

정유/화학

# Soft-Landing





**Top Picks**

종목	투자판단	적정주가
SK이노베이션(096770)	Buy	275,000원
LG화학(051910)	Buy	490,000원
SKC(011790)	Buy	50,000원

**관심 종목**

종목	투자판단	적정주가
S-Oil(010950)	Buy	150,000원
롯데케미칼(011170)	Buy	360,000원
한화케미칼(009830)	Buy	25,000원
금호석유(011780)	Buy	120,000원
대한유화(006650)	Buy	240,000원
코오롱인더(120110)	Buy	70,000원

**정유/화학**  
**Soft-Landing**  
 Overweight



**정유/화학**  
 Analyst **노우호**

---

02. 6098-6668  
 wooho.rho@meritz.co.kr



## Contents

<b>Part I</b>	경기는 정점을 찍었다	9
<b>Part II</b>	유가, 상승여력이 더 높다	21
<b>Part III</b>	정유, 3가지가 모두 좋다	27
<b>Part IV</b>	화학, New Paradigm	35
<b>Part V</b>	북미 ECC 증설 Cycle 종료	43
<b>Part VI</b>	증설 없는 산업이 있을까?	49

<b>기업분석</b>	<b>SK이노베이션(096770)</b> IMO2020, P-X, EV Battery의 콜라보	80
	<b>S-Oil(010950)</b> 19년 Q 증가 원년의 해	83
	<b>LG화학(051910)</b> 주가 Key-word는 석유화학 업황 회복	86
	<b>SKC(011790)</b> 19년 성장성 부각	89
	<b>롯데케미칼(011170)</b> Petrochem, No.1 Value-stock	92
	<b>한화케미칼(009830)</b> 주가 상승 모멘텀 부재	96
	<b>금호석유화학(011780)</b> 페놀 강세	100
	<b>대한유화(006650)</b> 어느 때보다 높아진 배당확대 기대감	103
	<b>코오롱인더스트리(120110)</b> 본업 수익성 악화는 고민거리	107

## 19년 정유, 3가지의 콜라보

### I 19년 유가 강세 기조 전망, Brent 80달러/배럴

- Key-word는 원유 공급 차질→ OPEC의 증산 파급력을 상쇄시킬 원동력, 19년 Brent 80달러/배럴 상승 전망
- 이란과 베네수엘라 원유 공급차질(최대 400만배럴/일), 반면 OPEC의 유휴증산여력 최저수준으로 하락, 실질 증산 파급력 제한적
- 미국 Permian 소재 송유관 병목현상 심화되며, 실질 원유공급증가로 이어지기 어려워

### II 19년 P-X: 중국의 P-X 설비 가동일정 보수적으로 접근 필요

- 18년 중국의 P-X 자급률 60% 수준, 석유화학 자급화 정책 변화 없음→ '정유+석유화학+P-X' Full-Integration 투자
- 19년 중국 Hengli 등 P-X 신규 설비 가동은 정제설비 완공 시점이 관건, 현재 공정 완성도 감안하면 19년 연말에야 가동 가능
- 19년 역시 P-X 수급 강세 예상되는 바, 국내 정유사들의 석유화학 업황 호조세 예상

### III 2H19 IMO2020 황규제에 대비한 디젤 중심 가수요 발생, 정제마진 개선 긍정적 모멘텀

- 국제해사기구(IMO)는 2020년 1월 선박연료 황함유량(0.5%) 규제 일괄 시행 예정
- 글로벌 정유업계 및 해운업계 관망세(Wait and See), 정책 시행에 대한 대응력 미흡
- IMO2020 시행 초기 블렌딩유(Diesel/Gasoil)+저유황유(LSFO) 공급 차질에 따른 가격 강세 전망, 정제마진 Level-up 모멘텀 부각

### IV 결론: 정유업 Overweight, 사업다각화에 집중하여 SK이노베이션을 최선호주로 제시

- 19년 최선호주: SK이노베이션(Buy / 적정주가 27.5만원)

# 19년 석유화학 Soft-Landing

## I 19년 석유화학, '준 호황' 으로 변화

- 19년 석유화학 '준호황': 1H19 석유화학 업황 저점, 2H19 Cycle 반등을 예상
- 2H18 제품가 약세는 역외 물량 유입이 아닌, 중-미 무역분쟁 장기화에 따른 관망세 수요에 기인
- 업황 부진은 주가에 선 반영되었기에, 업황 회복 시그널(재고확충 수요, 매크로 불확실성 해소)에 따른 주가 상승 탄력은 NCC 중심으로 클 것

## II 증설없는 산업은 없었다

- 지난 2년간 주가의 걸림돌은 글로벌 석유화학 증설, 19년 상반기 북미 ECC 증설 Cycle 종료, 2023년 이전 유의미한 증설 제한적 중동/중국 석유화학 완공은 2022년 이후에야 본격화되기 때문
- 공급측면에서 2H19~2022년 약 3년간 글로벌 증설 공백기에 따른 안정적 Cycle 유지 가능

## III 업황의 걸림돌: 원가와 수요 성장을 둔화

- 중-미 무역분쟁 장기화 및 신흥국 금융위기 등 글로벌 경기 성장률 둔화에 따른 석유화학 성장률 하락을 예상
- 19년 석유화학기업들 유가 상승으로 원가 부담과 글로벌 경기둔화에 따른 제품가격 전가능력 상실에 따른 수익성 소폭 둔화

## IV 결론: 성장의 대안을 갖춘 기업에 주목하자

- 19년 (1) 글로벌 경기 성장률 둔화, (2) 유가 강세에 따른 원가 부담 존재, 단 주가는 충분한 조정을 받았기에 저점 매수 가능
- 19년 화학 최선호주는 (1) 성장성을 갖춘 기업(LG화학, SKC), (2) 글로벌 생산거점 확보 및 원재료 다변화(롯데케미칼),  
→ 19년 최선호주: LG화학, SKC, 차선호주: 롯데케미칼과 대한유화



# Part I

## 경기는 정점을 찍었다

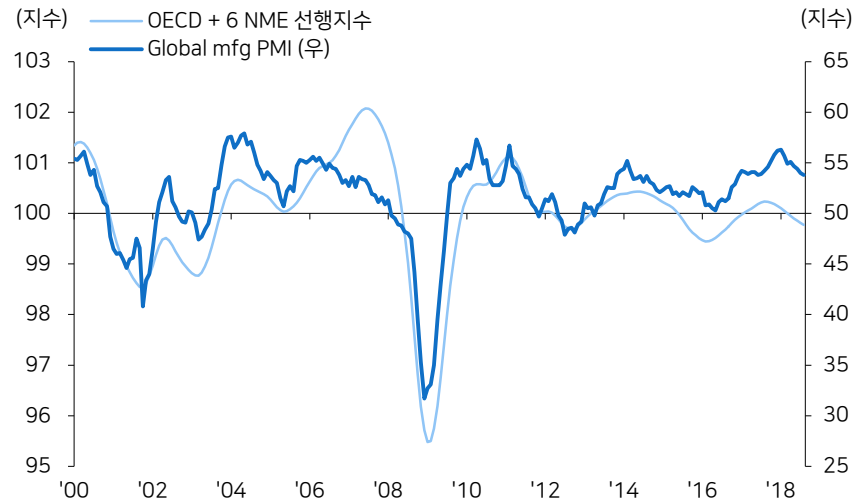
# [Macro View] 글로벌 경기모멘텀, Synchronized slowdown

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

## 19년 글로벌 경기 둔화 전망

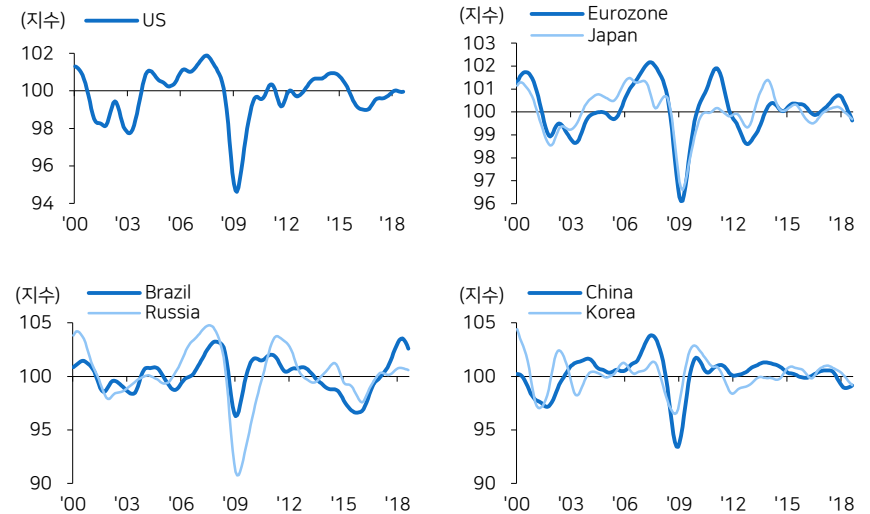
- 글로벌 경제성장 견인했던 미국과 자원수출국(브라질, 러시아 등)의 경기선행지수 하반기 하락 전환

### 글로벌 제조업 PMI와 OECD + 6 NME 선행지수



자료: OECD, Markit, 메리츠증권증권 리서치센터

### 지역별 OECD 선행지수

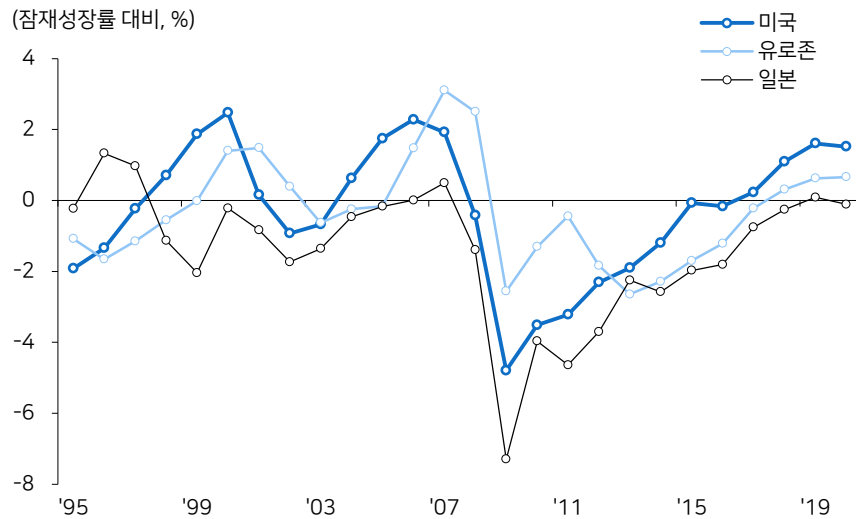


자료: OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

## 19년 글로벌 경기 둔화 전망

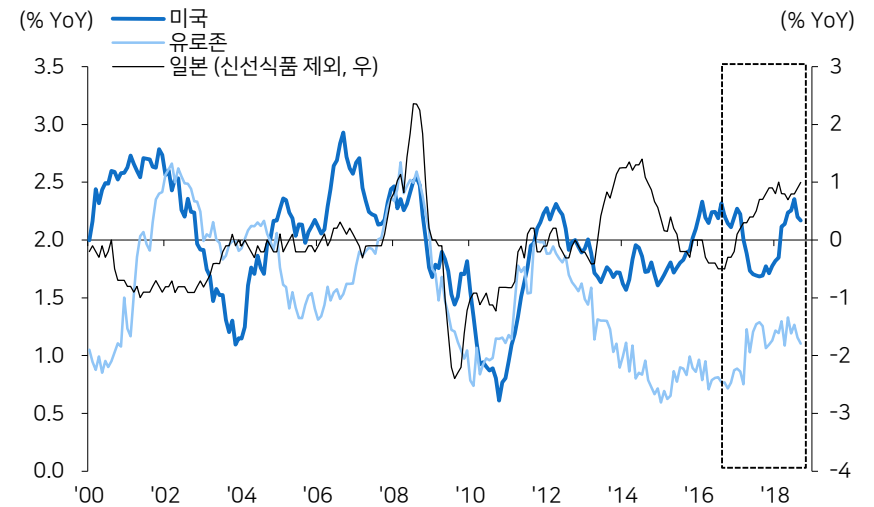
- 성장이 둔화되는 이유는
  - 금융위기 이후 확장정책 동원으로 그간의 negative output gap이 0에 수렴하거나 이를 상회
  - 정책대응으로 Output gap의 추가 개선이 어려워짐을 시사
- Output gap 개선에 후행하여 주요 선진국의 핵심물가 상승세 가속
  - 주요국 중앙은행의 통화정책 정상화 / 완화 축소 → 시차를 두고 경기에 영향

## 주요 선진국 Output gap



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 선진국 Core Inflation 상승률



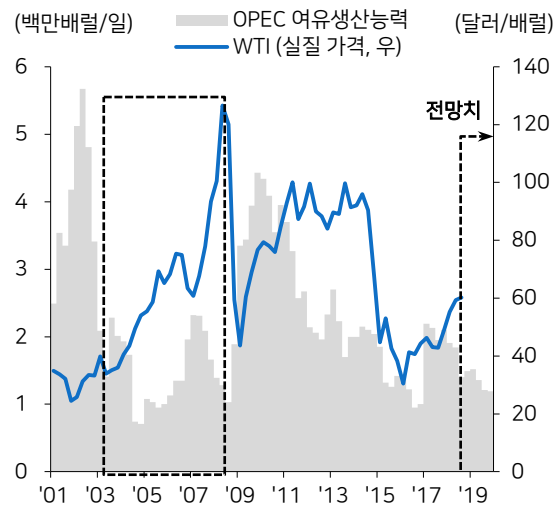
자료: 메리츠증권 리서치센터

# [Macro View] 19년 유가 상승 전망

## 19년 Brent 80달러/배럴 상승 전망

- 2018년&2019년 Brent 유가는 각각 85달러/배럴, 80달러/배럴 전망
- 2019년 유가의 궤적은 공급 요인 감안할때 상고하저 가능성이 높음
  - 유가 상승 요인: 산유국 잉여생산능력 감소 + 이란/베네수엘라 공급차질 발생 (후자의 경우 이미 80만배럴/일 규모 공급 감소)
  - 유가 하락 요인: 2H19 Permian 원유 송유관 시설 완공 이후 미국산 원유공급 확대
- 하반기 중국 등 신흥국 수요 둔화도 동 기간 유가의 상방을 제약하게 될 요인으로 판단

### OPEC 여유생산능력의 감소



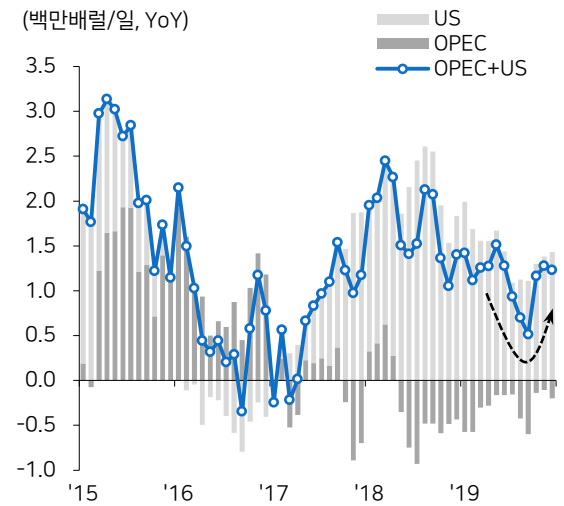
자료: OPEC, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

### 이란 제재로 인한 원유생산 차질 가능성



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

### World oil supply: OPEC vs US



자료: US EIA, Short-term Energy Outlook (Oct 2018)

# [Macro View] 미국 경제전망: Fed 스탠스가 관건

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

- 미국 경제성장률 둔화 전망: '18년 2.9%, '19년에는 2.6%
  - 민간소비(고용여건 호전/임금상승, 심리호조)와 설비투자(가동률 상승, 제조업 전반 설비수요 존재)의 확장세 지속되나,
  - 1) 재정자극 약화, 2) 실질 정책금리 (+) 전환 이후 상승, 3) 주거용 투자 성장기여도 하락 등이 2019년 미국경제 성장률 둔화 요인
- Fed 정책: '18.12월 25bp 인상 이후 내년 하반기까지 75bp 추가 인상 예상 ('19년 말 FFR 상단 3.25% 전망)
  - 잠재성장률을 장기간 웃도는 성장세와 타이트한 노동수급에 기반한 완만한 임금상승 압력은 수요측 인플레이션 압력 제고시킬 요인
  - 인플레이션의 “항구적 오버슈팅” 가능성은 제한적으로 판단. 내년 말 Core CPI 2.5%에 수렴 예상(Fed 경제전망에 부합); 관세 영향은 일시적 요인으로 간주 가능성
- Fed 정책경로가 변하기 위한 조건은 1) Financial stress 확대('16년 수준), 2) 대출태도 악화, 3) 장단기 금리역전 등
  - 금융스트레스 확대는 인상속도가 느려질 요인(시장 relief), 반면 대출태도 악화나 장단기 금리역전은 향후 downturn 현실화 및 금리인상 중단 요인 (시장 조정)

## 우리의 View가 바뀔 수 있는 요인

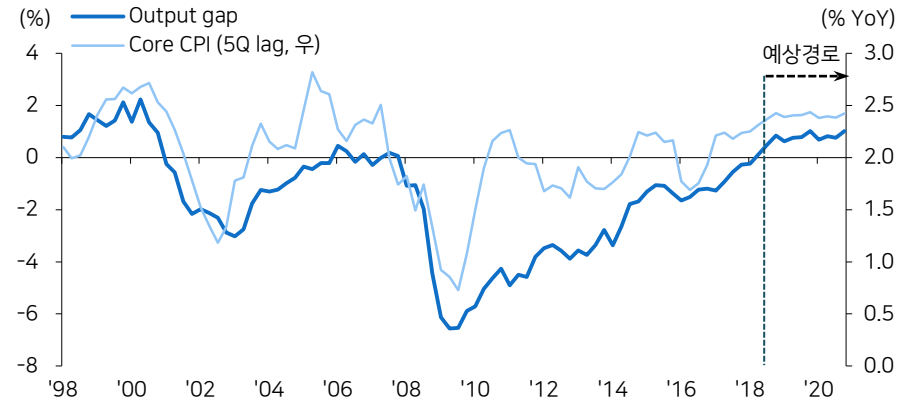
### Upside risk:

- '19년 중산층 대상 추가 감세 현실화
- 중간선거 이후 공화/민주당 공약 공통분모인 인프라 투자 확대 가시화
  - 경제성장 impact는 장기적으로 반영; 금융시장 선반영 이슈
- 미-중 무역분쟁에 대한 정교한 출구전략 시행으로 파국 방어

### Downside risk:

- 미-중 분쟁 격화로 인한 Spill-back 효과 가시화
- 물가상승세 가속화로 인한 Fed 금리인상 연장
- 모기지 금리 상승에 따른 주택시장 조정 / 주거용 투자 기여도 하락 심화
- 예상치 못한 금융 리스크 현실화: Leverage loan 위험 부각 등

## 미국: Output gap에 후행한 Core CPI 상승 속도는 빠르지 않을 것

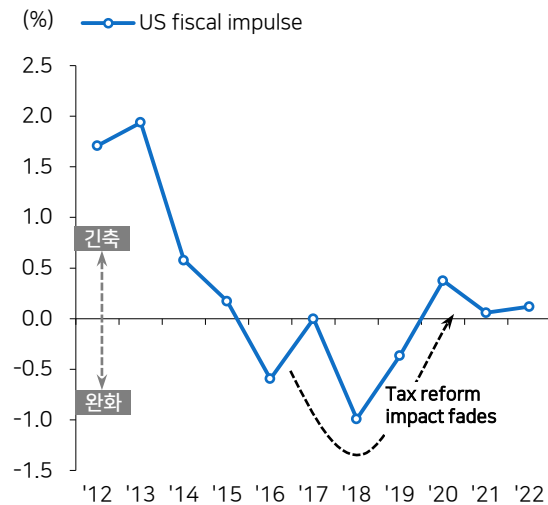


자료: US BEA, US CBO, US BLS, 메리츠증권리서치센터

## 미국 경기 둔화

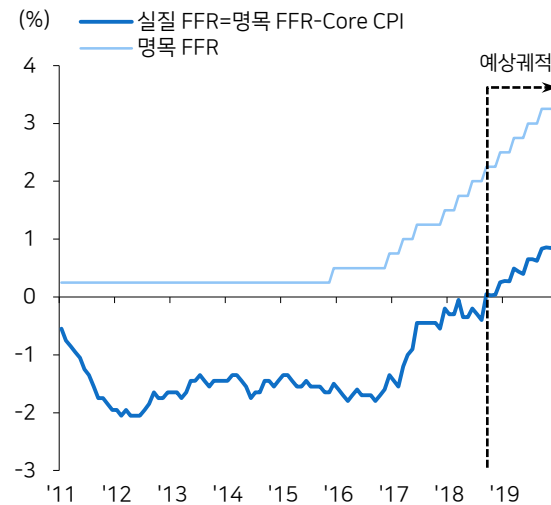
- '19년 감세 효과 반감: 경기자극 효과는 18년의 절반 수준, 20년에는 긴축 스탠스 전환
- 실질 정책금리 (+) 전환: 핵심물가 상승률 상회하는 수준으로의 금리인상 결과
- 주거용 성장기여도 하락: 모기지 금리 상승에 따른 주택판매 둔화 및 주거용 건설지출 하락 가능성

### 미국 재정자극의 강도



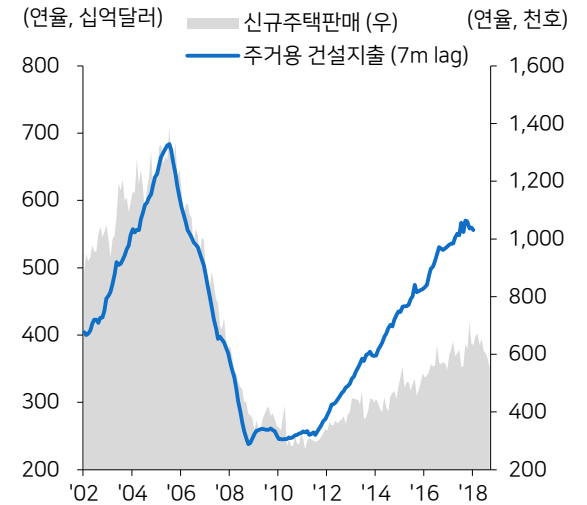
자료: IMF Fiscal Monitor (Oct 2018), 메리츠증권 리서치센터

### 실질 정책금리 (+) 전환



자료: Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권증권 리서치센터

### 미국 신규주택판매와 주거용 건설지출



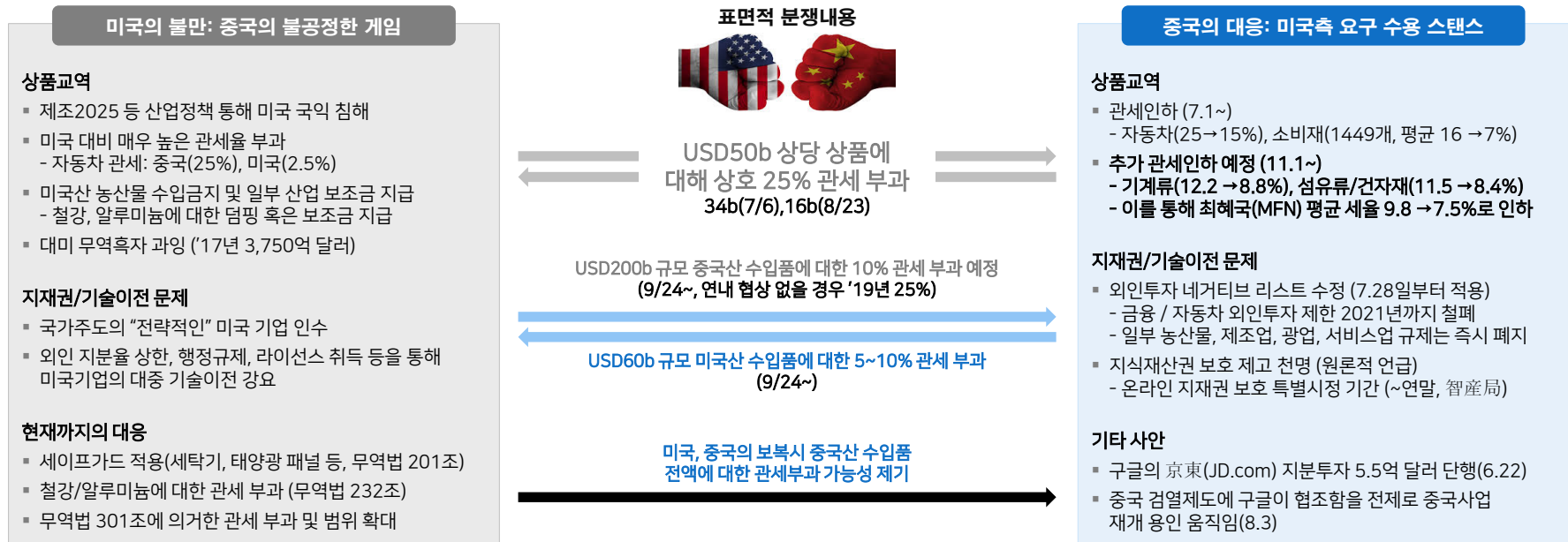
자료: US Census Bureau, 메리츠증권증권 리서치센터

# [Macro View] 중-미 무역분쟁 이슈

## 무역 분쟁 장기화

- 중국과 미국이 해결해야 할 우선 순위는 통상 이슈임
- 미국 무역분쟁이 제2라운드에 돌입 이후, 중국은 관세인하, 시장개방 범위 확대, 미국의 경제적 영토 확장 용인 등 "수세적" 인 대응을 이어가며 점진적인 양보를 지속
- 구조적 이슈(기술, 보조금, 덤핑)에 대한 양측의 입장은 아직 첨예: 미국은 즉각적인 시정을 요구하는 반면, 중국은 개발도상국 지위로서 현재까지 제도적인 시정 노력을 감안해 달라는 입장

## 미-중 무역분쟁 Round 2: 현재의 양상



자료: 미국 백악관, 중국 상무부, 메리츠증권증권 리서치센터

# [Macro View] 그들의 접점: 중국의 대미 무역흑자 축소 가능성

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

## 무역 분쟁 장기화

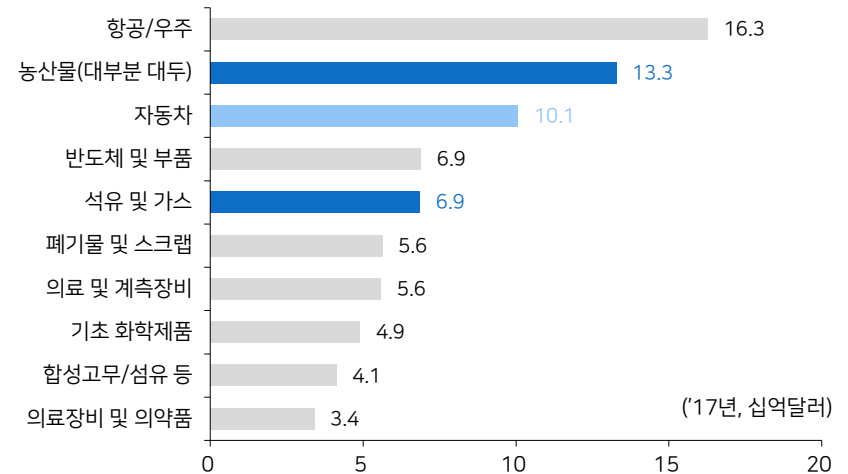
- 이미 5월 19일 양측이 합의한 사안임
  - 미-중 양국은 중국이 미국산 제품과 서비스의 수입을 “대폭 확대” 하겠다는 것을 점적으로 관세부과를 유예할 것(suspend)임을 천명했었음. 이 과정에서 중국은 1) 미국의 상품과 서비스 구매를 늘리며, 특히 2) 미국산 농산물과 에너지 수입을 “크게 확대” 할 것임을 약속
- 미국이 중국의 “대미 무역흑자 연간 1,000억 달러 축소” 를 요구하는 것과 연계해 본다면,
  - 2017년 기준 중국의 미국산 농산물/에너지 수입액 200억 달러 + 자동차 100억 달러(관세인하)
  - 이들 품목에 대한 수입을 2배로 확대시킨다면 다른 조건 불변시 흑자는 300억 달러 축소에 불과

## Joint statement of US and China Regarding Trade Consultations

- There was a consensus on taking effective measures to substantially reduce the United States trade deficit in goods with China.
- Both sides agreed on meaningful increases in **United States agriculture and energy exports**. The United States will send a team to China to work out the details.
- The delegations also discussed **expanding trade in manufactured goods and services**. There was consensus on the need to create favorable conditions to increase trade in these areas.
- Both sides attach **paramount importance to intellectual property protections, and agreed to strengthen cooperation. China will advance relevant amendments to its laws and regulations in this area, including the Patent Law.**
- Both sides agreed to encourage two-way investment and to strive to create a fair, level playing field for competition.

주: 일부 내용을 발췌한 것임  
자료: 미국 백악관(5월 19일), 메리츠증권증권 리서치센터

## 미국의 대중 수출품목 상위 10선 (2017년)

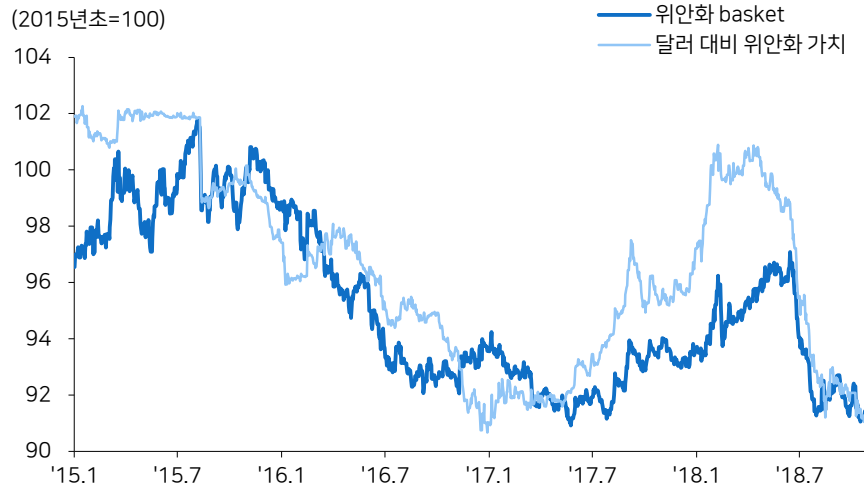


자료: Congressional Research Service, “US China Trade Issues”

## 위안화 절상이 석유화학 심리개선에 긍정적

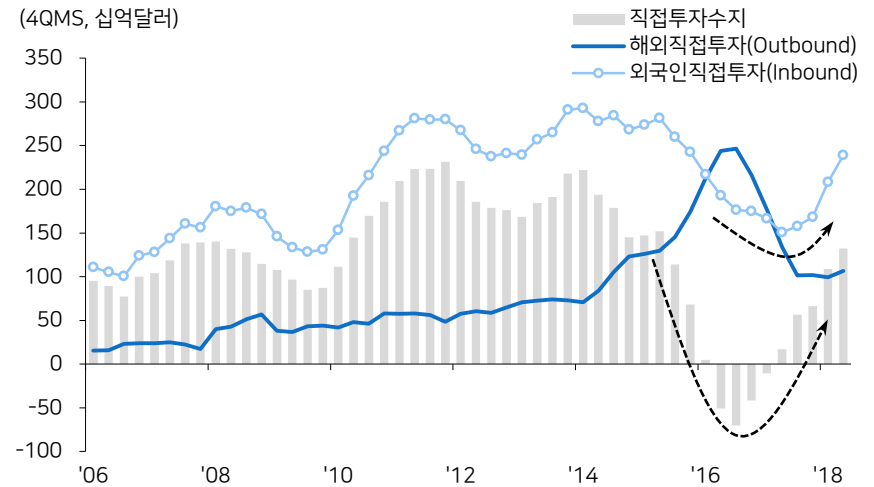
- 상기한 3가지 품목 이외에 다른 부분에 대한 협의는 부재. 범용재에 대한 수입수요 확대 통해 미국의 요구에 근접하려면 가장 효과적인 방법은 역시나 위안화 절상
- 상품수입 수요 확대 외에도, 시장 개방/지분율 상한 상향 등 외국인의 대중 직접투자 요건을 개선하면서 홍콩을 제외한 여타 지역으로부터 직접투자가 확대될 수 있는 여건을 이미 조성
  - 이미 '18년 상반기 FDI는 1,316억 달러로 전년대비 2배 이상 증가
  - 자본수지 흑자 / 위안화 강세 유발하는 또다른 "독립변수"로 작용 가능
- 향후 금융시장 추가 개방 진전이 위안화 강세 전환의 촉매가 될 수 있을 것

## 위안화 환율 추이: 통화바스켓 대비 vs 달러화 대비



자료: 중국외환교역중심 (CFETS), Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## 중국의 직접투자 수치 추이



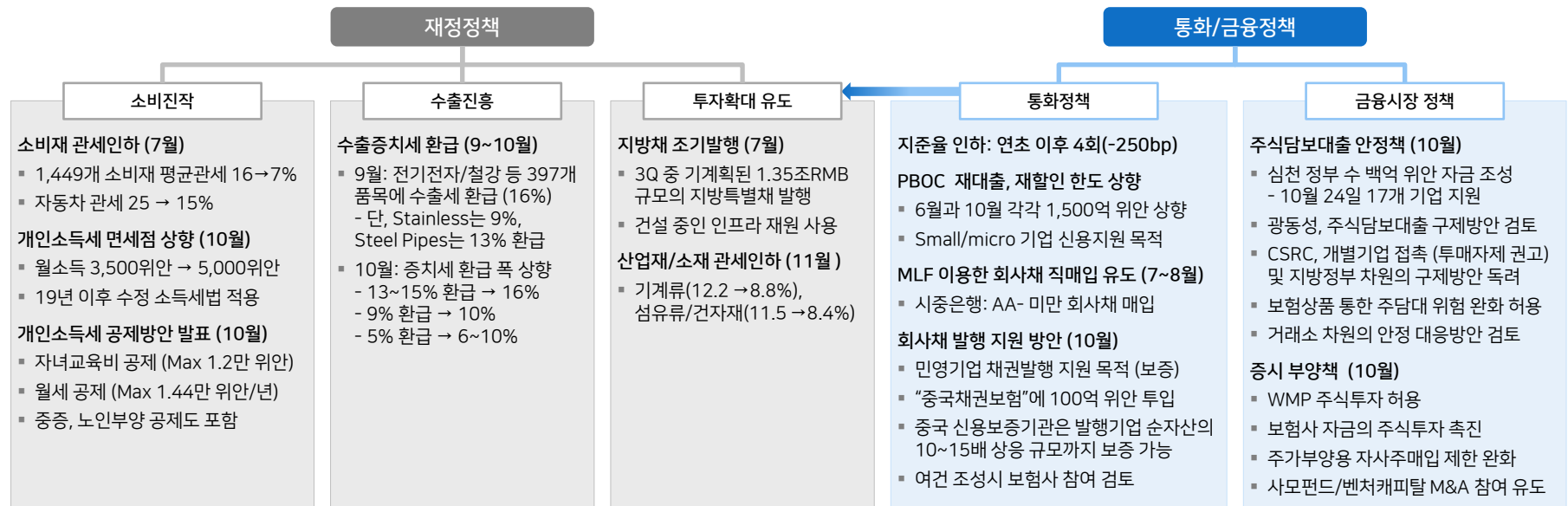
자료: 중국 국가 외환관리국 (SAFE), 메리츠증권증권 리서치센터

# [Macro View] 중국의 부양정책 선회의 배경

## 19년 중국의 경기 체력 확인

- 하반기, 특히 4분기 들어 중국의 전방위적 경기/금융시장 안정화 노력 강화
  - 재정정책(경기부양): 소비재/산업재 관세인하, 개인소득공제 확대, 수출증치세 환급, 인프라 재원 마련
  - 통화/금융정책(금융시장 안정): 기준율 인하 및 회사채 발행 지원방안 마련, 증시 부양책 등
- 경기부양은 1) 중국 내수 하강 심화 우려 및 2) 미국과의 무역분쟁에 따른 부정적 효과(IMF, 2019년 GDP성장률 -0.6%p 하락 전망)에 대한 대응 차원
- 통화/금융정책은 금융시스템 안정 목적. 특히 중소기업 자금난 심화 및 회사채 시장 불안에 대응

## 중국의 경기/금융시장 안정화 노력

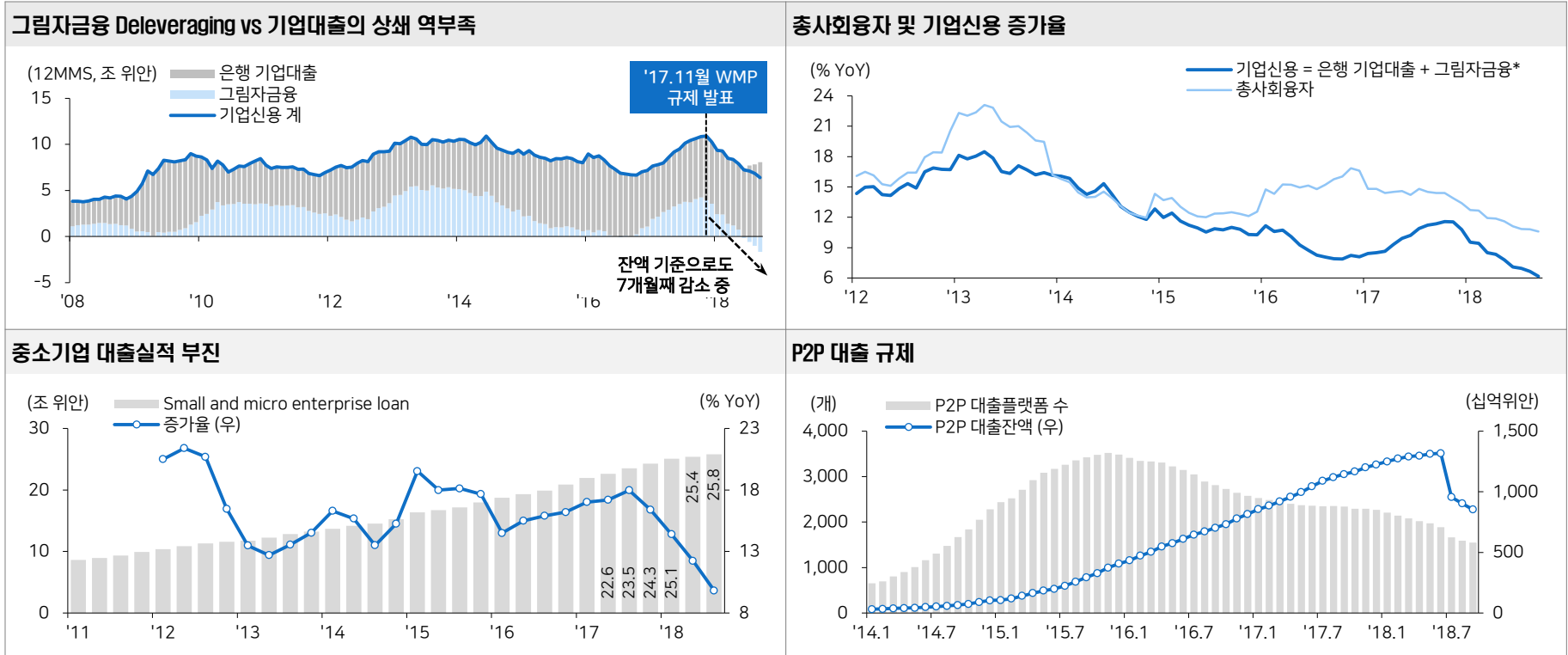


자료: Bloomberg, Reuters, China Daily 등 각종 언론보도 종합, 메리츠증권 리서치센터

# [Macro View] 중국, 기업별 자금여력 바닥 수준

## 19년 중국의 경기 체력 확인

- 2017년 11월 WMP 규제발표 이후 그림자금융 위축 지속; 잔액 기준으로 7개월째 감소
- P2P 대출규제로 3Q 들어 잔액 급감(1.4→0.8조 RMB)하는 등 은행권 이외 자금조달 창구 사실상 봉쇄
- 은행 중기대출 확대가 수반되어야 하나, 금융리스크 관리 강화라는 상충된 명제가 이를 제약



주: 1) \* 총사회용자내 그림자금융은 위탁/신탁대출과 기업어음인수를 포함

2) 중기대출 독려와 금융리스크 관리의 상충된 명제에 대해서는 SCMP, "Brother can you spare a dime: China's small firms can't get loans even with the government's push" 참고

자료: 중국인민은행, 网贷之家, 메리츠중국증권 리서치센터



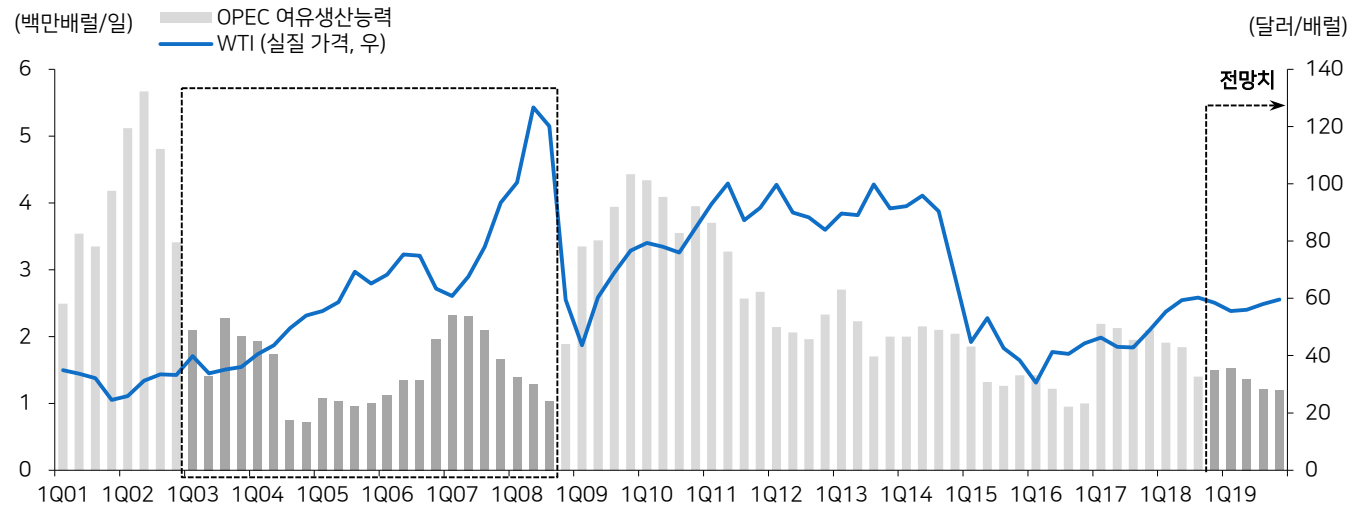
# Part II

**유가, 상승여력이 더 높다**

## 유가 상승 전망

- 미국의 이란 석유부문 제재, 베네수엘라의 구조적 감산으로 최대 400만배럴/일 규모 공급 차질 가능성
- 03~08년 장기 저유가 경험 이후 OPEC 유휴생산능력 최저수준이 향후 유가 랠리를 견인
- 사우디를 비롯한 OPEC 회원국 유휴생산능력 최저수준으로 증산 효과 미미할 것

### OPEC 생산능력과 유가: 03~08년 당시 여유생산능력 250만배럴/일 미만에서 유가 급등



자료: U.S. Energy Information Administration, 메리츠증권리서치센터

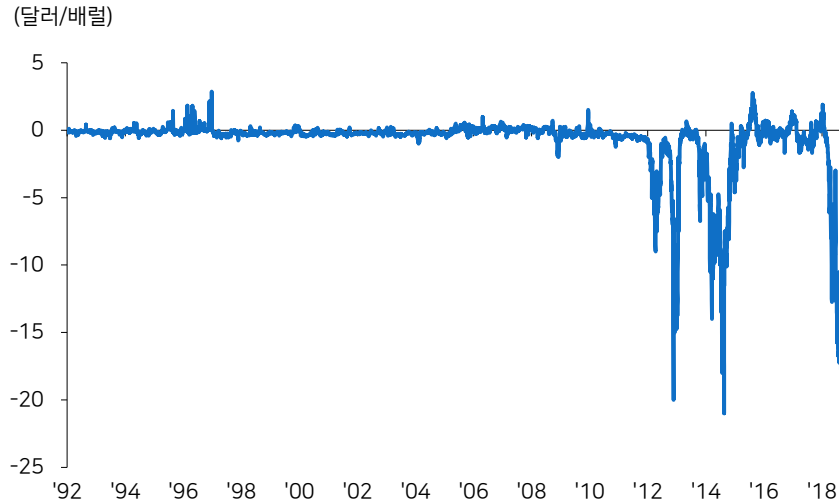
## [유가] 미국, 송유관 포화 수준에 도달

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

미국, 증산에도 불구하고 유통 물량 제한적

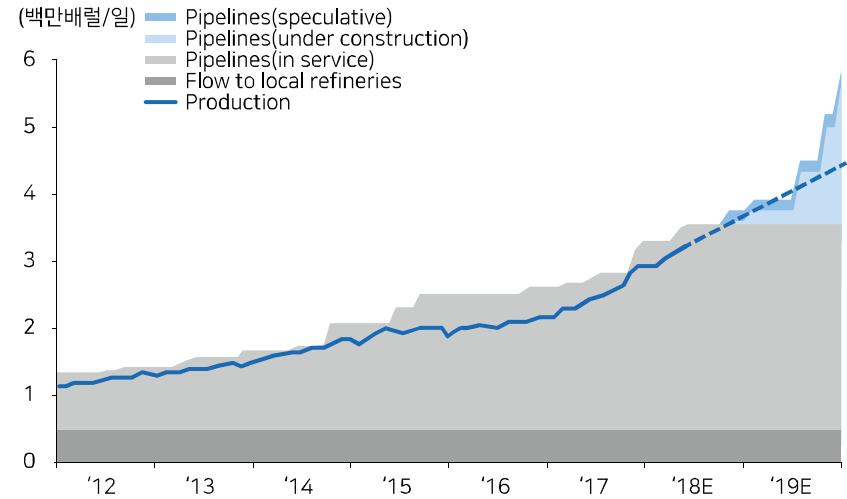
- 2010년 이후 미국 내 원유 수송 병목현상 심화
- 19년 Permian 송유관 과부하 현상 재현
- 19년 Permian 송유관 능력은 40만배럴/일 확대 예정, 병목현상 빠른 해소 불가

### WTI Midland-WTI Cushing 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

### 퍼미안 지역 세일오일 생산량과 송유관 운송능력



자료: Federal Reserve Bank of Dallas "A Perspective on Oil" (June 2018), 메리츠증권리서치센터

# [유가] 19년 유가 변동성 확대되나, 상승 방향성에 변함없음

## 유가 상승 전망

- 9월 유가 강세 기조 이후, 19년 수요 위축 가능성, 증산 등 유가 약세 요인 부각되며 변동성 확대
- 19년 원유 공급 부족 불가피, 추가 하락은 제한적

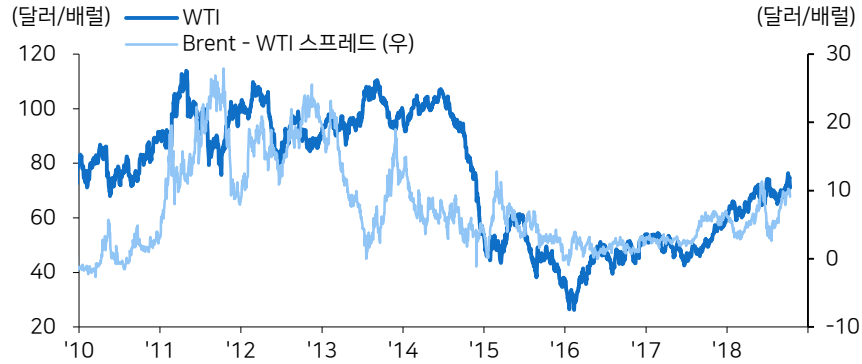
## 19년 Brent 유가 상단 81달러/배럴 제시

(달러/배럴)

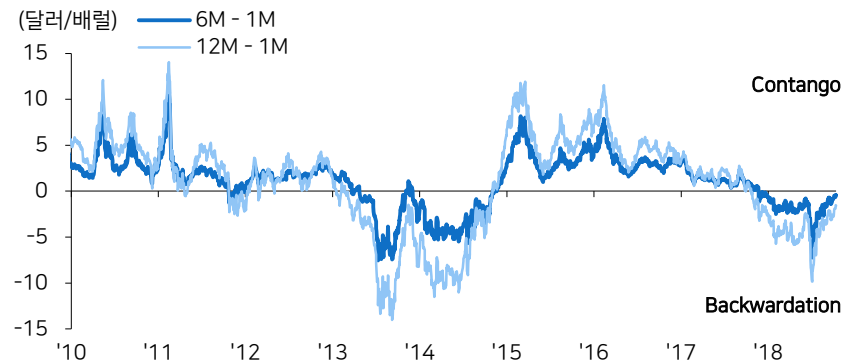


자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

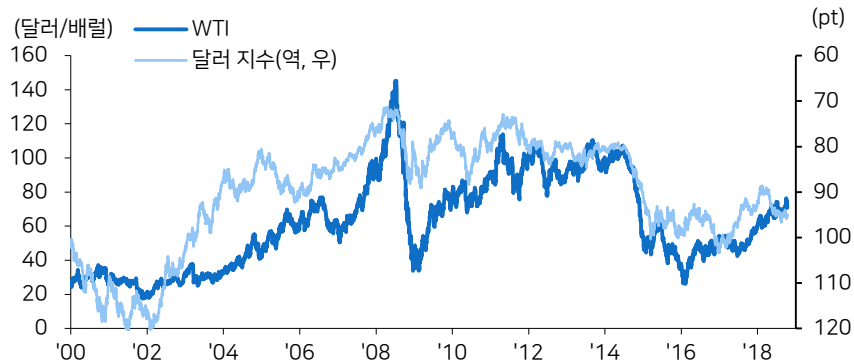
### Brent-WTI 스프레드와 유가 추이



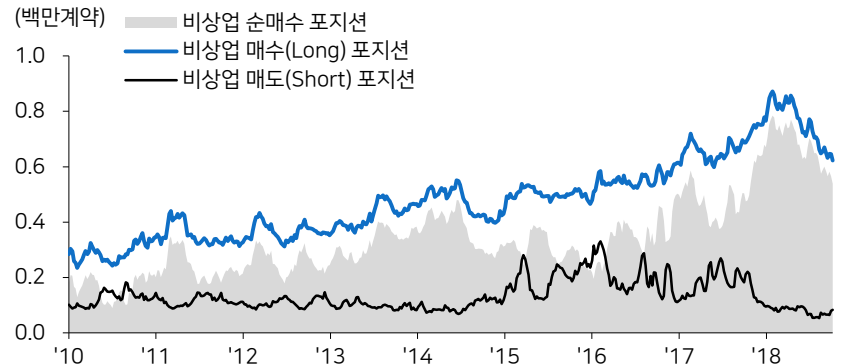
### WTI 6M-1M 가격 스프레드



### 달러인덱스 vs. WTI



### WTI 선물옵션 비상업 순매수포지션



자료: Bloomberg, CFTC, 메리츠증권증권 리서치센터



# Part III

**정유, 3가지가 모두 좋다**

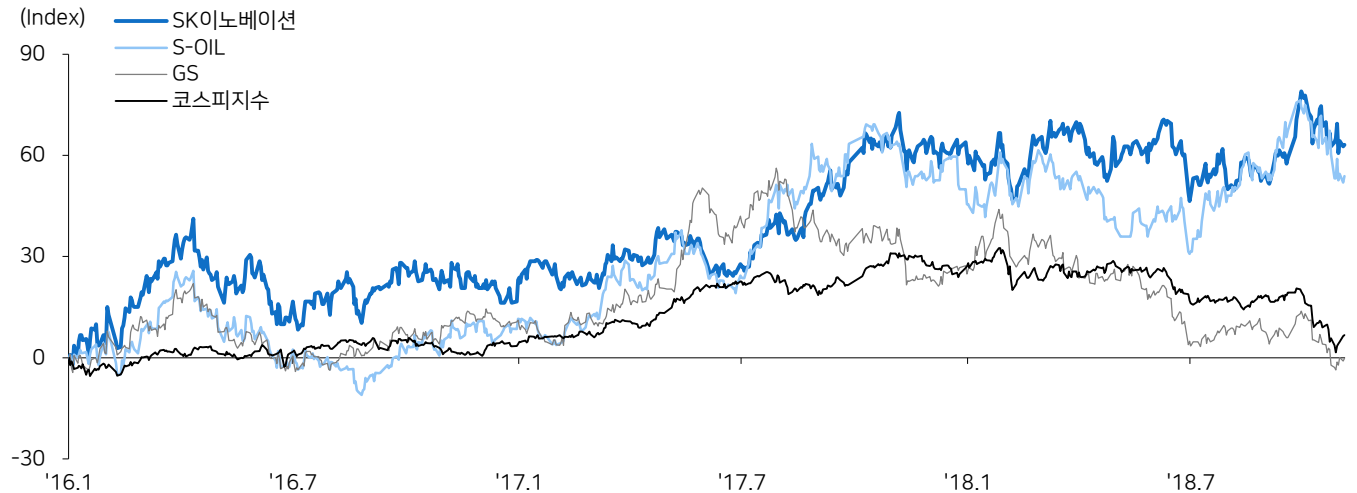
## [정유] 19년 Overweight 투자전략 제시

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

정유, 3가지의 콜라보  
: 유가, IMO2020, P-X

- 19년 Brent유가 80달러/배럴로 상승 전망
- 2020년 IMO 선박 황규제 시행 이전, 19년 석유제품에 대한 가수요 발생으로 가격 강세 전환  
→ IMO2020 황규제의 핵심은 Diesel/Gasoil+FO
- 19년 P-X 공급 설비 부족으로 타이트한 수급 예상  
→ 19년 중국 Hengli 등 신규 P-X설비는 정제설비 완공 이후 가동 예정, 정제설비 완공 시점이 관건  
→ 현재 공정 완성도 감안 시 19년 하반기 가동 지연 가능성 높아
- 19년 정유업종 비중확대, 최선호주 SK이노베이션(투자의견 Buy / 적정주가 27.5만원) 제시

### 16년 이후 국내 정유기업 주가 추이



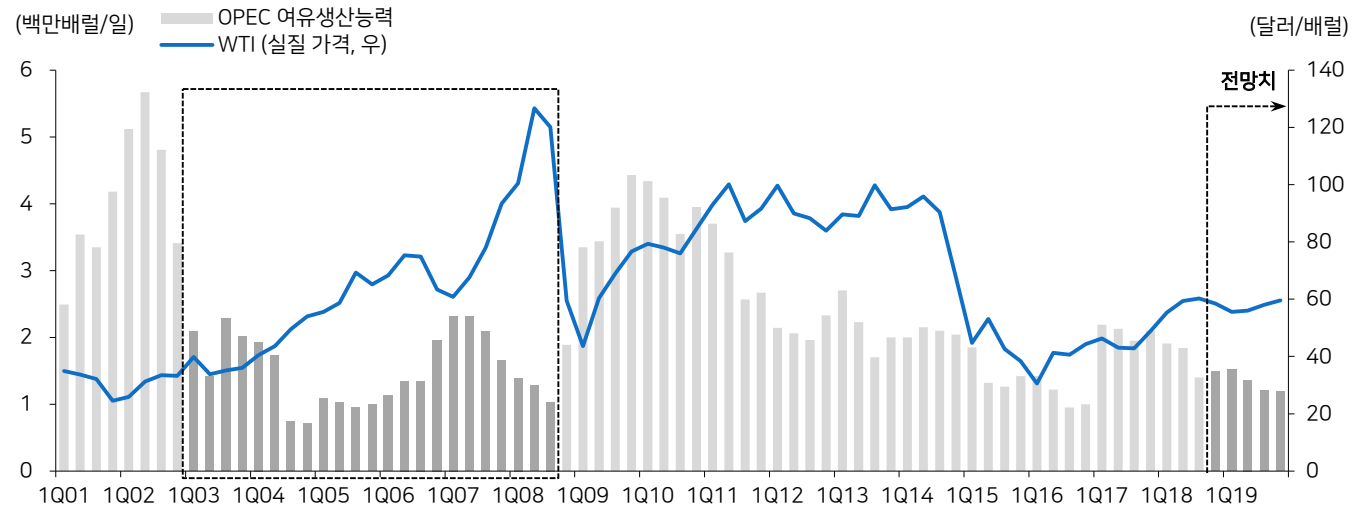
자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

# [정유] 원유 공급 차질 가능성이 높아, 강제 전환을 예상

## 유가 상승 전망

- 미국의 이란 석유부문 제재, 베네수엘라의 구조적 감산으로 최대 400만배럴/일 규모 공급 차질 가능성
- 03~08년 장기 저유가 경험 이후 OPEC 유휴생산능력 최저수준이 향후 유가 랠리를 견인
- 사우디를 비롯한 OPEC 회원국 유휴생산능력 최저수준으로 증산 효과 미미할 것

### OPEC 생산능력과 유가: 03~08년 당시 여유생산능력 250만배럴/일 미만에서 유가 급등



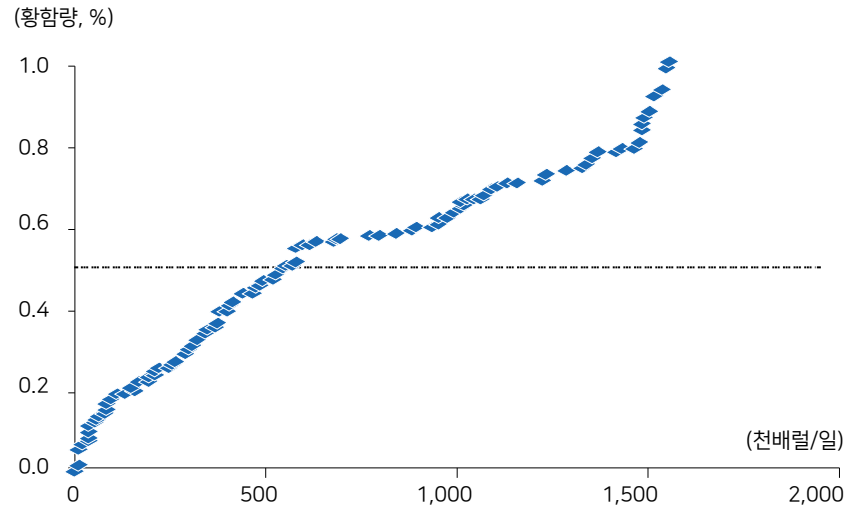
자료: U.S. Energy Information Administration, 메리츠증권리서치센터

# [정유] 2H19 IMO2020 황규제 효과 가시화

## 19년 석유제품 가수요 발생

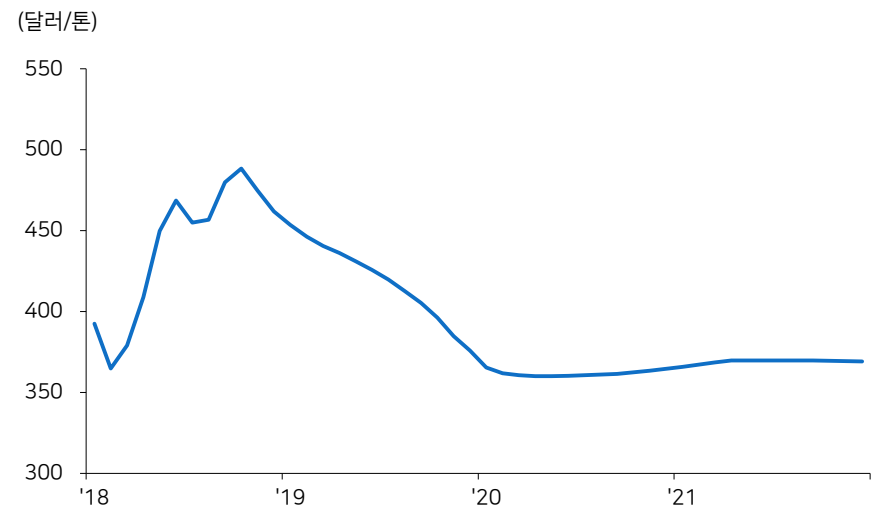
- 18~20년 정유사들의 제품생산 수율 감안 시, LSFO 공급여력 120만배럴/일 규모로 제한  
: 향후 해상 연료 시장에서 VGO 등 혼합유 공급 증가에 따라 추가 100만배럴/일 추가 공급 가능성
- 해운 선사들은 고급유에 해당하는 MGO를 ECA규제 대응 연료로 채택한 이유는 **LSFO 공급 부족** 때문  
: IMO 2020 시행 이전까지는 저유황 LSFO에 대한 수요가 없었기에, 정유사들의 공급 전무
- 2020년 글로벌 전 지역 황규제에 따라 MGO/LSFO 수요 급증 전망, 이에 따른 가격 상승이 예상됨  
: 19~20년 정유사들의 정제마진 1.5~2.0달러/배럴 추가 상승 전망

## 정유사들의 FO 공급여력



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## HSFO 선물가격 동향



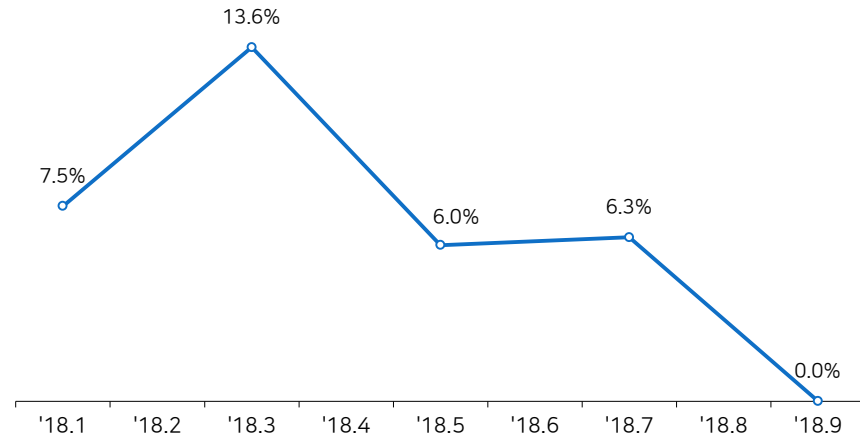
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# [정유] 19년 컨덴세이트 가격 안정세

## 한국, 이란 원유수입 금지 예외

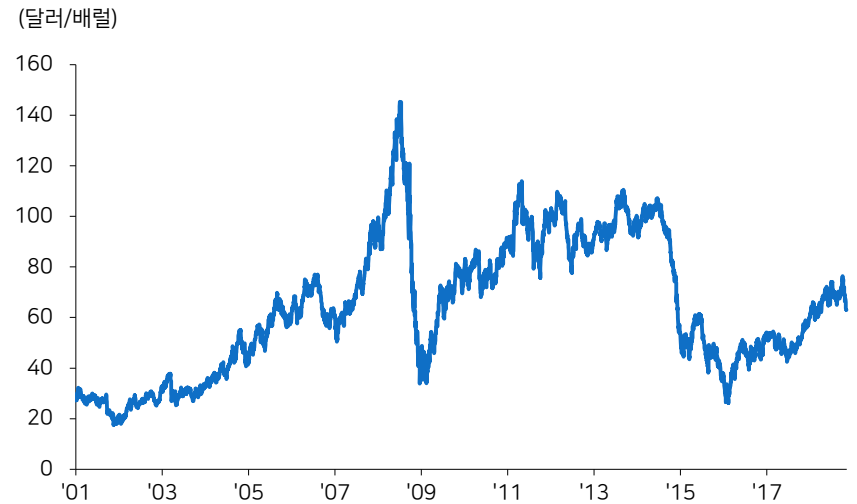
- 미국 11/5 이란 제재 복원: 이란산 원유/가스, 화학제품 거래 금지 및 금융거래 금지 등
- 단, 한국을 포함한 총 8개 국가는 6개월간 이란산 원유 수입 허용  
→ 17년 기준 이란산 컨덴세이트 도입량 1.9억만배럴/일(컨덴세이트 비중 74% 차지)
- 18년 초 이란 제재 복원 가능성으로 컨덴세이트 가격 급등으로 컨덴세이트 스플리터 수익성 악화  
→ 국내 SK인천석유화학, 현대케미칼, 한화토탈
- 이란산 컨덴세이트 가격 안정화: Dubai 대비 Discount  
→ 19년 국내 컨덴세이트 스플리터 설비들 수익성 회복 전망

## 한국의 이란산 원유도입 비중 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 이란산 컨덴세이트 가격 동향



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# [정유] 장기간 예상되는 P-X 강세

## 결국 공급 차질 이슈가 핵심

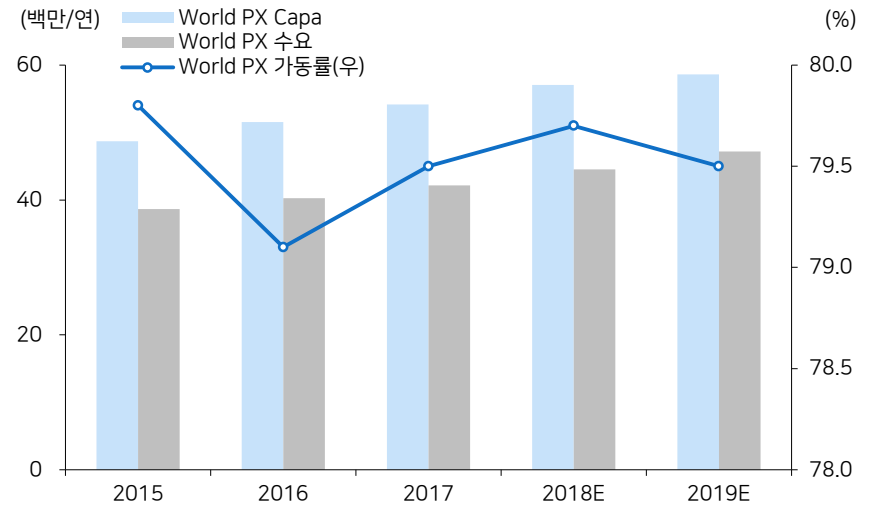
- 18.9 P-X 초강세 전환: 신규 설비 가동 지연에 따른 공급 Shortage 부각  
→ 베트남(80만톤), 사우디 (145만톤)
- 2020년 중국의 P-X 순수입 동향(자급률 60%)에 변화는 제한적
- 중국의 석유화학 육성 전략은 정유+석유화학 Full-Integration 투자  
→ 기존 국영기업(Sinopec, Petrochina, CNOOC) 주도로 석유화학 육성  
→ 변경 후 Hengli, Zhejiang 등 민간기업들에게 정유+석유화학(NCC)+P-X 통합 단지 투자 허용
- 중국 P-X 신규 가동 시점은 정제설비 완공이 관건, 현 시점 완성도 감안하면 19년 P-X 가동 제한적

## P-X: 11년 이후 최고 호황기를 맞이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## P-X 수급 타이트 전망: 19년 중국 P-X 신규설비 가동 지연 예상



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## [Appendix] 아시아 정제설비 신규증설 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

기업	국가	위치	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Eastern Refinery	Bangladesh	Chittagong				60		
Hengyi Industries	Brunei	Pulau Muara Besar		175				
Baota Petrochemical Group	China	Kuishan				100		
Sinopec	China	Luoyang	80					
Sinopec	China	Ynagpu			40			
Sinopec	China	Zhanjiang					100	
Sinopec	China	Dongying			200			
CNOOC	China	Dalian		100				
Hengli Changxing Island	China	Zhuhai		400				
Hua Feng Energy	China	Jieyang	100					
PetroChina	China	Zhoushan						400
Rongsheng Petrochemical	China	Quanzhou		400				
Sinochem Corporation	China	Bina			60			
Bharat Oman Refineries	India	Mumbai	36					
Hindustan Petroleum	India	Visakhapatnam			40			
Hindustan Petroleum	India	Koyali			134			
Indian Oil	India	Mathura					86	
Indian Oil	India	Panipat			60			
Indian Oil	India	Haldia	10	7			104	
Indian Oil	India	Balikpapan						
Pt Pertamina	Indonesia	Cilacap			80			52
Petronas	Indonesia	RAPID		300				
Pak-Arab Refinery	Malaysia	Khalifa Point						250
Petron Corp	Pakistan	Limay		90				
Bangchak Petroleum	Philippines	Bangchak Bangkok			20			
Thaioil	Thailand	Sri Racha					125	
Nghi Son Refinery	Thailand	Nghi Son	200					
Vietnam Oil and Gas Group	Vietnam	Dung Quat					44	98
Bahrain Petroleum	Bahrain	Sitra	70					
South Refinery	Iraq	Basra				615		
KNPC	Kuwait	Al Zour	184					
Kuwait Petroleum Corp	Kuwait	Mina Abdulla	(119)					
Kuwait Petroleum Corp	Kuwait	Mina Al-Ahmadi						
Oman Refinery and Petrochem	Oman	Duqm						230
Saudi Arabian Oil Company	Saudi Arabia	Jazan		400				
Persian Gulf Star Oil Company	Iran	Bandar Abbas	120	120				
Emirates National Oil Company	UAE	Jebel Ali			70			
<b>총 합계(천배럴/일)</b>			<b>681</b>	<b>1,992</b>	<b>704</b>	<b>775</b>	<b>459</b>	<b>1,030</b>

자료: 메리츠증권리서치센터

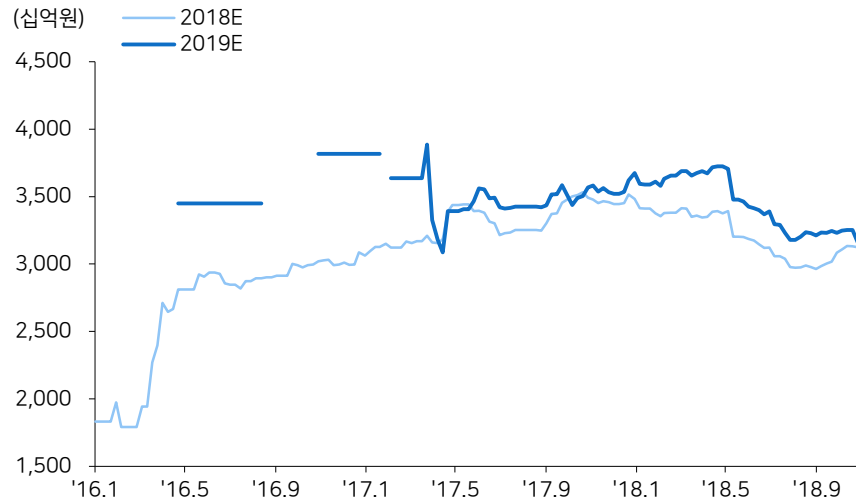
## [Appendix] 정유: 연간 증익 기조 유지

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

정유업, 3가지의 콜라보  
유가, IMO2020, P-X

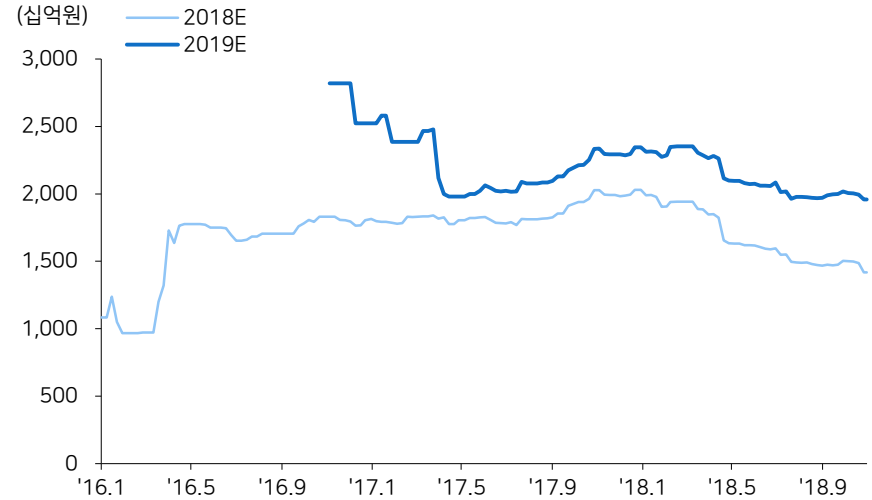
- 19년 정유업종 연간 이익 증익을 전망
  - SK이노베이션 3.1조원(+2.6% YoY)
  - S-Oil 1.8조원(+36.1% YoY): 고도화설비 가동에 따른 Q 증가 효과

SK이노베이션 연간 영업이익의 시장 예상치 변화



자료: 메리츠증권리서치센터

S-Oil 연간 영업이익의 시장 예상치 변화



자료: 메리츠증권리서치센터

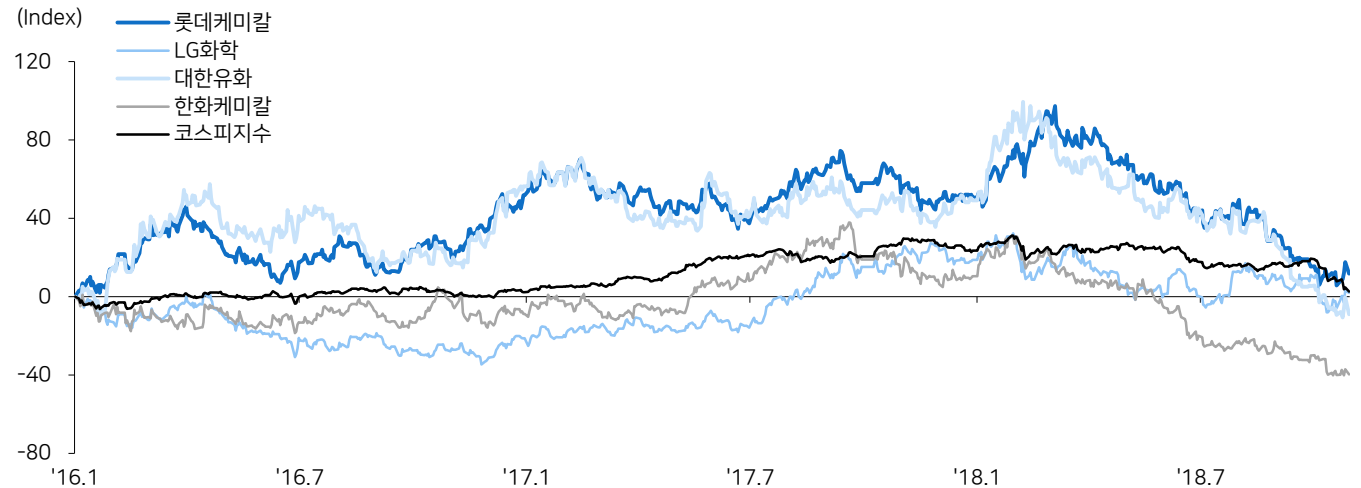
# Part IV

## 화학, New Paradigm

## 19년 화학업황 '준 호황'

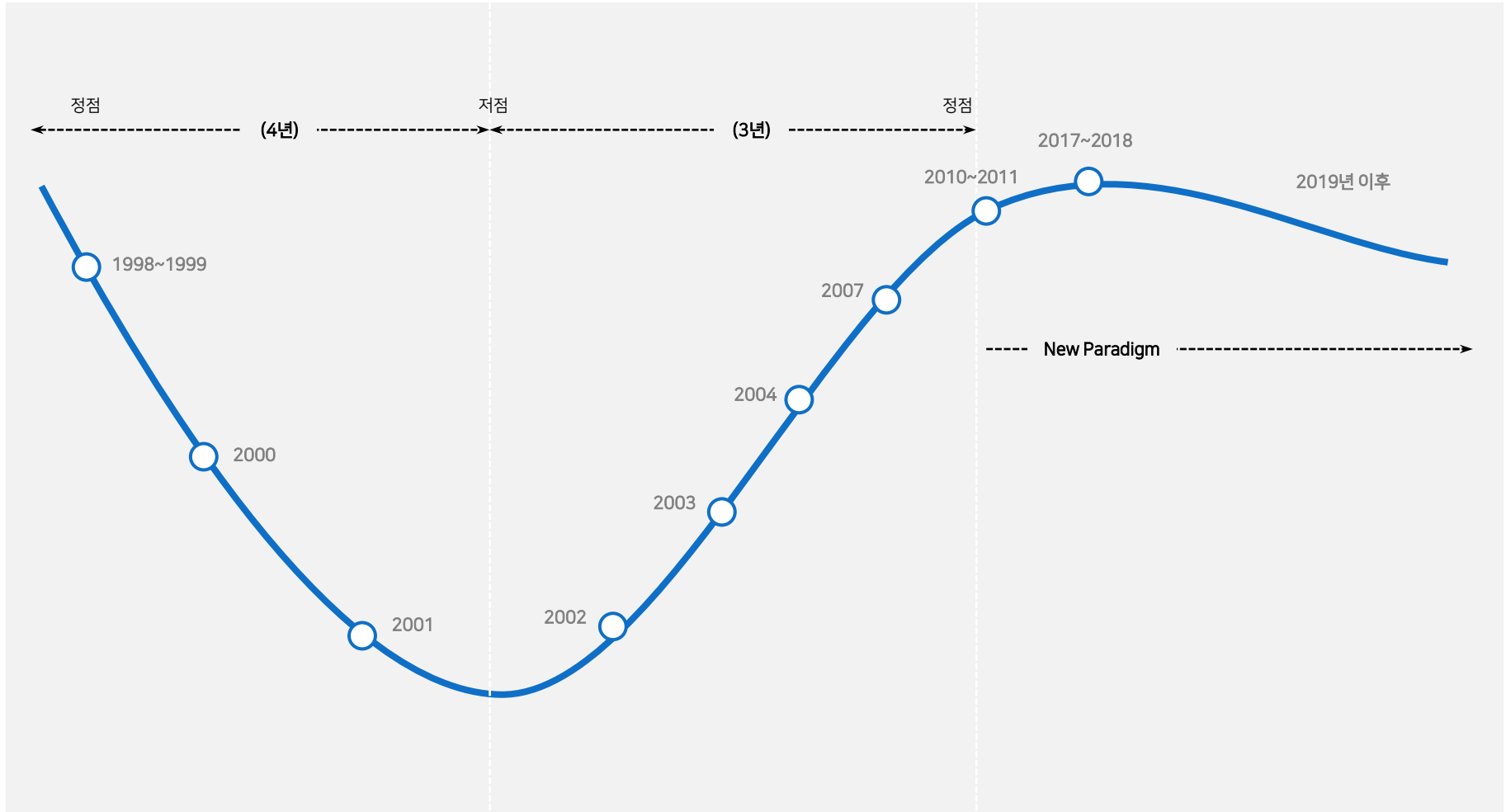
- 19년 화학업황 정점 도달 이후, Soft-landing으로 '준 호황' 국면 진입
  - 중-미 무역분쟁 장기화에 따른 수요 위축, 결국 수요 성장성 하락에 기인
  - 업황 둔화로 주가 급락→ 업황 전망 긍정적 유지 & 주가 저평가 구간으로 NCC 기업 저점 매수 가능
- 19년 석유화학 '상저하고': 1H19 업황 바닥잡기, 2H19 회복
  - 무역분쟁 장기화되며 석유화학 제품별 재고량 바닥 수준으로 하락
  - 이는 향후 중국의 잠재 구매 능력이 높을 수 밖에 없다는 신호로 해석
- 최선호주 LG화학(Buy / 적정주가 49만원), SKC(Buy / 적정주가 5만원) 제시  
차선호주 롯데케미칼과 대한유화를 Value-Stock 관점으로 제시

## 16년 이후 국내 주요 화학업체 주가 추이



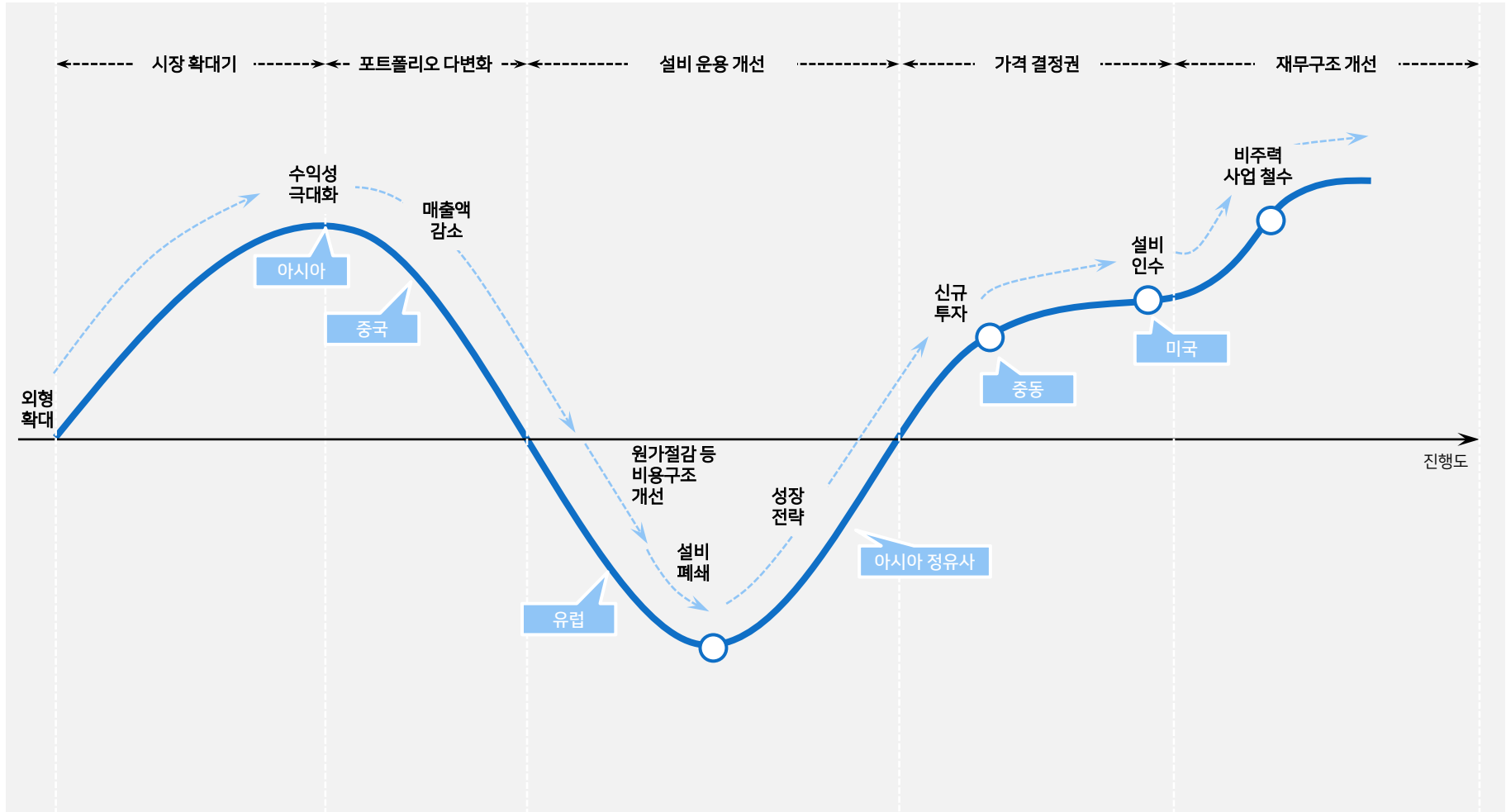
자료: Wisefn, 메리츠증권리서치센터

# [석유화학] 국내 석유화학: 과거와 다른 Cycle 흐름



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# [석유화학] 글로벌 석유화학 Cycle



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

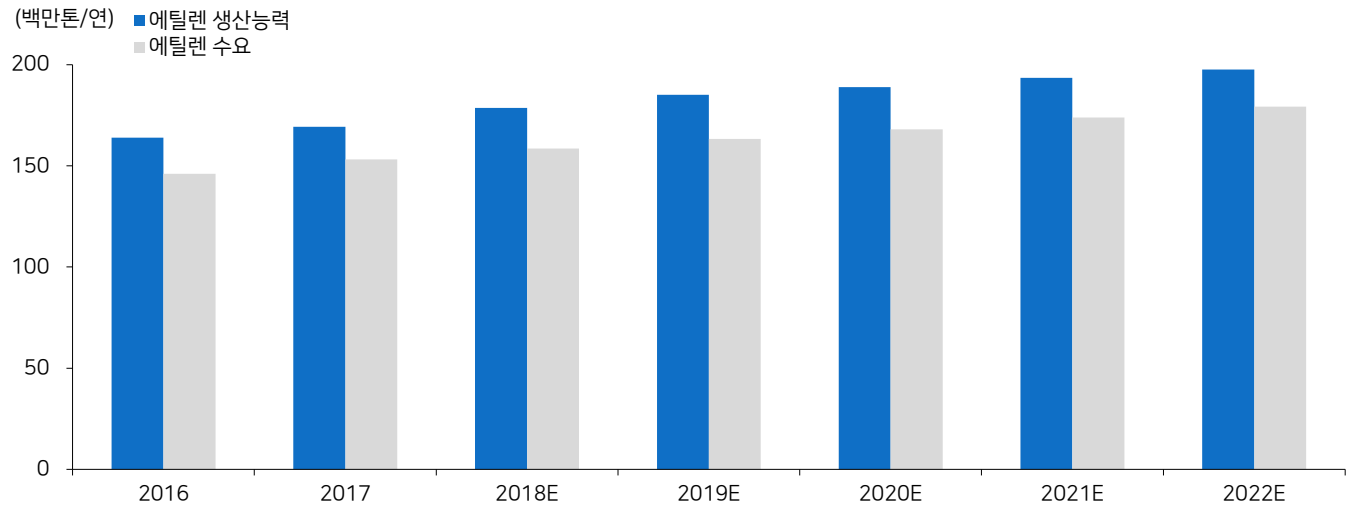
## [화학] 19년 북미 증설 Cycle 종료되나, 수요 불확실성 여전히 존재

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

19년 공급량 감소는 명확하나,  
수요가 관건

- 석유화학은 수급 변동에 따른 상승/하락의 Cycle이 명확한 산업  
→ 공급증분량 감소를 업황 회복의 근거로 제시
- 19년 화학업황에 긍정적 이벤트로 글로벌 에틸렌 증분량 축소를 제시  
→ 단, 2022년 이후 중국/중동/한국 석유화학 증설 Cycle 도래는 수급 부담이나, 장기적 관점으로 접근
- 19년 북미 1차 증설 Cycle 종료되나, 수요 성장률 둔화에 따라 제품가 약세 지속될 전망

### 글로벌 에틸렌 수급 전망



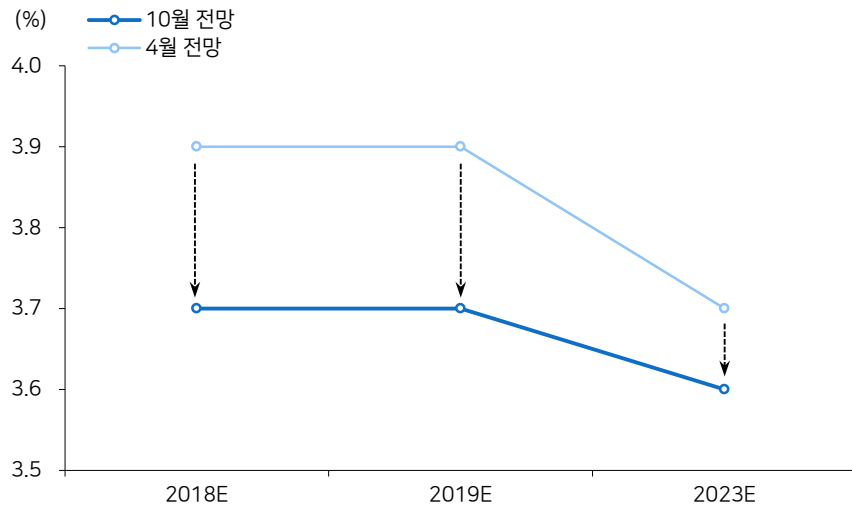
자료: IHS Chemical, 메리츠증권증권 리서치센터

# [화학] 갈림길에 서는 업황

긍정적 요인: 증설량 감소  
부정적 요인: 산업경기 둔화

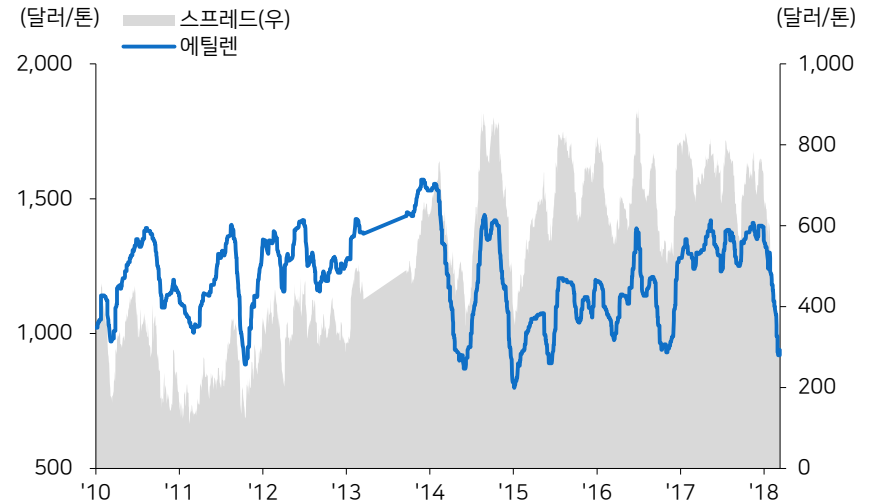
- 19년 시황의 가장 긍정적 요인은 17~19년 석유화학 업황을 압박했던 북미 증설 Cycle이 종료되는 점
  - 19년 글로벌 에틸렌 신증설 물량 647.5만톤/연(-31% YoY 감소)
  - 19년 북미 에틸렌 신증설 물량 289.3만톤/연(-43% YoY 감소)
- 그럼에도 19년 업황 Soft-landing 의견 제시는 수요 성장률 둔화 때문→ 수요 불확실성 지속
- 19년 석유화학 기업 수익성 부담감 지속될 전망
  - 19년 당사의 유가전망은 Brent 80달러/배럴
  - 19년 산업경기 둔화 국면을 감안하면 석유화학기업들의 원재료 부담 불가피

## 글로벌 경기 전망치: 하향 조정



자료: IMF, 메리츠증권증권 리서치센터

## 에틸렌 스프레드 동향



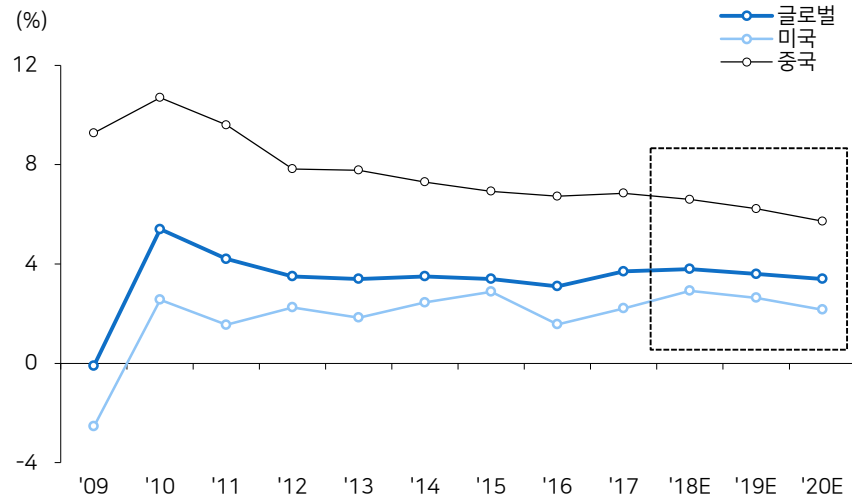
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# [화학] 19년 명확해지는 수요 둔화

## 경기 성장률 전망치 하향 : 석유화학 수요 Level-down

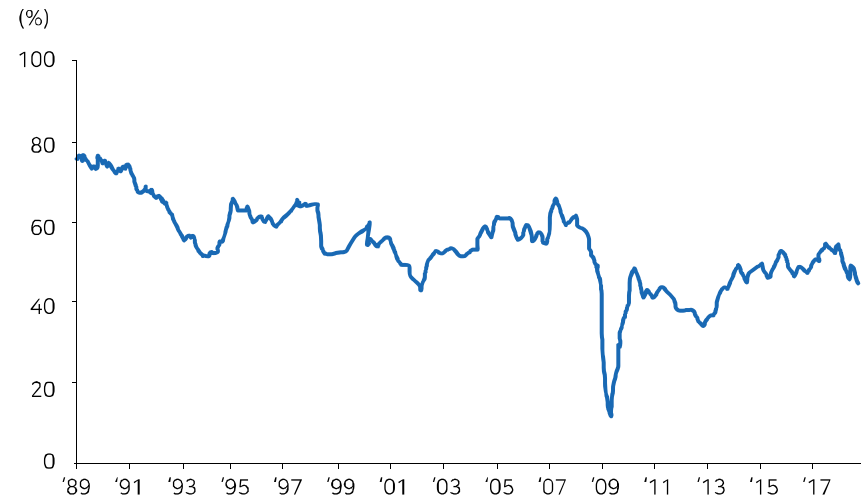
- 긍정과 부정 요인 상존: 공급량 감소, 반면 수요 전망치 하향
- 경기 둔화 및 GDP성장률 하향조정: (1) 중국-미국 무역분쟁에 따른 수요 위축, (2) 신흥국 통화 약세  
→ 수요 성장률 둔화에 따라 화학 제품별 마진 개선 속도 및 가동률 하락 불가피
- 가동률 변화에 주목하는 이유는 '업황 회복(둔화)→ 마진 개선(하락)→ 가동률 상승(하락)→ 매출 신장(감소)→ Capex투자 증가(감소)'의 반복적 흐름
- 글로벌 석유화학 가동률의 하락: 18.9 가동률 83.7%(-0.3%p MoM, -2.0%p YoY)  
→ 1987~2017년 평균 86.5% 하회

## 당사 글로벌 경기 성장률 전망치



자료: 메리츠증권리서치센터

## 글로벌 석유화학 가동률



자료: 메리츠증권리서치센터

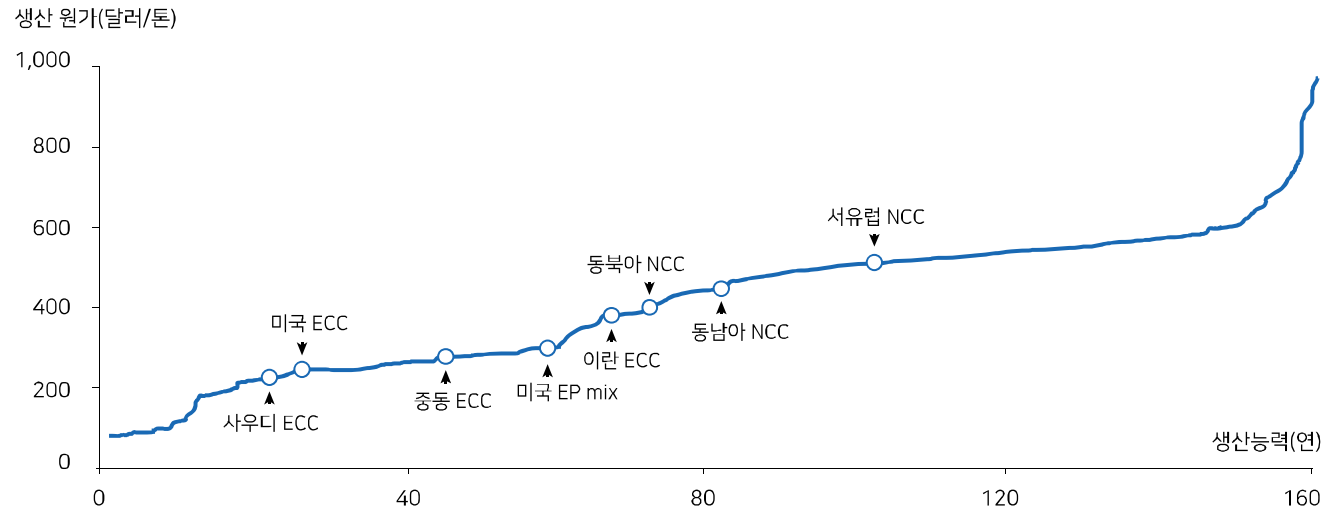
## [화학] 유가상승에 따른 화학 설비별 비용 변화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

### 설비별 뚜렷한 원가 수준 차이

- 글로벌 석유화학 원가 경쟁력 구도의 변화: 중동 석유화학 > 북미 ECC > 동북아 NCC 순  
→ 2020년 이후 원가 경쟁력과 풍부한 원재료 기반으로 중동 석유화학 증설 Cycle 도래 예정  
→ 수익성 한계 기업 발생: 서유럽 NCC, 중국 CTO/MTO
- Oil Money + 원가 경쟁력으로 중동 및 중국 석유화학 크래커 투자 Cycle 열려  
→ 중국 글로벌 2위 규모의 셰일가스 매장량(1,275Tcf): 글로벌 E&P업체들의 투자 문의 활발  
→ 사우디 Aramco NCC JV 투자 MOU체결(파트너 Norinco), Petrochina와 일체형 설비 투자 JV 합의

### 글로벌 석유화학 Cost-Curve



자료: IHS Chemical, 메리츠증권증권 리서치센터

# Part V

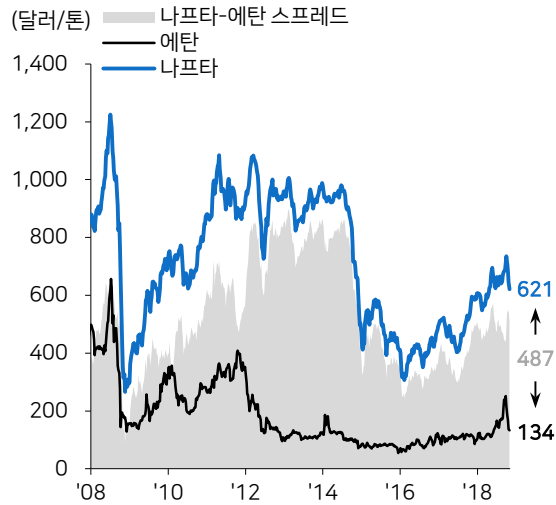
## 북미 ECC 증설 Cycle 종료

# [화학] 북미 ECC, 개선되는 수익성

## 파급력이 적었던 북미 ECC 증설

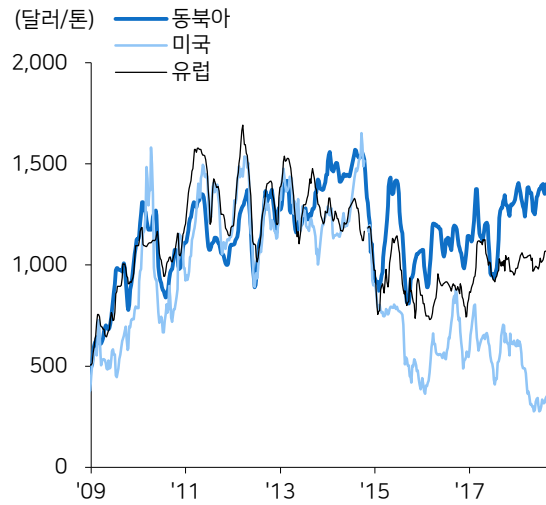
- 석유화학은 설비별 원가 수준, 제품별 수급률에 따라 가동률이 조정되는 장치산업  
→ 현 시점 화학설비별 원가 경쟁력이 향후 설비 주도권 및 수급률을 결정할 요인
- 19년 북미 ECC 증설 Cycle 종료  
→ 1H18 ECC, cash-cost 하회 → 2H18 ECC, 수익성 회복과 19년 증설 마무리
- 2H19 이후 유의미한 신규 설비 가동 없다는 점, 글로벌 화학 수급에는 긍정적 포인트

석유화학 원재료 가격: 나프타와 에탄



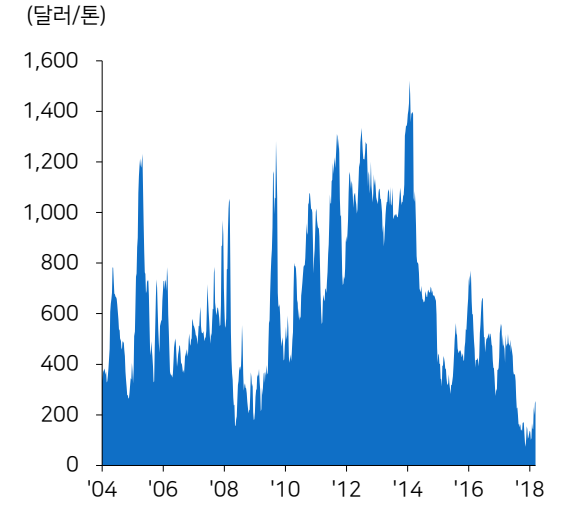
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

지역별 에틸렌 가격 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

ECC 에틸렌 스프레드

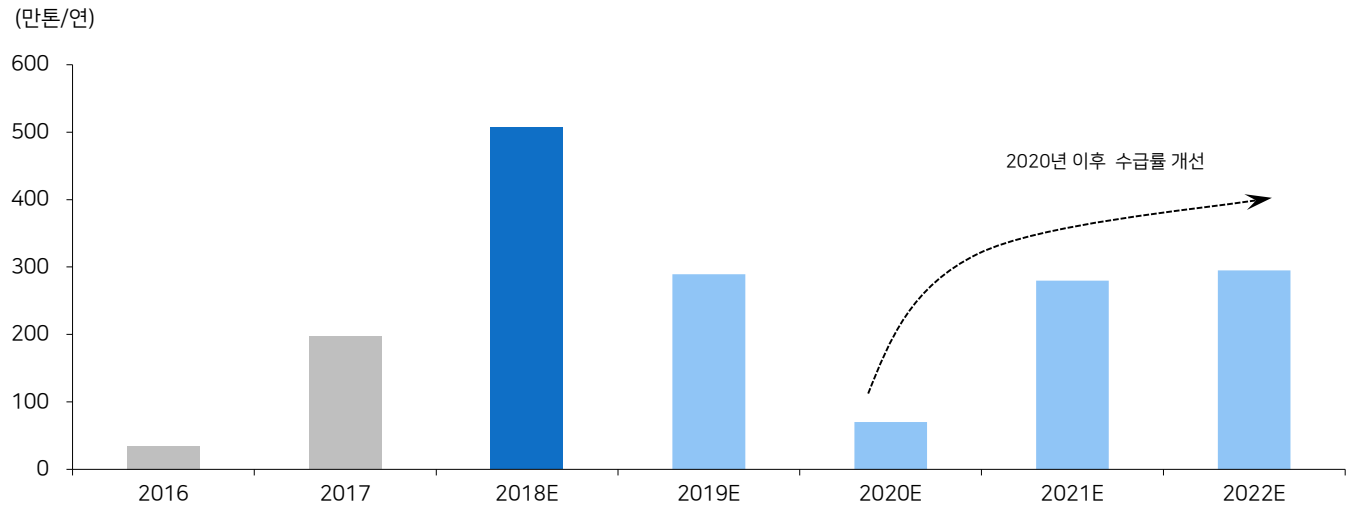


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 북미 PE 생산능력 900만톤 증가

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

## 연간 북미 에틸렌 순증가량 변화



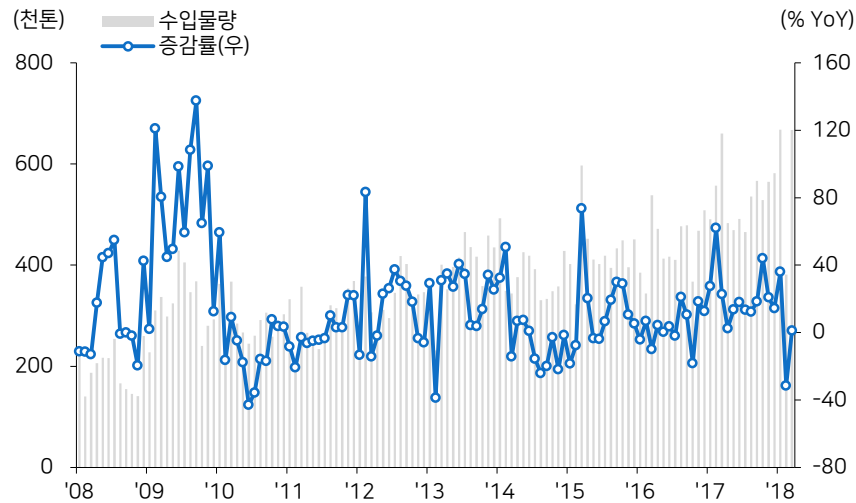
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# [화학] 19년 북미 PE 출하되나, 중국 시장 점유율 상실

## 무역분쟁 장기화에 따른 PE 수출입 규모 감소

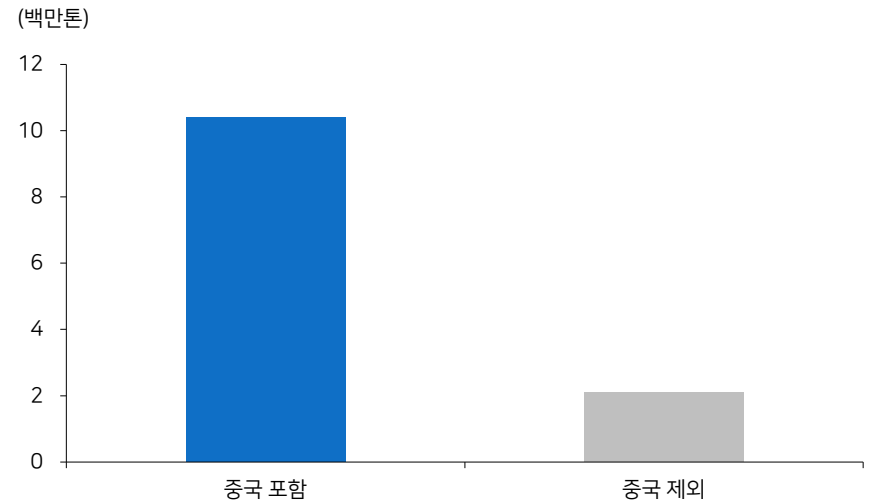
- 19년 북미 PE 물량 출하 예정, 중국-미국 간 무역분쟁 장기화에 따른 중국 시장 점유율 상실 전망
- 19년 미국 L-LDPE 생산량 690만톤 추정(+14% YoY), 반면 수요는 480만톤으로 수급 불균형 발생  
→ 미국 L-LDPE 순수출량 210만톤 예상
- 19년 중국을 비롯한 글로벌 L-LDPE 수입량 총 1,040만톤으로 파악  
→ 중국 제외한 L-LDPE 수입규모 210만톤

## 중국의 HDPE 수입량 동향



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 미국의 L-LDPE 순수출 시나리오



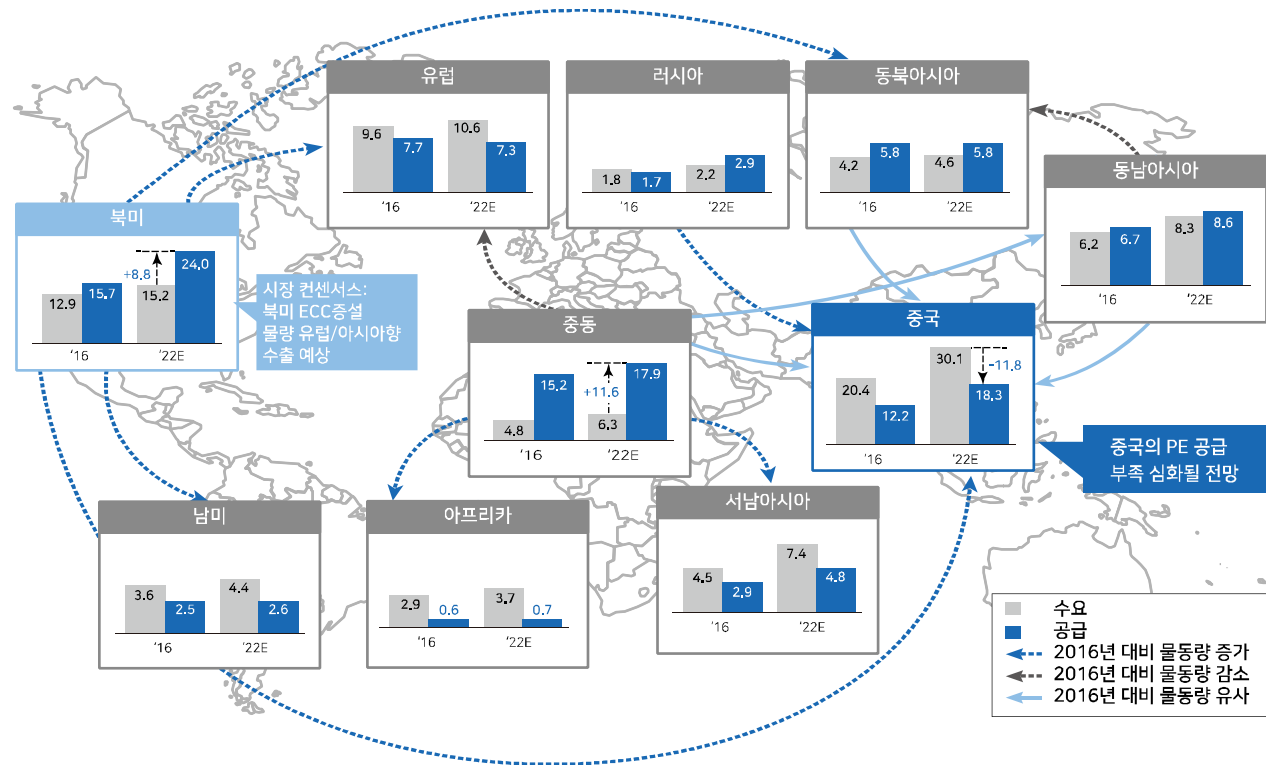
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# [화학] 북미 석유화학 PE, Trading Flow

미국,  
2017~2020년 1,000만톤 증설

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

## Trading Flow



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



# Part VI

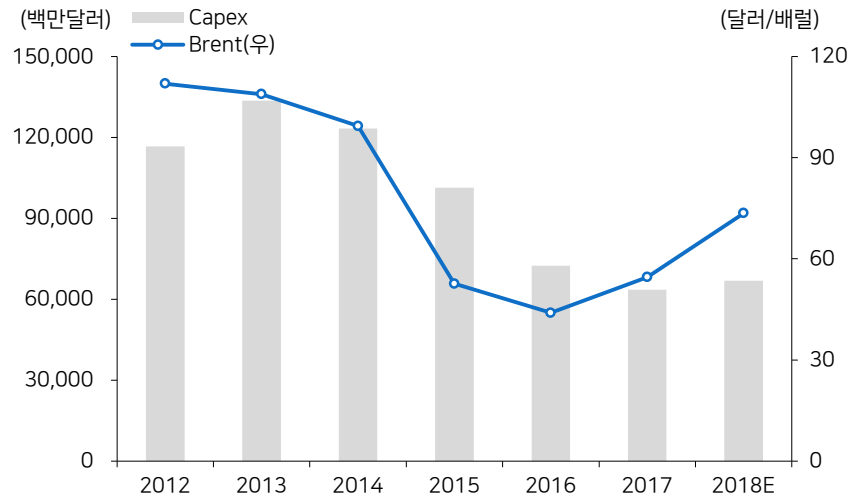
## 증설 없는 산업이 있을까?

# [화학] E&P 업체들의 수직계열화 투자 확대

## E&P, 수직계열화 강화

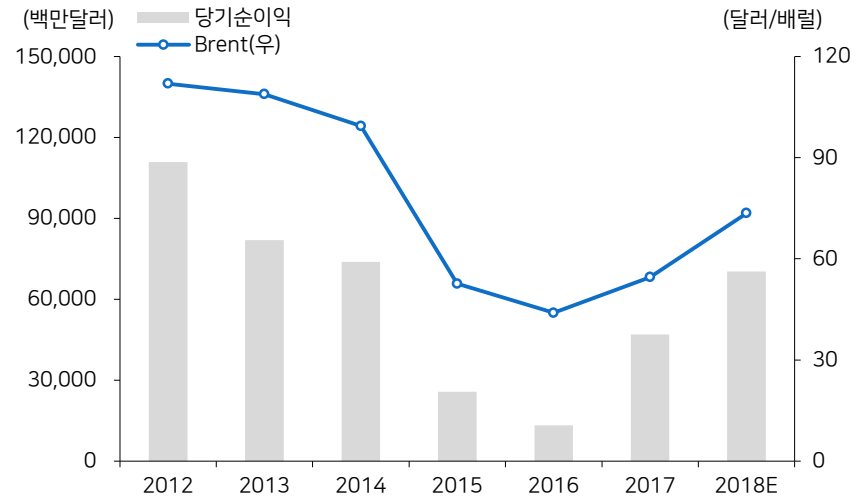
- E&P, 전통적 주요 수입원(탐사/생산, Exploration & Production)에 투자 매력도 감소  
→ 16~18년 유가회복에도 불구하고, 주요 E&P업체들의 투자금액 오히려 감소
- 원유 수요 패러다임의 변화를 의미: Oil Demand Peak  
→ 원유 수요 성장률 급감: 1980년대 2%, 2010년 이후 1% 수준으로 급감
- EIA는 향후 5년간 원유 수요 증분의 25% 이상이 석유화학에서 나올 점 강조  
→ 사우디 Aramco 등 전통적 E&P업체들 공격적인 석유화학 투자 진행 예정

## 주요 E&P업체들의 Capex 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터  
해당기업: Exxonmobil, Chevron, Royal Dutch Shell, Statoil, Dowchemical 종합

## 주요 E&P 업체들의 순이익 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터  
해당기업: Exxonmobil, Chevron, Royal Dutch Shell, Statoil, Dowchemical 종합

# [화학] 20년 이후 오일 메이저 국가 중심으로 계획된 신규 설비 투자

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

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

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# [화학] 20년 이후 오일 메이저 국가 중심으로 계획된 신규 설비 투자

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

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

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# [화학] 북미 PE 증설 Schedule

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

기업	지역	생산능력(만톤/연)	제품	가동 시점
Dow Chemical	Freeport, Texas	40.0	ELITE PE	3Q17
Dow Chemical	Plaquemine, Louisiana	35.0	LDPE	4Q17
Chevron Phillips Chemical	Old Ocean, Texas	100.0	Bimodal HDPE, mLLDPE(500)	3Q17
Exxon Mobil Chemical	Mont Belvieu, Texas	130.0	mLLDPE plus LLDPE(2x650)	End 2017
INEOS/Sasol	La Porte, Texas	47.0	HDPE	4Q17
Formosa Plastics	Point Comfort, Texas	80.0	HDPE(400), LDPE(400)	2H18
Dow Chemical	St Charles, Louisiana	12.5	Bimodal HDPE	4Q18
Sasol	Lake Charles, Louisiana	89.0	LLDPE(470), LDPE(420)	2H18(LLDPE), 2019(LDPE)
Lyondell Basell	La Porte, Texas	50.0	HDPE	Mid 2019
ExxonMobil Chemical	Beaumont, Texas	65.0	PE(unspecified)	2019
Total/Borealis/NOVA	Bayport, Texas	62.5	Borstar PE	2021
Shell	Monaca, Pennsylvania	160.0	HDPE/LLDPE(2x550), HDPE(500)	Early 2020s
PTT Global Chemicals*	Belmont Country, Ohio	70.0	HDPE(2x350)	2021
NOVA Chemicals	Sarnia, Canada	43.0	LLDPE	Late 2021 / Early 2022
SABIC/ExxonMobil*	Corpus Christi, Texas	130.0	PE unspec(2 units)	2H22
Dow Chemical*	US Gulf Coast	60.0	PE(unspec)	2020s
Dow Chemical*	Various debottlenecks	35.0	PE(unspec)	2020s

참고 1) \* FID 승인 이전

참고 2) 2019년 북미 누적 PE 생산능력 650만톤(기존대비 +39% 증가)

참고 3) 2022년 북미 누적 PE 생산능력 1,210만톤(기존대비 +74% 증가)

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

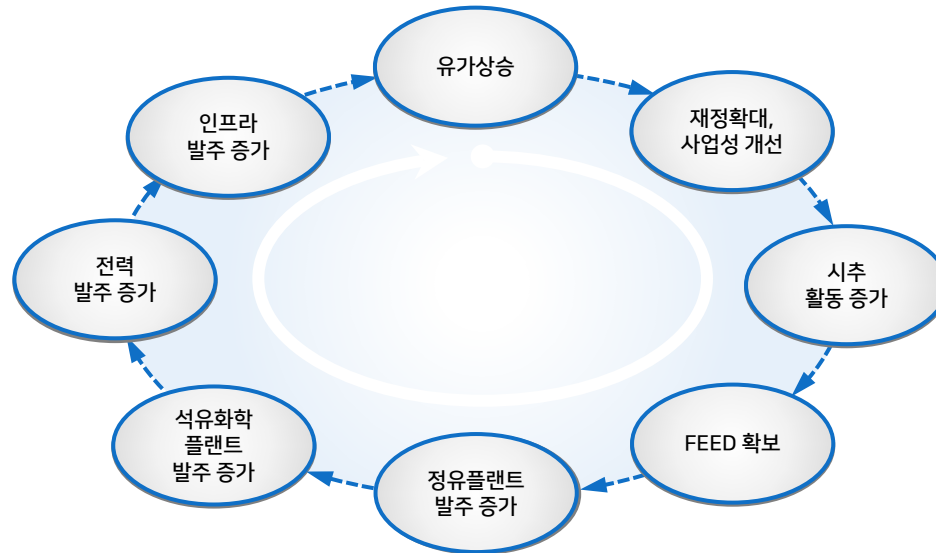
## [중동] 석유화학 투자의 당위성: 타이트한 수급과 원재료 확보

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

### 서서히 등장하는 중동 플랜트 발주

- 유가 상승 → 발주 자원 및 재정책대, 프로젝트 사업성 개선 → 시추 활동 증가 → FEED 확보 → 정유, 석유화학, 발전 등의 분야로 발주 → 전력 및 인프라 발주 증가로 연결
- 장기적인 공급(생산량)의 증가가 유가 하락으로 연결, 다시 발주 감소로 이어지는 순환
- 중동 에너지 발전 정책의 변화: 2000년대 E&P → 현재 Oil/Gas-to-Chemical
- 19년 UAE 중심으로 중동 석유화학 증설 Cycle 발생 가능성 높아져  
→ Feed 확보 + 2년간 유가 상승에 따른 재정여력 확보에 따른 다운스트림 강화 의지 확고

### 유가 상승과 발주 매커니즘



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

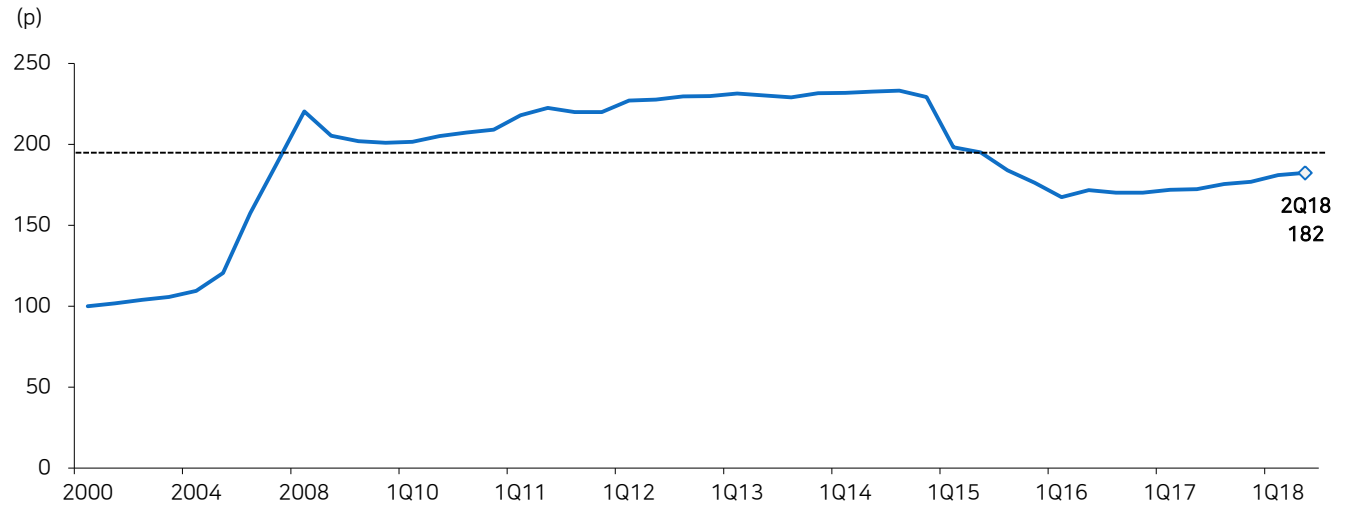
## [중동] 발주 Cycle은 열리나, Capex 비용증가는 고려할만한 이슈

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

화학 투자비용 감소의 함의  
: 업황 추가 둔화 가능성 높아져

- 신규 발주는 정제설비/화학설비 건설에 투입되는 금액을 나타내는 DCCI의 추이 파악이 중요  
DCCI(Downstream Capital Costs Index, 정제설비 혹은 화학 다운스트림 개발에 투입되는 금액)
- 2Q18 DCCI 182으로 2000년 대비 설비 투자비용 82% 증가
- 2020년 이후 상업가동이 예상되는 중국과 중동의 석유화학 신규설비는 업황 Up-cycle에 검토된 물량
- 업황 저점 구간에서 신규 설비가 이익을 창출하기 위해서는 전 제품 수익성이 확대되어야 가능함  
→ 향후 업황은 (1) 글로벌 경기 성장률 둔화, (2) 업황 정점 이후 수익성 하락 등 업황 저점 구간 진입
- 2010년 전후 중동/중국의 대규모 증설 Cycle과 달리, 수급에 부정적 영향을 미칠 수준 아닌 점

### DCCI(Downstream Capital Costs Index) 상승은 신증설에 부담감으로 존재



자료: IHS Chemical, 메리츠증권증권 리서치센터

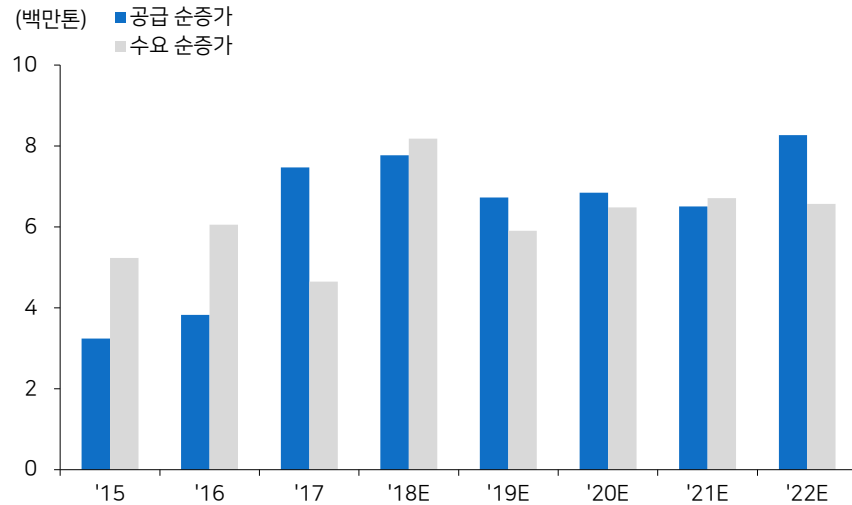
## [중동] 석유화학 투자의 당위성: 다운스트림 성장성 확인

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

### 19년 중동 석유화학, 타이트한 수급률

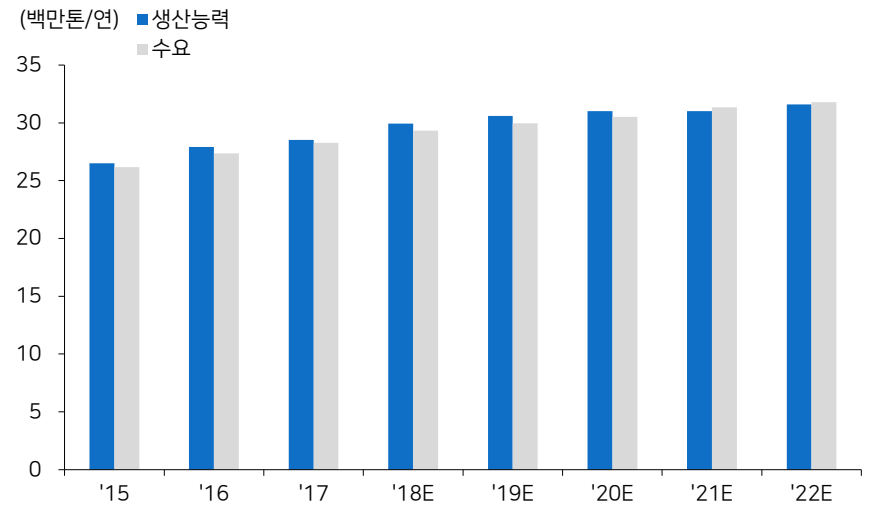
- 19년 UAE&사우디 중심 중동 석유화학 발주 시장 개막 → 2023년 이후 실질적 공급량 증가 나타날 전망
- UAE가 주도하는 중동 다운스트림 투자
  - UAE는 2010년까지 정제설비 중심 프로젝트 발주
  - 특히 ADNOC은 2025년까지 450억 달러규모 화학플랜트 투자를 발표
- 중동의 석유화학 타이트한 수급률 감안하면, 석유화학 투자는 당연한 결과물

### 글로벌 에틸렌 수급 변동



자료: 메리츠증권 리서치센터

### 중동 에틸렌 수급 동향



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

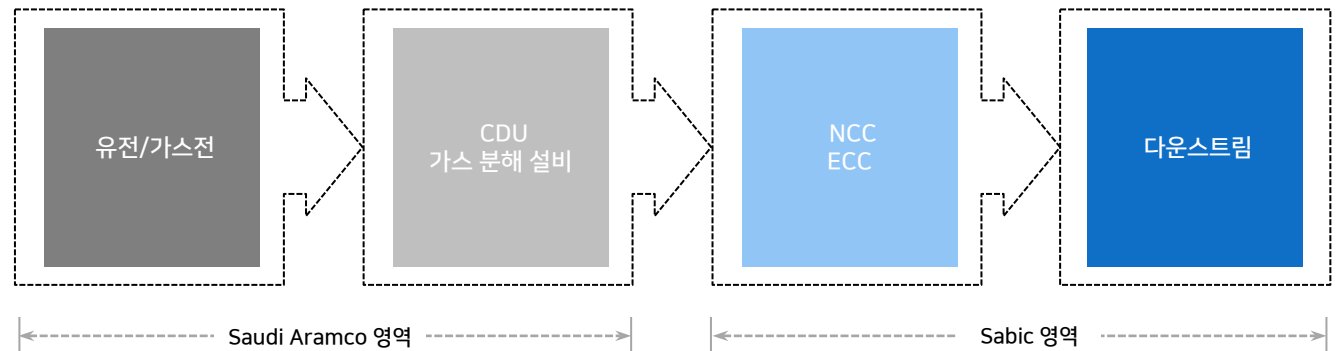
## [화학] 중동 에너지발전 정책 변화: Oil/Gas to Chemical

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

중동 석유화학 2차 증설 Cycle  
: 더 이상 못할 이유도 없다

- 19년 사우디를 필두로 중동 석유화학 발주 시장 개막
- 유가 상승→ 재정확대/발주재원 확보, 사업성 개선→ 시추 활동 증가→ Feed 확보→ 다운스트림 투자
- 2000년 중반 대비 개선된 사우디 석유화학 투자 여건  
: (1) 원자재/기자재 조달 이슈 해결, (2) 숙련된(Skilled) 노동력 확보, (3) EPC 업체 확보
- 향후 중동 석유화학 발주가 활발해질 점은  
(1) 유가 회복에 따른 원가 경쟁력 부각, (2) 다운스트림 확대 전략,  
(3) Royal Commission(컨트롤 타워) 존재, (4) 다국적 EPC 업체 투자허용

### 사우디의 에너지 수직계열화 전략



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# [중동] 사우디, Aramco+Sabir 통합 투자

Vision2030,  
지정학적 리스크 부각되나,  
방향성에는 변함없음

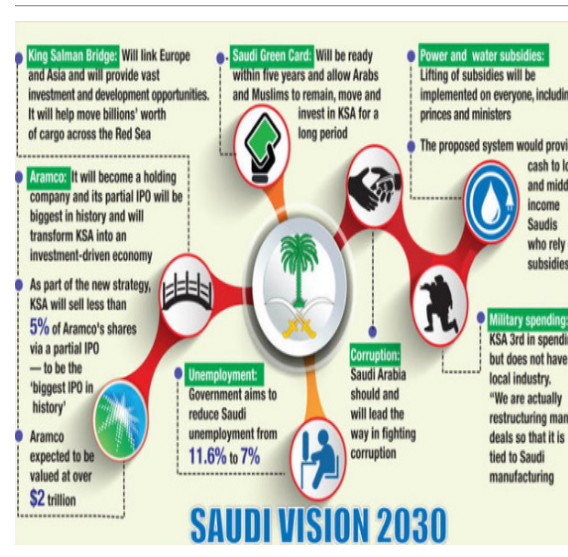
- 사우디는 중기적으로 2020년까지 균형예산을 달성하는 것을 목표
- 2030 비전 계획에 따라 아람코 상장을 추진하였으나 지연되고 있는 상황, 특히 최근 PIF(사우디투자청)로부터 사빅 지분 70%를 인수할 것이라는 뉴스
- 관건은 아람코의 사빅 인수 이후 통합 Complex 발주 여부
- Yanbu Refinery 를 기반으로 Chemical 확장 프로젝트 관련 FEED 진행(200~250억불)
- 지산 정유 또는 쿠라이스 정유플랜트 역시 동일한 확장 과정이 나타날 전망

## 사우디 주요 플랜트 지역



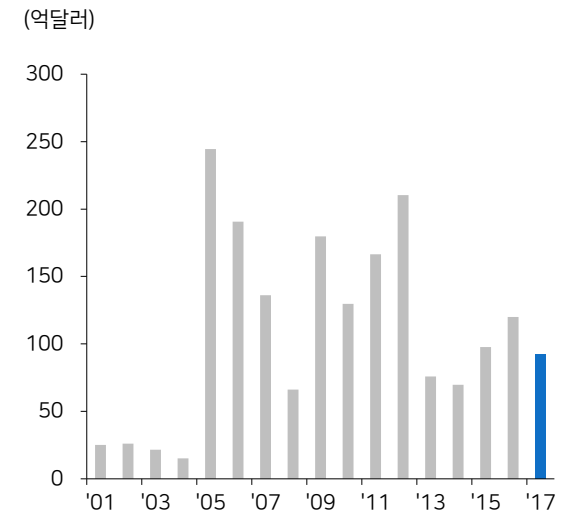
자료: 메리츠증권리서치센터

## 2030 비전 : Aramco, 실업률, 부패방지, 제조업



자료: 메리츠증권리서치센터

## 사우디 Oil & Chemical & Gas 발주 추이



자료: MEED, 메리츠증권리서치센터

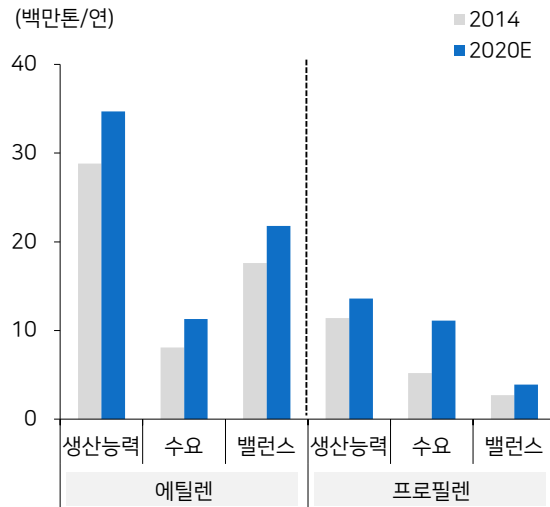
## [중동] 이란, 석유화학 증설 단기간에는 어렵다

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

### 이란, 석유화학 당분간 꿈 접어야

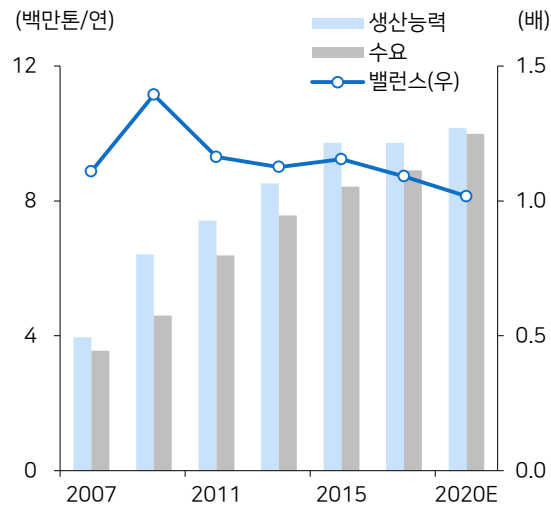
- 석유화학의 전환기를 맞이한 중동 → 에탄 공급 조달 이슈로 신증설 프로젝트 투자 난항  
: 중동 에틸렌 생산능력 신장률 07~14년 +12% → 15~20년 +5%로 둔화
- 2020년 중동 에틸렌 생산능력은 3,500만톤으로 추정, 이 중 2/3는 이란이 진행하는 석유화학 프로젝트
- 중동 석유화학 부활의 핵심 이란: 풍부한 지하자원을 바탕으로 가스·원유 기반 프로젝트 집중 투자  
: 이란 천연가스 매장량 글로벌 1위, 원유 매장량(1.5천억배럴/일) 중동 내 2위
- 미국-이란 경제제재 시행되며, 이란의 석유화학 투자 진행 난항  
: 이란 2025년 에틸렌 생산능력 1,800만톤 규모 증설 실현 가능성 낮아져

### 중동의 에틸렌, 프로필렌 수급 변화



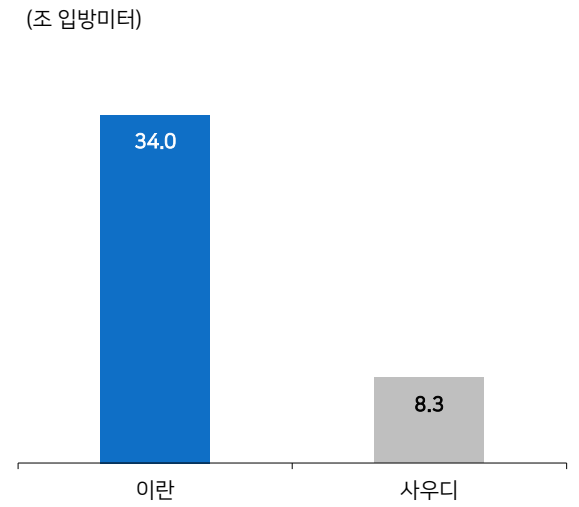
자료: 메리츠증권리서치센터

### 중동 HDPE 수급 예상: 연평균 수요성장률 +3.9%



자료: 메리츠증권리서치센터

### 이란과 사우디의 가스 매장량 비교



자료: 메리츠증권리서치센터

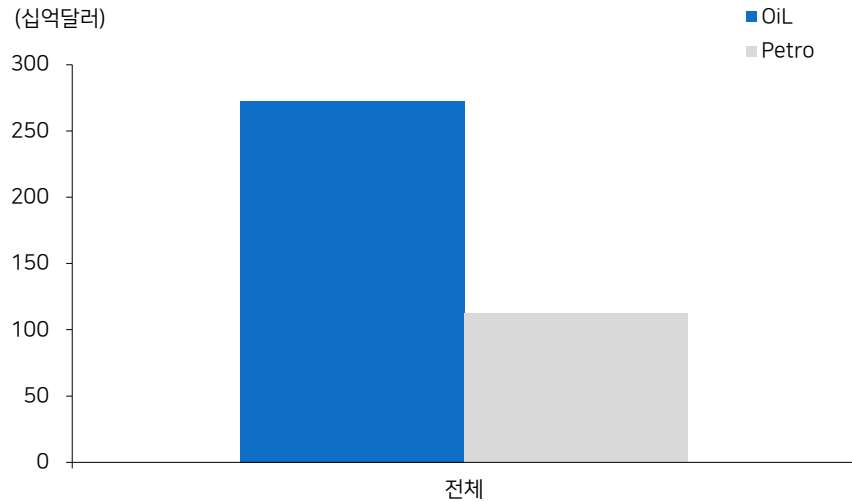
## [중동] 순차적인 투자집행: 1<sup>st</sup> step 정제설비 투자

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

중동, 정제설비 투자 완료  
→ 다음은 석유화학 투자

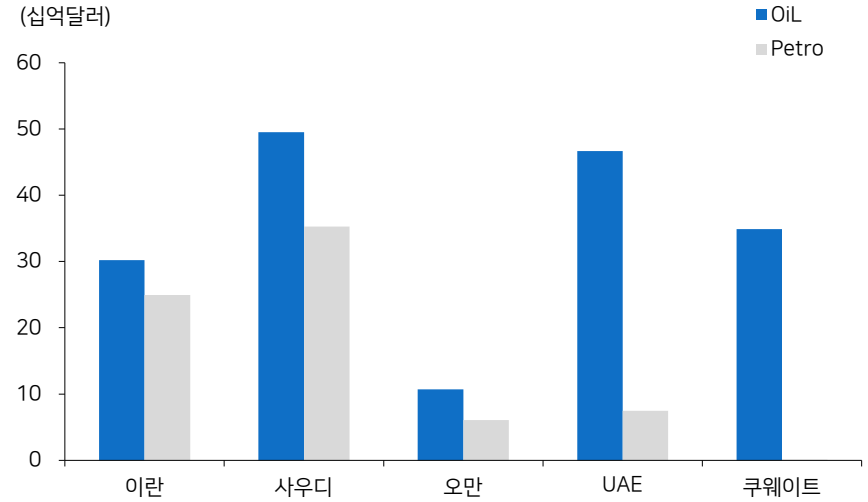
- 2008년 이후 중동 지역의 Refinery 발주 규모 2,726억불
- 2012~2015년 유가 상승과 함께 정제설비 발주 급증
- 사우디, UAE, 쿠웨이트 등의 지역에서 사상 최대 규모의 정유플랜트 또는 고도화 정유 플랜트 발주
- 2008년 이후 석유화학 플랜트 발주는 1,128억불 수준
- 석유화학 플랜트는 이란과 사우디를 제외하면 금융위기 이후 발주가 거의 없는 상황
- 이마저도 이란의 경우 실제 집행되지 않음

2008년 이후 Oil vs Petrochem 발주



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

중동 국가별 : UAE, 쿠웨이트, 사우디 공종별 발주 금액



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

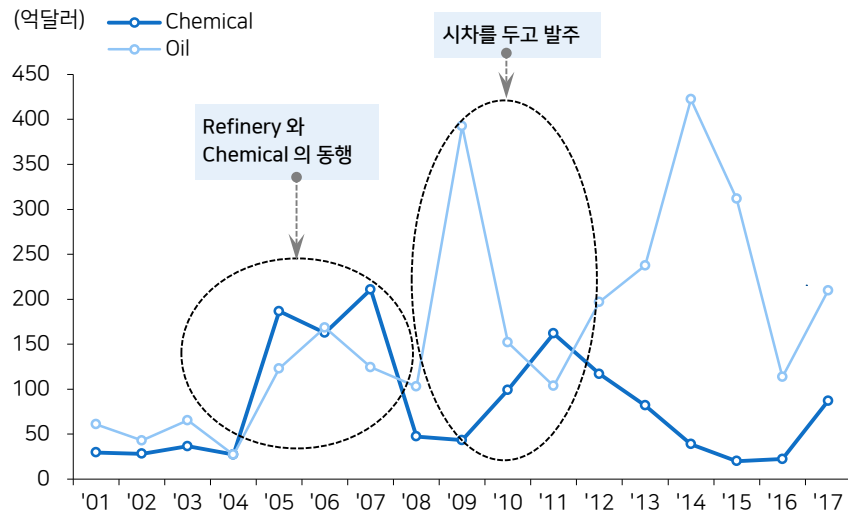
## [중동] 순차적인 투자집행: 2nd step 석유화학

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

중동, 정제설비 투자 완료  
→ 다음은 석유화학 투자

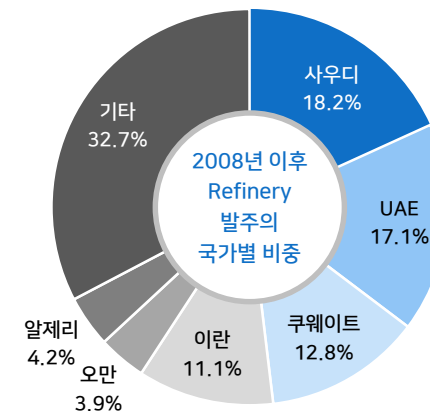
- 금융위기 이전에는 Refinery 와 Chemical 플랜트의 발주는 동행 또는 시차를 두고 발주
- 2013년 이후 급격히 늘어난 정유플랜트 발주 대비 석유화학 플랜트 발주는 미미 (유가 하락 국면에서 재정악화 및 ECC 기반의 석유화학 플랜트 경쟁력 약화)
- 5년만에 발주된 2017년의 석유화학 플랜트는 이란 지역이며 규제 영향으로 취소됨
- 결국 석유화학 플랜트의 발주 공백이 장기화, 문제는 2019년 가동되는 정유 플랜트의 연계 프로젝트
- FEED 가 확보된 이후 석유화학 플랜트를 짓지 않으면 납사와 BTX 방향족 등에 대한 수출이 필요

### 중동 공종별 발주 금액



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

### 2008년 이후 Refinery 발주의 국가별 비중 : 사우디, UAE, 쿠웨이트



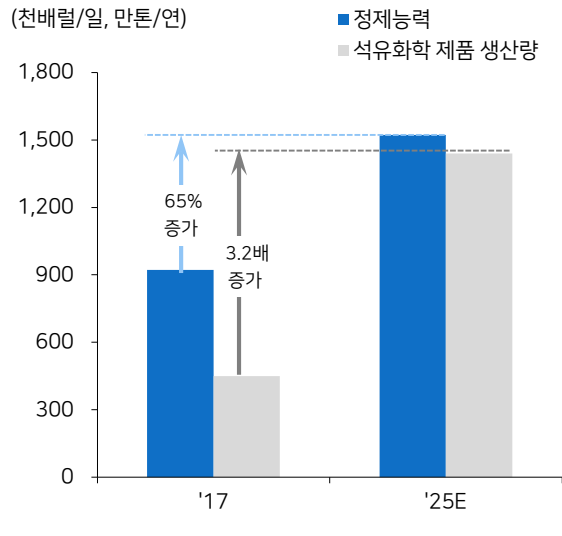
자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

# [중동] UAE, 중동 발주를 주도

## UAE 주도 발주 Cycle

- UAE는 2016년 Al Jaber 장관이 국영에너지회사 ADNOC에 취임한 이후 1) 업스트림 수익성 극대화, 2) 다운스트림 확장, 3) 경제적이고 지속가능한 가스 공급을 장기 목표로 삼고 있음
- ADNOC은 향후 5년 간 1,090억달러를 석유와 가스 부문에 투자하기로 밝혔으며 지난 5월에는 이를 구체화하여 5년 간 450억달러를 60만배럴/일 규모의 신규 정유공장과 석유화학 플랜트 투자를 발표
- UAE 루와이스 정유의 후속 프로젝트로 가솔린&아로마틱스 EPC 상업입찰 4분기 예정(40억불), 보르주 4 복합단지 EPC 입찰 2019년 예정 (80억불)

## UAE의 다운스트림 설비 증설 계획



자료: ADNOC, 메리츠증권증권 리서치센터

## Ruwais & Borouge 지역 플랜트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## UAE 사상 최대 규모의 Hail & Ghasha 가스전



자료: 한국석유공사, 메리츠증권증권 리서치센터

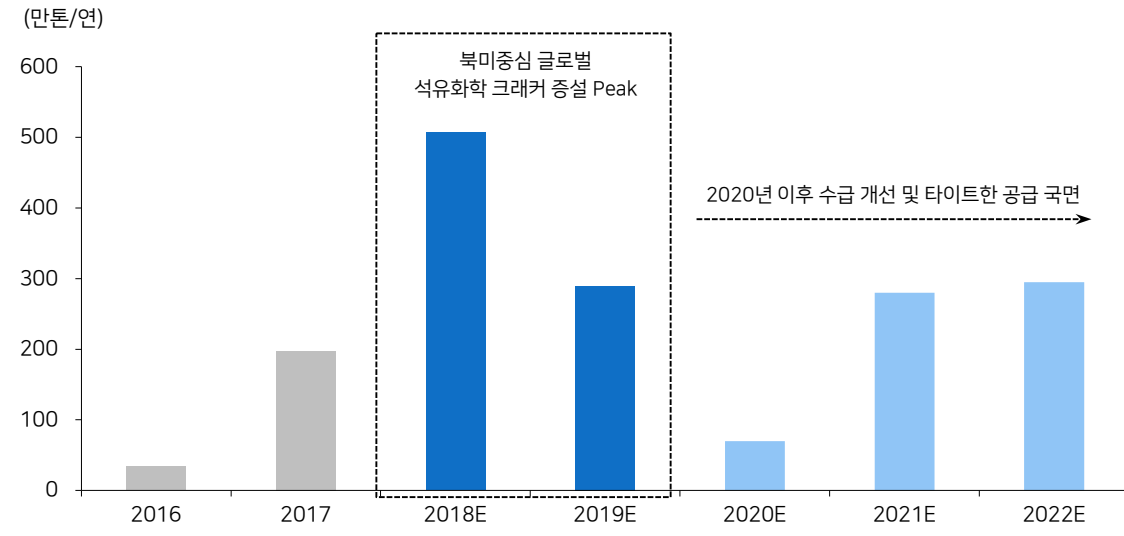
# [국내] 정유/화학 기업들의 연이은 투자 발표

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

## 2020년 국내 화학 투자 활발

- 18년 GS칼텍스를 시작으로 국내 정유사들의 연이은 석유화학 중심 수직계열화 투자 발표
- 2020년 이후 국내 에틸렌 생산설비는 총 +46% 증가, 2023년 에틸렌 생산능력 1,307만톤/연 추산
- 정유사들의 석유화학 투자는 성장성이 담보된 투자  
(1) 미래 성장성 확보(정유 대비 높은 석유화학 성장률), (2) 안정적 원재료 조달, (3) 비용 감소

## 글로벌 에틸렌 공급 변화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 국내 정유/화학 회사 향후 투자 현황

기업	설비	투자비(억원)	가동시점
SK이노베이션	탈황설비	3,000	2019년
S-Oil	고도화 설비	27,450	2018년
현대오일뱅크	석유화학 크래커	27,000	2022년
GS칼텍스	석유화학 크래커	20,000	2021년
롯데케미칼 Titan	NCC	35,000	2021년
YNCC	NCC	7,400	2020년
LG화학	NCC	26,060	2022년
S-Oil	석유화학 크래커	50,000	2024년

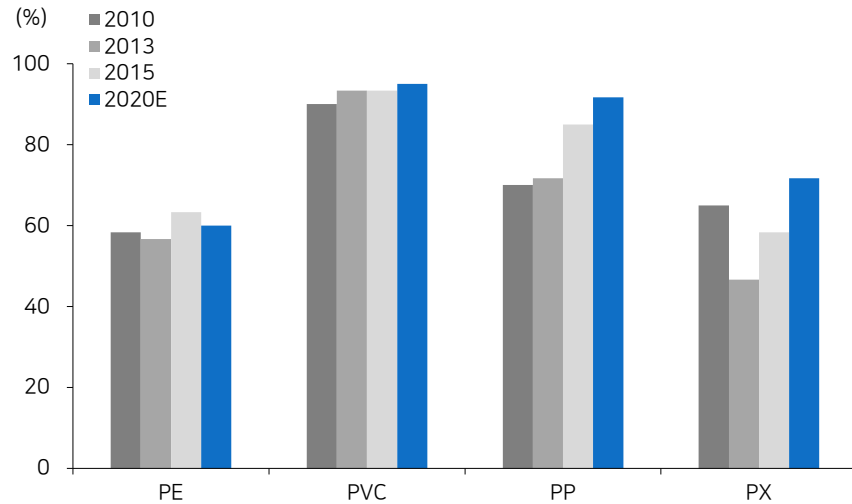
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# [중국] 석유화학 자급률 100% 달성 목표

## 중국, 화학 전 제품 증설

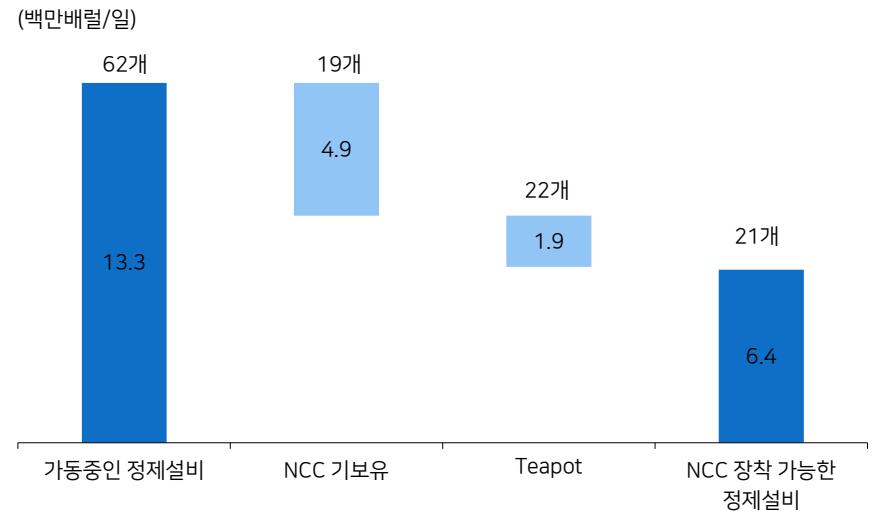
- 2014년 중국 중앙경제공작회의 '신창타이(New Normal)' 제시
  - 경제 개혁, 내수시장 활성화, 석유화학 자급률 향상
  - 과거 12차 5개년 계획(2011~2015)를 통해 에틸렌 자급률 향상을 위해 CTO/MTO 투자 독려
- 중국 정부 '조대방소(큰 것을 쥐고, 작은 것을 놓는다)' 정책의 핵심: (1) 대형화, (2) 통합작업
  - Sinopec 중심 에틸렌 1,000만톤 규모 증설 투자 허용, 2025년 기초유분 100% 자급화 가이드선 제시
- Full-Integration 투자(정유+석유화학+P-X)를 감안하면, 실질 물량 출하 시점은 2025년 이후로 예상
  - 역내 석유화학 업황에 부정적 규모 아닌 점

## 중국의 주요 제품 자급률 전망



자료: 메리츠증권리서치센터

## 중국의 석유화학 투자 지침: '수직계열화'



자료: 메리츠증권리서치센터

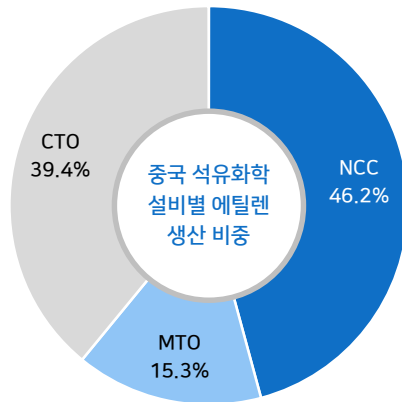
## [중국] 환경규제 완화 스탠스, 규제 강도 약해져

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

### 중국, 석탄 기반 석유화학 가동률 상승

- 중국 정유/화학 산업의 정부정책의 변화: (1) 통합(Consolidation), (2) 환경규제(석탄의존도 줄이기)
- 통합: 산업 내 과점화 유도(설비의 대형화)를 통한 효율성 제고. Ex 소규모 정제설비 "Teapot"
- 규제 강화에 따라 자국 내 설비 경쟁력 및 수익성 악화: 에틸렌과 PE 가동률 각각 90%, 60%으로 하락
- 18.10 중국 석탄 규제 등을 포함한 환경규제 완화 정책으로 변경  
→ 16년 환경규제에 따라 가동률 하락한 CTO/MTO, 카바이드 기반 PVC 등 추가 가동률 상승 나타날 것  
→ 이들의 가동률 변화에도 불구하고, 역내 석유화학 수급 변화 제한적

### 중국 석유화학 설비별 에틸렌 생산 비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 중국 에틸렌/PE 가동률 상향 가능성 높아



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

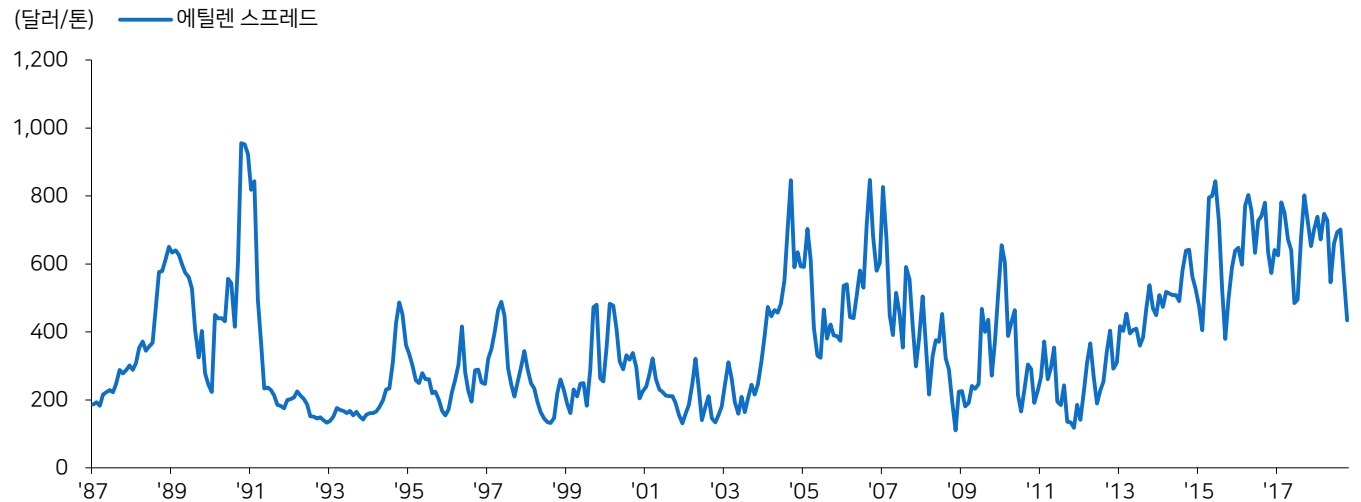
## [화학] 시간의 흐름은 석유화학 업황에 매우 긍정적

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

### 장기적 관점으로 NCC에게 유리한 업황

- 시간이 흐를수록 석유화학 업황에는 긍정적으로 전개될 전망  
→ (1) 1H19 북미 ECC 증설 Cycle 종료, (2) 중동/중국 증설량은 수급에 부정적 규모 아닌 점  
→ 높아지는 석유화학 Capex 비용 감안하면 중동/중국 설비 가동 지연 가능성도 높아 업황 회복 긍정적  
→ 2020년 기점으로 유럽과 일본의 설비 노후화에 따른 Scrap 예정(400~500만톤 규모)
- 중국과 중동의 신증설 착공시기는 북미의 물량이 시장에서 소진되는 2022~23년 이후로 예상
- 석유화학 업황은 2019년을 바닥으로 회복, 4년간의 호황이 재차 예상되어 긍정적 관점 유지

### 에틸렌 스프레드 추이



자료: IHS Chemical, 메리츠증권증권 리서치센터

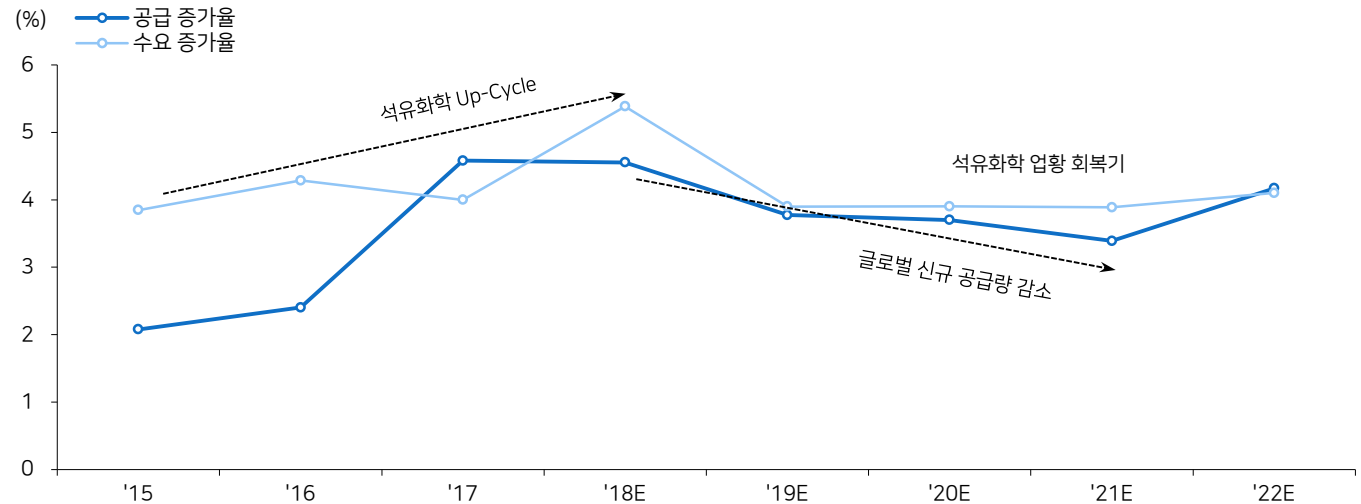
# [화학] 에틸렌, 타이트한 수급 기조 유지

## 1H19 업황 바닥

## 2H19 업황 회복 흐름을 예상

- 19년 화학업 Cycle은 정점 이후 Soft-landing임을 제시  
→ 북미 ECC 신증설 종료, 향후 중동과 중국의 화학 증설을 감안하면 현 시점 업황 Peak 논란 무의미
- NCC 기업들은 Soft-landing 업황에도, 정점을 기록했기에 19년 이익 감소는 불가피  
→ NCC의 주력 제품들은 시황이 건조한 제품들만 선택적으로 생산할 수 없고, 에틸렌 이하 제품을 일정 비율로 생산하기에 업황 흐름이 전 제품에 영향을 미치지 마련
- 화학업종 투자전략은 (1) 성장성을 갖춘 기업, (2) 글로벌 생산거점 확보, 원재료 다변화, (3) 글로벌 증설 제품과 겹치지 않는 기업에 투자 전략을 제시  
→ 19년 최선호주: LG화학, SKC

## 에틸렌 수요, 공급 증가율 추이



자료: IHS Chemical, 메리츠증권증권 리서치센터

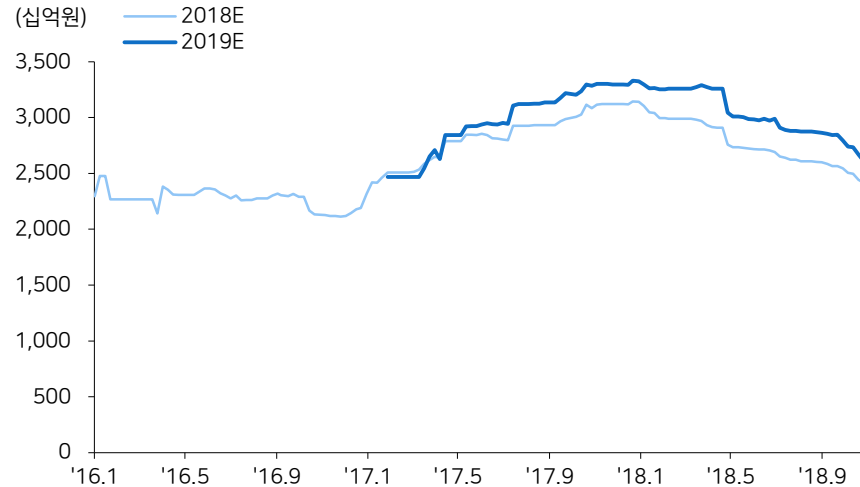
## [Appendix] 화학: NCC 이익 추정치 하향 조정 불가피

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

NCC 추정치 하향,  
글로벌 경기 둔화, 수급률 완화

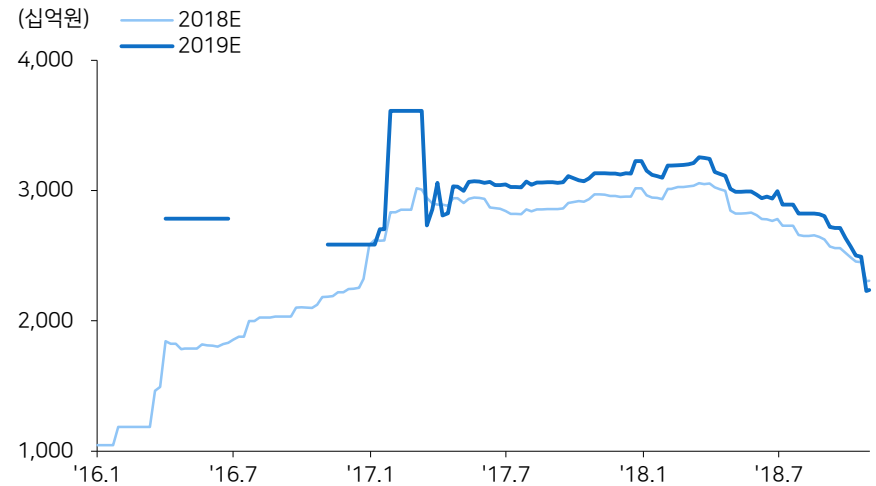
- 19년 화학업종 이익 눈높이 하향 조정 필요
  - 무역분쟁 장기화에 따른 투자심리 위축
  - 1H19 북미 PE 물량 출하에 따른 올레핀 가격 상승폭 둔화
- 19년 NCC기업들의 이익 흐름은 상저하고 예상
  - LG화학 2.2조원(-3.8% YoY)
  - 롯데케미칼 2.1조원(-6.4% YoY)

LG화학 연간 영업이익 시장 예상치 변화



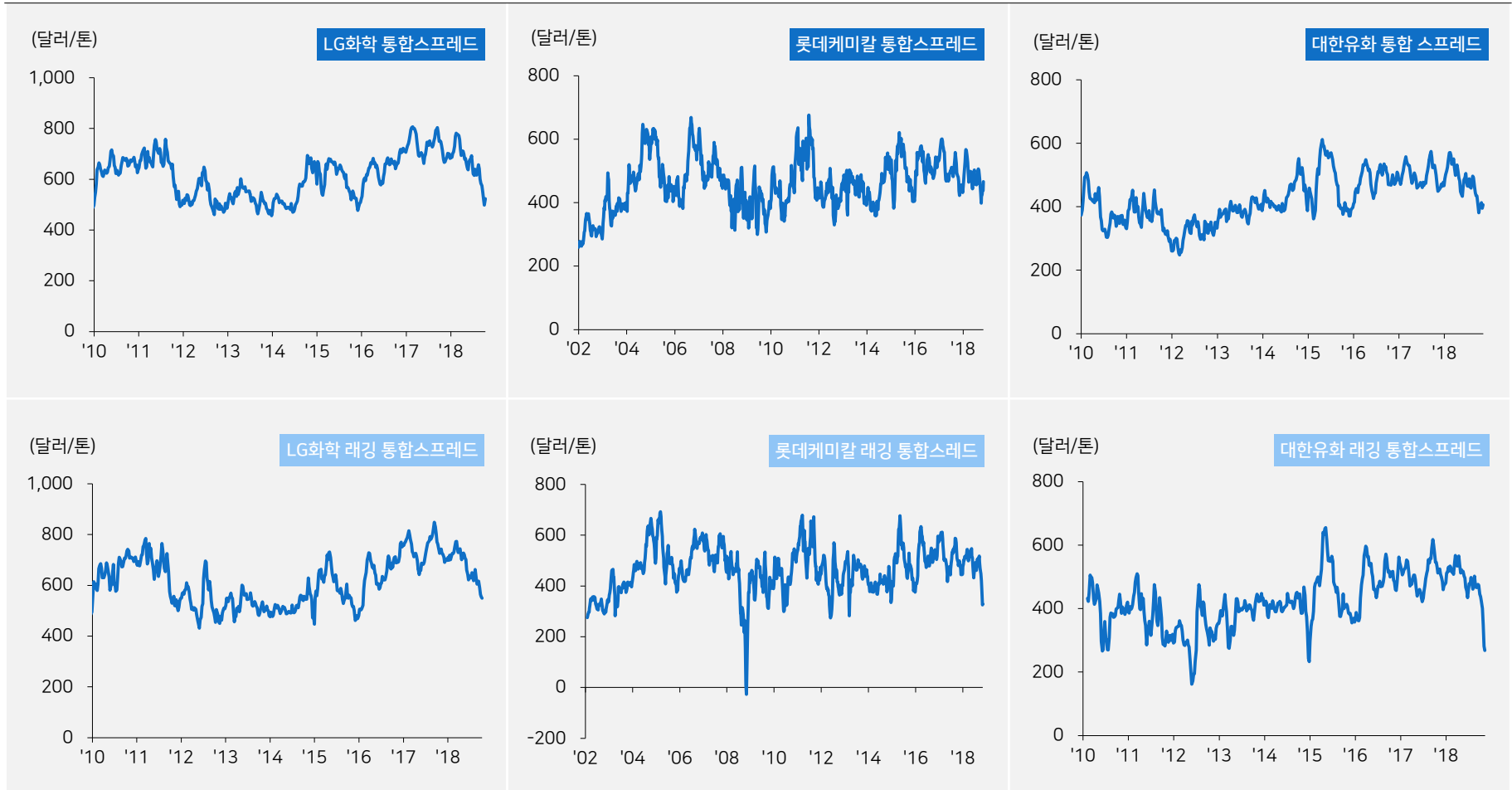
자료: 메리츠증권리서치센터

롯데케미칼 연간 영업이익 시장 예상치 변화



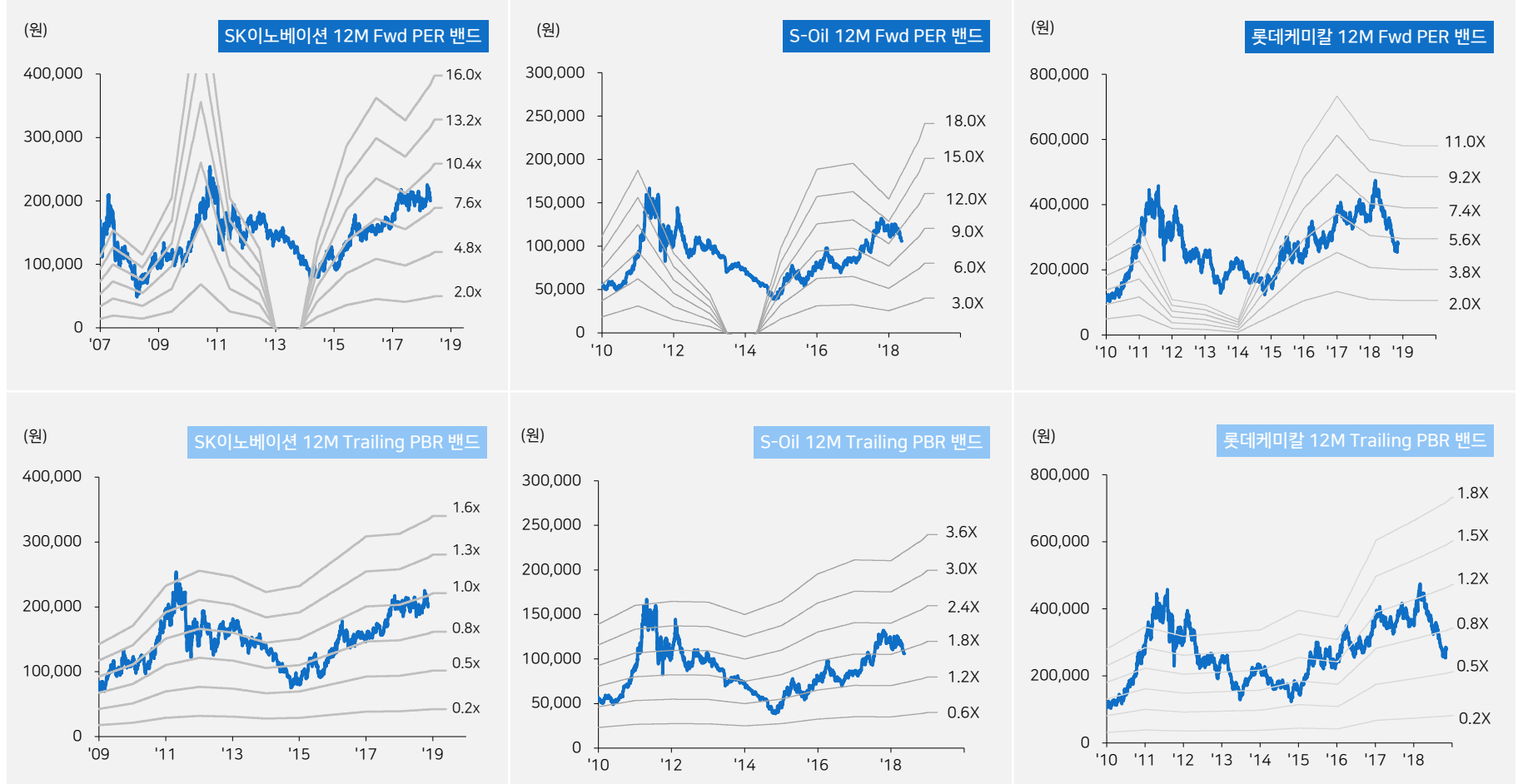
자료: 메리츠증권리서치센터

# [Appendix] NCC 3개사 통합스프레드 현황



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

# [Appendix] 정유/화학 커버리지 기업별 밴드차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

# [Appendix] 정유/화학 커버리지 기업별 밴드차트



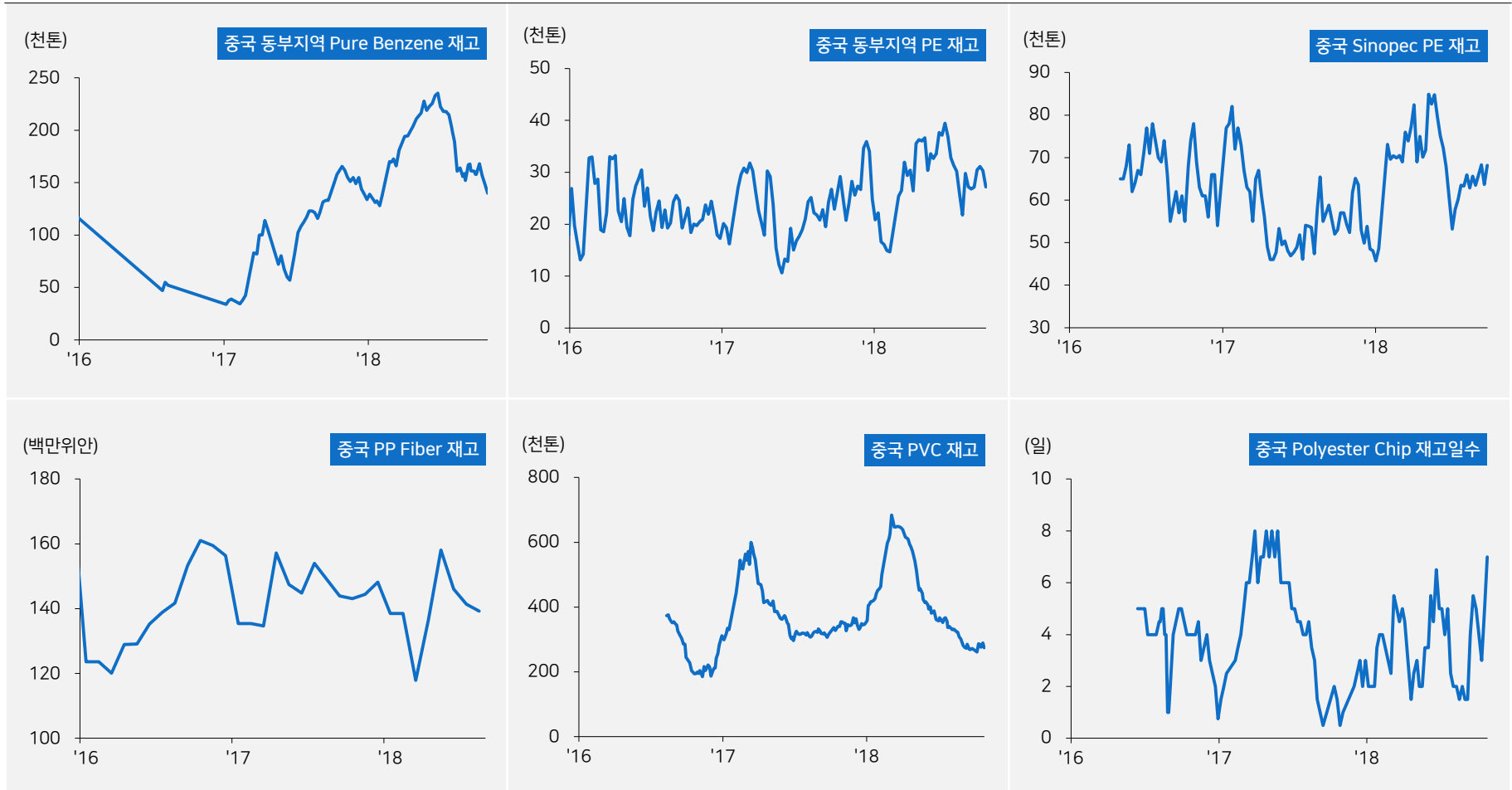
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

# [Appendix] 정유/화학 커버리지 기업별 밴드차트



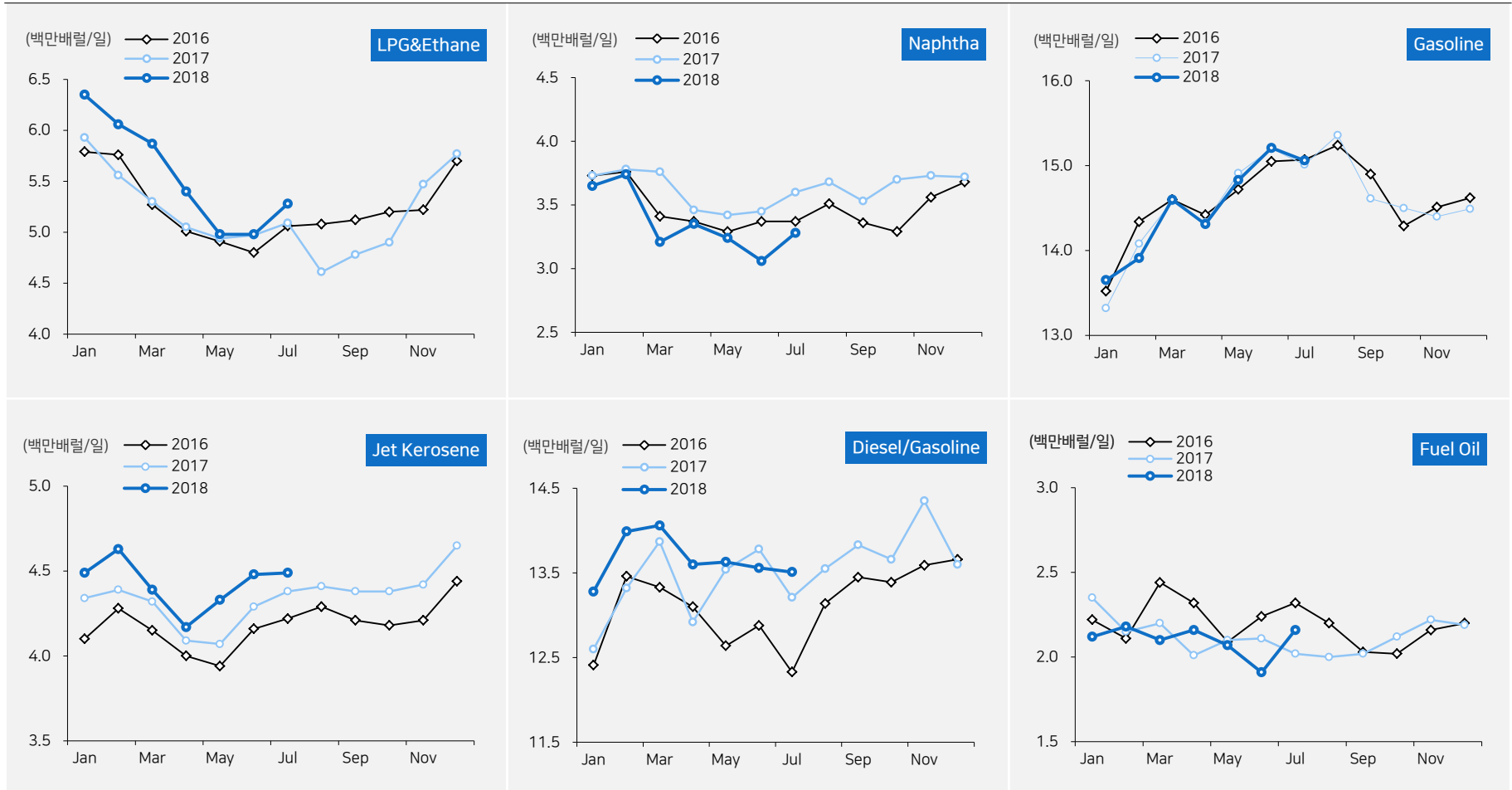
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

# [Appendix] 중국 주요 화학제품 재고 수준 점검



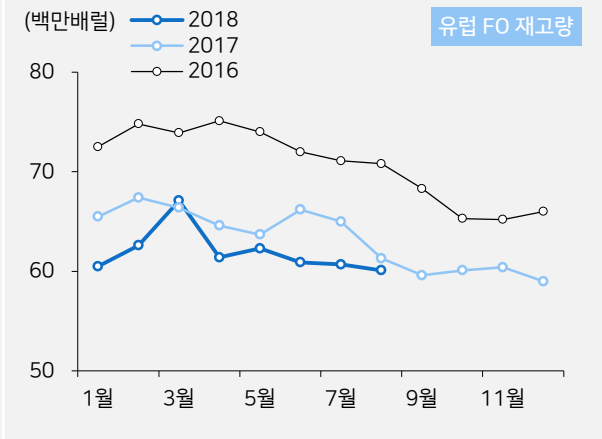
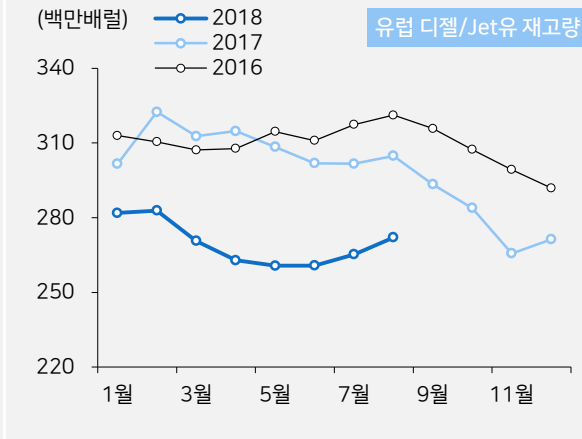
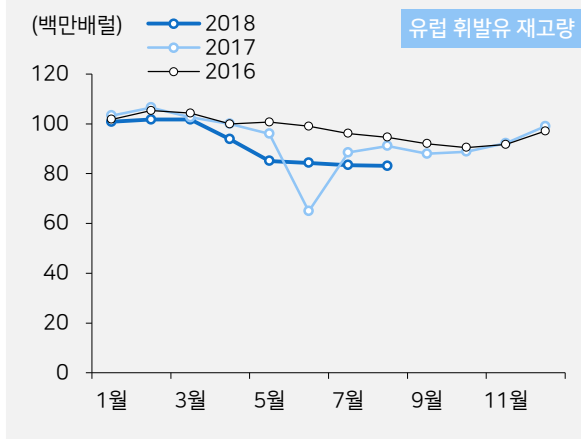
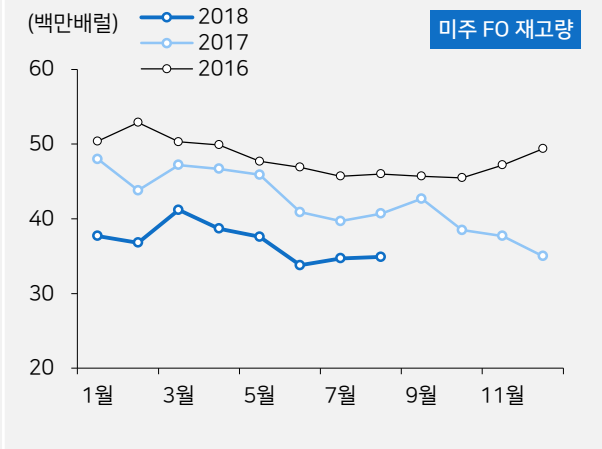
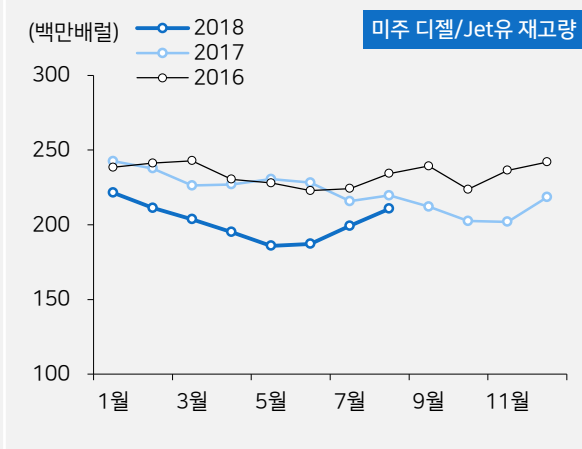
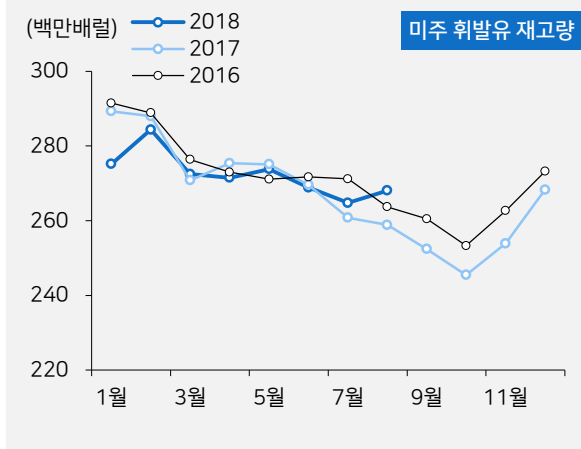
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

# [Appendix] 글로벌 석유제품 월별 수요 현황



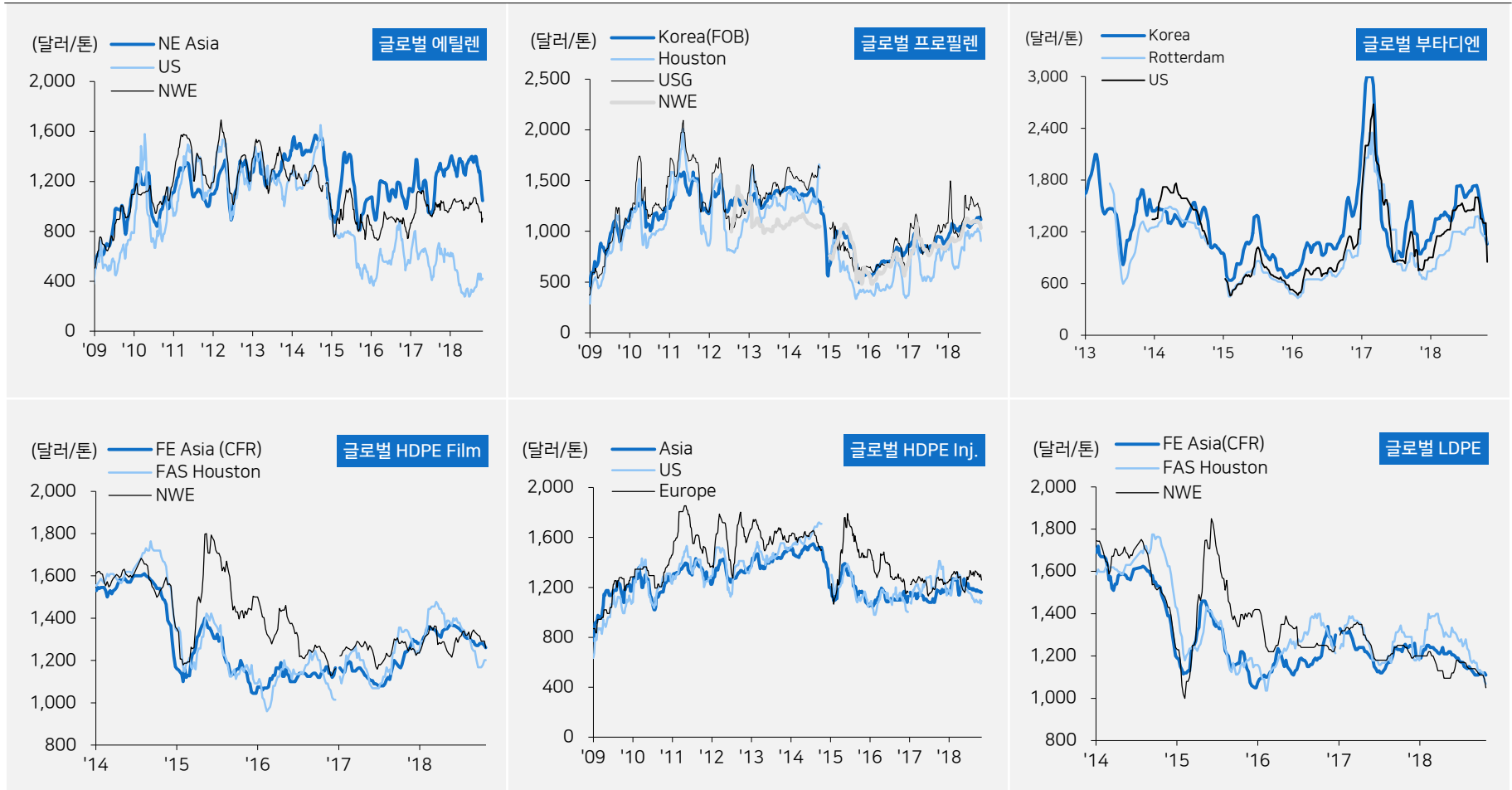
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

# [Appendix] 지역별 석유제품 재고수준



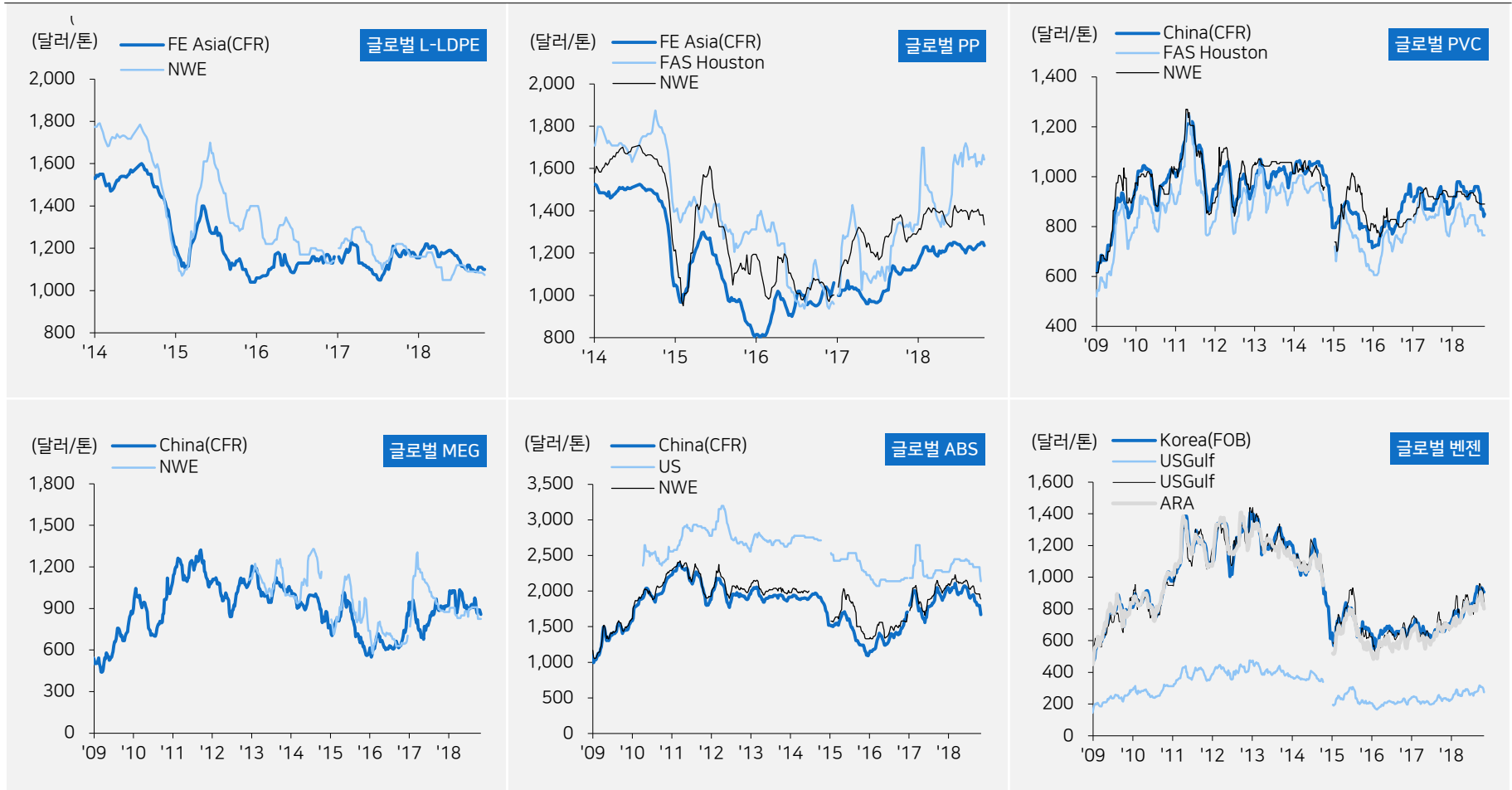
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

# [Appendix] 글로벌 석유화학 가격 동향



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

# [Appendix] 글로벌 석유화학 가격 동향



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터



## 정유/화학

### 기업분석

종목	투자판단	적정주가
SK이노베이션(096770)	Buy	275,000원
S-Oil(010950)	Buy	150,000원
LG화학(051910)	Buy	490,000원
SKC(011790)	Buy	50,000원
롯데케미칼(011170)	Buy	360,000원
한화케미칼(009830)	Buy	25,000원
금호석유(011780)	Buy	120,000원
대한유화(006650)	Buy	240,000원
코오롱인더(120110)	Buy	70,000원

## Buy

적정주가 (12개월)	275,000원	
현재주가 (11.12)	198,000원	
상승여력	38.9%	
KOSPI	2,080.44pt	
시가총액	183,082억원	
발행주식수	9,247만주	
유동주식비율	60.63%	
외국인비중	39.38%	
52주 최고/최저가	225,500원 / 184,500원	
평균거래대금	438.4억원	
<b>주요주주(%)</b>		
SK 외 2인	33.42	
국민연금	9.66	
<b>주가상승률(%)</b>	<b>절대주가</b>	<b>상대주가</b>
1개월	-6.4	-2.7
6개월	-3.4	15.0
12개월	-6.2	14.7
<b>주가그래프</b>		



### 정유업황 불확실성 모두 해소될 것

- 유가: OPEC 등 잉여생산능력 최저 수준, 증산에 따른 원유 공급 파급력 제한적, 유가 상승 전망
- P-X 수급 강세 지속: 19년 중국 P-X 신규설비 가동 지연 가능성 높아, 공급 차질에 따른 수급 강세를 전망
- IMO2020 선박유 황규제 시행으로 디젤 중심 석유 전 제품 강세 전환 예상: 정제마진 최대 2달러/배럴 개선

### SK이노베이션, Hidden-value 보유: (1) LIBS분리막, (2) 전기차 배터리 수주량 증가

- 글로벌 3위 규모의 LIBS분리막 공급원 및 향후 확대되는 생산능력에 따른 외형성장 긍정적
- 2020년 EV 배터리 생산능력 20기가/와트로 확대 및 BEP도달 시기 도달, 성장성 확보

### 정유업종 최선호주 유지, 투자 의견 Buy와 적정주가 27.5만원 유지

- IMO2020 이익 선점 기업: (1) SK Trading International 저유황 B-C 사업호조, (2) 글로벌 유일 탈황설비 투자 → 연간 2천억원 이상의 이익 개선 효과 예상
- 배당 메리트 부각: 18년 연간 DPS 8천원 예상, 4%에 육박하는 배당수익률

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	39,520.5	3,228.3	1,671.3	17,988	98.9	182,504	8.1	0.8	3.8	10.1	78.0
2017	46,260.9	3,234.4	2,103.8	22,643	24.6	192,989	9.0	1.1	5.2	12.0	77.3
2018E	53,263.8	3,073.8	1,896.7	20,438	-9.0	195,452	10.1	1.1	5.8	10.4	76.7
2019E	52,834.7	3,152.4	2,308.6	24,858	21.5	212,556	8.3	1.0	6.0	12.1	81.1
2020E	56,445.3	3,627.7	2,451.6	26,405	6.2	231,185	7.8	0.9	5.1	11.8	72.9

# SK이노베이션(096770) 분기별 실적추정 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>12,166.1</b>	<b>13,438.0</b>	<b>14,958.7</b>	<b>12,700.9</b>	<b>12,342.3</b>	<b>12,269.2</b>	<b>12,775.3</b>	<b>15,447.9</b>	<b>46,260.9</b>	<b>53,263.7</b>	<b>52,834.7</b>
석유	8,687.3	9,772.7	10,900.1	8727.7	8,705.6	8,499.1	9,035.6	11813.8	33,336.8	38,087.8	38,054.1
화학	2,439.0	2,531.6	2,886.1	2775.1	2,581.1	2,642.1	2,568.1	2456.5	9,339.2	10,631.8	10,247.8
루브리컨츠	779.8	817.9	822.7	760.5	719.0	738.3	735.7	721.7	3,047.4	3,180.9	2,914.7
석유개발	157.2	184.9	193.2	233.1	205.1	197.7	209.9	224	635.8	768.4	836.7
기타	102.8	130.9	156.6	204.6	131.5	192.0	226.0	231.9	467.3	594.9	781.4
<b>영업이익</b>	<b>711.6</b>	<b>851.6</b>	<b>835.8</b>	<b>674.7</b>	<b>621.0</b>	<b>794.4</b>	<b>843.3</b>	<b>893.6</b>	<b>3,234.4</b>	<b>3,073.7</b>	<b>3,152.3</b>
%OP	5.8%	6.3%	5.6%	5.6%	5.0%	6.5%	5.6%	5.6%	7.0%	5.8%	6.0%
석유	325.4	533.4	408.4	214.5	212.7	370.2	533.0	688.1	1,502.1	1,481.7	1,804.0
화학	284.8	237.7	345.5	338.7	295.3	300.2	192.8	85.9	1,377.2	1,206.7	874.2
루브리컨츠	128.6	126.1	132.0	117.6	104.9	110.9	104.0	98.8	504.9	504.3	418.6
석유개발	44.8	59.3	71.8	65.3	41.0	55.3	58.8	65	188.4	241.2	220.1
기타	-72.0	-104.9	-121.8	-61.4	-32.9	-42.2	-45.2	-44.1	-338.3	-360.1	-164.4
세전이익	678.3	744.1	684.2	668.7	616.6	790.5	840.1	885.6	3,239.5	2,775.3	3,132.8
<b>순이익(지배)</b>	<b>458.3</b>	<b>499.2</b>	<b>444.3</b>	<b>494.9</b>	<b>462.3</b>	<b>577.3</b>	<b>613.6</b>	<b>655.4</b>	<b>2,103.8</b>	<b>1,896.7</b>	<b>2,308.6</b>
% YoY											
매출액	6.8%	27.2%	27.2%	1.2%	1.4%	-8.7%	-14.6%	21.6%	20.0%	15.1%	-0.8%
영업이익	-29.1%	102.2%	-13.3%	-20.2%	-12.7%	-6.7%	0.9%	32.4%	15.2%	-5.0%	2.6%
세전이익	-41.7%	71.8%	-30.0%	0.4%	-9.1%	6.2%	22.8%	32.4%	24.0%	-14.3%	12.9%
순이익(지배)	-45.9%	79.3%	-34.9%	67.5%	0.9%	15.6%	38.1%	32.4%	22.2%	-9.8%	21.7%
%QoQ											
매출액	-3.1%	10.5%	11.3%	-15.1%	-2.8%	-0.6%	4.1%	20.9%			
영업이익	-15.8%	19.7%	-1.8%	-19.3%	-8.0%	27.9%	6.2%	6.0%			
세전이익	1.8%	9.7%	-8.1%	-2.3%	-7.8%	28.2%	6.3%	5.4%			
순이익(지배)	55.1%	8.9%	-11.0%	11.4%	-6.6%	24.9%	6.3%	6.8%			

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# SK이노베이션 (096770)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	39,520.5	46,260.9	53,263.8	52,834.7	56,445.3
매출액증가율(%)	-18.3	17.1	15.1	-0.8	6.8
매출원가	34,561.8	40,905.2	48,369.9	47,914.1	50,924.6
매출총이익	4,958.8	5,355.7	4,893.9	4,920.6	5,520.7
판매비와관리비	1,730.5	2,121.3	1,820.1	1,768.2	1,892.9
영업이익	3,228.3	3,234.4	3,073.8	3,152.4	3,627.7
영업이익률(%)	8.2	7.0	5.8	6.0	6.4
금융손익	-289.9	-169.8	-277.3	-171.9	-182.7
종속/관계기업관련손익	-124.0	311.3	165.9	220.0	240.0
기타영업외손익	-391.0	-141.1	-92.5	-120.0	-160.0
세전계속사업이익	2,423.4	3,225.0	2,775.3	3,132.7	3,617.3
법인세비용	701.9	1,075.0	823.0	762.0	880.0
당기순이익	1,721.4	2,145.1	1,958.0	2,370.7	2,763.9
지배주주지분 순이익	1,671.3	2,103.8	1,896.7	2,308.6	2,451.6

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,987.7	16,219.2	15,404.8	17,032.5	17,258.5
현금및현금성자산	2,644.2	2,003.7	2,364.9	1,172.3	2,143.2
매출채권	3,937.0	4,821.3	4,375.5	5,321.8	5,071.9
재고자산	4,445.3	5,978.6	6,207.2	7,549.7	7,195.2
비유동자산	17,593.6	18,024.4	19,211.8	21,454.0	22,616.6
유형자산	13,603.5	13,587.2	14,483.9	16,205.8	17,616.8
무형자산	1,272.3	1,520.8	1,815.8	1,724.0	1,637.3
투자자산	2,567.3	2,820.3	2,829.2	3,441.2	3,279.6
자산총계	32,581.3	34,243.6	34,616.6	38,486.4	39,875.1
유동부채	8,736.6	9,954.8	9,042.1	10,772.9	10,159.0
매입채무	4,207.7	5,265.3	5,183.8	6,305.0	6,008.9
단기차입금	21.9	242.9	52.2	52.2	32.2
유동성장기부채	1,678.1	1,272.4	1,118.5	1,068.5	818.5
비유동부채	5,539.7	4,979.5	5,987.9	6,462.0	6,652.8
사채	4,122.8	3,233.1	3,881.6	3,981.6	4,081.6
장기차입금	747.0	829.6	1,069.2	1,219.2	1,369.2
부채총계	14,276.3	14,934.3	15,030.0	17,234.9	16,811.8
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,884.2	5,765.8	5,766.0	5,766.0	5,766.0
기타포괄이익누계액	215.7	-54.2	185.3	185.3	185.3
이익잉여금	10,670.8	12,041.7	12,761.4	14,364.3	16,110.1
비지배주주지분	1,201.9	1,223.6	1,270.0	1,332.1	1,398.1
자본총계	18,305.1	19,309.3	19,586.6	21,251.5	23,063.3

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,677.8	2,180.2	2,098.8	2,676.1	3,768.7
당기순이익(손실)	1,721.4	2,145.1	1,953.0	2,370.7	2,517.5
유형자산감가상각비	799.1	791.0	873.5	878.0	989.0
무형자산상각비	115.3	109.0	87.9	91.7	86.8
운전자본의 증감	268.0	-1,214.2	-863.0	-664.3	175.4
투자활동 현금흐름	-2,056.1	-1,066.2	-914.8	-3,482.8	-2,166.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-607.0	-938.4	-1,818.2	-2,600.0	-2,400.0
투자자산의 감소(증가)	196.5	67.0	47.0	-611.9	161.6
재무활동 현금흐름	-2,018.6	-1,670.7	-840.6	-385.9	-631.0
차입금증감	-1,579.4	-1,010.0	644.4	319.9	74.8
자본의증가	0.0	-118.4	0.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-375.5	-640.5	361.2	-1,192.6	970.9
기초현금	3,019.7	2,644.2	2,003.7	2,364.9	1,172.3
기말현금	2,644.2	2,003.7	2,364.9	1,172.3	2,143.2

## Key Financial Data

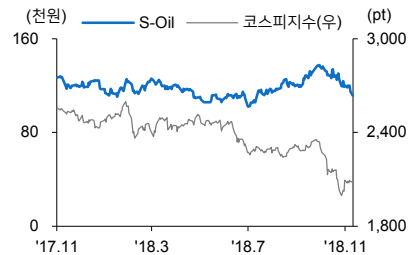
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	427,408	500,304	576,039	571,399	610,446
EPS(지배주주)	17,988	22,643	20,438	24,858	26,405
CFPS	44,076	44,744	43,631	46,178	50,205
EBITDAPS	44,803	44,713	43,640	44,580	50,868
BPS	182,504	192,989	195,452	212,556	231,185
DPS	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000
배당수익률(%)	4.4	3.9	3.9	3.9	3.9
Valuation(Multiple)					
PER	8.1	9.0	10.1	8.3	7.8
PCR	3.3	4.6	4.7	4.5	4.1
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
PBR	0.8	1.1	1.1	1.0	0.9
EBITDA	4,142.7	4,134.4	4,035.2	4,122.1	4,703.5
EV/EBITDA	3.8	5.2	5.8	6.0	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.1	12.0	10.4	12.1	11.8
EBITDA이익률	10.5	8.9	7.6	7.8	8.3
부채비율	78.0	77.3	76.7	81.1	72.9
금융비용부담률	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	12.8	15.7	12.7	11.5	12.8
매출채권회전율(x)	10.7	10.6	11.6	10.9	10.9
재고자산회전율(x)	9.9	8.9	8.7	7.7	7.7

# S-Oil(010950) 19년 Q 증가 원년의 해

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

## Buy

적정주가 (12개월)	150,000원	
현재주가 (11. 12)	111,500원	
상승여력	34.5%	
KOSPI	2,080.44pt	
시가총액	125,530억원	
발행주식수	11,258만주	
유동주식비율	36.54%	
외국인비중	78.91%	
52주 최고/최저가	137,500원 / 102,000원	
평균거래대금	372.5억원	
<b>주요주주(%)</b>		
AOC 외 13	63.46	
국민연금	6.07	
<b>주가상승률(%)</b>	<b>절대주가</b>	<b>상대주가</b>
1개월	-13.9	-10.5
6개월	5.2	25.3
12개월	-11.5	8.2
<b>주가그래프</b>		



### 정유업황 불확실성 모두 해소될 것

- 유가: OPEC 등 잉여생산능력 최저 수준, 증산에 따른 원유 공급 파급력 제한적, 유가 상승 전망
- P-X 수급 강세 지속: 19년 중국 P-X 신규설비 가동 지연 가능성 높아, 공급 차질에 따른 수급 강세를 전망
- IMO2020 선박유 황규제 시행으로 디젤 중심 석유 전 제품 강세 전환 예상: 정제마진 최대 2달러/배럴 개선

### 주가 key-word는 RUC&ODC 프로젝트 정상 가동 시점

- 지난 3년간 투자한 RUC/ODC 프로젝트 올 4분기 풀가동 돌입, 단 PP는 내년 1분기 정상 가동 예정
- PO/PP 제품 믹스 다변화를 통한 이익 모멘텀 발휘 예상

### 투자의견 Buy와 적정주가 15만원 유지

- 18년 이익 1.3조원(-1.3% YoY), 17년 대비 감소한 재고평가이익에 따른 이익 감소
- 18년 연간 DPS 4,600원, 배당수익률 4.0%
- 19년 신규 고도화설비 100% 가동에 따른 이익 증가, 연간 이익 1.8조원(+36.1% YoY) 추정

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	16,321.8	1,616.9	1,205.4	10,494	89.9	54,814	8.1	1.5	5.4	20.5	118.4
2017	20,891.4	1,373.3	1,246.5	10,870	3.6	58,682	10.8	2.0	9.7	18.8	120.5
2018E	25,407.5	1,355.1	994.5	8,586	-21.0	58,450	15.2	2.2	8.8	14.5	155.0
2019E	26,964.4	1,843.9	1,530.7	13,415	56.2	66,575	9.7	2.0	5.8	21.0	143.6
2020E	26,723.7	2,061.7	1,656.5	14,532	8.3	75,392	9.0	1.7	5.1	20.0	128.0

# S-Oil(010950) 분기별 실적추정 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>5,410.9</b>	<b>6,003.1</b>	<b>7,187.9</b>	<b>6,805.5</b>	<b>6,786.0</b>	<b>6,615.0</b>	<b>6,782.9</b>	<b>6,780.5</b>	<b>20,891.4</b>	<b>25,407.4</b>	<b>26,964.4</b>
정유	4,341.3	4,754.1	5,728.1	5,231.1	5,052.5	4,829.1	4,973.9	4,962.8	16,412.4	20,054.6	19,818.3
석유화학	690.2	829.3	1,050.4	1,106.8	1,261.4	1,307.3	1,332.0	1,336.0	2,864.1	3,676.7	5,236.7
윤활기유	379.5	419.7	409.4	467.7	472.1	478.6	477.0	481.8	1,614.9	1,676.3	1,909.5
<b>영업이익</b>	<b>254.5</b>	<b>402.6</b>	<b>315.7</b>	<b>382.2</b>	<b>453.9</b>	<b>422.2</b>	<b>505.8</b>	<b>462.0</b>	<b>1,373.3</b>	<b>1,355.1</b>	<b>1,843.9</b>
%OP	4.7%	6.7%	4.4%	5.6%	6.7%	6.4%	7.5%	6.8%	6.6%	5.3%	6.8%
정유	90.4	305.2	170.4	129.8	190.4	145.7	227.7	187.2	684.0	695.8	751.0
석유화학	81.0	16.5	102.1	165.3	166.9	177.8	180.5	182.3	341.4	364.9	707.5
윤활기유	84.1	80.9	43.2	87.1	96.6	98.6	97.6	92.6	427.6	295.3	385.4
세전이익	258.2	214.5	315.5	550.2	446.9	565.2	498.8	530.0	1,644.9	1,338.4	2,040.9
<b>순이익(지배)</b>	<b>188.7</b>	<b>163.2</b>	<b>229.9</b>	<b>412.7</b>	<b>335.2</b>	<b>423.9</b>	<b>374.1</b>	<b>397.5</b>	<b>1,246.5</b>	<b>994.5</b>	<b>1,530.7</b>
% YoY											
매출액	4.1%	28.7%	37.9%	17.0%	25.4%	10.2%	-5.6%	-0.4%	28.0%	21.6%	6.1%
영업이익	-23.7%	243.2%	-42.9%	3.5%	78.3%	4.9%	60.2%	20.9%	-15.1%	-1.3%	36.1%
세전이익	-50.3%	201.7%	-40.1%	4.4%	73.1%	163.5%	58.1%	-3.7%	4.4%	-18.6%	52.5%
순이익(지배)	-52.1%	143.9%	-42.3%	6.7%	77.6%	159.7%	62.7%	-3.7%	3.4%	-20.2%	53.9%
%QoQ											
매출액	-6.9%	10.9%	19.7%	-5.3%	-0.3%	-2.5%	2.5%	0.0%			
영업이익	-31.1%	58.2%	-21.6%	21.1%	18.8%	-7.0%	19.8%	-8.7%			
세전이익	-51.0%	-16.9%	47.1%	74.4%	-18.8%	26.5%	-11.7%	6.3%			
순이익(지배)	-51.2%	-13.5%	40.9%	79.5%	-18.8%	26.5%	-11.7%	6.3%			

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# S-Oil (010950)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>16,321.8</b>	<b>20,891.4</b>	<b>25,407.5</b>	<b>26,964.4</b>	<b>26,723.7</b>
매출액증가율(%)	-8.8	28.0	21.6	6.1	-0.9
매출원가	14,020.9	18,783.1	23,544.3	24,695.6	24,241.2
매출총이익	2,301.0	2,108.2	1,863.2	2,268.8	2,482.6
판매비와관리비	684.1	735.0	508.1	424.8	420.9
<b>영업이익</b>	<b>1,616.9</b>	<b>1,373.3</b>	<b>1,355.1</b>	<b>1,843.9</b>	<b>2,061.7</b>
영업이익률(%)	9.9	6.6	5.3	6.8	7.7
금융손익	-59.8	203.4	90.4	210.0	160.0
중속/관계기업관련손익	6.7	5.1	6.1	12.0	12.0
기타영업외손익	11.4	63.1	-122.6	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	1,575.1	1,644.9	1,338.4	2,040.9	2,208.7
법인세비용	369.7	398.4	344.5	510.2	552.2
<b>당기순이익</b>	<b>1,205.4</b>	<b>1,246.5</b>	<b>994.5</b>	<b>1,530.7</b>	<b>1,656.5</b>
지배주주지분 순이익	1,205.4	1,246.5	994.5	1,530.7	1,656.5

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>7,974.4</b>	<b>6,774.9</b>	<b>7,836.9</b>	<b>9,332.1</b>	<b>10,608.6</b>
현금및현금성자산	767.4	480.1	1,645.4	3,161.8	4,449.9
매출채권	1,154.6	1,538.8	1,654.0	1,647.9	1,644.5
재고자산	2,423.4	2,790.7	3,757.3	3,743.4	3,735.8
비유동자산	5,984.6	8,312.6	9,543.9	9,581.4	9,432.0
유형자산	5,710.8	7,968.7	9,178.4	9,224.0	9,081.9
무형자산	54.5	105.2	99.3	91.8	84.8
투자자산	123.4	124.6	145.9	145.4	145.1
<b>자산총계</b>	<b>13,959.0</b>	<b>15,087.5</b>	<b>17,380.8</b>	<b>18,913.5</b>	<b>20,040.6</b>
유동부채	4,832.8	4,544.4	6,488.7	6,695.0	6,567.5
매입채무	1,140.7	1,733.3	2,028.8	2,021.3	2,017.2
단기차입금	1,788.6	1,355.4	2,427.2	2,507.2	2,567.2
유동성장기부채	357.3	14.2	255.4	265.4	285.4
비유동부채	2,734.7	3,700.4	4,076.5	4,455.6	4,682.0
사채	1,971.2	2,670.3	2,770.9	3,095.9	3,297.9
장기차입금	592.4	804.4	1,041.4	1,096.4	1,121.4
<b>부채총계</b>	<b>7,567.4</b>	<b>8,244.8</b>	<b>10,565.2</b>	<b>11,150.6</b>	<b>11,249.5</b>
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	379.2	379.2	379.2
기타포괄이익누계액	25.0	23.4	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	4,745.4	5,198.1	6,146.7	7,094.1	8,122.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>6,391.6</b>	<b>6,842.6</b>	<b>6,815.5</b>	<b>7,762.9</b>	<b>8,791.0</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>1,722.0</b>	<b>1,143.3</b>	<b>908.6</b>	<b>2,840.9</b>	<b>2,951.5</b>
당기순이익(손실)	1,205.4	1,246.5	987.1	1,530.7	1,656.5
유형자산감가상각비	278.4	285.4	873.1	1,354.4	1,342.1
무형자산상각비	8.3	8.8	8.1	7.5	7.0
운전자본의 증감	-188.2	-236.3	-958.0	-39.7	-42.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,966.9</b>	<b>-832.2</b>	<b>-741.2</b>	<b>-1,386.2</b>	<b>-1,187.0</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,063.6	-2,414.1	-2,049.3	-1,400.0	-1,200.0
투자자산의 감소(증가)	17.4	3.9	-15.2	12.5	12.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>811.1</b>	<b>-598.3</b>	<b>997.9</b>	<b>61.7</b>	<b>-476.4</b>
차입금증감	1,154.1	91.2	1,742.0	600.0	107.0
자본의증가	0.0	0.0	-952.3	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>566.2</b>	<b>-287.4</b>	<b>1,165.4</b>	<b>1,516.4</b>	<b>1,288.1</b>
기초현금	201.2	767.4	480.1	1,645.4	3,161.8
기말현금	767.4	480.1	1,645.4	3,161.8	4,449.9

## Key Financial Data

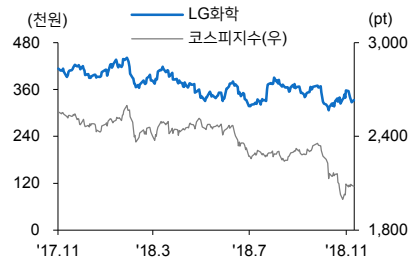
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	144,976	185,565	225,679	239,507	237,370
EPS(지배주주)	10,494	10,870	8,586	13,415	14,532
CFPS	16,875	16,574	21,177	30,119	31,495
EBITDAPS	16,909	14,811	19,863	28,476	30,296
BPS	54,814	58,682	58,450	66,575	75,392
DPS	6,200	5,900	4,600	5,000	5,400
배당수익률(%)	7.3	5.0	3.5	3.8	4.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	8.1	10.8	15.2	9.7	9.0
PCR	5.0	7.1	6.2	4.3	4.1
PSR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR	1.5	2.0	2.2	2.0	1.7
EBITDA	1,903.6	1,667.4	2,236.2	3,205.9	3,410.8
EV/EBITDA	5.4	9.7	8.8	5.8	5.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	20.5	18.8	14.5	21.0	20.0
EBITDA이익률	11.7	8.0	8.8	11.9	12.8
부채비율	118.4	120.5	155.0	143.6	128.0
금융비용부담률	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	28.7	23.6			
매출채권회전율(x)	14.9	15.5	15.9	16.3	16.2
재고자산회전율(x)	8.1	8.0	7.8	7.2	7.1

# LG화학(051910) 주가 Key-word는 석유화학 업황 회복

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

Buy

적정주가 (12개월)	490,000원	
현재주가 (11. 12)	333,500원	
상승여력	46.9%	
KOSPI	2,080.44pt	
시가총액	235,425억원	
발행주식수	7,059만주	
유동주식비율	64.28%	
외국인비중	37.08%	
52주 최고/최저가	441,500원 / 307,000원	
평균거래대금	849.4억원	
<b>주요주주(%)</b>		
LG외 4인	33.38	
국민연금	8.72	
<b>주가상승률(%)</b>		
절대주가	상대주가	
1개월	5.7	9.8
6개월	-3.3	15.1
12개월	-18.0	0.3
<b>주가그래프</b>		



## 성장성에 대한 투자와 우호적인 환경 마련

- 신규 석유화학 크래커 투자에 따라 2021년 기준 에틸렌 생산능력 330만톤으로 확대  
(1) 메탈로센 등 고부가 PE 생산하며 기존 범용 PE 대비 이익 증가  
(2) 기초유분 외부 의존도 축소와 원가 개선에 따른 수익성 개선
- Tesla 영업이익 흑자전환의 시사점: 결국 전기차 시대로의 빠른 변화의 방증

## 주가의 핵심 Key-word: 1순위 석유화학 업황 회복, 2순위 EV 배터리

- 2020년 중대형 배터리 생산능력은 100기가/와트 이상으로 상향과 4Q18 중대형 전지 BEP 달성
- 현 주가 약세는 석유화학 업황 둔화에 기인, (1) 중-미 무역분쟁 해소 가능성, (2) 바닥으로 감소한 재고량 감안하면 올 연말~19년 연초 업황 회복 예상→ 주가 Trigger로 작용 가능성 높아

## 석유화학 Cycle 정점을 지난 Soft-landing, 성장성을 갖춘 동사를 최선호주로 제시, 적정주가 49만원 유지

- 석유화학 Up-cycle은 현재 진행 형이나, 글로벌 매크로 불확실성 지속되며 석유화학 수요 둔화 불가피
- 19년을 기점으로 석유화학 신규 공급량 최저 수준, 하반기 업황 반등에 따른 주가 상승 모멘텀 유효

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	20,659.3	1,991.9	1,281.1	18,751	11.6	188,597	13.9	1.4	5.8	9.5	45.8
2017	25,698.0	2,928.5	1,945.3	26,904	49.3	206,544	15.1	2.0	7.1	12.9	53.3
2018E	27,949.9	2,370.8	1,618.6	22,864.0	-16.1	216,979.0	14.2	1.5	7.1	10.0	61.8
2019E	32,458.6	2,281.0	1,522.4	20,908.0	-10.0	230,550.0	15.5	1.4	7.0	8.7	64.9
2020E	34,545.6	2,416.5	1,623.9	22,346.0	6.7	245,417.0	14.5	1.3	6.5	8.7	61.9

# LG화학(051910) 분기별 실적추정 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>6,553.6</b>	<b>7,051.9</b>	<b>7,234.9</b>	<b>7,109.6</b>	<b>7,756.4</b>	<b>8,308.4</b>	<b>8,207.8</b>	<b>8,186.0</b>	<b>25,698.0</b>	<b>27,949.9</b>	<b>32,458.6</b>
기초소재	4,359.1	4,671.2	4,648.9	4,040.4	4,468.2	4,996.5	5,065.1	4,916.4	17,426.9	17,719.6	19,446.2
전자소재	759.8	764.6	847.2	695.4	629.1	639.7	639.2	666.1	906.0	3,067.0	2,574.1
전지	1,244.5	1,494.0	1,704.3	2,028.6	1,995.7	2,068.5	2,134.5	2,212.6	4,560.6	6,471.4	8,411.3
팜한농/바이오	368.0	338.5	227.4	212.6	371.7	341.9	224.5	235.4	1,155.2	1,146.5	1,173.5
<b>영업이익</b>	<b>650.8</b>	<b>703.3</b>	<b>602.4</b>	<b>414.3</b>	<b>598.9</b>	<b>605.9</b>	<b>555.6</b>	<b>520.6</b>	<b>2,928.5</b>	<b>2,370.8</b>	<b>2,281.0</b>
%OP	9.9%	10.0%	8.3%	5.8%	7.7%	7.3%	6.8%	6.4%	11.4%	8.5%	7.0%
기초소재	636.9	704.5	547.7	352.8	430.0	451.0	431.0	426.9	2808.1	2,241.9	1,738.9
전자소재	-9.7	-21.9	11.8	-17.1	8.8	11.2	10.5	-13.0	111.4	-36.9	17.5
전지	2.1	27.0	84.3	98.4	102.5	113.8	120.3	126.1	28.9	211.8	424.0
팜한농/바이오	52.4	27.2	-5.6	-19.8	57.6	29.9	-6.2	-19.4	89.0	54.2	61.9
세전이익	653.2	644.3	485.1	353.7	536.2	541.5	490.6	455.0	2,563.9	2,136.3	2,023.3
<b>순이익(지배)</b>	<b>531.3</b>	<b>477.7</b>	<b>343.4</b>	<b>266.1</b>	<b>403.4</b>	<b>407.4</b>	<b>369.1</b>	<b>342.4</b>	<b>1,945.3</b>	<b>1,618.6</b>	<b>1,522.3</b>
% YoY											
매출액	1.0%	10.5%	13.1%	10.5%	18.4%	17.8%	13.4%	15.1%	24.4%	8.8%	16.1%
영업이익	-18.3%	-3.2%	-23.7%	-32.6%	-8.0%	-13.8%	-7.8%	25.7%	47.0%	-19.0%	-3.8%
세전이익	-6.5%	-11.7%	-30.9%	-18.4%	-17.9%	-16.0%	1.1%	28.6%	54.5%	-16.7%	-5.3%
순이익(지배)	0.0%	-17.2%	-34.1%	-15.7%	-24.1%	-14.7%	7.5%	28.7%	51.8%	-16.8%	-5.9%
%QoQ											
매출액	1.9%	7.6%	2.6%	-1.7%	9.1%	7.1%	-1.2%	-0.3%			
영업이익	5.8%	8.1%	-14.3%	-31.2%	44.6%	1.2%	-8.3%	-6.3%			
세전이익	50.6%	-1.4%	-24.7%	-27.1%	51.6%	1.0%	-9.4%	-7.3%			
순이익(지배)	68.2%	-10.1%	-28.1%	-22.5%	51.6%	1.0%	-9.4%	-7.2%			

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

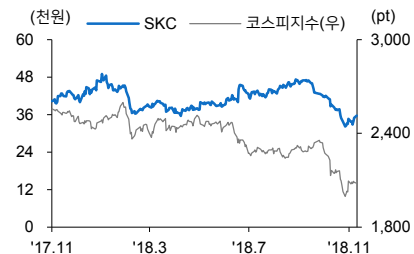
# LG화학 (051910)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>20,659.3</b>	<b>25,698.0</b>	<b>27,949.9</b>	<b>32,458.6</b>	<b>34,545.6</b>
매출액증가율(%)	2.2	24.4	8.8	16.1	6.4
매출원가	16,595.1	20,134.5	21,536.5	24,124.9	25,518.8
매출총이익	4,064.2	5,563.5	6,413.4	8,333.8	9,026.8
판매비와관리비	2,072.3	2,635.1	4,042.6	6,052.8	6,610.4
<b>영업이익</b>	<b>1,991.9</b>	<b>2,928.5</b>	<b>2,370.8</b>	<b>2,281.0</b>	<b>2,416.5</b>
영업이익률(%)	9.6	11.4	8.5	7.0	7.0
금융손익	-120.3	-79.4	-127.5	-149.6	-154.4
중속/관계기업관련손익	-3.8	6.6	5.5	12.0	12.0
기타영업외손익	-208.0	-291.8	-53.9	-120.0	-120.0
세전계속사업이익	1,659.8	2,563.9	2,136.3	2,023.3	2,154.1
법인세비용	378.8	541.9	474.5	485.6	517.0
<b>당기순이익</b>	<b>1,281.0</b>	<b>2,022.0</b>	<b>1,661.6</b>	<b>1,537.7</b>	<b>1,637.1</b>
지배주주지분 손이익	1,281.1	1,945.3	1,618.6	1,522.4	1,623.9
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>9,226.9</b>	<b>11,205.6</b>	<b>12,029.7</b>	<b>13,090.5</b>	<b>13,607.6</b>
현금및현금성자산	1,474.4	2,249.3	1,674.2	1,239.5	1,175.9
매출채권	3,533.7	4,448.7	5,187.9	5,973.4	6,278.4
재고자산	2,965.2	3,352.5	3,982.0	4,585.0	4,819.1
<b>비유동자산</b>	<b>11,260.1</b>	<b>13,835.6</b>	<b>15,810.4</b>	<b>17,052.6</b>	<b>17,905.3</b>
유형자산	9,680.1	11,211.5	13,139.7	14,378.8	15,258.7
무형자산	832.1	1,823.2	1,831.2	1,780.0	1,731.7
투자자산	349.1	352.5	359.0	413.4	434.5
<b>자산총계</b>	<b>20,487.1</b>	<b>25,041.2</b>	<b>27,840.1</b>	<b>30,143.2</b>	<b>31,512.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>5,446.9</b>	<b>6,644.7</b>	<b>6,860.8</b>	<b>8,001.1</b>	<b>8,160.9</b>
매입채무	1,723.3	2,014.8	2,173.4	2,502.4	2,630.2
단기차입금	1,633.9	957.9	1,488.8	1,638.8	1,758.8
유동성장기부채	578.7	493.5	614.3	884.3	644.3
<b>비유동부채</b>	<b>989.2</b>	<b>2,058.0</b>	<b>3,773.0</b>	<b>3,858.1</b>	<b>3,891.1</b>
사채	39.7	1,047.3	2,730.5	2,730.5	2,730.5
장기차입금	608.0	519.0	455.1	455.1	455.1
<b>부채총계</b>	<b>6,436.1</b>	<b>8,702.6</b>	<b>10,633.8</b>	<b>11,859.2</b>	<b>12,051.9</b>
<b>자본금</b>	<b>369.5</b>	<b>391.4</b>	<b>391.4</b>	<b>391.4</b>	<b>391.4</b>
자본잉여금	1,157.8	2,274.4	2,274.4	2,274.4	2,274.4
기타포괄이익누계액	-37.0	-173.8	-93.9	-93.9	-93.9
이익잉여금	12,462.8	14,039.3	14,776.2	15,838.5	17,002.3
비지배주주지분	113.6	170.1	220.9	236.3	249.5
<b>자본총계</b>	<b>14,051.0</b>	<b>16,338.6</b>	<b>17,206.3</b>	<b>18,284.0</b>	<b>19,461.0</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>2,516.7</b>	<b>3,180.8</b>	<b>1,099.2</b>	<b>2,659.7</b>	<b>3,337.6</b>
당기순이익(손실)	1,281.0	2,022.0	1,703.8	1,537.7	1,637.1
유형자산감가상각비	1,282.4	1,305.3	1,459.7	1,760.9	1,920.2
무형자산상각비	54.3	96.7	79.7	51.2	48.3
운전자본의 증감	-382.1	-714.8	-2,172.5	-690.1	-268.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,736.8</b>	<b>-1,640.4</b>	<b>-3,416.4</b>	<b>-3,054.4</b>	<b>-2,821.1</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,398.5	-2,252.6	-3,660.1	-3,000.0	-2,800.0
투자자산의 감소(증가)	-22.1	3.2	-7.0	-54.4	-21.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-1,007.3</b>	<b>-736.5</b>	<b>1,739.4</b>	<b>-40.1</b>	<b>-580.1</b>
차입금증감	231.9	154.3	2,269.6	420.0	-120.0
자본의증가	0.0	1,138.5	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-230.6</b>	<b>775.0</b>	<b>-575.1</b>	<b>-434.7</b>	<b>-63.6</b>
기초현금	1,704.9	1,474.4	2,249.3	1,674.2	1,239.5
기말현금	1,474.4	2,249.3	1,674.2	1,239.5	1,175.9
Key Financial Data					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	311,739	364,095	395,933	459,804	489,367
EPS(지배주주)	18,751	26,904	22,864	20,908	22,346
CFPS	46,573	55,105	53,536	55,886	60,020
EBITDAPS	50,227	61,356	55,391	57,982	62,116
BPS	188,597	206,544	216,979	230,550	245,417
DPS	5,000	6,000	6,000	6,000	6,000
배당수익률(%)	1.9	1.5	1.9	1.9	1.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	13.9	15.1	14.2	15.5	14.5
PCR	5.6	7.3	6.1	5.8	5.4
PSR	0.8	1.1	0.8	0.7	0.7
PBR	1.4	2.0	1.5	1.4	1.3
EBITDA	3,328.6	4,330.5	3,910.2	4,093.1	4,384.9
EV/EBITDA	5.8	7.1	7.1	7.0	6.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.5	12.9	10.0	8.7	8.7
EBITDA이익률	16.1	16.9	14.0	12.6	12.7
부채비율	45.8	53.3	61.8	64.9	61.9
금융비용부담률	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	25.9	29.3	19.6	16.3	16.9
매출채권회전율(x)	6.1	6.4	5.8	5.8	5.6
재고자산회전율(x)	7.8	8.1	7.6	7.6	7.3

## Buy

적정주가 (12개월)	50,000원	
현재주가 (11.12)	35,700원	
상승여력	40.1%	
KOSPI	2,080.44pt	
시가총액	13,400억원	
발행주식수	3,753만주	
유동주식비율	52.65%	
외국인비중	12.52%	
52주 최고/최저가	49,000원 / 32,250원	
평균거래대금	59.2억원	
<b>주요주주(%)</b>		
SK 외 11인	41.71	
국민연금	13.31	
<b>주가상승률(%)</b>	<b>절대주가</b>	<b>상대주가</b>
1개월	-8.8	-5.2
6개월	-10.2	7.0
12개월	-15.0	3.9
<b>주가그래프</b>		



### 19년 긍정적 요소 부각될 시기

- 기업의 체질 변화 중→ 기존 화학/필름기업에서 IT소재 업체로 변모 중임에 주목
- 현 시점 주가 조정에도 19년 긍정적 포인트가 더 많아→(1) 19년 이익 2.2조원(+12.6% YoY), 필름과 자회사가 주도하는 이익 증가, (2) 중국 Wet Chemical 가동 및 CMP패드 증설에 따른 IT소재 사업가치 부각

### 주가의 걸림돌: S-Oil의 PO 정상가동 이후 동사의 대응력

- 동사 주가의 골치거리는 S-Oil PO 가동, 결론은 동사의 화학사업부 실적에 미칠 부정적 요소 제한적
- 동사는 (1) PG/PPG 다운스트림 확대, (2) 중국 및 동남아 PO 생산 JV 투자를 통한 해외 시장 선점 계획

### 19년 화학업종 최선호주 제시, 투자의견 Buy, 적정주가 5만원 유지

- 18~19년 동사의 사업확대 1차 시기, 19년 중국 자회사 신규설비 가동을 시작으로 성장성 부각
- 기업가치 재평가의 핵심은 (1) 화학 PO 해외 생산거점 마련, (2) 고부가 필름 Mix 개선, (3) IT소재 사업진출
- 19년 주가 Re-rating 필요성 제기, 투자의견 Buy와 적정주가 5만원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	2,359.4	149.3	42.9	1,150	-88.3	37,457	28.7	0.9	9.4	3.0	131.6
2017	2,653.5	175.7	110.0	2,931	362.6	38,631	16.0	1.2	10.6	7.7	130.1
2018E	2,833.1	200.4	155.4	4,030	20.4	40,782	8.9	0.9	6.7	10.1	139.5
2019E	2,950.4	225.5	156.7	4,176	-4.5	43,967	8.6	0.8	6.2	9.9	146.8
2020E	3,118.7	251.4	166.3	4,429	6.1	47,405	8.1	0.8	5.7	9.7	148.5

# SKC(011790) 분기별 실적추정 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>638.7</b>	<b>726.0</b>	<b>689.4</b>	<b>779.0</b>	<b>651.6</b>	<b>733.3</b>	<b>766.7</b>	<b>798.8</b>	<b>2,653.5</b>	<b>2,833.1</b>	<b>2,950.4</b>
Industry소재	273.5	290.5	2,667.0	280.6	273.6	291.1	279.3	290.4	1,014.8	1,111.3	1,134.3
화학사업	210.2	229.3	228.6	227.0	205.7	220.2	226.2	220.9	785.4	895.1	873.1
성장사업	155.0	206.2	194.1	271.4	172.3	222.0	261.2	287.4	858.7	826.7	943.0
<b>영업이익</b>	<b>41.2</b>	<b>53.1</b>	<b>54.0</b>	<b>52.1</b>	<b>48.7</b>	<b>54.4</b>	<b>59.6</b>	<b>62.9</b>	<b>175.7</b>	<b>200.3</b>	<b>225.5</b>
%OP	6.5%	7.3%	7.8%	6.7%	7.5%	7.4%	7.8%	7.9%	6.6%	7.1%	7.6%
Industry소재	-4.0	2.0	1.6	-1.1	5.7	6.7	8.9	6.8	-1.7	-1.5	28.1
화학사업	36.8	40.7	39.7	33.0	32.2	36.2	36.8	33.0	126.3	150.2	138.2
성장사업	8.4	10.4	12.7	20.1	10.9	11.4	13.8	23.0	51.1	51.6	59.2
세전이익	58.5	53.5	56.1	46.7	45.4	47.4	56.6	56.9	180.7	214.8	206.2
<b>순이익(지배)</b>	<b>41.6</b>	<b>38.5</b>	<b>39.8</b>	<b>35.5</b>	<b>34.0</b>	<b>36.0</b>	<b>43.0</b>	<b>43.0</b>	<b>110.0</b>	<b>155.4</b>	<b>157.0</b>
% YoY											
매출액	8.8%	18.0%	-6.9%	9.6%	2.0%	1.0%	11.2%	2.5%	12.5%	6.8%	4.1%
영업이익	9.0%	20.1%	12.0%	14.5%	18.2%	2.4%	10.4%	20.7%	17.7%	14.0%	12.6%
세전이익	59.0%	-20.3%	-12.5%	267.7%	-22.4%	-11.4%	0.9%	21.8%	51.0%	18.9%	-4.0%
순이익(지배)	88.2%	-26.4%	13.1%	8775.0%	-18.3%	-6.5%	8.0%	21.1%	156.8%	41.3%	1.0%
%QoQ											
매출액	-10.1%	13.7%	-5.0%	13.0%	-16.4%	12.5%	4.6%	4.2%			
영업이익	-9.5%	28.9%	1.7%	-3.5%	-6.5%	11.7%	9.6%	5.5%			
세전이익	361.0%	-8.5%	4.9%	-16.8%	-9.4%	7.0%	2.7%	-2.3%			
순이익(지배)	10292.6%	-7.5%	3.4%	-10.8%	흑전	17.5%	32.8%	-23.6%			

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# SKC (011790)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,359.4	2,653.5	2,833.1	2,950.4	3,118.7
매출액증가율(%)	-4.3	12.5	6.8	4.1	5.7
매출원가	1,949.5	2,227.4	2,344.5	2,439.8	2,569.2
매출총이익	410.0	426.2	488.6	510.6	549.6
판매비와관리비	260.7	250.5	288.2	285.1	298.2
영업이익	149.3	175.7	200.4	225.5	251.4
영업이익률(%)	6.3	6.6	7.1	7.6	8.1
금융손익	-46.2	-49.9	-67.1	-90.6	-97.7
중속/관계기업관련손익	26.9	68.1	83.8	71.3	65.1
기타영업외손익	-10.3	-13.2	-7.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	119.6	180.7	210.0	206.2	218.8
법인세비용	58.5	44.4	45.9	49.5	52.5
당기순이익	29.3	136.4	164.1	156.7	166.3
지배주주지분 순이익	42.9	110.0	155.4	156.7	166.3

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	801.5	897.2	1,691.5	1,933.2	2,123.8
현금및현금성자산	105.0	176.0	897.9	1,121.1	1,268.8
매출채권	373.7	363.1	385.1	394.9	417.6
재고자산	253.5	299.3	343.2	351.9	372.2
비유동자산	2,727.3	2,770.2	2,350.2	2,526.3	2,687.3
유형자산	1,866.1	1,903.2	2,008.0	2,186.3	2,349.3
무형자산	146.2	209.2	218.8	216.4	214.0
투자자산	565.0	543.2	8.0	8.2	8.6
자산총계	3,528.8	3,667.3	4,041.7	4,459.5	4,811.1
유동부채	862.6	1,200.8	1,247.5	1,360.4	1,390.2
매입채무	278.1	273.9	300.3	307.9	325.6
단기차입금	249.5	298.3	387.8	427.8	427.8
유동성장기부채	174.1	440.7	333.5	353.5	353.5
비유동부채	1,142.3	872.9	1,106.9	1,292.4	1,485.1
사채	627.3	458.7	600.6	720.6	840.6
장기차입금	297.6	216.9	279.4	339.4	399.4
부채총계	2,004.9	2,073.7	2,354.4	2,652.7	2,875.3
자본금	187.7	187.7	187.7	187.7	187.7
자본잉여금	139.8	139.8	140.0	140.0	140.0
기타포괄이익누계액	21.8	-8.2	-16.4	-16.4	-16.4
이익잉여금	1,146.4	1,239.0	1,327.7	1,447.2	1,576.3
비지배주주지분	118.0	143.6	156.5	156.5	156.5
자본총계	1,523.9	1,593.6	1,687.3	1,806.8	1,935.9

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	249.1	209.3	185.4	229.3	260.1
당기순이익(손실)	29.3	136.4	164.1	156.7	166.3
유형자산감가상각비	120.2	117.3	125.4	141.6	157.1
무형자산상각비	4.7	5.2	5.8	2.5	2.4
운전자본의 증감	74.9	-13.6	-50.6	-0.2	-0.5
투자활동 현금흐름	-3.9	-175.7	380.3	-248.9	-255.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-80.3	-120.3	-221.2	-320.0	-320.0
투자자산의 감소(증가)	-6.3	89.9	619.1	71.1	64.6
재무활동 현금흐름	-181.8	38.0	153.7	242.9	143.0
차입금증감	-194.3	68.3	217.5	280.1	180.1
자본의증가	17.9	0.0	0.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	66.5	71.0	721.9	223.3	147.7
기초현금	38.5	105.0	176.0	897.9	1,121.1
기말현금	105.0	176.0	897.9	1,121.1	1,268.8

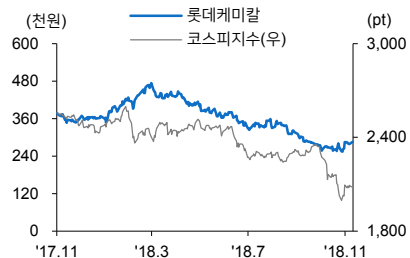
## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	63,317	70,696	75,479	78,606	83,090
EPS(지배주주)	1,150	2,931	4,030	4,176	4,429
CFPS	7,559	8,192	8,617	9,061	10,160
EBITDAPS	7,356	7,943	8,831	9,847	10,946
BPS	37,457	38,631	40,782	43,967	47,405
DPS	750	900	1,050	1,050	1,050
배당수익률(%)	2.3	1.9	2.9	2.9	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	28.7	16.0	8.9	8.5	8.1
PCR	4.4	5.7	4.1	3.9	3.5
PSR	0.5	0.7	0.5	0.5	0.4
PBR	0.9	1.2	0.9	0.8	0.8
EBITDA	274.1	298.2	331.5	369.6	410.8
EV/EBITDA	9.4	10.6	6.7	6.2	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.0	7.7	10.1	9.9	9.7
EBITDA이익률	11.6	11.2	11.7	12.5	13.2
부채비율	131.6	130.1	139.5	146.8	148.5
금융비용부담률	1.8	1.7	1.9	2.3	2.4
이자보상배율(x)	3.5	3.8	3.7	3.4	3.3
매출채권회전율(x)	6.2	7.2	7.6	7.6	7.7
재고자산회전율(x)	8.8	9.6	8.8	8.5	8.6

## Buy

적정주가 (12개월)	360,000원	
현재주가 (11.12)	286,000원	
상승여력	25.9%	
KOSPI	2,080.44pt	
시가총액	98,028억원	
발행주식수	3,428만주	
유동주식비율	46.45%	
외국인비중	31.25%	
52주 최고/최저가	474,500원 / 254,000원	
평균거래대금	874.2억원	
<b>주요주주(%)</b>		
롯데물산 외 4인	53.55	
국민연금	9.08	
<b>주가상승률(%)</b>	<b>절대주가</b>	<b>상대주가</b>
1개월	6.3	10.5
6개월	-26.1	-12.0
12개월	-23.5	-6.5

### 주가그래프



## 석유화학 Up-cycle 유지의 필수조건은 (1) 글로벌 경기 성장률 유지, (2) 중국 위안화 강세 / 수요 상승

- 2H18 석유화학 약세 전환: (1) 중국-미국 무역분쟁에 따른 중국 수요 둔화, 석유화학 관망세 수요, (2) 유가 급등에 따른 수익성 악화 우려로 인해 연초 대비 국내 NCC 기업들의 주가 급락 시현
- 업황 반등 Key-word는 중국, 특히 무역분쟁 갈등 완화 가능성과 위안화 강세에 따른 투자심리 회복을 제시

## 19년 석유화학 Cycle Soft-landing에도 불구하고, 동사는 18~19년 유사한 이익 창출력 부각될 전망

- 19년 유가는 상승하나, 글로벌 수요 둔화에 따른 역내 NCC 기업들의 수익성이 둔화가 예상됨
- 동사는 19년 북미 ECC 신규가동, 여수 크래커 에틸렌 +20만톤 증설, LC Titan PP +20만톤 증설효과 부각 → 북미 ECC 신규설비 가동으로 연간 2천억원 이익 증가 효과 예상
- 18년 연내 인도네시아 NCC 신규 투자 발표 가능성이 높아, 증설을 통한 물량 확대 효과 긍정적

## 투자의견 Buy, 적정주가 36만원 제시

- 동사는 (주)롯데 편입으로 2020년까지 배당성향 30%로 확대할 예정, 18년 DPS 14,000원(배당 수익률 5.0%)
- 주가는 석유화학 업황 둔화 우려감으로 선반영되어 주가 하락 제한적, 동사에 Buy와 적정주가 36만원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	13,223.5	2,544.3	1,835.8	53,561	85.5	273,173	6.9	1.4	4.5	21.7	68.8
2017	15,874.5	2,929.7	2,243.9	65,466	24.4	335,215	5.6	1.1	3.5	21.5	59.5
2018E	16,536.3	2,266.0	1,868.7	54,520	-15.0	368,214	5.2	0.8	3.6	15.5	63.7
2019E	17,523.3	2,120.1	1,808.1	52,753	-2.9	406,967	5.4	0.7	3.6	13.6	62.1
2020E	18,205.5	2,239.9	1,941.6	56,648	7.4	447,615	5.0	0.6	3.2	13.3	60.3

# 롯데케미칼(011170) 분기별 실적추정 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>4,123.2</b>	<b>4,330.2</b>	<b>4,247.6</b>	<b>3,835.2</b>	<b>4,174.2</b>	<b>4,400.1</b>	<b>4,518.3</b>	<b>4,430.7</b>	<b>15,874.5</b>	<b>16,536.2</b>	<b>17,523.3</b>
Olefin	2,092.0	2,221.1	2,034.4	1,710.3	2,114.3	2,171.2	2,245.0	2,308.3	8,114.9	8,057.8	8,838.8
Aromatics	779.9	801.8	832.9	713.8	700.8	707.2	724.6	732.5	2,964.6	3,128.4	2,865.1
LC Titan	596.6	626.5	669.1	770.1	634.1	772.5	774.5	781.1	2,044.9	2,662.3	2,962.2
롯데첨단소재	763.2	788.6	814.9	640.9	725.0	749.2	774.2	608.8	2,894.1	3,007.6	2,857.2
<b>영업이익</b>	<b>662.0</b>	<b>701.3</b>	<b>503.6</b>	<b>399.0</b>	<b>485.8</b>	<b>541.0</b>	<b>524.7</b>	<b>568.6</b>	<b>2,929.7</b>	<b>2,265.9</b>	<b>2,120.1</b>
%OP	16.1%	16.2%	11.9%	10.4%	11.6%	12.3%	11.6%	12.8%	18.5%	13.7%	12.1%
Olefin	412.8	470.3	311.9	198.4	299.9	323.3	319.5	346.5	1,952.1	1,393.4	1,289.2
Aromatics	108.8	100.4	96.8	80.9	66.6	73.4	72.0	70.3	417.5	386.9	282.3
LC Titan	71.9	69.2	48.7	57.8	33.7	58.6	65.3	77.5	281.1	247.6	235.1
롯데첨단소재	90.1	77.9	59.0	62.0	85.6	85.7	67.9	74.3	332.5	289.0	313.5
세전이익	744.5	817.9	603.5	475.8	571.9	625.8	622.3	660.1	3,084.7	2,641.7	2,480.1
<b>순이익(지배)</b>	<b>526.9</b>	<b>555.4</b>	<b>439.3</b>	<b>343.5</b>	<b>412.9</b>	<b>451.8</b>	<b>449.3</b>	<b>476.6</b>	<b>2,243.9</b>	<b>1,865.1</b>	<b>1,790.6</b>
% YoY											
매출액	3.2%	12.4%	6.5%	-5.0%	1.2%	1.6%	6.4%	15.5%	20.0%	4.2%	6.0%
영업이익	-18.8%	10.9%	-34.3%	-44.3%	-26.6%	-22.9%	4.2%	42.5%	15.2%	-22.7%	-6.4%
세전이익	-13.8%	19.2%	-27.5%	-32.2%	-23.2%	-23.5%	3.1%	38.7%	24.0%	-14.4%	-6.1%
순이익(지배)	-17.7%	7.8%	-28.7%	-27.3%	-21.6%	-18.7%	2.3%	38.7%	22.2%	-16.9%	-4.0%
%QoQ											
매출액	2.2%	5.0%	-1.9%	-9.7%	8.8%	5.4%	2.7%	-1.9%			
영업이익	-7.6%	5.9%	-28.2%	-20.8%	21.8%	11.4%	-3.0%	8.4%			
세전이익	6.1%	9.9%	-26.2%	-21.2%	20.2%	9.4%	-0.6%	6.1%			
순이익(지배)	11.6%	5.4%	-20.9%	-21.8%	20.2%	9.4%	-0.6%	6.1%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

# 롯데케미칼(011170) 적정주가 산정

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

사업가치 (A)	EBITDA(19E)	Fair Value	Multiple	비고
석유화학 사업(십억원)	3,042	11,009	3.6	Westlake 등 경쟁사 평균 30% 할인
<b>소계</b>		<b>11,009</b>		

자산가치 (B)	Book Value	비고
관계기업(십억원)	1,088	롯데건설(주), Kor-UZ Gas 등 5개사
조인트벤처(십억원)	401	(주)씨텍, 대산MMA(주) 등 6개사
<b>소계</b>	<b>1,488</b>	
총 기업가치 (C=A+B)	12,497	
순차입금/보증 (D)	234	2019년 말 연결기준 순차입금 추정
적정 시가총액 (C-D)	12,264	
유통주식수 (천주)	34,275	자기주식 58.3만주 제외
적정 주당 주주가치 (원)	357,802	
<b>목표주가 (원)</b>	<b>360,000</b>	
현재주가 (원)	286,000	11/12 종가기준
상승여력	25.9%	
Implied PER	6.8	
Implied PBR	0.8	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 롯데케미칼 (011170)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>13,223.5</b>	<b>15,874.5</b>	<b>16,536.3</b>	<b>17,523.3</b>	<b>18,205.5</b>
매출액증가율(%)	12.9	20.0	4.2	6.0	3.9
매출원가	9,956.8	12,081.9	13,546.5	14,680.2	15,214.5
매출총이익	3,266.7	3,792.6	2,989.8	2,843.2	2,991.0
판매비와관리비	722.5	862.9	723.7	723.1	751.1
<b>영업이익</b>	<b>2,544.3</b>	<b>2,929.7</b>	<b>2,266.0</b>	<b>2,120.1</b>	<b>2,239.9</b>
영업이익률(%)	19.2	18.5	13.7	12.1	12.3
금융손익	-84.9	-20.1	34.5	31.5	38.2
종속/관계기업관련손익	71.5	284.4	313.5	328.5	385.0
기타영업외손익	-43.5	-109.4	26.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	2,487.4	3,084.7	2,641.7	2,480.1	2,663.2
법인세비용	650.2	800.1	698.3	595.2	639.2
<b>당기순이익</b>	<b>1,837.2</b>	<b>2,284.6</b>	<b>1,941.9</b>	<b>1,884.9</b>	<b>2,024.0</b>
지배주주지분 손익	1,835.8	2,243.9	1,865.1	1,790.6	1,941.6
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>5,851.7</b>	<b>8,225.5</b>	<b>9,717.5</b>	<b>10,319.5</b>	<b>11,256.9</b>
현금및현금성자산	2,202.9	1,685.2	1,769.0	1,901.3	2,720.7
매출채권	1,483.7	1,600.0	1,520.8	1,756.9	1,816.2
재고자산	1,477.2	1,536.0	1,504.5	1,738.2	1,796.8
비유동자산	10,015.2	11,325.5	12,314.2	13,774.2	14,937.3
유형자산	5,546.7	6,716.2	8,018.7	9,141.0	10,250.4
무형자산	1,792.4	1,710.6	1,663.6	1,619.4	1,577.3
투자자산	2,528.2	2,727.2	2,459.6	2,841.5	2,937.4
<b>자산총계</b>	<b>15,866.8</b>	<b>19,551.0</b>	<b>22,031.7</b>	<b>24,093.7</b>	<b>26,194.2</b>
유동부채	3,448.8	3,790.9	4,999.7	5,470.7	5,588.9
매입채무	911.6	1,186.0	1,127.3	1,302.3	1,346.3
단기차입금	1,414.7	703.5	746.6	746.6	746.6
유동성장기부채	331.2	795.1	1,219.9	1,219.9	1,219.9
비유동부채	3,017.2	3,505.3	3,573.6	3,759.6	4,266.2
사채	1,893.7	1,288.3	648.8	128.8	128.8
장기차입금	545.9	1,415.5	2,188.3	2,788.3	3,268.3
<b>부채총계</b>	<b>6,466.0</b>	<b>7,296.2</b>	<b>8,573.3</b>	<b>9,230.3</b>	<b>9,855.2</b>
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	478.6	880.7	880.8	880.8	880.8
기타포괄이익누계액	226.2	-144.6	-48.1	-48.1	-48.1
이익잉여금	8,487.0	10,582.1	11,616.6	12,944.9	14,338.1
비지배주주지분	37.7	765.1	837.7	914.4	996.8
<b>자본총계</b>	<b>9,400.8</b>	<b>12,254.8</b>	<b>13,458.4</b>	<b>14,863.4</b>	<b>16,339.0</b>

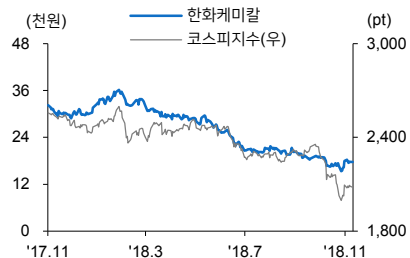
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,700.6</b>	<b>3,129.0</b>	<b>1,055.9</b>	<b>2,884.0</b>	<b>3,092.3</b>
당기순이익(손실)	1,837.2	2,284.6	1,941.9	1,884.9	2,024.0
유형자산감가상각비	561.2	606.0	665.4	877.7	1,090.6
무형자산상각비	67.9	85.2	63.1	44.2	42.2
운전자본의 증감	-138.7	70.0	-1,412.2	88.7	-46.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-3,564.6</b>	<b>-4,717.6</b>	<b>-975.5</b>	<b>-2,281.4</b>	<b>-2,183.6</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,588.2	-2,019.9	-1,802.6	-2,000.0	-2,200.0
투자자산의 감소(증가)	-612.2	-199.1	421.6	-381.9	-95.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1,100.5</b>	<b>1,114.5</b>	<b>-15.0</b>	<b>-470.3</b>	<b>-89.2</b>
차입금증감	1,776.7	75.1	709.7	98.5	484.7
자본의증가	2.1	402.2	0.1	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>260.7</b>	<b>-517.7</b>	<b>83.8</b>	<b>132.3</b>	<b>819.5</b>
기초현금	1,942.2	2,202.9	1,685.2	1,769.0	1,901.2
기말현금	2,202.9	1,685.2	1,769.0	1,901.2	2,720.7
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	385,803	463,146	482,452	511,250	531,154
EPS(지배주주)	53,561	65,466	54,520	52,753	56,648
CFPS	93,730	106,472	93,915	98,919	110,218
EBITDAPS	92,585	105,641	87,366	88,753	98,400
BPS	273,173	335,215	368,214	406,967	447,615
DPS	4,000	10,500	14,000	14,000	16,000
배당수익률(%)	1.1	2.9	4.9	4.9	5.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	6.9	5.6	5.2	5.4	5.0
PCR	3.9	3.5	3.0	2.9	2.6
PSR	1.0	0.8	0.6	0.6	0.5
PBR	1.4	1.1	0.8	0.7	0.6
EBITDA	3,173.4	3,620.9	2,994.5	3,042.0	3,372.7
EV/EBITDA	4.5	3.5	3.6	3.6	3.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	21.7	21.5	15.5	13.6	13.3
EBITDA이익률	24.0	22.8	18.1	17.4	18.5
부채비율	68.8	59.5	63.7	62.1	60.3
금융비용부담률	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	33.3	27.3	25.4	23.8	23.8
매출채권회전율(x)	10.6	10.3	10.6	10.7	10.2
재고자산회전율(x)	10.0	10.5	10.9	10.8	10.3

# 한화케미칼(009830) 주가 상승 모멘텀 부재

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

## Buy

적정주가 (12개월)	25,000원	
현재주가 (11.12)	17,700원	
상승여력	41.2%	
KOSPI	2,080.44pt	
시가총액	28,871억원	
발행주식수	16,311만주	
유동주식비율	63.32%	
외국인비중	24.66%	
52주 최고/최저가	36,200원 / 15,300원	
평균거래대금	202.5억원	
<b>주요주주(%)</b>		
한화 외 5인	36.68	
국민연금	8.15	
<b>주가상승률(%)</b>	<b>절대주가</b>	<b>상대주가</b>
1개월	5.0	9.2
6개월	-39.2	-27.6
12개월	-42.3	-29.5
<b>주가그래프</b>		



### 화학부문 수익성 악화 우려감으로 주가 낙폭(-45.6% YTD)

- 북미 ECC 증설에 따른 올레핀 수익성 둔화 우려감과 TDI 경쟁설비 가동에 따른 가격 약세 우려감
- 18년 연말까지 주력 제품(PVC/가성소다, TDI) 가격 하락 예상되는 바, 단기간 내 주가 상승 모멘텀 부재  
→ 18.11 중국 Wanhua Chemical TDI(30만톤/연) 신규가동 예정  
→ 중국 환경규제 완화에 따라 카바이드 PVC 가동률 회복, 알루미늄 가동률 하락으로 가성소다 수요 둔화

### 업황 저점을 확인 중인 태양광

- 6월 중국 태양광 보조금 축소 영향으로 태양광 제품 가격 급락, 동사는 2Q 태양광부문 적자시현(-43억원)
- 단, 동사의 모듈 출하량은 확대되고 있어 2H18 이익 회복을 예상함

### 투자의견 Buy, 적정주가 2.5만원 제시

- 중국-미국 무역분쟁 장기화에 따른 수요 둔화 우려감과 한화큐셀 지분인수에 따른 우려감이 주가에 선반영
- 중국 내 PVC, PE 등 주요 제품별 재고는 바닥 수준으로, 연말 재고확충 수요 발생에 따른 업황 회복과 주가 반등을 예상하여 투자의견 Buy와 적정주가 2.5만원을 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	9,258.8	779.2	755.3	4,593	321.3	31,850	5.4	0.8	6.4	15.2	152.7
2017	9,341.8	756.4	824.7	5,001	7.9	36,250	6.3	0.9	7.3	14.6	120.6
2018E	8,661.0	562.5	752.8	4,596	-8.8	40,399	3.9	0.4	5.9	11.9	105.3
2019E	8,772.4	501.2	616.5	3,777	-14.2	43,803	4.7	0.4	5.7	8.9	99.9
2020E	8,922.1	617.9	253.6	1,552	12.7	47,576	11.4	0.4	4.6	3.4	92.9

# 한화케미칼(009830) 분기별 실적추정 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>2,076.1</b>	<b>2,250.5</b>	<b>2,171.2</b>	<b>2,163.2</b>	<b>2,138.2</b>	<b>2,202.1</b>	<b>2,223.4</b>	<b>2,208.8</b>	<b>9,341.7</b>	<b>8,661.0</b>	<b>8,772.5</b>
기초소재	1,094.1	1,153.7	1,031.8	1,031.5	1,031.6	1,040.0	1,051.1	1,052.3	4,327.6	4,311.1	4,175.0
가공소재	231.2	257.1	247.1	240.0	234.7	261.7	251.5	242.9	982.4	975.4	990.8
리테일	177.5	177.6	170.4	194.9	167.1	164.7	177.2	202.7	715.4	720.4	711.7
태양광	827.4	806.4	790.3	774.5	776.0	795.4	812.9	780.4	3,414.7	3,198.6	3,164.7
기타	242.8	337.1	291.0	281.4	288.1	299.4	290.0	289.7	1,480.3	1,152.3	1,167.2
<b>영업이익</b>	<b>172.1</b>	<b>184.4</b>	<b>124.9</b>	<b>81.1</b>	<b>114.2</b>	<b>127.2</b>	<b>154.4</b>	<b>105.5</b>	<b>756.5</b>	<b>562.5</b>	<b>501.3</b>
%OP	8.3%	8.2%	6.1%	5.8%	5.3%	5.8%	6.9%	4.8%	8.1%	6.5%	5.7%
기초소재	148.3	181.7	110.7	76.2	109.2	124.9	121.8	108.4	631.1	516.9	464.3
가공소재	-6.1	2.0	3.7	-2.4	-4.2	-2.6	2.5	-4.9	2.2	-2.8	-9.2
리테일	4.8	1.3	10.2	19.5	10.0	1.6	13.3	22.3	22.9	35.8	47.2
태양광	35.0	-4.3	4.7	10.8	11.6	15.9	20.3	11.7	14.3	46.2	59.5
기타	1.8	2.0	9.5	-9.0	1.5	1.3	10.5	-18.0	75.4	4.3	-4.7
세전이익	366.7	260.7	199.5	148.0	196.4	210.5	218.2	182.7	1,065.9	974.9	807.8
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>296.6</b>	<b>186.0</b>	<b>157.2</b>	<b>113.0</b>	<b>151.3</b>	<b>160.5</b>	<b>164.4</b>	<b>140.3</b>	<b>824.8</b>	<b>752.8</b>	<b>616.5</b>
% YoY											
매출액	-5.3%	-9.5%	-6.0%	-5.7%	3.0%	-2.2%	2.4%	2.1%	0.9%	-7.3%	1.3%
영업이익	-12.5%	-15.7%	-38.2%	2.9%	-33.6%	-31.0%	23.6%	30.1%	-2.9%	-25.6%	-10.9%
세전이익	-6.6%	-14.6%	-37.4%	441.0%	-46.4%	-19.3%	9.4%	23.4%	20.2%	-8.5%	-17.1%
순이익(지배)	-7.7%	-21.3%	-31.9%	986.1%	-49.0%	-13.7%	4.6%	24.2%	9.2%	-8.7%	-18.1%
%QoQ											
매출액	-11.7%	8.4%	-3.4%	1.9%	-1.2%	3.0%	1.0%	-0.7%			
영업이익	36.8%	7.1%	-27.8%	-2.7%	40.8%	11.4%	21.4%	-31.7%			
세전이익	910.2%	-28.9%	-20.3%	-5.4%	32.7%	7.2%	3.7%	-16.3%			
순이익(지배)	1959.7%	-37.3%	-7.5%	-9.1%	33.9%	6.1%	2.4%	-14.7%			

자료: 메리츠증권리서치센터

## 한화케미칼(009830) 적정주가 산정

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

사업가치 (A)	EBITDA('19E)	Fair Value	Multiple	비고
한화케미칼 연결기준(십억원)	970.4	4,687.2	4.8	Westlake 등 평균을 30% 할인

자산가치 (B)	Book Value	비고
관계기업	1,292	여천 NCC, 한화리조트, 한화증권 등
매도가능 금융자산	23	대한생명 등
총기업가치 (C=A+B)	6,003	
순차입금 (D)	2,438	2019 말 연결기준 순차입금 추정
우선주가치 (E)	13	11/12 종가 기준
적정 시가총액 (C-D-E)	3,551	
발행주식수 (천주)	140,283	
적정 주당 주주가치 (원)	25,316	
<b>목표주가 (원)</b>	<b>25,000</b>	
현재주가 (원)	17,700	11/12 종가 기준
상승여력	41.2%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

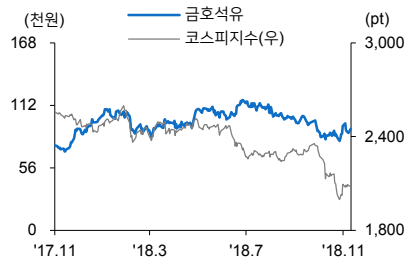
# 한화케미칼 (009830)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,258.8	9,341.8	8,661.0	8,772.4	8,922.1
매출액증가율(%)	15.2	0.9	-7.3	1.3	1.7
매출원가	7,211.2	7,386.3	6,916.2	7,012.6	7,024.4
매출총이익	2,047.6	1,955.5	1,744.7	1,759.8	1,897.7
판매비와관리비	1,268.4	1,199.1	1,182.3	1,258.6	1,279.8
영업이익	779.2	756.4	562.5	501.2	617.9
영업이익률(%)	8.4	8.1	6.5	5.7	6.9
금융손익	-151.0	-131.8	-126.3	-120.8	-115.4
종속/관계기업관련손익	423.3	593.1	467.7	397.4	367.5
기타영업외손익	-165.2	-151.9	72.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	886.4	1,065.9	975.9	777.8	870.0
법인세비용	115.4	231.3	219.4	161.6	182.1
당기순이익	770.9	834.5	755.5	646.3	728.3
지배주주지분 순이익	755.3	824.7	752.8	616.5	253.6
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,523.9	4,222.5	4,435.4	5,046.6	5,654.9
현금및현금성자산	1,012.3	805.0	795.3	1,338.6	1,885.4
매출채권	1,500.4	1,637.0	1,461.2	1,492.0	1,519.9
재고자산	1,420.7	1,143.8	1,484.9	1,516.2	1,544.6
비유동자산	9,294.0	9,427.0	9,540.4	9,734.1	9,906.5
유형자산	5,761.0	5,588.2	5,856.1	5,992.2	6,112.8
무형자산	426.2	422.1	431.2	425.9	420.8
투자자산	2,628.7	2,987.0	2,983.0	3,045.9	3,102.8
자산총계	13,817.9	13,649.5	13,975.7	14,780.7	15,561.4
유동부채	4,963.0	4,894.2	4,280.1	4,329.9	4,374.8
매입채무	1,234.5	1,305.2	1,480.1	1,511.3	1,539.5
단기차입금	1,855.2	2,011.9	-350.0	-350.0	-350.0
유동성장기부채	399.8	629.5	2,274.6	2,274.6	2,274.6
비유동부채	3,386.6	2,567.8	2,889.3	3,055.8	3,120.7
사채	1,354.2	1,038.7	872.8	1,172.8	1,372.8
장기차입금	1,220.5	737.3	1,207.9	1,057.9	907.9
부채총계	8,349.6	7,462.0	7,169.4	7,385.6	7,495.5
자본금	829.7	829.7	821.2	821.2	821.2
자본잉여금	828.5	829.0	840.8	840.8	840.8
기타포괄이익누계액	43.6	-5.0	-11.7	-11.7	-11.7
이익잉여금	3,586.4	4,364.7	4,987.8	5,546.8	6,166.6
비지배주주지분	183.4	172.3	171.4	201.2	252.2
자본총계	5,468.3	6,187.5	6,806.3	7,395.1	8,065.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,151.0	916.2	651.7	838.8	960.9
당기순이익(손실)	770.9	834.5	755.5	646.3	728.3
유형자산감가상각비	430.3	420.0	430.6	463.9	479.5
무형자산상각비	15.0	15.5	9.7	5.3	5.1
운전자본의 증감	-121.6	-197.6	-243.7	-2.1	-1.9
투자활동 현금흐름	-460.1	-403.2	-61.4	-243.0	-259.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-614.8	-492.4	-691.2	-600.0	-600.0
투자자산의 감소(증가)	99.2	234.9	471.7	334.4	310.6
재무활동 현금흐름	-318.2	-685.6	-612.7	-52.5	-154.7
차입금증감	-198.6	-388.9	-429.8	150.3	50.3
자본의증가	13.3	0.5	3.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	367.5	-207.3	-9.7	543.3	546.9
기초현금	644.8	1,012.3	805.0	795.3	1,338.6
기말현금	1,012.3	805.0	795.3	1,338.6	1,885.4
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	56,337	56,683	52,914	53,782	54,700
EPS(지배주주)	4,593	5,001	4,596	3,777	1,552
CFPS	7,273	6,276	5,475	6,146	7,019
EBITDAPS	7,451	7,232	6,126	5,950	6,759
BPS	31,850	36,250	40,399	43,803	47,576
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	1.4	1.1	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	5.4	6.3	3.9	4.7	11.4
PCR	3.4	5.0	3.2	2.9	2.5
PSR	0.4	0.6	0.3	0.3	0.3
PBR	0.8	0.9	0.4	0.4	0.4
EBITDA	1,224.5	1,191.9	1,002.7	970.4	1,102.5
EV/EBITDA	6.4	7.3	5.9	5.7	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.2	14.6	11.9	8.9	3.4
EBITDA이익률	13.2	12.8	11.6	11.1	12.4
부채비율	152.7	120.6	105.3	99.9	92.9
금융비용부담률	1.9	1.6	1.7	1.7	1.7
이자보상배율(x)	4.5	5.1	3.8	3.5	4.2
매출채권회전율(x)	5.7	6.0	5.6	5.9	5.9
재고자산회전율(x)	5.7	7.3	6.6	5.8	5.8

## Buy

적정주가 (12개월)	120,000원
현재주가 (11. 12)	91,000원
상승여력	31.9%
KOSPI	2,080.44pt
시가총액	27,726억원
발행주식수	3,047만주
유동주식비율	56.94%
외국인비중	35.02%
52주 최고/최저가	117,000원 / 70,700원
평균거래대금	145.2억원
<b>주요주주(%)</b>	
박찬구 외 5인	24.70
국민연금	9.50
BlackRock Fund Advisor 외 13인	8.31
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	6.9 / 11.1
6개월	-16.9 / -1.0
12개월	25.3 / 53.2
<b>주가그래프</b>	



### 페놀 체인 신규 증설 논란 이미 시장에 반영, 19년 다운스트림 수요 호조로 페놀 체인 강세 전망

- 결국 공급 Shortage: 글로벌 1위 페놀 업체 Ineos 가동 중단에 따른 공급 차질 장기화 예상
- 19~20년 역내 PC 신규 증설(19년 40만톤/연, 20년 92만톤/연)에 따른 BPA 강세 지속될 전망
- 19년에도 페놀유도체가 견인하는 이익 모멘텀: 페놀 자가소비량 증가, 업황 변동에 따른 리스크 감소 예상

### 19년 NB-Latex 증설: 합성고무 수익성 부진을 상쇄시키는 이익 증가 효과

- 미국-중국 무역분쟁에 따른 수요 심리 부진과 전방 수요 부진으로 합성고무 수익성 부진
- 합성고무 원재료 부타디엔은 유가 하락과 역내 공급량 증가로 약세 전환되며 스프레드 개선
- 단 1Q19 NB-Latex 15만톤 증설 효과로 합성고무 수익성 부진 상쇄

### 투자의견 Buy와 적정주가 12만원(12M Fwd PER 6.8배) 제시

- 2년 연속 동사의 어닝 모멘텀은 페놀유도체가 견인할 점, 고무사업부 수익성 개선까지 고려하여 투자의견 Buy, 적정주가 12만원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	3,970.4	157.1	73.3	2,320	-34.5	48,363	35.3	1.7	12.5	4.6	163.1
2017	5,064.8	262.6	213.6	6,906	174.3	55,019	14.4	1.8	10.0	12.3	134.0
2018E	5,527.4	594.2	587.7	19,184	178.9	72,639	4.7	1.3	4.5	27.5	106.1
2019E	5,594.3	568.0	499.1	16,277	-15.4	86,704	5.6	1.0	4.4	18.7	92.1
2020E	5,779.3	645.2	577.0	18,835	15.7	103,096	4.8	0.9	3.5	18.2	77.7

# 금호석유(011780) 분기별 실적추정내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,339.9</b>	<b>1,441.8</b>	<b>1,450.6</b>	<b>1,295.1</b>	<b>1,359.6</b>	<b>1,393.0</b>	<b>1,414.3</b>	<b>1,427.4</b>	<b>5,064.8</b>	<b>5,527.4</b>	<b>5,594.3</b>
합성고무	474.5	516.6	539.5	505.2	547.9	560.0	562.5	569.3	2,068.1	2,035.8	2,239.7
합성수지	299.6	324.1	320.7	332.0	345.8	357.0	364.1	369.6	1,205.5	1,276.4	1,436.5
기타	565.8	601.1	590.4	432.5	439.3	448.7	459.9	460.6	1,791.1	2,189.8	1,808.5
<b>영업이익</b>	<b>165.8</b>	<b>153.5</b>	<b>151.0</b>	<b>123.9</b>	<b>132.6</b>	<b>131.6</b>	<b>137.9</b>	<b>165.9</b>	<b>262.6</b>	<b>594.2</b>	<b>568.0</b>
%OP	12.4%	10.6%	10.4%	9.6%	9.8%	9.4%	9.8%	11.6%	5.2%	10.8%	10.2%
세전이익	194.2	181.2	162.4	144.1	162.9	160.7	157.1	193.5	289.8	681.9	674.2
<b>순이익(지배)</b>	<b>132.1</b>	<b>175.3</b>	<b>122.6</b>	<b>107.3</b>	<b>121.3</b>	<b>118.1</b>	<b>115.5</b>	<b>144.1</b>	<b>213.6</b>	<b>537.3</b>	<b>499.0</b>
% YoY											
매출액	-4.9%	16.4%	20.4%	6.8%	1.5%	-3.4%	-2.5%	10.2%	28.7%	9.1%	1.2%
영업이익	152.4%	247.3%	161.2%	30.4%	-20.0%	-14.3%	-8.7%	33.9%	60.1%	126.3%	-4.4%
세전이익	119.7%	242.5%	107.9%	104.7%	-16.1%	-11.3%	-3.3%	34.3%	70.9%	135.3%	-1.1%
순이익(지배)	91.2%	377.7%	117.0%	109.2%	-8.2%	-32.6%	-5.8%	34.3%	79.6%	151.5%	-7.1%
%QoQ											
매출액	10.5%	7.6%	0.6%	-10.7%	5.0%	2.5%	1.5%	0.9%			
영업이익	74.5%	-7.4%	-1.6%	-17.9%	7.0%	-0.8%	4.8%	20.3%			
세전이익	175.9%	-6.7%	-10.4%	-11.3%	13.0%	-1.4%	-2.2%	23.2%			
순이익(지배)	157.5%	32.7%	-30.1%	-12.5%	13.0%	-2.6%	-2.2%	24.8%			

자료: 메리츠증권리서치센터

# 금호석유화학 [011780]

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,970.4	5,064.8	5,527.4	5,594.3	5,779.3
매출액증가율(%)	0.9	27.6	9.1	1.2	3.3
매출원가	3,637.5	4,636.5	4,652.6	4,760.5	4,859.5
매출총이익	332.9	428.3	874.8	833.9	919.8
판매비와관리비	175.9	165.6	215.9	265.9	274.6
영업이익	157.1	262.6	594.2	568.0	645.2
영업이익률(%)	4.0	5.2	10.8	10.2	11.2
금융손익	-67.2	-27.5	-62.3	-47.5	-42.4
중속/관계기업관련손익	27.6	89.1	141.3	153.8	176.8
기타영업외손익	-4.6	-34.4	10.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	112.9	289.8	681.9	674.3	779.6
법인세비용	32.1	72.1	130.7	165.0	190.8
당기순이익	80.8	217.7	537.3	499.1	588.8
지배주주지분 순이익	73.3	213.6	537.4	499.1	577.0
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,255.3	1,332.7	1,848.8	2,283.4	2,754.0
현금및현금성자산	197.0	234.4	662.8	976.3	1,408.9
매출채권	520.9	588.5	665.1	733.0	754.3
재고자산	445.5	426.8	421.2	464.3	477.7
비유동자산	3,290.8	3,247.1	3,177.6	3,326.7	3,432.7
유형자산	2,564.8	2,440.3	2,408.2	2,484.2	2,568.4
무형자산	17.3	14.9	14.5	12.6	10.9
투자자산	664.7	768.6	734.3	809.4	832.8
자산총계	4,546.1	4,579.8	5,026.4	5,610.2	6,186.7
유동부채	2,145.6	1,913.9	1,997.0	2,086.3	2,088.0
매입채무	373.7	398.2	437.6	482.3	496.3
단기차입금	971.8	899.8	804.5	724.5	644.5
유동성장기부채	539.3	326.2	434.2	434.2	434.2
비유동부채	672.7	709.1	590.6	603.8	617.9
사채	143.8	247.9	95.8	55.8	35.8
장기차입금	415.7	335.2	365.2	405.2	435.2
부채총계	2,818.2	2,623.0	2,587.6	2,690.1	2,705.9
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	266.5	266.5	359.0	359.0	359.0
기타포괄이익누계액	18.2	46.1	36.9	36.9	36.9
이익잉여금	1,207.9	1,403.0	1,909.8	2,380.8	2,929.8
비지배주주지분	108.2	114.2	6.1	16.3	28.1
자본총계	1,727.9	1,956.8	2,438.9	2,920.1	3,480.9

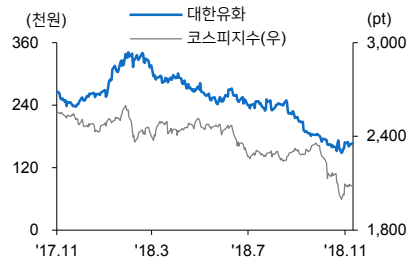
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	296.8	421.1	644.5	739.8	855.2
당기순이익(손실)	80.8	217.7	601.3	509.3	588.8
유형자산감가상각비	202.8	215.1	213.8	264.0	275.8
무형자산상각비	3.2	2.8	2.3	1.9	1.7
운전자본의 증감	-20.2	-39.5	-129.9	-35.4	-11.1
투자활동 현금흐름	-250.7	-106.0	-110.5	-418.3	-384.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-272.7	-106.0	-200.8	-340.0	-360.0
투자자산의 감소(증가)	29.4	-14.9	34.3	-75.1	-23.5
재무활동 현금흐름	103.6	-276.7	-106.1	-8.1	-38.1
차입금증감	165.4	-261.5	-39.7	20.0	-10.0
자본의증가	-1.3	0.0	92.5	0.0	0.0
현금의증가(감소)	149.7	37.5	428.4	313.4	432.6
기초현금	47.3	197.0	234.4	662.8	976.3
기말현금	197.0	234.4	662.8	976.3	1,408.9
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	130,316	166,234	181,418	183,615	189,687
EPS(지배주주)	2,320	6,906	19,184	16,277	18,835
CFPS	12,824	17,332	30,935	32,418	36,088
EBITDAPS	11,916	15,771	28,718	27,371	30,283
BPS	48,363	55,019	72,639	86,704	103,096
DPS	800	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	35.3	14.4	4.7	5.6	4.8
PCR	6.4	5.7	2.9	2.8	2.5
PSR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	1.7	1.8	1.3	1.0	0.9
EBITDA	363.0	480.5	875.0	833.9	922.7
EV/EBITDA	12.5	10.0	4.5	4.4	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.6	12.3	27.5	18.7	18.2
EBITDA이익률	9.1	9.5	15.8	14.9	16.0
부채비율	163.1	134.0	106.1	92.1	77.7
금융비용부담률	1.5	1.3	1.0	1.0	1.0
이자보상배율(x)	2.7	4.0	11.4	9.7	11.0
매출채권회전율(x)	8.3	9.1	8.8	8.0	7.8
재고자산회전율(x)	9.5	11.6	13.0	12.6	12.3

# 대한유화(006650) 어느 때보다 높아진 배당확대 기대감

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

Buy

적정주가 (12개월)	240,000원	
현재주가 (11.12)	166,500원	
상승여력	44.1%	
KOSPI	2,080.44pt	
시가총액	10,823억원	
발행주식수	650만주	
유동주식비율	49.40%	
외국인비중	12.54%	
52주 최고/최저가	342,000원 / 148,000원	
평균거래대금	118.1억원	
<b>주요주주(%)</b>		
이순규 외 12인	40.17	
국민연금	11.58	
<b>주가상승률(%)</b>	<b>절대주가</b>	<b>상대주가</b>
1개월	1.8	5.8
6개월	-35.5	-23.1
12개월	-34.2	-19.6
<b>주가그래프</b>		



## 석유화학 Up-cycle 유지의 필수조건은 (1) 글로벌 경기 성장률 유지, (2) 중국 위안화 강세 / 수요 상승

- 2H18 석유화학 약세 전환: (1) 중국-미국 무역분쟁에 따른 중국 수요 둔화, 석유화학 관망세 수요, (2) 유가 급등에 따른 수익성 악화 우려로 인해 연초 대비 국내 NCC 기업들의 주가 급락 시현
- 업황 반등 Key-word는 중국, 특히 무역분쟁 갈등 완화 가능성과 위안화 강세에 따른 투자심리 회복을 제시

## 19년 석유화학 Cycle Soft-landing이나, 18년 연말 이후 업황의 저점 통과 예상

- NCC, Oil-Phobia 트라우마 극복기 → 동북아 NCC는 에틸렌 생산비용 곡선 상 원가 경쟁력 부각
- 중국 PE 등 화학제품별 재고량 바닥수준, 홍보하는 위안화 흐름을 감안하면 18년 연말 재고확충 수요 발생에 따른 업황 회복이 예상됨

## 극도로 저평가된 Valuation + 배당확대를 통한 기업가치 재평가 시급: 투자의견 Buy, 적정주가 24만원 제시

- 동사의 주가는 PBR 0.5배, EV/EBITDA 2.1배 수준으로 하락 → 과거 적자를 기록한 최악의 시기의 멀티플
- 향후 대규모 투자는 제한적, 현재 동사의 순현금 2천억원 규모, 연간 2천억원 내외 현금 유입을 감안하면 어느 때보다 배당확대 기대감은 높아졌다는 판단 → 18년 연간 DPS 5,500원, 배당수익률 2.9%

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,596.4	343.0	272.1	41,867	35.9	197,854	6.6	1.4	4.6	23.5	36.4
2017	1,779.4	284.2	214.3	32,972	-21.4	226,647	8.0	1.2	5.1	15.5	33.8
2018E	2,563.2	369.2	289.7	44,575	35.1	262,145	3.7	0.6	2.1	18.2	26.1
2019E	2,689.6	332.8	264.5	40,688	-8.7	297,132	4.1	0.6	1.8	14.6	29.4
2020E	2,699.0	365.8	293.4	45,131	10.9	336,086	3.7	0.5	1.1	14.3	31.1

# 대한유화(006650) 분기별 실적추정 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	613.2	652.8	645.0	652.2	669.0	670.6	674.7	675.3	1,779.4	2,563.2	2,689.6
영업이익	103.8	108.3	87.6	69.6	75.6	89.1	87.2	81.0	284.2	369.3	332.9
%OP	16.9%	16.6%	13.6%	10.7%	11.3%	13.3%	12.9%	12.0%	16.0%	14.4%	12.4%
세전이익	106.8	112.2	98.1	72.8	78.7	92.7	91.3	85.3	280.1	389.9	348.0
순이익(지배)	81.9	83.7	74.3	55.3	59.8	70.4	69.4	64.9	214.3	295.2	264.5
% YoY											
매출액	41.1%	191.7%	22.7%	9.6%	9.1%	2.7%	4.6%	3.5%	115.0%	44.0%	4.9%
영업이익	-3.7%	흑전	4.5%	-33.1%	-27.2%	-17.7%	-0.5%	16.4%	-17.1%	29.9%	-9.9%
세전이익	6.0%	흑전	12.1%	-26.1%	-26.3%	-17.4%	-6.9%	17.2%	-22.2%	39.2%	-10.7%
순이익(지배)	6.8%	흑전	11.6%	-27.2%	-27.0%	-15.9%	-6.6%	17.4%	-21.2%	37.8%	-10.4%
%QoQ											
매출액	3.0%	6.5%	-1.2%	1.1%	2.6%	0.2%	0.6%	0.1%			
영업이익	-0.3%	4.3%	-19.1%	-20.5%	8.6%	17.9%	-2.1%	-7.1%			
세전이익	8.4%	5.1%	-12.6%	-25.8%	8.1%	17.8%	-1.5%	-6.6%			
순이익(지배)	7.8%	2.2%	-11.2%	-25.6%	8.1%	17.7%	-1.4%	-6.5%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

# 대한유화(006650) 적정주가 산정

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

사업부	EBITDA(19E)	Fair Value	Multiple	비고
석유화학사업(십억원)	473.3	1,230.5	2.6	LC Titan 등 경쟁사 평균을 30% 할인
영업가치 합(A)		1,230.5		
순차입금(B)		-247.6		2019년 말 연결기준 순차입금 추정
<b>기업가치(C=A-B)</b>		<b>1,478</b>		
주식수(D)		6,176		자기주식 32.4만주 제외
적정주가(C/D)		239,338		
<b>목표주가 (원)</b>		<b>240,000</b>		
현재주가 (원)		166,500		11/12 종가 기준
Upside(%)		44.1%		

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 대한유화 (006650)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,596.4</b>	<b>1,779.4</b>	<b>2,563.2</b>	<b>2,689.6</b>	<b>2,699.0</b>
매출액증가율(%)	-7.6	11.5	44.0	4.9	0.3
매출원가	1,200.6	1,444.0	2,078.3	2,057.4	2,064.3
매출총이익	395.8	335.4	485.0	632.2	634.6
판매비와관리비	52.8	51.2	115.7	299.4	268.9
<b>영업이익</b>	<b>343.0</b>	<b>284.2</b>	<b>369.2</b>	<b>332.8</b>	<b>365.8</b>
영업이익률(%)	21.5	16.0	14.4	12.4	13.6
금융손익	0.7	-5.7	-1.2	3.2	8.2
중속/관계기업관련손익	7.5	7.4	6.6	4.0	4.0
기타영업외손익	9.0	-5.8	7.7	8.0	8.0
세전계속사업이익	360.2	280.1	382.4	348.0	386.0
법인세비용	87.3	65.7	92.6	83.5	92.6
<b>당기순이익</b>	<b>272.9</b>	<b>214.5</b>	<b>295.2</b>	<b>264.5</b>	<b>293.4</b>
지배주주지분 순이익	272.1	214.3	295.2	264.5	293.4
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>428.3</b>	<b>411.7</b>	<b>580.6</b>	<b>931.6</b>	<b>1,316.0</b>
현금및현금성자산	87.1	9.7	153.3	489.1	867.3
매출채권	175.8	211.1	232.1	240.3	243.7
재고자산	138.7	174.2	174.8	181.0	183.5
비유동자산	1,335.4	1,558.9	1,567.9	1,567.4	1,548.9
유형자산	1,161.2	1,389.2	1,398.3	1,397.8	1,379.3
무형자산	5.3	5.7	5.6	5.6	5.6
투자자산	142.9	143.2	144.9	144.9	144.9
<b>자산총계</b>	<b>1,763.6</b>	<b>1,970.6</b>	<b>2,148.5</b>	<b>2,499.0</b>	<b>2,864.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>318.9</b>	<b>260.2</b>	<b>233.2</b>	<b>252.6</b>	<b>273.8</b>
매입채무	70.6	71.6	78.7	86.6	95.3
단기차입금	43.0	45.0	35.0	35.0	35.0
유동성장기부채	85.5	35.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	151.7	237.2	211.3	315.0	406.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	58.0	141.5	106.5	206.5	296.5
<b>부채총계</b>	<b>470.6</b>	<b>497.4</b>	<b>444.5</b>	<b>567.7</b>	<b>680.4</b>
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	984.5	1,173.7	1,404.4	1,631.8	1,885.0
비지배주주지분	7.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>1,293.1</b>	<b>1,473.2</b>	<b>1,703.9</b>	<b>1,931.4</b>	<b>2,184.6</b>

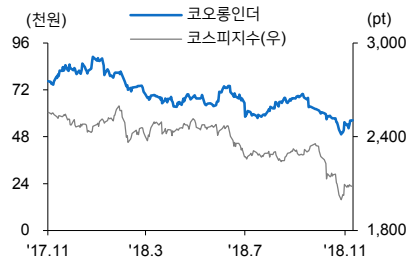
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>322.6</b>	<b>227.9</b>	<b>380.7</b>	<b>405.9</b>	<b>441.2</b>
당기순이익(손실)	272.9	214.5	289.7	264.5	293.4
유형자산감가상각비	64.4	95.1	136.2	140.5	138.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-15.4	-79.9	-69.4	4.9	13.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-278.0</b>	<b>-306.4</b>	<b>-132.4</b>	<b>-136.0</b>	<b>-116.0</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-262.7	-318.3	-134.6	-140.0	-120.0
투자자산의 감소(증가)	2.8	7.1	5.0	4.0	4.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-91.9</b>	<b>1.1</b>	<b>-104.7</b>	<b>66.0</b>	<b>52.9</b>
차입금증감	-73.9	35.0	-80.0	100.0	90.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-47.3</b>	<b>-77.4</b>	<b>143.6</b>	<b>335.9</b>	<b>378.2</b>
기초현금	134.4	87.1	9.7	153.3	489.1
기말현금	87.1	9.7	153.3	489.1	867.3
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	245,597	273,758	394,340	413,788	415,223
EPS(지배주주)	41,867	32,972	44,575	40,688	45,131
CFPS	53,255	47,436	74,021	74,042	78,813
EBITDAPS	62,675	58,356	77,756	72,812	77,582
BPS	197,854	226,647	262,145	297,132	336,086
DPS	4,000	4,000	5,500	6,000	6,500
배당수익률(%)	1.5	1.5	3.3	3.6	3.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	6.6	8.0	3.7	4.1	3.7
PCR	5.2	5.6	2.2	2.2	2.1
PSR	1.1	1.0	0.4	0.4	0.4
PBR	1.4	1.2	0.6	0.6	0.5
EBITDA	407.4	379.3	505.4	473.3	504.3
EV/EBITDA	4.6	5.1	2.1	1.8	1.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	23.5	15.5	18.2	14.6	14.3
EBITDA이익률	25.5	21.3	19.7	17.6	18.7
부채비율	36.4	33.8	26.1	29.4	31.1
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
이자보상배율(x)	88.5	63.9	95.3	62.9	49.4
매출채권회전율(x)	10.2	9.2	11.6	11.4	11.2
재고자산회전율(x)	11.9	11.4	14.7	15.1	14.8

# 코오롱인더스트리(120110) 본업 수익성 악화는 고민거리

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

## Buy

적정주가 (12개월)	70,000원	
현재주가 (11.12)	56,400원	
상승여력	24.1%	
KOSPI	2,080.44pt	
시가총액	15,216억원	
발행주식수	2,698만주	
유동주식비율	62.56%	
외국인비중	16.67%	
52주 최고/최저가	89,000원 / 49,300원	
평균거래대금	90.9억원	
<b>주요주주(%)</b>		
코오롱 외 11인	33.35	
국민연금	11.37	
KB자산운용	5.96	
<b>주가상승률(%)</b>	<b>절대주가</b>	<b>상대주가</b>
1개월	-3.6	0.2
6개월	-18.7	-3.2
12개월	-26.1	-9.6
<b>주가그래프</b>		



### 본업 수익성 하락에 따른 부진한 실적 예상

- 산업자재 부진은 (1) 원가 급등으로 타이어코드 수익성 악화, (2) 고객사 판매 부진으로 자회사 실적 악화
- 필름/전자재료는 원재료 PTA가격 급등에 따른 수익성 악화 및 CPI 비용 발생으로 적자지속이 예상됨

### 수익성 회복 예열 중: 원가 상승분 제품가격 전가, 주요 사업부 증설에 따른 외형확대 가능

- 사업부별 주요 원재료: 산업자재(PTA, MEG), 화학(페놀, ECH, 에폭시 등) 수익성 하반기에 회복
- 19년 주가 상승과 이익 회복의 선결 조건은 (1) 19년 폴더블 스마트폰 양산, (2) 증설에 따른 외형성장

### 투자의견 Buy와 적정주가 7만원 제시

- 19년 폴더블 디바이스 출시 기대감으로 주가 상승: 최근 중국 Royole 및 삼성전자의 폴더블 스마트폰 공개
- 시간이 흐를수록 동사에게 유리한 형국: 동사는 글로벌 유일 CPI 대량생산설비 보유  
→ 전방 수요 증가에 맞춘 CPI 채택률 증가에 따른 외형 성장 기대
- CPI 기대감 및 본업 증설 효과를 감안하여 투자의견 Buy와 적정주가 7만원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	4,562.2	276.7	170.2	6,647	-217.7	70,954	11.1	1.0	8.0	8.9	147.0
2017	4,607.0	198.0	135.1	5,234	-31.0	76,824	17.0	1.2	11.1	6.5	143.8
2018E	4,873.0	173.6	116.6	4,645	-2.0	74,376	12.1	0.8	10.2	5.7	152.5
2019E	5,491.5	212.7	127.2	4,595	2.9	77,546	12.3	0.7	9.2	5.6	154.1
2020E	5,821.0	235.9	148.2	5,375	17.0	81,423	10.5	0.7	8.8	6.3	154.6

# 코오롱인더(120110) 분기별 실적추정 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,126.7</b>	<b>1,165.7</b>	<b>1,232.9</b>	<b>1,347.4</b>	<b>1,330.5</b>	<b>1,392.3</b>	<b>1,325.8</b>	<b>1,443.0</b>	<b>4,607.0</b>	<b>4,872.9</b>	<b>5,491.6</b>
산업자재	408.5	438.0	514.3	509.9	528.5	534.2	545.3	556.3	1,719.0	1,870.7	2,164.3
화학	237.4	217.3	237.3	231.9	233.1	235.1	236.6	237.8	874.3	923.9	942.6
필름/전자	131.2	139.8	140.4	146.6	150.5	155.1	160.4	163.1	499.5	558.0	629.1
패션	246.1	249.3	242.0	365.0	314.0	346.0	283.0	390.0	1,096.7	1,102.4	1,333.0
기타의류소재	103.5	121.2	98.9	94.1	104.4	121.8	100.5	95.7	417.5	417.7	422.4
<b>영업이익</b>	<b>37.9</b>	<b>53.8</b>	<b>29.3</b>	<b>52.6</b>	<b>49.5</b>	<b>50.8</b>	<b>43.3</b>	<b>69.1</b>	<b>198.0</b>	<b>173.6</b>	<b>212.7</b>
%OP	3.4%	4.6%	2.4%	3.9%	3.7%	3.6%	3.3%	4.8%	4.3%	3.6%	3.9%
산업자재	19.5	26.5	22.2	25.8	26.4	27.5	28.7	28.7	118.1	94.0	111.3
화학	22.5	21.2	19.4	20.1	21.6	21.7	22.3	22.4	95.1	83.2	88.0
필름/전자	-3.6	-2.5	-4.0	-4.9	-3.1	-2.4	-1.0	-0.3	-21.1	-15.0	-6.8
패션	8.3	13.4	-3.2	22.4	9.1	6.7	-2.4	26.6	48.2	40.9	40.0
기타의류소재	-8.8	-4.9	-5.2	-10.8	-4.4	-2.7	-4.3	-8.3	-42.0	-29.7	-19.7
세전이익	50.8	44.5	19.8	46.5	55.2	22.3	33.0	63.3	179.3	161.6	173.8
<b>순이익(지배)</b>	<b>38.7</b>	<b>29.4</b>	<b>14.5</b>	<b>34.0</b>	<b>40.4</b>	<b>16.3</b>	<b>24.2</b>	<b>46.3</b>	<b>135.1</b>	<b>116.6</b>	<b>127.2</b>
% YoY											
매출액	-2.0%	3.7%	13.5%	8.1%	18.1%	19.4%	7.5%	7.1%	1.0%	5.8%	12.7%
영업이익	-17.2%	-0.6%	-36.3%	1.2%	30.6%	-5.6%	47.8%	31.4%	-28.5%	-12.3%	22.5%
세전이익	39.6%	-36.6%	-54.0%	57.1%	8.7%	-49.9%	66.7%	36.1%	-25.0%	-9.9%	7.5%
순이익(지배)	50.0%	-48.4%	-56.7%	81.8%	4.4%	-44.6%	66.9%	36.2%	-20.7%	-13.7%	9.1%
%QoQ											
매출액	-9.6%	3.5%	5.8%	9.3%	-1.3%	4.6%	-4.8%	8.8%			
영업이익	-27.1%	42.0%	-45.5%	79.5%	-5.9%	2.6%	-14.8%	59.6%			
세전이익	71.6%	-12.4%	-55.5%	134.8%	18.7%	-59.6%	48.0%	91.8%			
순이익(지배)	107.0%	-24.0%	-50.7%	134.5%	18.8%	-59.7%	48.5%	91.3%			

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 코오롱인더(120110) 적정주가 산정내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 8  
정유/화학\_Soft-Landing

사업가치 (A)	EBITDA('19년)	Fair Value	Multiple(배)	비고
<b>소계</b>	<b>4,262</b>	<b>32,395</b>	<b>7.6</b>	필름, 산업자재, 화학 경쟁사 평균 대비 10% 할인
자산가치 (B)		BV/시가		
매도가능증권 (억원)		791		카프로 등
관계기업 및 공동지배기업 (억원)		9,369		SKC KOLON PI 등 40% 할인
<b>소계</b>		<b>10,160</b>		
<b>총 기업가치 (C=A+B)</b>		<b>42,555</b>		
순차입금/보증 (D)		21,869		2019년 말 연결기준 순차입금 추정
우선주가치 (E)		720		
<b>적정 시가총액 (C-D-E) (억원)</b>		<b>19,966</b>		
상장주식수 (천주)		27,920		
<b>적정 주당 주주가치 (원)</b>		<b>70,000</b>		

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 코오롱인더스트리 (120110)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,562.2	4,607.0	4,981.3	5,491.6	5,821.0
매출액증가율(%)	-6.1	1.0	8.1	10.4	6.0
매출원가	3,281.7	3,426.3	3,998.1	4,179.4	4,376.6
매출총이익	1,280.5	1,180.7	983.2	1,319.7	1,444.4
판매비와관리비	1,003.8	982.7	809.0	1,073.0	1,208.5
영업이익	276.7	198.0	173.6	212.7	235.9
영업이익률(%)	6.1	4.3	3.5	4.5	4.1
금융손익	-39.5	-56.7	-33.1	-58.5	-66.2
종속/관계기업관련손익	40.1	51.7	52.3	18.0	45.0
기타영업외손익	-38.5	-13.7	-12.0	-12.0	-12.0
세전계속사업이익	238.9	179.3	161.5	173.9	202.7
법인세비용	62.9	56.5	45.2	41.7	48.7
당기순이익	176.0	122.7	116.3	132.2	154.0
지배주주지분 순이익	170.2	135.1	116.5	127.1	148.2
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,067.6	2,094.6	2,160.6	2,370.0	2,627.6
현금및현금성자산	147.2	77.0	21.1	79.1	65.7
매출채권	833.3	827.5	962.4	1,030.5	1,152.4
재고자산	794.8	799.2	890.1	953.1	1,065.9
비유동자산	3,181.6	3,567.4	3,767.0	3,848.1	3,912.8
유형자산	2,202.3	2,444.3	2,628.4	2,664.4	2,640.6
무형자산	191.9	177.2	176.3	166.7	157.7
투자자산	614.0	816.4	770.5	825.0	922.7
자산총계	5,249.2	5,662.0	5,927.6	6,218.1	6,540.4
유동부채	1,964.9	2,126.2	2,373.4	2,465.5	2,594.6
매입채무	392.7	409.9	469.7	503.0	562.5
단기차입금	663.7	803.4	909.5	909.5	909.5
유동성장기부채	472.6	413.6	444.6	464.6	464.6
비유동부채	1,159.0	1,213.4	1,206.3	1,305.3	1,377.3
사채	173.2	334.4	293.6	313.6	321.6
장기차입금	609.2	550.9	643.7	703.7	733.7
부채총계	3,123.9	3,339.5	3,579.6	3,770.8	3,972.0
자본금	139.6	142.1	142.3	142.3	142.3
자본잉여금	911.8	929.6	931.7	931.7	931.7
기타포괄이익누계액	29.2	114.6	84.6	84.6	84.6
이익잉여금	878.8	975.5	1,032.3	1,126.6	1,242.0
비지배주주지분	144.3	139.2	135.5	140.5	146.4
자본총계	2,125.3	2,322.5	2,348.0	2,447.3	2,568.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	339.6	276.6	245.3	361.4	340.1
당기순이익(손실)	176.0	122.7	124.6	132.2	154.0
유형자산감가상각비	189.2	191.3	196.0	203.9	203.8
무형자산상각비	9.5	9.7	10.0	9.6	9.1
운전자본의 증감	-73.1	-144.5	-223.9	-52.0	-93.0
투자활동 현금흐름	-261.8	-498.8	-363.8	-295.1	-281.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-243.1	-454.8	-361.7	-240.0	-180.0
투자자산의 감소(증가)	-139.0	-151.8	45.9	-54.5	-97.6
재무활동 현금흐름	-18.5	157.6	59.7	-8.4	-72.4
차입금증감	40.8	185.2	182.1	100.1	38.1
자본의증가	4.8	20.3	2.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	53.6	-70.2	-55.9	58.0	-13.5
기초현금	93.6	147.2	77.0	21.1	79.1
기말현금	147.2	77.0	21.1	79.1	65.7
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	181,549	182,824	186,464	203,549	215,760
EPS(지배주주)	6,647	5,234	4,645	4,595	5,375
CFPS	19,714	17,294	16,882	16,870	17,857
EBITDAPS	18,916	15,832	14,522	15,799	16,635
BPS	70,954	76,824	74,376	77,546	81,423
DPS	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
배당수익률(%)	1.5	1.2	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	11.1	17.0	12.1	12.3	10.5
PCR	3.8	5.1	3.3	3.3	3.2
PSR	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
PBR	1.0	1.2	0.8	0.7	0.7
EBITDA	475.4	399.0	379.5	426.2	448.8
EV/EBITDA	8.0	11.1	10.2	9.2	8.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.9	6.5	5.7	5.6	6.3
EBITDA이익률	10.4	8.7	7.8	7.8	7.7
부채비율	147.0	143.8	152.5	154.1	154.6
금융비용부담률	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
이자보상배율(x)	4.4	3.2	2.6	2.8	3.0
매출채권회전율(x)	5.5	5.5	5.4	5.5	5.3
재고자산회전율(x)	5.5	5.8	5.8	6.0	5.8

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.

당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.

당사는 2018년 11월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

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

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.

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

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

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**SK이노베이션(096770) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.17	산업연구분석	Buy	240,000	노우호	-35.6	-32.5	
2017.01.11	산업연구분석	Buy	240,000	노우호	-35.1	-32.3	
2017.02.06	기업리포트	Buy	240,000	노우호	-35.2	-32.3	
2017.02.06	산업연구분석	Buy	240,000	노우호	-35.2	-32.3	
2017.03.03	산업리포트	Buy	240,000	노우호	-34.8	-30.0	
2017.04.05	산업연구분석	Buy	240,000	노우호	-34.5	-29.2	
2017.04.26	기업리포트	Buy	240,000	노우호	-33.8	-27.3	
2017.05.30	산업연구분석	Buy	240,000	노우호	-33.7	-27.3	
2017.06.12	산업리포트	Buy	240,000	노우호	-33.7	-27.3	
2017.06.26	산업연구분석	Buy	240,000	노우호	-33.7	-27.3	
2017.07.10	산업리포트	Buy	240,000	노우호	-33.4	-26.0	
2017.07.28	기업리포트	Buy	240,000	노우호	-32.3	-20.2	
2017.09.13	산업연구분석	Buy	240,000	노우호	-31.8	-18.3	
2017.09.27	산업리포트	Buy	275,000	노우호	-26.3	-23.6	
2017.10.17	산업연구분석	Buy	275,000	노우호	-25.5	-23.6	
2017.11.03	기업리포트	Buy	275,000	노우호	-25.3	-20.9	
2017.11.29	산업연구분석	Buy	275,000	노우호	-26.0	-20.9	
2018.02.01	기업리포트	Buy	275,000	노우호	-26.1	-20.9	
2018.05.16	기업리포트	Buy	275,000	노우호	-26.1	-20.9	
2018.05.31	산업연구분석	Buy	275,000	노우호	-25.9	-20.9	
2018.07.03	기업리포트	Buy	240,000	노우호	-19.5	-15.8	
2018.07.30	기업리포트	Buy	240,000	노우호	-18.4	-10.4	
2018.10.01	산업연구분석	Buy	275,000	노우호	-22.3	-18.0	
2018.11.02	기업리포트	Buy	275,000	노우호	-22.7	-18.0	
2018.11.07	산업연구분석	Buy	275,000	노우호	-23.1	-18.0	
2018.11.13	산업연구분석	Buy	275,000	노우호	-	-	

**S-Oil(010950) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.17	산업연구분석	Buy	130,000	노우호	-35.3	-33.1	
2017.01.11	산업연구분석	Buy	130,000	노우호	-35.3	-32.9	
2017.02.03	기업리포트	Buy	130,000	노우호	-33.0	-22.7	
2017.04.19	기업리포트	Buy	130,000	노우호	-31.0	-17.3	
2017.05.30	산업연구분석	Buy	130,000	노우호	-30.6	-17.3	
2017.06.12	산업리포트	Buy	130,000	노우호	-30.4	-17.3	
2017.06.26	산업연구분석	Buy	130,000	노우호	-30.1	-17.3	
2017.07.10	산업리포트	Buy	130,000	노우호	-29.4	-11.9	
2017.07.27	기업리포트	Buy	145,000	노우호	-17.9	-12.1	
2017.09.27	산업연구분석	Buy	165,000	노우호	-22.1	-20.0	
2017.10.17	산업리포트	Buy	165,000	노우호	-21.6	-20.0	
2017.10.31	기업리포트	Buy	165,000	노우호	-23.7	-20.0	
2017.11.29	산업연구분석	Buy	165,000	노우호	-26.0	-20.0	
2018.01.30	기업리포트	Buy	165,000	노우호	-26.8	-20.0	
2018.04.26	기업리포트	Buy	165,000	노우호	-27.8	-20.0	
2018.05.31	산업연구분석	Buy	165,000	노우호	-28.8	-20.0	
2018.07.16	기업리포트	Buy	165,000	노우호	-28.9	-20.0	
2018.07.27	기업리포트	Buy	165,000	노우호	-28.6	-20.0	
2018.09.17	기업리포트	Buy	165,000	노우호	-28.5	-19.7	
2018.09.27	1년 경과				-20.4	-16.7	
2018.10.29	기업리포트	Buy	150,000	노우호	-20.3	-17.3	
2018.11.13	산업연구분석	Buy	150,000	노우호	-	-	

**LG화학(051910) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.01.11	산업분석	Buy	370,000	노우호	-32.1	-23.0	
2017.01.31	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-31.8	-23.0	
2017.02.06	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-30.9	-23.0	
2017.02.21	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-30.4	-22.3	
2017.03.03	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-29.1	-19.1	
2017.04.05	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-28.7	-19.1	
2017.04.20	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-27.2	-16.4	
2017.06.26	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-26.9	-16.4	
2017.07.10	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-26.4	-11.8	
2017.07.20	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-21.4	10.1	
2017.09.29	기업브리프	Buy	430,000	노우호	-10.5	-8.0	
2017.10.27	기업브리프	Buy	495,000	노우호	-17.1	-14.4	
2017.11.29	산업분석	Buy	495,000	노우호	-17.4	-11.7	
2018.01.18	기업브리프	Buy	560,000	노우호	-23.2	-21.2	
2018.02.01	기업브리프	Buy	560,000	노우호	-28.8	-21.2	
2018.04.04	산업브리프	Buy	560,000	노우호	-30.2	-21.2	
2018.05.02	기업브리프	Buy	560,000	노우호	-32.0	-21.2	
2018.05.31	산업분석	Buy	560,000	노우호	-34.1	-21.2	
2018.07.25	기업브리프	Buy	490,000	노우호	-27.6	-20.2	
2018.10.29	기업브리프	Buy	490,000	노우호	-27.7	-20.2	
2018.11.07	산업분석	Buy	490,000	노우호	-27.9	-20.2	
2018.11.13	산업분석	Buy	490,000	노우호	-	-	

**SKC(011790) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.01.11	산업분석	Buy	41,000	노우호	-25.0	-17.3	
2017.02.10	기업브리프	Buy	41,000	노우호	-24.9	-16.1	
2017.06.26	산업브리프	Buy	41,000	노우호	-24.5	-14.8	
2017.07.10	산업브리프	Buy	41,000	노우호	-23.1	-6.5	
2017.08.08	기업브리프	Buy	47,000	노우호	-20.7	-17.9	
2017.09.11	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-24.7	-19.6	
2017.11.09	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-23.8	-19.3	
2017.11.29	산업분석	Buy	54,000	노우호	-21.2	-9.3	
2018.02.06	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-24.3	-9.3	
2018.05.04	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-24.6	-9.3	
2018.05.31	산업분석	Buy	54,000	노우호	-24.3	-9.3	
2018.07.05	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-23.9	-9.3	
2018.08.07	기업브리프	Buy	58,000	노우호	-21.0	-18.4	
2018.09.11	기업브리프	Buy	58,000	노우호	-24.9	-18.4	
2018.10.25	기업브리프	Buy	50,000	노우호	-32.8	-30.0	
2018.11.13	산업분석	Buy	50,000	노우호	-	-	

롯데케미칼(011170) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.17	산업분석	Buy	480,000	노우호	-31.2	-19.7	
2017.01.11	산업분석	Buy	480,000	노우호	-29.0	-17.6	
2017.02.03	기업브리핑	Buy	480,000	노우호	-28.9	-17.6	
2017.02.06	산업브리핑	Buy	480,000	노우호	-27.6	-15.2	
2017.02.21	산업브리핑	Buy	480,000	노우호	-27.2	-15.2	
2017.03.03	산업브리핑	Buy	480,000	노우호	-26.6	-15.2	
2017.04.05	산업분석	Buy	480,000	노우호	-26.5	-15.2	
2017.04.28	기업브리핑	Buy	480,000	노우호	-26.4	-15.2	
2017.05.30	산업분석	Buy	480,000	노우호	-26.6	-15.2	
2017.06.26	산업브리핑	Buy	480,000	노우호	-26.7	-15.2	
2017.07.10	산업브리핑	Buy	480,000	노우호	-26.6	-15.2	
2017.08.01	기업브리핑	Buy	480,000	노우호	-26.5	-15.2	
2017.08.04	산업브리핑	Buy	480,000	노우호	-26.2	-15.2	
2017.08.21	산업브리핑	Buy	480,000	노우호	-25.4	-13.2	
2017.09.13	산업브리핑	Buy	480,000	노우호	-25.1	-13.2	
2017.10.11	1년 경과				-18.6	-16.0	
2017.10.31	기업브리핑	Buy	480,000	노우호	-22.2	-16.0	
2017.11.29	산업분석	Buy	480,000	노우호	-22.8	-16.0	
2018.01.18	기업브리핑	Buy	550,000	노우호	-25.9	-22.3	
2018.02.09	기업브리핑	Buy	600,000	노우호	-26.5	-20.9	
2018.04.04	산업분석	Buy	600,000	노우호	-27.9	-20.9	
2018.05.03	기업브리핑	Buy	600,000	노우호	-28.1	-20.9	
2018.05.08	산업브리핑	Buy	600,000	노우호	-28.4	-20.9	
2018.05.10	산업브리핑	Buy	600,000	노우호	-28.6	-20.9	
2018.05.14	산업브리핑	Buy	600,000	노우호	-30.0	-20.9	
2018.05.31	산업분석	Buy	600,000	노우호	-34.3	-20.9	
2018.08.01	기업브리핑	Buy	520,000	노우호	-43.3	-32.2	
2018.11.13	산업분석	Buy	360,000	노우호	-	-	

**한화케미칼(009830) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.17	산업분석	Buy	39,000	노우호	-34.1	-26.3	
2017.01.11	산업분석	Buy	39,000	노우호	-33.5	-26.3	
2017.02.06	산업브리핑	Buy	39,000	노우호	-33.3	-26.3	
2017.02.24	기업브리핑	Buy	39,000	노우호	-33.4	-26.3	
2017.03.03	산업브리핑	Buy	39,000	노우호	-33.8	-26.3	
2017.04.05	산업분석	Buy	39,000	노우호	-33.8	-26.3	
2017.05.12	기업브리핑	Buy	39,000	노우호	-33.2	-23.6	
2017.05.30	산업분석	Buy	39,000	노우호	-32.3	-20.9	
2017.06.26	산업브리핑	Buy	39,000	노우호	-31.7	-19.2	
2017.07.10	산업브리핑	Buy	39,000	노우호	-31.4	-18.2	
2017.07.17	기업브리핑	Buy	39,000	노우호	-29.9	-13.3	
2017.08.11	기업브리핑	Buy	45,000	노우호	-22.3	-21.1	
2017.08.21	산업브리핑	Buy	45,000	노우호	-24.1	-15.6	
2017.11.13	기업브리핑	Buy	45,000	노우호	-25.6	-15.6	
2017.11.29	산업분석	Buy	45,000	노우호	-27.1	-15.6	
2018.01.18	기업브리핑	Buy	45,000	노우호	-26.6	-15.6	
2018.02.23	기업브리핑	Buy	45,000	노우호	-27.2	-15.6	
2018.03.27	기업브리핑	Buy	45,000	노우호	-27.5	-15.6	
2018.04.04	산업분석	Buy	45,000	노우호	-28.6	-15.6	
2018.05.14	산업브리핑	Buy	45,000	노우호	-28.7	-15.6	
2018.05.15	기업브리핑	Buy	45,000	노우호	-29.2	-15.6	
2018.05.31	산업분석	Buy	45,000	노우호	-33.7	-15.6	
2018.08.11	1년 경과				-58.7	-52.7	
2018.11.13	산업분석	Buy	25,000	노우호	-	-	

**금호석유(011780) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.17	산업분석	Buy	100,000	노우호	-24.1	-14.2	
2017.01.11	산업분석	Buy	100,000	노우호	-22.2	-7.7	
2017.02.06	산업브리핑	Buy	100,000	노우호	-21.7	-7.7	
2017.02.21	산업브리핑	Buy	100,000	노우호	-21.8	-7.7	
2017.03.03	산업브리핑	Buy	100,000	노우호	-22.3	-7.7	
2017.04.05	산업분석	Buy	100,000	노우호	-22.4	-7.7	
2017.05.02	기업브리핑	Buy	100,000	노우호	-22.5	-7.7	
2017.05.30	산업분석	Buy	100,000	노우호	-22.7	-7.7	
2017.06.26	산업브리핑	Buy	100,000	노우호	-22.8	-7.7	
2017.07.10	산업브리핑	Buy	100,000	노우호	-23.1	-7.7	
2017.07.31	기업브리핑	Buy	100,000	노우호	-23.1	-7.7	
2017.08.21	산업브리핑	Buy	100,000	노우호	-23.1	-7.7	
2017.10.11	1년 경과				-31.4	-28.5	
2017.11.01	기업브리핑	Buy	100,000	노우호	-27.6	-13.5	
2017.11.29	산업분석	Buy	115,000	노우호	-15.6	-5.7	
2018.01.18	기업브리핑	Buy	130,000	노우호	-19.9	-17.3	
2018.02.02	기업브리핑	Buy	130,000	노우호	-26.4	-17.3	
2018.04.04	산업분석	Buy	130,000	노우호	-26.6	-17.3	
2018.04.30	기업브리핑	Buy	130,000	노우호	-25.6	-15.8	
2018.05.14	산업브리핑	Buy	130,000	노우호	-24.6	-14.6	
2018.05.31	산업분석	Buy	130,000	노우호	-23.3	-10.0	
2018.07.02	기업브리핑	Buy	140,000	노우호	-20.5	-17.5	
2018.08.06	산업주간분석	Buy	140,000	노우호	-29.2	-17.5	
2018.11.13	산업분석	Buy	120,000	노우호	-	-	

**대한유화(006650) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.17	산업분석	Buy	370,000	노우호	-36.4	-22.4	
2017.01.11	산업분석	Buy	370,000	노우호	-34.8	-20.9	
2017.01.25	기업브리핑	Buy	370,000	노우호	-34.0	-20.9	
2017.02.06	산업분석	Buy	370,000	노우호	-32.7	-20.7	
2017.02.21	산업분석	Buy	370,000	노우호	-32.2	-20.7	
2017.03.03	산업분석	Buy	370,000	노우호	-32.1	-20.7	
2017.04.06	기업브리핑	Buy	370,000	노우호	-32.4	-20.7	
2017.04.27	기업브리핑	Buy	370,000	노우호	-32.5	-20.7	
2017.05.30	산업분석	Buy	370,000	노우호	-32.2	-20.7	
2017.06.26	산업분석	Buy	370,000	노우호	-32.3	-20.7	
2017.07.10	산업분석	Buy	370,000	노우호	-32.3	-20.7	
2017.08.02	기업브리핑	Buy	370,000	노우호	-32.1	-20.7	
2017.08.21	산업분석	Buy	370,000	노우호	-31.8	-20.7	
2017.09.13	산업분석	Buy	370,000	노우호	-31.7	-20.7	
2017.10.11	1년 경과				-31.8	-27.6	
2017.11.29	산업분석	Buy	370,000	노우호	-30.5	-16.6	
2018.01.15	기업브리핑	Buy	400,000	노우호	-18.6	-14.5	
2018.02.26	기업브리핑	Buy	400,000	노우호	-22.1	-14.5	
2018.04.04	산업분석	Buy	400,000	노우호	-24.5	-14.5	
2018.05.08	산업분석	Buy	400,000	노우호	-26.6	-14.5	
2018.05.31	산업분석	Buy	400,000	노우호	-37.2	-14.5	
2018.11.13	산업분석	Buy	240,000	노우호	-	-	

**코오롱인더(120110) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.01.11	산업분석	Buy	100,000	노우호	-24.0	-18.5	
2017.02.09	기업브리핑	Buy	100,000	노우호	-28.9	-18.5	
2017.06.26	산업분석	Buy	100,000	노우호	-29.1	-18.5	
2017.07.10	산업분석	Buy	100,000	노우호	-29.8	-18.5	
2017.08.11	기업브리핑	Buy	100,000	노우호	-29.6	-18.5	
2017.09.29	기업브리핑	Buy	100,000	노우호	-29.3	-18.5	
2017.11.13	기업브리핑	Buy	100,000	노우호	-28.7	-15.3	
2017.11.29	산업분석	Buy	115,000	노우호	-34.6	-22.6	
2018.04.25	기업브리핑	Buy	115,000	노우호	-35.2	-22.6	
2018.05.14	기업브리핑	Buy	100,000	노우호	-35.2	-33.7	
2018.05.31	산업분석	Buy	100,000	노우호	-35.2	-26.0	
2018.07.31	기업브리핑	Buy	100,000	노우호	-35.5	-26.0	
2018.08.20	기업브리핑	Buy	100,000	노우호	-35.5	-26.0	
2018.10.22	산업분석	Buy	100,000	노우호	-36.9	-26.0	
2018.11.13	산업분석	Buy	70,000	노우호	-	-	