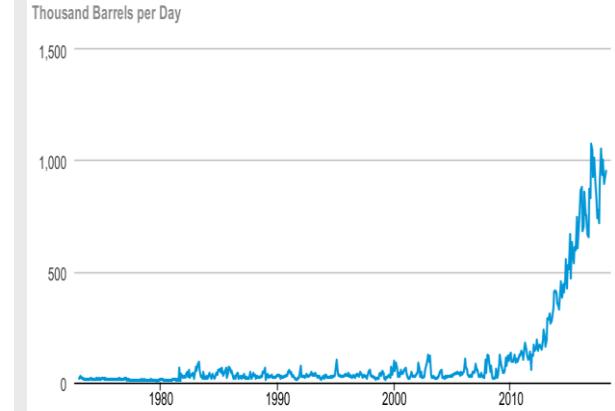
- 미국산 폴리에틸렌을 대상으로 중국의 관세 부과가 발생한다면, 동북아시아 내 나프타 기반 스팀 크래커들이 시장 점유율 확대에 나설 수 있는 기회를 얻게 될 전망
- 또한 중국은 미국 프로판에 대해서도 25%의 관세를 부과할 계획으로 밝힘. 만약 새로운 관세 부과 체계가 시행에 들어가는 경우 중국 내 PDH 설비들이 원료 부족에 직면하게 되면서 가동률 감축 조치에 나서는 상황이 벌어질 가능성이 있음. 이로 인해 동북아시아 내 프로필렌 생산업체들이 반사 수혜를 입을 것으로 예상됨.

중국 LDPE/LLDPE 수급 현황

(천톤)	2016	2017
LDPE	생산	2,617
	수입	2,993
	수출	125
	수요	5,485
LLDPE	자급률	47.7%
	생산	5,673
	수입	2,614
	수출	61
	수요	8,226
	자급률	69.0%
		67.1%

자료: 업계, 키움증권 리서치

미국 프로판 수출 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 폐플라스틱 수입 금지 효과

◎ 중국의 폐플라스틱 수입 금지 조치로 Virgin 플라스틱 수요 증가 추세

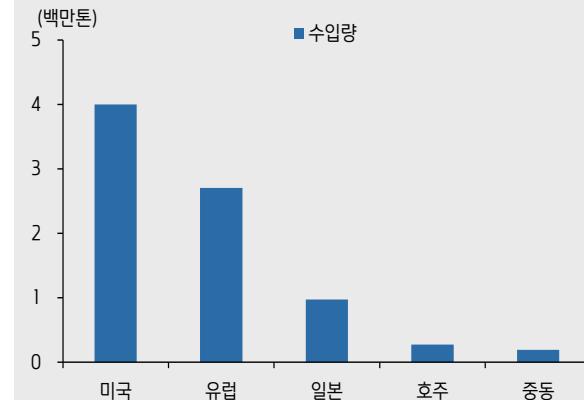
- 중국은 작년 7월 중순에 환경 보호 활동을 촉진하기 위하여 작년 말까지 24가지 종류의 쓰레기 수입을 금지할 것이라고 WTO에 밝힘. 해당 제품은 PE/PS/PVC/PET 등 플라스틱 쓰레기와 스크랩임.
- 중국은 2012년부터 환경 문제로 인하여 재활용 산업의 구조를 제한하고 조정하기 시작하였음. 폴리머 폐기물 및 스크랩 수입 금지 조치로 중국의 Virgin 플라스틱 수요가 추가적으로 증가하고 있음.

중국 주요 폴리머 수입 현황

구분	(단위: 천톤)		YoY
	2016	2017	
LDPE	2,993	3,409	13.9%
LLDPE	2,614	3,026	15.8%
HDPE	5,277	6,394	21.2%
PP	4,570	4,745	3.8%
PS	653	710	8.7%
EPS	30	33	10.0%
ABS	1,686	1,789	6.1%
PVC	867	1,003	15.7%
합계	18,690	21,109	12.9%

자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 지역별/국가별 폐플라스틱 수입량(2016년)



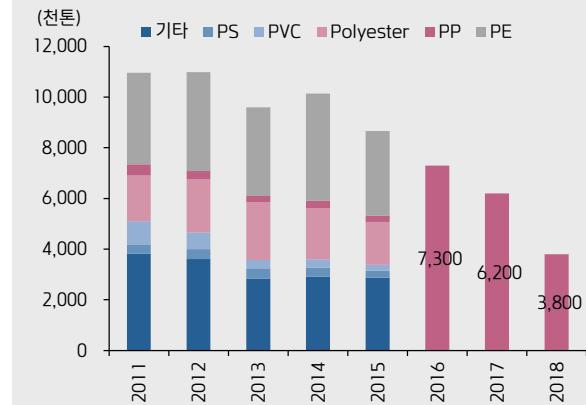
자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 폐플라스틱 수입 금지 효과

◎ 올해 중국의 폐플라스틱 수입, YoY -63% 전망

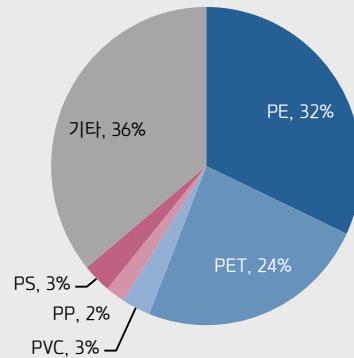
- 참고로 2016년 중국의 폐플라스틱 수입량은 약 730만톤이며, 그 중 리싸이클 PE/PP는 320만톤 수준이었음.
- 작년 110만톤의 폐플라스틱 수입이 감소되었으며, 올해는 240만톤의 폐플라스틱이 추가적으로 감소할 전망. 특히 폴리올레핀 스크랩 축소가 올해 전체 리싸이클 플라스틱 수요 감소를 이끌 전망. 올해 중국의 폐플라스틱 수입량은 380만톤으로 작년 대비 63% 감소 전망
- 수입하지 않는 국내(중국)에서 회수되는 재활용 가능 PE를 고려할 경우, Virgin 플라스틱 수요는 더욱 증가할 전망

중국/홍콩 플라스틱 스크랩 수입 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 플라스틱 스크랩 제품별 비중(2016년)



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 폐플라스틱 수입 금지 효과

◎ 중국 폐플라스틱 수입 쿼터 제한

- 작년 중국 정부의 수입 금지 이후 올해 신규 폐플라스틱 수입 업체 허가는 나오지 않고 있는 상황. 또한 올해 수입 허가가 나온 업체는 19개임. 이 업체들의 폐플라스틱 수입 쿼터는 전체 2만톤 수준에 불과함. 지난 3년 간 중국의 재활용 PET 수입량은 월평균 20~30만톤 수준이었음.
- 참고로 리싸이클 플라스틱은 유가가 배럴 당 \$80 수준일 때 경제성이 나오는 상황

중국 플라스틱 재활용 1



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 플라스틱 재활용 2



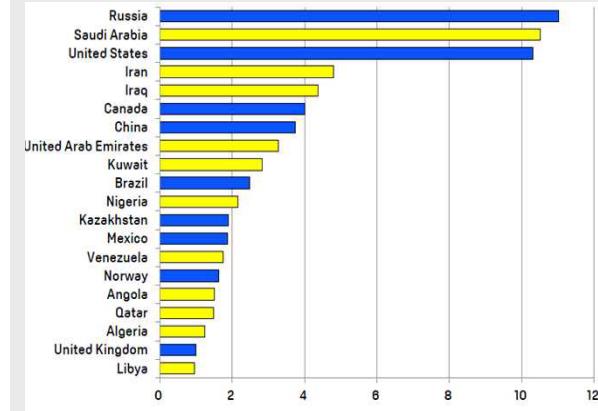
자료: 업계, 키움증권 리서치

현재 진행형인 베네수엘라 위기

◎ 현재 진행형인 베네수엘라 위기

- 수급이 타이트한 상황에서 베네수엘라 리스크의 대유가 영향력이 커짐. 베네수엘라 원유 매장량은 3천 억 배럴로 세계 1위, 세계 확인매장량은 17.6%로 세계 14위의 원유 생산국임.
- 2018년 4월 생산량은 142만B/D로 30년 래 최저 수준임. 특히 4월 생산 감산 규모(65만B/D)는 당초 감산할당량 10만B/D를 초과하는 등 사우디아라비아의 감산 규모(62만B/D)를 추월
- 5월 20일 Maduro 대통령의 재선이 결정되며, 미국의 추가 제재 검토. 제재 부과 시 추가 50만B/D 생산 차질 가능할 전망

베네수엘라 원유 생산량



자료: 업계, 키움증권 리서치

베네수엘라 매장량

	Total proved reserves			
	At end 1998 Thousand million barrels	At end 2006 Thousand million barrels	At end 2010 Thousand million barrels	At end 2016 Thousand million barrels
US	29.8	29.4	48.0	5.8
Canada	48.9	179.4	171.5	27.6
Mexico	48.5	12.8	8.0	1.1
Total North America	127.3	221.7	227.5	34.5
Argentina	2.6	2.6	2.4	0.3
Brazil	6.7	12.2	13.0	1.8
Colombia	2.8	1.5	2.0	0.3
Ecuador	3.5	4.5	8.0	1.2
Peru	0.8	1.1	1.2	0.1
Trinidad & Tobago	0.7	0.8	0.7	†
Venezuela	72.7	87.3	200.9	47.0
Other S. & Cent. America	1.0	0.8	0.5	0.1
Total S. & Cent. America	90.7	110.8	229.0	50.8
Azerbaijan	1.2	7.0	7.0	1.0
Denmark	0.9	1.2	0.5	0.1
Italy	0.6	0.5	0.6	0.1
Kazakhstan	5.3	50.0	30.8	3.9
Norway	11.7	85.5	81.0	7.6
Romania	1.0	0.5	0.6	0.1
Russian Federation	113.6	104.0	102.4	10.5
Turkmenistan	0.5	0.6	0.6	0.1
United Kingdom	5.0	3.6	2.5	0.3
Uzbekistan	0.6	0.6	0.6	0.1
Other Europe & Eurasia	2.4	2.2	2.1	0.3
Total Europe & Eurasia	142.8	127.6	154.9	21.8

자료: 업계, 키움증권 리서치

IMO, 선박 연료유 황함량 규제

◎ IMO, 2020년까지 선박 연료유의 황성분 제한 조치 강화

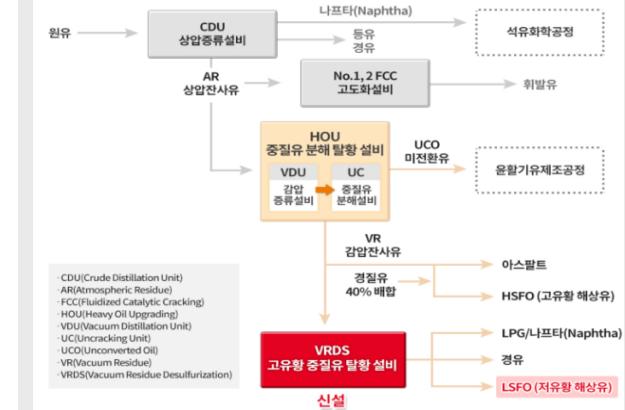
- 지금까지 선박에는 황함량이 높은 병거C유가 사용되어 왔으며, 육상 운송용 경유는 황함량 0.001%의 강한 규제를 받아 왔음. 이에 IMO는 2020년부터 선박 연료유의 황성분 제한 수치를 기존 3.5%에서 0.5%로 강화할 예정임. 이에 국내 정유업체는 최근 실적 개선을 바탕으로 IMO 규제에 대해 발 빠른 움직임을 보이고 있음.

IMO 선박 연료유 황함량 규격 강화



자료: 업계, 키움증권 리서치

VRDS Flow



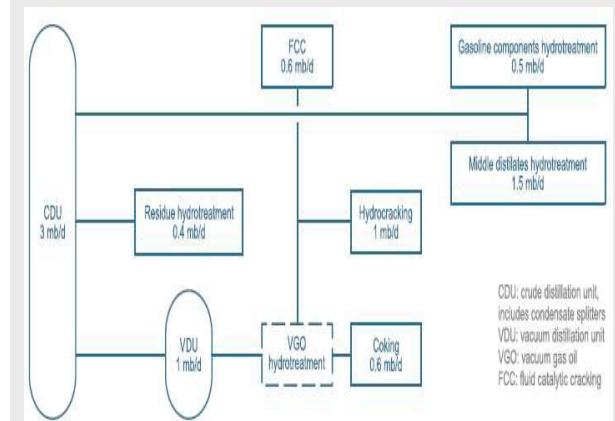
자료: 업계, 키움증권 리서치

IMO, 선박 연료유 황함량 규제

◎ 2020년 해상연료 규격 변경 이슈

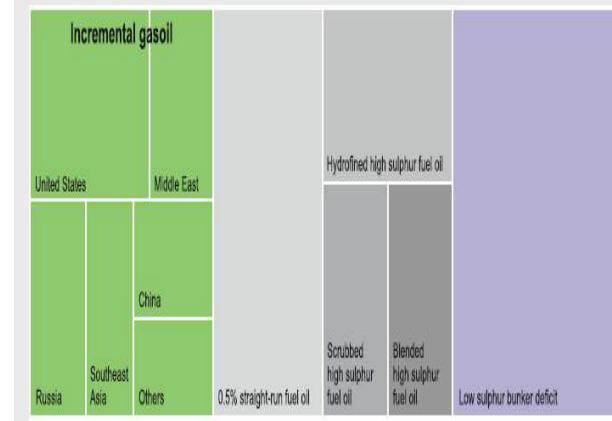
- 다만 대형 통합석유기업을 포함한 많은 정유사들은 새로운 황 함량 규제를 충족할 수 있는 옵션 중 하나는 집중적 수소처리가 불필요한 경질원료를 사용하는 것이라고 공개적으로 언급하고 있음. Brent와 WTI의 선물시장에 중요한 벤치마크가 경질 원유를 기반으로 하기 때문에 이러한 유형의 원유에 대한 수요 증가는 선물상품 가격의 급격한 상승을 촉발할 가능성도 존재함.
- 또한 IMO의 규제강화의 영향으로 중간유분(등/경유) 부족 현상이 예상되며, 가용성이 높은 저유황 중유가 없다면 해운업계는 다양한 경유 혼합을 시도할 것이나, 고유황 중유의 공급초과현상은 피할 수는 없을 것임. 적어도 초기단계에서 IMO의 영향은 LTO를 포함한 모든 저유황 경질원유에 대한 수요를 증가시킬 것임.

2020년까지 주요시설 정제능력 추가 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

2020년 벙커연료(3.2백만B/D) 전환 관련 해결 방안



자료: 업계, 키움증권 리서치

IMO, 선박 연료유 황함량 규제

◎ 고유황 중유(HSFO)의 공급 과잉 해소 방안

- 고유황 중유 공급 과잉은 정제공정의 디보틀네킹, 2차 공정 및 신규 프로젝트 등의 활용으로 일부 해소 될 것이며, 단순 정제시설 일부는 폐쇄되거나 업그레이드 될 수 있음.
- 계획된 정제설비의 투자가 완료되는 많은 양의 추가적 고유황 중유를 처리할 수 있고, 과잉 분의 일부는 러시아와 중동의 난방 및 전력부문에서도 소비될 수 있으며, 브라질의 중유발전 설비용량도 활용 가능함.

OECD와 주요 비OECD 국가의 병커유 인도 추이

(KB/D)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Marine g asoil	773	729	745	756	767	1,736	1,229	905	773
Marine V LSFO						969	1,496	1,849	2,018
Bunker H S FO	2,883	3,049	3,126	3,180	3,231	1,292	1,292	1,292	1,292
합계	3,656	3,778	3,872	3,937	3,997	3,997	4,017	4,047	4,084
YoY		3.3%	2.5%	1.7%	1.5%	0.0%	0.5%	0.7%	0.9%

자료: 업계, 키움증권 리서치

중동 활용 가능한 중유스팀 용량

FO capacity (MW)	Generation (GWh)	Fuel consumption (Ktoe)	Use (%)	Possible increase (75% use)	Additional potential fuel oil use (kbd)
Jordan	787	2 034	345	30%	3 137
Saudi Arabia	19 350	84 975	24 465	50%	42 155
Sudan	990	4 360	1 083	50%	2 144
Syria	3 475	7 102	1 509	23%	15 729
Iraq	7 306	28 270	4 152	44%	19 730
Kuwait	8 970	39 825	7 815	51%	19 108
Lebanon	1 060	2 394	753	26%	4 570
Libya	1 689	4 182	781	28%	6 915
Morocco	600	1 748	721	33%	2 194
Total	44 227	174 890	50 491	45%	115 681
					459

Source: Arab Union of Electricity – Statistical Bulletin 2016, IEA calculations.

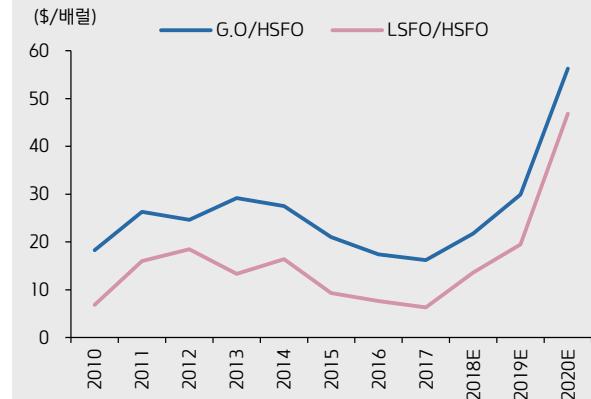
자료: 업계, 키움증권 리서치

IMO, 선박 연료유 황함량 규제

◎ SK이노베이션/S-Oil, IMO 규제에 적극적 대응

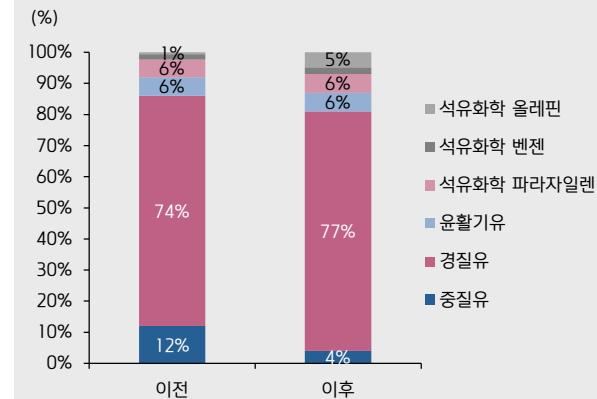
- SK이노베이션은 VRDS 설치를 위하여 약 1조원을 투자하기로 했으며, S-Oil도 약 5조원을 투자해 하루 7.6만배럴의 잔사유를 프로필렌, 휘발유와 같은 고부가가치 제품으로 전환하는 프로젝트를 진행 중에 있음. SK이노베이션의 VRDS는 잔사유를 원료로 수첨 탈황반응을 일으켜 경질유 및 저유황유를 생산하는 설비이며, S-Oil의 RUC/ODC 프로젝트는 잔사유를 탈황시설, 분해공정 등 첨단 고도화 시설을 통하여 휘발유와 옥탄가 향상제(MTBE)를 만들 수 있음.

세계 GO/HSFO, LSFO/HSFO 스프레드 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

RUC/ODC 프로젝트 전후 S-Oil 제품믹스 변화



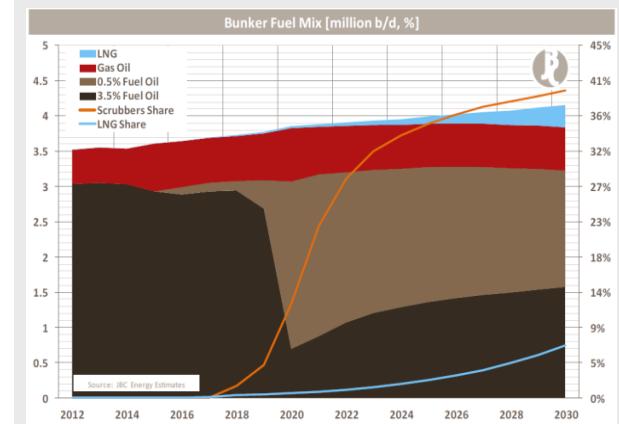
자료: 업계, 키움증권 리서치

IMO, 선박 연료유 황함량 규제

◎ 국내 정유사의 높은 고도화 비율

- JBC에 따르면 3.5% Fuel Oil은 2020년부터 수요가 급격히 하락함. 3.5% High Sulfur Fuel Oil(HSFO) 시장은 단기적으로 0.5% Fuel Oil 및 Marine Gasoil(MGO)이 급격히 대체할 전망
- 국내 정유사의 평균 고도화율은 27%로 IMO 선박유 황함량 규제에 대한 대비가 상당부분 되어 있는 상황임.

세계 Bunker Fuel Mix 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 정유사별 고도화 설비 현황

(단위: 천B/D)	구분	SK 에너지	GS 칼텍스	S-OIL	현대 오일뱅크
원유정제 능력	상압증류공정	1,115	790	580	430
	condensate splitter	100		89	130
합계		1,215	790	669	560
고도화 설비			199	274	150
고도화율	고도화 설비/상압증류공 정	17.8%	34.7%	25.9%	38.1%
	고도화설비/원유정제능력	16.4%	34.7%	22.4%	29.3%

자료: 업계, 키움증권 리서치

Part V **하반기 투자전략**



하반기 투자전략

◎ 2018년 하반기, 화학(Overweight), 정유(Overweight)

• 화학

- 미국의 원유 시추기 수와 원유 생산량이 증가하고 있고, OPEC 등 주요 산유국의 증산 논의에도 불구하고, 베네수엘라와 이란의 원유 공급 차질 물량 확대로 원유의 추세를 단정하기 어려운 상황임. 국내 NCC 업체의 주가는 실적 대비 과매도 구간이나, 작년 대비 높아진 나프타 가격으로 범용 화학 비중이 큰 업체의 매수세가 제한된 상황임. 단기적으로 고부가 제품 비중이 높고, 원재료 다변화 확대를 하며, 과매도 하이브리드 업체에 대한 관심이 필요한 시점
- 3분기 관심주: 1) LG화학은 경쟁사 대비 고부가 제품 비중이 커서 리스크 관리 가능, CATL 상장 이슈 발생, 2) 코오롱인더/SKC/효성 사업 분할회사 등 하이브리드 업체들은 올해 3분기부터 주력 제품/신 제품의 신증설 효과가 나타날 전망
- 4분기 관심주: 1) 롯데케미칼은 올해 4분기 미국 에탄 크래커를 완공하며, 원재료 다변화 이점이 부각 될 전망. 2) 한화케미칼은 주력제품(CA/PVC)의 견고한 이익 확대 지속 및 내년 본사/한화토탈/여천 NCC의 증설에 따른 실적 개선 모멘텀 확대 전망

• 정유

- 유가 상승으로 인한 OSP 동반 상승에도 불구하고, 내년까지 역내 정제설비 순증 물량 제한, 여전히 낮은 역내/외 석유제품 재고 수준 등으로 올해 하반기에도 견고한 업황이 지속될 전망
- 3분기 관심주: 1) S-Oil은 약 5조원이 투입된 HS FCC 및 올레핀 유도체 플랜트가 올해 3분기부터 실적에 반영될 전망
- 4분기 관심주: 1) SK이노베이션은 자사주 매입, 배당 증가 등 주주환원정책 강화 매력 확대, 신규 투자 모멘텀(분리막/전기차/미국 셰일 자산) 증가, 원유 도입선 다변화 효과 발생 전망

Part VI 기업분석

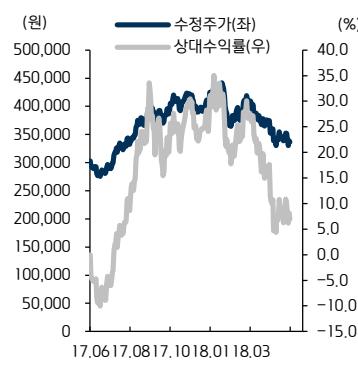
- ◎ LG화학
- ◎ 롯데케미칼
- ◎ 한화케미칼
- ◎ 금호석유
- ◎ 대한유화
- ◎ SK이노베이션
- ◎ S-Oil
- ◎ 코오롱인더
- ◎ SKC

LG화학(051910)

BUY (Maintain)

주가(6/1): 337,000/TP: 530,000원

KOSPI(6/1)	2,438.96pt
시가총액	253,082억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	441,500원 270,500원
최고/최저가 대비 등락률	-23.67% 22.32%
상대수익률	절대 상대
1M	-6.4% -3.5%
6M	-18.2% -17.0%
12M	11.2% 6.9%
발행주식수	78,281천주
일평균거래량(3M)	217천주
외국인 지분율	42.31%
배당수익률(18.E)	1.78%
BPS(18.E)	227,915원



◎ 투자 포인트

- LG화학은 기초소재, 전지, 정보전자소재, 생명과학 등 기존 사업 경쟁력 강화 및 신사업 육성을 위하여 올해 창사 최대인 3.8조원의 Capex를 투입할 계획
- 메탈 가격은 강세 기조를 유지하고 있으나, 1) 중국 화유코발트와 전구체/양극재 합작 법인 설립, 2) 황산니켈 생산업체 지분 투자, 3) 신규 자동차 배터리 수주의 경우 100% 메탈 가격 연동 계약 체결, 4) 양극재 내재화 비중 확대, 5) 신규 양극재 개발로 메탈 가격 상승에 대비하고 있음.
- LG화학의 작년 기준 자동차 전지 수주잔고는 42조원에 육박했으며, 올해 수주잔고는 3 세대 수주 확대로 더욱 증가할 전망. 한편 LG화학은 작년 18GWh 수준의 EV 전지 생산 능력을 올해 80~90% 확대할 계획

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	202,066	206,593	256,980	269,324	280,918
보고영업이익(억원)	18,236	19,919	29,285	28,681	33,595
핵심영업이익(억원)	18,236	19,919	29,285	28,681	33,595
EBITDA(억원)	30,797	33,286	43,305	41,246	48,819
세전이익(억원)	15,496	16,598	25,639	27,932	33,074
순이익(억원)	11,485	12,810	20,220	22,219	25,798
지배주주지분순이익(억원)	11,530	12,811	19,453	21,359	24,799
EPS(원)	15,602	17,336	24,854	27,285	31,679
증감율(%)	32.8	11.1	43.4	9.8	16.1
PER(배)	21.1	15.1	16.3	12.4	10.6
PBR(배)	1.9	1.4	2.0	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	7.6	5.8	7.4	6.7	5.4
보고영업이익률(%)	9.0	9.6	11.4	10.6	12.0
핵심영업이익률(%)	9.0	9.6	11.4	10.6	12.0
ROE(%)	9.1	9.4	13.3	12.9	13.5

실적 전망

◎ 올해 영업이익 2조8,681억원

- LG화학의 올해 영업이익은 2조8,681억원으로 견조한 실적을 유지할 전망임. 중대형 전지 생산능력의 공격적 확대로 고정비 부담 요인이 존재하나, 1) 세계적으로도 높은 점유율을 보유하고 있는 ABS/PVC 등의 수급이 올해도 타이트 현상을 지속할 전망, 2) 중국 환경 규제로 가성소다도 높은 마진을 유지 예상, 3) 엘라스토머/양극재 등의 증설 효과 발생, 3) EV용 배터리 수주 증가, 수익성 높은 ESS 전지 매출액 증가, L자형 소형 폴리머 출시로 전지부문 수익성 개선 전망
- 올해 3.8조원의 Capex 투자 효과는 내년 실적에 긍정적인 요인으로 작용할 예상. 2019년 영업이익은 3조3,595억원으로 전년 대비 17.1% 증가 전망

LG화학 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015	2016	2017	2018E
매출액	6,487	6,382	6,397	6,432	6,554	6,748	6,755	6,876	20,207	20,659	25,698	26,932
기초소재	4,495	4,319	4,316	4,297	4,359	4,567	4,673	4,554	14,633	14,447	17,427	18,152
정보전자소재	726	747	787	801	760	748	759	759	2,764	2,656	3,613	3,550
전지	999	1,120	1,189	1,253	1,245	1,281	1,267	1,538	3,150	3,562	4,561	5,330
생명과학	129	135	139	148	131	131	131	131			551	524
팜한농	254	186	97	68	237	199	103	72		326	604	611
영업이익	797	727	790	615	651	712	763	742	1,824	1,992	2,928	2,868
%	12.3%	11.4%	12.3%	9.6%	9.9%	10.6%	11.3%	10.8%	9.0%	9.6%	11.4%	10.6%
기초소재	734	686	755	634	637	718	746	732	1,677	2,139	2,808	2,832
정보전자소재	29	23	41	18	-10	-10	30	27	146	-55	111	38
전지	-10	8	18	14	2	10	18	22	1	-49	29	53
생명과학	21	19	13	1	7	8	8	8			54	31
팜한농	50	14	-10	-19	45	17	-8	-16		-52	35	39

자료: 업계, 키움증권 리서치

재무제표

포괄손익계산서

12월 결산 IFRS 연결		2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	202,066	206,593	256,980	269,324	280,918	
매출원가	165,405	165,951	201,345	207,524	217,820	
마진율(%)	36.660	40.642	55.635	61.799	63.099	
판매비익(기타판권비)	18,425	20,723	26,351	33,119	29,504	
영업이익(영업이익)	18,236	19,919	29,285	28,681	33,595	
영업외손익	-2,739	-3,321	-3,846	-749	-521	
이자수익	375	403	302	705	986	
배당금수익	0	0	3	0	0	
외환이익	4,537	5,958	5,552	4,316	4,402	
이자비용	581	769	999	1,108	1,382	
외환손실	5,487	6,972	6,157	4,217	4,186	
관계기업지분법손익	-1,289	-450	62	27	26	
투자기기자산처분손익	-823	-179	-375	-386	-368	
금융상품평가및기타금융이익	-1	-45	2	0	0	
기타	529	-1,266	-2,035	-86	0	
법인세차감전이익	15,496	16,598	25,839	27,932	33,074	
법인세비용	4,011	3,788	5,419	5,712	7,276	
유동법인세율(%)	25.9%	22.8%	21.1%	20.5%	22.0%	
당기순이익	11,485	12,810	20,220	22,219	25,798	
지배주주지분순이익(억원)	11,530	12,811	19,453	21,359	24,799	
EBITDA	30,797	33,286	43,305	47,246	48,819	
현금순이익(Cash Earnings)	24,046	26,177	34,240	34,784	41,021	
수정당기순이익	12,096	12,983	20,514	22,605	26,076	
증가율(%, YOY)						
매출액	-10.5	2.2	24.4	4.8	4.3	
영업이익(보고)	39.1	9.2	47.0	-2.1	17.1	
영업이익(영업이익)	39.1	9.2	47.0	-2.1	17.1	
EBITDA	25.1	8.1	30.1	-4.8	18.4	
지배주주지분 당기순이익	32.8	11.1	51.8	9.8	16.1	
EPS	32.8	11.1	43.4	9.8	16.1	
수정순이익	38.5	7.3	58.0	10.2	15.4	

현금흐름표

12월 결산 IFRS 연결		2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	31,721	25,167	31,807	30,514	36,875	
당기순이익	15,496	16,598	25,639	22,219	25,798	
감가상각비	12,152	12,824	13,053	11,692	14,436	
부정자산상각비	409	543	967	873	788	
외환손익	665	162	-887	-99	-217	
자산처분손익	974	385	551	386	368	
지분법손익	-110	38	-66	-27	-26	
영업활동자산부채 증감	1,608	-3,821	-7,148	-1,439	-1,313	
기타	528	-1,563	-3,302	-3,091	-2,958	
투자활동현금흐름	-16,978	-17,368	-16,204	-35,759	-22,761	
투자자산의 처분	-100	28	-314	-297	-279	
유형자산의 처분	1,637	175	4,027	0	0	
유형자산의 취득	-16,334	-13,985	-22,526	-38,000	-25,000	
무형자산의 처분	-595	-736	-900	0	0	
기타	-1,586	-2,850	-3,309	2,538	2,517	
재무활동현금흐름	-7,575	-10,073	-7,365	15,270	8,761	
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0	
장기차입금의 증가	-4,517	-6,738	-3,486	19,000	12,500	
자본의 증가	0	0	0	0	0	
배당금지급	-3,094	-3,465	-3,857	-4,679	-4,679	
기타	37	130	-23	949	940	
현금및현금성자산의증가	7,169	-2,306	7,750	10,025	22,875	
기초현금및현금성자산	9,880	17,049	14,744	22,493	32,519	
기말현금및현금성자산	17,049	14,744	22,493	32,519	55,393	
Gross Cash Flow	30,114	28,988	38,956	31,953	38,189	
Op Free Cash Flow	10,755	10,199	6,541	1,807	14,375	

재무상태표

12월 결산 IFRS 연결		2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	86,556	92,269	112,056	126,383	153,299	
영글증권및금성자산	17,049	14,744	22,493	32,519	55,393	
현금및현금성자산	10,012	7,540	5,297	5,551	5,790	
매출채권및유동채권	35,886	38,763	49,145	51,526	53,744	
재고자산	23,386	29,652	33,525	35,139	36,647	
기타유동비금융자산	223	1,571	1,576	1,652	1,723	
비유동자산	99,231	112,601	138,356	164,157	174,316	
장기매출채권및기타비유동채권	1,139	1,684	618	648	676	
투자자산	3,308	3,513	3,535	3,486	3,416	
유형자산	88,672	96,801	112,115	138,423	148,987	
무형자산	5,019	8,321	18,232	17,358	16,570	
기타비유동자산	1,094	2,281	3,857	4,242	4,667	
자본총계	185,787	204,871	250,312	290,540	327,615	
유동부채	47,990	54,439	66,347	69,048	71,530	
매입채무및기타유동채무	22,998	29,645	47,163	49,428	51,556	
단기기타임금	18,397	16,339	9,579	9,579	9,579	
유동성장용부채	3,111	5,787	4,935	4,935	4,935	
기타유동부채	3,484	2,697	4,771	5,107	5,460	
비유동부채	8,762	9,892	20,580	40,566	54,040	
장기매입채무및비유동채무	295	446	775	813	848	
사회 및 장기차입금	5,079	6,780	15,936	34,936	47,436	
기타비유동부채	1,388	2,667	3,868	4,817	5,756	
부자총계	54,752	64,361	87,026	109,614	125,570	
자본금	3,695	3,695	3,914	3,914	3,914	
자본금회수	8,974	8,974	20,140	20,140	20,140	
이익/손실회계	115,325	124,628	140,393	157,122	177,307	
기타차본금	1,920	2,077	-2,762	-2,762	-2,762	
지배주주지분차본금	129,915	139,374	161,685	178,414	198,600	
비자주주지분차본금	1,121	1,136	1,701	2,512	3,445	
자본총계	131,035	140,510	163,386	180,926	202,045	
증자한도	-474	6,623	2,659	11,379	766	
총차입금	26,587	28,906	30,449	49,449	61,949	

투자자표

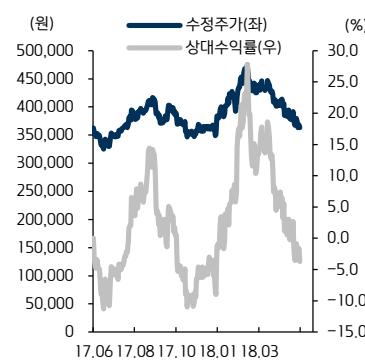
12월 결산 IFRS 연결		2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)						
EPS	15,602	17,336	24,854	27,285	31,679	
BPS	175,798	188,597	206,544	227,919	253,700	
주당EBITDA	41,673	45,042	55,328	52,689	62,364	
CFPS	32,539	35,422	43,747	44,435	52,402	
DPS	4,500	5,000	6,000	6,000	6,000	
주가배수(배)						
PER	21.1	15.1	16.3	12.4	10.6	
PBR	1.9	1.4	2.0	1.5	1.3	
EV/EBITDA	7.6	5.8	7.4	6.7	5.4	
PCF	10.1	7.4	9.3	7.6	6.4	
수익성(%)						
영업이익률(보고)	9.0	9.6	11.4	10.6	12.0	
영업이익률(영업이익)	9.0	9.6	11.4	10.6	12.0	
EBITDA margin	15.2	16.1	16.9	15.3	17.4	
순이익률	5.7	6.2	7.9	8.3	9.2	
자기자본이익률(ROE)	9.1	9.4	13.3	12.9	13.5	
투자자본이익률(ROIC)	10.6	11.5	15.7	17.2	13.7	
안정성(%)						
부채비율	41.8	45.8	53.3	60.6	62.1	
수익률비율	-0.4	4.7	1.6	6.3	0.4	
이자변동부채율(배)	31.4	25.9	29.3	25.9	24.3	
활동성(배)						
매출채권회전율	5.7	5.5	5.8	5.3	5.3	
자고자산회전율	8.0	7.8	8.1	7.8	7.8	
매입자본회전율	8.5	7.8	6.7	5.6	5.6	

롯데케미칼(011170)

BUY (Maintain)

주가(6/1): 363,000원/TP: 580,000원

KOSPI(6/1)	2,438.96pt
시가총액	124,420억원
52주 주가동향	최고가 474,500원 최저가 325,000원
최고/최저가 대비 등락률	-23.50% 11.69%
상대수익률	절대 상대
1M	-12.3% -9.6%
6M	1.4% 2.9%
12M	0.1% -3.7%
발행주식수	34,275천주
일평균거래량(3M)	113천주
외국인 지분율	32.52%
배당수익률(18.E)	2.89%
BPS(18.E)	396,228원



◎ 투자 포인트

- 롯데케미칼의 현재 에틸렌 생산능력은 332만톤으로 1992년 여수 크래커 가동 이후 연 평균 10% 수준의 신증설을 지속하고 있으며, 미국 에탄 크래커 신설, 여수 크래커 리밸핑 등으로 향후도 지속적으로 규모의 경제를 강화할 전망임. 한편 100만톤 규모의 인도네시아 크래커 신설과 현대오일뱅크 합작 크래커가 완료된다면 롯데케미칼의 에틸렌 생산능력은 625만톤으로 증가하며, 세계 7위권 업체로 도약하게 될 전망
- 롯데케미칼은 에탄 크래커, 콘덴세이트 스플리터, LPG 투입 비중 확대로 원료 다각화를 지속 추진 중. 현대오일뱅크와 합작하는 중질유석유화학시설이 건설되면, 정유-화학부문 통합 효과가 추가될 전망. 합작사는 2021년 말 상업 가동을 목표로 하고 있음.

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	117,133	132,235	158,745	170,500	182,275
보고영업이익(억원)	16,111	25,443	29,297	29,610	32,804
핵심영업이익(억원)	16,111	25,443	29,297	29,610	32,804
EBITDA(억원)	20,988	31,734	36,209	35,952	39,906
세전이익(억원)	14,214	24,874	30,847	32,504	35,899
순이익(억원)	9,907	18,372	22,846	24,978	28,001
지배주주지분순이익(억원)	9,925	18,358	22,439	24,229	27,162
EPS(원)	28.957	53.561	65.466	70.690	79.246
증감율(%)	575.8	85.0	22.2	8.0	12.1
PER(배)	8.4	6.9	5.6	5.1	4.6
PBR(배)	1.1	1.4	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	3.8	4.5	3.4	3.1	2.5
보고영업이익률(%)	13.8	19.2	18.5	17.4	18.0
핵심영업이익률(%)	13.8	19.2	18.5	17.4	18.0
ROE(%)	14.1	21.7	21.1	18.7	17.9

실적 전망

◎ 올해 영업이익 2조9,610억원 전망

- 롯데케미칼의 올해 영업이익은 2조9,610억원으로 작년에 이어 증익 추세가 이어질 전망. 미국의 신증 설한 에탄 크래커의 상업 가동에도 불구하고, 1) 중국 폐플라스틱 수입 제한으로 인한 Virgin 폴리머 수요 증가, 2) 여전히 견고한 신흥국 수요 확대, 3) 작년 대비 역내 스팀 크래커 정기보수 확대로 인한 올 레핀 수급 타이트 지속 전망, 4) 말레이시아/여수 크래커 증설에 따른 물량 증가 효과가 기대되기 때문임. 한편 현대케미칼/우즈베키스탄 에탄 크래커/롯데정밀화학/롯데엠시시 실적 개선으로 롯데케미칼 지분법이익은 호조세를 지속할 전망
- 미국 합작 에탄 크래커, 현대오일뱅크와 혼합 원료 투입 크래커 및 고부가 유도체 확대로 중장기적인 실적 개선세 이어질 전망

롯데케미칼 실적 전망

(단위: 십억원)	2017				2018				2015	2016	2017	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual			
매출액	3,996	3,853	3,990	4,035	4,123	4,257	4,286	4,383	11,713	13,224	15,875	17,050
Olefin	2,170	1,931	1,974	2,040	2,092	2,027	2,018	2,144	7,241	6,980	8,115	8,281
Aromatics(LCPL/LCUK 포함)	724	751	736	754	780	903	912	901	2,070	2,076	2,964	3,496
LC Titan	496	457	533	559	597	673	701	683	2,395	2,285	2,045	2,654
롯데첨단소재	705	710	767	712	763	763	763	763	1,951	2,894	3,053	
영업이익	815	632	766	716	662	767	777	755	1,611	2,544	2,930	2,961
Olefin	601	398	503	450	413	443	441	441	1,342	1,702	1,952	1,738
Aromatics(LCPL/LCUK 포함)	102	114	112	89	109	126	128	108	-64	142	417	471
LC Titan	69	53	66	93	72	129	140	137	328	513	281	478
롯데첨단소재	71	78	101	83	90	90	90	90	240	333	360	

자료: 업계, 키움증권 리서치

재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	117,133	132,235	158,745	170,500	182,275
매출원가	96,463	99,568	120,819	132,011	139,629
매출총이익	20,670	32,667	37,926	38,488	42,646
판매비밀밀반과리비	4,559	7,225	8,629	8,878	9,843
영업비밀밀반과리비	16,111	25,443	29,297	29,610	32,804
영업이익(핵심)	-1,898	-589	1,550	2,894	3,096
이자수익	385	288	628	1,032	1,117
배당금수익	6	7	8	41	44
외환이익	2,272	3,158	3,549	3,044	3,042
이자비용	699	765	1,071	1,011	1,226
외환손실	2,719	3,529	3,184	2,756	2,712
관계기밀지분법손익	-234	714	2,844	3,180	3,600
투자및기타자산처분손익	-223	-199	17	-77	-80
금융상품평가및기타금융이익	345	93	-668	-270	-383
기타	-1,029	-336	-573	-287	-307
법인재자체장기미약	14,214	24,874	30,847	32,504	35,899
법인서비스비용	4,307	6,502	8,001	7,526	7,898
유효법인세율 (%)	30.3%	26.1%	25.9%	23.2%	22.0%
당기순이익	9,907	18,372	22,846	24,978	28,001
지배주주지분순이익(억원)	9,925	18,358	22,439	24,229	27,162
EBITDA	20,988	31,734	36,209	35,952	39,906
현금순이익(Cash Earnings)	14,783	24,663	29,757	31,321	35,104
수정당기순이익	9,822	18,450	23,328	25,326	28,352
증가율(%, YoY)	-21.2	12.9	20.0	7.4	6.9
매출액	359.1	57.9	15.2	1.1	10.8
영업이익(보고)	359.1	57.9	15.2	1.1	10.8
영업이익(핵심)	149.1	51.2	14.1	-0.7	11.0
지배주주지분 당기순이익	575.8	85.0	22.2	8.0	12.1
EPS	575.8	85.0	22.2	8.0	12.1
수정순이익	661.9	87.9	26.4	8.6	11.9

현금흐름표

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	25,846	26,821	30,975	27,381	30,725
영기준순이익	9,907	18,372	22,846	24,978	28,001
감가상각비	4,848	5,612	6,060	5,558	6,381
무형자산상각비	28	679	852	784	722
외환손익	265	347	-385	-288	-330
자산처분손익	290	283	182	77	80
자본변동손익	234	-714	-2,844	-3,180	-3,600
영업활동자산부채 증감	7,280	-1,572	385	-830	-818
기타	2,993	3,815	3,882	280	-289
투자활동현금흐름	-12,693	-35,787	-47,309	-18,291	-18,320
투자활동자산의 처분	-7,459	-1,547	-28,279	-2,604	-2,608
유형자산의 처분	532	109	29	0	0
유형자산의 취득	-3,554	-15,881	-20,199	-15,500	-15,500
무형자산의 처분	-84	-69	-24	0	0
기타	-2,129	-18,399	1,164	-187	-211
재무활동현금흐름	-3,270	11,331	1,594	7,907	7,914
단기차입금의 증가	-1,384	6,747	5,311	0	0
장기차입금의 증가	-847	6,211	7,656	10,850	10,850
차본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-337	-842	-1,348	-3,538	-3,538
기타	-701	-785	10,596	595	602
현금및현금성자산의증가	9,929	2,607	5,177	16,957	20,320
기초현금및현금성자산	9,493	19,422	22,029	16,852	33,849
기말현금및현금성자산	19,422	22,029	16,852	33,849	54,169
Gross Cash Flow	18,565	28,393	30,591	28,210	31,543
Op Free Cash Flow	19,749	7,561	8,772	19,623	15,650

재무상태표

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산 IFRS 연결	54,055	58,517	82,255	104,094	129,266
현금및현금성자산	19,422	22,029	16,852	33,849	54,169
유동금융자산	9,042	4,585	31,906	34,269	36,636
매출채권및유동채권	10,349	17,063	17,853	19,175	20,499
재고자산	11,627	14,772	15,360	16,497	17,637
기타유동비금융자산	3,614	67	283	304	325
비유동자산	60,623	100,752	113,255	125,963	138,386
장기매출채권및기타비유동채권	0	72	156	168	179
투자자산	20,004	26,242	28,295	31,727	35,613
유형자산	39,649	55,467	67,162	77,104	86,223
무형자산	376	17,924	17,106	16,321	15,599
기타비유동금융자산	594	448	537	643	771
자산총계	114,678	158,668	195,510	230,057	267,651
유동부채 IFRS 연결	21,461	34,488	37,909	39,554	41,216
매입채무및기타유동채무	10,483	13,095	17,403	18,692	19,983
단기차입금	4,448	14,147	7,035	7,035	7,035
유동성장자금차입금	4,666	3,312	7,951	7,951	7,951
기타비유동부채	8,865	3,934	5,520	5,876	6,247
비유동부채	17,661	30,172	35,053	46,515	57,983
장기매입채무및기타비유동채무	126	126	227	244	261
사채및장기차입금	15,008	24,396	27,038	37,888	48,738
기타비유동부채	2,528	5,650	7,788	8,383	8,985
부채총계	39,722	64,660	72,962	86,069	99,199
자본금	1,714	1,714	1,714	1,714	1,714
증자금	229	229	229	229	229
주식발행초과금	67,393	84,870	105,821	126,734	150,559
기타자본	5,911	6,818	7,132	7,132	7,132
지배주주지분자본총계	75,248	93,631	114,896	135,809	159,634
비지배주주지분자본총계	308	377	7,651	8,179	8,818
자본총계	75,556	94,008	122,548	143,988	168,452
주체별자본	4,343	15,240	6,734	75,244	27,080
총자본금	24,121	41,854	42,024	52,874	63,724

투자지표

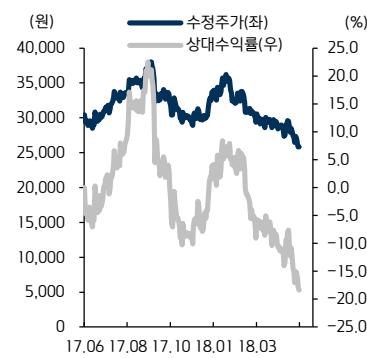
	(단위: 원, 배, %)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	28,957	53,561	65,466	70,690	79,246
BPS	219,538	273,173	335,215	396,228	465,739
주당EBITDA	61,233	92,585	105,641	104,893	116,429
CFPS	43,131	71,956	86,818	91,379	102,418
DPS	2,500	4,000	10,500	10,500	10,500
주가비주가비					
PER	8.4	6.9	5.6	5.1	4.6
PBR	1.1	1.4	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.8	4.5	3.4	3.1	2.5
PCFR	5.6	5.1	4.2	4.0	3.5
주인장(%)					
영업이익률(보고)	13.8	19.2	18.5	17.4	18.0
영업이익률(핵심)	13.8	19.2	18.5	17.4	18.0
EBITDA margin	17.9	24.0	22.8	21.1	21.9
순이익률	8.5	13.9	14.4	14.6	15.4
자기자본이익률(ROE)	14.1	21.7	21.1	18.7	17.9
부자자본이익률(ROIC)	19.7	28.0	25.8	32.0	24.3
인장장(%)					
부서비율	51.8	68.8	59.5	59.8	58.9
순자금비율	-5.7	16.2	-5.5	-10.6	-16.1
이자상환배율(배)	23.0	33.3	27.3	29.3	26.8
활동성(%)					
매출채권회전율	9.2	9.6	9.1	9.2	9.2
재고자산회전율	8.7	10.0	10.5	10.7	10.7
매입채무회전율	12.1	11.2	10.4	9.4	9.4

한화케미칼(009830)

BUY (Maintain)

주가(6/1): 25,850원/TP: 44,000원

KOSPI(6/1)	2,438.96pt
시가총액	42,344억원
52주 주가동향	최고가 38,000원 최저가 25,850원 최고/최저가 대비 등락률 -31.97% 0.00%
상대수익률	절대 상대 1M -10.7% -7.9% 6M -10.6% -9.2% 12M -15.1% -18.4%
발행주식수	164,234천주
일평균거래량(3M)	737천주
외국인 지분율	27.98%
배당수익률(18.E)	1.74%
BPS(18.E)	42,517원



◎ 투자 포인트

- 올해 북미 LDPE/LLDPE 신증설 물량은 87만톤으로 작년(255만톤) 대비 약 66% 감소 할 전망임. 이에 LDPE/LLDPE 공급 과잉이 점진적으로 감소할 것으로 예상. 동사의 PE 생산능력은 80.2만톤으로 LDPE와 LLDPE 비중이 각각 56%, 44%임.
- 동사는 역내 가성소다 대형 생산업체임. 알루미늄은 가성소다의 가장 큰 수요 동인이며, 수요의 20%를 차지하고 있음. 겨울 이후 알루미늄 가격 상승으로 중국 생산량이 증가하며, 가성소다 수요 개선이 나타나고 있음.
- 올해/내년에는 한화케미칼(PVC, VCM, 수첨수지), 여천NCC(SM), 한화토탈(크래커, PE)의 신증설 효과를 고려할 필요가 있음.

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	80,370	92,588	93,418	90,086	96,144
보고영업이익(억원)	3,370	7,792	7,564	7,913	8,742
핵심영업이익(억원)	3,370	7,792	7,564	7,913	8,742
EBITDA(억원)	7,892	12,245	11,919	11,961	12,850
세전이익(억원)	2,284	8,864	10,659	12,964	12,937
순이익(억원)	1,804	7,709	8,345	10,177	10,091
지배주주지분순이익(억원)	1,882	7,553	8,247	10,320	10,233
EPS(원)	1,154	4,564	4,970	6,262	6,231
증감율(%)	217.2	295.6	8.9	26.0	-0.5
PER(배)	23.6	5.4	6.4	4.1	4.1
PBR(배)	1.0	0.8	0.9	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	10.5	6.3	7.2	5.9	5.3
보고영업이익률(%)	4.2	8.4	8.1	8.8	9.1
핵심영업이익률(%)	4.2	8.4	8.1	8.8	9.1
ROE(%)	3.7	14.8	14.3	15.3	13.3

실적 전망

◎ 올해 영업이익, 7,913억원, 증익 전망

- 한화케미칼의 올해 영업이익은 7,913억원으로 일부 우려에도 불구하고 증익 추세로 전환될 전망. 1) TDI 업황은 작년 대비 축소될 것으로 예상되지만, 경쟁사들의 생산차질이 2~3분기에도 이어질 전망, 2) 작년 4분기 폴리실리콘 설비에 대한 자산손상차손으로 올해 폴리실리콘 제조원가 감소 예상, 3) 주력 제품인 가성소다/PVC는 중국의 환경 규제로 우호적 영업환경이 이어질 전망, 4) 작년 노후화되고 규모가 작았던 중국 웨이퍼 설비 폐쇄 효과 발생
- 한편 폴리에스터 시황 호조에 따른 한화토탈/한화종합화학의 실적 개선으로 세전이익은 추가적인 개선이 예상됨.

한화케미칼 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2015	2016	2017	2018E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE					
매출액	2,191	2,486	2,313	2,352	2,076	2,242	2,347	2,344	8,037	9,259	9,342	9,009	
영업이익	197	219	215	126	172	180	226	213	337	779	756	791	
영업이익률	9.0%	8.8%	9.3%	5.3%	8.3%	8.0%	9.6%	9.1%	4.2%	8.4%	8.1%	8.8%	
	기초소재	1,053	1,065	1,103	1,108	1,094	1,229	1,318	1,293	3,831	3,872	4,328	4,934
	가공소재	263	232	243	244	231	259	271	271	946	1,024	982	1,033
	리테일	167	160	185	204	178	176	203	224	585	673	715	781
	태양광	752	872	838	953	827	873	873	873	2,871	3,912	3,415	3,446
	기타	375	522	329	255	243	243	243	243	1,582	1,516	1,480	971
	연결조정	-418	-365	-384	-412	-497	-537	-562	-561	-1,778	-1,738	-1,579	-2,156
	기초소재	167	161	182	120	148	172	190	177	167	471	631	687
	가공소재	8	-1	3	-7	-6	-1	3	0	37	36	2	-4
	리테일	-1	-11	17	19	5	-5	18	21	17	-1	23	39
	태양광	11	15	5	-17	35	28	28	28	78	213	14	119
	기타	17	52	12	-6	2	0	0	0	59	70	75	2
	연결조정	-5	3	-4	16	-12	-13	-13	-13	-21	-10	11	-51

자료: 업계, 키움증권 리서치

재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 억원)				
12월 결산 IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	80,370	92,588	93,418	90,086	96,144
매출원가	65,406	72,112	73,863	70,561	73,247
매출총이익	14,964	20,476	19,555	19,524	22,896
판매비밀일반관리비	11,593	12,684	11,991	11,612	14,154
영업이익(보고)	3,370	7,792	7,564	7,913	8,742
영업이익(핵심)	3,370	7,792	7,564	7,913	8,742
영업이익증가액	-1,086	1,072	3,094	5,052	4,194
이자수익	214	192	154	144	151
배당금수익	40	32	16	86	90
외환이익	2,080	2,796	4,275	3,215	3,435
이자비용	1,797	1,733	1,488	1,468	1,494
외환손실	2,797	2,877	3,857	2,864	3,080
관계기연지분법손익	1,762	4,457	5,938	4,772	5,091
투자및기타산처분손익	-594	-202	-72	-2	0
금융상품평가및기타금융이익	197	-385	-371	81	0
기타	-191	-208	-1,501	1,087	0
법인세차감전이익	2,284	8,854	10,659	12,954	12,937
법인세비용	480	1,154	2,313	2,788	2,846
영업법인세율(%)	21.0%	13.0%	21.7%	21.5%	22.0%
당기순이익	1,804	7,709	8,345	10,177	10,091
지배주주지분순이익(억원)	1,882	7,553	8,247	10,320	10,233
EBITDA	7,892	12,245	11,919	11,961	12,850
현금순이익(Cash Earnings)	6,326	12,162	12,701	14,225	14,198
수정당기순이익	2,118	8,220	8,692	10,116	10,091
증감률(% YoY)					
매출액	-0.2	15.2	0.9	-3.6	6.7
영업이익(보고)	138.6	131.2	-2.9	4.6	10.5
영업이익(핵심)	138.6	131.2	-2.9	4.6	10.5
EBITDA	40.1	55.2	-2.7	0.4	7.4
지배주주지분 당기순이익	231.6	301.4	9.2	25.1	-0.8
EPS	217.2	295.6	8.9	26.0	-0.5
수정순이익	8,762.4	288.2	5.7	16.4	-0.3

현금흐름표

	(단위: 억원)				
12월 결산 IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	11,601	11,206	9,007	9,524	8,335
영기초이익	2,284	8,864	10,659	10,177	10,091
감가상각비	4,352	4,303	4,200	3,906	3,978
감형자산상각비	169	150	155	142	130
외환손익	844	-103	-591	-351	-355
자산처분수익	954	710	204	2	0
지분법손익	-1,662	-4,233	-5,931	-4,772	-5,091
영업활동자산부채 증감	3,051	-1,520	-2,131	170	-686
기타	1,608	3,036	2,443	250	269
투자활동현금흐름	-9,523	-4,463	-3,946	-4,575	-5,619
투자자산의 처분	-3,878	-1,839	-2,556	224	-407
운영자산의 처분	972	2,013	-244	0	0
운영자산의 취득	-7,592	-6,148	-4,924	-4,924	-5,300
무형자산의 처분	51	-132	140	0	0
기타	1,026	1,642	3,130	125	88
제작활동현금흐름	-1,051	-3,016	-6,787	-1,310	-794
단기차입금의 증가	409	171	68	0	0
장기차입금의 증가	444	-804	-4,534	0	0
자본의 증가	0	-2	0	0	0
배당금지급	-245	-245	-575	-575	-732
기타	-1,659	-2,135	-1,746	-735	-62
현금및현금相当자산의증가	954	3,675	-2,073	3,639	7,922
기초현금및현금성자산	5,494	6,448	10,123	8,050	11,689
기말현금및현금성자산	6,448	10,123	8,050	11,689	13,612
Gross Cash Flow	8,550	12,726	11,138	9,354	9,021
Op Free Cash Flow	2,592	3,430	3,383	5,293	4,749



재무상태표

	(단위: 억원)				
12월 결산 IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	47,777	45,239	42,225	44,645	48,783
현금및현금성자산	6,448	10,123	8,050	11,689	13,612
우동금융자자산	3,745	2,289	3,515	3,389	3,617
매출채권및유동채권	19,328	17,593	19,201	18,516	19,761
재고자산	18,256	14,206	11,438	11,030	11,771
기타유동비금융자산	0	1,026	21	21	22
비유동자자자산	90,749	92,940	94,270	99,685	106,188
장기매출채권및기타비유동채권	712	665	557	633	676
투자자산	24,480	29,803	33,092	37,781	43,138
유형자산	60,505	57,610	55,882	56,900	58,222
무형자산	4,408	4,262	4,220	4,078	3,948
기타비유동자산	643	601	419	293	204
자전총계	138,526	138,179	136,295	144,330	154,972
유동부채	54,206	49,630	48,942	48,007	49,331
매입채무및기타유동채무	28,959	25,184	21,096	20,344	21,712
단기차입금	17,969	18,552	20,119	20,119	20,119
유동성장기차입금	6,284	3,998	6,295	6,295	6,295
기타유동부채	995	1,896	1,432	1,249	1,205
비유동부채	35,008	33,886	25,578	24,932	24,891
정기매입채무및비유동채무	2,268	551	325	314	335
사채및기타증권	26,158	25,746	17,760	17,760	17,760
기타비유동부채	6,582	7,568	7,593	6,858	6,796
부자총계	89,271	83,496	74,620	72,939	74,222
자본금	8,153	8,297	8,212	8,212	8,212
주식발행초과금	4,627	4,783	4,783	4,783	4,783
이익잉여금	28,869	35,864	43,647	53,408	62,924
기타자본	4,685	3,906	3,425	3,425	3,425
지배주주지분자본총계	46,334	52,849	60,151	69,827	79,344
비지배주주지분자본총계	978	1,834	1,723	1,564	1,406
자본총계	49,312	64,683	61,875	71,391	80,750
준자본금	40,218	35,883	32,609	29,095	26,945
종자금	50,411	48,296	44,174	44,174	44,174

부자지표

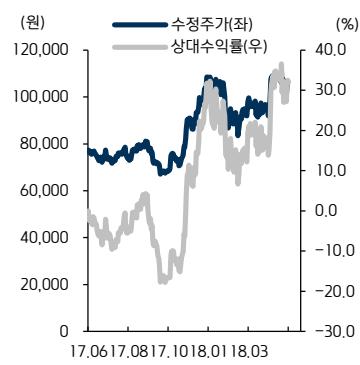
	(단위: 원, 배, %)				
주당지표(원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)	1,154	4,564	4,970	6,262	6,231
EPS	28,415	31,850	36,250	42,517	48,311
주당EBITDA	4,840	7,400	7,183	7,258	7,824
CFPS	3,879	7,350	7,654	8,632	8,645
DPS	150	350	350	450	500
주가제주(배)					
PER	23.6	5.4	6.4	4.1	4.1
PBR	1.0	0.8	0.9	0.6	0.5
EV/EBITDA	10.5	6.3	7.2	5.9	5.3
PCFR	7.0	3.4	4.1	3.0	3.0
주회성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	8.4	8.1	8.8	9.1
영업이익률(핵심)	4.2	8.4	8.1	8.8	9.1
EBITDA margin	9.8	13.2	12.8	13.3	13.4
순이익률(ROE)	2.2	8.3	8.9	11.3	10.5
자기자본이익률(ROIC)	3.7	14.8	14.3	15.3	13.3
투자자본이익률(ROIC)	3.7	10.1	9.0	9.0	9.8
안정성(%)					
부채비율	180.9	152.7	120.6	102.2	91.9
순자본금비율(배)	81.6	65.6	52.7	40.8	33.4
이자보상倍(배)	1.9	4.5	5.1	5.4	5.9
활용성(배)					
매출채권회전율	4.5	5.0	5.1	4.8	5.0
재고자산회전율	4.3	5.7	5.3	8.0	8.4
매입채무회전율	3.2	3.4	4.0	4.3	4.6

금호석유(011780)

BUY (Maintain)

주가(6/1): 106,500원/TP: 160,000원

KOSPI(6/1)	2,438.96pt
시가총액	33,564억원
52주 주가동향	최고가 최저가 111,000원 58.72%
최고/최저가 대비 등락률	-4.05%
상대수익률	절대 상대 1M -0.9% 2.2% 6M 17.2% 18.9% 12M 37.8% 32.4%
발행주식수	33,491천주
일평균거래량(3M)	154천주
외국인 지분율	28.26%
배당수익률(18.E)	1.41%
BPS(18.E)	67,528원



◎ 투자 포인트

- 폐놀 수급 타이트 현상으로 금호석유화학의 폐놀유도체부문은 실적 턴어라운드 중임. 금호피앤비화학의 BPA/폐놀/아세톤의 외부 판매량 고려 시 최근 스프레드 개선으로 작년 대비 큰 폭의 이익 개선 전망. 한편 유가 상승에 따른 SMP 반영 시차 효과로 에너지부문도 작년 대비 증익 전망
- 작년 40만톤으로 생산능력을 확대한 NBR Latex는 금호석유화학의 합성고무부문 실적을 견인할 전망. NBR Latex는 의료용 장갑 등에 사용되는데, 최근 동남아 장갑업체의 생산능력이 급격히 증가하고 있는 상황
- SSBR과 달리 BR/SBR 등 범용고무의 경우 2020년까지 공급 제한으로 가동률 및 스프레드는 올해 추가 개선 전망

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	39,345	39,704	50,648	54,419	55,405
보고영업이익(억원)	1,640	1,571	2,626	5,227	5,460
핵심영업이익(억원)	1,640	1,571	2,626	5,227	5,460
EBITDA(억원)	3,399	3,630	4,805	7,227	7,377
세전이익(억원)	1,696	1,135	2,900	5,999	6,127
순이익(억원)	1,219	808	2,176	4,600	4,779
지배주주지분순이익(억원)	1,189	732	2,136	4,454	4,732
EPS(원)	3,550	2,187	6,377	13,298	14,128
증감율(%)	27.6	-38.4	191.6	108.5	6.2
PER(배)	14.7	37.5	15.6	8.0	7.5
PBR(배)	1.1	1.7	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA(배)	10.6	12.9	9.9	6.5	5.7
보고영업이익률(%)	4.2	4.0	5.2	9.6	9.9
핵심영업이익률(%)	4.2	4.0	5.2	9.6	9.9
ROE(%)	7.4	4.8	11.8	21.2	18.3

실적 전망

◎ 올해 영업이익 5,227억원, YoY +99.0% 전망

- 금호석유화학의 올해 영업이익은 5,227억원으로 작년 대비 99.0% 증가할 전망임. 1) 폐놀/BPA 수급 타이트 현상 발생으로 올해 폐놀유도체부문 실적 턴어라운드 전망, 2) 작년 하반기에서 올해 상반기 유가 상승에 따른 SMP 반등, 3) 세계 범용 합성고무 증설 제한으로 합성고무부문 실적의 점진적 개선, 4) 중국 폐플라스틱 규제로 인한 ABS/PS의 수요 증가 전망
- 한편 영업 실적이 개선되는 가운데, 향후 대규모 투자 프로젝트의 제한으로 연결 순부채비율 축소 등 재무구조 개선 및 배당 증가 등이 예상됨.

금호석유화학 실적 전망

(십억원, %)	2017				2018				2015	2016	2017	2018E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual	
매출액	합성고무	636	499	463	469	474	422	417	402	1,553	1,559	2,068	1,716
	합성수지	303	294	309	299	300	315	297	287	1,079	1,036	1,206	1,198
	정밀화학	34	36	36	30	34	36	30	34	141	122	135	134
	유틸리티 등	137	126	117	138	132	147	145	143	386	421	518	567
	금호피앤비	324	309	299	302	428	452	449	447	839	898	1,234	1,776
	기타(연결조정 등)	-25	-25	-19	-25	-27	26	26	26	-64	-66	-95	51
영업이익	합계	1,408	1,239	1,205	1,212	1,340	1,397	1,365	1,340	3,935	3,970	5,065	5,442
	합성고무	15	5	9	23	33	15	15	13	18	36	53	76
	합성수지	9	9	22	18	24	23	22	20	46	37	57	89
	정밀화학	1	1	1	1	1	1	1	1	6	1	3	3
	유틸리티 등	32	26	23	39	40	24	33	31	82	66	120	128
	금호피앤비	9	3	0.0	14	67	47	56	54	17	17	26	222
	합계	66	44	58	95	166	111	127	119	164	157	263	523

자료: 업계, 키움증권 리서치

재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 억원)				
12월 결산 IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	39,345	39,704	50,648	54,419	55,405
매출원가	36,006	36,375	46,365	47,380	47,656
매출총이익	3,339	3,329	4,283	7,039	7,749
판매비밀임박관리비	1,700	1,758	1,656	1,812	2,288
영업이익(영업손실)	1,640	1,571	2,626	5,227	5,460
영업외손익	57	-436	274	772	667
이자수익	43	18	20	40	42
배당금수익	54	68	53	57	61
외환이익	729	826	1,128	503	479
이자비용	514	588	655	618	631
외환손실	952	997	719	346	297
관계기여지분법손익	540	366	887	1,318	1,217
투자기기타산처분순이익	21	156	-9	-30	-29
금융상품평가및기타금융이익	83	65	-234	-129	-153
기타	53	-350	-198	-23	-23
법인세차감전이익	1,696	1,135	2,900	5,999	6,127
법인세비용	478	321	721	1,398	1,348
유동법인세율(%)	28.2%	28.3%	24.9%	23.3%	22.0%
당기순이익	1,219	808	2,176	4,600	4,779
지배주주지분순이익(억원)	1,189	732	2,136	4,454	4,732
EBITDA	3,399	3,630	4,805	7,227	7,377
현금순이익(Cash Earnings)	2,978	2,867	4,355	6,600	6,696
수정당기순이익	1,144	649	2,359	4,760	4,917
증감율(%: YOY)					
매출액	-17.4	0.9	27.6	7.4	1.8
영업이익(영업손실)	-11.3	-4.2	67.2	99.0	4.5
영업이익(영업손실)	-11.3	-4.2	67.2	99.0	4.5
EBITDA	-6.2	6.8	32.4	50.4	2.1
지배주주지분 당기순이익	27.6	-38.4	191.6	108.5	6.2
EPS	27.6	-38.4	191.6	108.5	6.2
수정당기순이익	48.1	-43.3	263.5	101.8	3.3

현금흐름표

	(단위: 억원)				
12월 결산 IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,832	2,968	4,210	4,956	5,372
당기순이익	1,219	808	2,176	4,600	4,779
영업활동각각비	1,738	2,028	2,151	1,977	1,897
무형자산상각비	22	32	28	23	19
외환손익	90	165	-123	-157	-182
사전처분손익	25	29	144	30	29
지분법손익	-432	-276	-891	-1,318	-1,217
영업활동자산부채 증감	2,174	-202	-395	-303	-79
기타	-3	385	1,121	104	125
투자활동현금흐름	-3,913	-2,507	-1,060	-1,175	-1,053
투자활동의 처분	-19	109	-41	-213	-56
운영자산의 처분	8	16	52	0	0
무형자산의 취득	-3,898	-2,727	-1,060	-1,000	-1,000
무형자산의 처분	-16	-15	-8	0	0
기타	10	110	-4	38	3
재무활동현금흐름	-2,584	1,036	-2,767	203	49
단기차입금의 증가	-4,707	-521	-6,012	0	0
장기차입금의 증가	2,541	1,839	3,498	500	500
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-420	-225	-221	-280	-420
기타	-2	-57	-52	-17	-31
현금및현금성자산의증가	-1,664	1,497	3,75	3,984	4,368
기초현금및현금성자산	2,136	473	1,970	2,344	6,328
기말현금및현금성자산	473	1,970	2,344	6,328	10,697
Gross Cash Flow	2,658	3,169	4,606	5,259	5,451
Op Free Cash Flow	1,198	242	2,690	5,924	4,977

재무상태표

	(단위: 억원)				
12월 결산 IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	9,676	12,553	13,327	18,129	22,711
현금및현금성자산	473	1,970	2,344	6,328	10,697
유동금융자산	107	356	159	170	174
매출채권및유동채권	4,869	5,772	6,300	6,769	6,892
재고자산	3,947	4,455	4,268	4,585	4,668
기타유동비금융자산	280	0	256	275	280
비유동자산	32,430	32,908	32,371	32,987	33,368
정기매출채권및기타비유동채권	281	215	150	62	164
투자자산	6,620	6,597	7,641	9,214	10,541
유형자산	25,057	25,648	24,403	23,426	22,529
무형자산	162	173	149	126	106
기타비유동자산	311	276	128	59	28
자전총계	42,706	45,461	45,798	51,116	56,079
유동부채	15,413	21,456	19,139	19,642	19,779
정기매입채무및기타유동채무	4,880	6,069	6,349	6,821	6,945
당기차입금	6,969	9,718	8,998	8,998	8,998
유동성차입금	3,354	5,493	3,262	3,262	3,262
기타비유동부채	210	175	530	565	574
비유동부채	10,055	6,727	7,091	7,582	8,053
정기매입채무및비유동채무	44	55	95	102	104
사채및장기차입금	8,823	5,595	5,831	6,331	6,831
기타비유동부채	1,188	1,076	1,165	1,148	1,118
부채총계	25,468	28,182	26,230	27,228	27,832
자본금	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675
주식발행초과금	2,762	2,762	2,762	2,762	2,762
이익잉여금	11,457	12,079	14,030	18,219	22,553
기타자본	329	318	40	40	40
지배주주지분차입금	15,565	16,197	18,427	22,616	26,950
비지배주주지분차입금	1,073	1,082	1,141	1,272	1,297
자본총계	16,637	17,279	19,568	23,888	28,247
준자본금	18,566	18,481	15,588	12,092	8,221
총자본금	19,146	20,807	18,091	18,591	19,091

투자지표

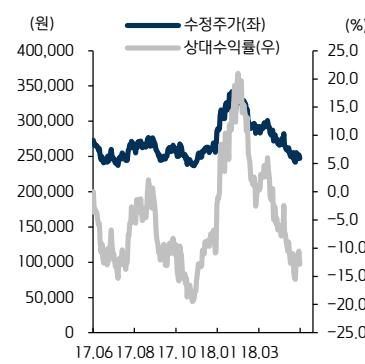
	(단위: 원, 배, %)				
12월 결산 IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,550	2,187	6,377	13,298	14,128
BPS	46,474	48,363	55,019	67,528	80,469
주당EBITDA	10,149	10,840	14,347	21,580	22,027
CFPS	8,892	8,561	13,004	19,708	19,994
DPS	800	800	1,000	1,500	1,500
주가비주(배)					
PER	14.7	37.5	15.6	8.0	7.5
PBR	1.1	1.7	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	10.6	12.9	9.9	6.5	5.7
PCF	5.9	9.6	7.7	5.4	5.3
주익률(%)					
영업이익률(보고)	4.2	4.0	5.2	9.6	9.9
영업이익률(핵심)	4.2	4.0	5.2	9.6	9.9
EBITDA margin	8.6	9.1	9.5	13.3	13.3
순이익률	3.1	2.0	4.3	8.5	8.6
자기자본이익률(ROE)	7.4	4.8	11.8	21.2	18.3
통화자본이익률(ROIC)	4.0	3.8	6.7	18.5	15.1
안정성(%)					
부채비율	153.1	163.1	134.0	114.0	98.5
순자본비율	111.6	107.0	79.7	50.6	29.1
이자부채비율(배)	3.2	2.7	4.0	8.5	8.7
활동성(배)					
매출채권회전율	7.0	7.5	8.4	8.3	8.1
재고자산회전율	8.5	9.5	11.6	12.3	12.0
매입자재회전율	7.7	7.3	8.2	8.3	8.0

대한유화(006650)

BUY (Maintain)

주가(6/1): 247,500원/TP: 450,000원

KOSPI(6/1)	2,438.96pt
시가총액	16,088억원
52주 주가동향	최고가 342,000원 최저가 237,000원 최고/최저가 대비 등락률 -27.63% 4.43%
상대수익률	절대 1M -10.2% -7.3% 6M 0.4% 1.9% 12M -9.3% -12.8%
발행주식수	6,500천주
일평균거래량(3M)	39천주
외국인 지분율	8.48%
배당수익률(18.E)	1.62%
BPS(18.E)	272,702원



◎ 투자 포인트

- PP는 향후 원재료 증설 제한, 중국 폐플라스틱 규제, 올해 상반기 역내 크래커 정기보수 물량 증가 및 MTO/CTO 경제성 열위로 올해도 추가적인 업황 개선이 전망됨. 대한유화의 PP 생산능력은 47만톤으로 PP 업황 개선의 대표 수혜주임.
- 현재 폴리머-모노머 스프레드를 고려할 경우 모노머를 폴리머로 전환해서 파는 것 보다, 모노머를 외부 판매하는 것이 수익성 측면에서 훨씬 좋은 상황임. 대한유화는 계획된 고부가 HDPE/PP 플랜트 증설 전까지는 수익성이 높은 에틸렌/프로필렌 등 모노머의 외부 판매를 확대할 계획
- 작년 크래커 리家都知道 완료로 에틸렌/프로필렌뿐만 아니라 Mixed C4/BTX 등 타 기초유분의 생산능력도 동시에 증가함.

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	17,270	15,964	17,794	24,030	23,866
보고영업이익(억원)	2,712	3,430	2,842	4,063	4,540
핵심영업이익(억원)	2,712	3,430	2,842	4,063	4,540
EBITDA(억원)	3,352	4,074	3,793	4,953	5,457
세전이익(억원)	2,687	3,602	2,801	4,173	4,674
순이익(억원)	2,008	2,729	2,145	3,241	3,646
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,143	3,241	3,646
EPS(원)	30,846	41,867	32,972	49,856	56,092
증감율(%)	212.7	35.7	-21.2	51.2	12.5
PER(배)	5.6	6.6	8.0	5.0	4.4
PBR(배)	1.1	1.4	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	3.7	4.6	5.1	3.3	2.4
보고영업이익률(%)	15.7	21.5	16.0	16.9	19.0
핵심영업이익률(%)	15.7	21.5	16.0	16.9	19.0
ROE(%)	21.4	23.4	15.5	20.0	18.8

실적 전망

◎ 올해 영업이익 4,063억원, YoY +43.0%

- 대한유화의 올해 영업이익은 4,063억원으로 작년 대비 43.0% 증가할 전망. 미국의 신증설한 에탄 크래커의 상업 가동에도 불구하고, 1) 중국 폐플라스틱 수입 제한으로 인한 Virgin 폴리머 수요 증가, 2) 여전히 견고한 신흥국 수요 증가, 3) 작년 대비 역내 스텀 크래커 정기보수 확대로 인한 올레핀 수급 타이트 지속 전망, 4) 작년 온산 크래커 트러블/사고 발생 등으로 올해 물량 측면의 기저 효과 발생
- 한편 대한유화는 올해 3분기에 고부가 PE/PP 생산능력을 10만톤 확대할 계획임. 크래커 증설로 기존 폴리머 가동률이 개선되는 가운데, 증설로 PE/PP부문의 추가적인 실적 개선 전망

대한유화 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual				
매출액	435	224	526	595	613	610	588	592	2,053	1,727	1,596	1,779	2,403
합성수지	225	157	248	267	273	273	261	285	1,231	1,089	1,022	876	1,091
기초유분/합성원료	205	64	275	322	334	338	326	302	800	624	560	889	1,299
기타	4	3	2	6	7	0	1	5	23	14	15	14	12
영업이익	108	-12	84	104	104	105	101	96	70	271	343	284	406
%	24.8%	-5.2%	15.9%	17.5%	16.9%	17.3%	17.1%	16.3%	3.4%	15.7%	21.5%	16.0%	16.9%

자료: 업계, 키움증권 리서치

재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 억원)				
12월 결산 IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	17,270	15,964	17,794	24,030	23,866
매출원가	14,007	12,006	14,440	19,244	18,611
매출총이익	3,263	3,958	3,354	4,786	5,255
판매비밀밀반관리비	551	528	512	723	715
영업이익(보고)	2,712	3,430	2,842	4,063	4,540
영업이익(핵심)	2,712	3,430	2,842	4,063	4,540
영업외손익	-25	172	-41	110	134
이자수익	26	27	13	14	19
배당금수익	0	0	1	0	0
외환차익	74	96	54	74	75
이자비용	110	39	44	57	75
외환손실	80	77	81	100	102
관계기연지분법손익	70	75	74	101	140
투자및기타산처분손익	8	1	-10	-1	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	1
기타	-12	89	-49	77	76
법인세차감전이익	2,687	3,602	2,801	4,173	4,574
법인세비용	679	873	656	932	1,028
영중법이익률(%)	25.3%	24.2%	23.4%	22.3%	22.0%
당기순이익	2,008	2,729	2,145	3,241	3,646
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,143	3,241	3,646
EBITDA	3,352	4,074	3,793	4,953	5,457
현금순이익(Cash Earnings)	2,648	3,373	3,096	4,131	4,563
수정당기순이익	2,002	2,729	2,152	3,241	3,645
증감률(%: YoY)					
매출액	-15.9	-7.6	11.5	35.0	-0.7
영업이익(보고)	287.9	26.5	-17.1	43.0	11.7
영업이익(핵심)	287.9	26.5	-17.1	43.0	11.7
EBITDA	220.6	21.5	-6.9	30.6	10.2
지배주주지분 당기순이익	212.7	35.7	-21.2	51.2	12.5
EPS	212.7	35.7	-21.2	51.2	12.5
수정순이익	210.7	36.3	-21.1	50.6	12.5

현금흐름표

	(단위: 억원)				
12월 결산 IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,237	3,226	2,279	3,211	4,431
영기기순이익	2,687	3,602	2,801	3,241	3,646
감가상각비	640	644	951	890	917
영현자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	5	0	-2	1	27
자산처분수익	-70	-75	-74	-101	-140
지분법손익	40	-154	-799	-818	8
영업활동자산부채 증감	-65	-790	-613	-27	-27
투자활동현금흐름	-1,138	-2,780	-3,063	-1,323	-1,310
투자자산의 처분	-311	-128	124	-12	0
운영자산의 처분	8	1	0	0	0
운영자산의 취득	-844	-2,627	-3,183	-1,311	-1,311
무형자산의 처분	0	-26	-4	0	0
기타	0	-1	-1	-1	0
재무활동현금흐름	-1,359	-919	11	738	400
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,255	-740	350	655	655
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-93	-185	-247	-247	-247
기타	-11	6	-92	330	-9
현금및현금相当자산의증가	741	-473	-714	-2,627	-3,521
기초현금및현금성자산	603	1,344	870	97	3,724
기말현금및현금성자산	1,344	870	97	2,724	6,244
Gross Cash Flow	3,197	3,380	3,078	4,029	4,423
Op Free Cash Flow	1,863	434	-859	2,825	3,056

재무상태표

	(단위: 억원)				
12월 결산 IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	4,105	4,283	4,117	8,152	11,635
현금및현금성자산	1,344	870	97	2,724	6,244
유동금융자산	0	100	0	0	0
매출채권및유동채권	1,473	1,925	2,251	3,039	3,019
재고자산	1,287	1,387	1,742	2,352	2,336
기타유동비금융자산	0	0	27	36	36
비유동자산	11,186	13,354	15,589	16,131	16,664
장기매출채권및기타비유동채권	11	10	20	28	27
투자자산	1,525	1,679	1,620	1,734	1,874
유형자산	9,600	11,612	13,892	14,313	14,706
무형자산	50	53	57	57	57
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자전용계정	15,291	17,838	19,706	24,283	28,300
유동부채	2,688	3,189	2,602	3,195	3,167
매입채무및기타유동채무	687	1,231	1,278	1,714	1,714
단기차입금	500	430	450	450	450
유동성장기차입금	905	855	350	350	350
기타비유동부채	596	674	525	670	653
비유동부채	2,247	1,517	2,372	3,362	4,009
정기매입채무및비유동채무	73	13	15	20	20
사채및기타증권	1,199	580	1,415	2,070	2,726
기타비유동부채	975	924	1,272	1,263	1,263
부채총계	4,935	4,706	4,974	6,557	7,175
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	7,276	9,844	11,737	14,731	18,130
기타자본	2,142	2,141	2,120	2,120	2,120
지배주주지분자본총계	10,293	12,861	14,732	17,726	21,125
비지배주주지분자본총계	62	70	0	0	0
자본총계	10,356	12,931	14,732	17,726	21,125
준자본금	1,260	894	2,118	147	2,719
종자금	2,603	1,865	2,215	2,870	3,526

부자자표

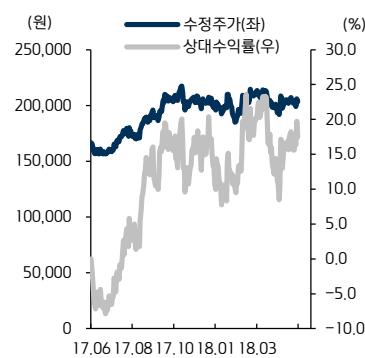
	(단위: 원, %)				
12월 결산 IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	30,846	41,867	32,972	49,856	56,092
BPS	158,361	197,854	226,646	272,702	324,994
주당EBITDA	51,567	62,675	58,356	76,205	83,959
CFPS	40,737	51,887	47,623	63,549	70,199
DPS	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가제주(배)					
PER	5.6	6.6	8.0	5.0	4.4
PBR	1.1	1.4	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.7	4.6	5.1	3.3	2.4
PCFR	4.2	5.3	5.5	3.9	3.5
주의성(%)					
영업이익률(보고)	15.7	21.5	16.0	16.9	19.0
영업이익률(핵심)	15.7	21.5	16.0	16.9	19.0
EBITDA margin	19.4	25.5	21.3	20.6	22.9
순이익률(ROE)	11.6	17.1	12.1	13.9	15.3
자기자본이익률(ROIC)	21.4	23.4	15.5	20.0	18.8
투자자본이익률(ROIC)	17.9	21.5	14.9	24.2	19.6
안정성(%)					
부채비율	47.7	36.4	33.8	37.0	34.0
순자본금비율	12.2	6.9	14.4	0.8	-12.9
이자보상배율(배)	24.6	88.5	63.9	71.2	60.7
활용성(배)					
매출채권회전율	10.8	9.4	8.5	9.1	7.9
재고자산회전율	11.6	11.9	11.4	11.7	10.2
매입채무회전율	22.6	16.6	14.2	16.0	13.9

SK이노베이션(096770)

BUY (Maintain)

주가(6/1): 203,500원/TP: 280,000원

KOSPI(6/1)	2,438.9pt
시가총액	189,865억원
52주 주가동향	최고가 217,500원 최저가 156,500원 최고/최저가 대비 등락률 -6.44% 30.03%
상대수익률	절대 1M 3.6% 6.8% 6M 0.5% 2.0% 12M 22.2% 17.5%
발행주식수	93,714천주
일평균거래량(3M)	231천주
외국인 지분율	41.08%
배당수익률(18.E)	3.93%
BPS(18.E)	209,774원



◎ 투자 포인트

- SK이노베이션과 Sinopec이 합작한 중한석화는 가동 후 업황 개선 및 중국 내 수요처 확보 등으로 높은 수익성을 유지하고 있음. 이에 7,400억원을 투자하여 2020년 하반기까지 크래커 및 다운스트림 설비를 증설할 계획
- SK이노베이션은 9개국 13개 광구에서 5.3억만 BOE의 원유 매장량을 확보하고 있음.
- SK이노베이션은 사업 다각화를 위하여, 배터리/분리막의 공격적 투자를 진행하고 있음.
- SK루브리컨츠는 세계 윤활기유 업체 중 우수한 시장 지위를 보유하고 있으며, 고급 기유인 Group III 시장에서 약 40%의 시장 점유율을 보유하고 있음. 2014년 스페인 기유 투자 이후 대규모 투자 제한으로 SK루브리컨츠는 우수한 재무 안정성 유지 전망

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	483,563	395,205	462,609	500,296	514,915
보고영업이익(억원)	19,796	32,283	32,344	32,602	35,548
핵심영업이익(억원)	19,796	32,283	32,344	32,602	35,548
EBITDA(억원)	29,311	41,427	41,344	41,087	44,538
세전이익(억원)	16,541	24,234	32,348	33,577	36,789
순이익(억원)	8,677	17,214	21,451	23,397	25,640
지배주주지분순이익(억원)	8,149	16,713	21,038	22,684	24,858
EPS(원)	8,696	17,834	22,449	24,206	26,526
증감율(%)	N/A	105.1	25.9	7.8	9.6
PER(배)	14.9	8.2	9.1	8.4	7.7
PBR(배)	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	5.5	3.6	5.0	5.0	4.5
보고영업이익률(%)	4.1	8.2	7.0	6.5	6.9
핵심영업이익률(%)	4.1	8.2	7.0	6.5	6.9
ROE(%)	5.2	9.7	11.4	11.6	11.7

실적 전망

◎ 올해 영업이익 3조2,602억원, 3년 연속 3조원 대 영업이익 달성 전망

- SK이노베이션의 올해 영업이익은 3조2,602억원으로 3년 연속 3조원 대 영업이익 달성 전망. 1) 역내/외 정제설비 신증설 제한 및 세계 재고 감소 등으로 정제마진의 견조세가 이어질 전망, 2) 폴리에스터 시황 개선으로 중국 TPA 신설/재가동으로 견조한 PX 스프레드 지속 전망, 3) 중국 폐플라스틱 스크랩 수입 제한으로 Virgin 폴리머 수요 확대, 4) 유가 상승으로 인한 석유개발사업 실적 개선 예상
- 한편 작년 대비 상각 처리 자산 제한으로 세전이익/순이익 증가 폭은 더욱 커질 전망

SK이노베이션 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17E	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2014	2015	2016	2017	2018E
매출액	11,387	10,561	11,759	12,571	12,166	13,055	12,496	12,312	65,861	48,356	39,521	46,261	50,030
에너지	8,064	7,388	8,429	9,457	8,687	9,594	9,165	9,117	49,056	35,300	28,370	33,337	36,564
종합화학	2,333	2,164	2,292	2,550	2,439	2,284	2,183	2,064	12,639	9,288	7,687	9,339	8,970
루브리컨츠	729	757	750	812	780	885	846	842	2,988	2,622	2,536	3,047	3,353
이노베이션/기타	262	252	289	301	260	292	302	289	1,204	1,150	928	1,103	1,143
영업이익	1,004	421	964	845	712	848	704	997	-183	1,980	3,228	3,234	3,260
%OP	8.8%	4.0%	8.2%	6.7%	5.8%	6.5%	5.6%	8.1%	-0.3%	4.1%	8.2%	7.0%	6.5%
에너지	454	12.5	526	509	325	450	248	501	-992	1,299	1,939	1,502	1,525
종합화학	455	334	326	263	285	259	337	379	359	431	919	1,377	1,259
루브리컨츠	95	120	144	146	129	154	138	137	290	295	469	505	558
이노베이션/기타	1	-45	-33	-73	-27	-15	-19	-20	119	-45	-98	-150	-81

자료: 업계, 키움증권 리서치

재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	483,563	395,205	462,609	500,296	514,915
매출원가	441,968	345,617	409,052	450,940	462,375
매출총이익	41,595	49,588	53,557	49,356	52,540
판매비밀임박관리비	21,799	17,305	21,213	16,754	16,992
영업이익(보고)	19,796	32,283	32,344	32,602	35,548
영업이익(핵심)	19,796	32,283	32,344	32,602	35,548
영업외손익	-3,254	-8,050	-4	-975	-1,241
이자수익	565	855	760	909	1,027
배당금수익	91	92	86	43	49
외환이익	12,477	13,066	12,113	7,597	6,939
이자비용	2,676	2,530	2,063	2,213	2,596
외환손실	14,267	13,446	11,108	6,898	6,141
관계기여지분법손익	2,570	-1,240	3,113	2,072	2,318
투자및기타자산처분손익	-11	-170	-171	-132	-150
금융상품평가및기타금융이익	523	-943	-1,488	-630	-437
기타	-2,527	-3,734	-1,239	226	233
법인세차감전이익	16,541	24,234	32,348	33,577	36,789
법인세비용	6,566	7,019	10,791	10,176	11,149
영업법인세율 (%)	39.7%	29.0%	33.4%	30.3%	30.3%
당기순이익	8,677	17,214	21,451	23,397	25,640
지배주주지분순이익(억원)	8,149	16,713	21,038	22,684	24,858
EBITDA	29,311	41,427	41,344	41,087	44,538
현금순이익(Cash Earnings)	18,192	26,358	30,452	31,882	34,630
수정당기순이익	8,368	18,004	22,556	24,159	26,227
증감율(% YoY)					
매출액	-26.6	-18.3	17.1	8.1	2.9
영업이익(보고)	N/A	63.1	0.2	0.8	9.0
영업이익(핵심)	N/A	63.1	0.2	0.8	9.0
EBITDA	386.8	41.3	-0.2	-0.6	8.4
지배주주지분 당기순이익	N/A	105.1	25.9	7.8	9.6
EPS	N/A	105.1	25.9	7.8	9.6
수정순이익	N/A	115.2	25.3	7.1	8.6

현금흐름표

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	40,857	36,778	21,802	27,446	31,324
영기수익(의)	8,677	17,214	21,451	23,397	25,640
감가상각비	8,032	7,991	7,910	7,475	8,054
임대차상각비	1,483	1,153	1,090	1,010	935
외환손익	445	293	-755	-699	-798
자산처분수익	518	287	392	132	150
지분법손익	-490	-854	-1,706	-2,072	-2,318
영업활동자산부채 증감	15,605	2,680	-12,142	-2,823	-1,095
기타	6,588	8,014	5,562	1,026	755
투자활동현금흐름	-13,454	-20,561	-10,661	-20,042	-18,845
투자자산의 처분	-7,636	-14,337	6,374	-2,224	-863
운영자산의 처분	1,002	404	745	0	0
운영자산의 취득	-4,488	-6,070	-9,384	-18,000	-18,000
무형자산의 처분	-2,444	-545	-697	0	0
기타	112	-13	-7,700	182	18
재무활동현금흐름	-27,683	-20,186	-16,707	-604	-251
단기차입금의 증가	-26,294	-3,677	2,234	0	0
정기차입금의 증가	-1,389	-12,009	-11,341	7,200	7,200
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-4,513	-7,566	-7,424	-7,297
기타	0	12	-35	828	348
현금및현금성자산의증가	811	-33,755	-6,405	-8,008	-12,730
기초현금및현금성자산	29,386	30,197	26,442	20,037	28,045
기말현금및현금성자산	30,197	26,442	20,037	28,045	40,775
Gross Cash Flow	25,253	34,097	33,944	30,269	32,419
Op Free Cash Flow	30,127	28,141	8,331	20,264	25,443

재무상태표

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	128,422	149,877	162,192	181,781	199,003
현금및현금성자산	30,197	26,442	20,037	28,045	40,775
유동금융자산	18,325	31,115	23,394	25,299	26,039
매출채권및유동채권	44,017	47,595	58,802	63,592	65,450
재고자산	35,598	44,453	59,786	64,657	66,546
기타유동비금융자산	286	273	173	187	193
비유동자산	185,177	175,936	180,244	191,532	202,867
장기매출채권및기타비유동채권	217	248	285	308	317
투자자산	26,784	25,673	28,203	30,266	32,750
유형자산	139,142	136,035	135,872	146,397	156,343
무형자산	16,631	12,723	15,208	14,199	13,263
기타비유동자산	2,404	1,258	675	363	195
자전용계	313,598	325,813	342,436	373,312	401,870
유동부채	74,940	87,365	99,548	106,423	109,090
매입채무및기타유동채무	50,808	65,288	78,110	84,473	86,941
단기차입금	3,893	219	2,429	2,429	2,429
유동성장기차입금	16,554	16,781	12,724	12,724	12,724
기타유동부채	3,684	5,077	6,285	6,797	6,996
비유동부채	68,195	55,397	49,795	37,823	65,370
정기매입채무및기타비유동채무	0	0	0	0	0
사채및기타증권	61,301	48,697	40,626	47,826	55,026
기타비유동부채	6,894	6,700	9,168	9,996	10,344
부자총계	143,135	142,763	149,343	164,246	174,461
자본금	4,686	4,686	4,686	4,686	4,686
주식발행초과금	56,832	56,832	56,832	56,832	56,832
이익잉여금	94,496	106,708	120,417	136,147	154,144
기타자본	2,883	2,805	-1,077	-1,077	-1,077
지배주주지분차입금	158,897	171,032	180,858	196,588	214,585
비지배주주지분차입금	11,566	12,019	12,236	12,478	12,825
자본총계	170,463	183,050	193,093	209,068	227,410
준자본금	33,227	8,140	12,348	9,635	3,366
준차입금	81,748	65,697	55,779	62,979	70,179

부자지표

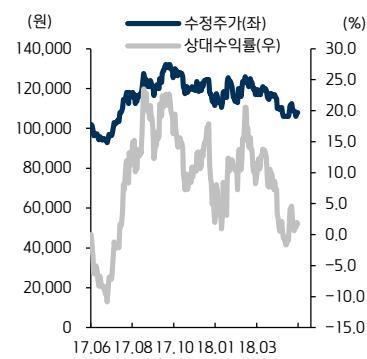
	(단위: 원, 배, %)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	8,696	17,834	22,449	24,206	26,526
BPS	169,556	182,504	192,989	209,774	228,979
주당EBITDA	31,377	44,206	44,118	43,843	47,525
CFPS	19,412	28,126	32,494	34,021	36,953
DPS	4,800	6,400	8,000	8,000	8,000
주가제주(배)					
PER	14.9	8.2	9.1	8.4	7.7
PBR	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.5	3.6	5.0	5.0	4.5
PCFR	6.7	5.2	6.3	6.0	5.5
주회성(%)					
영업이익률(보고)	4.1	8.2	7.0	6.5	6.9
영업이익률(핵심)	4.1	8.2	7.0	6.5	6.9
EBITDA margin	6.1	10.5	8.9	8.2	8.6
순이익률(ROE)	1.8	4.4	4.6	4.7	5.0
자기자본이익률(ROIC)	5.2	9.7	11.4	11.6	11.7
투자자본이익률(ROIC)	6.0	13.0	12.1	11.1	11.7
안정성(%)					
부채비율	84.0	78.0	77.3	78.6	76.7
순자본금비율	19.5	4.4	6.4	4.6	1.5
이자보상배율(배)	7.4	12.8	15.7	14.7	13.7
활용성(배)					
매출전용	9.0	8.6	8.7	8.2	8.0
재고자산회전율	11.0	9.9	8.9	8.0	7.8
매입채무회전율	8.2	6.8	6.5	6.2	6.0

S-Oil(010950)

BUY (Maintain)

주가(6/1): 108,000원/TP: 155,000원

KOSPI(6/1)	2,438.96pt
시가총액	125,310억원
52주 주가동향	최고가 최저가 132,000원 92,900원
최고/최저가 대비 등락률	-18.18% 16.25%
상대수익률	절대 상대 1M -1.8% 1.3% 6M -9.2% -7.9% 12M 5.9% 1.8%
발행주식수	116,605천주
일평균거래량(3M)	234천주
외국인 지분율	74.18%
배당수익률(18.E)	5.46%
BPS(18.E)	65,787원



◎ 투자 포인트

- 올해 세계 정제설비 순증 물량은 68만B/D로 양호한 수급 상황이 지속될 전망임. 한편 올해 상반기 세계 정제설비의 정기보수 계획 증가로 올해 2분기 정제마진의 추가적 개선 전망
- PX는 올해 베트남, 사우디 설비의 신규 가동에도 불구하고, 중국 폴리에스터 업황 개선에 따른 수요 개선으로 올해 추가적인 스프레드 개선이 전망됨. 또한 올해 하반기에도 국내 PX 정기보수 확대로 견고한 수익성을 지속할 전망
- 약 5조원이 투자되는 S-Oil의 RUC/ODC 프로젝트는 올해 4월 기계적 완공하였음. 램프업 되는 시차를 고려 시 올해 하반기부터 실적에 반영될 전망

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	178,903	163,218	208,914	223,226	238,323
보고영업이익(억원)	8,176	16,169	13,733	15,846	19,053
핵심영업이익(억원)	8,176	16,169	13,733	15,846	19,053
EBITDA(억원)	10,908	19,036	16,674	18,675	22,436
세전이익(억원)	8,127	15,751	16,449	19,591	24,289
순이익(억원)	6,313	12,054	12,465	15,154	18,945
지배주주지분순이익(억원)	6,313	12,054	12,465	15,154	18,945
EPS(원)	5,414	10,337	10,690	12,996	16,247
증감율(%)	N/A	90.9	3.4	21.6	25.0
PER(배)	14.7	8.2	10.9	8.3	6.6
PBR(배)	1.7	1.5	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	9.2	5.4	9.7	8.6	6.7
보고영업이익률(%)	4.6	9.9	6.6	7.1	8.0
핵심영업이익률(%)	4.6	9.9	6.6	7.1	8.0
ROE(%)	12.3	20.5	18.8	20.9	22.9

실적 전망

◎ 올해 영업이익 1조5,846억원, YoY +15.4%

- S-Oil의 올해 영업이익은 1조5,846억원으로 작년 대비 15.4% 증가할 전망. 1) 역내/외 정제설비 신증설 제한 및 세계 재고 감소 등으로 정제마진의 견조세가 이어질 전망, 2) 폴리에스터 시황 개선으로 중국 TPA 신설/재가동으로 견조한 PX 스프레드 지속 전망, 3) RUC/ODC 프로젝트 완공으로 물량 증가 및 포트폴리오 개선 효과가 발생

S-Oil 실적 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015	2016	2017	2018E
매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,411	5,412	5,687	5,813	17,890	16,322	20,891	22,323
정유	4,044	3,699	4,107	4,562	4,341	4,334	4,600	4,553	14,054	12,464	16,412	17,828
석유화학	771	561	700	532	532	532	532	532	2,496	2,544	2,864	2,868
윤활기유	385	406	405	378	378	378	378	378	1,340	1,314	1,615	1,627
영업이익	333	117	553	369	255	427	385	518	818	1,617	1,373	1,585
%OP	6.4%	2.5%	10.6%	6.4%	4.7%	7.9%	6.8%	8.9%	4.6%	9.9%	6.6%	7.1%
정유	100	-85	336	266	90	213	167	267	278	759	627	737
석유화학	140	73	91	23	81	105	113	149	287	517	326	448
윤활기유	84	129	126	80	84	109	105	102	316	418	420	400

자료: 업계, 키움증권 리서치

재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 억원)				
12월 결산 IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	178,903	163,218	208,914	223,226	238,323
매출원가	164,388	140,209	187,831	198,933	207,831
매출총이익	14,515	23,010	21,082	24,293	30,493
판매비밀임박관리비	6,339	6,841	7,350	8,447	11,440
영업이익(보고)	8,176	16,159	13,733	15,846	19,053
영업이익(핵심)	8,176	16,169	13,733	15,846	19,053
영업이익증가	-49	-418	2,716	3,745	5,235
이자수익	350	545	524	0	0
배당금수익	0	8	12	0	0
외환차익	3,878	4,349	5,687	4,266	5,801
이자비용	358	563	583	0	0
외환손실	5,165	5,021	3,271	0	0
관계기연지분법손익	98	66	51	58	56
투자및기타산지분손익	-11	-17	-6	0	0
금융상품평가및기타금융이익	550	-319	349	-454	-622
기타	610	534	-48	-124	0
법인세차감전이익	8,127	15,751	16,249	19,591	24,289
법인세비용	1,814	3,697	3,984	4,437	5,343
영업법인세율(%)	22.3%	23.5%	24.2%	22.6%	22.0%
당기순이익	6,313	12,054	12,465	15,154	18,945
지배주주지분순이익(억원)	6,313	12,054	12,465	15,154	18,945
EBITDA	10,908	19,036	16,674	18,675	22,436
현금순이익(Cash Earnings)	9,045	14,921	15,407	17,983	22,328
수정당기순이익	5,895	12,311	12,205	15,608	19,567
증감율(%: YoY)					
매출액	-37.4	-8.8	28.0	6.9	6.8
영업이익(보고)	N/A	97.8	-15.1	15.4	20.2
영업이익(핵심)	N/A	97.8	-15.1	15.4	20.2
EBITDA	2,081.6	74.5	-12.4	12.0	20.1
지배주주지분 당기순이익	N/A	90.9	3.4	21.6	25.0
EPS	N/A	90.9	3.4	21.6	25.0
수정순이익	N/A	108.8	-0.9	27.9	25.4

현금흐름표

	(단위: 억원)				
12월 결산 IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	24,756	17,220	11,433	16,958	21,263
영기수익(의)	6,313	12,054	12,465	15,154	18,945
감가상각비	2,642	2,784	2,854	2,755	3,320
임원차상각비	90	83	88	74	63
외환손익	106	988	-803	-4,266	-5,801
자산처분수익	731	841	246	0	0
지분법손익	-98	-66	-51	-58	-56
영업활동자산부채 증감	14,719	-1,882	-2,363	-956	-1,009
기타	252	2,418	-1,002	4,254	5,801
투자활동현금흐름	-28,019	19,669	-8,322	-20,388	-6,373
투자자산의 처분	-20,526	-9,371	16,022	-1,302	-1,373
운영자산의 처분	34	71	26	0	0
운영자산의 취득	-6,544	-10,636	-24,141	-19,086	-5,000
무형자산의 처분	31	67	-13	0	0
기타	-951	319	-216	0	0
재무활동현금흐름	-1,841	8,111	-5,983	-6,623	-3,230
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-559	10,208	2,051	13,360	3,500
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,282	-2,096	-8,034	-6,870	-6,870
기타	0	0	0	133	140
현금및현금相当자산의증가	-5,703	5,662	-2,874	-3,193	-11,659
기초현금및현금성자산	7,115	2,012	7,674	4,801	7,993
기말현금및현금성자산	2,012	7,674	4,801	7,993	19,653
Gross Cash Flow	10,037	19,102	-13,796	-17,914	22,271
Op Free Cash Flow	17,227	2,656	-13,169	-1,367	16,427

재무상태표

	(단위: 억원)				
12월 결산 IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	56,898	79,744	67,748	75,254	91,462
현금및현금성자산	2,012	7,674	4,801	7,993	19,653
유동금융자산	25,259	34,458	17,424	18,617	19,876
매출채권및유동채권	13,640	13,377	17,617	18,824	20,097
재고자산	15,987	24,234	27,907	29,819	31,836
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	51,057	59,824	83,126	99,594	101,417
장기매출채권및기타비유동채권	1,936	678	483	516	551
투자자산	1,341	1,515	1,904	2,082	2,253
유형자산	47,308	57,108	79,687	96,018	97,698
무형자산	472	545	1,052	977	914
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	107,955	139,590	150,875	174,847	192,879
유동부채	32,222	48,328	45,444	47,618	49,911
매입채무및기타유동채무	15,834	22,585	28,834	30,809	32,893
단기차입금	15,825	17,886	13,554	13,554	13,554
유동성장기차입금	55	3,573	142	142	142
기타유동부채	508	4,284	2,915	3,114	3,323
비유동부채	21,835	27,347	37,004	50,519	54,182
정기매입채무및기타유동부채	236	270	322	344	367
사채및기타증권	20,073	25,636	34,747	48,107	51,607
기타비유동부채	1,526	1,440	1,935	2,068	2,208
부자총계	54,056	75,674	82,448	98,137	104,093
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
주식발행초과금	3,792	3,792	3,792	3,792	3,792
이익잉여금	37,431	47,454	51,981	60,265	72,341
기타자본	9,761	9,755	9,738	9,738	9,738
지배주주지분자본총계	53,899	63,916	68,426	76,710	88,786
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	53,899	63,916	68,426	76,710	88,786
준자본금	8,681	4,962	25,218	35,192	25,773
총자본금	35,952	47,095	48,442	61,802	65,302

부자지표

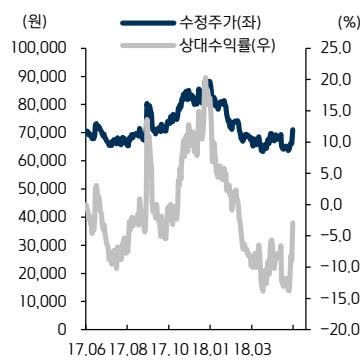
	(단위: 원, 배, %)				
12월 결산 IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,414	10,337	10,690	12,996	16,247
BPS	46,224	54,814	58,682	65,787	76,142
주당EBITDA	9,355	16,326	14,300	16,016	19,241
CFPS	7,757	12,796	13,213	15,422	19,148
DPS	2,400	6,200	5,900	5,900	5,900
주가제주(배)					
PER	14.7	8.2	10.9	8.3	6.6
PBR	1.7	1.5	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA	9.2	5.4	9.7	8.6	6.7
PCFR	10.2	6.6	8.9	7.0	5.6
주회성(%)					
영업이익률(보고)	4.6	9.9	6.6	7.1	8.0
영업이익률(핵심)	4.6	9.9	6.6	7.1	8.0
EBITDA margin	6.1	11.7	8.0	8.4	9.4
순이익률(ROE)	3.5	7.4	6.0	6.8	7.9
자기자본이익률(ROIC)	12.3	20.5	18.8	20.9	22.9
투자자본이익률(ROIC)	9.4	18.8	12.8	15.4	16.9
안정성(%)					
부채비율	100.3	118.4	120.5	127.9	117.2
순자본금비율	16.1	7.8	38.3	45.9	29.0
이자보상倍(배)	22.8	28.7	23.6	N/A	N/A
활용성(배)					
매출채권회전율	10.2	12.1	13.5	12.3	12.2
재고자산회전율	8.9	8.1	8.0	7.7	7.7
매입채무회전율	11.2	8.5	8.1	7.5	7.5

코오롱인더(120110)

BUY (Maintain)

주가(6/1): 71,000원/TP: 90,000원

KOSPI(6/1)	2,438.96pt
시가총액	19,039억원
52주 주가동향	최고가 최저가 89,000원 63,300원
최고/최저가 대비 등락률	-20.22% 12.16%
상대수익률	절대 상대 1M 3.8% 7.1% 6M -14.4% -13.1% 12M 1.0% -2.9%
발행주식수	28,428천주
일평균거래량(3M)	132천주
외국인 지분율	16.52%
배당수익률(18.E)	1.49%
BPS(18.E)	70,954원



◎ 투자 포인트

- 코오롱인더는 듀폰과의 소송 이후 주력 제품의 생산능력을 점진적으로 확대하고 있음. 이 증설분(스판본드, 특수 에폭시, POM 등)들이 올해부터 내년까지 이어질 전망
- 코오롱인더의 신규 성장 동력인 CPI 필름 라인은 시운전 시기를 고객사 스케줄 고려 및 좀 더 제품 기술 업그레이드를 위하여 올해 2월(기존)에서 6월 중으로 변경하였음.
- 올해 하반기 코오롱인더의 베트남 1차 PET 타이어코드 라인이 완공됨. 베트남 빈증성에 위치한 타이어코드 라인은 원사 생산부터 열처리, 완제품에 이르는 일괄 생산체계를 갖출 전망임. 한편 베트남의 인건비는 한국의 1/5 수준에 불과함. 이에 베트남 타이어코드 공장은 국내 공장 대비 약 12% 수준의 총 원가 개선이 가능해질 전망

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	48,565	45,622	46,070	49,405	53,443
보고영업이익(억원)	2,805	2,767	1,980	2,033	2,718
핵심영업이익(억원)	2,805	2,767	1,980	2,033	2,718
EBITDA(억원)	4,743	4,753	3,990	3,897	4,665
세전이익(억원)	-1,377	2,389	1,793	2,162	2,615
순이익(억원)	-1,451	1,760	1,227	1,570	1,899
지배주주지분순이익(억원)	-1,443	1,702	1,351	1,647	1,992
EPS(원)	-5,177	6,102	4,830	5,794	7,007
증감율(%)	N/A	N/A	-20.9	20.0	20.9
PER(배)	-12.1	12.1	18.4	12.3	10.1
PBR(배)	1.0	1.0	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	7.0	7.8	10.2	10.2	8.7
보고영업이익률(%)	5.8	6.1	4.3	4.1	5.1
핵심영업이익률(%)	5.8	6.1	4.3	4.1	5.1
ROE(%)	-7.3	8.6	5.5	6.7	7.8

실적 전망

◎ 올해 영업이익 2,033억원 전망

- 코오롱인더의 올해 영업이익은 2,033억원으로 작년 대비 소폭 증가 전망. 주력 제품군의 원자료 가격 상승에도 불구하고, 1) 2분기 이후 판가 전가 전망, 2) 베트남 PET 타이어코드, 스판본드, 특수 에폭시/페놀 수지, 미주/동남아 에어백, POM 합작 및 고점도 POM 등의 신증설 효과 반영, 3) 작년에 발생한 코오롱패션머티리얼 일회성 비용(재고처분) 감소 전망, 4) 코오롱글로텍 중국 판매량 회복 예상

코오롱인더 실적 전망

(단위: 십억원)	2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	1,150	1,124	1,086	1,247	1,127	1,252	1,227	1,334	5,338	4,857	4,562	4,607	4,941
산업자재	428	423	424	444	409	476	509	520	1,669	1,759	1,740	1,719	1,914
화학	234	204	217	220	237	226	227	228	1,274	1,019	817	874	918
필름/전자재료	122	121	131	126	131	140	145	146	615	502	474	500	562
패션	258	264	211	363	246	306	250	350	1,249	1,152	1,137	1,097	1,152
의류소재 외	108	111	103	95	104	105	96	90	531	425	395	418	395
영업이익	46	54	46	52	38	48	50	68	169	280	277	198	203
산업자재	27	32	35	23	20	23	31	29	84	144	145	118	103
화학	23	23	25	24	23	22	22	22	91	117	104	95	89
필름/전자재료	-4	-3	-4	-10	-4	-4	2	3	-7	-3	0	-21	-3
패션	10	12	-3	30	8	14	-1	28	63	60	55	48	50
의류소재 외	-11	-10	-7	-14	-9	-7	-5	-15	-62	-37	-27	-42	-36

자료: 업계, 키움증권 리서치

재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	48,565	45,622	46,070	49,405	53,443
매출원가	35,745	32,817	34,263	35,469	37,450
매출총이익	12,820	12,805	11,807	13,937	15,993
판매비밀임박관리비	10,015	10,038	9,827	11,904	13,275
영업이익(보고)	2,805	2,767	1,980	2,033	2,718
영업이익(핵심)	2,805	2,767	1,980	2,033	2,718
영업이익증가	-4,181	-379	-187	129	103
이자수익	64	68	64	69	63
배당금수익	5	11	19	18	17
외환차익	556	647	829	671	706
이자비용	702	624	628	619	689
외환손실	799	801	576	494	503
관계기연지분법손익	293	400	517	484	301
투자및기타산처분손익	10	114	-93	-4	1
금융상품평가및기타금융이익	78	25	-110	16	0
기타	-3,686	-219	-209	-11	0
법인세차감전이익	-1,377	2,389	1,793	2,162	2,615
법인세비용	75	629	565	592	716
영업법인세율(%)	-5.4%	26.3%	31.5%	27.4%	27.4%
당기순이익	-1,451	1,760	1,227	1,570	1,899
지배주주지분순이익(억원)	-1,443	1,702	1,351	1,647	1,992
EBITDA	4,743	4,753	3,990	3,897	4,665
현금순이익(Cash Earnings)	487	3,746	3,237	3,434	3,845
수정당기순이익	-1,544	1,657	1,366	1,558	1,898
증감율(% YoY)					
매출액	-9.0	-6.1	1.0	7.2	8.2
영업이익(보고)	66.1	-1.3	-28.5	2.7	33.7
영업이익(핵심)	66.1	-1.3	-28.5	2.7	33.7
EBITDA	31.6	0.2	-16.1	-2.3	19.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	-20.7	22.0	20.9
EPS	N/A	N/A	-20.9	20.0	20.9
수정순이익	N/A	N/A	-17.5	14.0	21.8

현금흐름표

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,658	3,396	2,766	1,274	2,814
영기순이익	-1,451	1,760	1,227	1,570	1,899
감가상각비	1,880	1,892	1,913	1,774	1,863
기타현금성자산	58	95	97	90	83
외환손익	149	41	-220	-176	-203
자산처분수익	52	141	181	4	-1
지분법손익	-288	-400	-507	-484	-301
영업활동자산부채 증감	2,291	-731	-1,445	-638	-711
기타	966	600	1,520	-866	185
투자활동현금흐름	-3,766	-2,618	-4,987	-3,343	-3,409
투자자산의 처분	-1,702	-338	-560	-338	-409
운영자산의 처분	64	163	82	0	0
운영자산의 취득	-2,017	-2,431	-4,548	-3,000	-3,000
무형자산의 처분	-162	-82	-144	0	0
기타	51	70	103	-5	0
재무활동현금흐름	411	-185	1,576	1,804	1,891
단기차입금의 증가	330	-712	1,752	0	0
장기차입금의 증가	-215	1,016	625	2,100	2,100
자본의 증가	98	304	257	0	0
배당금지급	-146	-149	-324	-314	-314
기타	345	-645	-734	18	106
현금및현금성자산의증가	315	536	702	-265	1,296
기초현금및현금성자산	621	935	1,472	770	505
기말현금및현금성자산	935	1,472	770	505	1,801
Gross Cash Flow	1,367	4,128	4,212	1,912	3,325
Op Free Cash Flow	5,007	780	-2,692	259	296

재무상태표

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	19,447	20,676	20,946	22,141	25,206
현금및현금성자산	935	1,472	770	505	1,801
우동금융자자산	1,191	701	997	1,069	1,156
매출채권및유동채권	8,772	10,535	11,154	11,962	12,939
재고자산	8,527	7,948	7,992	8,570	9,270
기타유동비금융자산	21	19	34	36	39
비유동자산	30,414	31,816	35,673	37,611	39,346
장기매출채권및기타비유동채권	1,167	823	451	484	523
투자자산	5,248	6,825	8,797	9,567	10,209
유형자산	21,529	22,023	24,443	25,669	26,806
무형자산	1,970	1,918	1,772	1,682	1,599
기타비유동자산	499	227	210	210	210
자전중계	49,861	52,491	56,619	59,753	64,552
유동부채	18,284	19,649	21,261	21,795	22,864
매입채무및기타유동채무	7,157	7,630	8,237	8,833	9,555
단기차입금	7,736	6,637	8,034	8,034	8,034
유동성장기차입금	2,909	4,731	4,136	4,136	4,136
기타비유동부채	483	651	855	956	1,139
비유동부채	11,735	11,589	12,134	14,337	16,467
정기매입채무및비유동채무	2,291	1,918	1,186	1,272	1,375
사채및기타차입금	8,198	7,824	8,853	10,953	13,053
기타비유동부채	1,443	1,847	2,095	2,113	2,219
부자총계	30,217	31,239	33,395	36,296	39,511
자본금	1,394	1,396	1,421	1,422	1,422
주식발행초과금	8,028	8,045	8,311	8,311	8,311
이익잉여금	7,421	8,788	9,755	11,107	12,803
기타자본	452	556	1,321	1,321	1,321
지배주주지분자본총계	18,320	19,810	21,833	22,161	23,857
비지배주주지분자본총계	1,324	1,443	1,391	1,295	1,184
자본총계	19,644	21,253	23,224	23,457	25,041
준자본금	16,716	17,019	19,256	21,549	22,265
종자금	18,843	19,192	21,022	23,122	25,222

부자지표

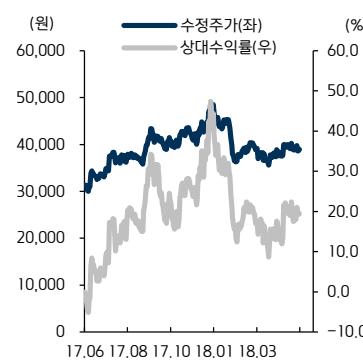
	(단위: 원, 배, %)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-5,177	6,102	4,830	5,794	7,007
BPS	65,694	70,954	76,824	77,943	83,906
주당EBITDA	17,013	17,039	14,265	13,708	16,405
CFPS	1,749	13,427	11,575	12,078	13,523
DPS	500	1,100	1,100	1,100	1,100
주가제주(배)					
PER	-12.1	12.1	18.4	12.3	10.1
PBR	1.0	1.0	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.0	7.8	10.2	10.2	8.7
PCFR	35.9	5.5	7.7	5.9	5.3
주회성(%)					
영업이익률(보고)	5.8	6.1	4.3	4.1	5.1
영업이익률(핵심)	5.8	6.1	4.3	4.1	5.1
EBITDA margin	9.8	10.4	8.7	7.9	8.7
순이익률(ROE)	-3.0	3.9	2.7	3.2	3.6
자기자본이익률(ROIC)	-7.3	8.6	5.5	6.7	7.8
투자자본이익률(ROIC)	9.0	6.4	4.0	5.7	5.5
안정성(%)					
부채비율	153.8	147.0	143.8	154.7	157.8
순자본금비율	85.1	80.1	82.9	91.9	88.9
이자보상배율(배)	4.0	4.4	3.2	3.3	3.9
활용성(배)					
매출현금흐름(배)	5.3	4.7	4.2	4.3	4.3
재고자산회전율	5.7	5.5	5.8	6.0	6.0
매입채무회전율	7.0	6.2	5.8	5.8	5.8

SKC(011790)

BUY (Maintain)

주가(6/1): 38,950원/TP: 54,000원

KOSPI(6/1)	2,438.96pt
시가총액	14,620억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	49,000원 30,000원
최고/최저가 대비 등락률	-20.51% 29.83%
상대수익률	절대 상대
1M	2.2%
6M	-4.9%
12M	24.2%
발행주식수	37,535천주
일평균거래량(3M)	112천주
외국인 지분율	11.95%
배당수익률(18.E)	2.57%
BPS(18.E)	42,316원



◎ 투자 포인트

- SKC의 Industry 소재(구 필름)부문은 작년 대비 큰 폭의 증익이 전망됨. 작년 구조조정을 진행한 SKC Inc.의 일회성 비용이 제한되고, SKC HT&M 통합 효과가 발생하기 때문임. 한편 PET 필름 업황은 급격히 개선되고 있지 않지만, 향후 증설 제한으로 점진적인 업황 개선 전망
- PO 가격은 견조한 수준을 유지하고 있음. 중국 환경 규제 확대로 인한 중국 염소법 PO 가동률 감축 및 원자료 가격 상승에 기인함. 한편 작년 4분기 증설한 PG는 올해 2월부터 본격적인 가동을 하고 있음.
- SKC의 성장 사업부문은 전방 산업 성장 및 증설 효과로 올해도 증익 추세가 이어질 전망

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	24,657	23,594	26,535	29,221	30,082
보고영업이익(억원)	2,179	1,493	1,757	2,150	2,538
핵심영업이익(억원)	2,179	1,493	1,757	2,150	2,538
EBITDA(억원)	3,607	2,741	2,981	3,304	3,712
세전이익(억원)	4,155	1,196	1,807	2,356	2,566
순이익(억원)	2,456	293	1,363	1,832	1,995
지배주주지분순이익(억원)	2,722	428	1,100	1,673	1,822
EPS(원)	7,426	1,150	2,931	4,457	4,855
증감율(%)	287.6	-84.5	155.0	52.1	8.9
PER(배)	4.6	28.7	16.0	8.7	8.0
PBR(배)	0.9	0.9	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	7.2	7.6	11.5	8.5	7.4
보고영업이익률(%)	8.8	6.3	6.6	7.4	8.4
핵심영업이익률(%)	8.8	6.3	6.6	7.4	8.4
ROE(%)	17.2	1.9	8.7	11.0	10.9

실적 전망

◎ 올해 영업이익 2,150억원, YoY +22.4%

- SKC의 올해 영업이익은 2,150억원으로 작년 대비 22.4% 증가 전망. 1) 작년 4분기 PG 플랜트 증설이 올해 본격적으로 실적에 반영, 2) SKC Inc. 제품믹스 변환 작업 완료 및 SKC HT&M 통합 효과로 Industry 소재의 큰 폭의 실적 개선 예상, 3) 성장 사업부문은 전방 산업 성장에 따라 반도체/소재 사업의 추가적인 실적 개선 및 연결 자회사(솔믹스/바이오랜드)의 증설 효과가 올해 하반기부터 본격적으로 반영되기 때문임.
- 한편 작년 12월 투자를 발표한 투명 PI 필름 라인은 내년 하반기(7~9월)에 완공되어, 2019년 4분기에 서 2020년 상반기 중 상업 생산이 가능할 전망. SKC HT&M을 통하여 코팅 기술 내재화 가능

SKC 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2016	2017	2018E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual			
매출액	합계	587	615	741	711	639	723	760	800	2,359	2,654	2,922
	화학	198	192	202	193	210	209	208	215	722	785	842
	Industry 소재	225	221	305	263	274	293	297	301	926	1,015	1,165
	성장 사업	164	202	234	260	155	221	255	284	712	859	915
영업이익	합계	38	44	48	45	41	52	57	65	149	176	215
	화학	32	33	33	29	37	39	39	38	110	126	153
	Industry 소재	-1	3	2	-5	-4	3	3	3	-7	-2	5
	성장 사업	7	9	13	22	8	10	15	25	46	51	58

자료: 업계, 키움증권 리서치

재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	24,657	23,594	26,535	29,221	30,082
매출원가	19,726	19,495	22,274	24,296	24,775
매출총이익	4,931	4,100	4,262	4,925	5,308
판매비밀임박관리비	2,752	2,607	2,505	2,775	2,769
영업이익(보고)	2,179	1,493	1,757	2,150	2,538
영업이익(핵심)	2,179	1,493	1,757	2,150	2,538
영업외손익	1,976	-297	50	206	28
이자수익	26	10	13	12	13
배당금수익	0	4	0	0	0
외환마이너스	247	246	223	251	241
이자비용	501	431	461	480	505
외환손익	317	310	241	417	480
관계기연지분법손익	-151	268	927	976	880
투자및기타산처분손익	3,808	-11	-4	1	0
금융상품평가및기타금융이익	19	23	-34	-56	-40
기타	-1,154	-96	-373	-80	-82
법인세차감전이익	4,155	1,198	1,807	2,356	2,566
법인세비용	1,209	585	444	525	571
영업법인세율(%)	29.1%	48.9%	24.5%	22.3%	22.3%
당기순이익	2,456	293	1,363	1,832	1,995
지배주주지분순이익(억원)	2,722	428	100	1,673	1,822
EBITDA	3,607	2,741	2,981	3,304	3,712
현금순이익(Cash Earnings)	3,884	1,541	2,588	2,985	3,169
수정당기순이익	-258	287	1,392	1,887	2,035
증감율(% YoY)					
매출액	-12.0	-4.3	12.5	10.1	2.9
영업이익(보고)	43.0	-31.5	17.7	22.4	18.1
영업이익(핵심)	43.0	-31.5	17.7	22.4	18.1
EBITDA	24.7	24.0	8.8	10.8	12.4
지배주주지분 당기순이익	291.7	-84.3	156.8	52.1	8.9
EPS	287.6	84.5	155.0	52.1	8.9
수정순이익	N/A	N/A	385.2	35.6	7.8

현금흐름표

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,085	2,491	2,093	1,847	2,325
당기순이익	2,456	293	1,363	1,832	1,995
감가상각비	1,362	1,201	1,173	1,105	1,128
급형자산상각비	66	47	52	49	47
외환손익	46	38	-8	166	239
자산처분수익	22	47	39	-1	0
지분법손익	126	-268	-681	-976	-880
영업활동자산부채 증감	-1,775	749	-136	-261	-64
기타	-1,218	386	292	-67	-139
투자활동현금흐름	-962	-39	1,757	-1,507	-1,502
투자자산의 처분	-287	29	200	-8	-2
운영자산의 처분	54	34	91	0	0
운영자산의 취득	-681	-803	-1,203	-1,500	-1,500
무형자산의 처분	-52	-47	-189	0	0
기타	4	747	655	1	0
제작활동현금흐름	-264	-1,818	380	739	645
단기차입금의 증가	-2,812	-3,974	-1,679	0	0
정기차입금의 증가	2,718	2,673	2,530	750	750
자본의 증가	124	205	0	0	0
배당금지급	-232	-301	-297	-319	-354
기타	-63	-421	-173	308	249
현금및현금相当자산의증가	-131	665	710	1,080	1,468
기초현금및현금성자산	516	385	1,050	1,760	2,839
기말현금및현금성자산	385	1,050	1,760	2,839	4,307
Gross Cash Flow	2,860	1,742	2,230	2,108	2,389
Op Free Cash Flow	465	1,910	1,022	1,543	2,149

재무상태표

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	7,871	8,015	8,972	10,781	12,483
현금및현금성자산	385	1,050	1,760	2,839	4,307
유동금융자산	161	167	2	2	3
매출채권및유동채권	4,469	4,261	4,210	4,636	4,773
재고자산	2,838	2,535	2,993	3,296	3,393
기타유동비금융자산	18	2	6	7	8
비유동자산	29,011	27,273	27,702	28,950	30,064
장기매출채권및기타비유동채권	233	210	179	197	202
투자자산	6,395	6,825	5,988	6,871	7,654
유형자산	20,791	18,661	19,032	19,427	19,800
무형자산	1,458	1,462	2,092	2,042	1,996
기타비유동자산	133	115	412	412	412
자전총계	36,882	35,288	36,673	39,731	42,547
유동부채	10,564	8,626	12,008	12,485	12,659
매입채무및기타유동채무	3,555	4,176	4,339	4,778	4,919
단기차입금	3,621	2,495	2,983	2,983	2,983
유동성장기차입금	3,004	1,741	4,407	4,407	4,407
기타비유동부채	383	214	279	318	350
비유동부채	10,755	11,423	8,729	7,798	10,798
정기매입채무및비유동채무	590	611	90	99	102
사채및기타차입금	8,799	9,249	6,756	7,506	8,256
기타비유동부채	1,367	1,564	1,883	2,191	2,440
부자총계	21,319	20,049	20,737	22,282	23,457
자본금	1,840	1,877	1,877	1,877	1,877
주식발행초과금	1,223	1,398	1,398	1,398	1,398
이익잉여금	11,296	11,464	12,390	13,773	15,273
기타자본	80	-679	-1,164	-1,164	-1,164
지배주주지분차입금	14,439	14,059	14,500	15,883	17,383
비지배주주지분차입금	1,124	1,180	1,436	1,566	1,706
자본총계	15,363	15,239	15,936	17,449	19,090
준자본금	14,878	12,268	12,384	12,054	11,336
종자금	15,424	13,485	14,146	14,896	15,646

부자지표

	(단위: 원, 배, %)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	7,426	1,150	2,931	4,457	4,855
BPS	39,240	37,457	38,631	42,316	46,312
주당EBITDA	9,840	7,356	7,943	8,801	9,891
CFPS	10,595	4,135	6,895	7,954	8,443
DPS	750	750	900	1,000	1,000
주가제주(배)					
PER	4.6	28.7	16.0	8.7	8.0
PBR	0.9	0.9	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.2	7.6	11.5	8.5	7.4
PCFR	3.2	8.0	6.8	4.9	4.6
주회성(%)					
영업이익률(보고)	8.8	6.3	6.6	7.4	8.4
영업이익률(핵심)	8.8	6.3	6.6	7.4	8.4
EBITDA margin	14.6	11.6	11.2	11.3	12.3
순이익률(ROE)	10.0	1.2	5.1	6.3	6.6
자기자본이익률(ROIC)	17.2	1.9	8.7	11.0	10.9
투자자본이익률(ROIC)	6.1	3.4	6.1	9.4	10.8
안정성(%)					
부채비율	137.0	131.6	130.1	127.7	122.9
순자본금비율	95.6	80.5	77.7	69.1	59.4
이자보상배율(배)	4.3	3.5	3.8	4.5	5.0
활용성(배)					
매출채권회전율	6.1	5.4	6.3	6.6	6.4
재고자산회전율	8.1	8.8	9.6	9.3	9.0
매입채무회전율	6.0	6.1	6.2	6.4	6.2

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

Compliance Notice

- 당사는 6월 4일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 적용기준

기법	작용기준(6개월)	업종	작용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~−10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~−10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 −10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 −10~−20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 −20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	과리율(%)		
					평균	최고	주가대비 주가대비
LG화학 (051910)	2016/08/09	BUY (Reinitiate)	350,000원	6개월	-24.4	-22.7	
	2016/09/05	BUY (Maintain)	350,000원	6개월	-24.5	-22.7	
	2016/09/07	BUY (Maintain)	350,000원	6개월	-24.6	-22.7	
	2016/09/08	BUY (Maintain)	350,000원	6개월	-27.2	-22.7	
	2016/09/27	BUY (Maintain)	350,000원	6개월	-27.8	-22.7	
	2016/10/06	BUY (Maintain)	350,000원	6개월	-28.5	-22.7	
	2016/10/14	BUY (Maintain)	360,000원	6개월	-32.2	-30.3	
	2016/11/08	BUY (Maintain)	350,000원	6개월	-33.5	-27.9	
	2016/12/02	BUY (Maintain)	350,000원	6개월	-31.5	-24.7	
	2016/12/22	BUY (Maintain)	350,000원	6개월	-28.6	-18.6	
	2017/01/16	BUY (Maintain)	350,000원	6개월	-27.7	-18.6	
	2017/01/31	BUY (Maintain)	370,000원	6개월	-24.3	-19.1	
	2017/04/20	BUY (Maintain)	370,000원	6개월	-23.7	-16.4	
	2017/06/07	BUY (Maintain)	370,000원	6개월	-23.6	-16.4	
	2017/06/14	BUY (Maintain)	370,000원	6개월	-23.5	-16.4	
	2017/07/11	BUY (Maintain)	370,000원	6개월	-23.4	-16.4	
	2017/07/13	BUY (Maintain)	400,000원	6개월	-20.2	-18.4	
	2017/07/20	BUY (Maintain)	400,000원	6개월	-9.6	1.9	
	2017/10/16	BUY (Maintain)	450,000원	6개월	-14.6	-12.1	
	2017/10/27	BUY (Maintain)	450,000원	6개월	-10.2	-5.9	
	2017/11/29	BUY (Maintain)	580,000원	6개월	-29.0	-23.9	
	2018/02/01	BUY (Maintain)	550,000원	6개월	-29.0	-23.8	
	2018/03/27	BUY (Maintain)	550,000원	6개월	-30.2	-23.8	
	2018/05/02	BUY (Maintain)	530,000원	6개월	-35.4	-33.1	
	2018/05/25	BUY (Maintain)	530,000원	6개월	-35.4	-33.1	
	2018/06/05	BUY (Maintain)	530,000원	6개월			
금호석유 (011780)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	80,000원	6개월	-15.8	-8.4	
	2016/10/06	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-15.0	-5.6	
	2016/10/14	Buy(Maintain)	82,000원	6개월	-8.9	-5.2	
	2016/10/31	Buy(Maintain)	82,000원	6개월	-4.8	12.6	
	2017/02/03	Marketperform(Downgrade)	86,000원	6개월	-10.4	-1.0	
	2017/05/24	Outperform(Upgrade)	93,000원	6개월	-15.3	-11.7	
	2017/06/07	Outperform(Maintain)	93,000원	6개월	-18.9	-11.7	
	2017/07/31	Outperform(Maintain)	93,000원	6개월	-18.1	-11.7	
	2017/09/22	Outperform(Maintain)	93,000원	6개월	-18.9	-11.7	
	2017/10/16	Outperform(Maintain)	93,000원	6개월	-19.8	-11.7	
	2017/11/22	Buy(Upgrade)	100,000원	6개월	-22.0	-21.1	
	2017/11/27	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-5.1	8.5	
	2018/01/17	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-19.8	-18.1	
	2018/01/22	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-25.6	-23.2	
	2018/02/02	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-28.0	-23.2	
	2018/02/12	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-32.3	-23.2	
	2018/03/27	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-32.3	-23.2	
	2018/03/28	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-32.2	-23.2	
	2018/04/30	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-33.0	-30.6	
	2018/06/05	Buy(Maintain)	160,000원	6개월			

* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	과리율(%)		
					평균	최고	주가대비 주가대비
롯데케미칼 (011170)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	460,000원	6개월	-37.1	-33.2	
	2016/09/02	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-37.4	-33.2	
	2016/09/05	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-37.6	-33.2	
	2016/09/08	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-38.4	-33.2	
	2016/09/27	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-38.4	-33.2	
	2016/09/28	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-38.3	-33.2	
	2016/09/30	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-37.4	-32.4	
	2016/10/13	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-37.4	-32.4	
	2016/10/14	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-36.8	-31.3	
	2016/10/26	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-36.7	-31.3	
	2016/10/31	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-36.5	-31.3	
	2016/11/14	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-36.3	-30.2	
	2016/11/16	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-34.8	-21.1	
	2016/12/09	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-31.5	-14.0	
	2017/01/16	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-23.5	-21.3	
	2017/01/24	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-22.7	-20.9	
	2017/02/03	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-23.4	-18.6	
	2017/03/13	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.0	-33.7	
	2017/03/16	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-33.9	-31.2	
	2017/04/18	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.4	-31.2	
	2017/04/26	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.9	-31.2	
	2017/05/11	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.9	-31.2	
	2017/06/07	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.9	-31.2	
	2017/06/09	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.6	-31.2	
	2017/07/05	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.7	-31.2	
	2017/07/12	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.7	-31.2	
	2017/07/20	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.6	-31.2	
	2017/07/26	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.5	-31.2	
	2017/08/01	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-35.2	-28.3	
	2017/08/10	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.5	-27.7	
	2017/08/29	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-33.9	-24.3	
	2017/09/13	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-30.5	-24.7	
	2017/10/16	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-29.9	-24.7	
	2017/10/31	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-31.9	-24.7	
	2017/12/11	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-36.1	-30.9	
	2018/01/22	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-34.6	-26.3	
	2018/02/02	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-34.0	-26.3	
	2018/02/09	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-29.6	-18.2	
	2018/03/27	Buy(Maintain)	600,000원	6개월	-29.7	-25.5	
	2018/05/03	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-34.6	-30.0	
	2018/06/05	Buy(Maintain)	580,000원	6개월			

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점			
				평균	최고	주가대비	주가대비
대한유화 (006650)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	340,000원	6개월	-35.7	-30.7	
	2016/09/01	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-36.3	-30.7	
	2016/09/05	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-36.5	-30.7	
	2016/09/08	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-37.6	-30.7	
	2016/09/27	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-37.6	-30.7	
	2016/09/30	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-37.6	-30.7	
	2016/10/14	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-37.7	-30.7	
	2016/10/31	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-37.7	-30.7	
	2016/11/02	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-38.0	-30.7	
	2016/11/15	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-36.6	-23.1	
	2016/12/12	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-33.7	-15.6	
	2017/01/09	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-21.8	-18.8	
	2017/01/24	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-21.9	-18.8	
	2017/02/03	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-21.8	-18.8	
	2017/02/10	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-22.9	-18.5	
	2017/03/13	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-23.4	-18.5	
	2017/03/22	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-27.8	-18.5	
	2017/05/26	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-27.5	-18.5	
	2017/06/07	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-27.8	-18.5	
	2017/06/27	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-27.9	-18.5	
	2017/07/03	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.0	-18.5	
	2017/07/17	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-31.1	-30.7	
	2017/07/20	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.8	-24.6	
	2017/08/10	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-27.8	-24.4	
	2017/08/29	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.2	-23.1	
	2017/10/16	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.1	-23.1	
	2017/10/18	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.0	-23.1	
	2017/11/08	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.8	-23.1	
	2017/12/05	Buy(Maintain)	380,000원	6개월	-29.8	-16.8	
	2018/01/16	Buy(Maintain)	400,000원	6개월	-19.2	-14.5	
	2018/02/13	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-27.0	-24.3	
	2018/02/27	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-31.8	-24.3	
	2018/03/27	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-32.7	-24.3	
	2018/04/12	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-34.3	-24.3	
	2018/05/03	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-37.0	-24.3	
	2018/06/05	Buy(Maintain)	450,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점			
				평균	최고	주가대비	주가대비
한화케미칼 (009830)	2016/02/25	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-23.6	-17.7	
	2016/05/13	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-23.8	-17.5	
	2016/08/12	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-23.3	-15.2	
	2016/11/11	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-19.6	-13.0	
	2017/02/24	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-20.1	-13.0	
	2017/05/12	Buy(Maintain)	34,000원	6개월	-9.8	-0.6	
	2017/08/11	Buy(Maintain)	41,000원	6개월	-17.1	-7.3	
	2017/11/13	Buy(Maintain)	38,000원	6개월	-15.9	-4.7	
	2018/02/23	Buy(Maintain)	42,000원	6개월	-27.4	-19.5	
	2018/04/23	Buy(Reinitiate)	44,000원	6개월	-34.5	-33.2	
담당자변경	2018/05/02	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-34.9	-32.7	
	2018/05/15	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-36.5	-32.7	
	2018/06/05	Buy(Maintain)	44,000원	6개월			
	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	110,000원	6개월	-24.8	-21.4	
	2016/09/05	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-26.4	-21.4	
코오롱인더 (120110)	2016/10/27	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-26.6	-24.8	
	2016/11/09	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-27.6	-24.8	
	2016/11/30	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-26.0	-18.5	
	2017/01/16	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-25.7	-18.5	
	2017/02/09	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-26.3	-18.5	
	2017/03/13	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-27.3	-18.5	
	2017/05/15	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-27.1	-24.9	
	2017/06/16	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-27.4	-22.1	
	2017/08/29	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-27.3	-22.1	
	2017/09/13	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-26.3	-14.5	
	2017/10/16	Buy(Maintain)	94,000원	6개월	-25.4	-14.5	
	2017/11/13	Buy(Maintain)	94,000원	6개월	-12.8	-5.3	
	2018/02/12	Buy(Maintain)	94,000원	6개월	-16.8	-5.3	
	2018/03/27	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-26.3	-22.6	
	2018/04/26	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-25.9	-21.1	
	2018/06/05	Buy(Maintain)	90,000원	6개월			

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)		
					평균	최고	주가대비 주가대비
SKC (011790)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	40,000원	6개월	-29.7	-20.6	
	2016/09/29	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-29.7	-20.6	
	2016/09/30	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-29.7	-20.6	
	2016/10/14	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-29.5	-20.6	
	2016/11/14	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-27.5	-23.0	
	2017/01/05	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-27.7	-23.0	
	2017/02/10	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-27.5	-23.0	
	2017/03/13	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-29.3	-23.0	
	2017/05/23	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-29.8	-29.0	
	2017/05/26	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-26.6	-21.8	
	2017/07/04	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-24.8	-14.8	
	2017/07/17	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-22.3	-12.8	
	2017/08/08	Buy(Maintain)	48,000원	6개월	-22.1	-20.6	
	2017/08/29	Buy(Maintain)	48,000원	6개월	-22.1	-17.0	
	2017/09/12	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-20.7	-16.5	
	2017/10/16	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-21.7	-16.5	
	2017/11/09	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-18.6	-5.8	
	2018/01/16	Buy(Maintain)	58,000원	6개월	-23.9	-21.9	
	2018/02/06	Buy(Maintain)	58,000원	6개월	-29.7	-21.9	
	2018/02/27	Buy(Maintain)	58,000원	6개월	-30.9	-21.9	
	2018/03/27	Buy(Maintain)	54,000원	6개월	-30.5	-28.0	
	2018/05/04	Buy(Maintain)	54,000원	6개월	-28.9	-25.5	
	2018/06/05	Buy(Maintain)	54,000원	6개월			
S-Oil (010950)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	115,000원	6개월	-36.1	-33.2	
	2016/09/06	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-35.4	-31.9	
	2016/09/28	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-34.1	-27.7	
	2016/10/13	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-33.1	-26.7	
	2016/10/28	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-29.7	-24.2	
	2017/02/03	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-29.6	-24.2	
	2017/04/19	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-13.0	-4.3	
	2017/07/26	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-7.1	1.5	
	2017/10/16	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-16.0	-14.8	
	2017/10/31	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-21.8	-14.8	
	2018/01/30	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-22.1	-14.8	
	2018/03/27	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-22.3	-14.8	
	2018/04/26	Buy(Maintain)	155,000원	6개월	-30.0	-27.4	
	2018/06/05	Buy(Maintain)	155,000원	6개월			

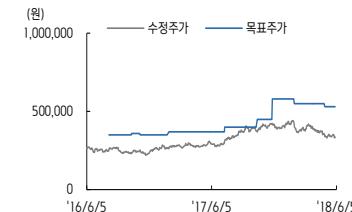
*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)		
					평균	최고	주가대비 주가대비
SK이노베이션 (096770)	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	230,000원	6개월	-35.0	-31.3	
	2016/09/06	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-33.4	-29.6	
	2016/10/13	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-33.4	-29.6	
	2016/10/14	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.7	-26.8	
	2016/10/28	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.8	-26.8	
	2016/10/31	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-29.8	-26.6	
	2016/12/26	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-29.3	-26.1	
	2017/02/06	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.8	-23.6	
	2017/04/26	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-29.3	-27.3	
	2017/06/07	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-31.0	-26.0	
	2017/07/28	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-28.2	-18.3	
	2017/09/29	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-22.3	-19.2	
	2017/10/16	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-21.1	-16.3	
	2017/12/01	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-21.7	-16.3	
	2018/02/01	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-22.0	-16.3	
	2018/03/27	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-25.4	-25.0	
	2018/03/30	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-25.7	-23.6	
	2018/04/17	Buy(Maintain)	280,000원	6개월	-27.4	-23.6	
	2018/06/05	Buy(Maintain)	280,000원	6개월			

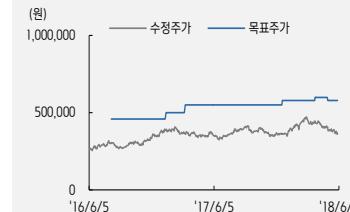
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

목표주가 추이 (2개년)

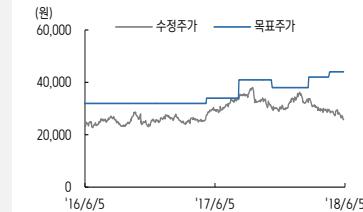
LG화학(051910)



롯데케미칼(011170)



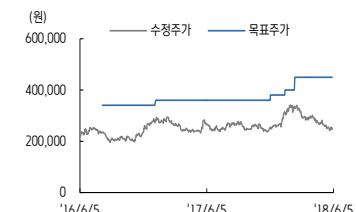
한화케미칼(009830)



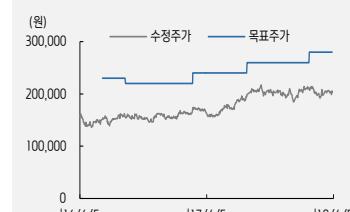
금호석유 (011780)



대한유화(006650)



SK이노베이션(096770)



S-Oil(010950)



코오롱인더(120110)



SKC(011790)

