

정유/화학

Overweight

Cycle의 확장

Analyst 한승재

02 369 3921

sjhan@db-fi.com



Summary



2018 outlook, 수급타이트에 따른 이익 상승 추세 지속될 것: 저유가에 따른 원가 수혜, 제한적인 순증설이 지속되는 가운데 글로벌 경기 반등에 따른 점진적인 수요 개선으로 타이트해지는 수급에 힘입어 정유/화학 시장의 up-cycle은 18년에도 이어질 것으로 전망한다. 정제설비 순증설 부족으로 정제마진의 추세적 상승이 기대되며, 배당성향의 상승으로 글로벌 peer 대비 매력도가 높아진 정유를 화학 대비 상대적으로 선호하며, 우선순위는 SK이노베이션, GS, S-Oil 순이다. 제품별로 순증설의 무게가 다른 화학은 연평균 PE spread의 둔화 지속, MEG/PP/PVC의 강세를 전망한다. 모든 제품군을 영위하는 NCC의 이익 성장 속도는 17년까지의 개선 속도를 기대하긴 어렵지만, 증익 기조는 이어질 것으로 판단된다. 화학 top-picks는 주가가 하락하여 P/E 6배를 밑돌고 있지만 시장의 감익 우려가 과도하다고 판단하는 롯데케미칼, 한화케미칼이다.

정유, 구조적 up-cycle은 지속된다: 글로벌 석유 수요의 견고한 성장, 정제설비 순증설 둔화에 따른 수급타이트로 인해 연평균 정제마진의 추세적 상승을 전망한다. 글로벌 정제설비 순증설은 19년 110만b/d까지 점진적으로 증가하지만, 그 규모가 글로벌 석유 수요 증분(IEA, 17년 +160만 b/d, 18년 +140만b/d)에 미치지 못할 것으로 예상되기에 글로벌 수급타이트는 점차 심화될 것으로 전망한다. 이미 글로벌 가동률은 08년이후 최대치며, 잉여 capa가 가장 많은 중국의 정제 처리량 상승 추세는 둔화될 가능성이 높다는 점을 고려하자.

화학, 제품별 차별화 지속: 에틸렌/PE 공급 부담이 증가하는 것은 부인할 수 없는 사실이며, 17년 연평균 PE spread는 하락했다. PE의 약세는 17년 가동 예정이었으나 지연된 ECC의 상업가동, 19년 가동될 ECC의 프리마케팅 등으로 18년에도 이어질 것으로 전망한다. 하지만 MEG/PP/PVC 등 PE 이외의 downstream은 여전히 제한적인 순증설과 점진적인 수요 개선 효과를 고려할 때 상황이 추가적으로 개선될 것으로 예상된다. PE 둔화만을 부각시킨 NCC의 감익 우려는 과도하다는 판단이며, 연말연초 중국의 re-stocking에 따른 단기 spread 랠리가 재현될 가능성 역시 높다. 연간 이익 체력 대비 극히 저평가된 롯데케미칼/한화케미칼에 대한 비중확대를 추천한다.

스판덱스, 분명 개선되고 있다: 18년 스판덱스 순증설은 중국의 5~6만톤 수준으로 부담스럽지 않다. 9월 이후 상황 개선으로 중국의 11월 스판덱스 가동률은 90%를 상회하고 있으며, 재고는 20일을 하회하고 있다. 명목수요 반등에 따른 중국 spot 가격 상승은 타 지역으로 전이되고 있으며, 가동차질에 따른 isocyanate 강세는 18년에 둔화될 가능성이 높기에 MDI 원가 부담 역시 완화될 것으로 예상된다. 스판덱스 상황은 분명 개선되고 있다.

폴리실리콘, 수요를 낙관하기 어렵다: 중국의 단계적 보조금 삭감에 따른 선수요 집중, 인도의 수요 개선 등에 힘입어 17년 태양광 설치량은 90~100GW에 육박할 것으로 예상된다. 하지만 중국의 보조금 삭감 이후 수요 변동성이 커질 것으로 예상되며, 셰이프가드 발동 시 미국의 수요 둔화 역시 불가피하다. 중국의 폴리실리콘 생산능력은 18년에 4.6만톤 증가할 것으로 예상되기에 공급 부담이 해소되었다고 단정짓기 어렵다. OCI에 대한 투자 의견을 Hold로 유지한다.

Contents

I. 2018 outlook: Cycle 의 확장.....	4
18 년 이익: '폭'은 둔화되지만 성장은 계속된다.....	5
글로벌 peer 밸류에이션/배당 비교: 할인 받을 이유가 없다.....	7
II. 정유: 구조적 up-cycle 은 계속된다.....	10
심상치 않은 유가.....	10
정제설비 증설이 수요를 따라가지 못하는 상황.....	14
이미 높은 가동률, 추가 상승에 대한 부담이 적다.....	16
III. 화학: 제품별 차별화 지속.....	24
증설의 무게가 제품별로 다르다.....	24
스판덱스 시황은 더디지만 분명 개선되고 있다.....	30
폴리실리콘: 수요를 낙관하기 어렵다.....	34
IV. Coverage Recommendation.....	39
SK 이노베이션(096770).....	40
S-Oil(010950).....	43
GS(078930).....	46
롯데케미칼(011170).....	50
한화케미칼(009630).....	53
OCI(010060).....	56

I. 2018 outlook: Cycle의 확장

여전히 cycle의 확장을 고려할 시점

Cycle의 확장
증익 모멘텀은
둔화되지만,
기간의 연장

당사 리서치센터는 정유/화학의 호황이 장기화될 것이라는 기존의 의견을 유지한다. 분기 기준, 전년 대비 혹은 전분기 대비 이익을 큰 폭으로 갱신해나갔던 증익의 모멘텀은 둔화될 수 있으나 높아진 연간 이익 체력이 장기간 유지될 수 있음을 고려해야 한다. 수요 성장에 미치지 못하는 정제설비 순증설로 구조적인 정체마진 up-cycle에 진입한 정유는 높아진 이익 체력을 바탕으로 주주환원 정책을 강화하고 있으며 업황 회복 기대감과 밸류에이션 리레이팅까지 기대할 수 있는 국면이다. 화학은 호황을 이끌어온 PE의 17년 spread 조정이 나타났으며, 18년에도 둔화가 지속될 것으로 예상되기에 정유 대비 시장의 우려가 크다. 하지만 PE 이외의 downstream 제품군의 반등세를 주목해야 하며 18년에도 MEG/PP/PVC/ABS 등의 순증설은 제한적인 상황이다. 모든 제품군을 영위하는 NCC의 이익 성장 속도는 17년까지의 개선 속도를 기대하긴 어렵지만, 증익 기초는 이어질 것으로 판단된다. 시장의 기대와 우려가 혼조하는 상황에서 단기적으로는 중국 re-stocking 효과가 기대되는 연말연초 spread 랠리 가능성을 주목해야 할 시점이다.

단기 유가 급등
다만 OPEC
감산 공조가
장기화 되기
어려움

최근 유가의 상승세가 가파르다. OPEC의 감산 연장 및 러시아의 감산 연장 지지 선언 등이 유가에 긍정적으로 작용하고 있으며 유가 상승에도 불구하고 반등 폭이 제한적인 미국 oil rig과 역시 상승 폭이 더딘 EIA의 미국 원유 생산 전망이 단기 유가 상승을 지지하고 있다. OPEC의 120만b/d에 달하는 감산으로 인해 17년 글로벌 원유 시장은 수요 우위이며 결국 각 지역의 원유재고는 감소하고 있다. 18년에도 OPEC의 감산이 연장된다면 원유 재고는 더욱 낮아질 것으로 예상된다. 하지만 OPEC의 감산 공조는 회원국간의 감산 이행률의 차이, 중동의 이념상 대립을 고려할 때 장기화되기 어렵다. 단기 유가 급등으로 WTI/Brent의 선물 가격은 백워드이션으로 진입했으며 이는 14년 유가 급락 이후 처음이다. 이는 시장의 추세적 유가 상승 기대감이 낮음을 의미한다. 유가 상승은 분명 중장기로는 정유/화학 호황에 저해되는 요소이지만, 단기적으로는 re-stocking을 부추기는 요소다. 동절기 정유의 성수기 효과, 중국의 춘절 전 화학 제품 re-stocking 기대감을 높여야 한다.

스판덱스
18년 증설
완화로 개선
기대감 ↑

스판덱스 개선 기대감을 높여야 할 시점이라 판단된다. 18년 스판덱스 순증설은 중국의 5~6만톤 수준으로 부담스럽지 않다. 9월 이후 시황 개선으로 중국의 11월 스판덱스 가동률은 90%를 상회하고 있으며, 재고는 20일을 하회하고 있다. 명목수요 반등에 따른 중국 spot 가격 상승은 타 지역으로 전이되고 있으며, 가동차질에 따른 isocyanate 강세는 18년에 둔화될 가능성이 높기에 MDI 원가 부담 역시 완화될 것으로 예상된다.

폴리실리콘의
수요 낙관을
경계

반면 폴리실리콘의 추세적 반등 기대감을 경계해야 한다. 중국의 단계적 보조금 삭감에 따른 선수요 집중, 인도의 수요 개선 등에 힘입어 17년 태양광 설치량은 100GW에 육박할 것으로 예상된다. 하지만 중국의 보조금 삭감 이후 수요 변동성이 커질 것으로 예상되며, 셰이프가드 발동 시 미국의 수요 둔화 역시 불가피하다. 중국의 폴리실리콘 생산능력은 18년에 4.6만톤 증가할 것으로 예상되기에 공급 부담이 해소되었다고 단정짓기 어렵다.

18년 이익: '폭'은 둔화되지만 성장은 계속된다

정유의 화학 대비 상대적 선호, 화학 top-picks는 롯데케미칼/한화케미칼/효성

정유를 화학
대비 선호
SK이노베이션
GS
S-Oil 순

정제설비 순증설 부족으로 정제마진의 추세적 상승이 기대되며, 배당성향의 상승으로 글로벌 peer 대비 매력도가 높아진 정유를 화학 대비 상대적으로 선호한다. 전반적인 업황 개선 추이가 견고할 것으로 전망하며 높아진 연간 이익 체력을 바탕으로 적극적인 주주환원 정책까지 고려하고 있다는 점에서 글로벌 peer 대비 저평가 받을 이유가 없다는 판단이다. 3사 모두 선호하지만 배당 성장 기대감이 높은 SK이노베이션을 최선호주로 제시하며, S-Oil 대비 큰 capex와 이익을 시험하고 있는 GS칼텍스의 50% 지분을 보유한 GS의 상대적인 저평가가 과도하다고 판단되기에 차선호주로 제시한다. S-Oil은 우호적인 시황에 18년 고도화 설비 가동으로 YoY 개선 폭은 가장 클 것으로 판단된다.

화학 선호주는
롯데케미칼/
한화케미칼

화학은 커버리지 중 가장 P/E 매력도가 높은 롯데케미칼과 한화케미칼을 top-picks로 제시한다. 롯데케미칼에 대한 시장의 감익 우려는 과도하다고 판단되며, PE 이외 제품군의 구조적인 개선과 단기적으로는 준절전 re-stocking 효과를 고려할 때 점진적인 비중확대에 나설 시점이다. 한화케미칼은 PVC/가성소다의 개선이 태양광 부진을 make-up할 수 있다고 판단하기에 top-picks로 추천한다.

도표 1. 정유/화학 주요 커버리지 실적 및 밸류에이션

(단위: 원 십억원 배 %)

		SK이노베이션	S-Oil	GS	LG화학	롯데케미칼	효성	한화케미칼	OCI	SKC
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Hold	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy
적정주가(원)		280,000(↑)	160,000	96,000	400,000	550,000	175,000	39,000	110,000(↑)	48,000
현재가(원)		211,000	126,000	66,300	406,500	374,000	129,500	30,700	123,500	42,000
영업이익	16	3,228	1,617	1,754	1,992	2,548	1,016	779	121	149
	17E	3,336	1,449	2,073	2,966	2,865	820	822	264	178
	18E	3,772	1,942	2,244	3,077	3,008	981	837	292	227
영업이익 증가율	16	63.1	97.8	10.9	9.2	58.1	7.0	131.2	흑전	-31.5
	17E	3.3	-10.4	18.2	48.9	12.4	-19.3	5.5	118.0	19.3
	18E	13.1	34.0	8.2	3.8	5.0	19.6	1.8	10.3	27.5
지배순이익	16	1,671	1,205	806	1,281	1,836	456	755	242	43
	17E	2,308	1,171	1,042	2,013	2,267	566	1,007	215	147
	18E	2,638	1,472	1,192	2,135	2,298	581	948	179	166
P/E	16	8.1	7.9	6.2	13.5	6.9	11.2	5.4	7.8	28.9
	17E	7.6	12.0	6.0	14.3	5.7	8.0	5.0	13.7	10.7
	18E	6.6	9.5	5.3	13.4	5.6	7.8	5.3	16.5	9.5
ROE	16	10.1	20.5	12.1	9.5	21.7	13.2	15.2	7.9	4.6
	17E	12.9	17.6	14.1	13.7	21.8	14.8	17.5	6.5	11.4
	18E	13.6	20.5	14.4	13.2	18.4	13.9	14.3	5.1	9.7
P/B	16	0.8	1.5	0.7	1.2	1.4	1.4	0.8	0.6	0.9
	17E	0.9	2.0	0.8	1.9	1.1	1.1	0.8	0.9	1.1
	18E	0.9	1.9	0.7	1.7	0.9	1.0	0.7	0.8	1.0
DPS	16	6,400	6,200	1,600	5,000	4,000	5,000	350	400	750
	17E	9,100	6,200	2,200	7,000	5,500	5,500	500	400	1,000
	18E	10,000	8,000	2,500	7,500	6,000	6,000	700	400	1,200

자료: 각 사 Dataguide, DB금융투자

실적 점검: 4Q 정유 건조, 18년 증익 폭 역시 정유 우위

4Q 정유 실적
상대적으로
건조할 것

9월 미국 허리케인 이후 전반적인 정유/화학의 마진은 조정받고 있다. 3Q17 정제마진은 \$6.7/bbl로 4Q15 이후 최대치를 시현했으나 4Q17 누적 \$6.0/bbl로 조정되고 있다.(vs. 4Q16 \$5.8/bbl) 하지만 유가 상승세가 이어짐에 따라 lagging 정제마진은 3Q와 유사한 수준을 달성하고 있다. 유가의 단기 변동성을 예단하기 어렵지만 적어도 4Q 실적은 유가 상승 효과와 lagging 정제마진의 호조로 정유의 건조할 실적이 이어질 것으로 전망한다. 18년은 수급타이트에 따라 등경유 중심의 정제 마진 개선이 이어질 것이라 전망하기에(17E \$5.7/bbl→18E \$6.7/bbl) 정유의 이익 성장세가 이어질 것으로 판단 된다.

화학은 비수기/
원가 부담으로
4Q 부진 예상

반면 화학은 유가 상승에 따른 납사 부담과 비수기 효과가 겹치며 4Q 실적이 전반적으로 부진할 것으로 예상된다. 18년 춘절이 2월임에 따라 16년말과 달리 re-stocking 시점 역시 연말로 지연될 가능성이 높다. 18년 실적은 PE의 부진을 타 제품군이 make-up할 것이라 전망하지만 실적 성장 폭은 둔화 될 가능성이 높다. 하지만 18년 둔화된 실적을 감안한 롯데케미칼의 P/E는 5.8배에 불과하며 시장의 감익 우려는 지나치다고 판단한다.

정유는
컨센서스 상향,
화학은 춘절
re-stocking
기대감 ↑

18년 정유의 실적 컨센서스는 추가적으로 상향될 가능성이 높다고 전망한다. 반면 화학은 시장 컨센서스가 단기 spread에 따라 변동성이 커질 것으로 예상된다. 시장의 우려가 큰 만큼 spread 반등은 지난 9월의 허리케인에 따른 spread 반등→주가 반등처럼 빠르게 주가에 반영될 가능성이 높다. 단기 spread가 유가 급등, 비수기 영향으로 조정받고 있지만, 연말/연초 중국 re-stocking에 따른 수요 집중, 그에 따른 spread 반등에 대비해야 할 시점이다.

도표 2. 정유/화학 향후 영업이익의 전망 vs. 컨센서스

(단위: 십억원 %)

		4Q17E			2017E		2018E		2019E	
		영업이익	%QoQ	%YoY	영업이익	%YoY	영업이익	%YoY	영업이익	%YoY
SK이노베이션	DB	947.0	-1.7	128.3	3,335.9	3.3	3,771.9	13.1	4,164.4	10.4
	컨센서스	866.2	-17.0	108.8	3,261.8	1.0	3,477.4	6.6	3,580.3	3.0
S-Oil	DB	444.8	-19.6	282.8	1,448.8	-10.4	1,941.5	34.0	2,339.4	20.5
	컨센서스	458.0	-11.1	294.1	1,452.8	-10.1	2,025.8	39.4	2,330.6	15.0
GS	DB	538.8	8.5	29.5	2,073.1	18.2	2,243.9	8.2	2,359.7	5.2
	컨센서스	500.1	-1.7	20.2	2,045.1	16.6	2,141.2	4.7	2,264.2	5.7
LG화학	DB	652.5	-17.4	41.8	2,966.0	48.9	3,077.2	3.8	3,258.8	5.9
	컨센서스	689.0	-7.8	49.8	2,996.7	50.4	3,116.8	4.0	3,301.8	5.9
롯데케미칼	DB	651.7	-14.9	1.3	2,864.9	12.4	3,007.9	5.0	3,247.4	8.0
	컨센서스	694.5	-11.6	8.0	2,911.6	14.3	2,969.7	2.0	3,133.4	5.5
효성	DB	197.2	15.5	-20.5	819.9	-19.3	980.9	19.6	1,062.4	8.3
	컨센서스	224.6	-3.6	-9.4	881.4	-13.3	1,024.8	16.3	1,095.5	6.9
한화케미칼	DB	191.6	-11.0	-6.4	822.2	5.5	836.7	1.8	890.6	6.4
	컨센서스	191.4	-13.3	-6.5	829.8	6.5	831.6	0.2	874.6	5.2
OCI	DB	84.9	7.9	3,591.6	264.4	118.0	291.5	10.3	303.1	4.0
	컨센서스	65.3	31.3	2,739.7	244.2	101.3	299.7	22.7	332.2	10.8
SKC	DB	47.9	-0.7	161.5	178.1	19.3	227.0	27.5	270.0	18.9
	컨센서스	48.3	0.1	164.0	178.3	19.4	221.5	24.2	243.5	10.0

자료: 각 사, Delaguide, DB금융투자

글로벌 peer 밸류에이션/배당 비교: 할인 받을 이유가 없다

배당을 고려,
글로벌
peer대비
SK이노베이션
매력 높음

글로벌 주요 정유/화학 peer 들의 배당성향은 40~50% 수준으로 분명 국내 업체 대비 높다. 하지만 국내 정유/화학 기업 중 정유 업체들의 배당성향 및 배당수익률은 글로벌 peer에 대비해서 뒤처지지 않는다. 정유 업체의 배당성향/배당 매력은 밸류에이션을 가르는 요소로, Formosa Petrochemical의 경우 70%대의 배당성향을 바탕으로 17E P/B 3.1배의 고평가를 받고 있다(17E ROE 20%). 반면 SK이노베이션의 배당성향은 16년~17년 35% 수준으로 아시아 정유사들에 미치지 못하지만, 유럽 정유사 대비로는 우위에 있다. 하지만 ROE 대비 P/B는 할인을 받고 있는 상황이기 때문에 글로벌 정유 업종 내 자산 배분 관점에서도 SK이노베이션의 가치는 주목받을 가능성이 높다. 같은 관점에서 S-Oil의 상대적으로 고평가 논란은 Formosa와 비교시 부담스럽지 않다. 오히려 S-Oil의 고도화 증설에 따른 증익 모멘텀이 가장 높음을 염두해야 한다.

도표 3. 정유/화학 주요 커버리지 배당/배당성향 추이 비교 및 전망(DB 추정치 기준)

(단위: 원 십억원 %)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	17E 배당수익률
SK이노베이션	보통주 DPS	2,800	3,200	3,200	0	4,800	6,400	9,100	10,000	11,000	4.3%
	지배순이익	3,169	1,185	730	-589	815	1,671	2,409	2,641	2,933	
	배당성향	8.2%	25.2%	40.9%	0.0%	54.9%	35.7%	35.2%	35.3%	35.0%	
S-Oil	보통주 DPS	4,800	2,650	1,330	150	2,400	6,200	6,200	8,000	10,000	4.9%
	지배순이익	1,191	585	290	-288	631	1,205	1,171	1,471	1,774	
	배당성향	46.9%	52.7%	53.5%	-6.1%	44.3%	59.9%	61.7%	63.3%	65.6%	
GS	보통주 DPS	1,350	1,350	1,350	1,200	1,500	1,600	2,200	2,500	2,800	3.3%
	지배순이익	774	494	358	-347	492	806	1,042	1,192	1,285	
	배당성향	16.5%	25.9%	35.7%	-32.8%	28.9%	18.8%	20.0%	19.9%	20.6%	
LG화학	보통주 DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,500	5,000	7,000	7,500	8,000	1.7%
	지배순이익	2,138	1,494	1,266	868	1,153	1,281	2,013	2,135	2,271	
	배당성향	13.8%	19.7%	23.3%	33.9%	28.7%	28.7%	26.7%	26.9%	27.0%	
롯데케미칼	보통주 DPS	1,750	1,000	1,000	1,000	2,500	4,000	5,500	6,000	6,500	1.5%
	지배순이익	978	315	288	147	993	1,836	2,267	2,298	2,422	
	배당성향	5.7%	10.7%	11.7%	22.9%	8.5%	7.3%	8.3%	8.9%	9.2%	
효성	보통주 DPS	1,000	1,000	1,000	2,000	3,500	5,000	5,500	6,000	6,500	4.2%
	지배순이익	-45	157	-229	269	493	456	566	581	618	
	배당성향	-74.0%	21.2%	-14.5%	24.7%	23.6%	36.5%	32.3%	34.3%	35.0%	
한화케미칼	보통주 DPS	450	250	150	150	150	350	500	700	800	1.6%
	지배순이익	254	30	8	57	188	755	1,007	948	997	
	배당성향	25.1%	119.7%	257.7%	43.2%	13.0%	7.6%	8.2%	12.1%	13.2%	
OCI	보통주 DPS	2,200	400	0	200	0	400	400	400	400	0.3%
	지배순이익	768	-68	-328	-20	100	242	215	179	193	
	배당성향	6.8%	-14.0%	0.0%	-24.0%	0.0%	3.9%	4.4%	5.3%	4.9%	
SKC	보통주 DPS	500	500	500	550	750	750	1,000	1,200	1,200	2.4%
	지배순이익	126	66	57	69	272	43	147	166	189	
	배당성향	14.3%	27.2%	31.6%	28.5%	10.1%	63.1%	23.7%	25.2%	22.1%	

자료: 각 사, Dataguide, DB금융투자

도표 4. 정유/화학 글로벌 peers 배당성향 추이: 정유보다 화학 배당 성향이 더 높다

(단위: 백만달러, %)

Company	17E	순이익				배당성향					
	배당수익률	2015	2016	2017E	2018E	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
1. Chem											
DowDuPont	1.9%	9,056	5,687	7,966	9,629	—	—	—	—	47.5	44.4
Eastman	2.3%	848	854	1,028	1,160	16.5	28.8	29.1	32.6	29.1	27.3
BASF	3.3%	4,426	4,489	6,495	6,549	51.7	49.9	66.8	67.9	51.3	53.0
Lanxess	1.3%	183	213	399	477	−26.2	94.3	33.3	33.3	22.7	23.9
SABIC	4.8%	5,003	4,756	5,626	5,754	59.3	70.7	87.9	67.2	70.6	68.3
Yansab	5.7%	322	614	599	618	63.8	68.2	93.0	73.3	80.5	84.6
Industries Qatar	4.8%	1,227	812	930	1,055	83.1	66.8	135.3	163.9	76.6	70.2
Shin−Etsu Chem	1.1%	1,176	1,241	1,913	2,162	40.2	37.4	33.1	31.5	26.3	25.4
Formosa Plastics	5.3%	973	1,222	1,436	1,377	56.2	60.5	74.2	—	71.8	74.1
Nan Ya Plastics	5.2%	1,125	1,516	1,418	1,336	59.6	57.5	73.3	—	75.0	72.0
Reliance	0.9%	3,855	4,548	4,993	5,625	12.7	12.4	12.5	10.4	14.1	11.7
PTT Chemical	4.5%	603	726	1,040	1,049	46.3	68.4	61.5	18.3	46.6	46.4
Petronas	3.2%	716	709	923	919	51.3	51.6	51.4	51.8	48.3	48.7
2. Refinery											
Valero	3.4%	3,990	2,289	2,190	2,696	17.0	15.3	21.3	48.6	57.1	48.6
Andeavor	2.1%	1,540	734	1,016	1,245	29.5	16.8	14.8	33.9	32.3	29.8
Marathon Petroleum	2.5%	2,852	1,174	1,912	1,949	23.0	20.8	21.6	61.3	41.5	41.1
Phillips 66	2.9%	4,227	1,555	2,346	3,168	21.9	22.5	28.0	83.3	60.1	48.2
PKN	2.6%	753	1,335	1,631	1,313	351.2	−12.1	30.2	24.4	22.4	30.0
MOL Hungarian	2.5%	−935	937	1,140	1,083	238.3	1,079.5	−19.4	25.5	20.6	23.5
Thai Oil	4.7%	356	602	597	569	50.3	−57.1	45.2	43.3	45.7	45.0
IRPC	3.7%	275	276	301	380	250.0	−30.8	47.8	47.9	46.7	50.0
Formosa Petrochemical	5.0%	1,490	2,351	2,262	1,851	88.7	—	80.5	—	73.2	79.6
3. 복합 E&P											
Exxon Mobil	3.7%	16,150	7,840	15,171	17,140	33.4	35.5	74.8	158.5	86.2	78.9
Chevron	3.7%	4,587	−497	7,669	9,417	34.9	41.2	174.0	−1,588.9	109.1	89.3
ConocoPhillips	2.0%	−4,428	−3,615	577	1,755	36.3	51.3	−82.1	−34.4	229.9	76.4
BP	6.0%	−6,482	115	5,643	7,507	29.5	189.8	−113.0	6,557.4	137.9	104.7
Shell	5.9%	1,939	4,575	15,010	16,932	69.2	79.7	606.5	324.1	103.0	93.1
Total	5.0%	5,087	6,196	10,263	11,227	63.8	160.4	122.2	101.0	68.6	68.3
Sinopec	4.1%	5,174	7,028	8,085	8,795	42.1	50.6	55.8	64.7	57.6	59.2
Petrochina	1.3%	5,653	1,183	4,312	7,998	44.9	44.7	46.0	148.3	66.7	47.5

자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 5. 정유/화학 글로벌 peers 밸류에이션 비교

(단위: 백만달러 배, %)

Company	시가총액	PER				PBR				ROE			
		2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
1. Chem													
DowDuPont	163,729	12.8	23.3	20.6	17.1	—	—	1.6	1.8	—	—	18.3	18.0
Eastman	13,044	9.3	11.1	12.9	11.2	2.5	2.4	2.6	2.4	22.8	20.2	22.0	22.0
BASF	100,783	16.3	20.0	15.4	15.3	2.1	2.6	2.5	2.4	13.6	12.9	16.5	15.6
Lanxess	7,158	23.7	29.7	17.7	15.4	1.7	2.2	2.3	2.1	7.4	7.9	11.6	13.9
SABIC	79,773	12.2	15.4	14.8	13.9	1.4	1.7	1.8	1.7	11.6	11.0	12.4	12.4
Yansab	8,465	15.1	13.2	14.1	13.3	1.2	1.9	2.3	2.3	7.8	14.6	15.2	14.9
Industries Qatar	14,840	15.0	24.1	16.0	13.7	2.0	2.1	1.6	1.6	13.3	8.8	10.4	11.1
Shin-Etsu Chem	47,398	26.0	16.7	24.3	21.4	1.7	1.2	2.3	2.1	6.9	7.5	9.9	10.5
Formosa Plastics	19,420	15.9	14.4	13.5	14.1	1.7	1.8	1.8	1.7	10.8	13.1	12.9	12.1
Formosa Fiber	18,134	15.7	12.8	11.9	12.7	1.5	1.8	1.6	1.6	9.8	14.5	12.2	11.8
Nan Ya Plastics	19,598	13.6	11.6	14.3	14.7	1.5	1.7	1.7	1.7	11.1	14.7	11.1	11.0
Reliance	87,950	10.3	10.4	16.5	13.6	1.1	1.3	1.9	1.6	11.3	13.2	9.8	10.9
PTT Chemical	10,712	11.0	11.0	10.3	10.3	1.0	1.1	1.3	1.3	9.0	10.7	13.4	12.5
Petronas	14,200	20.8	19.0	15.3	15.5	2.3	2.1	2.1	1.9	11.7	11.3	13.4	12.8
2. Refinery													
Valero	35,606	8.9	13.8	16.6	13.1	1.6	1.5	1.8	1.7	19.4	11.3	10.8	13.2
Andeavor	16,723	9.0	14.4	15.3	13.2	2.4	1.9	1.6	1.6	31.9	13.7	13.4	13.6
Marathon Petroleum	30,145	10.2	16.3	16.7	15.2	2.1	2.0	2.5	2.4	23.8	8.8	13.1	14.4
Phillips 66	47,461	11.3	24.7	20.7	15.1	1.9	2.0	2.1	2.1	18.9	6.8	10.7	14.5
PKN	14,617	10.2	6.9	8.7	11.0	1.3	1.4	1.7	1.5	13.9	21.5	18.4	14.3
MOL Hungarian	10,012	적자	7.2	8.2	8.8	0.8	1.1	1.3	1.2	-16.8	17.8	17.2	14.6
Thai Oil	5,787	11.1	6.9	9.7	10.2	1.5	1.4	1.6	1.5	13.9	21.3	17.7	15.4
IRPC	3,916	9.3	10.0	13.1	10.5	1.2	1.2	1.5	1.4	13.1	12.4	12.0	13.8
Formosa Petrochemical	33,448	15.9	14.1	14.7	18.0	2.8	3.5	3.1	3.1	18.7	26.3	20.2	17.1
3. 복합 E&P													
Exxon Mobil	351,426	20.2	38.2	23.4	20.8	1.9	2.2	2.0	2.0	9.4	4.6	8.7	9.4
Chevron	222,569	27.2	적자	29.5	23.5	1.1	1.5	1.5	1.5	3.0	-0.3	5.4	6.2
ConocoPhillips	63,350	적자	적자	114.9	35.7	1.5	1.8	2.1	2.1	-9.7	-9.7	0.2	6.1
BP	132,486	적자	1,031.3	23.1	17.5	1.0	1.3	1.4	1.4	-6.2	0.1	5.8	7.9
Shell	266,446	72.5	47.7	17.5	15.9	0.9	1.2	1.4	1.3	1.2	2.6	7.9	9.0
Total	141,529	20.2	19.7	13.7	13.1	1.3	1.3	1.3	1.2	5.7	6.9	9.3	9.7
Sinopec	106,494	14.6	12.8	14.0	13.0	0.7	0.8	1.0	1.0	5.1	6.7	7.4	7.7
Petrochina	219,477	22.4	129.3	53.1	31.9	0.7	0.8	1.3	1.2	3.0	0.7	2.4	3.5

자료: Bloomberg, DB금융투자

II. 정유: 구조적 up-cycle은 계속된다

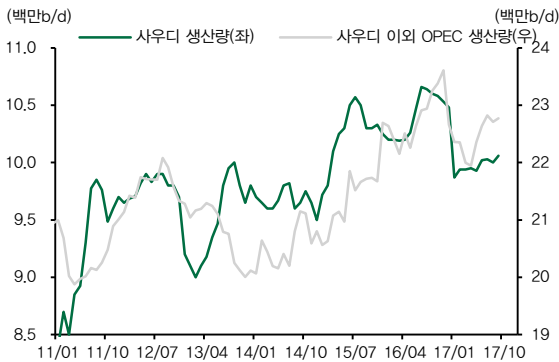
심상치 않은 유가

OPEC의 감산, 성공적인 유가 부양

OPEC
감산으로
유가부양 성공

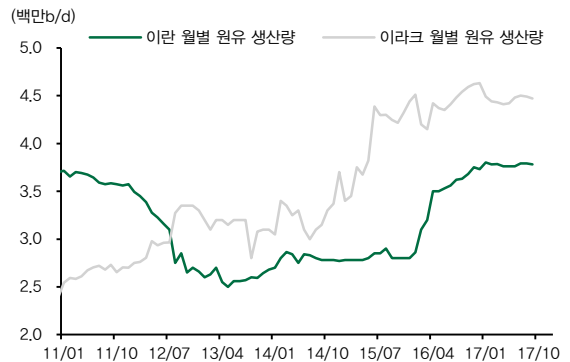
17년 본격화된 OPEC의 유가 부양을 위한 감산은 성공적인 결과를 내고 있다. OPEC과 러시아 등 비 OPEC 감산을 포함할 경우 약 150만b/d에 달하는 감산량은 견조한 글로벌 수요와 함께 전 세계 원유 재고를 하락시키고 있으며, 유가는 Brent 기준 16년말 대비 12% 상승하며 \$60/bbl을 넘어섰다. 18.3월까지 예정된 OPEC의 추가 감산 연장 여부는 11/30일 OPEC 총회에서 결정될 것으로 예상되며 감산이 18년말까지 연장될 경우 원유 수급 개선 속도는 한층 더 빨라질 것으로 예상된다.

도표 6. 사우디 & 사우디 이외 원유 생산량



자료: Bloomberg, IEA, DB금융투자

도표 7. 이란 & 이라크 원유 생산량 추이



자료: Bloomberg, IEA, DB금융투자

도표 8. OPEC 원유 생산 추이: 감산 이행을 충족하지 못하는 5개 회원국, 이란은 증산

(단위: 천b/d)

	17.6월	17.7월	17.8월	17.9월	OPEC 감산 산유량
Algeria	1,060	1,054	1,055	1,046	1,039
Angola	1,666	1,641	1,644	1,641	1,673
Ecuador	529	537	536	536	522
Equatorial Guinea	140	144	133	141	-
Gabon	198	207	186	201	193
Iran	3,817	3,830	3,826	3,827	3,797
Iraq	4,498	4,471	4,462	4,494	4,351
Kuwait	2,709	2,702	2,702	2,700	2,707
Libya	848	1,003	869	923	-
Nigeria	1,710	1,711	1,804	1,855	-
Qatar	615	614	612	616	618
Saudi	10,035	10,025	9,975	9,975	10,058
UAE	2,917	2,921	2,913	2,905	2,874
Venezuela	1,955	1,949	1,942	1,890	1,972
OPEC Total	32,697	32,808	32,659	32,748	

자료: OPEC, DB금융투자

OPEC의 감산 연장은 글로벌 수급을 개선시킴

글로벌 원유
재고 하락세

추세적인 상승세를 시현하던 OECD 원유 재고는 17.3월을 정점으로 하락세로 반전했다. 견조한 수요와 함께 OPEC의 감산에 따른 공급 억제 정책이 효과를 나타내고 있는 것이다. OPEC의 석유류 공급(원유, 석유 환산, NGL 포함)은 4Q16 4,028만b/d에서 3Q17 3,967만b/d로 하락했다. OPEC감산에서 제외된 이란/리비아/나이지리아 등의 증산에도 불구하고 감산에 합의한 국가들의 감산 이행으로 OPEC의 총 공급이 하락한 것이다. 이는 미국의 원유 증산에도 불구하고 글로벌 석유 공급 증가를 제한시켰다.

OPEC
감산으로
17년은 수요
우위

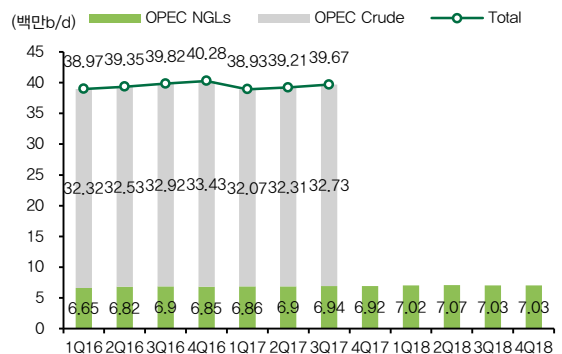
IEA는 17년 글로벌 석유 공급 중 비 OPEC은 5,805만b/d로 16년 대비 67만b/d 증가할 것으로 전망하고 있다. OPEC이 현재 공급량을 유지시킬 경우 17년 OPEC 공급량은 3,951만b/d로 16년 대비 10만b/d 하락하게 되어 글로벌 공급량 증분은 57만b/d에 그치게 된다.(vs. 수요 +158만b/d) IEA는 18년 비 OPEC 석유 공급을 17년 대비 155만b/d(북미 +122만b/d, 남미 +18만b/d 등)로 전망하고 있는데, 다소 공격적인 가정임에도 불구하고 OPEC의 감산이 연장된다면 수요(YoY+141만b/d)와 어느정도 균형을 이룰 수 있는 수준이다.

도표 9. OECD 산업용 원유 재고 추이



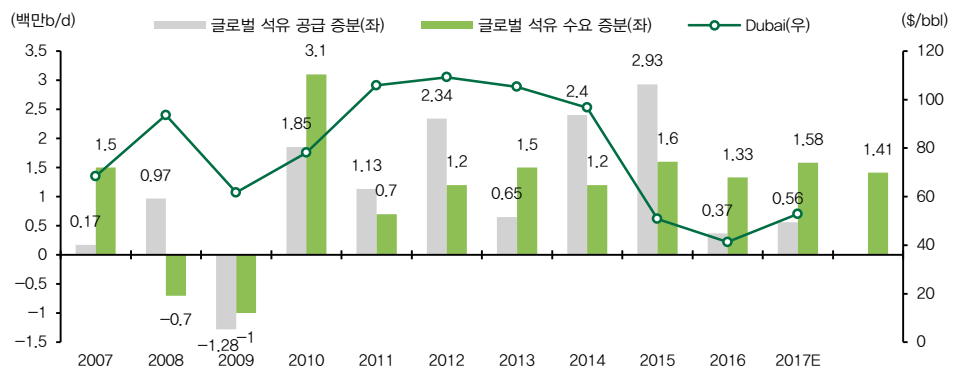
자료: IEA, DB금융투자

도표 10. OPEC 석유류 공급 추이: 감산이 연장된다면?



자료: IEA, DB금융투자

도표 11. IEA 추정, 글로벌 석유 공급 & 수요 증분 추이



자료: IEA, DB금융투자

늘지 못하는 미국 rig가 단기 유가 상승을 부추김

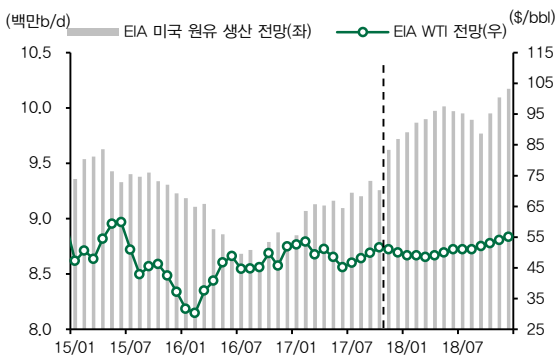
미국 원유 생산
증가 '폭'의
둔화

16년말 OPEC의 감산 기대로 상승하여 연초 \$50/bbl을 상회했었던 유가는 실제로 OPEC의 감산이 시행되자 하락 반전했다. OPEC의 감산은 전체적으로는 성공적으로 이행되었지만, 국가별 이행 수준의 차이가 나타남에 따라 OPEC 감산이 장기화되기 어렵다는 우려가 제기되었으며 미국의 원유 생산량 증가 속도가 가팔랐기 때문이었다. 하지만 OPEC의 감산은 17.6월에서 18.3월로 재차 연장되면서 OPEC의 공조에 대한 의문은 해소되었다. 문제는 미국 원유 생산 증가 '폭'이 낮아지고 있다는 점이다.

미국 Oil rig는
유가 반등에도
하향 조정

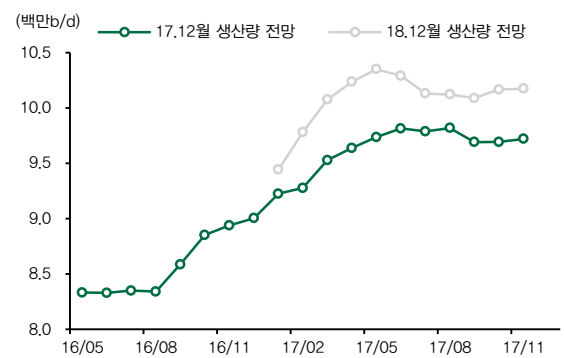
IEA가 매달 발표하는 STEO 보고서의 17년말 미국 원유 생산량과 18년 원유 생산량 전망치는 연초 이후 상승 추세였으나 7월 보고서 이후 조정받고 있다. 16년 이후 반등하던 미국 oil rig가 하락 반전한 것도 7월이다. 결국 시추 활동이 둔화되면서 미국의 생산량 증가 전망의 '폭'이 조정받고 있는 것이다. 미국의 10월 원유 생산량은 926만b/d이며, IEA가 전망하는 18.12월 원유 생산량은 1,017만b/d다.(+91만b/d) IEA의 공격적인 가정과 달리 EIA는 조금 더 보수적이며, 미국 외 지역의 생산량이 크게 증가하지 못한다면 OPEC의 감산은 글로벌 원유 재고를 한 단계 더 하락 시킬 가능성이 높다.

도표 12. EIA, 미국 원유 생산 전망: 18.12월까지 +90만b/d



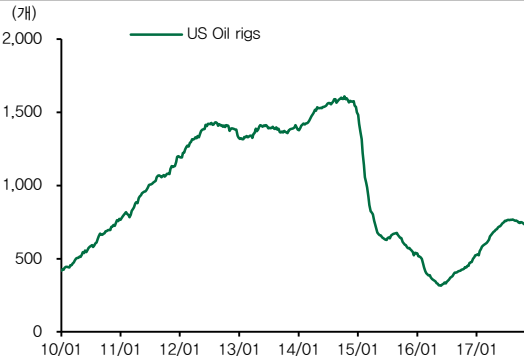
자료: EIA, DB금융투자

도표 13. 미국 원유 생산량 전망치 상향 추세 일단락



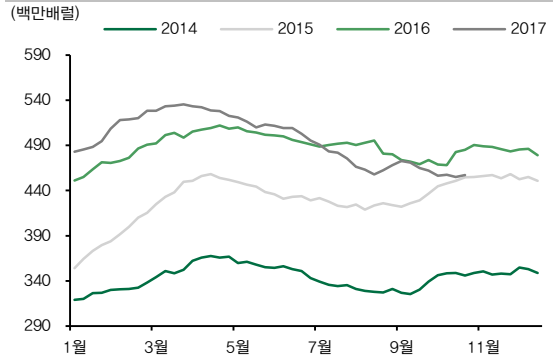
자료: EIA, DB금융투자

도표 14. 미국 oil rig수 추이, 11/10일 WoW +9개



자료: Baker & Hughes, DB금융투자

도표 15. 미국 주간 원유 재고: 15년 수준까지 하락



자료: EIA, DB금융투자

단, OPEC의 공조에 대한 의문 지속, WTI/Brent 선물 spread는 백워데이션으로 전환

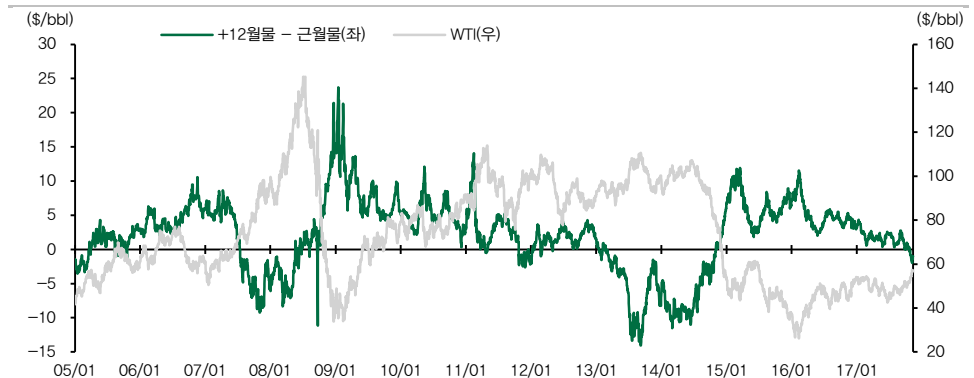
단기 유가는
공정적인
요소가 많음

지금은 단기 유가 상승을 지지하는 요인이 더욱 많은 상황이다. OPEC의 감산 연장이 11/30일 결정될 것으로 예상되며, OPEC 감산을 만회해야 할 미국의 원유 생산량 증가 속도는 둔화된 상황에서 시추 활동 역시 둔화되고 있다. 글로벌 경기 호조를 전망하는 시장의 기대감이 높아짐에 따라 수요 전망치 역시 점진적으로 상향되고 있는 상황에서 유가는 단기 급등세를 연출하고 있다.

감산 이행률,
이념 대립 등,
OPEC의
감산 장기화
가능성 낮음

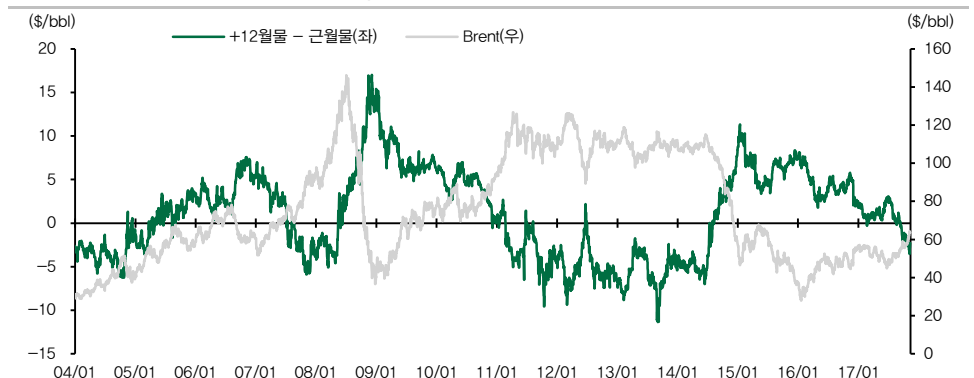
하지만 감산을 100% 이행하지 않고 있는 OPEC 회원국은 5개국에 달하며, 이란/리비아/나이지리아는 감산에서 제외되었기에 OPEC 공조에는 잡음이 있을 수 밖에 없다. 최근 중동 내 이념간 대립이 격화되고 있는 것도 공조가 불안정할 수 있음을 의미한다. WTI/Brent의 단기 급등으로 원유 선물시장의 +12개월물 - 근월물 spread는 14년 유가 급락이후 처음으로 의미있는 백워데이션 구간에 진입했다. 백워데이션은 단기 유가는 수급 균형에 따라 상승 시그널이지만, 중장기 유가에 대한 시장의 확신이 떨어짐을 의미한다. 결론적으로 단기 유가는 변동성이 높을 것이기에 유가 밴드는 \$50~\$70/bbl로 상향될 가능성이 높다. 하지만 18년 연평균 유가가 \$60/bbl 이상으로 형성되기는 어렵다는 판단이다. 정채되어 있던 미국 oil rig는 11/10 WoW+9개로 반등했다.

도표 16. WTI, +12개월물 - 근월물 spread 추이: 최근 유가 급등으로 backwardation으로 전환



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 17. Brent, +12개월물 - 근월물 spread 추이: 최근 유가 급등으로 backwardation으로 전환



자료: Bloomberg, DB금융투자

정제설비 증설이 수요를 따라가지 못하는 상황

적어도 19년까지 수요에 미치지 못하는 정제설비 순증설

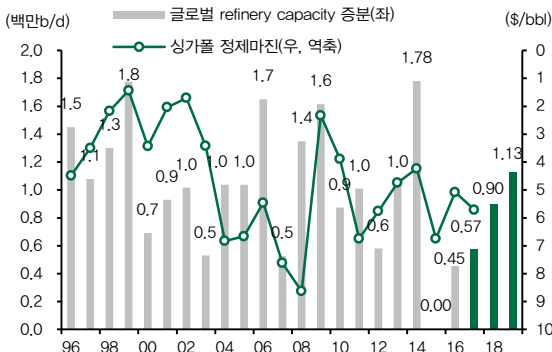
18년 정유
수급타이트
심화

18년 정유 업황은 제한적인 신증설과 그를 상회하는 수요에 힘입어 수급이 더욱 타이트해질 것으로 예상되며 정제마진은 점진적 우상향 기조를 이어갈 것으로 전망한다. 17~19년 글로벌 정제설비 증설과 폐쇄를 고려한 순증설 규모는 가동 예상 시점의 차이로 조사 기관들마다 조금의 차이는 있지만 대체로 50~100만 b/d 이내이며, 수요는 100만b/d를 상회한다. 수급의 차이는 글로벌 가동률의 상승으로 이어지며, 15년부터 이어진 수급타이트로 글로벌 정제가동률은 17년 기준 83%를 상회할 것으로 예상된다.

석유 수요
건조한 증가

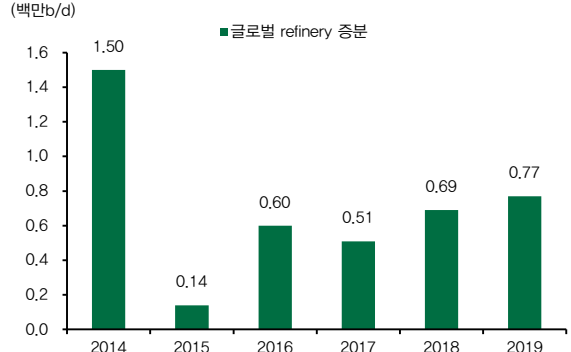
저유가 도래 이후 석유 수요는 건조한 성장세를 보이고 있으며, 수요를 위협할만한 전기차 시대의 본격적인 개막은 3세대 전기차들이 출시되는 20년 이후라고 가정한다면, 현재 정유의 구조적 수급타이트에 따른 정제마진의 up-cycle에 악영향을 미칠만한 요소는 유가 급등에 따른 수요 위축 정도다. 다만 유가의 \$70/bbl 이상으로의 급등 가능성이 낮기에 정유의 호황은 당분간 지속될 것으로 전망한다.

도표 18. 글로벌 정제설비 순증설 추이



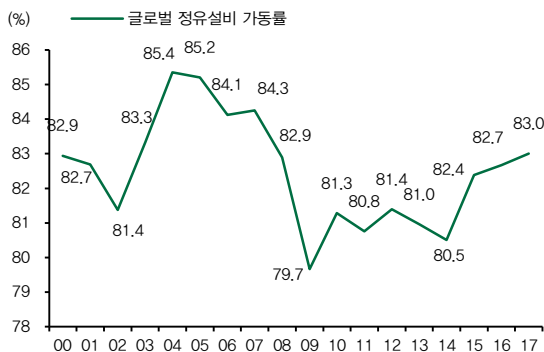
자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 19. 글로벌 정제설비 순증설 추이(S-Oil 추정)



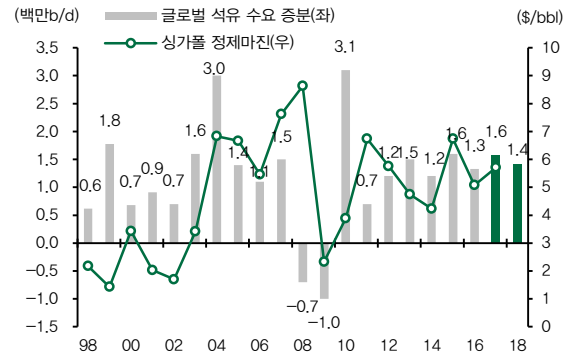
자료: S-Oil, DB금융투자

도표 20. 17년 글로벌 정제설비 가동률, 07년 이후 최대



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 21. 글로벌 석유 수요 증분 추이: 적어도 140만b/d



자료: IEA, DB금융투자

글로벌 가동률의 추세적 상승, 시황이 타이트함을 의미한다

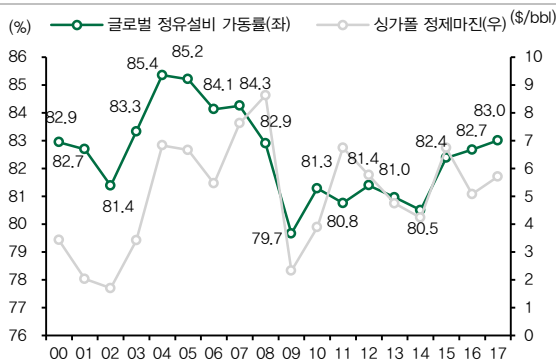
수급타이트→
글로벌
석유재고 감소

순증설은 15년부터 급감했지만 정제마진은 15년 급등 이후 16년 조정을 거쳤다. 이유는 저유가 도래 이후 15년 수요가 급등하면서 초기 정제마진은 상승했으나 정제 가동률은 후행하며 급등했으며, 결국 15년 정제처리량 증가분은 14년 대비 수요성장치를 상회하는 수준인 약 182만b/d로 증가하며 글로벌 재고가 상승했기 때문이었다. 하지만 초기 잉여 설비들의 가동률 상승 속도는 둔화되기 시작했으며 수요는 여전히 견조한 수준을 유지함에 따라 16년 하반기 이후 글로벌 석유 재고는 감소세로 전환했다. 17년들어 고위 가동률에도 불구하고 점진적인 정제마진의 상승이 나타나고 있는 이유는 결국 재고 감소 효과 때문이다.

정제마진은
글로벌
가동률과 함께
상승할 것

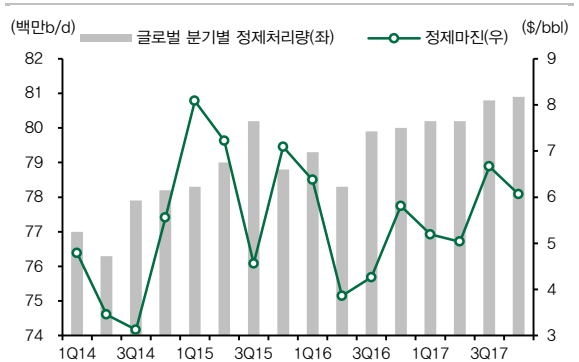
글로벌 가동률이 충분히 반등한 상황에서 여전히 수요는 견고하며, 순증설은 수요 대비 부족한 상황이 19년까지 이어진다. 우리는 비슷한 사례를 11~15년 PE rally를 통해 경험했다. PE 순증설이 수요에 미치지 못하는 상황에서 가동률 반등 초기(11~12년) PE spread는 낮은 수준을 유지했지만, 13년 이후 PE spread의 추세적 반등이 나타났음을 고려하자. 정제마진 역시 PE와 같이 점진적인 우상향 기조를 이어갈 가능성이 높다고 판단한다.

도표 22. 글로벌 정제가동률 상승은 시황이 타이트함을 의미



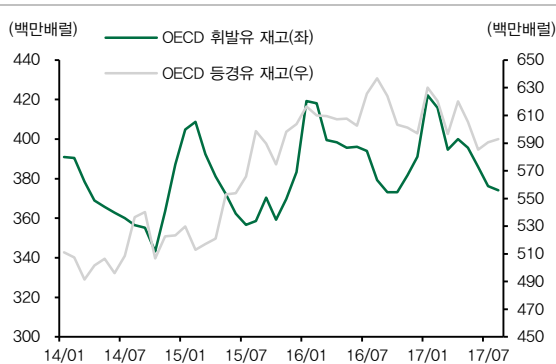
자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 23. 16년 하반기 이후 정제처리량 반등에도 마진 상승



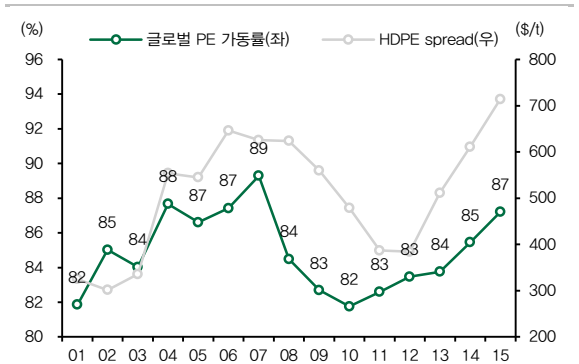
자료: IEA, DB금융투자

도표 24. 17년 이후 OECD 제품 재고는 하락 추세



자료: IEA, DB금융투자

도표 25. 시차를 두고 PE 가동률과 spread 추이는 동조



자료: Bloomberg, Ciscem, Platts, 산업자료, DB금융투자

이미 높은 가동률, 추가 상승에 대한 부담이 적다

미국: 연평균 가동률 90% 상회, 사실상 풀가동

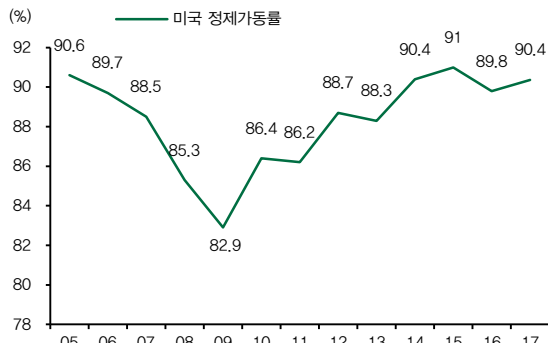
미국 가동률은
90%를 상회

글로벌 정제설비의 19%를 차지하는 미국의 17년 누적 가동률은 90.4%로 최고치였던 15년 대비 하회하고 있지만 9월 허리케인에 따른 가동률 조정의 영향을 제외한다면 15년 가동률을 상회했을 것으로 예상된다. 미국의 15~16년 정제설비 순증설 규모는 64만b/d 였는데, 허리케인 이전까지 미국의 정제처리량은 15년 대비 +60만b/d로 사실상 신규 설비들까지 풀가동했음을 의미한다.

미국 순증설
부담 완화

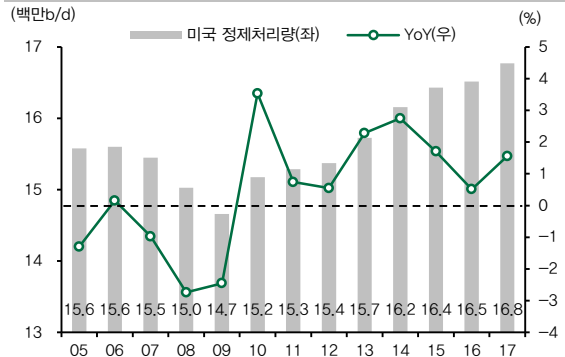
허리케인의 영향으로 9월 80%를 하회했던 미국 가동률은 예년 수준의 가동률을 회복했으며, 미국의 정기보수 시점이 끝나감에 따라 연말로 갈수록 점진적으로 상승할 것으로 예상된다. 정유 호황이 유지되고 있는 상황에서 미국의 고위 가동률은 유지될 가능성이 높지만, 17년 이후 미국의 신증설 규모가 10만b/d 이내라는 점을 고려한다면 추가적인 공급 부담은 분명 제한적이다. 또한 정기보수를 고려한 연평균 가동률이 90%라는 것은 미국의 잉여 설비 능력이 극히 낮음을 의미한다.

도표 26. 미국 17년 누적 정제가동률 90.4%, 15년 대비 하회



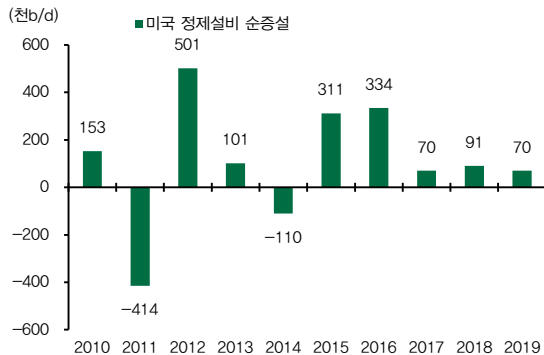
자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 27. 17년 누적 정제처리량은 15년 대비 +34만b/d



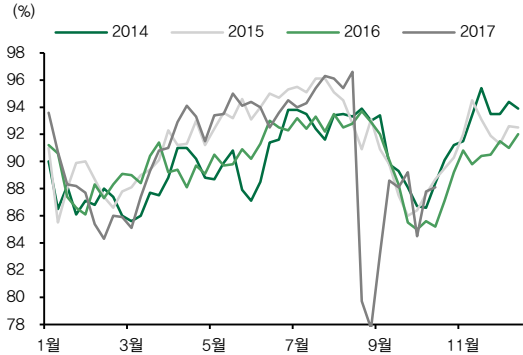
자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 28. 미국 순증설 규모 감소



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 29. 미국 주간 정제처리량: 허리케인 이후 회복



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

미국 재고 조정은 글로벌 수급이 타이트함을 의미

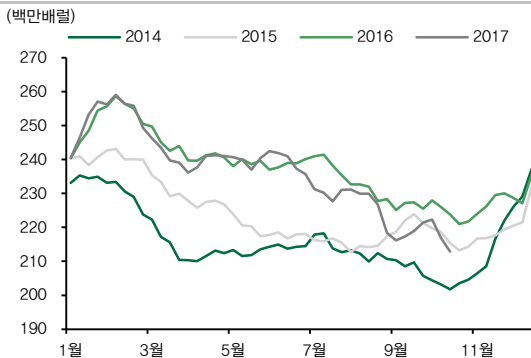
미국 내 석유 재고 하락세

미국의 고위 가동률이 이어졌음에도 불구하고 미국의 석유제품 재고는 연초에는 16년 수준을 유지했으며, 하반기 이후 점진적으로 16년 수준을 하회하기 시작했다. 허리케인의 영향으로 미국 가동률이 단기 큰 폭의 조정을 받으며 미국 내 재고조정 속도는 가팔라졌으며, 현재 기준으로 휘발유와 경유 재고는 15년 수준을 하회하고 있다. 리스크 요인으로 꼽혔던 글로벌 정제설비가 가장 많은 미국 내 고위 재고가 점진적으로 해소되고 있는 국면이며 이는 시황의 우상향 기초를 뒷받침하는 근거다.

재고 하락에 따라 마진 반등

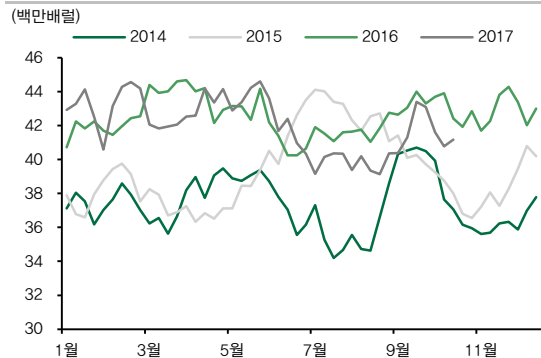
미국의 재고와 석유 제품 마진은 명확한 역관계를 나타낸다. 글로벌 1위 석유제품 생산국이자 순수출 국인 미국의 제품 재고 하락은 미국 내 생산의 증가 속도가 내수 수요와 수출 증가 속도에 미치지 못함을 의미하며, 미국의 주요 수출 대상인 중남미의 수급 역시 타이트함을 의미한다. 따라서 정제마진은 타이트한 현재 수급 상황을 반영할 수 밖에 없다.

도표 30. 미국 주간 휘발유 재고: 15년 수준에 도달



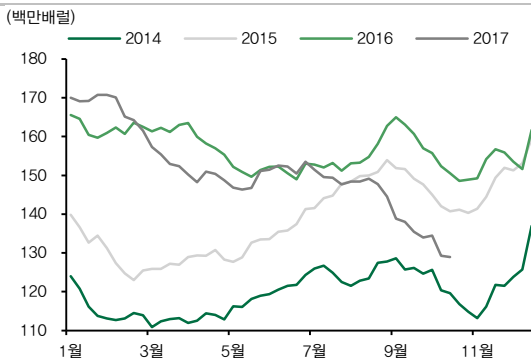
자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 31. 미국 항공유 재고: 16년 수준 하회



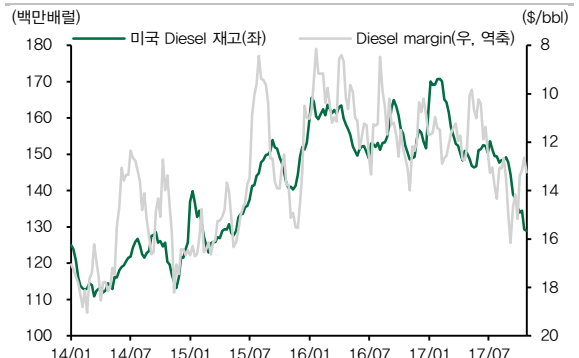
자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 32. 미국 경유 재고: 15년 수준을 하회



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 33. 미국 경유 재고와 경유 마진은 (-)관계



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

중동/러시아: 감산에 따른 원유의 제한적인 공급, 정제처리량 상승 둔화

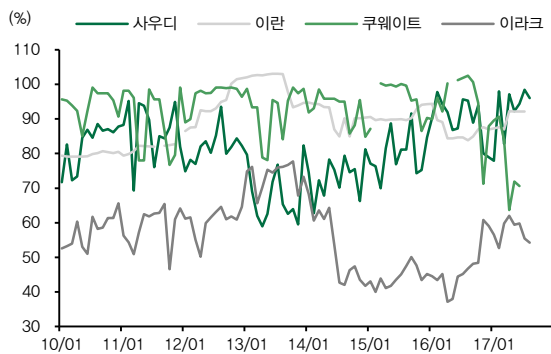
사우디 가동률
상승 여력
제한적,
증설도 제한적

BP에 따르면 15'16년 글로벌 정제처리량은 약 247만b/d 증가(15년 +182만b/d, 16년 +65만b/d)했으며, 그 중 중국이 87만b/d, 사우디가 55만b/d 증가하면서 정제처리량 증분의 57%를 차지했다.(중동 전체로는 69만b/d 증가) 자유가 도래 후 원유 판매보다 정제업에 집중하기 시작한 중동 지역이 글로벌 정유 시장에 중요한 변수가 된 것이다. 중동 내 가장 큰 정제설비를 보유한 사우디의 정제가동률은 14.7월 70%→17.8월 96%까지 상승했다. 하지만 향후 추가적인 사우디의 가동률 상승 여력은 크지 않으며, 사우디의 추가적인 정제설비 증설은 19년 하반기다.(Jizan 37만b/d)

사우디
정제처리량
상승 둔화 전망

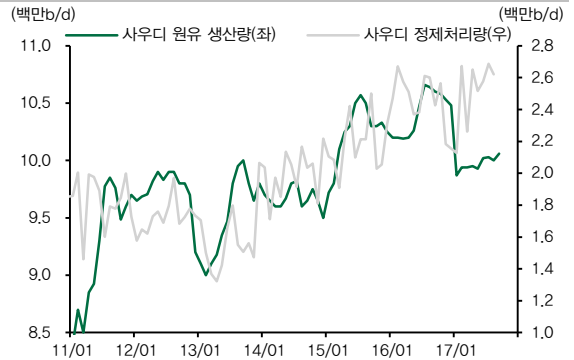
OPEC 주요국이 유가 부양을 위한 감산에 나서면서 사우디의 원유 생산량은 17년 1,000만b/d 수준이다. 사우디의 정제처리량은 260~270만b/d 수준이며, 유가 부양 효과를 극대화하기 위해 17년 초부터 원유 수출을 감소하기로 결정하면서 8월 기준 원유 수출량은 671만b/d다. 원유 수출을 감소시키고 있음에도 불구하고 사우디의 원유 재고는 가파르게 하락하고 있으며 이를 막기 위해서는 원유 생산을 증가시키거나 정제처리량을 감소시킬 수 밖에 없다. 사우디의 정제처리량은 하락 할 가능성이 높다.

도표 34. 중동 주요 국가별 정제가동률 추이



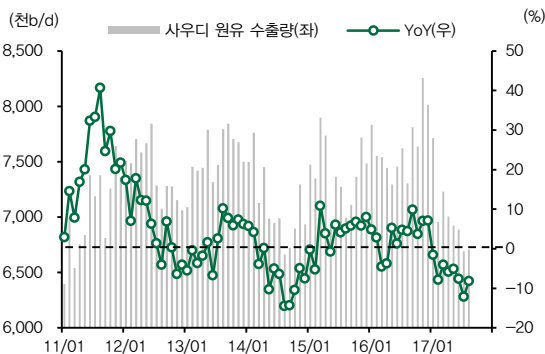
자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 35. 사우디, 감산에도 불구하고 정제처리량은 꾸준히 상승



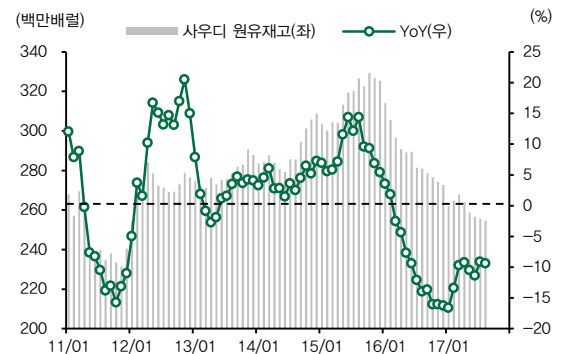
자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 36. 사우디 원유 수출량 통제로 유가 부양 의지



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 37. 사우디 원유 재고는 가파른 하락 추세



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

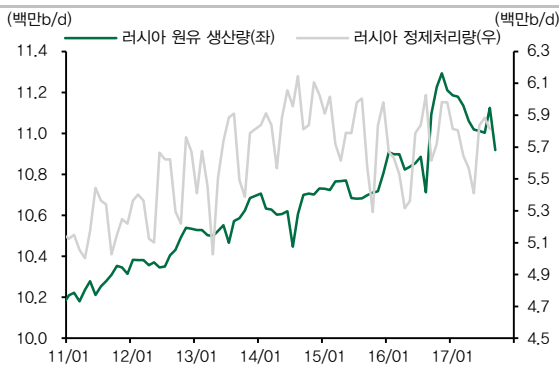
러시아 역시
감산으로
정제처리량
상승 둔화

3대 산유국인 러시아 역시 OPEC의 감산에 동참하고 있으며, 사우디와 상황이 크게 다르지 않다. 원유 생산량이 감소하면서 정제처리량의 추가적인 반등은 제한적일 수 밖에 없는 상황이다. 물론 사우디와는 달리 선제적인 고도화 설비 투자로 정제처리량이 14년까지 꾸준히 상승했던 러시아는 15년 이후 공급 부담이 크지 않았던 국가였다. 하지만 추후 감산이 장기화될 경우 러시아의 고위 가동률은 조정 받을 가능성이 남아있다.

중동의 석유
수출 부담 완화

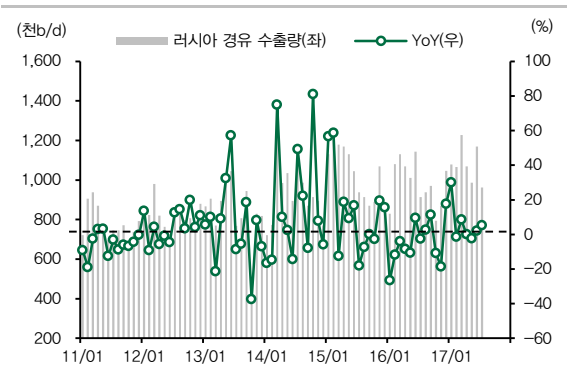
사우디를 중심으로 가파르게 상승한 중동의 정제처리량은 아시아향 석유제품 수출 증가로 이어졌다. 하지만 가동률이 물리적인 한계에 다다랐으며, 감산 장기화에 따른 중동 및 러시아의 원유 재고 감소는 정제처리량의 조정으로 이어질 수 밖에 없다고 판단한다. 단기적인 중동발 수출 증가 부담은 이제 위협적인 수준이 아니며, 추후 정제처리량 조정 가능성까지 고려한다면 정제마진의 up-cycle을 지지할 수 밖에 없다.

도표 38. 러시아 정제처리량 정제 지속되는 가운데 감산 동참



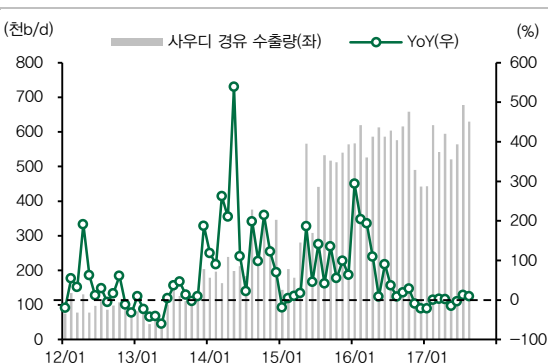
자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 39. 러시아 경유 수출량 정제



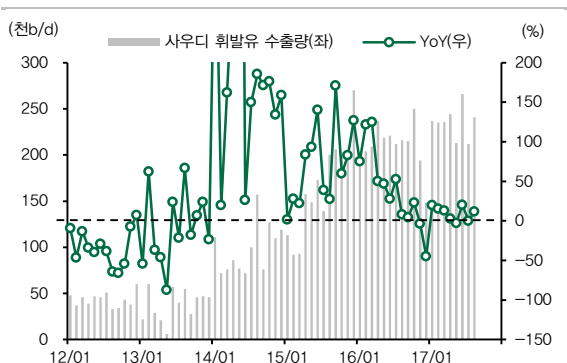
자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 40. 사우디 경유 수출량 상승 추세 일단락 후 정제



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 41. 사우디 휘발유 수출량 상승 추세 일단락 후 정제



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

중국의 신규 증설 역시 제한적

중국의 석유
수출 부담 완화
전망

중국의 17.9월 누적 정제처리량은 1,140만b/d로 16년 동기간 대비 약 50만b/d(4.6%) 증가했다. IEA의 10월 Oil market report에 따르면 17년 중국 석유수요가 약 54만b/d 증가했을 것이라 추정하고 있는데 정제처리량 증가와 수요 증분이 균형을 이뤘음을 의미한다. 당사 리서치센터는 중국의 정제설비 신증설이 일단락된 가운데 중국 내 원유 생산량의 구조적인 감소에 전환으로 중국의 에너지 자립도가 위협받고 있는 상황에서 전기차 시대가 본격화되기 이전까지 중국 정부가 중장기 수요와 단기 공급에 대한 통제에 나설 가능성이 높다고 전망한다. 따라서 15년 이후 가파르게 증가하면서 아시아에 공급 부담을 가중시키던 중국의 석유제품 수출 증가세는 둔화될 가능성이 높다는 판단이다.

중국 신증설
19년까지
제한적

중국의 신규 증설은 17년 하반기를 제외한다면 19년말까지 제한적인 상황이다. Petrochina의 3Q17 정제처리량은 2Q 대비 41만b/d 급등했는데 이는 신규 설비들의 가동 때문이라 판단되며, 3Q를 제외한다면 주요 국영 정유사인 Sinopec과 Petrochina의 정제처리량은 정체 국면이었다. 17년 중국 정부가 석유제품 수출쿼터를 통제하면서 국영 업체들의 가동률 상승은 더욱 어려워졌으며, 신증설까지 제한적인 상황이기때 중국 국영 설비의 18년 정제처리량의 상승 속도는 둔화될 수 밖에 없다.

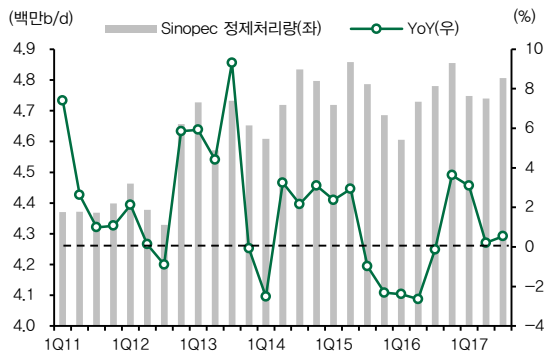
도표 42. 중국 주요 정제설비 증설

(단위: 천b/d)

Company	Region	Capacity	시기
PetroChina Huabei Petrochem	Hebei	100	3Q17
Petrochina/Aramco	Yunnan - Anning	260	3Q17
CNOOC	Guangdong	200	4Q17
Sinopec	Guangdong	300	4Q19
Petrochina	Gansu	60	4Q19

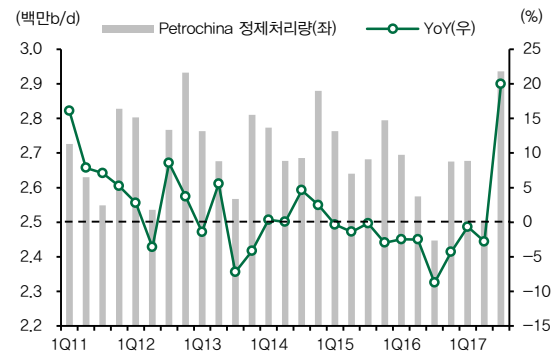
자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 43. Sinopec 정제처리량 정체



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 44. Petrochina 정제처리량: 3Q17 급등



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

중국: 원유 생산량 감소세 지속, 18년 tea-pot에 대한 원유 수입 쿼터 대폭 확대

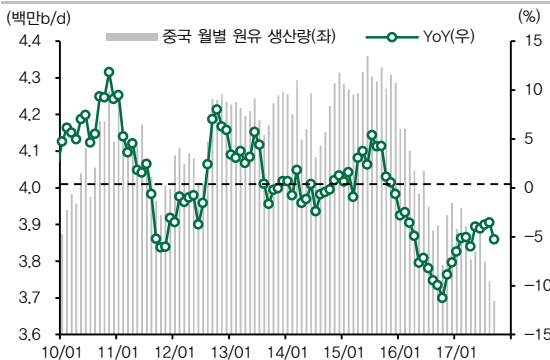
중국 원유 생산량 하락

중국의 13차 5개년 계획에 따르면 20년 원유 생산량 target은 403만b/d로 하향 조정되었다. 하지만 17.9월 기준 중국의 원유 생산량은 369만b/d다. Wood Mackenzie는 유가가 \$70/bbl 이상으로 안정되지 않는 한 중국 원유 생산량 하락세는 이어질 것으로 전망하고 있다.

중국 tea-pot 수입쿼터 확대

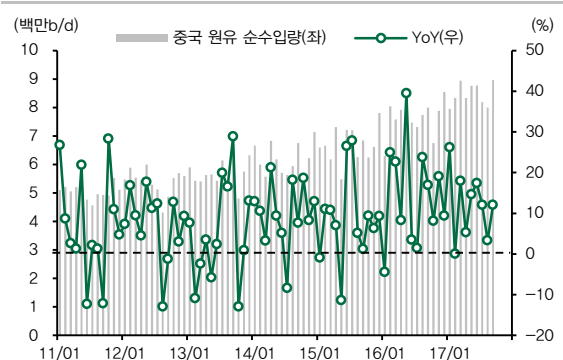
중국의 17.9월 누적 원유 순수입량은 847만b/d로 16년 759만b/d 대비 88만b/d 증가했다. 중국 tea-pot에 대한 17년 원유 수입 쿼터가 큰 변화가 없었으니 국영 업체들의 수입량이 크게 증가한 것으로 판단된다. 현재까지 tea-pot의 누적 가동률은 60.2%로 16년 52% 대비 상승했으며, 필요한 원유는 수입이 막혔으니 국영 업체로부터의 매입량을 증가시켰을 수 밖에 없다. 그 가운데 11월, 중국 정부는 18년 tea-pot에 대한 원유 수입 쿼터를 287만b/d로 대폭 확대했다. 17년 상반기 279만b/d(6,881만톤)→하반기 92만b/d(2,292만톤)로 감축 이후 다시 18년 쿼터를 확대한 것이다. 중국 원유 생산량 감소로 18년 원유 수입량이 더욱 증가할 것으로 예상되는 가운데, 국영 수입→tea-pot 재판매로 상대적으로 비효율적인 원가 구조를 가진 tea-pot 업체에게 직도입 권한을 확대해 준 것이다.

도표 45. 중국 원유 생산량 하락세 지속



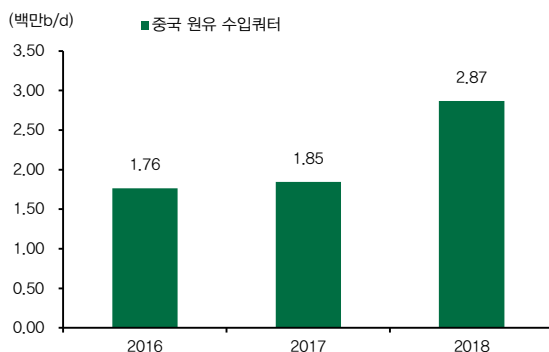
자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 46. 중국 원유 순수입량 상승세 지속



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, KITA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 47. 18년 원유 수입쿼터 확대: Tea-pot의 직도입 확대



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 48. Tea-pot 가동률은 단기 둔화, 18년 재상승 전망



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

중국의 석유제품 수출쿼터 통제가 점진적인 영향을 미칠 것

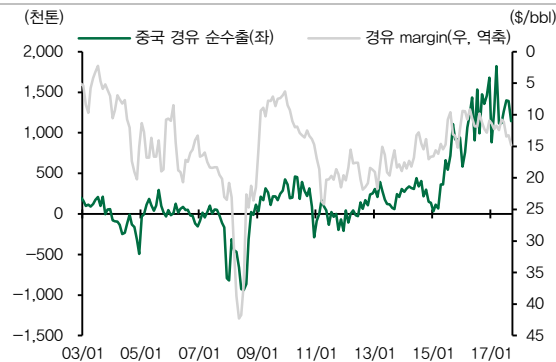
국영 수출
쿼터가 급등할
가능성 낮음

중국의 tea-pot에 대한 원유 수입 쿼터 확대로 수출쿼터가 없는 tea-pot의 내수 출하량이 증가할 것이고, 중국 내수 수요 전망 수준에 따라 국영 업체들의 가동률 및 수출쿼터가 결정될 것이다. 하지만 경기 반등으로 석유 수요가 견고하게 성장하고 있으며, 추가 신규 증설이 제한적인 상황에서 중국 국영 업체들의 정제처리량이 급등할 가능성은 낮다.(14년 이후 국영 업체들의 정제처리량 추이는 3Q17 Petrochina의 신규 증설에 따른 증가를 제외하면 상승 폭이 크지 않았다) 따라서 수출쿼터가 재차 크게 확대될 가능성 역시 적을 것이다.

중국 17년
수출쿼터는
YoY -6.8%

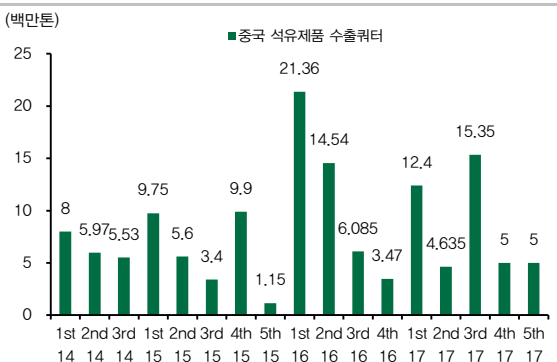
중국의 17년 석유제품 수출쿼터는 11월 5차 쿼터가 발표되면서 총 4,240만톤으로 16년 4,546만톤 대비 6.8% 하락했다. 하지만 16년 전체 수출량은 3,828만톤으로 수출쿼터 대비 미달했으며, 17년은 국영업체들이 수출쿼터를 타이트하게 사용하고 있음에 따라 17.9월 누적 실제 수출량은 2,844만톤으로 16년 대비 6.1% 상승했다. 하지만 중국의 월별 수출 추이를 보면 분명 상승세는 둔화되고 있다. 정제설비 잉여 capa를 가장 많이 보유한 중국의 석유제품 수출 증가세 둔화는 글로벌 수급을 더욱 타이트하게 만드는 요인이다.

도표 49. 중국 경유 순수출과 경유 마진은 역관계



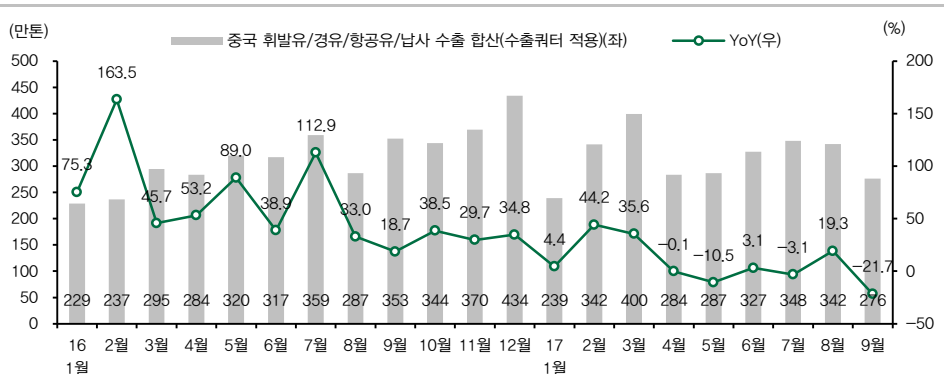
자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 50. 중국 17년 석유제품 수출쿼터는 YoY -6.8%



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 51. 중국 석유제품 수출량은 하반기로 갈수록 성장세가 둔화



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Wind, 산업자료, DB금융투자

등경유는 이제서야 반등 시작, 정제마진의 추세적 우상향 전망

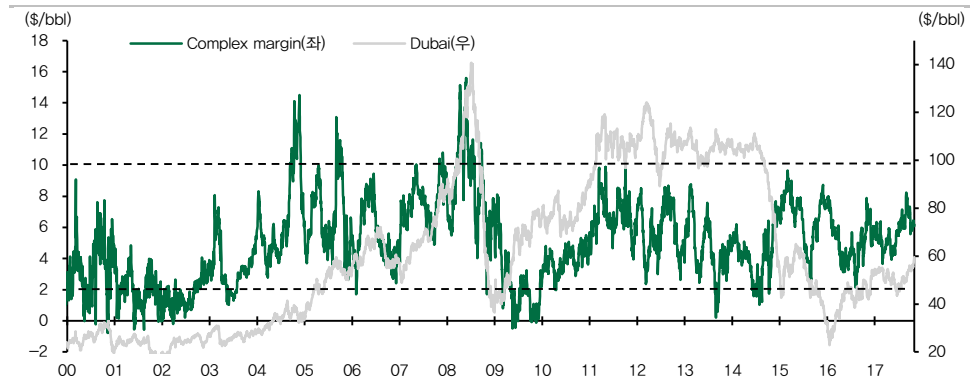
등경유 개선에 따른 정제마진 상승 전망

정제마진의 장기 밴드가 유지되고 있지만 제품별 구성은 완전히 달라졌다. 10~11년 금융위기 이후 정제마진 회복기에는 등경유 마진이 \$20/bbl까지 상승했으며, 휘발유는 현재 수준, B-C는 -\$8/bbl 수준이었다. 현재 정제마진은 휘발유는 \$14~16/bbl 수준이며, B-C는 -\$3/bbl, 등경유는 \$10/bbl 초반이다. 글로벌 고도화 비용이 상승하면서 나타난 B-C의 강세는 2020년 IMO의 황함량 규제가 시행될 때까지 이어질 가능성이 높으며, 휘발유 마진은 현재 수준이 유지된다고 가정할 때 등경유 마진 개선에 따른 싱가포르 정제마진의 상승을 전망한다.

등경유 개선은 아시아 정유사 에게 유리

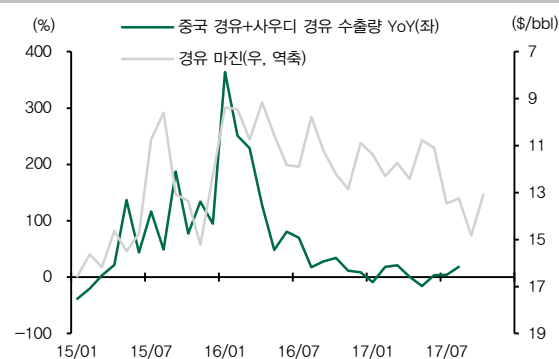
글로벌 정제마진 순증설 둔화에도 중동/중국의 정제처리량 급등, 그에 따른 수출 증가로 등경유 마진은 상대적으로 부진했다. 하지만 중동/중국의 정제처리량 상승세는 둔화되고 있으며 추가적인 공급 부담이 완화되면서 17년 하반기 등경유 마진의 개선이 두드러지고 있다는 점을 주목하자. 아시아, 한국 정유사의 등경유 생산비중은 50~55%에 달하며 등경유 중심의 마진 개선이 예상됨에 따라 글로벌 정유사들 중 아시아 업체들의 정제마진 상승세가 가장 두드러질 것이다. 정유 3사에 대한 비중확대 의견을 유지한다.

도표 52. 정제마진 & 유가 추이: 추세적 상승 가능성을 배제할 수 없다



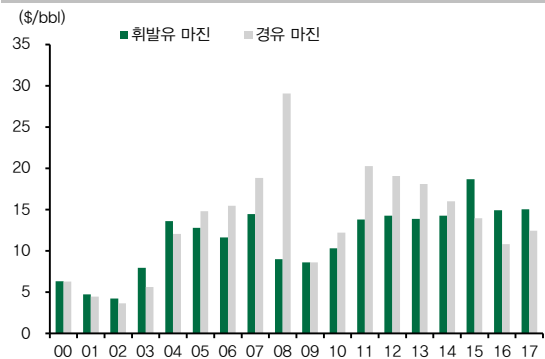
자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Petronet, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 53. 중국/사우디 수출 증가 둔화→경유 마진 반등



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Petronet, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 54. 경유 마진 반등은 이제 시작



자료: Bloomberg, BP, EIA, IEA, Petronet, Wind, 산업자료, DB금융투자

III. 화학: 제품별 차별화 지속

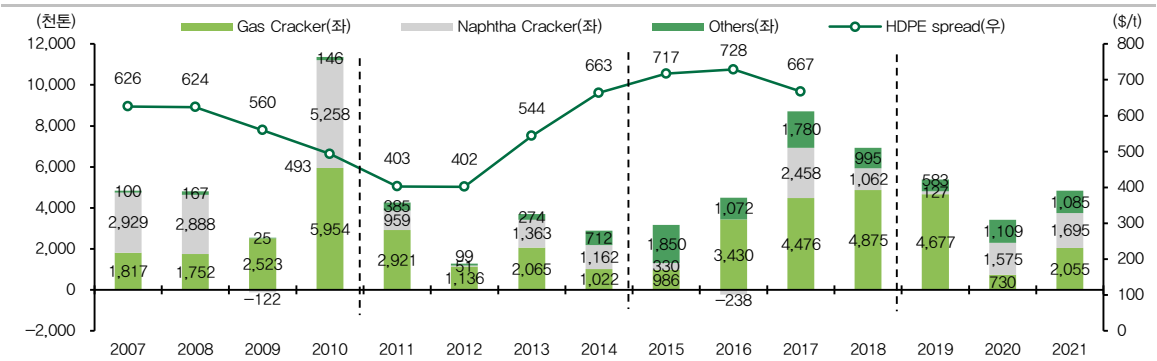
증설의 무게가 제품별로 다르다

PE: ECC 증설 우려와 17년 PE spread 선조정

PE spread는
17년 조정

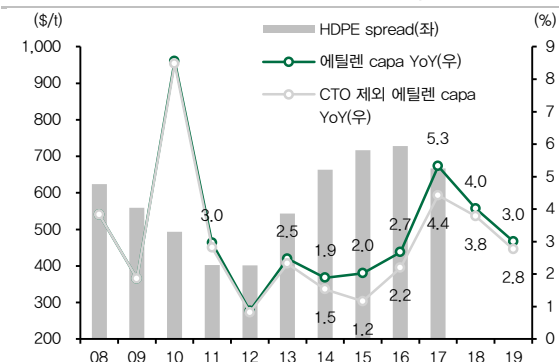
미국 ECC 증설이 17년말부터 본격화되면서 화학 호황을 이끌었던 에틸렌의 공급 부담이 증가할 것으로 예상된다. 당초 전망과 어긋난 것은 미국 ECC의 증설은 Oxy 55만톤 설비를 제외하면 17년 하반기부터 본격화될 것으로 예상되었었는데 다우 설비를 제외하면 허리케인 여파로 인해 상당수의 프로젝트들의 상업가동 연기 발표가 잇따르고 있다. Exxon, CPchem, Sasol 등 150만톤 이상의 대규모 프로젝트들의 가동이 18년 혹은 19년 상반기로 연기된 상황이지만 17년 PE spread는 선조정이 나타났다.

도표 55. 글로벌 에틸렌 크래커별 증설 추가: 부담스러운 수준은 아니나 PE spread 조정을 간파할 수 없다



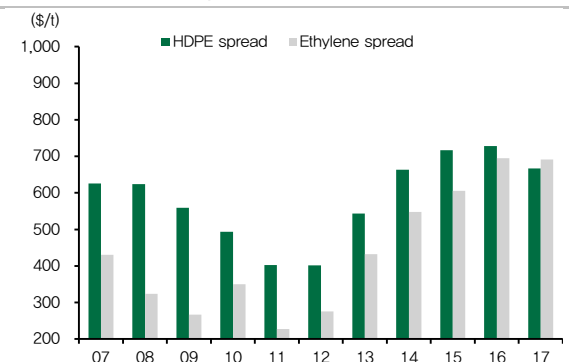
자료: Bloomberg, Ciscem, KITA, Platts, 산업자료, DB금융투자

도표 56. 17~18년 에틸렌 증설은 글로벌 capa 3%를 상회



자료: Bloomberg, Ciscem, KITA, Platts, 산업자료, DB금융투자

도표 57. 연평균 PE spread 상승세는 17년 둔화



자료: Bloomberg, Ciscem, KITA, Platts, 산업자료, DB금융투자

PE: 증설이 부담스럽지 않지만 spread 조정을 간과할 수 없다

실제 공급은
제한적이었으나
구매수요 지연
프리마케팅
영향

하반기 가동 예정이었던 미국 ECC들의 상업가동이 연기되면서 17년 증설 설비 가동에 따른 실제 공급 부담은 제한적이었을 것으로 판단된다. 물론 PE에 집중된 downstream의 선제적인 완공에 따른 외부 에틸렌 구매를 통한 PE 물량 부담이 나타났을 수 있으나 그 영향은 매우 제한적이었을 것이라 판단되며, 대규모 프로젝트 가동 전 프리마케팅 효과, 실 구매자들의 구매수요 지연 등이 복합적으로 17년 PE spread 조정에 영향을 미친 것으로 판단된다.

18년 연평균
PE spread
조정 전망,
단기 춘절 전
반등 예상

그렇다면 문제는 18년의 PE spread다. 17년말~18년 상반기로 지연된 ECC의 실제 가동에 따른 영향이 프리마케팅 효과로 이미 시장에 반영되었다는 의견도 있지만, 그렇다면 18년 하반기, 19년 상반기로 지연 혹은 가동 예정인 설비들의 프리마케팅 효과가 18년에 나타날 가능성 역시 배제할 수 없다. 17~18년 원래 예정되었던 미국 ECC 증설 규모는 글로벌 에틸렌 capa의 3~4% 수준이기에 큰 부담이라고 말하기는 어렵지만, 1)11~16년까지의 증설 규모보다는 많다는 점, 2)프리마케팅 효과만으로 17년의 PE spread가 조정을 받았다는 점에서 영향이 없다고 말할 수는 없다. 결국 18년 PE spread 역시 연평균으로 조정이 발생할 가능성을 배제할 수 없다고 판단한다. 물론 연 중 PE spread는 수요의 변화에 따라 계절적인 변동성이 커질 수 있으며 단기적으로 춘절 전, 미뤄둔 구매지연수요가 집중될 수 있음을 염두해야 한다.

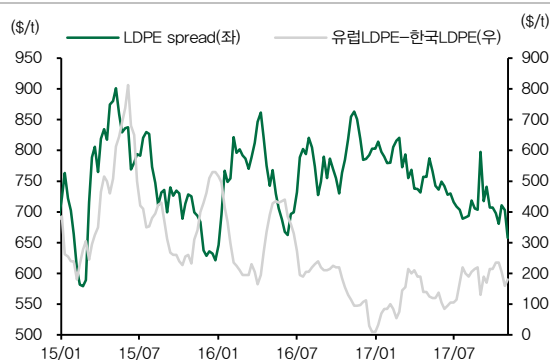
도표 58. 미국 주요 ECC 증설: Downstream은 PE에 집중, 17년 프로젝트 18년으로 연기

(단위: 천톤)

Company	Capacity	Start-up	Downstream
Dow	1,500	4Q17	LLDPE 40만톤
CPchem	1,500	1H18	HDPE 50만톤 / LLDPE 50만톤
Exxon	1,500	1H18	LLDPE 130만톤
Formosa	1,250	2H18	LDPE 40만톤 / HDPE 40만톤 / EO 57만톤
Shin-Etsu	500	1H19	VCM 생산
Sasol	1,550	1H19	LLDPE 47만톤 / LDPE 42만톤 / EG 28만톤
Lotte	1,000	1H19	EG 75만톤

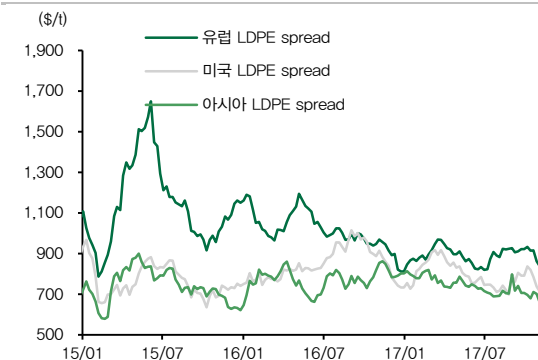
자료: Bloomberg, Ciscem, Platts, 산업자료, DB금융투자

도표 59. 유럽향 PE arbitrage는 계속 막혀있는 상황



자료: Bloomberg, Ciscem, Platts, 산업자료, DB금융투자

도표 60. 지역별 PE spread 격차가 좁혀지고 있음



자료: Bloomberg, Ciscem, Platts, 산업자료, DB금융투자

MEG: 18년까지 우호적인 상황 유지될 것

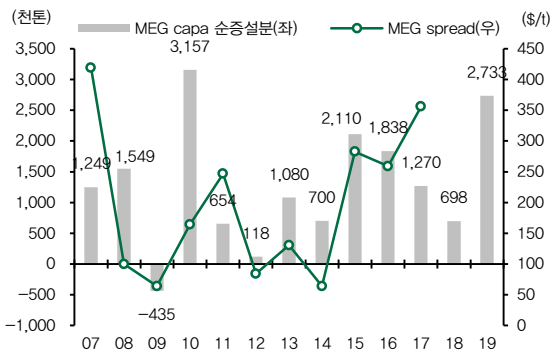
MEG 공급은
18년도 제한적

에틸렌 체인의 또 다른 대표 제품인 MEG spread는 17년 누적 \$356/t으로 07년 이후 최대치를 시현하고 있다. MEG의 순증설이 제한적인 가운데 폴리에스터 수요가 점진적으로 반등하고 있어 수급 타이트 상황이 지속되고 있다. 이러한 현상은 적어도 18년까지는 지속될 것으로 전망한다. MEG의 공급 부담은 18년에 더욱 완화되며, 19년이 되어서 증가하기 때문이다.

MEG 재고는
여전히 낮음

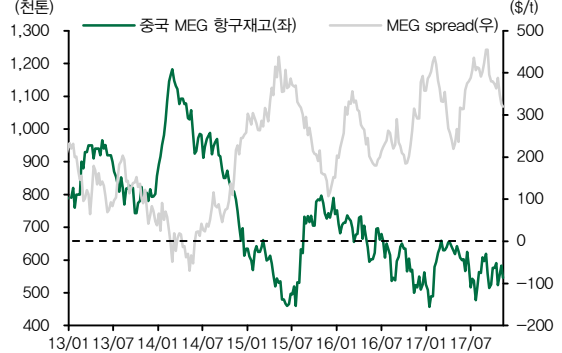
중국의 MEG 항구 재고는 현재 55만톤 수준으로 여전히 적정 재고 70~80만톤 수준을 하회하고 있다. 수급타이트에 의해 전반적인 재고 레벨이 낮아지면서 MEG spread를 지탱하고 있는 것이다. 중국의 MEG 수입량은 17.9월 누적 660만톤(yoy +19%)으로 16년 대비 106만톤 증가했으며, 글로벌 순증설 규모에 육박하고 있다. 18년에도 중국의 낮은 재고와 downstream의 견조한 수요가 유지되며 중국의 수입 증가세가 유지될 것으로 예상되며, 16년말~17년초와 같은 춘절 전 re-stocking이 재현될 가능성이 높다고 판단된다.

도표 61. MEG 순증설은 18년까지 감소 추세



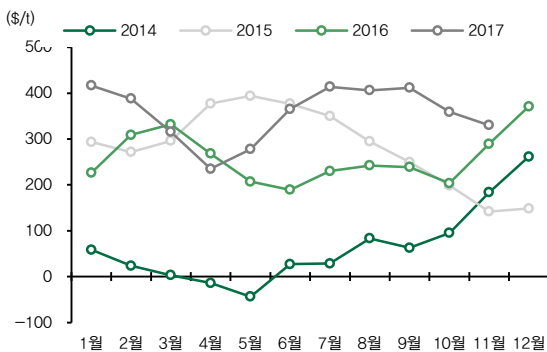
자료: Bloomberg, Ciscern, KITA, Platts, 산업자료, DB금융투자

도표 62. 중국 MEG 항구 재고는 여전히 낮다



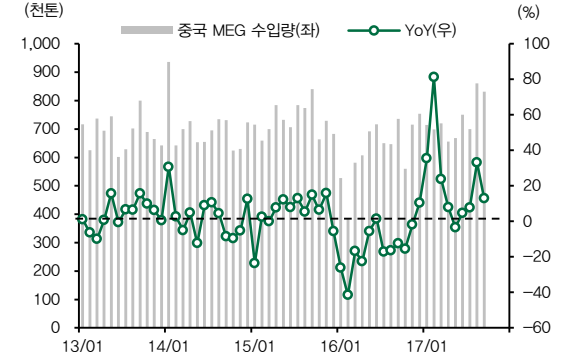
자료: Bloomberg, Ciscern, KITA, Platts, 산업자료, DB금융투자

도표 63. 중국 MEG spread 둔화되었지만 여전히 높다



자료: Bloomberg, Ciscern, KITA, Platts, 산업자료, DB금융투자

도표 64. 중국의 MEG 수입량 증가세, 연말/연초 기대감 ↑



자료: Bloomberg, Ciscern, KITA, Platts, 산업자료, DB금융투자

PP: 18년부터 개선될 상황

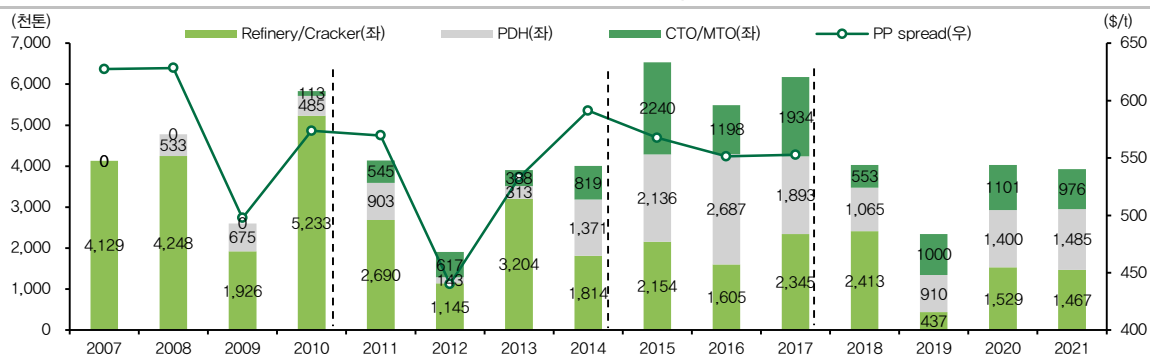
PP 연평균
spread 개선
전망

에틸렌과 다르게 아시아 PDH 증설 집중으로 15년부터 순증설 부담이 늘어난 프로필렌의 경우 18년 이후 공급 부담이 완화된다. 중국 및 아시아를 중심으로 집중되었던 PDH 증설 부담이 줄어들며 따라 특히 아시아 수급이 개선될 것으로 전망한다. PP spread는 17년 누적 \$552/(16년 \$551/년)으로 14년부터 이어진 연평균 spread 하락세가 일단락되었으며 18년부터 수급 개선에 따라 연평균 spread 개선이 나타날 가능성이 높다.

중국 PP
수입량 반등

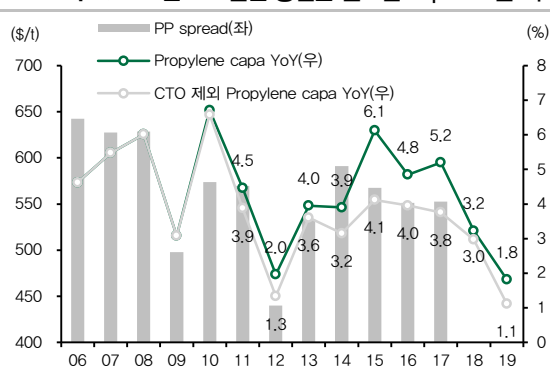
중국의 PP 수입량은 17.9월 누적 234만톤(YoY +8.5%)으로 16년 대비 18만톤 증가했으며 중국의 PP 수입량이 09년 이후 하락 추세였음을 고려한다면 의미있는 수준의 반등이 나타났다. 중국의 PDH 증설에도 불구하고 증가한 PP 수입량을 고려할 때 수요가 견고함을 의미하며, 18년 이후 에틸렌과 달리 글로벌 capa의 3%를 하회하는 프로필렌 증설을 고려할 때 PP 시장은 추가적인 개선 가능성이 높다. 미국 ECC 증설에 따른 PE의 spread 둔화를 만회할 것으로 전망한다.

도표 65. 글로벌 프로필렌 생산수단별 증설 추이: 18~19년 순증설 감소, spread 반등을 기대할 시점



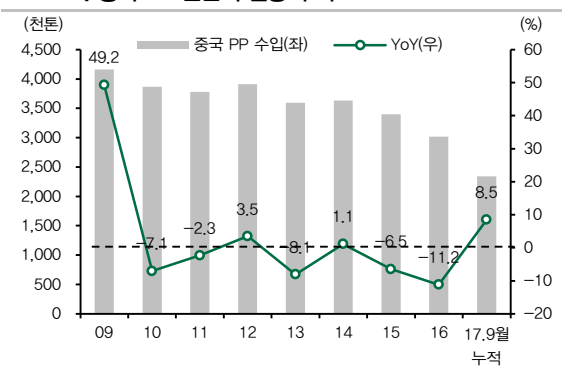
자료: Bloomberg, Ciscern, KITA, Platts, 산업자료, DB금융투자

도표 66. 18~19년 프로필렌 증설은 글로벌 capa 3%를 하회



자료: Bloomberg, Ciscern, KITA, Platts, 산업자료, DB금융투자

도표 67. 중국 PP 연간 수입량 추이



자료: Bloomberg, Ciscern, KITA, Platts, 산업자료, DB금융투자

PVC/가성소다: 상승 추세는 계속된다

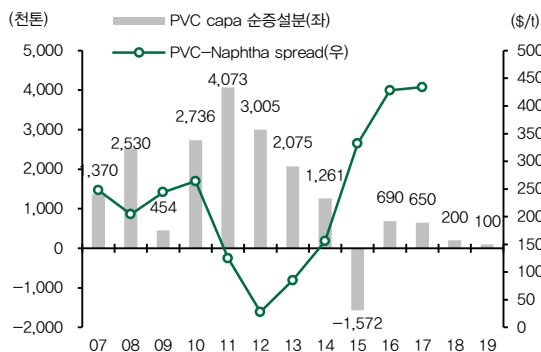
PVC, 수요/
공급 모두
긍정적

PVC와 가성소다의 순증설 감소, 공급 차질에 따른 spread 개선세 역시 지속될 것이라 전망한다. PVC의 경우 글로벌 증설 감소, 중국의 석탄 PVC 환경 규제, 인도 수요 호조 등이 지속되고 있기에 연평균 spread 개선세가 중장기로 이어질 가능성이 높다. 또한 중국 내 중장비, 특히 굴삭기 판매가 급증하고 있음을 고려할 필요가 있다. 인프라 관련 대표 화학 제품인 PVC는 중국 인프라 투자 확대 시 수요의 급격한 개선이 나타날 수 있으며, 굴삭기 판매의 증가는 인프라 투자 증가를 조심스럽게 예단할 수 있는 지표다.

가성소다
수급타이트
지속

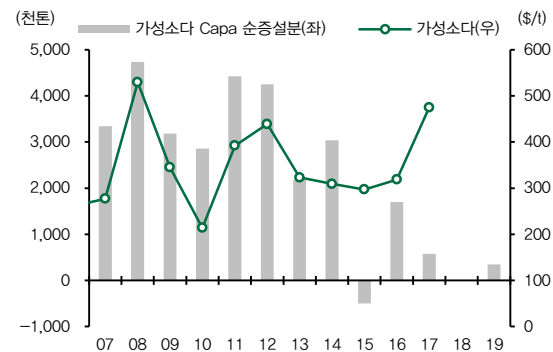
PVC와 함께 병산되는 가성소다 역시 PVC의 공급 증가 둔화와 함께 우호적인 공급 상황이 중장기로 이어질 것으로 예상된다. 전반적인 글로벌 경기가 호조를 보이면서 펄프, 방직, 첨가제 등 다양한 수요처로 사용되는 가성소다의 수요 역시 견조함에 따라 수급 모두 긍정적인 상황이다. 가성소다의 17년 누적 평균 가격은 \$457/t으로 16년 \$319/t 대비 급등했으며, 10월 이후 추가 급등세(11/3 기준 \$651/t)를 나타내고 있는 점을 고려할 때 18년 가성소다 생산 기업들의 실적을 주목할 필요가 있다.

도표 68. 글로벌 PVC 순증설 둔화



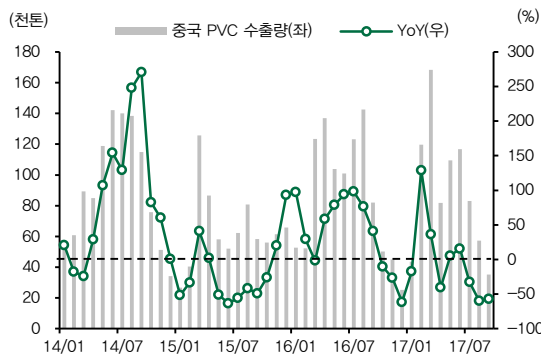
자료: Bloomberg, Ciscem, KITA, Platts, 산업자료, DB금융투자

도표 69. 글로벌 가성소다 증설 둔화



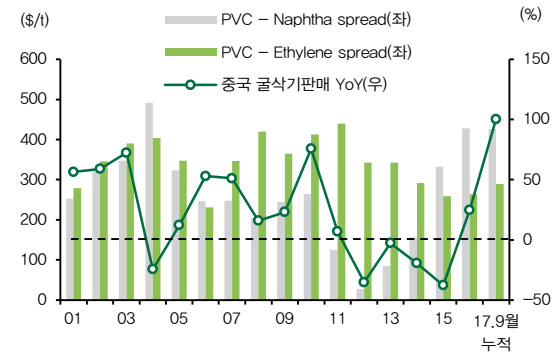
자료: Bloomberg, Ciscem, KITA, Platts, 산업자료, DB금융투자

도표 70. 중국 PVC 수출량 9월 누적 YoY -11.2%



자료: Bloomberg, Ciscem, KITA, Platts, 산업자료, DB금융투자

도표 71. 굴삭기 판매량 급증세, PVC 수요 개선?



자료: Bloomberg, Ciscem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

ABS: 신증설 둔화, 수요 개선에 따른 spread 상승, 다만 수요의 변동성을 경계

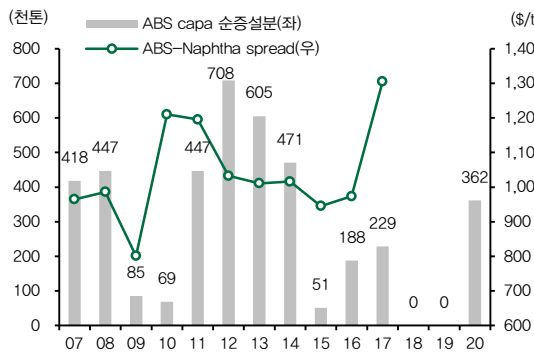
17년 수요
개선으로
ABS 반등

가전 및 자동차에 많이 사용되는 ABS는 17년 시황 개선 폭이 가장 큰 제품군 중 하나였다. ABS의 naphtha 대비 17년 누적 spread는 \$1,363/톤으로 사상 최대치였던 2010년 \$1,210/톤을 상회하는 수준이다. 타 downstream 제품군과 마찬가지로 순증설이 제한적인 가운데 중국의 가전 수요를 중심으로 수요 개선 폭이 커짐에 따라 수급이 개선된 것으로 판단된다.

수요의
변동성이
나타날 수 있음

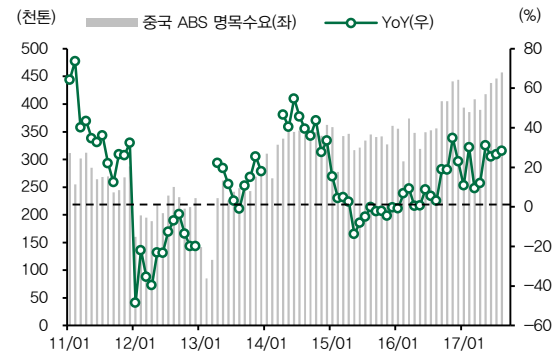
중국의 ABS 명목수요는 17.8월 누적 334만톤으로 YoY +21.3% 상승했다. 생산량은 동기간 YoY +32.8%, 순수입량은 17.9월 누적 YoY +6.3%로 증가했음을 고려한다면 명목수요의 큰 폭의 개선은 중국의 생산량 증대 때문이었다고 볼 수 있다. 16년 하반기부터 개선된 중국의 가전 수요에 힘입어 spread의 급격한 개선이 나타났음은 긍정적이나 ABS의 글로벌 가동률은 75% 수준으로 고무를 제외하면 가장 낮은 수준이며, 수입 보다 중국 생산량 증가가 더욱 컸기 때문에 18년 중국 ABS 수요의 성장성이 17년에 미치지 못한다면 변동성이 커질 수 있다.

도표 72. 글로벌 ABS 순증설 둔화



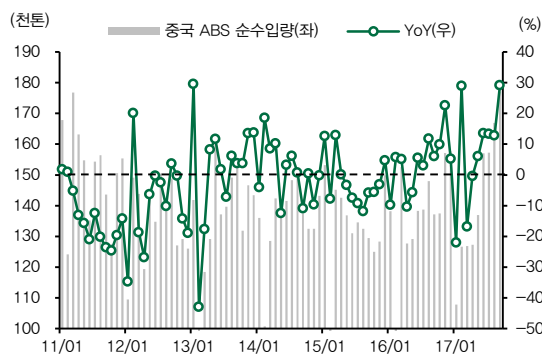
자료: Bloomberg, Ciscern, KITA, Platts, 산업자료, DB금융투자

도표 73. 중국 ABS 명목수요 개선 추세



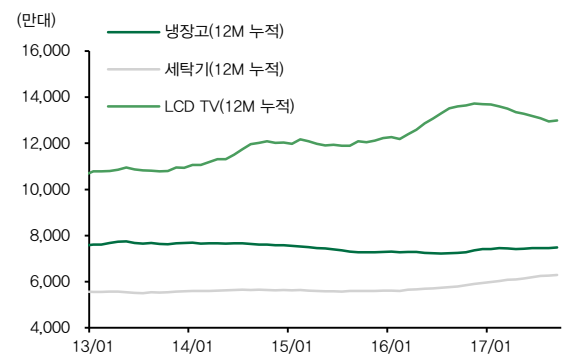
자료: Bloomberg, Ciscern, KITA, Platts, 산업자료, DB금융투자

도표 74. 중국 ABS 순수입량 17.9월 누적 YoY +6.3%



자료: Bloomberg, Ciscern, KITA, Platts, 산업자료, DB금융투자

도표 75. 중국 주요 가전제품 판매량(12M 누적) 추이



자료: Bloomberg, Ciscern, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

스판덱스 시장은 더디지만 분명 개선되고 있다

증설이 계속되지만, 수요 대비 상대적인 증설 부담은 완화되고 있다

스판덱스 capa
70%가 중국

글로벌 스판덱스의 생산능력은 17년말 기준 103.6만톤이며, 그 중 중국에 위치한 스판덱스 업체들의 생산능력은 72.6만톤으로 약 70.8%에 해당한다. 14~15년 중국 스판덱스 증설이 연평균 약 7만톤 증설되면서 공급 부담이 가중되었던 스판덱스 시장은 중국의 증가한 공급 부담으로 15년 이후 하향세를 나타냈다. 수익성 악화로 일단락되었던 스판덱스 증설은 글로벌 no.1 효성이 17년 중국, 베트남, 터키를 중심으로 약 3.5만톤의 증설에 나서면서 글로벌 생산능력이 재차 증가한 상황이다.

18년 중국
순증설은
약 5~6만톤

18년 예정된 스판덱스 증설은 효성의 중국 증설 지연분 2.4만톤(1.5만톤 17.12월 가동, 0.9만톤 18.3월 가동 예정)과 중국 로컬 6만톤(17년 가동 예정에서 지연됨), 18년말 예정된 중국 no.1 저장 화평 스판덱스의 5만톤이다. 지연된 중국 로컬 6만톤 설비의 18년 가동 여부는 아직 확정된 바 없으며, 저장 화평의 증설은 19년에 영향을 미칠 것이다. 그렇다면 중국의 18년 순증설은 5~6만톤 수준일 가능성이 높다.(중국 로컬 1개 설비 3만톤만 가동 가정) 추후 언급하겠지만, 18년 중국의 스판덱스 수요는 5~6만톤의 수요 증가가 예상된다. 중국의 스판덱스 spot 가격 반등세가 이어질 가능성이 높다.

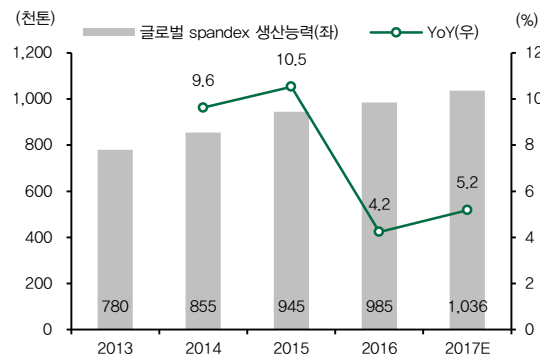
도표 76. 글로벌 주요 스판덱스 업체 생산능력(17년말 기준)

(단위: 천톤)

순위	기업명	Capa (천톤)	지역
1	효성	231	한국/중국/베트남/터키/브라질 등
3	Zhejiang Huafeng Spandex	118	중국
2	Invista(구 Dupont)	87	미국/영국/브라질/중국 등
4	Zhejiang Huahai Machinery	52	중국
5	Asahi kasei	44	일본/대만/독일/미국/중국 등
6	Yantai Tayho	35	중국
7	티케이케미칼	32	한국
	*중국 합계(17년말)	726	중국 M/S 70.8%
	글로벌 합계(17년말)	1,036	

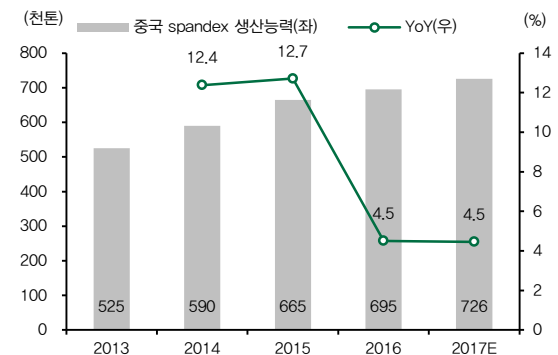
자료: 각 사, 화성협회, 중국 화섬신식망, 산업자료, Wind, DB금융투자

도표 77. 글로벌 스판덱스 증설 추이(연말 기준)



자료: 화성협회, 중국 화섬신식망, 산업자료, Wind, DB금융투자

도표 78. 중국 스판덱스 증설 추이: 18년 약 +5.4만톤 예상



자료: 화성협회, 중국 화섬신식망, 산업자료, Wind, DB금융투자

중국 스판덱스 가동률 회복과 재고 소진이 동시에 나타나고 있는 상황

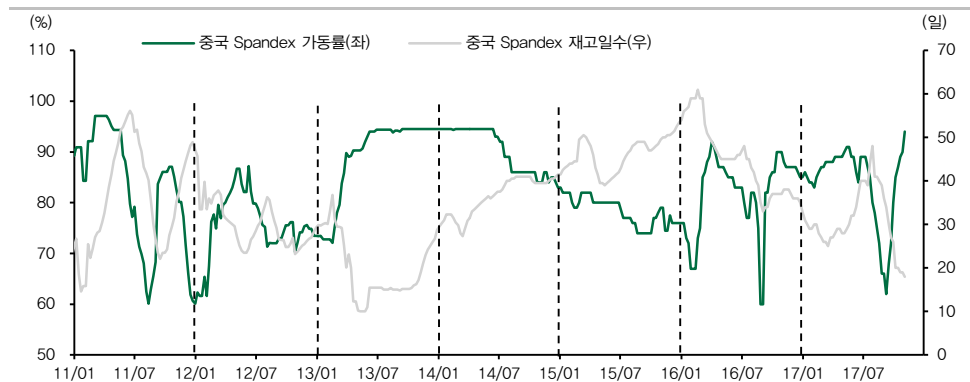
현재 재고는
20일 하회
가동률은
90% 상회

17년 중국 스판덱스 시장은 변동성이 매우 컸다. 16.3월 저장 화평 스판덱스의 고위 재고 조정부터 시작된 중국 시장 전반적인 재고 조정과 명목수요 개선으로 반등하던 중국 스판덱스 시장은 17년 중순 정부의 환경조사 및 공장 이전 관련 스판덱스의 다운스트림 가동률 조정 등으로 단기적으로 악화되었다. 17년초 30일 밑으로 하락했던 스판덱스 재고는 다시 40~50일까지 상승했으며 8월이 되어서야 재차 하락세로 전환했다. 현재 중국 스판덱스 재고일수는 20일을 하회하고 있으며, 중국 스판덱스의 가동률은 90%를 상회하고 있다.

중국 명목수요
10월 이후
크게 개선 예상

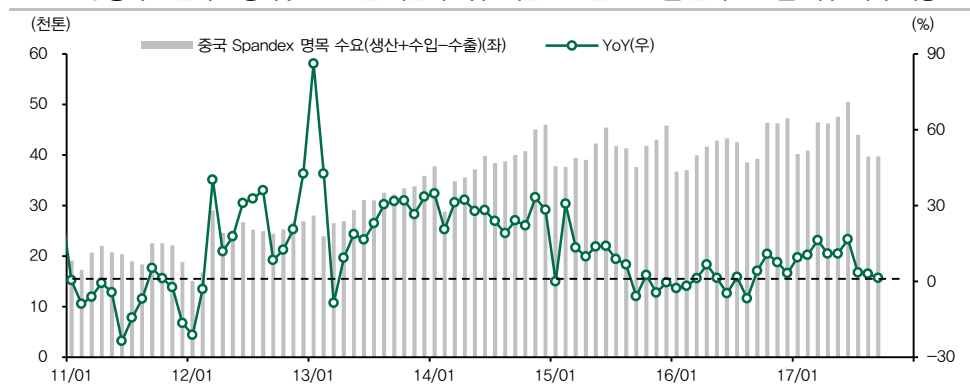
16년 하반기 이후 개선된 중국의 명목수요는 17.7~9월 다시 보합세로 둔화되었다. 이는 중국 단기 재고 급등에 따른 부담으로 저위가동률이 유지되면서 중국내 생산량이 둔화되었기 때문으로 판단된다. 높은 증치세로 수입/수출량이 극히 적은 중국 스판덱스 시장의 특수성을 고려한다면 생산량 감소는 수요 둔화로 해석할 수 있다. 하지만 중국 가동률이 9월말이후 60%→90%까지 상승했음을 고려한다면 10월 이후 명목수요는 큰 폭의 반등이 나타났을 것으로 예상된다.

도표 79. 중국 스판덱스 가동률과 재고일수 추이: 9월 이후 가동률 회복 & 가파른 재고 조정



자료: 화성협회, 중국 화학산업망, 산업자료, Wind, DB금융투자

도표 80. 중국 스판덱스 명목수요: 16년 하반기 이후 개선→17년 7~9월 둔화→10월 이후 회복 예상



자료: 화성협회, 중국 화학산업망, 산업자료, Wind, DB금융투자

17년 최고치를 경신하고 있는 중국 스판덱스 spot 가격을 주목

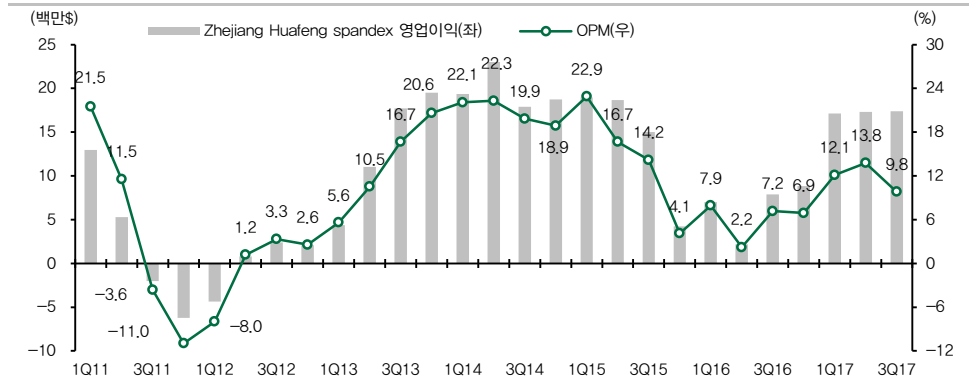
중국 스판덱스
가격 반등 속도
빨라짐

중국 spot 시장을 대변하는 중국 no.1 저장 화평 스판덱스의 영업이익률은 2Q16 2.2%에서 2Q17 13.8%로 반등했으며, 3Q17은 다시 9.8%로 둔화되었다. 앞서 확인한 중국 전체 스판덱스 가동률 및 재고일수를 고려할 때 3Q 일시적인 상황 둔화의 영향이 반영된 것으로 판단된다. 실제로 중국의 스판덱스 spot 가격은 16년 하반기 이후 반등 추세를 이어갔지만 17.4~8월 조정을 거친 후 재차 상승하고 있다. 11/9 기준 중국의 스판덱스 20D spot 가격은 \$7,092/t로 15년말 가격을 회복한 상황이며, 상대적으로 범용인 40D spot 가격은 \$6,000/t에 육박하면서 가격 회복 속도가 더욱 빠르다.

원재료
초강세가 부담

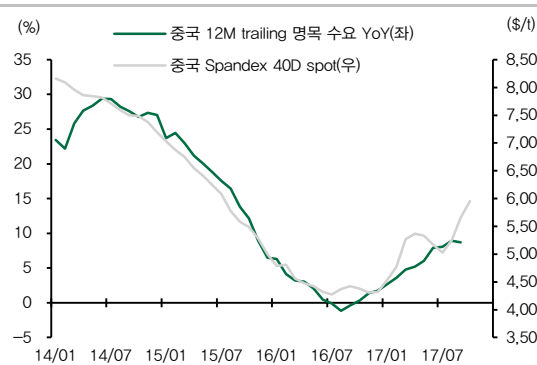
10월 이후 중국 가동률 상승, 재고 추가 조정에 따른 명목수요 개선 효과를 고려하면 스판덱스 spot 가격의 상승 추세는 당분간 지속될 것으로 예상된다. 문제는 원재료다. 스판덱스의 주요 원재료인 PTMEG와 MD는 17년 내내 초강세를 유지하고 있으며, 이는 스판덱스 업체의 수익성 회복을 더디게 만드는 요소다.

도표 81. 17년 중국 no.1 저장화평 스판덱스의 영업이익률 턴어라운드, 3Q 조정



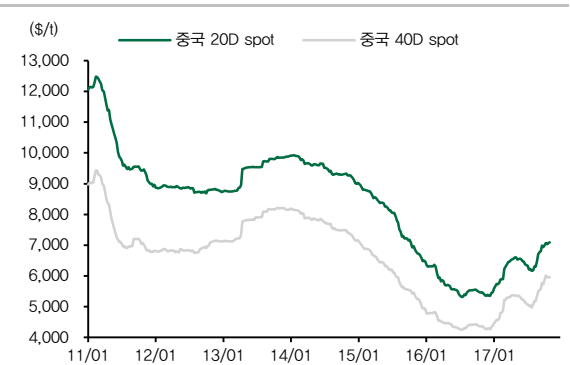
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 82. 중국 명목수요 반등과 스판덱스 spot 가격 반등



자료: 화성협회, 중국 화성신식망, 산업자료, Wind, DB금융투자

도표 83. 중국 스판덱스 spot 가격 추이



자료: 화성협회, 중국 화성신식망, 산업자료, Wind, DB금융투자

개선되고 있는 수급, 원가가 안정된다면?

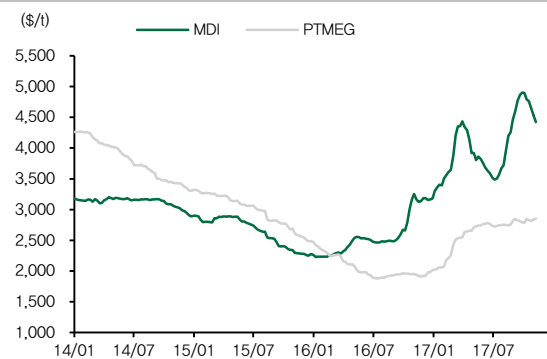
MDI는 18년
조정될 가능성
높음

스판덱스의 주요 원재료인 PTMEG는 스판덱스 생산능력 증가와 상위 원재료인 BDO의 강세로 16년 말 이후 강세를 시현하고 있으며, MDI는 폴리우레탄 가격 강세에 따른 상황 개선으로 급등했다. 특히 MDI의 경우 16년말 BASF의 30만톤 TDI 설비 트러블 이후 전반적인 폴리우레탄 제품 체인 강세에 따라 2배 가까이 폭등했다. 하지만 BASF는 18년 TDI 설비 재가동을 목표로 하고 있으며 Sadara 20만톤 설비가 가동률을 높이고 있음에 따라 폴리우레탄 전반적인 가격 급등세는 18년에 진정될 가능성이 높다. 즉 스판덱스 원가 부담이 완화될 수 있음을 의미한다. 급등한 원재료 가격에도 spot 가격 상승으로 9월 이후 점진적으로 반등하고 있던 스판덱스 spread 상승 추세는 이어질 가능성이 높다.

스판덱스 시장
개선 전망

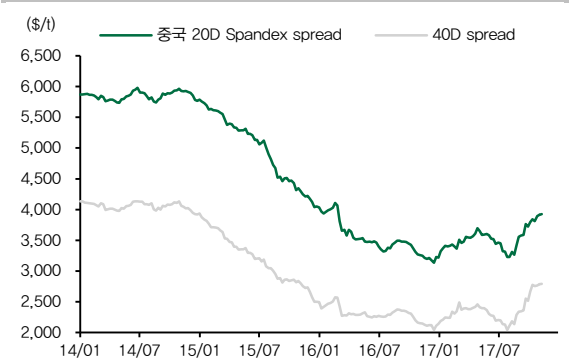
중국의 17.9월 누적 스판덱스 생산량/수입량/수출량을 바탕으로 수요를 예상해보면 17년 기준 실질 수요는 약 5~6만톤 성장할 것으로 예상된다. 18년 수요가 17년과 유사하다면 앞서 언급한 5~6만톤의 18년 증설 규모(효성 2.4만톤, 지연된 중국 로컬 6만톤 중 3만톤 가동 가정)는 부담스럽지 않다. 현재 중국 스판덱스 재고일수는 20일을 하회하고 있음을 다시 한번 고려할 필요가 있으며, 낮은 재고, 타이트한 수급을 바탕으로 스판덱스의 시장 개선세가 18년에도 이어질 것으로 전망한다.

도표 84. 스판덱스 원재료 급등(중국 spot 기준)후 MDI 조정



자료: 화성협회, 중국 화섬산식망, 산업자료, Wind, DB금융투자

도표 85. 원재료 급등에도 반등하고 있는 spread



자료: 화성협회, 중국 화섬산식망, 산업자료, Wind, DB금융투자

도표 86. 중국 spandex 수요 추정: 17E 실질수요는 YoY +10%, 18년 적어도 5~6만톤 수요 증가 전망

(단위: 천톤, %, 일)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	비고
중국 Spandex capa	478.5	525.0	590.0	665.0	695.0	726.0	
중국 Spandex 생산량	315.5	391.0	483.7	519.6	533.8	589.7	17.9월 누적 YoY+8.6%
중국 명목 가동률	67.0%	77.9%	86.8%	82.8%	78.5%	83.0%	
중국 Spandex 수입량	18.8	20.2	24.6	25.6	26.4	25.4	17.9월 누적 YoY-3.9%
중국 Spandex 수출량	44.2	46.8	45.5	52.2	58.7	57.4	17.9월 누적 YoY-2.2%
중국 명목 수요	290.2	364.4	462.9	493.0	501.5	557.7	
중국 Spandex 명목 수요 YoY		25.6%	27.0%	6.5%	1.7%	11.2%	
중국 12월 재고일수(일)	27.8	26.6	41.0	52.5	35.0	20.0	10월 평균 19.2일
연말 재고	36.5	38.3	66.3	95.7	66.6	39.8	
중국 실질수요	314.3	362.6	434.9	463.6	530.5	584.6	
중국 spandex 실질 수요 YoY		15.4%	19.9%	6.6%	14.4%	10.2%	

자료: 화성협회, 중국 화섬산식망, 산업자료, Wind, DB금융투자

폴리실리콘: 수요를 낙관하기 어렵다

17년 태양광 설치 수요 90~100GW에 육박할 것

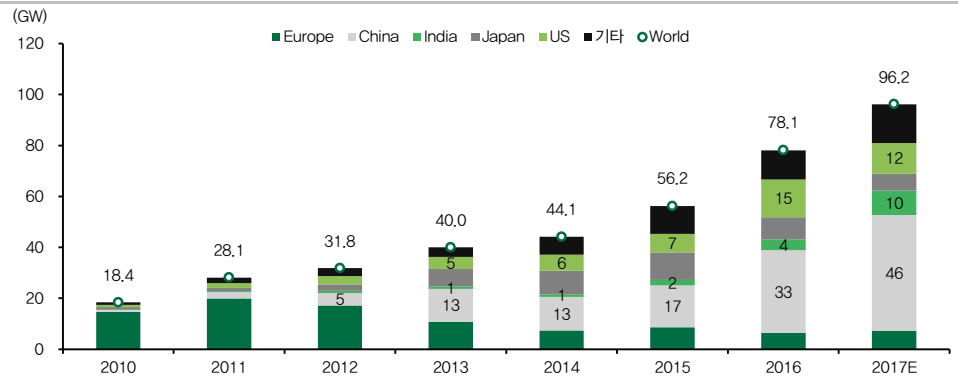
중국/인도 수요
증가로 태양광
수요 급증

17년 태양광 설치 수요는 중국 및 인도의 수요 급증으로 급격하게 성장하고 있다. 조사기관마다 편차가 크지만 Wacker의 경우 17년 수요를 96GW로 예상하고 있으며, REC는 91GW로 예상하고 있다. OCI는 3Q 실적발표에서 84~105GW의 넓은 수요 범위를 제시했다. 수요 전망치의 차이가 큰 이유는 중국 때문이다. NEA에 따르면 중국의 설치 수요는 15년 15GW → 16년 34.5GW로 급증했으며, 17년 상반기에만 24.4GW를 설치하면서 하반기 설치 수요 기대감을 높이고 있는 상황이다.

중국 설치량
급증, 글로벌
수요는
90~100GW

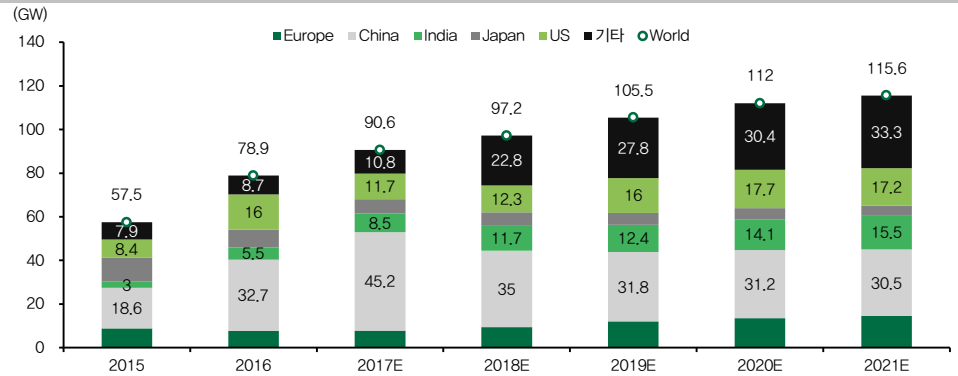
중국의 설치량이 17년 실제로 45GW, 혹은 그 이상에 이르게 된다면 (REC/Wacker의 추정치 유사), 17년 글로벌 태양광 설치 수요는 90~100GW에 육박할 것으로 예상된다. 16년 글로벌 설치량이 약 YoY+40%, 20GW 이상 성장한 가운데 17년도 역시 고성장이 진행되고 있는 태양광 수요 급증의 배경은 중국과 미국의 보조금 삭감 및 보호무역주의 발효 전 선수요가 집중되고 있기 때문으로 판단된다.

도표 87. 글로벌 태양광 설치 수요 전망 (Wacker 3Q17 실적발표)



자료: Wacker, DB금융투자

도표 88. 글로벌 태양광 설치 수요 전망 (REC 3Q17 실적발표)



자료: REC, DB금융투자

폭발적인 중국 설치 수요: 단계적 보조금 삭감이 선수요를 이끌어내고 있음

중국 유틸리티
FIT 삭감
2Q17 설치량
급증

태양광 설치 수요 급증의 주역인 중국의 경우 16년 이후 유틸리티 태양광 발전소에 대한 FIT를 단계별로 삭감하고 있다. 삭감 폭이 가장 컸던 Ningxia, Qinghai를 포함한 I 지역은 15년 0.9RMB/kwh→16년 0.8RMB/kwh→17년 0.65RMB/kwh로 각각 -11.1%, -18.8% 삭감되었다. 흥미로운 점은 그 FIT의 적용 기한이다. 16년에 정부로부터 태양광 설치 허가를 받았지만 건설되지 않은 태양광 프로젝트의 경우 17.6월까지 건설을 완료할 시 16년 보조금을 적용 받을 수 있었다. 따라서 2Q17 중국 태양광 설치량은 17GW가 설치되며 분기 기준 최대치를 경신한 것으로 판단된다.

18년 분산형
FIT 삭감가능성
선수요 집중.
18년 수요
변동성 커질 것

선수요가 일단락되며 중국 태양광 업체들은 하반기 중국 설치수요가 상대적으로 둔화될 것으로 전망했지만, 각종 뉴스에 따르면 7월 이후에도 분산형 발전을 중심으로 중국 설치 수요가 견조한 것으로 보도되고 있다. 이는 17년말 혹은 18년초 중국 정부가 분산형 발전에 대한 FIT 삭감에 나설 가능성을 높게 보고 있기 때문으로 판단된다.(16년말 NDRC는 0.42RMB/kwh의 분산형 발전 FIT를 지역별로 각각 0.2RMB/kwh, 0.25RMB/kwh, 0.3RMB/kwh로 삭감할 수 있다는 언급을 한 적이 있다.) 결국 17년 중국의 폭발적인 설치 수요 성장세는 FIT 삭감에 따른 선수요가 집중된 결과로 판단할 수 있다. 과거 유럽/일본의 사례와 유사하다. 비교적 최근 사례인 일본은 12년 1차 FIT 삭감, 14년 2차 삭감, 15년 3차 삭감 이후 태양광 설치 수요 성장이 정체, 둔화되고 있음을 고려할 필요가 있다. 결국 중국의 중장기 태양광 설치 목표를 초과 달성한 상황에서 선수요 집중 효과가 제거되면 18년 이후 중국 설치 수요의 성장이 지속될 것이라 예단하기는 쉽지 않은 상황이다.

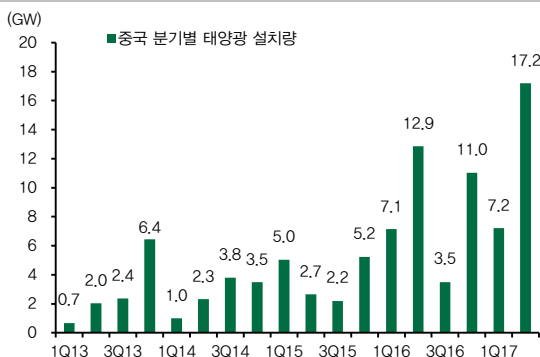
도표 89. 중국 태양광 보조금(FIT) 삭감 추이

(단위: RMB/kwh)

Region	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
I (Ningxia, Qinghai 등)				0.90	0.90	0.80	0.65
II (Beijing, Tianjin 등)	1.15	1.00	1.00	0.95	0.95	0.88	0.75
III (Another region)				1.00	1.00	0.98	0.85
Distributed PV				0.42	0.42	0.42	0.42
Electricity Price for Resident	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53	0.52
Electricity Price for Industry	0.76	0.78	0.78	0.78	0.78	0.77	0.77

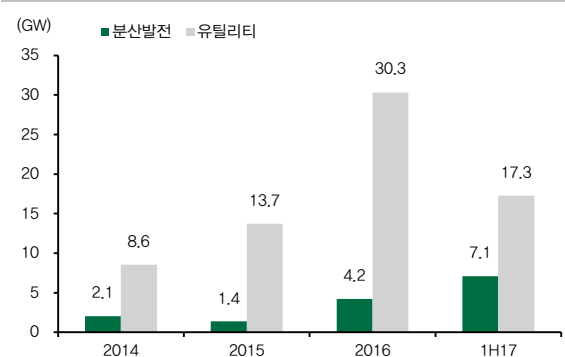
자료: NDRC, NEA, 산업자료, DB금융투자

도표 90. 중국 1H17 24.4GW 설치, 2Q 집중



자료: Bloomberg, NEA, 산업자료, DB금융투자

도표 91. 분산발전 설치량이 증가하고 있음



자료: Bloomberg, NEA, 산업자료, DB금융투자

미국 설치 수요: 셰이프가드 발효시 18년 수요 위축 가능성 상존

셰이프가드
시행 시
수요 위축 예상

미국의 설치 수요 역시 변동성이 커질 것으로 판단된다. 17년 미국의 태양광 설치 수요 전망은 12~13GW 수준으로 수렴되고 있지만 문제는 18년이다. 미국 태양광 업체들이 중국/한국 등의 수입 산 태양광 셀/모듈이 미국 태양광 업체들의 수익성에 위협이 된다고 관세 부과를 요청한 것에 대해 ITC는 셰이프가드 발동을 권고하기로 결정했다. ITC의 3가지 안은 트럼프 대통령에게 전달되어 18년 초 발동 여부가 최종 결정되게 된다. 1안이 결정될 경우 수입산 태양광 모듈 관세는 35%에 달할 것으로 예상되며 미국 내 태양광 제품 가격 인상이 불가피하다. 높아진 태양광 제품가격은 미국 태양광 설치 수요 시장에 타격을 미칠 수 밖에 없다.

금리 인상 역시
리스크

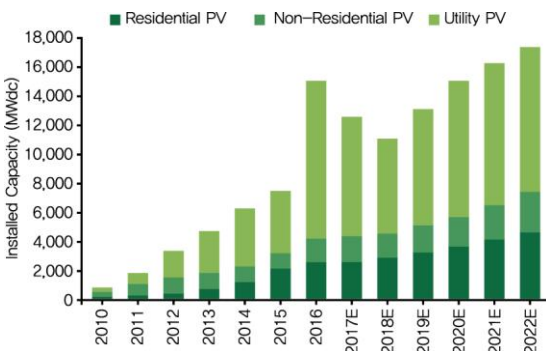
GTM 리서치의 경우 18년 미국 태양광 설치 수요가 조정된다고 예상하고 있으며, 12월말 미국의 금리 인상까지 겹친다면 태양광 프로젝트 IRR의 추가 하락으로 조정 폭이 커질 가능성도 배제할 수 없다. 트럼프 대통령의 신재생에 대한 비우호적인 정책이 지속되고 있는 가운데 글로벌 no. 2 수요 지역인 미국의 수요를 낙관할 수 없는 이유다.

도표 92. 미국 국제무역위원회(ITC) 태양광 구제조치 판정 주요 내용

	1안				2안				3안	
	셀(TRQ)			모듈 관세	셀(TRQ)			모듈 관세	셀/모듈	
	쿼터	쿼터 미만 관세	쿼터 초과 관세		쿼터	쿼터 미만 관세	쿼터 초과 관세		쿼터	수입 허가권
1년	0.5GW	10.0%	30%	35%	1GW		30%	30%	8.9GW	1cent/W
2년	0.6GW	9.5%	29%	34%	1.2GW	0%	25%	25%	10.3GW	(입찰최소가)
3년	0.7GW	9.0%	28%	33%	1.4GW		20%	20%	11.7GW	
4년	0.8GW	8.5%	27%	32%	1.6GW		15%	15%	13.1GW	

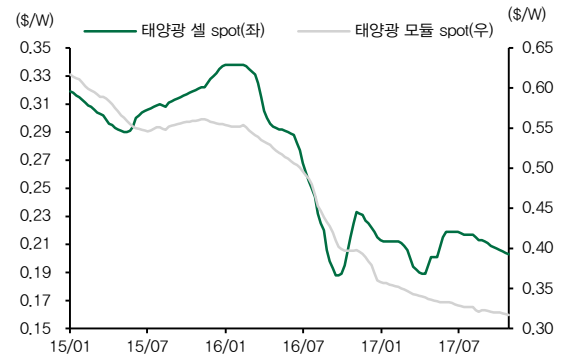
자료: 언론자료, DB금융투자

도표 93. GTM research, 미국 태양광 수요 18년 조정 예상



자료: GTM Research, DB금융투자

도표 94. 태양광 셀/모듈 spot 가격 추이



자료: PV insights, DB금융투자

중국을 중심으로 재차 증가하는 폴리실리콘 생산능력

18년 중국
폴리실리콘
증설은 4.6만톤

중국/미국의 태양광 설치 수요 둔화 가능성으로 글로벌 수요의 변동성이 커질 것으로 예상되는 가운데 18년에는 중국을 중심으로 폴리실리콘 생산능력이 재차 확대될 것으로 보인다. REC의 중국 Yulin JV 1.9만톤 FBR 설비가 4Q17~1Q18 리액터의 순차적 완공 이후 가동률을 끌어올릴 것으로 예상되고 GCL은 Xinjiang에 신규 폴리실리콘 2만톤 설비를 2Q18에 완공할 예정이며, 19년에 추가 2만톤을 증설할 계획이다. GCL의 지멘스 공법 폴리실리콘 생산능력은 2020년 11.5만톤에 이를 전망이다. 현재 정상 가동을 못하고 있는 FBR 설비들의 가동률을 끌어올릴 경우 추가적인 공급부담을 가중시킬 수 있다.(GCL의 16년 생산량은 6.9만톤이며, 17년 들어 분기 기준 1.9만톤 수준이다.) 저렴한 전기료를 바탕으로 20~30%에 달하는 영업이익률을 시현하고 있는 Daqo 역시 18년 7천톤, 19년 추가 5천톤의 생산능력 증가를 예고하고 있다. 중국의 18년 증설만 3개 업체 합산 4.6만톤이다.

10~11.5GW
의 수요 성장이
쉽지 않을 것

15년 56GW에서 적어도 17년 90GW 이상의 설치수요가 예상되는 폭발적인 태양광 설치 수요 성장에도 불구하고 폴리실리콘 가격 반등 폭이 크지 않았음을 고려한다면 폴리실리콘→모듈로 이어지는 원단위 감소 효과가 생각보다 컸을 가능성이 높다. W당 폴리실리콘 4g 환산시 중국의 4.6만톤 증설에 대응하는 설치 수요는 11.5GW(4.5g 환산 시 10.2GW)다. 중국과 미국의 수요 둔화를 고려한다면 쉽지 않은 증가 분이다.

도표 95. 글로벌 폴리실리콘 주요 업체 생산능력 추이

(단위: 톤, GW)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
GCL Poly	46,000	65,000	65,000	65,000	90,000	90,000	90,000	110,000	130,000
Wacker	32,000	47,000	52,000	52,000	52,000	72,000	72,000	72,000	72,000
OCI	42,000	42,000	42,000	42,000	52,000	52,000	65,800	68,000	68,000
Hemlock	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000
REC	19,300	21,300	21,300	19,300	19,300	19,300	19,300	38,600	38,600
Tokuyama	9,200	9,200	6,200	20,000	26,200	26,200			
TBEA	1,500	5,500	5,500	12,000	23,000	26,000	30,000	30,000	30,000
Daqo New Energy	4,300	6,150	6,150	6,150	12,150	12,150	18,000	25,000	30,000
LDK Solar	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000
Hanwha Chem				10,000	13,000	15,000	15,000	15,000	15,000
China Silicon				10,000	10,000	14,250	14,250	14,250	14,250
Renesola	4,000	10,000	10,000	10,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
SMP				10,000	10,000				
합계	210,300	258,150	260,150	308,450	365,650	384,900	382,350	430,850	455,850
GW 환산 (5g/W)	42.1	51.6	52.0	61.7	73.1	77.0	76.5	86.2	91.2
GW 환산 (4.5g/W)	46.7	57.4	57.8	68.5	81.3	85.5	85.0	95.7	101.3
GW 환산 (4.0g/W)	52.6	64.5	65.0	77.1	91.4	96.2	95.6	107.7	114.0
태양광 설치수요	29.0	31.7	40.0	44.1	56.2	78.1	96.2		
Polysilicon spot	56.8	22.9	17.3	21.0	16.0	14.7	15.2		

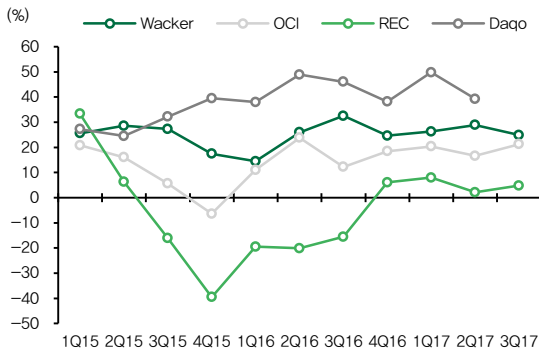
자료: Bloomberg, 산업자료, 각 사 DB금융투자

수익성은 중국 업체가 우위

폴리 peer 중
중국 수익성이
우위
중국 공급부담
경계할 필요

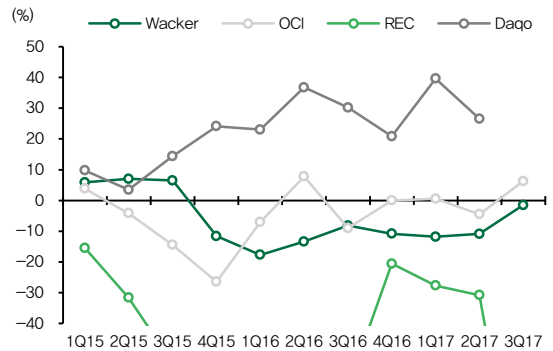
폴리실리콘 가격은 7월 이후 상승 속도가 빨라지고 있다. PV insights 기준 3Q 폴리실리콘 spot 가격은 2Q \$13.6/kg→3Q \$15.4/kg→4Q누적 \$16.7/kg으로 상승했으며, 폴리실리콘 주요 peer들의 실적은 1Q를 저점으로 점진적으로 반등하고 있다. 실적을 확인할 수 있는 폴리실리콘 peer 중 수익성은 단연 중국 업체가 우위에 있다. 웨이퍼를 최종 제품으로 판매하는 GCL을 제외한다고 해도 Daqo의 경우 1.8만톤의 상대적으로 작은 생산능력에도 불구하고 저렴한 전기료를 바탕으로 20~30%에 달하는 영업 이익률을 시현하고 있다. 말레이시아 설비의 성공적인 가동으로 3Q 실적이 반등한 OCI의 수익성은 EBITDA마진 21%, 영업이익률 6.3%(DB 추정) 수준으로 판단되며, OCI와 유사한 규모인 Wacker의 EBITDA마진은 3Q 기준 24.9%다. 현재 중국 업체의 증설 이유는 간단하다. 높은 수익성을 바탕으로 적극적인 투자에 나서고 있는 것이다. 중국의 공급 부담을 경계할 필요가 있다.

도표 96. 폴리실리콘 주요 peer EBITDA% 추이



자료: 각 사, Bloomberg, DB금융투자
주: OCI는 DB금융투자 추정치임

도표 97. 폴리실리콘 주요 peer OPM 추이



자료: 각 사, Bloomberg, DB금융투자
주: OCI는 DB금융투자 추정치임

도표 98. 폴리실리콘 글로벌 peer 밸류에이션 비교(Bloomberg 컨센서스 기준)

(단위: 백만달러, %, 배)

		매출액	영업이익	영업이익률	순이익	P/E	P/B	ROE
GCL	2016	3,316.6	844.5	25.5	305.6	7.3	0.7	11.1
	2017E	3,492.1	805.5	23.1	328.9	10.5	1.0	9.7
	2018E	3,564.8	866.0	24.3	348.2	10.1	0.9	9.3
Wacker	2016	5,981.5	423.5	7.1	198.3	27.4	2.1	7.2
	2017E	5,678.5	448.6	7.9	259.7	25.7	2.2	7.8
	2018E	5,857.1	561.8	9.6	343.7	22.7	2.1	9.2
REC silicon	2016	271.2	-216.0	-79.6	-147.4	-	0.4	-17.3
	2017E	260.5	-99.9	-38.4	-156.9	-	0.5	-28.4
	2018E	281.0	-46.4	-16.5	-54.9	-	0.6	-10.1
Daqo	2016	229.1	65.4	28.6	43.5	4.0	0.8	17.0
	2017E	301.8	95.2	31.5	69.4	6.7	1.3	21.3
	2018E	278.8	79.8	28.6	55.5	8.3	1.1	14.1
OCI	2016	2,362.2	104.6	4.4	208.8	37.7	0.6	7.9
	2017E	3,159.9	208.0	6.6	187.0	14.6	0.9	6.3
	2018E	2,850.7	248.7	8.7	178.1	16.2	0.8	5.7

자료: Bloomberg, DB금융투자



Coverage Recommendation

- » SK이노베이션 (096770)
- » S-Oil (010950)
- » GS (078930)
- » 롯데케미칼 (011170)
- » 한화케미칼 (009830)
- » OCI (010060)

Buy

SK이노베이션

096770

목표주가(상향)	280,000원	현재주가(11/10)	211,000원	Up/Downside	+32.7%	투자의견(유지)	Buy
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------	----------	-----

2017. 11. 13

정유의 구조적 호황 도래, 그 중 최대 수혜 예상

2018 영업이익 37,719억원(YoY+13.1%), 정유 주도의 이익 성장 추세는 이어질 것: 적어도 19년까지 정제설비 순증설이 글로벌 석유 수요 증분에 미치지 못할 것으로 예상되기에 정유 시장의 구조적인 호황이 이어질 것으로 전망한다. 싱가포르 complex margin 기준, 15년 \$6.7/bbl → 16년 \$5.1/bbl → 17년 누적 \$5.7/bbl로 16년 둔화 이후 회복되고 있는 정제마진은 18년 등경유 마진의 개선에 힘입어 15년 수준인 \$6.7/bbl로 개선될 것으로 예상된다. 유가 및 환율의 변동성이 제한적이라면 정제마진 \$1 상승 시 SK이노베이션의 정유 부문의 이익은 약 3,600억원~4,000억원이 개선될 수 있다. 화학은 PX 마진의 둔화로 YoY -3.7%의 이익 둔화를, 윤활기유는 상대적인 원가 수준 상승으로 YoY -6.4%의 이익 둔화를 전망한다.

4Q17E 영업이익 9,470억원, 정제마진은 둔화, 유가는 상승: 허리케인 이후 타이트했던 수급의 완화, 단기 유가 급등에 따른 정제마진의 조정이 이어지고 있지만 4Q17 누적 정제마진(SK이노베이션 기준)은 \$8.4/bbl로 4Q16 \$7.9/bbl 대비 개선된 수준이다. 11/30 OPEC 총회 이후 유가의 변동성이 커질 것으로 예상되지만 lagging 효과는 긍정적이고, 3Q 약 1,100억원에 달하는 인건비 부담이 사라지면서 정유의 QoQ 개선을 전망한다. 다만 화학, 윤활기유는 비수기로 부진이 예상된다.

배당 기대감을 높일 시점, 밸류에이션 리레이팅 구간: SK이노베이션의 목표주가를 28만원으로 상향(18E BPS 217,398원에 17E~19E 평균 ROE 13.6%를 고려하여 target P/B 1.3배 적용)하고 정유 최선호주로 지속 추천한다. 이익 성장 추세에서 DPS 및 배당성향이 점진적으로 상향되면서 밸류에이션 리레이팅 구간에 진입한 것으로 판단된다. 17E DPS는 9,100원(기말 7,500원, 배당성향 35% 가정)으로 예상된다.

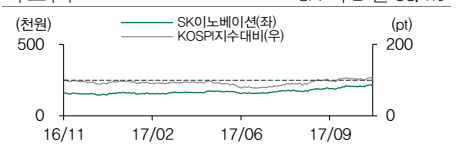
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

FYE Dec	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	48,356	39,521	46,518	49,272	50,924
(증가율)	-26.6	-18.3	17.7	5.9	3.4
영업이익	1,980	3,228	3,336	3,772	4,164
(증가율)	흑전	63.1	3.3	13.1	10.4
지배주주순이익	815	1,671	2,409	2,641	2,933
EPS	8,748	17,988	25,931	28,427	31,565
PER (H/L)	15.8/9.1	9.9/6.7	8.1	7.4	6.7
PBR (H/L)	0.8/0.5	1.0/0.7	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (H/L)	5.9/4.1	4.5/3.3	4.9	4.2	3.6
영업이익률	4.1	8.2	7.2	7.7	8.2
ROE	5.3	10.1	13.5	13.5	13.8

52주 최저/최고	146,500/217,500원
KOSDAQ /KOSPI	721/2,543pt
시가총액	195,102억원
60일-평균거래량	262,415
외국인지분율	41.6%
60일-외국인지분율변동추이	+0.4%p
주요주주	SK 외 2 인 33.4%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	3.2	22.7	30.7
상대기준	-1.2	13.8	2.9

도표 99. SK이노베이션 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
연결 매출액	9,458	10,280	9,703	10,079	11,387	10,561	11,759	12,811	39,520	46,518	49,272
%YoY	-21.5	-20.9	-22.0	-7.2	20.4	2.7	21.2	27.1	-18.3	17.7	5.9
%QoQ	-12.9	8.7	-5.6	3.9	13.0	-7.3	11.3	8.9			
석유	6,646	7,443	7,025	7,256	8,064	7,388	8,429	9,288	28,370	33,167	35,185
화학	1,968	1,945	1,834	1,940	2,333	2,164	2,292	2,412	7,687	9,201	9,584
운할유	622	653	599	661	729	757	750	799	2,536	3,034	3,235
E&P/기타	222	240	245	222	262	252	289	313	928	1,115	1,268
연결 영업이익	845	1,120	415	849	1,004	421	964	947	3,228	3,336	3,772
%YoY	163.0	13.3	14.0	177.0	18.9	-62.4	132.3	11.5	63.1	3.3	13.1
%QoQ	175.6	32.5	-62.9	104.7	18.3	-58.1	128.9	-1.7			
석유	392	614	10	609	454	13	526	574	1,626	1,567	2,031
화학	322	394	298	219	455	334	326	270	1,232	1,385	1,333
운할유	132	133	117	86	95	120	144	126	468	485	454
E&P/기타	-2	-21	-9	-65	1	-45	-33	-23	-98	-100	-46
영업이익률	8.9	10.9	4.3	8.4	8.8	4.0	8.2	7.4	8.2	7.2	7.7
정유	5.9	8.3	0.1	8.4	5.6	0.2	6.2	6.2	5.7	4.7	5.8
화학	16.4	20.2	16.2	11.3	19.5	15.4	14.2	11.2	16.0	15.1	13.9
운할유	21.2	20.3	19.5	13.0	13.0	15.8	19.2	15.8	18.5	16.0	14.0
E&P/기타	-1.0	-8.9	-3.9	-29.3	0.3	-17.9	-11.4	-7.4	-10.5	-9.0	-3.6

자료: SK이노베이션 DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	12,842	14,988	15,552	16,565	17,724
현금및현금성자산	3,020	2,644	2,743	2,874	3,202
매출채권및기타채권	4,030	4,404	4,348	4,750	4,923
재고자산	3,560	4,445	4,652	4,785	5,064
비유동자산	18,518	17,594	18,124	18,617	19,065
유형자산	13,914	13,603	14,250	14,847	15,391
무형자산	1,663	1,272	1,157	1,052	957
투자자산	2,678	2,567	2,567	2,567	2,567
자산총계	31,360	32,581	33,677	35,182	36,790
유동부채	7,494	8,737	8,696	8,939	9,079
매입채무및기타채무	5,019	6,473	6,433	6,675	6,816
단기차입금및단기차입금	389	22	22	22	22
유동상장기부채	1,655	1,678	1,678	1,678	1,678
비유동부채	6,819	5,540	5,040	4,540	4,040
사채및장기차입금	6,130	4,870	4,370	3,870	3,370
부채총계	14,313	14,276	13,736	13,478	13,119
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,884	5,884	5,884	5,884
이익잉여금	9,450	10,671	12,232	13,941	15,848
비지배주주지분	1,157	1,202	1,276	1,330	1,390
자본총계	17,046	18,305	19,941	21,704	23,671

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,086	3,678	2,581	2,864	3,115
당기순이익	868	1,721	2,484	2,695	2,992
현금유출이없는비용및수익	2,185	2,354	1,360	1,613	1,753
유형및무형자산상각비	952	914	969	1,007	1,052
영업관련자산부채변동	1,560	268	-297	-343	-408
매출채권및기타채권의감소	1,312	-315	56	-402	-173
재고자산의감소	1,813	-858	-207	-133	-278
매입채무및기타채무의증가	-1,667	1,467	-40	242	141
투자활동현금흐름	-1,345	-2,056	-1,018	-1,146	-1,171
CAPEX	-449	-607	-1,500	-1,500	-1,500
투자자산의순증	268	196	190	86	86
재무활동현금흐름	-2,768	-2,019	-1,463	-1,586	-1,616
사채및장기차입금의 증가	-3,109	-1,579	-500	-500	-500
자본금및자본잉여금의증가	-9	0	0	0	0
배당금지급	0	-451	-746	-885	-932
기타현금흐름	109	21	0	0	0
현금의증가	81	-375	99	131	327
기초현금	2,939	3,020	2,644	2,743	2,874
기말현금	3,020	2,644	2,743	2,874	3,202

자료: SK이노베이션 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	48,356	39,521	46,518	49,272	50,924
매출원가	44,197	34,562	41,351	43,560	44,755
매출총이익	4,159	4,959	5,167	5,711	6,169
판매비	2,180	1,730	1,831	1,940	2,005
영업이익	1,980	3,228	3,336	3,772	4,164
EBITDA	2,931	4,143	4,305	4,779	5,216
영업외손익	-325	-805	114	24	51
금융손익	-320	-290	394	418	445
투자손익	257	-124	190	86	86
기타영업외손익	-262	-391	-470	-480	-480
세전이익	1,654	2,423	3,450	3,796	4,215
세단사업이익	-130	0	0	0	0
당기순이익	868	1,721	2,484	2,695	2,992
지배주주지분순이익	815	1,671	2,409	2,641	2,933
비지배주주지분순이익	53	50	75	54	60
총포괄이익	954	1,711	2,484	2,695	2,992
증감률(%YoY)					
매출액	-26.6	-18.3	17.7	5.9	3.4
영업이익	흑전	63.1	3.3	13.1	10.4
EPS	흑전	105.6	44.2	9.6	11.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	8,748	17,988	25,931	28,427	31,565
BPS	169,556	182,504	199,161	217,398	237,751
DPS	4,800	6,400	9,100	10,000	11,000
Multiple(배)					
P/E	14.9	8.1	8.1	7.4	6.7
P/B	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.7	3.8	4.9	4.2	3.6
수익성(%)					
영업이익률	4.1	8.2	7.2	7.7	8.2
EBITDA마진	6.1	10.5	9.3	9.7	10.2
순이익률	1.8	4.4	5.3	5.5	5.9
ROE	5.3	10.1	13.5	13.5	13.8
ROA	2.6	5.4	7.5	7.8	8.3
ROIC	6.0	12.9	13.7	14.6	15.5
안정성및기타					
부채비율(%)	84.0	78.0	68.9	62.1	55.4
이자보상배율(배)	7.4	12.8	15.3	18.8	22.6
배당성향(배)	50.9	34.2	33.7	34.1	33.8

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

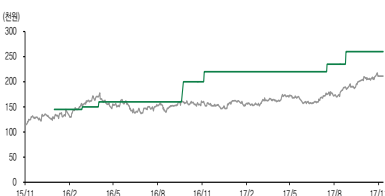
■ 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

SK이노베이션 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)
16/01/11	Buy	145,000	-8.3	17/09/05	Buy	260,000	-22.8
16/02/04	Hold	145,000	-1.0	17/11/13	Buy	280,000	-
16/03/09	Hold	150,000	9.0				
16/04/12	Hold	160,000	-5.5				
16/10/04	Buy	200,000	-21.4				
16/11/16	Buy	220,000	-27.1				
17/07/28	Buy	235,000	-24.4				

Buy

S-Oil

010950

목표주가(유지)	160,000원	현재주가(11/10)	126,000원	Up/Downside	+27.0%	투자의견(유지)	Buy
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------	----------	-----

2017. 11. 13

18년, 또 다시 적기 투자가 빛을 발할 것

2018 영업이익 19,415억원(YoY+34%), 정유 호황에 증설까지: 적어도 19년까지 정제설비 순증설이 글로벌 석유 수요 증분에 미치지 못할 것으로 예상되기에 정유 시장의 구조적인 호황이 이어질 것으로 전망한다. 싱가포르 complex margin 기준, 15년 \$6.7/bbl → 16년 \$5.1/bbl → 17년 누적 \$5.7/bbl로 16년 둔화 이후 회복되고 있는 정제마진은 18년 등경유 마진의 개선에 힘입어 15년 수준인 \$6.7/bbl로 개선될 것으로 예상된다. 가동 예정인 고도화 설비는 2Q 중 완공되어 3Q18부터 본격적인 이익 기여가 예상된다. 전반적인 정제마진의 질이 더욱 개선될 것으로 예상되며, 화학은 PO/PP의 양적 증설 효과로 PX 부진을 충분히 만회할 것으로 판단된다. 정유 3사 중 적기 투자로 이익 모멘텀이 가장 높다.

4Q18 영업이익 4,448억원, 정제마진 둔화, 유가는 상승: 허리케인 이후 타이트했던 수급의 완화, 단기 유가 급등에 따른 정제마진의 조정이 이어지고 있지만 4Q17 누적 정제마진(S-Oil 기준)은 \$8.7/bbl로 4Q16 \$8.1/bbl 대비 개선된 수준이다. 11/30 OPEC 총회 이후 유가의 변동성이 커질 것으로 예상되지만 lagging 효과는 긍정적인 상황이기에, 12월 유가 수준에 따라 정유 부문의 실적 역시 변동성이 커질 수 있다. 다만 화학, 윤활기유는 비수기로 부진이 예상된다.

글로벌 top-tier 배당성향 수준, 그에 따른 밸류에이션 부담, 하지만 이익 모멘텀이 가장 크다: S-Oil에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 16만원을 유지한다. S-Oil은 고도화 설비 투자 부담에도 불구하고 16년 60%에 달하는 배당성향을 통해 주주친화적인 정책을 강화했으며, S-Oil보다 높은 배당성향을 보인 peer는 Formosa뿐이다. 70%의 배당성향에 P/B 3배를 상회하는 Formosa와 비교할 때 밸류에이션 부담은 크지 않다. 오히려 18년 증설에 따른 이익 모멘텀을 주목할 필요가 있다.

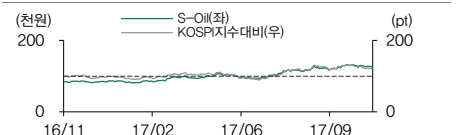
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

FYE Dec	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,890	16,322	20,624	22,072	23,572
(증가율)	-37.4	-8.8	26.4	7.0	6.8
영업이익	818	1,617	1,449	1,942	2,339
(증가율)	흑전	97.8	-10.4	34.0	20.5
자배주순이익	631	1,205	1,171	1,471	1,774
EPS	5,525	10,494	10,186	12,792	15,413
PER (H/L)	14.9/8.1	9.4/6.5	12.4	9.8	8.2
PBR (H/L)	1.8/1.0	1.8/1.3	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA (H/L)	9.4/5.6	6.2/4.5	9.9	7.6	6.1
영업이익률	4.6	9.9	7.0	8.8	9.9
ROE	12.3	20.5	17.7	20.7	23.1

52주 최저/최고	80,900/132,000원
KOSDAQ / KOSPI	721/2,543pt
시가총액	141,854억원
60일-평균거래량	274,346
외국인지분율	77.8%
60일-외국인지분율변동추이	-0.5%p
주요주주	Aramco 외 9 인 63.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-2.3	6.8	45.5
상대기준	-6.5	-0.9	14.6

도표 100. S-Oil 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
연결 매출액	3,428	4,198	4,138	4,557	5,200	4,665	5,212	5,547	16,322	20,624	22,072
%YoY	-21.6	-18.4	-6.5	15.4	51.7	11.1	26.0	21.7	-8.8	26.4	7.0
%QoQ	-13.1	22.5	-1.4	10.1	14.1	-10.3	11.7	6.4			
정유	2,467	3,215	3,187	3,595	4,044	3,699	4,107	4,388	12,464	16,238	17,087
화학	636	637	629	642	771	561	700	737	2,544	2,769	3,319
운할유	325	346	322	321	385	406	405	422	1,314	1,617	1,666
연결 영업이익	492	641	116	368	333	117	553	445	1,617	1,449	1,942
%YoY	106.5	5.7	620.1	흑전	-32.2	-81.7	376.1	20.9	97.8	-10.4	34.0
%QoQ	흑전	30.3	-81.9	216.7	-9.4	-64.8	371.8	-19.6			
정유	220	373	-123	229	110	-85	336	277	699	638	952
화학	144	140	142	80	140	73	90	73	506	376	562
운할유	127	128	97	59	84	129	126	94	412	434	427
영업이익률	14.3	15.3	2.8	8.1	6.4	2.5	10.6	8.0	9.9	7.0	8.8
정유	8.9	11.6	-3.9	6.4	2.7	-2.3	8.2	6.3	5.6	3.9	5.6
화학	22.7	22.0	22.6	12.4	18.1	13.0	12.9	9.9	19.9	13.6	16.9
운할유	39.2	37.0	30.3	18.4	21.9	31.9	31.2	22.4	31.4	26.9	25.6

자료: S-Oil, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,690	7,974	6,061	6,114	6,457
현금및현금성자산	201	767	709	650	666
매출채권및기타채권	1,273	1,326	1,644	1,869	1,838
재고자산	1,599	2,423	2,317	2,480	2,729
비유동자산	5,106	5,985	8,648	9,217	9,268
유형자산	4,731	5,711	8,382	8,959	9,016
무형자산	47	54	46	39	33
투자자산	134	123	123	123	123
자산총계	10,796	13,959	14,709	15,331	15,726
유동부채	3,222	4,833	4,734	4,816	4,902
매입채무및기타채무	1,506	2,169	2,070	2,153	2,238
단기차입금및단기차입	1,582	1,789	1,789	1,789	1,789
유동성장기부채	5	357	357	357	357
비유동부채	2,183	2,735	3,135	3,135	2,835
차입금및차입금	2,007	2,564	2,964	2,964	2,664
부채총계	5,406	7,567	7,868	7,951	7,736
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	3,743	4,745	5,194	5,734	6,343
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,390	6,392	6,840	7,380	7,989

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,476	1,722	1,380	1,605	2,198
당기순이익	631	1,205	1,171	1,471	1,774
현금유출이없는비용및수익	483	694	798	1,020	1,233
유형및무형자산상각비	273	287	337	431	549
영업관련자산부채변동	1,472	-188	-230	-421	-249
매출채권및기타채권의감소	493	-110	-319	-225	31
재고자산의감소	771	-699	106	-163	-249
매입채무및기타채무의증가	-249	530	-99	83	85
투자활동현금흐름	-2,802	-1,967	-968	-779	-767
CAPEX	-654	-1,064	-3,000	-1,000	-600
투자자산의손중	23	17	0	0	0
재무활동현금흐름	-184	811	-470	-884	-1,415
사채및차입금의 증가	-32	1,154	400	0	-300
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-128	-210	-803	-815	-1,048
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	-510	566	-59	-59	16
기초현금	712	201	767	709	660
기말현금	201	767	709	650	656

자료: S-Oil DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,890	16,322	20,624	22,072	23,572
매출원가	16,439	14,021	18,471	19,378	20,428
매출총이익	1,451	2,301	2,152	2,694	3,143
판매비	634	684	703	753	804
영업이익	818	1,617	1,449	1,942	2,339
EBITDA	1,091	1,904	1,786	2,372	2,888
영업외손익	-5	-42	81	-6	-6
금융손익	-108	-60	-102	-124	-124
투자손익	10	7	0	0	0
기타영업외손익	93	11	183	118	118
세전이익	813	1,575	1,530	1,936	2,334
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	631	1,205	1,171	1,471	1,774
지배주주지분순이익	631	1,205	1,171	1,471	1,774
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	609	1,211	1,171	1,471	1,774
증감률(%YoY)					
매출액	-37.4	-8.8	26.4	7.0	6.8
영업이익	흑전	97.8	-10.4	34.0	20.5
EPS	흑전	89.9	-2.9	25.6	20.5

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,525	10,494	10,186	12,792	15,413
BPS	46,224	54,814	58,663	63,290	68,516
DPS	2,400	6,200	6,200	8,000	10,000
Multiple(배)					
P/E	14.4	8.1	12.4	9.8	8.2
P/B	1.7	1.5	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	9.2	5.4	9.9	7.6	6.1
수익성(%)					
영업이익률	4.6	9.9	7.0	8.8	9.9
EBITDA마진	6.1	11.7	8.7	10.7	12.3
순이익률	3.5	7.4	5.7	6.7	7.5
ROE	12.3	20.5	17.7	20.7	23.1
ROA	6.0	9.7	8.2	9.8	11.4
ROC	9.3	18.6	13.1	14.2	16.3
안정성및기타					
부채비율(%)	100.3	118.4	115.0	107.7	96.8
이자보상배율(배)	22.8	28.7	21.7	28.0	34.7
배당성향(배)	42.8	57.9	59.6	61.2	63.5

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

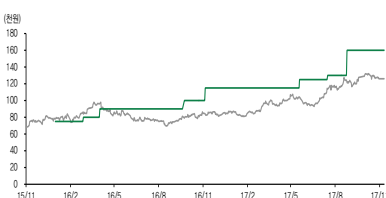
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

S-Oil 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)
			평균 최고/최저				평균 최고/최저
16/01/11	Hold	75,000	6.4 14.5	17/09/05	Buy	160,000	- -
16/03/09	Hold	80,000	14.7 22.4				
16/04/12	Hold	90,000	-11.5 9.0				
16/10/04	Buy	100,000	-17.9 -13.4				
16/11/16	Buy	115,000	-21.4 -6.5				
17/05/30	Buy	125,000	-20.5 -8.4				
17/07/27	Buy	130,000	-9.3 -1.9				

Buy

GS

078930

목표주가(유지)	96,000원	현재주가(11/10)	66,300원	Up/Downside	+44.8%	투자의견(유지)	Buy
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------	----------	-----

2017. 11. 13

칼텍스의 가치를 고려할 시점

3Q17 영업이익 4,967억원, 기대치 소폭 하회: 3Q 영업이익은 4,967억원(QoQ+27%/YoY+19%)으로 시장 컨센서스 5,089억원 대비 소폭 하회했다. 칼텍스의 한차손 반영으로 인해 영업이익 수준 대비 순이익이 기대치를 하회했으며, EPS는 REC 판매량이 부진(4Q로 일정부분 이연), E&R은 석탄발전의 보수 등으로 역시 기대치를 하회했다. 하지만 주목할 것은 칼텍스의 영업이익이다. 화재로 인한 아로마틱스/고도화 설비 가동 차질에 따른 기회비용(약 1,000억원 추정) 반영에도 불구하고 5,785억원으로 호실적을 시현했다. 국내 정유사들의 실적과 비교했을 때 칼텍스의 가치를 고민해야 하는 이유다.

4Q17 영업이익 5,388억원, 발전 3사 개선 예상: 4Q 영업이익은 발전 3사의 개선에 힘입어 5,388억원으로 QoQ 반등이 예상된다. EPS는 REC 판매 증가, 파워는 성수기, E&R은 북평화력 가동을 상수에 힘입어 이익이 개선될 것으로 예상된다. 칼텍스의 경우 화재를 통한 고도화 설비의 가동 중단은 18년 1Q 중 타 정유 시설 정기보수와 함께 최종 점검 후 가동이 재개될 것으로 예상된다. 결국 4Q에는 아로마틱스 화재 효과는 제거되지만, 고도화 공백은 지속될 것으로 예상된다.

2018 영업이익 22,439억원(YoY+8.2%), 발전 3사와 칼텍스 이익 성장 및 가치를 고려: 정유의 구조적 호황 진입에 따른 칼텍스의 이익 성장세, 발전 3사의 안정적인 외형 확대에 따른 이익 기여 증가로 인해 GS의 18년 영업이익은 2.2조원(순이익 1.2조원)에 달할 것으로 예상된다. 화재에도 불구하고 S-O에 대비 높은 이익을 시현했지만, GS가 보유한 칼텍스의 50% 지분 가치는 저평가를 받고 있다. 상대적인 배당 열위를 인정해도, GS의 별도 기준 순이익 성장을 고려한 17E DPS 2,200원 기준 배당 수익률은 3.3%로 상당히 높은 수준이다. 칼텍스 가치에 대한 고민이 필요한 시점이다.

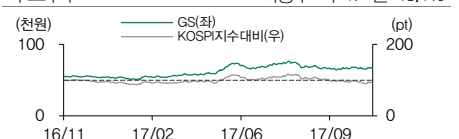
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
FYE Dec					
매출액	12,180	13,462	16,337	17,756	18,269
(증가율)	12.1	10.5	21.4	8.7	2.9
영업이익	1,604	1,754	2,073	2,244	2,360
(증가율)	흑전	9.3	18.2	8.2	5.2
자배주순이익	492	806	1,042	1,192	1,285
EPS	5,268	8,640	11,175	12,781	13,780
PER (H/L)	10.2/7.1	6.9/5.3	5.9	5.2	4.8
PBR (H/L)	0.8/0.6	0.8/0.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (H/L)	9.0/8.2	8.7/8.0	7.5	6.8	6.3
영업이익률	13.2	13.0	12.7	12.6	12.9
ROE	8.1	12.1	14.1	14.4	13.9

52주 최저/최고	50,900/76,700원
KOSDAQ / KOSPI	721/2,543pt
시가총액	61,603억원
60일-평균거래량	208,678
외국인지분율	20.3%
60일-외국인지분율변동추이	+0.0%p
주요주주	허창수 외 47 인 45.1%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-2.4	-8.8	21.7
상대기준	-6.5	-15.4	-4.2

도표 101. GS 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
연결 매출액	3,090	3,322	3,343	3,707	3,918	3,856	4,229	4,334	13,462	16,337	17,756
%YoY	11.0	-2.8	11.9	19.2	26.8	16.1	26.5	16.9	9.4	21.3	8.7
%QoQ	-0.6	7.5	0.7	10.9	5.7	-1.6	9.7	2.5			
1)연결자회사	2,891	3,040	3,140	3,415	3,532	3,708	3,981	4,078	12,485	15,298	16,652
2)임대	39	40	40	65	41	42	45	47	184	175	190
3)상표권	11	12	12	13	12	15	13	13	48	53	53
4)지분법	149	230	152	214	333	91	190	197	745	811	861
연결 영업이익	323	503	416	511	646	392	497	539	1,754	2,073	2,244
%YoY	63.3	-28.3	33.1	38.5	99.7	-22.1	19.4	5.4	10.9	18.2	8.2
%QoQ	-12.5	55.7	-17.3	22.9	26.2	-39.3	26.8	8.5			
GS 리테일	27	68	85	38	26	53	56	35	218	170	197
GS EPS	14	24	15	18	29	36	25	30	71	120	137
GS 글로벌	6	11	8	12	12	15	15	18	36	60	74
GS E&R	15	8	-2	24	42	21	19	35	45	117	124
기타(GS에너지 등)	121	146	144	193	224	183	192	219	604	817	852
GS 칼텍스(지분법)	108	234	160	206	281	68	181	180	708	710	776
GS 파워(지분법)	23	6	2	9	22	11	3	11	40	47	44
GS 홈쇼핑(지분법)	11	6	4	11	8	6	7	11	32	31	39

자료: GS, DB금융투자

도표 102. GS칼텍스 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
연결 매출액	5,491	6,175	6,606	7,498	7,276	6,946	7,543	8,071	25,770	29,836	29,838
%YoY	-20.4	-14.8	-10.6	10.2	32.5	12.5	14.2	7.6	-9.1	15.8	0.0
%QoQ	-19.3	12.5	7.0	13.5	-3.0	-4.5	8.6	7.0			
정유	4,007	4,739	5,204	5,950	5,634	5,324	5,856	6,415	19,901	23,229	23,215
화학	1,245	1,139	1,137	1,279	1,363	1,344	1,406	1,346	4,801	5,459	5,415
운할유	232	290	257	263	279	277	281	310	1,042	1,147	1,207
연결 영업이익	316	766	326	731	585	210	579	541	2,140	1,915	2,203
%YoY	4.3	13.4	176.6	250.2	85.2	-72.6	77.3	-26.0	63.9	-10.5	15.1
%QoQ	51.3	142.5	-57.4	124.0	-20.0	-64.1	175.5	-6.4			
정유	99	568	125	585	380	34	427	386	1,376	1,227	1,518
화학	153	126	135	107	159	125	93	106	521	482	484
운할유	64	72	66	39	46	51	58	50	242	205	201
영업이익률	5.8	12.4	4.9	9.7	8.0	3.0	7.7	6.7	8.3	6.4	7.4
정유	2.5	12.0	2.4	9.8	6.7	0.6	7.3	6.0	6.9	5.3	6.5
화학	12.3	11.1	11.8	8.4	11.6	9.3	6.6	7.8	10.8	8.8	8.9
운할유	27.7	24.9	25.8	14.9	16.5	18.5	20.8	16.0	23.2	17.9	16.7

자료: GS칼텍스, DB금융투자

도표 103. GS칼텍스 연간 실적 & ROE 추정: 칼텍스의 가치는?

(단위: 십억원 %)

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	45,659.8	40,258.4	28,339.2	25,770.2	29,835.5	29,837.8	31,694.2
영업이익	900.1	-456.3	1,305.5	2,140.4	1,914.6	2,203.5	2,360.3
지배순이익	373.7	-676.2	971.8	1,417.0	1,420.2	1,552.7	1,691.4
지배순자산	9,009.7	8,143.1	8,972.5	9,841.3	10,687.3	12,239.9	13,931.3
ROE	4.1	-7.9	11.4	15.1	13.8	13.5	12.9

자료: GS칼텍스, DB금융투자

도표 104. GS 발전 3사 연간 실적 & ROE 추정

(단위: 십억원 %)

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
1. GS EPS						
매출액	1,230.9	1,209.0	617.3	598.9	856.7	925.4
영업이익	109.3	47.8	48.7	70.8	120.3	137.3
지배순이익	102.0	45.1	31.5	38.1	93.9	95.2
지배순자산	629.4	627.3	634.3	649.6	721.1	772.9
ROE	17.0	7.2	5.0	5.9	13.7	12.7
2. GS 파워						
매출액	1,083.7	810.6	631.0	613.4	591.5	597.0
영업이익	117.7	101.9	105.8	119.7	120.1	123.7
지배순이익	84.4	78.5	80.9	80.6	93.5	87.9
지배순자산	476.3	512.8	508.8	533.6	591.1	626.9
ROE	18.0	15.9	15.8	15.5	16.6	14.4
3. GS E&R						
매출액	1,158.9	958.2	697.7	645.3	1,113.0	1,478.0
영업이익	38.8	47.6	22.9	46.1	117.1	124.0
지배순이익	-297.7	-39.9	-69.7	9.5	50.4	66.9
지배순자산	154.8	207.6	142.8	142.6	279.8	331.3
ROE	-84.1	-22.0	-39.8	6.7	23.9	21.9

자료: 각 사, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,946	2,473	2,755	2,706	2,771
현금및현금성자산	507	504	637	436	416
매출채권및기타채권	829	1,173	1,229	1,339	1,395
재고자산	283	335	409	430	439
비유동자산	17,077	17,868	18,468	19,018	19,568
유형자산	6,944	7,866	8,466	9,016	9,566
무형자산	1,935	1,890	1,890	1,890	1,890
투자자산	5,635	5,999	5,999	5,999	5,999
자산총계	19,023	20,341	21,223	21,724	22,339
유동부채	2,362	3,771	4,003	4,031	4,099
매입채무및기타채무	1,135	1,489	1,721	1,749	1,817
단기차입금및단기차대	707	536	536	536	536
유동성장기부채	344	1,427	1,427	1,427	1,427
비유동부채	8,563	7,650	7,350	6,750	6,150
차입금및기타입금	7,321	6,560	6,260	5,660	5,060
부채총계	10,925	11,421	11,353	10,781	10,249
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,280	1,270	1,270	1,270	1,270
이익잉여금	7,693	8,348	9,182	10,137	11,158
비지배주주지분	1,777	1,956	2,072	2,190	2,317
자본총계	8,098	8,920	9,870	10,943	12,091

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	653	852	1,394	1,366	1,562
당기순이익	509	923	1,158	1,310	1,413
현금유출이없는비용및수익	1,004	597	973	992	1,006
유형및무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업관련자산부채변동	-76	-113	35	-133	-27
매출채권및기타채권의감소	44	-152	-56	-110	-56
재고자산의감소	46	-91	-73	-22	-9
매입채무및기타채무의증가	-73	71	233	27	68
투자활동현금흐름	-2,944	-524	-574	-535	-538
CAPEX	-1,777	-923	-600	-550	-550
투자자산의손증	-456	-364	0	0	0
재무활동현금흐름	2,204	-336	-687	-1,031	-1,043
사채및차입금의 증가	2,558	109	-300	-600	-600
자본금및자본잉여금의증가	-15	-10	0	0	0
배당금지급	-138	-172	-152	-208	-237
기타현금흐름	14	5	0	0	0
현금의증가	-73	-3	133	-201	-20
기초현금	580	507	504	637	436
기말현금	507	504	637	436	416

자료: GS, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	12,180	13,462	16,337	17,756	18,269
매출원가	9,299	10,273	12,579	13,681	14,026
매출총이익	2,880	3,189	3,758	4,075	4,244
판매비	1,276	1,435	1,685	1,831	1,884
영업이익	1,604	1,754	2,073	2,244	2,360
EBITDA	1,604	1,754	2,073	2,244	2,360
영업외손익	-295	-125	-143	-131	-118
금융손익	-171	-216	-200	-188	-175
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-124	91	57	57	57
세전이익	1,309	1,629	1,930	2,113	2,242
중단사업이익	-80	-43	0	0	0
당기순이익	509	923	1,158	1,310	1,413
지배주주지분순이익	492	806	1,042	1,192	1,285
비지배주주지분순이익	17	118	116	118	127
총포괄이익	565	941	1,158	1,310	1,413
증감률(%YoY)					
매출액	12.1	10.5	21.4	8.7	2.9
영업이익	흑전	9.3	18.2	8.2	5.2
EPS	흑전	64.0	29.3	14.4	7.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,268	8,640	11,175	12,781	13,780
BPS	66,746	73,540	82,346	92,433	103,207
DPS	1,500	1,600	2,200	2,500	2,800
Multiple(배)					
P/E	9.6	6.3	5.9	5.2	4.8
P/B	0.8	0.7	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.9	8.4	7.5	6.8	6.3
수익성(%)					
영업이익률	13.2	13.0	12.7	12.6	12.9
EBITDA마진	13.2	13.0	12.7	12.6	12.9
순이익률	4.2	6.9	7.1	7.4	7.7
ROE	8.1	12.1	14.1	14.4	13.9
ROA	3.0	4.7	5.6	6.1	6.4
ROIC	9.0	10.2	11.5	12.2	12.4
안정성및기타					
부채비율(%)	134.9	128.0	115.0	98.5	84.8
이자보상배율(배)	7.5	7.4	8.8	10.1	11.4
배당성향(배)	27.4	16.1	17.6	17.7	18.4

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

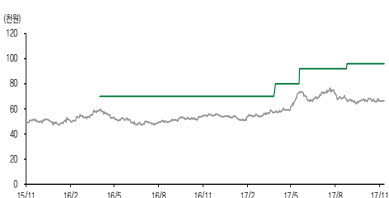
■ 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

GS 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/04/12	Buy	70,000	-24.8	-14.4					
17/04/10	Buy	80,000	-22.6	-8.6					
17/05/30	Buy	92,000	-23.2	-16.6					
17/09/05	Buy	96,000	-	-					

Buy

롯데케미칼

011170

목표주가(유지)	550,000원	현재주가(11/10)	374,000원	Up/Downside	+47.1%	투자의견(유지)	Buy
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------	----------	-----

2017. 11. 13

우려가 낳은 저평가, 하락만 하는 spread는 없다

2018 영업이익의 3조원, 상승세는 둔화되지만, 급락은 없다: 롯데케미칼의 18년 영업이익은 30,079억원 (YoY+5%)으로 14~17년의 이익 성장세 대비로는 둔화되지만, 상승세는 유지될 것으로 전망한다. 18년 북미 에틸렌/PE 증설은 17년의 연평균 spread 하락에서 볼 수 있듯이 구매 심리 및 실제 공급 측면에서 영향을 미칠 수 밖에 없다고 판단하기에 PE spread의 추가 둔화를 전망한다. 하지만 PE 이외의 MEG/BD/PP 등의 개선은 18년에도 이어질 것이라 전망하기에 PE의 둔화를 만회할 수 있을 것으로 예상된다. 또한 17년에 증설 및 트러블로 정상 가동하지 못했던 타이탄의 이익 기여도가 커질 것으로 전망하기에 시장의 감익 우려는 과도하다는 판단이다.

4Q17E 영업이익 6,517억원, 비수기와 원가 부담: 4Q 영업이익은 허리케인 이후 완료된 수급, 유가 급등에 따른 단기 spread 위축, 비수기에 따른 수요 부진으로 6,517억원으로 QoQ 둔화가 불가피할 것으로 전망한다. 다만 타이탄의 경우 2Q 트러블, 3Q 정기보수로 나타난 수익성 둔화를 증설 효과와 함께 만회할 수 있을 것으로 판단된다.

우려가 낳은 저평가, 하락만 하는 spread는 없다: 18년 감익에 대한 시장의 우려가 과도하다고 판단하며, 실적 추정치의 변경이 크지 않기에 투자의견 Buy, 목표주가 55만원을 유지한다. ECC 우려가 중장기 시황에 대한 끊임없는 논쟁을 만들어내고 있지만 결국은 spread다. 17년 연평균 PE spread는 하락했지만, 2Q 성수기에 반등했으며, 허리케인에 따른 수급 타이트에 반응했다. 주가 역시 마찬가지다. 우려는 spread 반등이 나타날 때 완화된다. 18년 연중 spread 변동성이 커질 것으로 예상되지만, 단기적으로 지금은 연말/연초 중국 re-stocking에 따른 단기 시황 반등 기대감을 높여야 할 시점으로 판단된다. 점진적인 비중 확대를 추천한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
FYE Dec					
매출액	11,713	13,224	16,003	17,051	18,613
(증가율)	-21.2	12.9	21.0	6.5	9.2
영업이익	1,611	2,544	2,865	3,008	3,247
(증가율)	359.1	57.9	12.6	5.0	8.0
지배주주순이익	993	1,836	2,267	2,298	2,422
EPS	28,957	53,561	66,130	67,040	70,664
PER (H/L)	10.5/4.9	6.9/4.5	5.7	5.6	5.3
PBR (H/L)	1.4/0.6	1.4/0.9	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA (H/L)	4.7/2.1	4.5/3.1	3.9	3.2	2.5
영업이익률	13.8	19.2	17.9	17.6	17.4
ROE	14.2	21.7	21.8	18.4	16.6

52주 최저/최고	304,000/416,500원
KOSDAQ /KOSPI	721/2,543pt
시가총액	128,190억원
60일-평균거래량	117,425
외국인지분율	31.7%
60일-외국인지분율변동주이	+1.1%p
주요주주	롯데물산 외 4인 53.6%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-2.6	-1.1	23.0
상대기준	-6.8	-8.2	-3.1

도표 105. 롯데케미칼 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
연결 매출액	2,685	3,441	3,427	3,671	3,996	3,853	4,014	4,140	13,224	16,003	17,051
%YoY	-4.1	8.3	12.9	36.0	48.9	12.0	17.1	12.8	12.9	21.0	6.5
%QoQ	-0.6	28.2	-0.4	7.1	8.8	-3.6	4.2	3.1			
Olefin	1,651	1,683	1,751	1,895	2,170	1,931	1,974	2,017	6,980	8,092	8,214
Aromatic	465	555	478	578	724	751	736	729	2,076	2,939	3,001
Titan	559	580	556	590	496	457	533	633	2,285	2,119	2,719
롯데첨단소재		653	651	647	705	710	767	756	1,951	2,938	3,098
연결 영업이익	474	694	643	737	815	632	766	652	2,548	2,865	3,008
%YoY	166.1	8.5	32.8	138.6	72.0	-8.9	19.1	-11.6	58.1	12.4	5.0
%QoQ	53.3	46.5	-7.3	14.6	10.5	-22.4	21.2	-14.9			
Olefin	365	436	422	479	601	398	503	413	1,702	1,915	1,886
Aromatic	11	49	26	57	102	114	112	81	142	410	454
Titan	90	153	126	145	69	53	66	91	513	279	380
롯데첨단소재		89	83	68	71	78	101	83	240	333	356
영업이익률	17.6	20.2	18.8	20.1	20.4	16.4	19.1	15.7	19.3	17.9	17.6
Olefin	22.1	25.9	24.1	25.3	27.7	20.6	25.5	20.5	24.4	23.7	23.0
Aromatic	2.3	8.8	5.4	9.8	14.1	15.1	15.3	11.1	6.8	13.9	15.1
Titan	16.1	26.3	22.6	24.5	14.0	11.5	12.4	14.4	22.4	13.2	14.0
롯데첨단소재		13.6	12.7	10.5	10.0	11.0	13.2	11.0	12.3	11.3	11.5

자료: 롯데케미칼, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,405	5,852	6,542	7,293	8,673
현금및현금성자산	1,942	2,203	2,511	2,959	3,820
매출채권및기타채권	1,016	1,552	1,669	1,775	2,065
재고자산	1,163	1,477	1,600	1,705	1,860
비유동자산	6,062	10,015	10,874	11,202	11,196
유형자산	3,965	5,547	6,474	6,865	6,918
무형자산	38	1,792	1,724	1,661	1,601
투자자산	1,916	2,529	2,529	2,529	2,529
자산총계	11,468	15,867	17,417	18,494	19,869
유동부채	2,146	3,449	3,218	2,852	2,452
매입채무및기타채무	1,011	1,257	1,156	1,290	1,390
단기차입금및단기차채	445	1,415	1,315	815	315
유동상장기부채	467	331	331	331	331
비유동부채	1,766	3,017	2,717	2,067	1,567
차입금및차입금	1,501	2,440	2,140	1,490	990
부채총계	3,912	6,466	5,935	4,919	4,019
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	477	479	479	479	479
이익잉여금	6,739	8,487	10,565	12,657	14,857
비지배주주지분	31	38	40	42	117
자본총계	7,556	9,401	11,481	13,576	15,850

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,596	2,701	2,224	2,738	2,802
당기순이익	991	1,837	2,269	2,300	2,497
현금유출이없는비용및수익	1,096	1,375	1,184	1,384	1,560
유형및무형자산상각비	488	629	641	673	806
영업관련자산부채변동	739	-139	-426	-95	-332
매출채권및기타채권의감소	271	-128	-117	-105	-290
재고자산의감소	411	-126	-123	-105	-155
매입채무및기타채무의증가	-24	154	-100	133	100
투자활동현금흐름	-1,273	-3,565	-1,261	-856	-671
CAPEX	-355	-1,588	-1,500	-1,000	-800
투자자산의순증	-169	-613	290	240	230
재무활동현금흐름	-334	1,101	-654	-1,435	-1,270
사채및차입금의 증가	-213	1,773	-400	-1,150	-1,000
자본금및자본잉여금의증가	0	2	0	0	0
배당금지급	-34	-84	-135	-189	-206
기타현금흐름	5	24	0	0	0
현금의증가	993	261	308	448	861
기초현금	949	1,942	2,203	2,511	2,959
기말현금	1,942	2,203	2,511	2,959	3,820

자료: 롯데케미칼 DB금융투자 주: FRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,713	13,224	16,003	17,051	18,613
매출원가	9,646	9,957	12,292	13,142	14,382
매출총이익	2,067	3,267	3,711	3,909	4,231
판매비	456	722	846	901	984
영업이익	1,611	2,544	2,865	3,008	3,247
EBITDA	2,099	3,173	3,506	3,681	4,053
영업외손익	-189	-57	207	143	173
금융손익	-59	-85	-31	-101	-61
투자손익	-23	71	290	240	230
기타영업외손익	-107	-43	-52	4	4
세전이익	1,421	2,487	3,072	3,151	3,420
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	991	1,837	2,269	2,300	2,497
지배주주지분순이익	993	1,836	2,267	2,298	2,422
비지배주주지분순이익	-2	1	2	2	75
총포괄이익	1,120	1,923	2,269	2,300	2,497
증감률(%YoY)					
매출액	-21.2	12.9	21.0	6.5	9.2
영업이익	359.1	57.9	12.6	5.0	8.0
EPS	575.8	85.0	23.5	1.4	5.4

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	28,957	53,561	66,130	67,040	70,664
BPS	219,538	273,173	333,803	394,843	459,007
DPS	2,500	4,000	5,500	6,000	6,500
Multiple(배)					
P/E	8.4	6.9	5.7	5.6	5.3
P/B	1.1	1.4	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.8	4.5	3.9	3.2	2.5
수익성(%)					
영업이익률	13.8	19.2	17.9	17.6	17.4
EBITDA마진	17.9	24.0	21.9	21.6	21.8
순이익률	8.5	13.9	14.2	13.5	13.4
ROE	14.2	21.7	21.8	18.4	16.6
ROA	9.1	13.4	13.6	12.8	13.0
ROIC	19.7	26.5	22.4	21.4	22.3
안정성및기타					
부채비율(%)	51.8	68.8	51.7	36.2	25.4
이자보상배율(배)	23.0	33.3	23.9	31.2	50.6
배당성향(배)	8.5	7.3	8.3	8.9	8.9

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

롯데케미칼 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/02/03	Buy	400,000	-25.0 -17.3				
16/03/09	Buy	420,000	-29.5 -16.8				
16/11/16	Buy	470,000	-25.6 -17.1				
17/01/12	Buy	550,000	-				

Buy

한화케미칼

009830

목표주가(유지)	39,000원	현재주가(11/10)	30,700원	Up/Downside	+27.0%	투자의견(유지)	Buy
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------	----------	-----

2017. 11. 13

PVC/가성소다는 태양광을 만회할 수 있다

3Q17 영업이익 2,153억원, 일회성 제외시 기대치 소폭 하회: 3Q 영업이익은 2,153억원(QoQ-1.6%/YoY+5.2%)으로 리테일의 부가세 환급금 약 180억원을 제외할 경우 시장 컨센서스 2,207억원을 소폭 하회했다. 기대치 하회의 이유는 기초소재는 1,822억원으로 QoQ+13% 개선되었지만 가성소다 가격 상승 효과가 온기에 반영되지 못하며 기대치를 소폭 하회했다. 태양광은 출하량 정체, 모듈 가격 하락 등으로 52억원을 시현하며 BEP 수준까지 수익성이 하락했다. 다만 한화큐셀 실적발표에서 4Q 매출액 가이던스를 \$6.1억~\$6.3억으로 제시함에 따라(3Q \$5.4억) 4Q는 출하량 증가로 태양광 실적이 반등할 것으로 예상된다.

4Q17 영업이익 1,916억원, 비수기에 따른 둔화: 4Q 영업이익은 화학 비수기, 유가/납사 급등에 따른 spread 위축으로 기초소재의 실적 둔화가 불가피할 것으로 예상되어 1,916억원(QoQ -11%)을 전망한다. 특히 유가와 달리 석탄 가격 조정에 따라 중국 PVC spot 가격이 단기 조정을 받고 있다. 하지만 PVC의 구조적인 중장기 공급 타이트는 바뀔게 없기에 비수기 이후 반등이 나타날 것으로 전망한다. 주목할 것은 가성소다다. 3Q 평균 \$471/101던 가성소다 가격은 중국 수요 호조에 힘입어 11월 \$650/까지 급등했다. PVC와 더불어 가성소다의 수급 개선 효과를 기대해야 한다.

2018E 지배순이익 9,480억원, 태양광 우려는 PVC/가성소다가 만회: PVC/가성소다의 구조적 호황, 그에 따른 이익 기여 확대가 태양광 감익 폭을 상쇄할 것이라 전망하기에 한화케미칼에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 3.9만원을 유지한다. 모듈 spot 가격 급락과 상대적인 출하량 둔화에도 BEP를 지켜냈으며, 18년 수요 둔화 가능성이 높지만 폴리실리콘/웨이퍼의 가격 조정이 예상되기에 한화큐셀의 연간 적자 가능성은 높지 않을 것으로 전망한다. PVC/가성소다 이익 개선 효과를 기대해야 하며, 태양광 우려에 따른 주가 급락으로 18E P/E 5.3배로 저평가 매력이크 높음을 고려하자.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

FYE Dec	2015	2016	2017E	2018E	2019E	52주 최저/최고	23,100/38,000원
매출액	8,037	9,259	9,461	9,477	9,472	KOSDAQ /KOSPI	721/2,543pt
(증가율)	-0.2	15.2	2.2	0.2	-0.1	시가총액	50,596억원
영업이익	337	779	822	837	891	60일-평균거래량	1,094,294
(증가율)	138.6	131.2	5.5	1.8	6.4	외국인지분율	29.9%
지배주주순이익	188	755	1,007	948	997	60일-외국인지분율변동주이	+2.3%p
EPS	1,161	4,593	6,105	5,750	6,041	주요주주	한화 외 5 인 36.3%
PER (H/L)	24.7/9.4	6.3/4.8	5.0	5.3	5.1	(천원)	한화케미칼(좌)
PBR (H/L)	1.0/0.4	0.9/0.7	0.8	0.7	0.6		KOSPI지수대배(우)
EV/EBITDA (H/L)	11.2/7.7	7.0/6.1	6.6	6.0	5.0		
영업이익률	4.2	8.4	8.7	8.8	9.4	주가상승률	1M 3M 12M
ROE	4.2	15.2	17.5	14.3	13.3	절대기준	-7.0 -8.5 22.3
						상대기준	-11.0 -15.1 -3.7

도표 106. 한화케미칼 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
연결 매출액	2,164	2,392	2,386	2,317	2,191	2,486	2,313	2,471	9,259	9,461	9,477
%YoY	17.8	19.1	26.4	0.6	1.3	3.9	-3.0	6.6	15.2	2.2	0.2
%QoQ	-6.1	10.6	-0.3	-2.9	-5.4	13.4	-6.9	6.8			
기초소재	884	960	967	1,061	1,053	1,065	1,103	1,156	3,872	4,376	4,534
가공소재	255	258	247	265	263	232	243	270	1,024	1,009	1,029
리테일	159	165	158	191	167	160	185	204	673	715	734
태양광	853	1,026	1,087	945	752	872	838	932	3,912	3,393	3,436
기타	401	441	351	323	375	522	329	320	1,516	1,545	1,319
연결 영업이익	143	294	205	138	197	219	215	192	779	822	837
%YoY	457.8	213.0	53.6	63.8	37.7	-25.5	5.2	38.8	131.2	5.5	1.8
%QoQ	69.4	105.6	-30.3	-32.5	42.4	11.2	-1.6	-11.0			
기초소재	65	143	125	138	167	161	182	156	471	666	748
가공소재	16	13	7	0	8	-1	3	0	36	9	8
리테일	1	-6	-7	10	-1	-11	17	13	-1	17	19
태양광	61	111	78	-37	11	15	5	17	213	48	26
기타	28	22	15	5	17	52	12	6	70	88	36
연결 조정	-29	10	-13	22	-5	3	-4	0	-10	-6	0
영업이익률	6.6	12.3	8.6	6.0	9.0	8.8	9.3	7.8	8.4	8.7	8.8
기초소재	7.4	14.9	13.0	13.0	15.9	15.1	16.5	13.5	12.2	15.2	16.5
가공소재	6.4	4.8	2.9	0.0	2.9	-0.6	1.2	0.0	3.5	0.9	0.8
리테일	0.7	-3.3	-4.4	5.4	-0.8	-7.1	9.0	6.4	-0.1	2.4	2.5
태양광	7.1	10.8	7.1	-3.9	1.4	1.8	0.6	1.8	5.4	1.4	0.8
기타	7.1	5.1	4.2	1.5	4.6	10.0	3.6	2.0	4.6	5.7	2.8

자료: 한화케미칼, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,778	4,524	4,282	4,540	5,057
현금및현금성자산	645	1,012	681	679	995
매출채권및기타채권	1,823	1,567	1,522	1,647	1,647
재고자산	1,826	1,421	1,478	1,580	1,570
비유동자산	9,075	9,294	9,717	9,903	9,953
유형자산	6,051	5,761	6,199	6,399	6,461
무형자산	441	426	411	397	385
투자자산	2,305	2,629	2,629	2,629	2,629
자산총계	13,853	13,818	14,000	14,444	15,010
유동부채	5,421	4,963	4,800	4,591	4,571
매입채무및기타채무	1,758	1,920	1,898	1,989	2,169
단기차입금및단기차대	1,797	1,855	1,855	1,555	1,355
유동성장기부채	628	400	400	400	400
비유동부채	3,501	3,387	2,787	2,587	2,287
사채및장기차입금	2,616	2,575	1,975	1,775	1,475
부채총계	8,921	8,350	7,586	7,177	6,858
자본금	815	830	830	830	830
자본잉여금	829	828	828	828	828
이익잉여금	2,887	3,586	4,511	5,344	6,210
비지배주주지분	298	183	204	223	244
자본총계	4,931	5,468	6,413	7,266	8,152

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,209	1,151	833	868	1,113
당기순이익	180	771	1,027	968	1,017
현금유출이없는비용및수익	711	424	282	344	385
유형및무형자산상각비	452	445	477	514	550
영업관련자산부채변동	354	-122	-204	-171	-2
매출채권및기타채권의감소	-595	113	44	-125	0
재고자산의감소	70	166	-58	-101	10
매입채무및기타채무의증가	56	72	-22	91	180
투자활동현금흐름	-953	-460	-347	-148	-59
CAPEX	-759	-615	-900	-700	-600
투자자산의손증	-588	99	608	567	555
재무활동현금흐름	-154	-318	-817	-727	-738
사채및차입금의 증가	78	-199	-600	-500	-500
자본금및자본잉여금의증가	117	13	0	0	0
배당금지급	-25	-25	-58	-82	-115
기타현금흐름	-7	-5	0	0	0
현금의증가	95	368	-331	-2	316
기초현금	549	645	1,012	681	679
기말현금	645	1,012	681	679	995

자료: 한화케미칼 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,037	9,259	9,461	9,477	9,472
매출원가	6,541	7,211	7,485	7,485	7,427
매출총이익	1,496	2,048	1,976	1,992	2,045
판매비	1,159	1,268	1,153	1,155	1,155
영업이익	337	779	822	837	891
EBITDA	789	1,225	1,299	1,351	1,441
영업외손익	-108	107	479	404	413
금융손익	-154	-151	-137	-120	-99
투자손익	166	423	608	567	555
기타영업외손익	-120	-165	8	-43	-43
세전이익	228	886	1,300	1,241	1,304
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	180	771	1,027	968	1,017
지배주주지분순이익	188	755	1,007	948	997
비지배주주지분순이익	-8	16	21	19	20
총포괄이익	163	668	1,027	968	1,017
증감률(%YoY)					
매출액	-0.2	15.2	2.2	0.2	-0.1
영업이익	138.6	131.2	5.5	1.8	6.4
EPS	218.2	295.7	32.9	-5.8	5.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,161	4,593	6,105	5,750	6,041
BPS	28,415	31,850	37,422	42,444	47,658
DPS	150	350	500	700	800
Multiple(배)					
P/E	23.4	5.4	5.0	5.3	5.1
P/B	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	11.1	6.4	6.6	6.0	5.0
수익성(%)					
영업이익률	4.2	8.4	8.7	8.8	9.4
EBITDA마진	9.8	13.2	13.7	14.3	15.2
순이익률	2.2	8.3	10.9	10.2	10.7
ROE	4.2	15.2	17.5	14.3	13.3
ROA	1.4	5.6	7.4	6.8	6.9
ROC	3.5	9.6	9.2	8.6	9.0
안정성및기타					
부채비율(%)	180.9	152.7	118.3	98.8	84.1
이자보상배율(배)	1.9	4.5	5.2	6.0	7.3
배당성향(배)	13.5	7.4	7.9	11.8	12.8

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

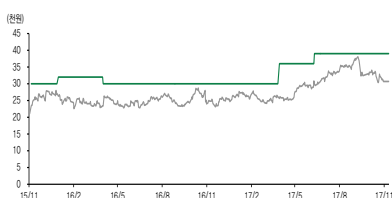
■ 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한화케미칼 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저
15/11/16	Buy	30,000	-12.3	-6.7							
16/01/11	Buy	32,000	-23.4	-16.4							
16/04/12	Buy	30,000	-15.7	-4.2							
17/04/10	Buy	36,000	-22.9	-14.3							
17/06/21	Buy	39,000	-	-							

Hold

OCI

010060

목표주가(상향)	110,000원	현재주가(11/10)	123,500원	Up/Downside	-10.9%	투자의견(유지)	Hold
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------	----------	------

2017. 11. 13

수요를 낙관하기 어렵다

중국의 선수요 집중에 따른 폭발적 수요 성장, 하지만 낙관은 어렵다: 중국은 16년 34.5GW, 1H17 24.4GW로 설치 수요가 급증하고 있으며, 17년 중국 설치량은 조사기관마다 차이가 있지만 45GW에 이를 것으로 예상된다. 하지만 중국의 설치 수요 급증은 중국 정부의 16년 유틸리티 FIT 보조금 삭감(17.6월까지 설치시 16년 보조금 지급), 18년 분산형 FIT 삭감 가능성을 고려한 선수요가 집중된 결과로 판단되며 18년 수요의 변동성은 커질 수 있음을 뜻한다. 또한 미국의 셰이프가드가 실시될 경우 수요 둔화가 불가피하기에 글로벌 no.1/2 수요국의 변동성이 커질 수 있음을 염두해야 한다. 18년 중국에서 신규 증설되는 폴리실리콘은 4.6만톤이며, 10~11GW에 달하는 양이다. 폴리실리콘의 추가 상승에 대한 낙관론을 경계한다.

2018 영업이익 2,915억원, OCIMSB 이익 기여도 증가: 결론적으로 OCI의 도쿠아마 말레이시아 인수는 성공적이었다(OCI MSB) 3Q 조기 풀가동을 달성했으며, 저렴한 전기료를 바탕으로 한국 공장 대비 이익률이 상당히 높은 것으로 추정된다. 폴리실리콘 18년 평균 가격을 \$16.2/kg로 가정했을 때, 18년 OCI의 영업이익은 2,915억원을 시현할 것으로 예상된다. TDI 호황이 18년 하반기부터 둔화될 것으로 예상되기에 카본소재의 이익 둔화는 불가피하나, 베이직케미칼이 긍정적인 실적을 시현할 가능성이 높다. 단, 18년 폴리실리콘 수급 완화를 전망하기에 폴리실리콘 가격 변동성, 실적 변동성이 커질 가능성이 높다는 판단이다.

높아진 실적에도 ROE 대비 P/B가 부담스럽다: TDI 급등, OCI MSB의 성공적인 가동에 힘입어 전사 이익 체력이 상승했다. 추정치를 상향 조정하며 목표주가를 11만원으로 상향하지만, 5~6% 수준의 ROE를 고려했을 때 현 주가는 부담스러운 수준이다. 개선 기대감으로 주가는 급등했지만, 폴리실리콘 상승에 대한 낙관론은 경계할 필요가 있다고 판단한다. 투자의견 Hold를 유지한다.

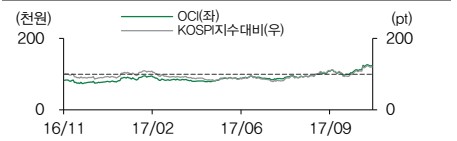
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
FYE Dec					
매출액	2,302	2,739	3,545	3,158	3,062
(증가율)	-4.9	19.0	29.4	-10.9	-3.0
영업이익	-145	121	264	292	303
(증가율)	적지	흑전	117.9	10.3	4.0
자배주순이익	100	242	215	179	193
EPS	4,206	10,151	9,019	7,487	8,103
PER (H/L)	31.1/16.5	12.1/5.9	13.7	16.5	15.2
PBR (H/L)	1.1/0.6	0.9/0.5	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (H/L)	24.9/18.6	11.1/7.6	7.3	6.5	6.0
영업이익률	-6.3	4.4	7.5	9.2	9.9
ROE	3.5	7.9	6.5	5.1	5.3

52주 최저/최고	73,600/127,000원
KOSDAQ /KOSPI	721/2,543pt
시가총액	29,454억원
60일-평균거래량	346,830
외국인지분율	17.5%
60일-외국인지분율변동주이	+4.3%p
주요주주	이수영 외 31 인 28.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	27.2	36.5	47.6
상대기준	21.7	26.6	16.2

도표 107. OCI 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
연결 매출액	890	664	536	651	1,138	699	942	765	2,739	3,545	3,158
%YoY	56.8	9.0	-10.4	23.4	28.0	5.4	75.9	17.6	19.0	29.4	-10.9
%QoQ	68.7	-25.4	-19.3	21.5	75.0	-38.6	34.7	-18.8			
베이직케미칼	405	442	320	397	377	356	465	428	1,564	1,626	1,778
석유화학&카본소재	217	218	196	247	286	342	352	329	878	1,309	1,344
에너지솔루션	305	41	48	37	504	48	180	63	431	794	255
연결 영업이익	74	47	2	-2	69	31	79	85	121	264	292
%YoY	흑전	흑전	흑전	적지	-6.0	-33.3	3321.7	흑전	흑전	118.0	10.3
%QoQ	흑전	-36.2	-95.1	적전	흑전	-54.8	150.6	7.9%			
베이직케미칼	-4	33	-10	10	11	2	31	43	29	86	151
석유화학&카본소재	18	26	18	33	47	50	57	52	95	206	180
에너지솔루션	66	-8	1	-40	19	-13	-2	-3	20	1	-12
영업이익률	8.3	7.1	0.4	-0.3	6.1	4.5	8.4	11.1	4.4	7.5	9.2
베이직케미칼	-1.0	7.6	-3.1	2.5	2.9	0.4	6.6	10.0	1.9	5.3	8.5
석유화학&카본소재	8.3	12.1	9.2	13.4	16.4	14.6	16.2	15.9	10.9	15.8	13.4
에너지솔루션	21.6	-18.3	2.1	-107.0	3.8	-26.5	-1.2	-4.8	4.5	0.2	-4.8

자료: OCI, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,400	1,981	2,107	1,924	1,779
현금및현금성자산	477	339	790	719	600
매출채권및기타채권	563	579	665	594	577
재고자산	517	790	394	351	340
비유동자산	4,899	4,267	4,290	4,319	4,338
유형자산	4,259	3,463	3,488	3,519	3,540
무형자산	47	34	32	30	28
투자자산	119	153	153	153	153
자산총계	7,299	6,249	6,397	6,243	6,117
유동부채	1,585	1,438	1,186	1,063	953
매입채무및기타채무	624	364	422	398	389
단기차입금및단기차입금	301	165	255	255	255
유동상장기부채	326	875	475	375	275
비유동부채	2,471	1,546	1,741	1,541	1,341
차입금및차입금	2,000	1,204	1,399	1,199	999
부채총계	4,057	2,984	2,927	2,604	2,294
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	797	786	786	786	786
이익잉여금	2,014	2,257	2,463	2,632	2,816
비지배주주지분	287	69	69	69	69
자본총계	3,242	3,265	3,470	3,639	3,823

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	21	408	995	640	584
당기순이익	182	219	215	179	193
현금유출이없는비용및수익	283	239	449	434	440
유형및무형자산상각비	364	306	309	321	331
영업관련자산부채변동	-324	18	385	90	19
매출채권및기타채권의감소	-107	-12	-86	70	17
재고자산의감소	-87	163	396	43	11
매입채무및기타채무의증가	20	19	58	-23	-9
투자활동현금흐름	-197	-139	-349	-336	-338
CAPEX	-876	-442	-420	-350	-350
투자자산의손익	-40	-34	0	0	0
재무활동현금흐름	168	-404	-195	-375	-365
사채및차입금의 증가	-113	-376	-115	-300	-300
자본금및자본잉여금의증가	7	-11	0	0	0
배당금지급	-58	-5	-10	-10	-10
기타현금흐름	-33	-3	0	0	0
현금의증가	-41	-138	452	-71	-118
기초현금	518	477	339	790	719
기말현금	477	339	790	719	600

자료: OCI, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,302	2,739	3,545	3,158	3,062
매출원가	2,216	2,409	3,067	2,676	2,575
매출총이익	86	330	478	482	488
판매비	230	209	214	190	185
영업이익	-145	121	264	292	303
EBITDA	219	427	574	613	634
영업외손익	-159	-317	4	-50	-42
금융손익	-88	-43	-72	-36	-28
투자손익	4	2	0	0	0
기타영업외손익	-75	-276	76	-14	-14
세전이익	-303	-195	269	241	261
중단사업이익	421	197	0	0	0
당기순이익	182	219	215	179	193
지배주주지분순이익	100	242	215	179	193
비지배주주지분순이익	82	-23	0	0	0
총포괄이익	252	227	215	179	193
증감률(%YoY)					
매출액	-4.9	19.0	29.4	-10.9	-3.0
영업이익	적지	흑전	117.9	10.3	4.0
EPS	흑전	141.4	-11.2	-17.0	8.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	4,206	10,151	9,019	7,487	8,103
BPS	123,914	133,995	142,614	149,701	157,404
DPS	0	400	400	400	400
Multiple(배)					
P/E	17.8	7.8	13.7	16.5	15.2
P/B	0.6	0.6	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	19.1	8.7	7.3	6.5	6.0
수익성(%)					
영업이익률	-6.3	4.4	7.5	9.2	9.9
EBITDA마진	9.5	15.6	16.2	19.4	20.7
순이익률	7.9	8.0	6.1	5.7	6.3
ROE	3.5	7.9	6.5	5.1	5.3
ROA	2.5	3.2	3.4	2.8	3.1
ROIC	-2.1	-0.3	4.7	5.1	5.3
안정성및기타					
부채비율(%)	125.1	91.4	84.3	71.5	60.0
이자보상배율(배)	-1.9	1.7	3.8	4.4	5.4
배당성향(배)	0.0	4.3	4.4	5.3	4.9

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

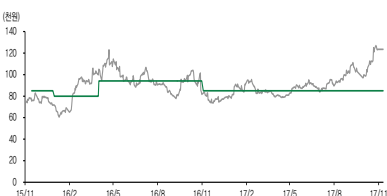
■ 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

OCI 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저
15/11/25	Hold	85,000	-9.5	-2.6							
16/01/11	Hold	80,000	4.3	32.5							
16/04/12	Hold	94,000	2.1	30.9							
16/11/14	Hold	85,000	5.6	49.4							
17/11/13	Hold	110,000	-	-							

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	8,656	9,227	10,039	10,467	11,231
현금및현금성자산	1,705	1,474	1,264	1,332	1,056
매출채권및기타채권	3,399	3,759	4,492	4,668	5,267
재고자산	2,339	2,965	3,208	3,366	3,745
비유동자산	9,923	11,260	13,152	14,386	15,439
유형자산	8,867	9,680	10,570	11,784	12,818
무형자산	502	832	1,793	1,812	1,830
투자자산	331	349	349	349	349
자산총계	18,579	20,487	23,191	24,853	26,669
유동부채	4,799	5,447	5,569	5,628	5,740
매입채무및기타채무	2,243	2,888	3,229	3,288	3,601
단기차입금및단기차대	1,840	1,634	1,384	1,384	1,184
유동성장기부채	311	579	579	579	579
비유동부채	676	989	2,011	2,011	2,011
사채및장기차입금	474	648	1,698	1,698	1,698
부채총계	5,475	6,436	7,580	7,639	7,751
자본금	370	370	391	391	391
자본잉여금	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
이익잉여금	11,533	12,463	13,939	15,499	17,156
비지배주주지분	112	114	176	219	266
자본총계	13,104	14,051	15,611	17,214	18,918

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,172	2,517	2,710	3,436	3,329
당기순이익	1,149	1,281	2,075	2,178	2,317
현금유출이없는비용및수익	1,705	1,805	2,095	2,277	2,502
유형및무형자산상각비	1,256	1,337	1,465	1,566	1,748
영업관련자산부채변동	161	-382	-840	-331	-758
매출채권및기타채권의감소	26	-13	-733	-177	-598
재고자산의감소	385	-352	-243	-158	-379
매입채무및기타채무의증가	-167	349	342	59	313
투자활동현금흐름	-1,698	-1,737	-3,284	-2,729	-2,731
CAPEX	-1,633	-1,399	-2,300	-2,700	-2,700
투자자산의순증	203	-22	0	0	0
재무활동현금흐름	-757	-1,007	363	-639	-875
사채및차입금의 증가	-275	232	800	0	-200
자본금및자본잉여금의증가	0	0	22	0	0
배당금지급	-309	-346	-368	-537	-575
기타현금흐름	0	-3	0	0	0
현금의증가	717	-231	-211	68	-276
기초현금	988	1,705	1,474	1,264	1,332
기말현금	1,705	1,474	1,264	1,332	1,056

자료: LG화학 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	20,207	20,659	25,664	26,254	29,213
매출원가	16,541	16,595	20,184	20,605	23,092
매출총이익	3,666	4,064	5,480	5,649	6,121
판매비	1,842	2,072	2,514	2,572	2,862
영업이익	1,824	1,992	2,966	3,077	3,259
EBITDA	3,080	3,329	4,431	4,643	5,006
영업외손익	-274	-332	-270	-212	-210
금융손익	-83	-120	-10	-24	-22
투자손익	11	-4	0	0	0
기타영업외손익	-202	-208	-260	-188	-188
세전이익	1,550	1,660	2,695	2,866	3,049
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,149	1,281	2,075	2,178	2,317
지배주주지분순이익	1,153	1,281	2,013	2,135	2,271
비지배주주지분순이익	-4	0	62	44	46
총포괄이익	1,144	1,275	2,075	2,178	2,317
증감률(%YoY)					
매출액	-10.5	2.2	24.2	2.3	11.3
영업이익	39.1	9.2	48.9	3.8	5.9
EPS	33.6	11.1	48.0	6.0	6.4

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당자료(원)					
EPS	16,875	18,751	27,753	29,422	31,296
BPS	175,798	188,597	197,180	217,103	238,275
DPS	4,500	5,000	7,000	7,500	8,000
Multiple(배)					
P/E	19.5	13.9	14.6	13.8	13.0
P/B	1.9	1.4	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	7.7	5.8	7.3	7.0	6.5
수익성(%)					
영업이익률	9.0	9.6	11.6	11.7	11.2
EBITDA마진	15.2	16.1	17.3	17.7	17.1
순이익률	5.7	6.2	8.1	8.3	7.9
ROE	9.2	9.5	13.7	13.2	12.7
ROA	6.3	6.6	9.5	9.1	9.0
ROIC	10.4	11.3	14.5	13.1	12.7
안정성및기타					
부채비율(%)	41.8	45.8	48.6	44.4	41.0
이자보상배율(배)	31.4	25.9	32.5	30.1	32.7
배당성향(배)	25.8	25.7	23.3	23.7	23.8

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익률 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

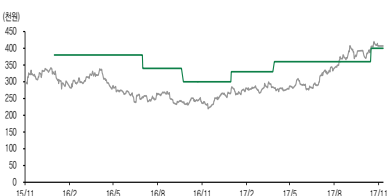
기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

LG화학 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저
16/01/11	Buy	380,000	-23.3	-10.9							
16/07/12	Buy	340,000	-25.6	-20.4							
16/10/04	Buy	300,000	-18.2	-10.5							
17/01/11	Buy	330,000	-15.5	-9.2							
17/04/10	Buy	360,000	-9.4	13.2							
17/10/27	Hold	400,000	-	-							

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,217	4,048	4,358	4,430	4,611
현금및현금성자산	513	432	527	502	481
매출채권및기타채권	1,945	1,849	1,935	2,040	2,130
재고자산	1,498	1,525	1,652	1,643	1,758
비유동자산	7,738	7,981	8,033	7,991	7,934
유형자산	5,629	5,845	5,897	5,855	5,798
무형자산	453	420	420	420	420
투자자산	700	731	731	731	731
자산총계	14,013	14,121	14,591	14,621	14,746
유동부채	6,718	6,883	7,653	7,440	7,299
매입채무및기타채무	1,599	1,885	1,854	1,942	2,101
단기차입금및단기차입	3,360	2,738	2,938	2,638	2,338
유동성장기부채	1,362	1,642	2,242	2,242	2,242
비유동부채	3,823	3,397	2,697	2,547	2,397
사채및장기차입금	3,056	2,662	1,962	1,812	1,662
부채총계	10,541	10,280	10,349	9,986	9,696
자본금	176	176	176	176	176
자본잉여금	454	448	448	448	448
이익잉여금	2,660	2,996	3,379	3,761	4,163
비지배주주지분	214	222	240	251	264
자본총계	3,472	3,841	4,241	4,635	5,050

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,334	1,813	1,055	1,289	1,372
당기순이익	526	475	583	631	631
현금유출이없는비용및수익	892	961	811	940	1,039
유형및무형자산상각비	570	623	648	642	657
영업관련자산부채변동	44	336	-260	-25	-65
매출채권및기타채권의감소	266	178	-86	-105	-90
재고자산의감소	19	-23	-127	9	-115
매입채무및기타채무의증가	-127	102	-30	87	159
투자활동현금흐름	-707	-908	-723	-513	-588
CAPEX	-702	-903	-700	-600	-600
투자자산의순증	-175	-31	0	0	0
재무활동현금흐름	-656	-999	-237	-800	-806
사채및차입금의 증가	-143	-732	100	-450	-450
자본금및자본잉여금의증가	3	-5	0	0	0
배당금지급	-88	-135	-166	-183	-200
기타현금흐름	16	13	0	0	0
현금의증가	-14	-82	95	-25	-21
기초현금	527	513	432	527	502
기말현금	513	432	527	502	481

자료: 효성 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	12,458	11,929	12,388	13,183	13,720
매출원가	10,430	9,771	10,513	11,079	11,489
매출총이익	2,029	2,158	1,875	2,104	2,231
판매비	1,078	1,142	1,055	1,123	1,169
영업이익	950	1,016	820	981	1,062
EBITDA	1,520	1,640	1,468	1,622	1,719
영업외손익	-354	-320	-158	-168	-198
금융손익	-326	-229	-84	-79	-149
투자손익	11	28	0	0	0
기타영업외손익	-39	-119	-74	-89	-49
세전이익	597	697	662	812	865
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	526	475	583	631	631
지배주주지분순이익	493	456	566	581	618
비지배주주지분순이익	33	20	17	12	13
총포괄이익	566	507	583	593	631
총감률(%YoY)					
매출액	2.3	-4.2	3.8	6.4	4.1
영업이익	58.3	7.0	-19.3	19.6	8.3
EPS	83.0	-7.5	24.2	2.8	6.4

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당자료(원)					
EPS	14,030	12,971	16,107	16,552	17,611
BPS	92,782	103,060	113,956	124,824	136,277
DPS	3,500	5,000	5,500	6,000	6,500
Multiple(배)					
P/E	8.4	11.2	8.0	7.8	7.4
P/B	1.3	1.4	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	7.6	7.3	7.8	6.8	6.1
수익성(%)					
영업이익률	7.6	8.5	6.6	7.4	7.7
EBITDA마진	12.2	13.7	11.9	12.3	12.5
순이익률	4.2	4.0	4.7	4.5	4.6
ROE	16.3	13.2	14.8	13.9	13.5
ROA	3.8	3.4	4.1	4.1	4.3
ROIC	10.6	8.8	9.3	9.0	9.8
안정성및기타					
부채비율(%)	303.6	267.6	244.0	215.5	192.0
이자보상배율(배)	5.3	6.0	4.8	5.9	6.8
배당성향(배)	22.1	35.0	31.4	33.7	34.3

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

효성 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	과리율(%)	과리율(%)
			평균	최고/최저
15/07/10	Buy	190,000	-34.6	-21.1
16/07/10		1년경과	-30.7	-28.4
16/07/27	Buy	200,000	-28.9	-12.0
17/07/27		1년경과	-24.1	-12.8
17/11/10	Buy	175,000	-	-

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	787	801	899	974	1,054
현금및현금성자산	39	105	103	114	130
매출채권및기타채권	403	377	421	452	495
재고자산	284	253	308	341	361
비유동자산	2,901	2,727	2,908	2,989	3,065
유형자산	2,079	1,866	1,990	2,066	2,137
무형자산	146	146	203	208	213
투자자산	532	565	565	565	565
자산총계	3,688	3,529	3,807	3,964	4,119
유동부채	1,056	863	1,179	1,198	1,240
매입채무및기타채무	354	410	426	445	487
단기차입금및단기차입금	362	250	250	250	250
유동성장기부채	300	174	474	474	474
비유동부채	1,076	1,142	992	992	942
사채및장기차입금	880	925	775	775	725
부채총계	2,132	2,005	2,171	2,190	2,182
자본금	184	188	188	188	188
자본잉여금	126	140	140	140	140
이익잉여금	1,130	1,146	1,258	1,382	1,529
비지배주주지분	112	118	136	151	167
자본총계	1,556	1,524	1,635	1,774	1,937

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	108	249	175	241	312
당기순이익	246	29	165	180	205
현금유출이없는비용및수익	134	252	164	180	204
유형및무형자산상각비	143	125	121	128	135
영업관련자산부채변동	-177	75	-90	-53	-22
매출채권및기타채권의감소	-77	20	-43	-32	-42
재고자산의감소	52	30	-55	-33	-20
매입채무및기타채무의증가	-109	55	16	19	42
투자활동현금흐름	-96	-4	-238	-151	-160
CAPEX	-68	-80	-240	-200	-200
투자자산의순증	-344	-6	68	53	45
재무활동현금흐름	-26	-182	62	-79	-136
사채및차입금의 증가	-169	-194	150	0	-50
자본금및자본잉여금의증가	-29	18	0	0	0
배당금지급	-23	-30	-27	-35	-42
기타현금흐름	1	3	0	0	0
현금의증가	-13	66	-2	11	16
기초현금	52	39	105	103	114
기말현금	39	105	103	114	130

자료: SKC, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,466	2,359	2,711	2,918	3,142
매출원가	1,973	1,949	2,271	2,408	2,568
매출총이익	493	410	440	509	574
판매비	275	261	262	282	304
영업이익	218	149	178	227	270
EBITDA	361	274	299	356	405
영업외손익	197	-29	51	20	12
금융손익	-53	-46	-47	-38	-38
투자손익	-13	27	68	53	45
기타영업외손익	263	-10	30	5	5
세전이익	416	120	229	246	281
중단사업이익	-49	-32	0	0	0
당기순이익	246	29	165	180	205
지배주주지분순이익	272	43	147	166	189
비지배주주지분순이익	-27	-14	18	14	16
총포괄이익	250	45	165	180	205
증감률(%YoY)					
매출액	-12.0	-4.3	14.9	7.6	7.7
영업이익	43.0	-31.5	19.3	27.5	18.9
EPS	287.6	-84.5	240.0	12.8	14.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당이익(원)					
EPS	7,426	1,150	3,909	4,410	5,033
BPS	39,240	37,457	39,942	43,239	47,160
DPS	750	750	1,000	1,200	1,200
Multiple(배)					
P/E	4.6	28.7	10.7	9.5	8.3
P/B	0.9	0.9	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.9	9.4	10.3	8.7	7.5
수익성(%)					
영업이익률	8.8	6.3	6.6	7.8	8.6
EBITDA마진	14.6	11.6	11.0	12.2	12.9
순이익률	10.0	1.2	6.1	6.2	6.5
ROE	20.5	3.0	10.1	10.6	11.1
ROA	6.7	0.8	4.5	4.6	5.1
ROIC	5.8	3.1	5.3	6.4	7.3
안정성및기타					
부채비율(%)	137.0	131.6	132.8	123.5	112.6
이자보상배율(배)	4.3	3.5	4.2	5.1	6.1
배당성향(배)	11.1	92.4	21.1	23.2	20.3

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견으로 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

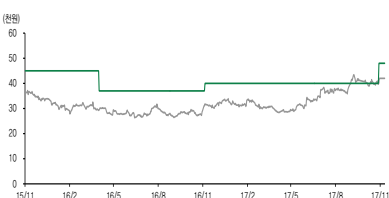
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

SKC 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저
15/06/09	Buy	45,000	-22.6	-10.3							
16/04/12	Buy	37,000	-23.5	-14.2							
16/11/16	Buy	40,000	-15.4	8.5							
17/11/09	Buy	48,000	-	-							

MEMO





Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com



자산전략팀

담당 애널리스트 02)369- @db-fi.com

채권전략파트

신용분석	박정호 팀장	3337	cheongho
채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
신용분석	이혁재 선임연구원	3435	realsize84
FX	최혁재 연구원	3963	jaychoi

투자솔루션파트

원자재/헤지펀드	유경하 파트장	3353	last88
대체투자	정승기 선임연구원	3173	seungki.jeong
RA	정세록 연구원	3273	aing888

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
퀀트/해외주식	설태현 선임연구원	3709	thseol
경제	권아민 선임연구원	3490	ahminkwon



산업분석1팀

금융/글로벌크레딧파트

은행/보험	이병건 팀장	3381	pyrrhon72
글로벌크레딧	유승우 파트장	3426	seyoo
RA	신은정 연구원	3458	ej.shin

컨슈머트렌드파트

음식료/유통	차재현 파트장	3378	imcjh
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
엔터테인먼트/게임	권윤구 수석연구원	3457	ygkwon84
생활용품/의류	박현진 선임연구원	3477	hjpark



산업분석2팀

IT융합파트

IT총괄	권성률 팀장	3724	srkwon
자동차/부품/타이어	김평모 수석연구원	3053	pmkim
IT mid-small caps	권 홀 선임연구원	3713	hmkwon86
RA	박성재 연구원	3321	psj1127

시클리컬파트

조선/기계/철강	김홍균 파트장	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤호 연구위원	3367	uhno
항공/운송	노상원 수석연구원	3737	swnoh
화학/정유/유틸리티	한승재 선임연구원	3921	sjhan



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 646 (동흥빌딩 2층)
 목동 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS7도교방송 1층)
 입구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (중권빌딩 2층)
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 103 (DB빌딩 3층)
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 45 (루터회관 1층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (한국생명빌딩 4층)
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 3층
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 3층

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 도산로 51 (도마라이프클리닉센터 3층)
 둔산 042) 489-9500 대전광역시 서구 둔산서로 59 (교운손병원빌딩 2층)
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 2순환로 1229 (고속터미널 2층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 건물 2층)
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역1길 24 (영동프라자 1층)
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 두대동 333 시티세븐 (트레이드센터 3층)
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)
 범어 053) 745-4900 대구광역시 수성구 달구벌대로 2348 (수협빌딩 2층)
 포항 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

광주 · 전라지역

광주 062) 225-6900 광주광역시 남구 봉선로 164 (비아로마삼환빌딩 4층)
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬센터 2층)

강원지역

강릉 033) 641-7800 강원도 강릉시 강릉대로 270 (구) 고속버스터미널 건너편
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사항료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사항료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.