

화학/정유

공급 공백

박연주

(02)3774-1755

yeonju.park@miraeasset.com

김민경

(02)3774-1732

minkyung.kim.a@miraeasset.com

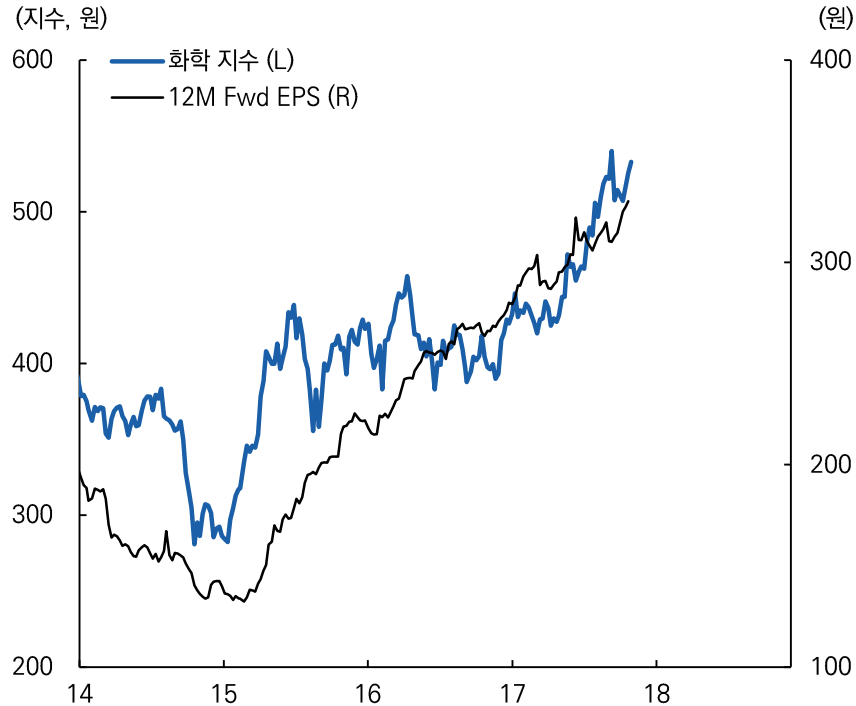
Contents

I. [화학] 17년 Review	3
II. [화학] 18년 전망	7
III. [태양광]	14
IV. [전기차]	16
V. [정유] 17년 Review	18
VI. [정유] 18년 전망	20
VII. [이슈] 유가와 화학/정유 업종	23
VIII. [투자 전략] Top Picks 롯데케미칼, LG화학	27
[결론] 공급 공백	34

17년 Review

- 화학 업종의 12개월 선행 EPS는 연초 대비 18% 상향 조정, 업종 지수는 22% 상승
- 종목별로는 LG화학 주가 상승 두드러짐: 전기차 모멘텀 부각, 비에틸렌 체인 강세
- 롯데케미칼은 단기 시황 변동과 에탄 크래커 모멘텀에 따라 변동
- 한화케미칼은 PVC 시황 회복으로 주가 상승했으나 태양광 불확실성 확대에 조정

화학 업종 12개월 선행 EPS와 지수 추이



자료: 쿼티와이즈, 미래에셋대우 리서치센터

화학 3사 주가 추이

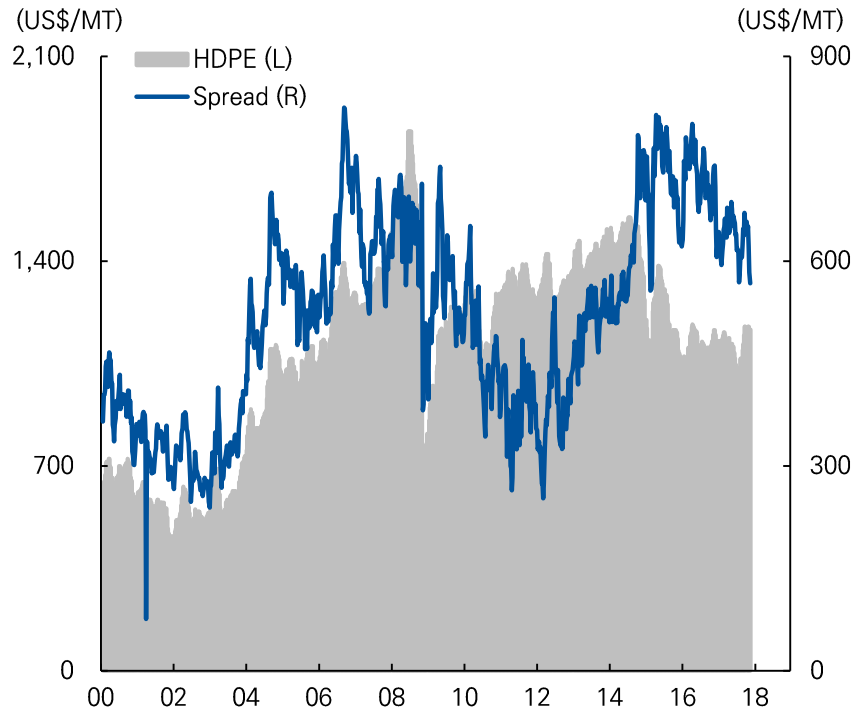


자료: 쿼티와이즈, 미래에셋대우 리서치센터

에탄 크래커와 PE

- 논란의 대상이었던 에탄 크래커 중 주요 설비들은 17년 3분기 PE 설비 중심으로 가동 시작
- PE 스프레드는 전년대비 소폭 둔화되었으나, 여전히 높은 수준 유지 중
- 다만 일부 크래커 가동은 지연되고 있어 크래커 가동 이후 상황을 지켜봐야 한다는 시각도 존재

HDPE 스프레드 추이



자료: 씨스کم, 미래에셋대우 리서치센터

17~19년 가동 예정인 주요 크래커 현황

(천톤)

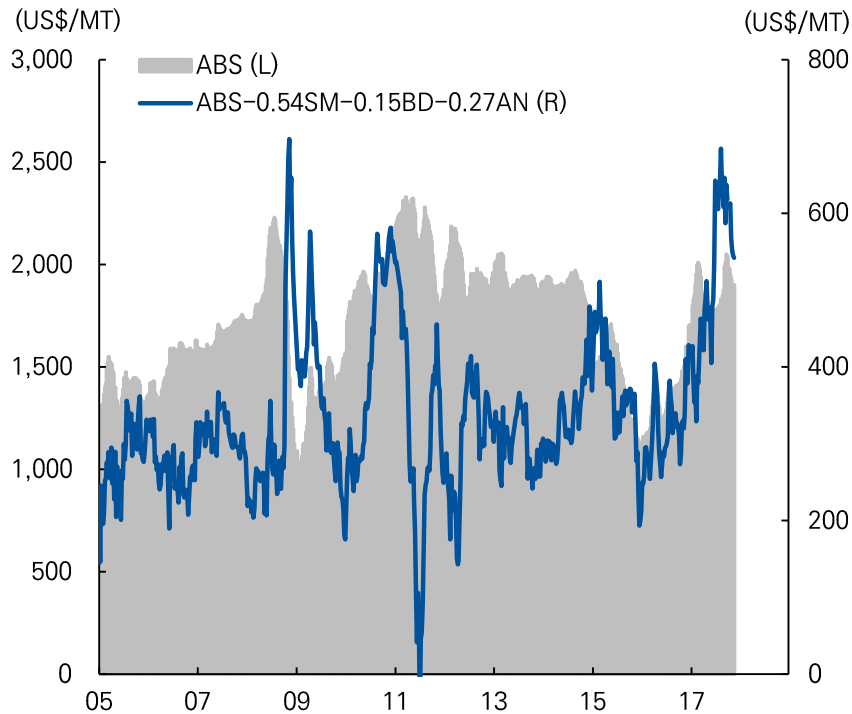
회사명	원료	생산설비	가동 현황
Braskem-Idesa JV	Ethane	1,050	16년 5월 가동 추정
Kavian PC(이란)	Ethane	1,000	16년 하반기나 17년 가동 전망, 가동 여부 불확실
Oxy	에탄	550	17년 1분기 가동 시작
Zhongtian Hechuang Energy	CTO	370	17년 가동 예정
Shenhua Ningxia, Ningxia	CTO	430	17년 가동 예정
Jiangsu Sailboat, Jiangsu	MTO	150	17년 가동 예정
Sadara Chemical	EPB/Naphtha	1,500	16년 말 가동했으나 정기보수 진행, 17년 1분기 말 재가동
Reliance Industries	Ethane	1,350	17년 4월 커미셔닝 시작
OPAL	EPB/Naphtha	1,100	17년 3월말 가동 추정
Dow Chemical	Ethane	1,500	17년 6월 완공, 9월 PE 가동 시작, 4Q17 폴 가동 예정
Chevron Phillips	Ethane	1,500	PE 설비 8월 가동, 크래커는 1Q18 완공, 2Q 가동 예정
ExxonMobil	Ethane	1,500	PE 설비 17년 6월 기계적 완공, 크래커는 연말 완공 예정
Ilam PC(이란)	EPB/Naphtha	458	18년 하반기 예상, 불확실
FPC USA	Ethane	1,200	18년 3분기 가동 예정이었으나 19년으로 지연 가능성
Indorama	Ethane	420	18년 3분기 가동 예상
Shintech	Ethane	500	18년 가동 예정
Zhong'an Lianhe Coal Chem	CTO	350	18년 가동 예정
SASOL	Ethane	1,500	LDPE 19년 초, 나머지 19년 하반기 가동 예정
Axial/Lotte	Ethane	1,000	19년 1분기 상업 생산 예정
Shanxi Coking, Shanxi	CTO	300	19년 가동 예정
CNOOC	Naphtha	1,000	투자 확정이 1Q16에 되어 19년 가동 예상
총 공급 증가분		18,728	

자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

비에틸렌 체인의 회복

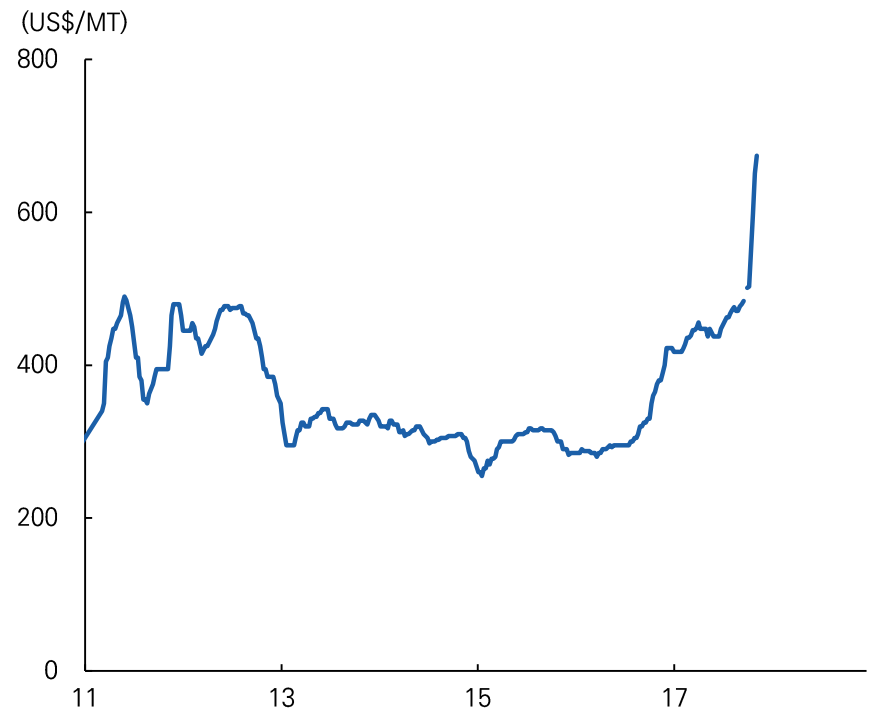
- 17년 PVC, ABS, 가성소다 등 비에틸렌 체인의 회복이 두드러져
- 11~14년까지의 업황 침체기 동안 신규 투자가 위축, 반면 수요는 GDP 증가와 함께 성장
- 이에 따라 잉여 설비가 소화되기 시작하는 제품이 늘어나고 있음

ABS 스프레드 추이



자료: 씨스کم, 미래에셋대우 리서치센터

가성소다 가격 추이

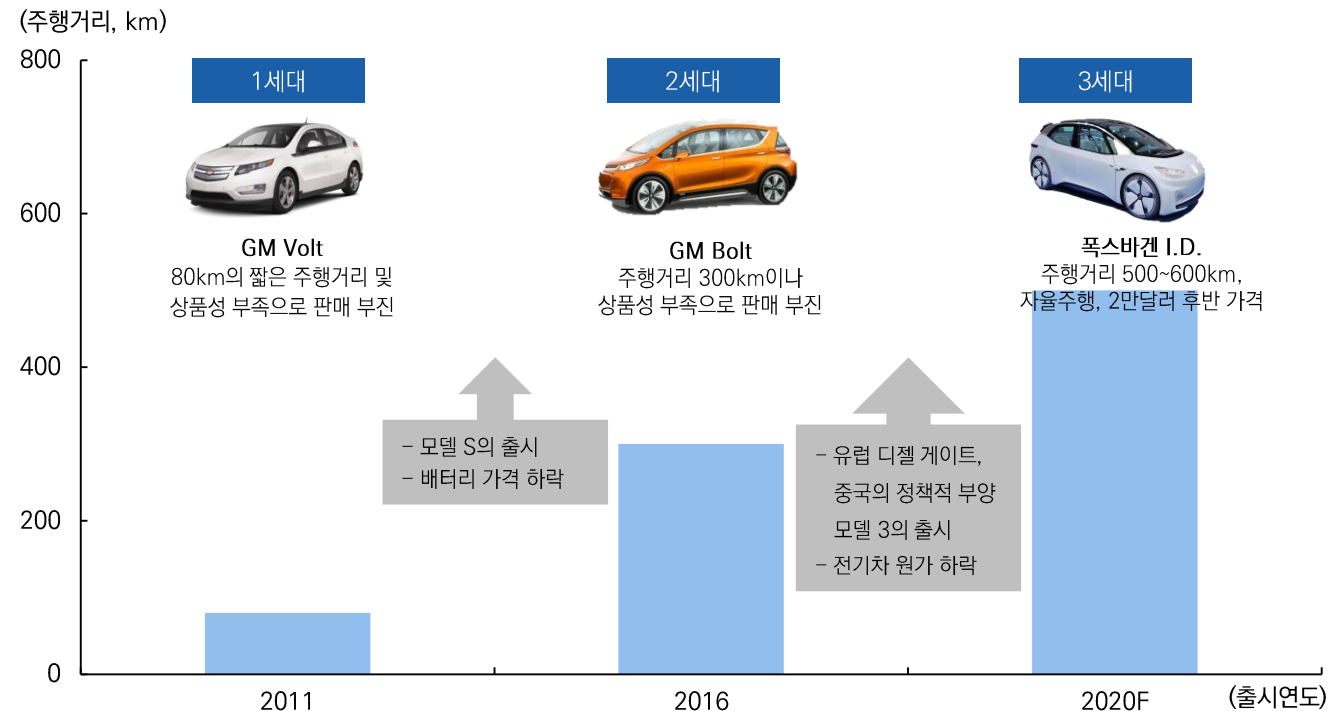


자료: 씨스کم, 미래에셋대우 리서치센터

전기차 배터리 성장 모멘텀 부각

- LG화학의 전기차 배터리 부문 성장 모멘텀 부각
- 기존에 전기차에 소극적이었던 자동차 업체들이 유럽 디젤 게이트, 중국의 정책적 부양, 테슬라의 모델 3 출시 등으로 공격적인 투자 전략을 발표
- 경제성과 상품성을 갖춘 3세대 전기차 출시로 전기차 본격적 성장 국면에 진입할 것으로 기대

전기차, 3세대로의 진화

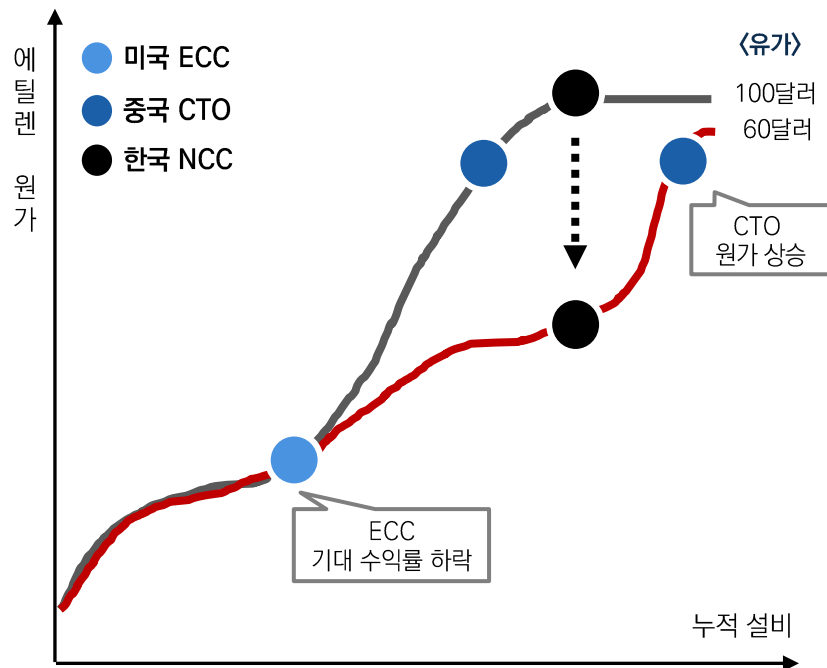


자료: 미래에셋대우 리서치센터

PE, 논란의 종결

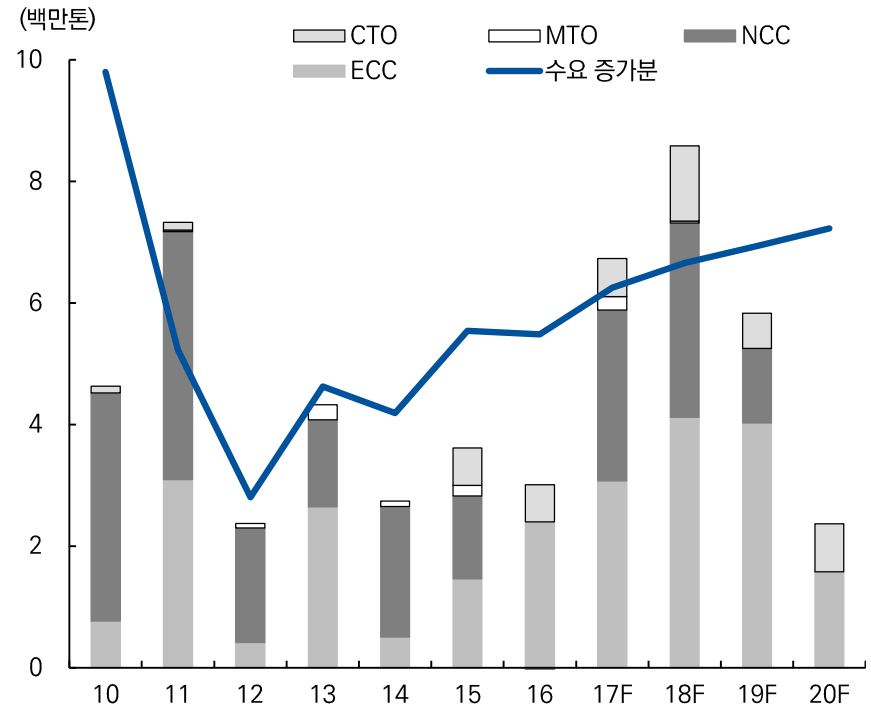
- 18년 에틸렌 공급 증가 예상되나, 설비 증가 규모는 예상보다 줄어들어
- 상반기까지 가동 예정인 신규 설비들도 셰브론 등 크래커 가동이 지연됨에 따라 시황에 미치는 영향 제한적일 전망. 가동이 지연되는 동안 수요가 계속 증가하기 때문
- 18년 하반기부터는 20년까지 에틸렌 증설 제한적: 14년 말 유가 급락으로 신규 투자 위축
- 결과적으로 PE 호황 장기화될 전망. 18년 하반기 PE 시황 반등 가능성 주목

화학 업체별 Cost curve의 변화: 14년 말 이후 저유가로 투자 위축



자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

에틸렌 수요 및 공급 증가분 전망



주: Bar 차트는 공급 증가분. NCC는 납사 크래킹 센터, ECC는 에탄 크래킹 센터, CTO/MTO는 중국 석탄 화학
자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

비에틸렌 체인 추가 개선 전망

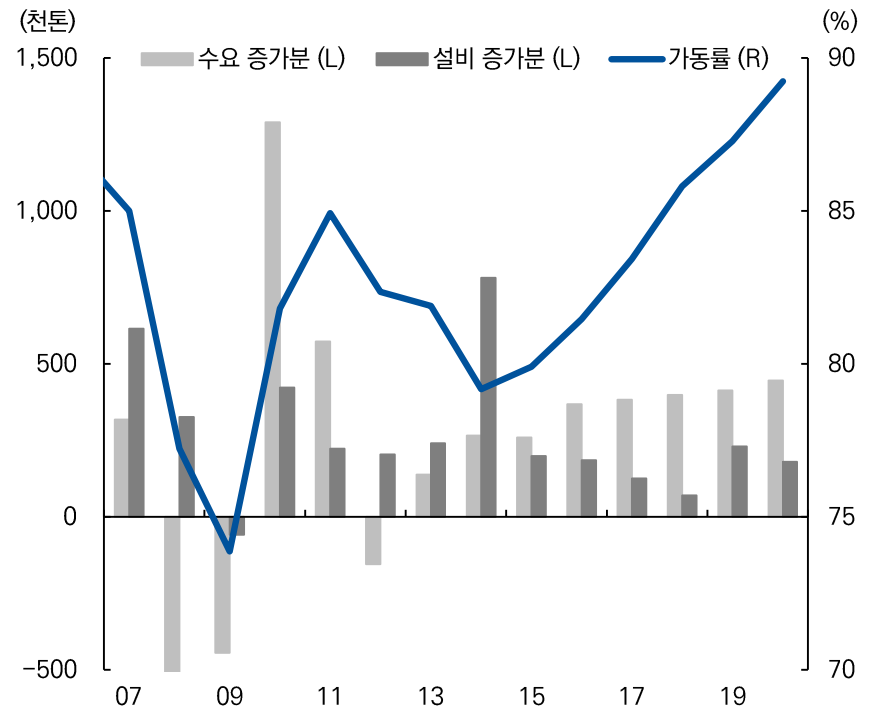
- 한번 좋아진 화학 사이클은 시간이 지나면 계속 좋아짐
- 이는 신규 증설은 당분간 제한적인 반면 수요는 GDP와 동반 성장하기 때문
- 부타디엔, ABS, PVC/가성소다는 이미 잉여 설비 소화, 20년까지 사이클 추가 회복 전망

중국 화학 업체들의 투자 증가율 추이



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

부타디엔 수급 전망

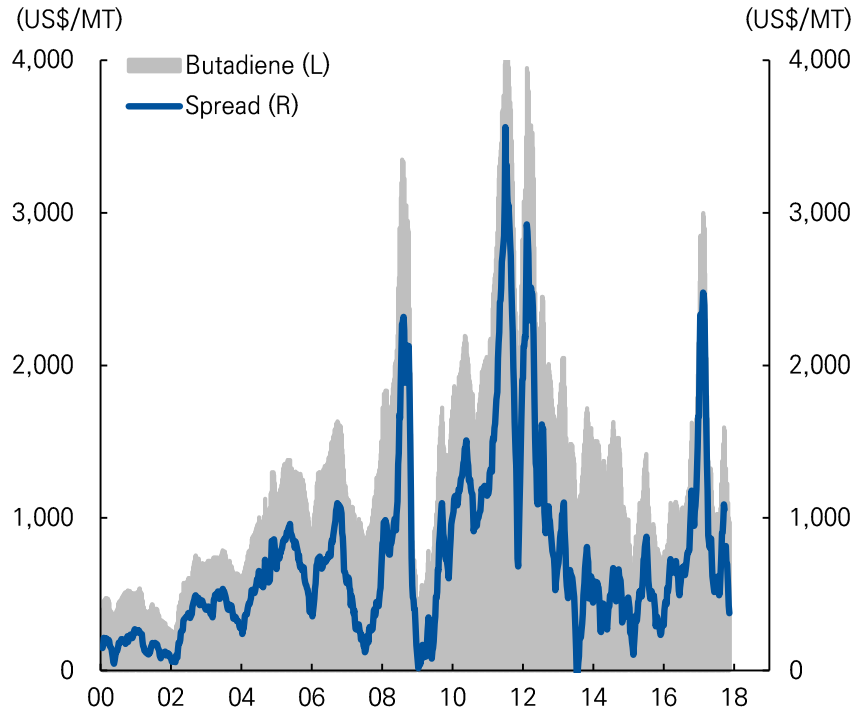


자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

부타디엔, 조정은 일시적

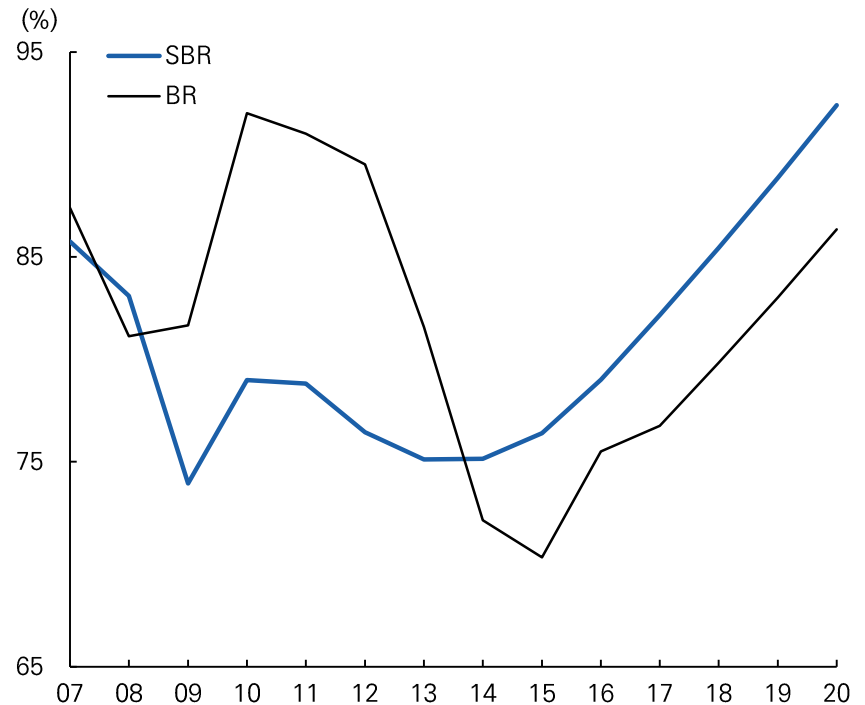
- 최근 부타디엔 가격 하락은 합성고무 설비의 일시적 폐쇄, 신규 부타디엔 설비 가동 등 일시적 요인
- 부타디엔 자체의 증설은 20년까지 매우 제한적. 단기 변동성은 있으나 구조적으로는 사이클 개선 전망
- 한편 합성고무의 경우 SBR은 18년 개선 가능성, BR은 과잉 지속 전망

부타디엔 스프레드 추이



자료: 씨스کم, 미래에셋대우 리서치센터

합성고무 글로벌 가동률 추이와 전망

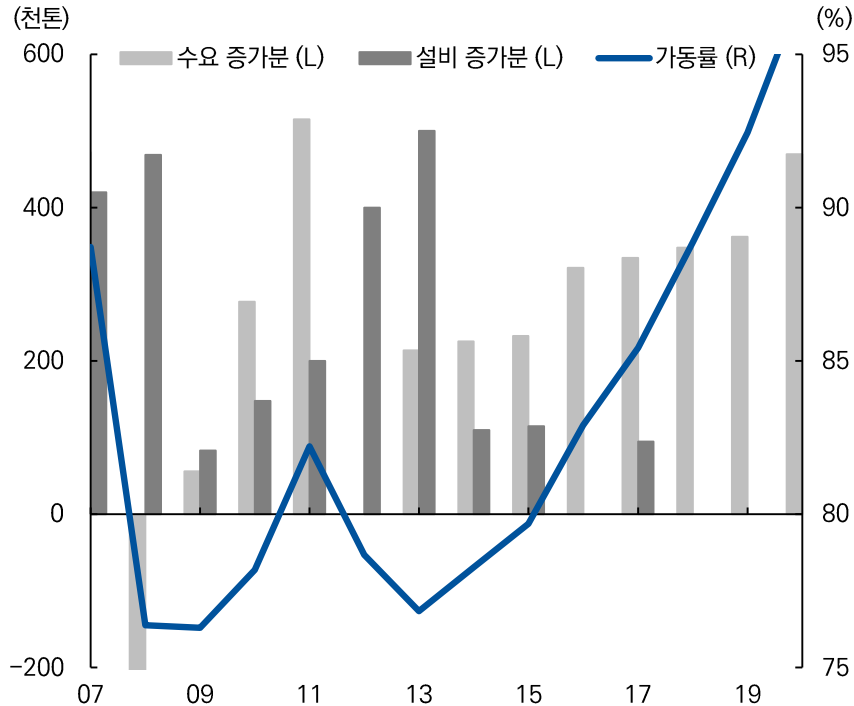


자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

ABS, PVC 회복 지속 전망

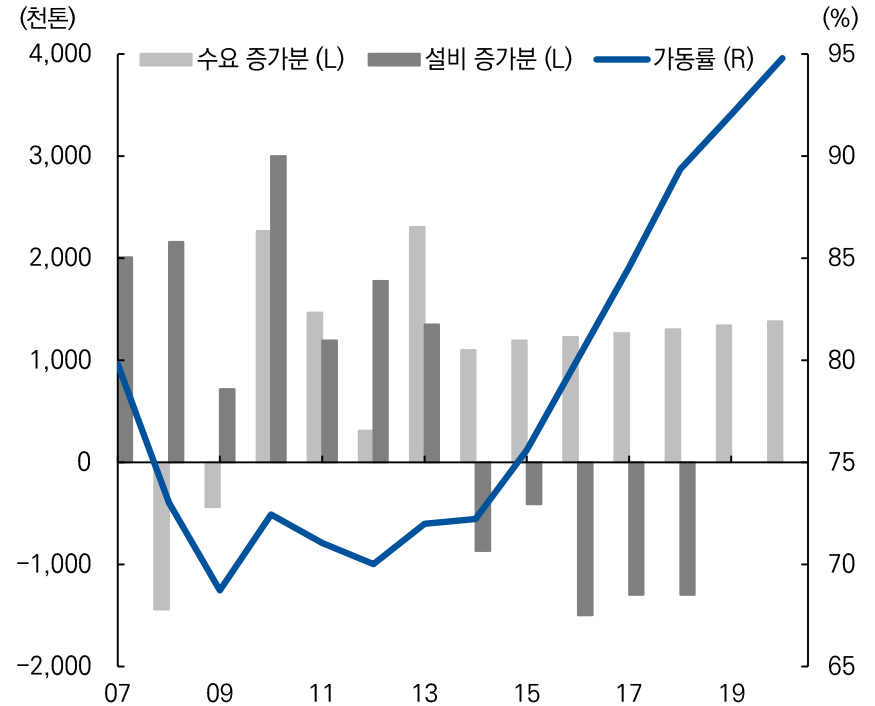
- ABS는 17년 수요가 예상보다 강해 스프레드가 확대된 측면도 있으나 이미 잉여 설비가 소화되고 증설 제한적. 18년 수요가 역 성장하지 않는 이상 수급은 점차 타이트해질 전망
- PVC의 경우 중국 환경 규제로 인해 공급이 더 타이트해진 측면이 있으나, 이미 잉여 설비가 줄어든 가운데 증설이 없어 환경 규제가 마무리되어도 사이클 회복 지속 전망

ABS 수급 전망



자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

PVC 수급 전망



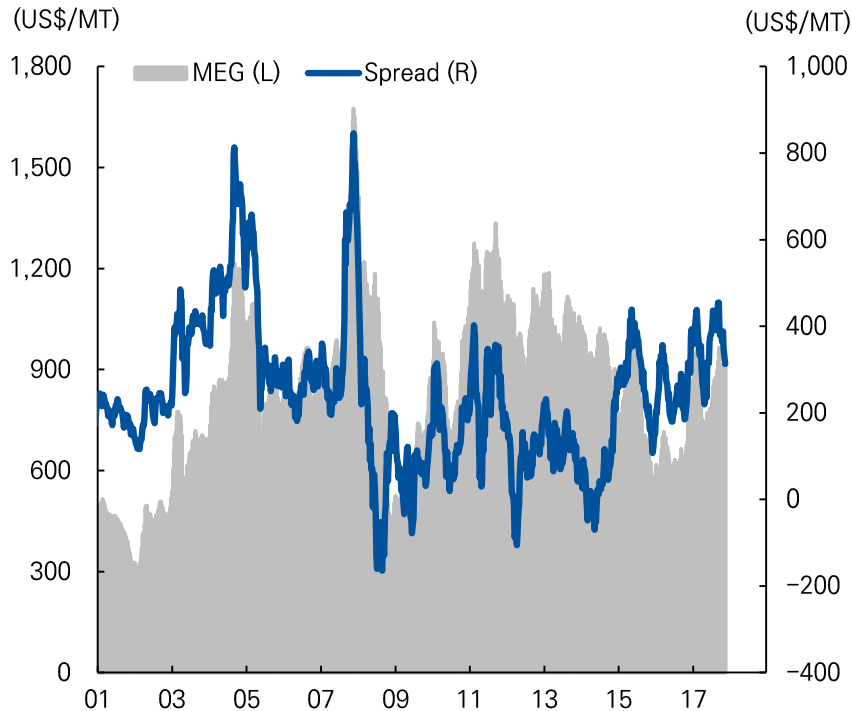
자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

MEG

회복 지속 전망

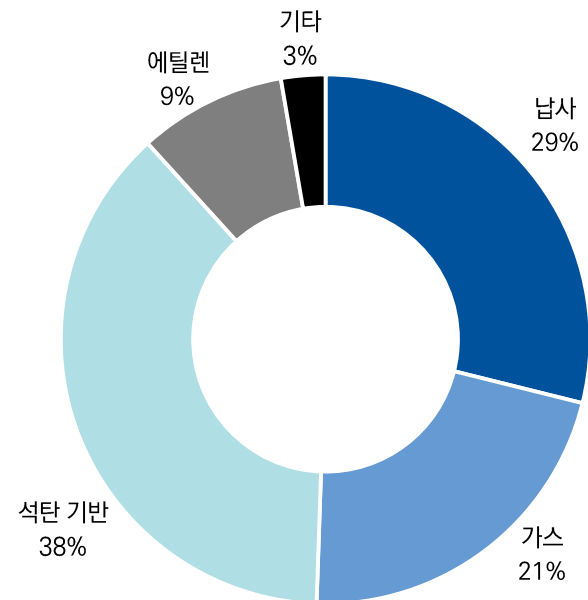
- MEG 시황은 단기적으로 중국 정책 등에 따라 변동성 크지만 큰 그림에서 사이클은 개선
- 지난 3년간 설비 증설이 제한적인 가운데, 신규 설비 중 석탄 기반 설비들의 가동률이 낮기 때문
- 18년까지 증설 제한적, 시황 회복세 지속 전망. 19년 증설 규모 확대될 전망

MEG 스프레드 추이



자료: 씨스کم, 미래에셋대우 리서치센터

15~17년 MEG 증설 원료별 비중



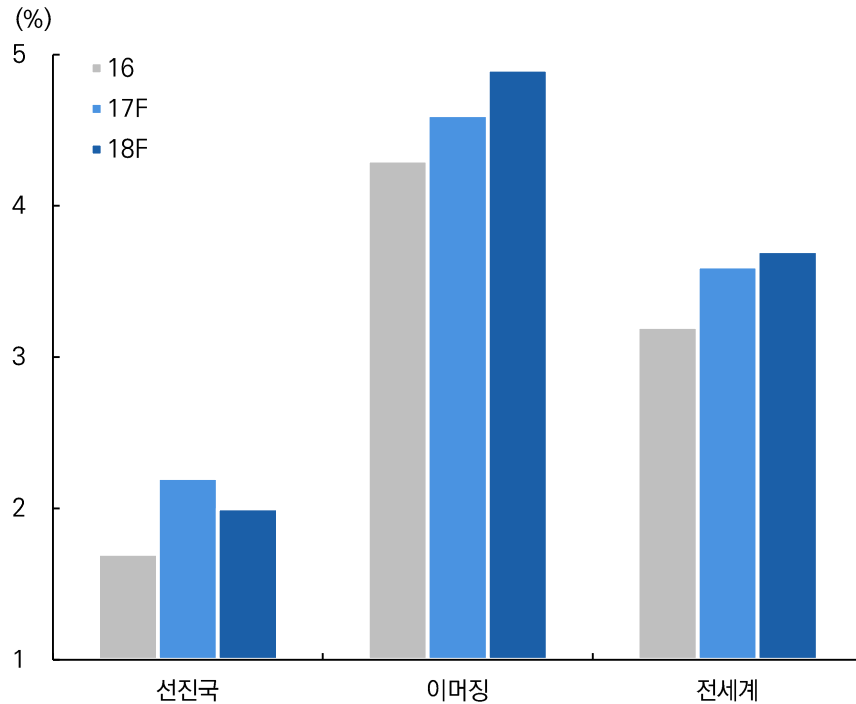
자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

플러스 알파

1) 이머징 경기 회복

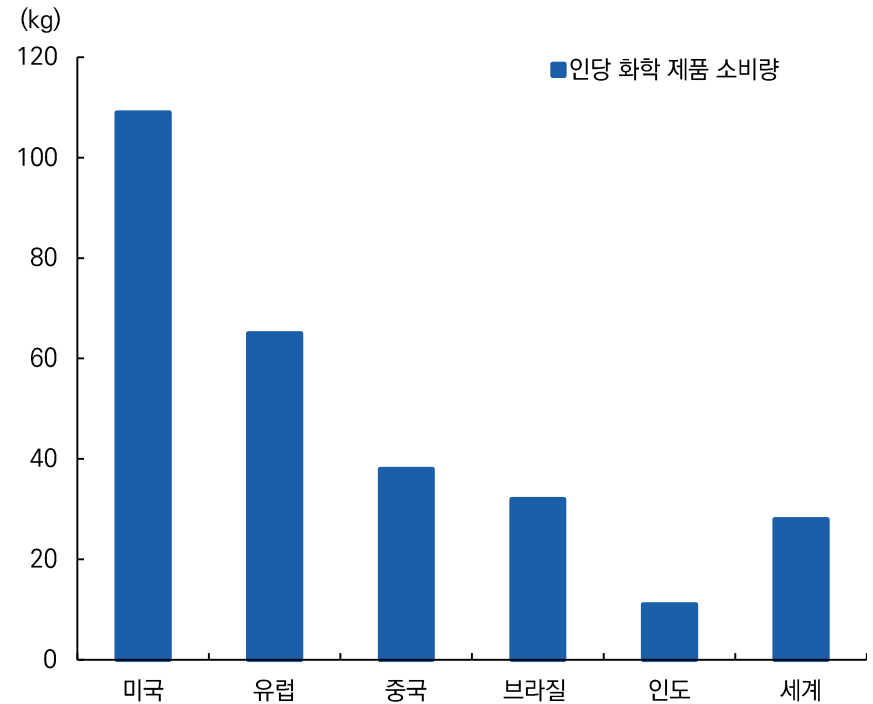
- 18년 글로벌 GDP 성장은 선진국보다 이머징 지역이 주도할 전망
- 선진국과 달리 이머징 지역은 GDP 대비 수요 탄성치 높아
- 이머징 주도의 경기 회복은 글로벌 화학 제품 수요 증가에 긍정적

IMF의 실질 GDP 성장률 전망치: 18년 이머징 경기 회복 전망



자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

국가별 인당 플라스틱 소비량 (2015년 기준)



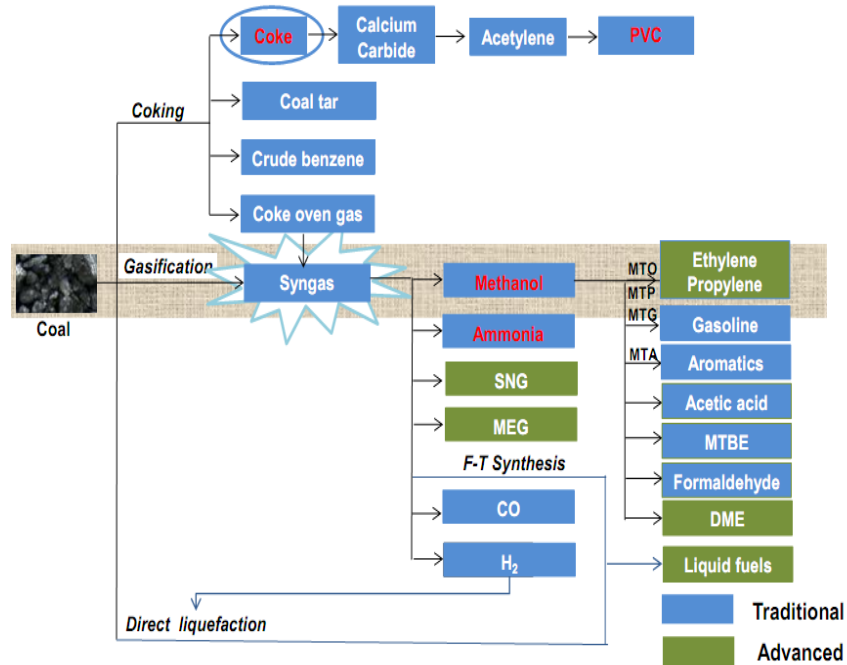
자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

플러스 알파

2) 중국 환경 규제

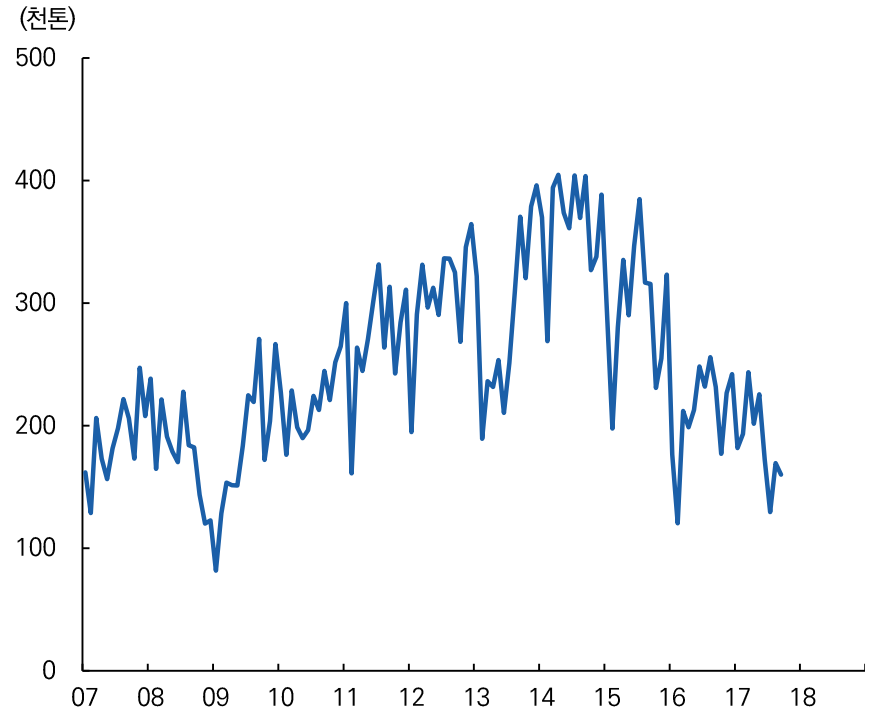
- 16년 하반기부터 강화된 중국 환경 규제는 수급에 추가적으로 긍정적
- 환경 오염이 심한 석탄 기반 설비들의 구조조정: PVC, 가성소다, PA 등의 시황 회복
- 18년부터 리사이클 화학 제품의 수입을 금지: 버진 화학 제품에 대한 수요 확대

중국의 석탄 기반 화학 제품군



자료: ICIS

중국 리사이클 PE 수입량 추이

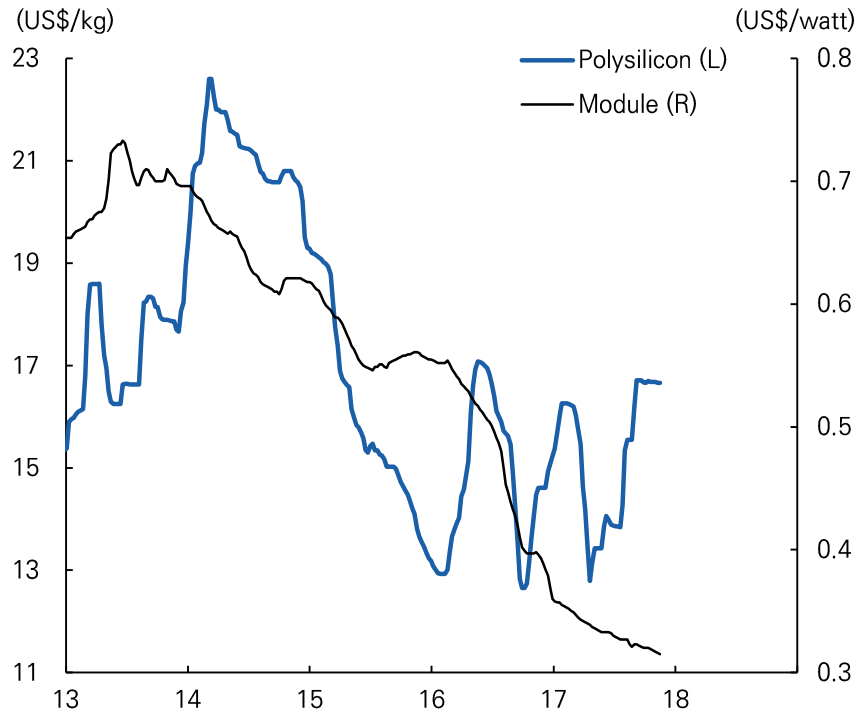


자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

중국의 수요 회복

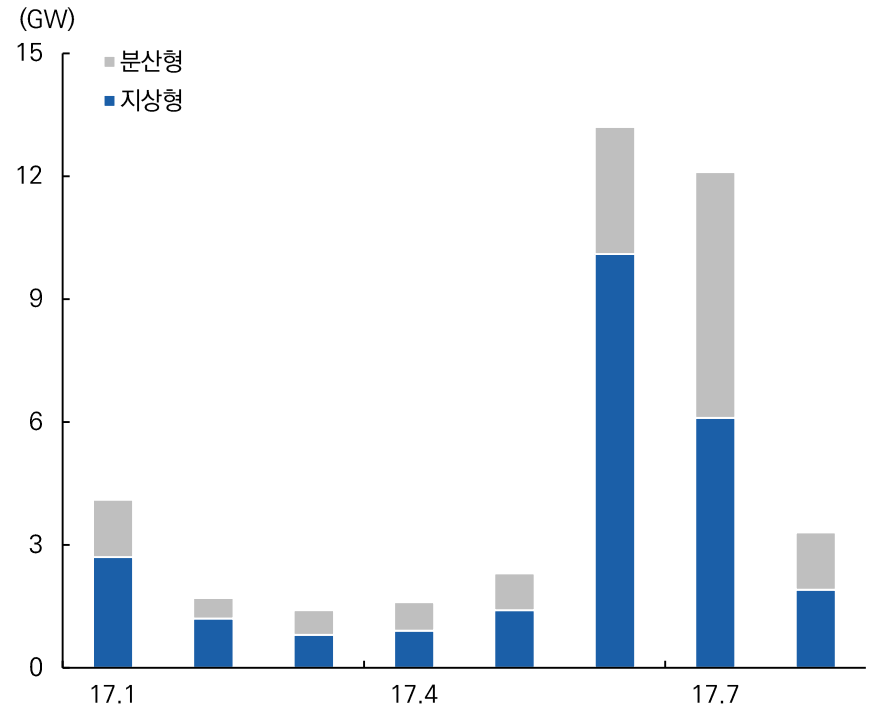
- 17년 글로벌 태양광 수요는 100GW로 예상보다 빠르게 성장 전망
- 이는 중국 수요가 48GW로 크게 성장한 데 기인
- 중국 수요의 성장 배경은 모듈 가격 하락으로 태양광 발전 프로젝트의 수익성이 개선된 가운데 정부에서 설치 가이드를 상향 조정하면서 설치 환경이 개선되었기 때문으로 추정

폴리실리콘 및 모듈 가격 추이



자료: PV Insights, 미래에셋대우 리서치센터

17년 월별 중국 태양광 수요 추이

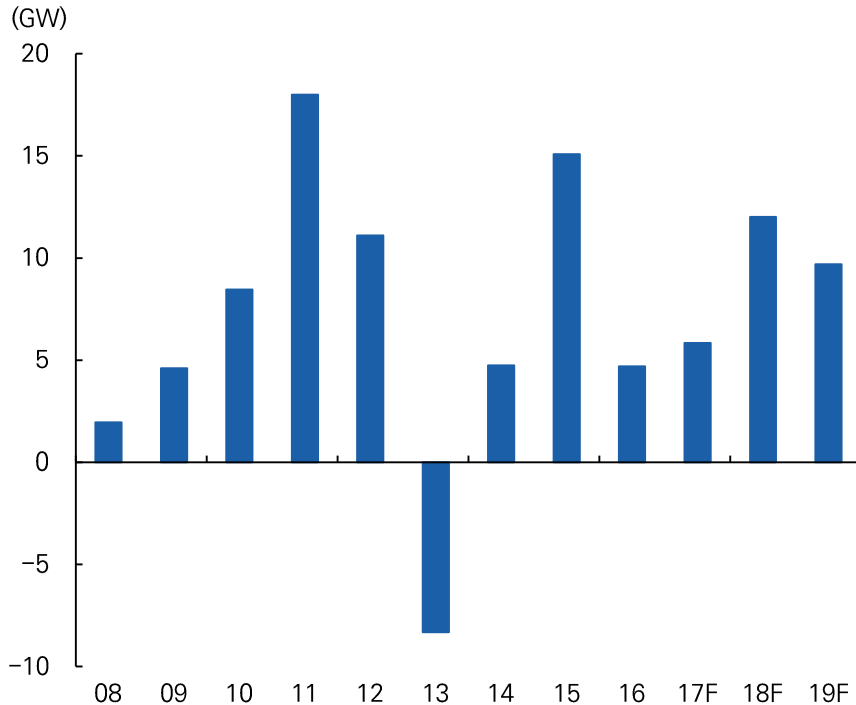


자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

중국의 수요 회복

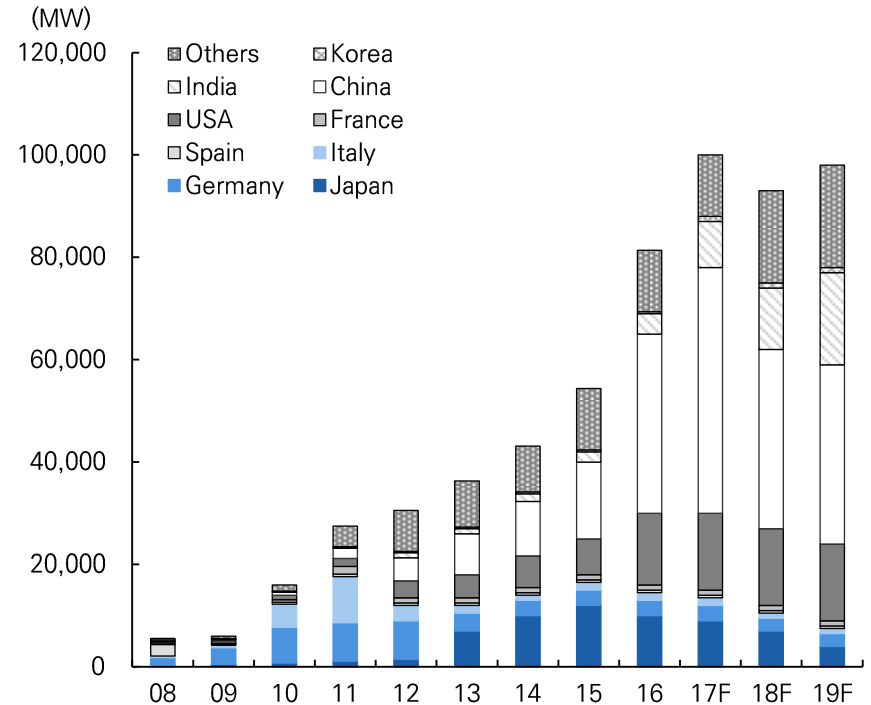
- 중국 보조금 축소는 분산형 18년 초, 지상형 18년 중순 예정: 적어도 18년 상반기까지 수요 강세 예상
- 반면 폴리실리콘 증설은 18년 하반기 이후로 예정되어 있어 상반기까지 수급 타이트할 전망
- 하반기 이후에도 증설 규모가 크지 않고 수요의 추가 성장 가능성도 있어 시황을 보면서 대응할 필요

폴리실리콘 설비 증가분 전망



자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

국가별 태양광 수요 전망



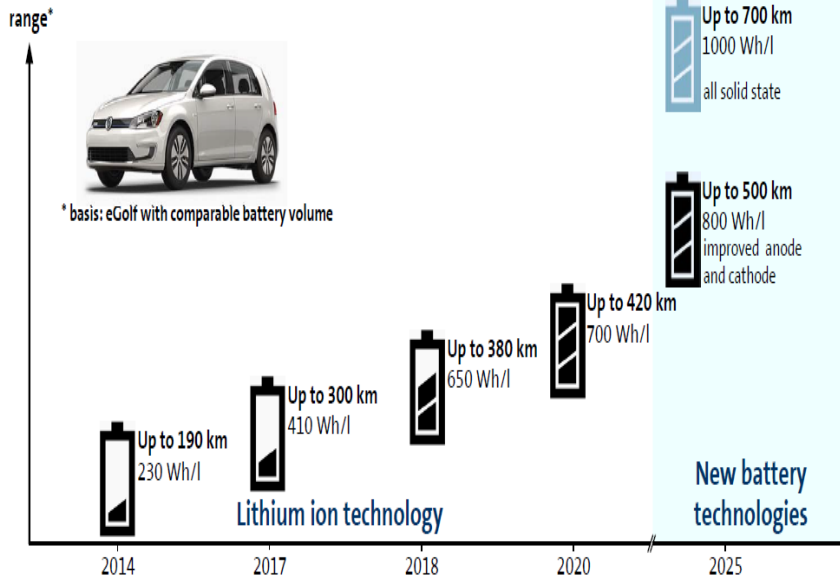
자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

전기차, 3세대로의 진화

- 20년 전후로 출시될 3세대 전기차용 배터리 수주는 17년 말~ 18년 초에 이루어질 예정
- 한국 배터리 업체들의 수혜 두드러질 전망: 일부 우려와 달리 배터리 시장은 가격과 성능에 따라 업체간 차이 뚜렷. 또한 원가 절감을 위해 지속적인 기술 개발이 필요해 선발 업체가 유리

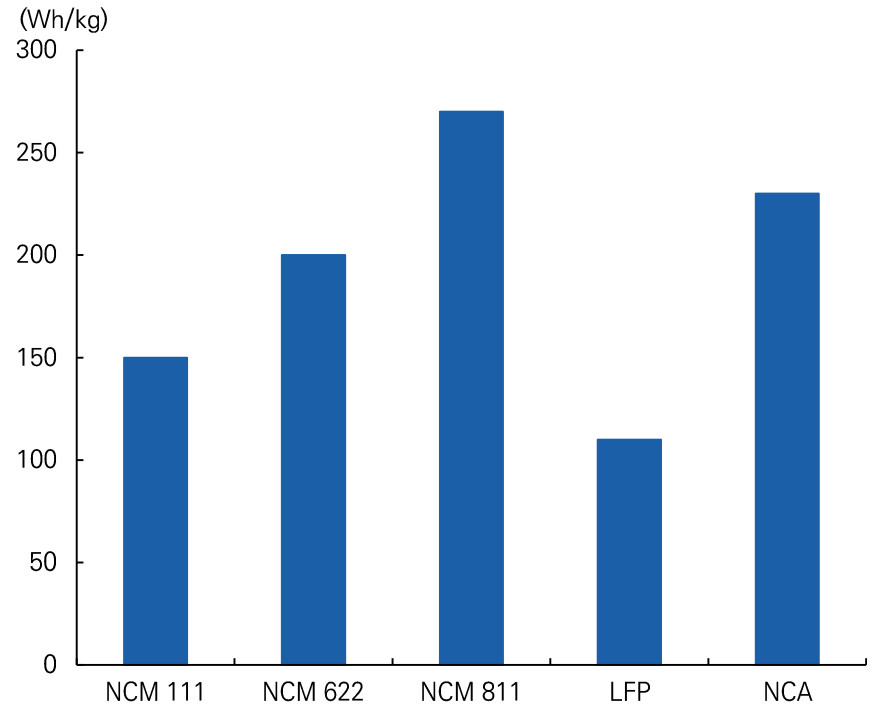
폭스바겐의 배터리 로드맵: 3세대 전기차를 위해서는 밀도 개선이 필수

Roadmap battery cell chemistry and energy density



자료: 폭스바겐

양극재 종류에 따른 배터리 밀도 비교: 밀도 개선을 위해 기술력 필요

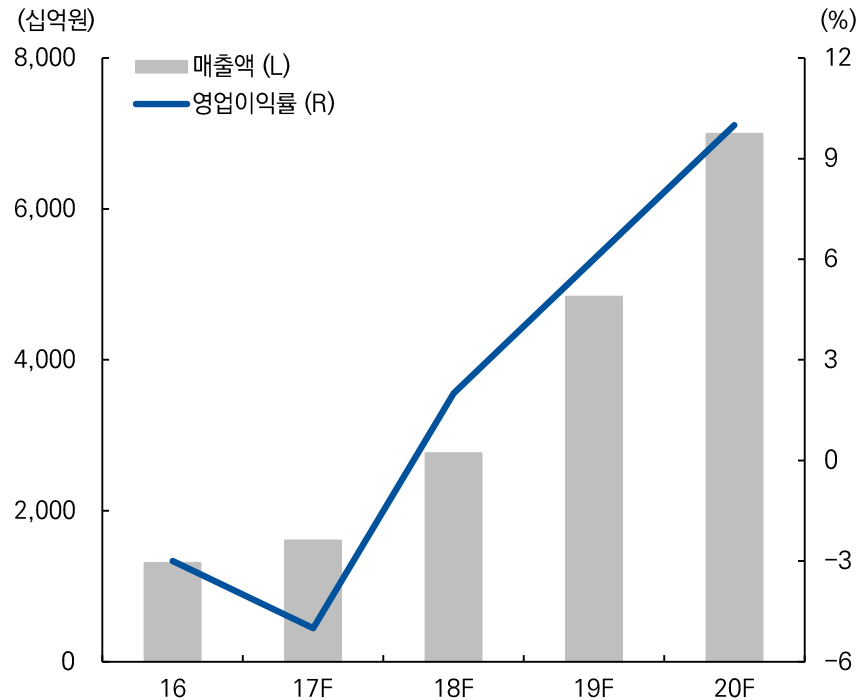


자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

18년 주목할 이슈는?

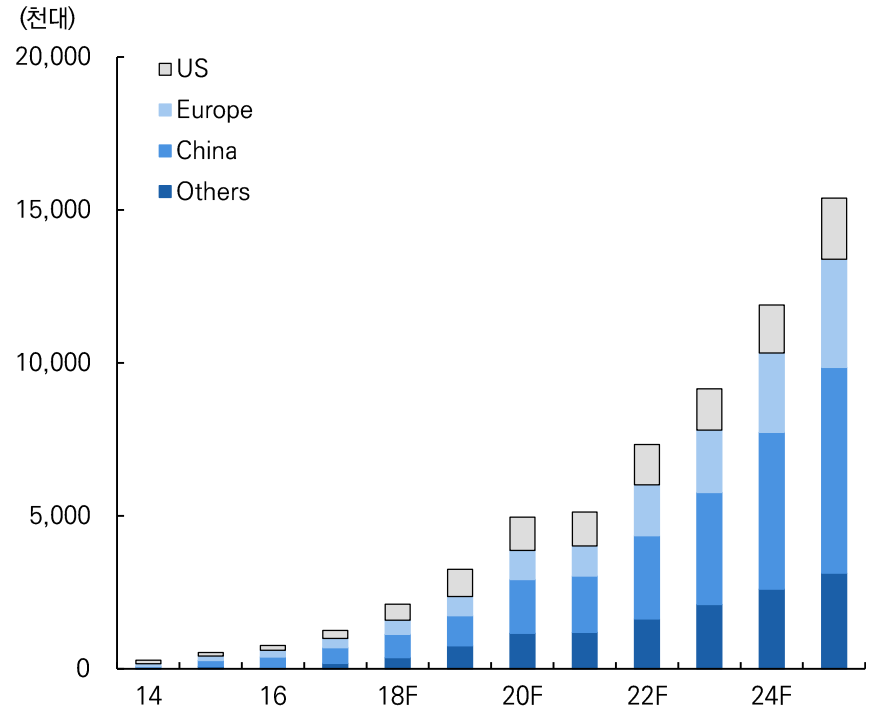
- 18년에는 주목할 이슈는
 - 1) 18년 출시될 유럽의 2세대 전기차들의 상품성 및 판매 추이
 - 2) 1분기 중 테슬라 모델 3 생산 정상화 여부
 - 3) 19년 중국 NEV 크레딧 제도 시행에 앞서 자동차 업체들의 준비 상황
 - 4) 미국 전기차 세액 공제 폐지 여부 및 전기차 판매 현황

LG화학 전기차 배터리 매출액 및 영업이익률 추이와 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터

국가별 전기차 판매량 추이와 전망

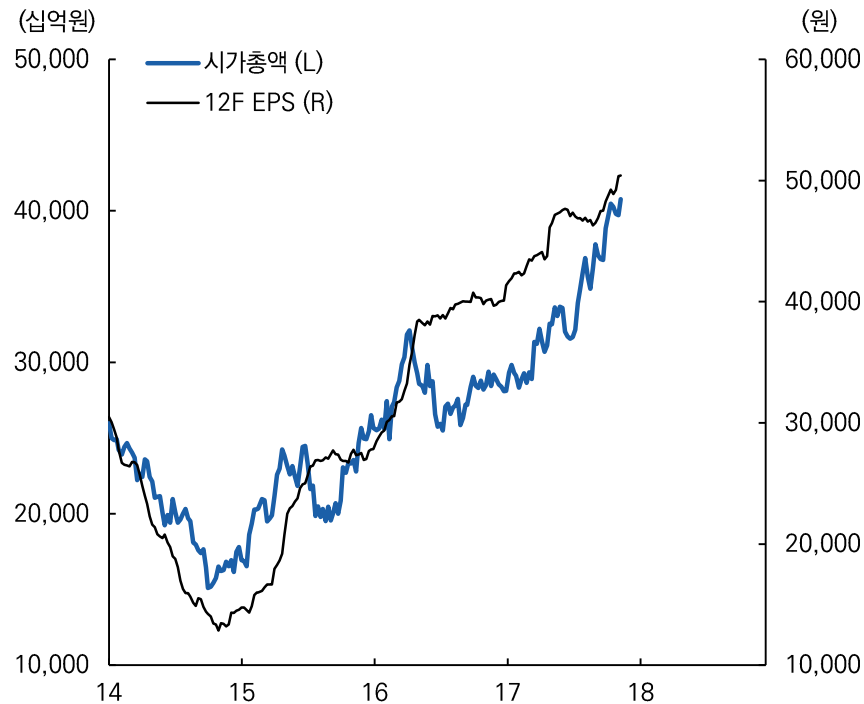


자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

17년 Review

- 17년 정유 업종 12개월 선행 EPS는 연초 대비 22% 상승, 한편 업종 지수는 35% 상승
- 유가 상승 및 정제 마진 강세로 EPS 추정치 상향 조정
- 배당 성향에 대한 기대감 확대 및 정제 마진에 대한 신뢰감 증대로 업종 지수는 추가 상승
- 종목별로는 18년 증설 기대감으로 S-Oil이 가장 많이 상승, SK이노베이션이 뒤를 따름

정유 3사 12개월 선행 EPS와 및 합산 시총 추이



자료: 쿼티와이즈, 미래에셋대우 리서치센터

정유 3사 상대 시가총액 추이

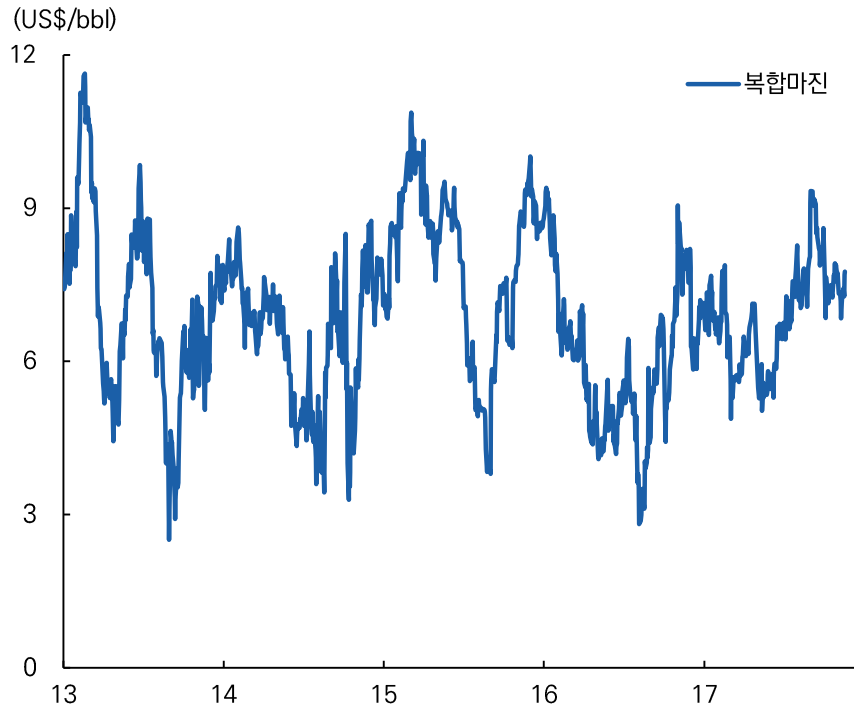


자료: 쿼티와이즈, 미래에셋대우 리서치센터

정제 마진 강세

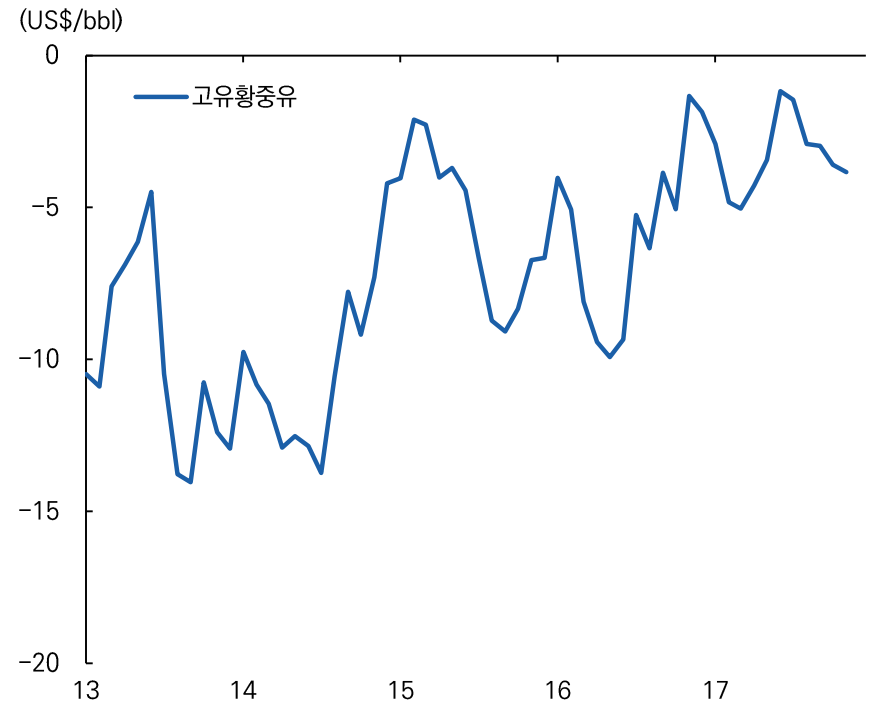
- 17년 정제 마진은 전년대비 1달러 이상 개선
- 연료유 마진 회복이 가장 컸으며 휘발유, 등경유 마진도 전년대비 회복
- 한편 PX, 기유 스프레드는 박스권 등락

한국 복합 정제 마진 추이



자료: 페트로넷, 미래에셋대우 리서치센터

연료유 마진 추이

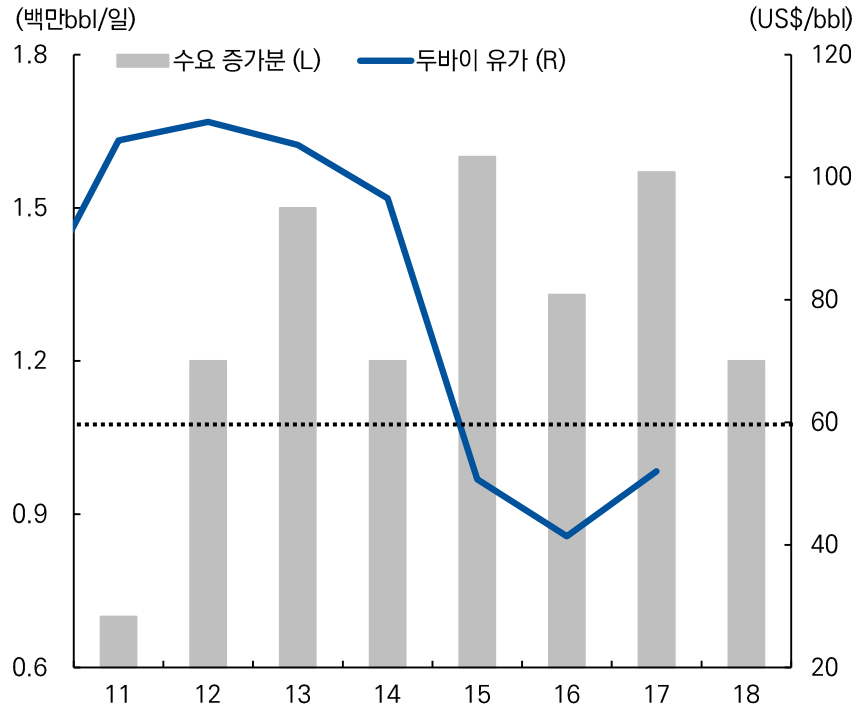


자료: 페트로넷, 미래에셋대우 리서치센터

건조한 수요 지속 전망

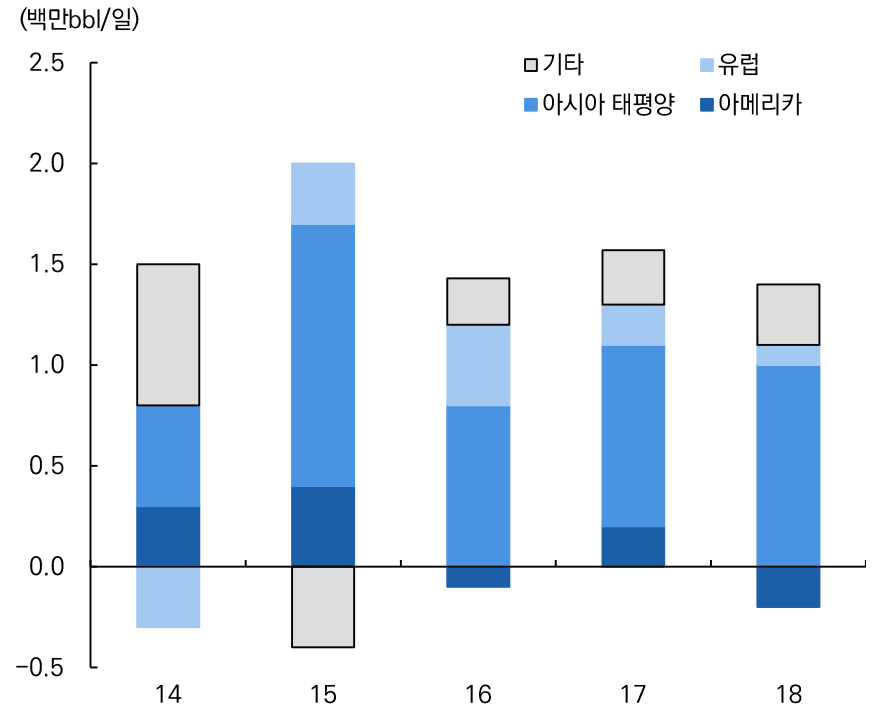
- 14년 말 이후 저유가 국면 진입으로 석유제품 수요 평균보다 빠른 속도로 증가
- 17년 글로벌 석유제품 수요는 160만배럴/일로 높은 성장세 유지할 전망
- 18년 수요도 120만배럴/일로 건조하게 성장 전망: 유가가 급격하게 상승할 경우 휘발유 등 일부 석유제품 수요 위축될 수 있으나, 이머징 국가의 경기 회복으로 등/경유 수요 회복 전망

유가와 글로벌 석유제품 수요 증가분 추이



자료: IEA, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 지역별 석유제품 수요 증가분 추이

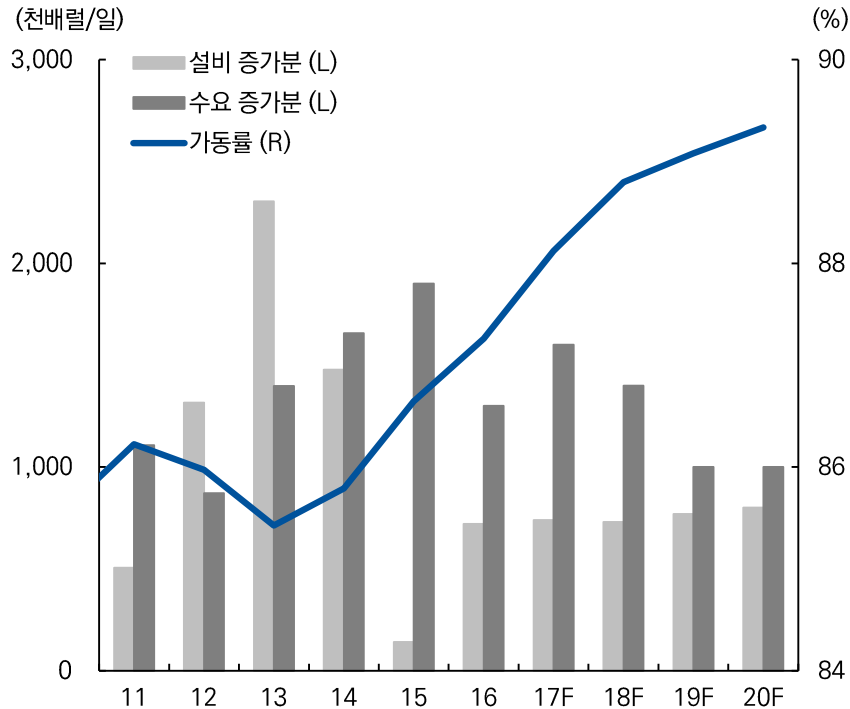


자료: IEA, 미래에셋대우 리서치센터

타이트한 공급

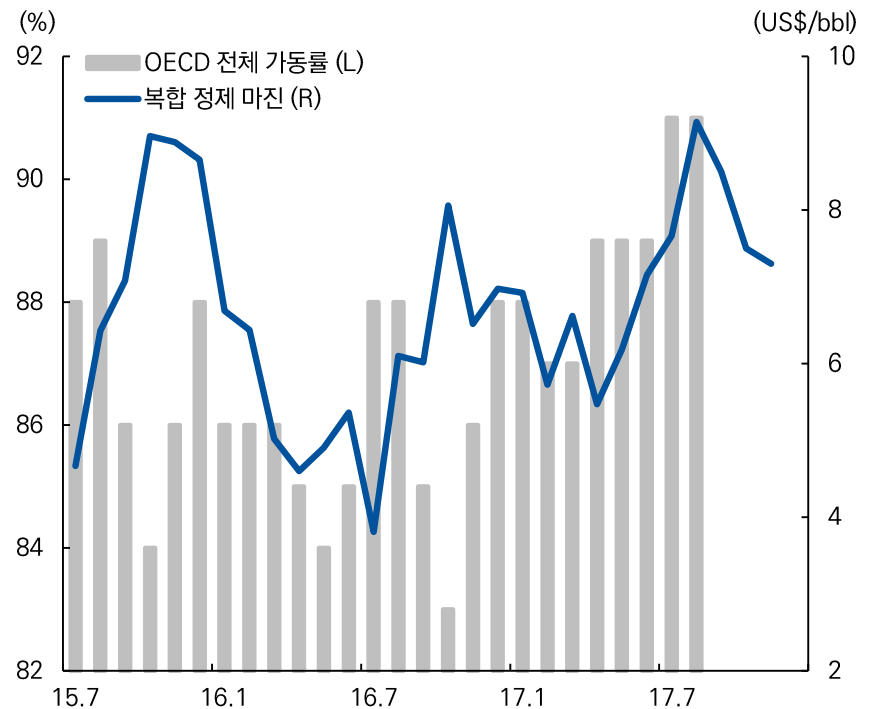
- 반면 정제 설비 증설은 15~18년 제한적. 이에 글로벌 정유 설비 가동률 상승
- 예년과 달리 정제 마진 상승해도 추가적으로 가동률 상승 여력 제한적
- 20년까지 정제 설비 증설 제한적: 정제 마진 강세 지속 전망

글로벌 석유제품 수요 증가분 및 정제 설비 증가분 추이



자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 OECD 정제 설비 가동률과 복합 정제 마진 추이

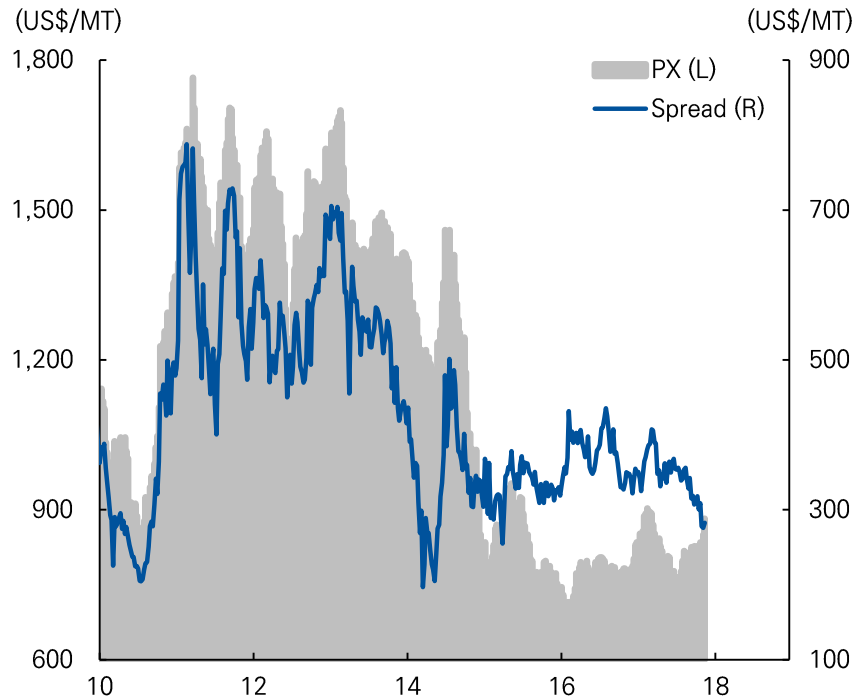


자료: IEA, 미래에셋대우 리서치센터

PX, 기유 박스권 등락 예상

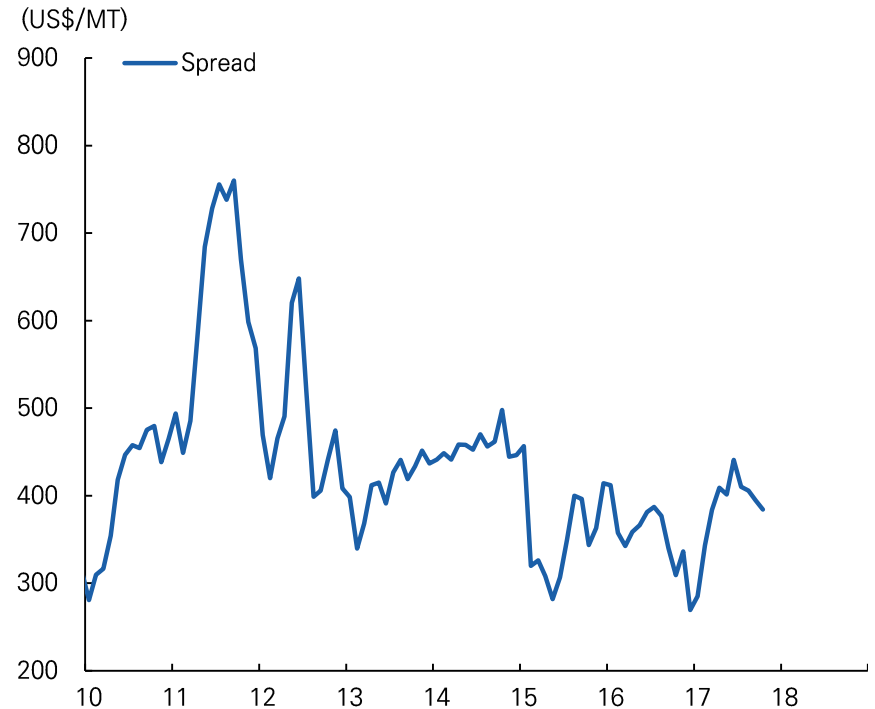
- PX는 17년 가동 예정이던 신규 설비 가동이 18년으로 지연되면서 18년 공급 부담: 박스권 등락 예상
- 기유 18년 신규 설비 증가 전망, 다만 가동률 조절로 기유 스프레드 박스권 등락 예상

PX 스프레드 추이



자료: 씨스کم, 미래에셋대우 리서치센터

기유 스프레드 추이



자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

18년 변수, 유가

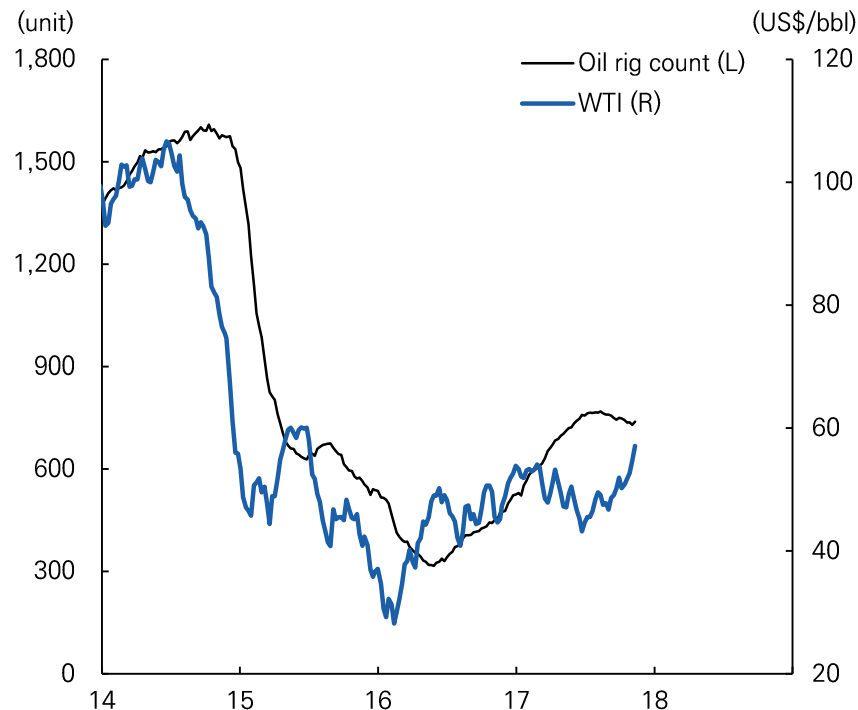
- 글로벌 원유 시장은 셰일 오일 업체들의 생산 증가로 공급 과잉 진입
- 유가 하락으로 셰일 오일 투자도 위축되며 17년 원유 수급 개선
- 향후 관건은 어느 정도 유가에서 셰일 오일 투자 재개되는지 여부: 원유 시추 설비의 증가 속도에 주목

원유 수급 전망

(백만배럴/일)		14	15	16	17F	18F
수요	전세계 수요	93.2	94.8	96.1	97.7	98.9
	수요 증가분	1.2	1.6	1.3	1.6	1.2
공급	OPEC	36.7	38.3	39.6	39.3	39.3
	증가분	0.0	1.6	1.3	-0.3	0.0
	Non-OPEC	57.0	58.5	57.4	58.1	59.6
	증가분	2.5	1.5	-1.1	0.7	1.5
	북미	19.1	20.0	19.5	20.0	21.2
	증가분	1.9	0.9	-0.5	0.5	1.2
	북미 외	37.9	38.5	37.9	38.1	38.4
	증가분	0.6	0.6	-0.6	0.2	0.3
전세계 공급		93.7	96.6	97.0	97.4	98.9
전세계 공급 증가분		2.5	2.9	0.4	0.4	1.5

자료: IEA, 미래에셋대우 리서치센터

WTI 유가와 미국 원유 시추 설비 추이

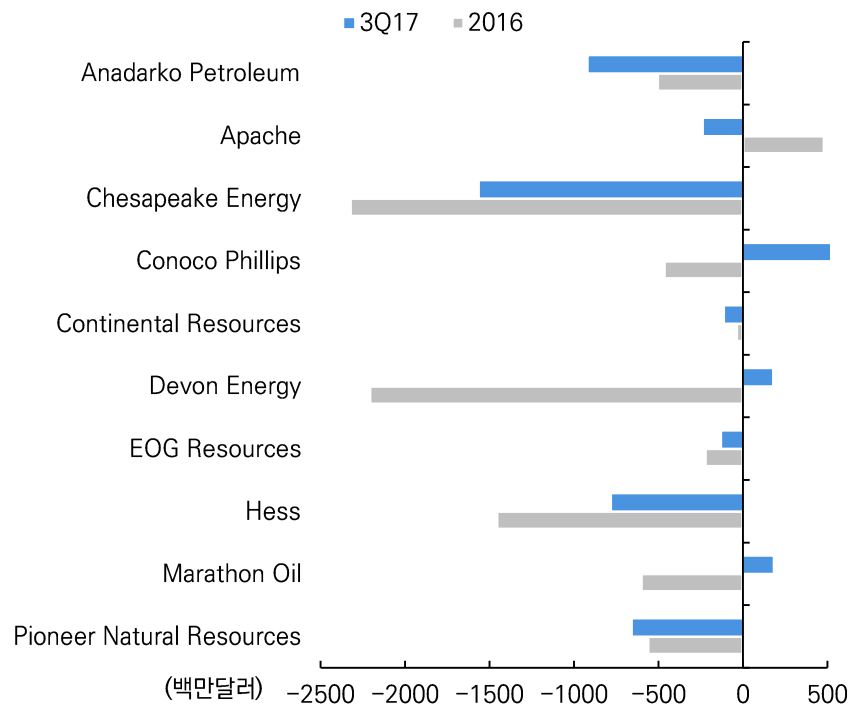


자료: Baker Hughes, 미래에셋대우 리서치센터

셰일 오일 업체의 입장 변화

- 미국 셰일 오일 업체들은 성장보다 수익성을 중시하기 시작: 주가 수익률 저조, 현금 흐름 악화 때문
- 코노코필립스, “원가가 50달러 이상인 투자는 하지 않겠다”
- EOG 리소시즈, “직원 보상에 있어 성장보다 수익 우선”
- 셰일 오일 업체들의 이 같은 입장 변화는 유가의 상승 압력 높이는 요인

미국 셰일 오일 업체들의 현금 흐름 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

미국 셰일 오일 EOG 리소시즈의 인센티브 구조: 성장보다 수익 우선

EOG Employees Are Incentivized to Deliver Returns

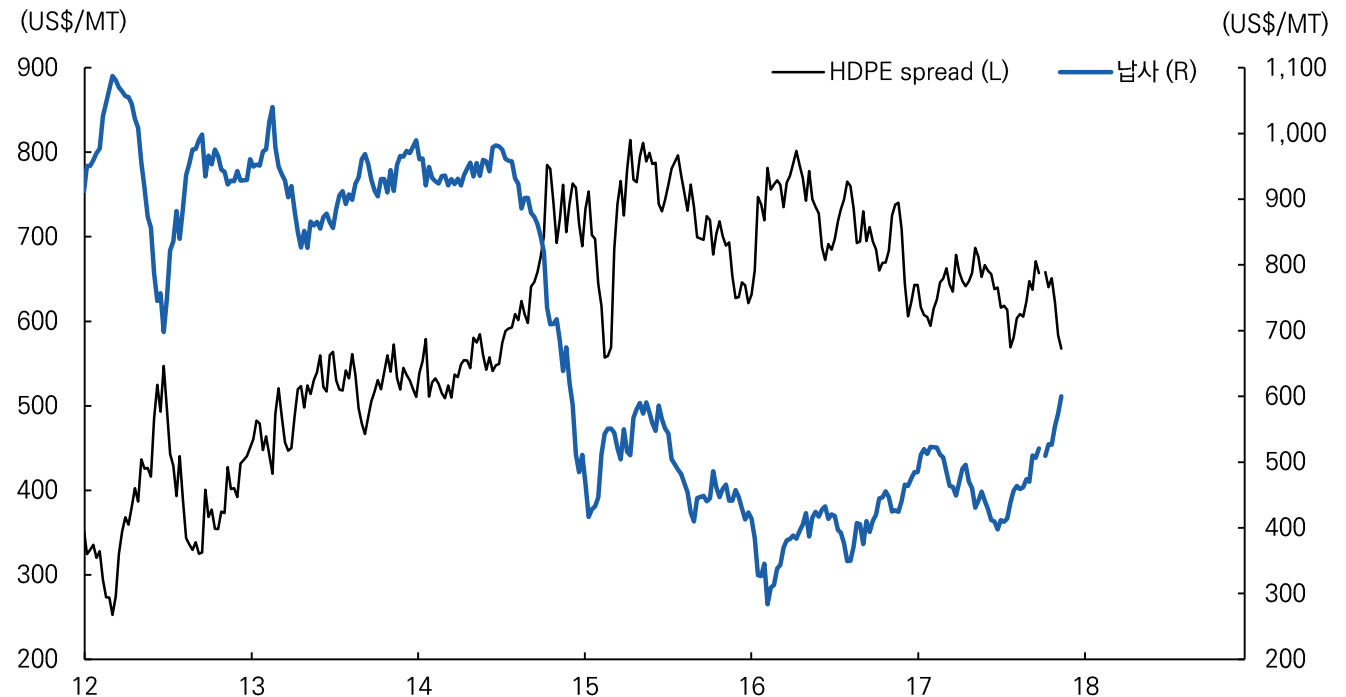
	Returns	Production and Reserve Growth/Replacement
EOG	30%	6%
A	10%	20%
B		40%
C	20%	10%
D		25%
E	10%	30%
F		25%
G		10%
H		30%

자료: EOG 리소시즈, 미래에셋대우 리서치센터

유가와 화학 업종

- 유가 상승 시 투자 선호도 측면에서 납사 크래커보다 에탄 및 석탄 화학 설비들의 경쟁력 부각 가능
- 에탄 및 석탄 화학 설비들의 투자 재개 시 중기 공급 부담 증가 가능성
- 단 스프레드 자체는 제품 수급에 따라 결정: 유가의 레벨과는 무관
- 화학 제품 공급은 향후 2~3년간 제한적: 실적 개선 전망 유효

납사 가격과 HDPE 스프레드 추이: 제품 스프레드는 수급에 따라 결정

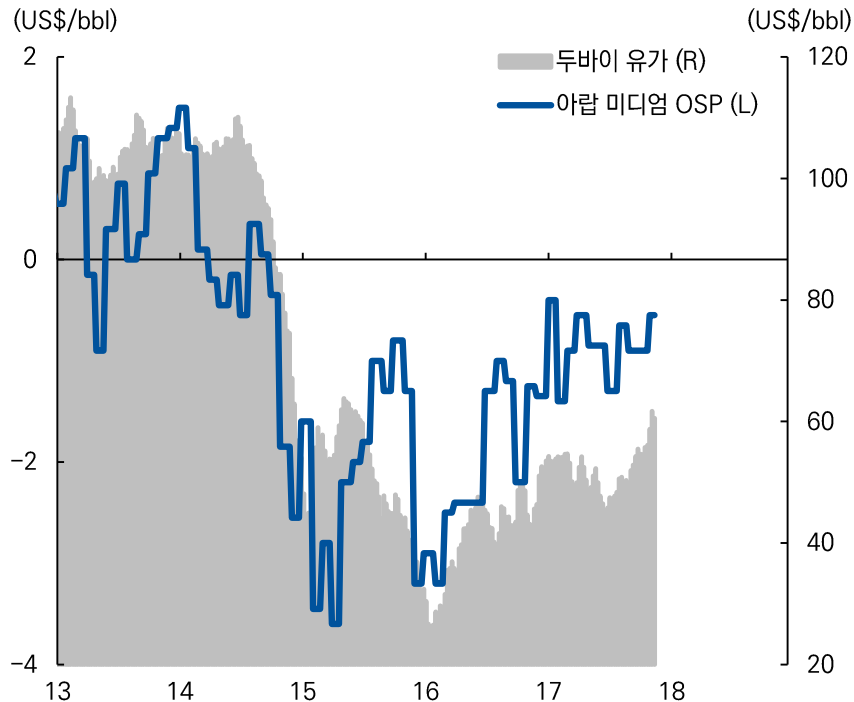


자료: 씨스켄, 미래에셋대우 리서치센터

유가와 정유 업종

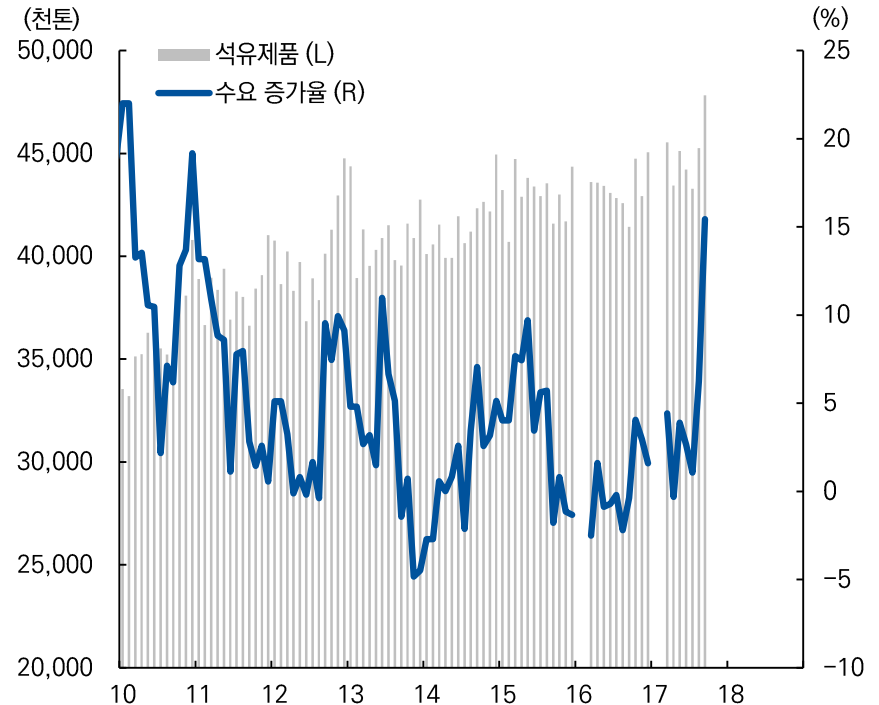
- 유가 상승 시 상대적으로 다운스트림인 정유 업종 보다 업스트림 업종의 투자 매력도 높아질 수 있음
- 정유 업체들의 실적에 미치는 영향은 중립적일 전망: 재고 평가 이익 vs. OSP 상승
- 정제 마진의 경우 휘발유 등 소비재 제품 마진의 축소 가능성.
다만 이머징 산업활동과 관련성이 높은 등경유 마진은 제한적 영향 예상
- 이미 글로벌 석유제품 수급은 타이트해져 있어 정제 마진은 높은 수준이 지속될 것으로 전망

두바이 유가와 OSP 추이



자료: 볼룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

중국 석유제품 수요 증가율 추이



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

비중 확대 유지 화학 업종 선호

- 비중 확대 유지, 화학 업종 선호
 - 높은 밸류에이션 매력: 에탄 크래커 우려 완화로 밸류에이션 회복 예상
 - 수급 상황 개선에 따라 추가적인 실적 개선 가능성
 - 이머징 경기 회복에 대한 높은 민감도
- 정유 업종은 안정적 배당주로서의 매력 유효

글로벌 화학 업체 밸류에이션 비교

회사명	매출액 (십억원)		영업이익 (십억원)		순이익 (십억원)		PER (배)		PBR (배)		ROE (%)	
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F
LG화학	25,607	27,091	2,998	3,071	2,133	2,212	14.2	13.8	1.9	1.7	14.2	13.0
롯데케미칼	15,640	16,328	2,892	2,818	2,274	2,192	5.3	5.6	1.1	0.9	21.9	17.7
한화케미칼	9,449	9,395	816	809	1,002	902	4.9	5.4	0.8	0.7	17.5	13.7
DowDuPont	86,880	91,436	12,330	14,988	8,784	10,394	21.0	17.5	1.6	1.8	18.3	18.0
BASF(독)	82,113	85,100	10,118	10,385	7,247	7,307	15.0	14.9	2.4	2.3	16.5	15.6
Lyondell	38,100	37,553	6,175	5,796	4,473	4,132	10.4	10.9	6.0	5.2	62.0	50.6
NanYa	11,109	11,556	917	912	1,584	1,492	14.4	14.8	1.7	1.7	11.1	11.0
Westlake	8,765	9,091	1,316	1,488	765	901	17.3	14.7	2.3	2.0	16.4	15.9
Formosa	7,482	7,672	740	746	1,625	1,558	13.5	14.1	1.8	1.7	12.9	12.1
평균							12.9	12.4	2.2	2.0	21.2	18.6

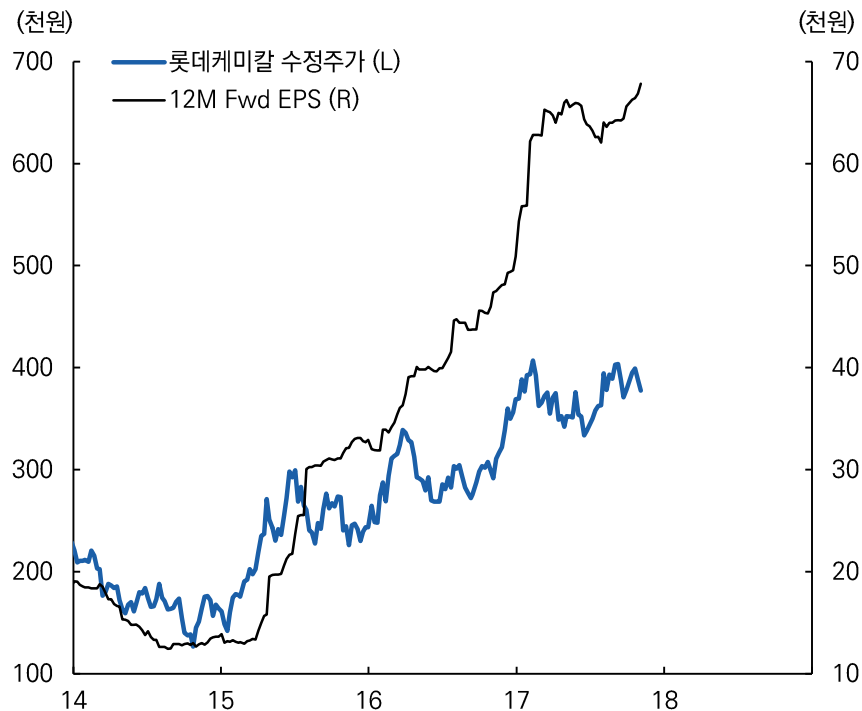
주: 블룸버그 컨센서스 기준

자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

Top Pick 롯데케미칼, LG화학

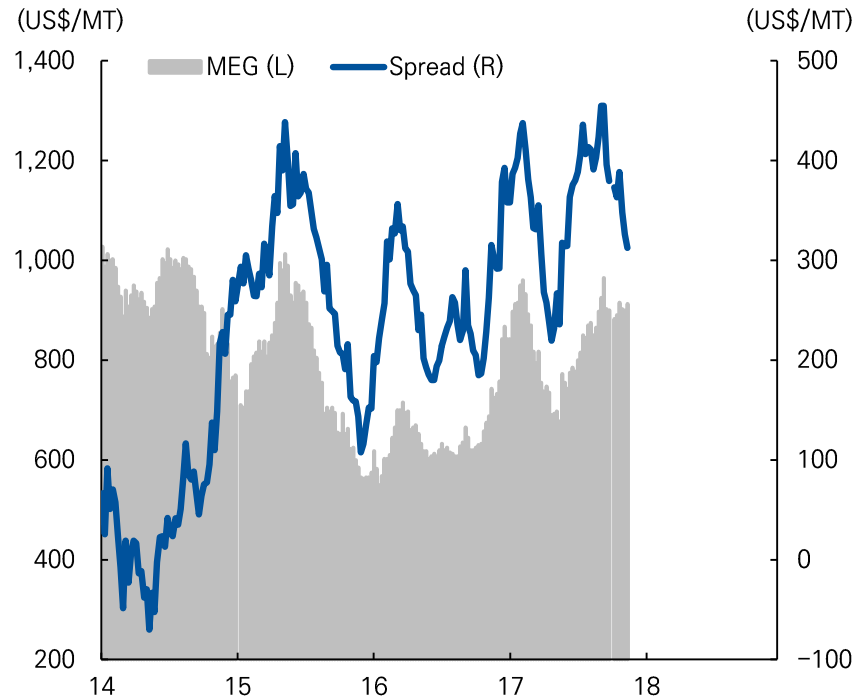
- 롯데케미칼
 - 에탄 크래커 논란이 종결되면 밸류에이션 회복 예상
 - 순환적인 재고 조정 마무리되고 시황 반등 시 탄력적 주가 반등 예상
 - 18년 하반기에는 19년 증설 모멘텀 부각 가능성

롯데케미칼 12개월 선행 EPS와 주가 추이



자료: 쿼티와이즈, 미래에셋대우 리서치센터

MEG 스프레드 추이



자료: 씨스کم, 미래에셋대우 리서치센터

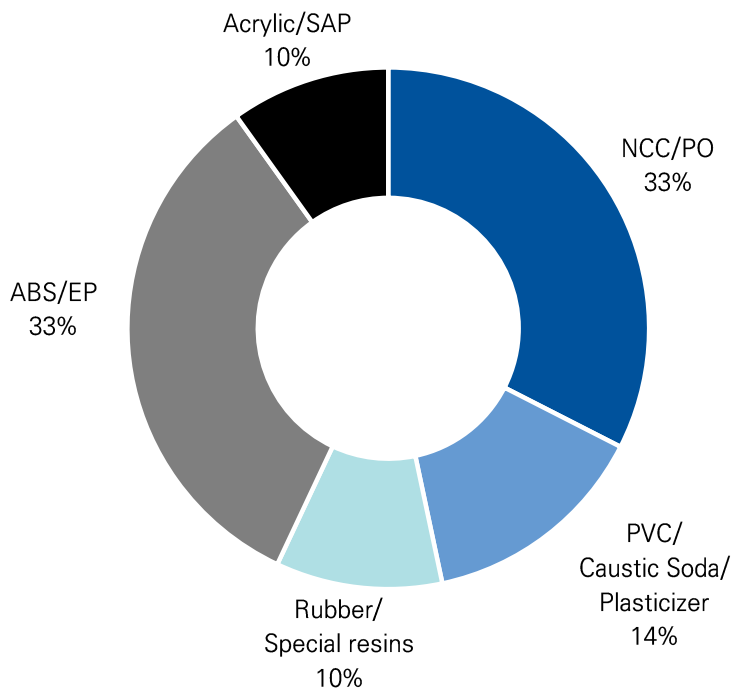
VIII. [투자 전략] Top Picks 롯데케미칼, LG화학

공급 공백

Top Pick 롯데케미칼, LG화학

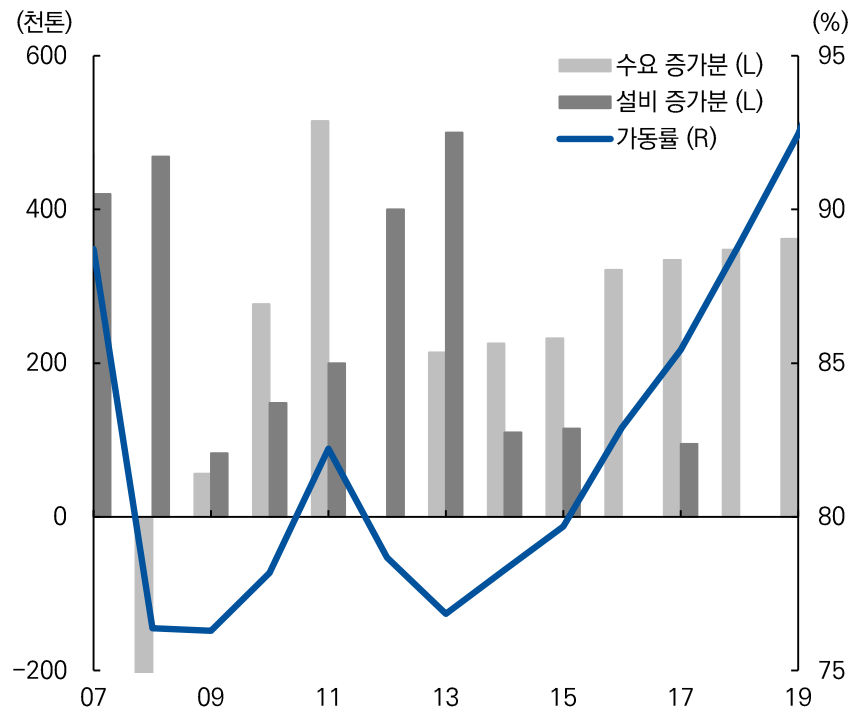
- LG화학
 - 화학 사이클 향후 2~3년간 개선 전망
 - 글로벌 최상위 전기차 배터리 업체로 전기차 시장 성장을 주도할 전망
 - 17년 주가 상승했으나 화학 부문의 사이클 개선을 감안할 때 현재 밸류에이션 부담스럽지 않음

LG화학의 화학 제품별 매출 비중



자료: 미래에셋대우 리서치센터

ABS 수급 전망



자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

VIII. [투자 전략] Top Picks 롯데케미칼, LG화학

공급 공백

커버리지 주요 종목 밸류에이션 및 투자 포인트 요약

종목명	목표가 (원)	현재가 (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	투자 포인트
LG화학	530,000	409,500	12.8	1.7	14.6	주요 화학 제품군 향후 2~3년간 업사이클 진입 글로벌 최상위 배터리 업체로 전기차 시장 성장 주도할 전망 실적 창출력 대비 밸류에이션 부담 크지 않아
롯데케미칼	600,000	354,500	4.7	0.9	20.4	에틸렌 호황 장기화 및 비에틸렌 사이클 회복으로 높은 ROE 지속 전망 에탄 크래커 우려 완화로 밸류에이션 회복 전망 중국 재고 조정 마무리되면 주가 탄력적 상승 전망
한화케미칼	43,000	29,950	5.0	0.7	15.1	PVC, 가성소다 등 주요 화학 제품 업사이클 진입 태양광 우려 감안해도 화학 부문 업황 호조 감안할 때 지나치게 저평가 단기 화학 시장 개선되면 주가 탄력적 상승 전망
OCI	170,000	124,000	12.0	0.8	7.1	태양광 수요 강세로 폴리실리콘 수급 타이트 폴리실리콘 시장 개선에 따른 실적 개선 전망 석탄 화학 등 비 폴리실리콘 부문의 실적도 개선
SK이노베이션	250,000	199,500	8.0	0.9	12.3	제한적 증설로 정제 마진 강세 지속 전망 화학 부문도 납사 크래커 위주의 높은 실적 창출력 유지 전망 높은 배당 수익률로 다운사이드 리스크 제한적
S-Oil	170,000	118,000	9.1	1.8	21.2	제한적 증설로 정제 마진 강세 지속 전망 18년 신규 설비 가동으로 실적 성장 예상 높은 배당 수익률로 다운사이드 리스크 제한적

주: 현재가는 11월 20일 종가 기준, 나머지는 18년 예상 실적 기준
자료: 미래에셋대우 리서치센터

VIII. [투자 전략] Top Picks 롯데케미칼, LG화학

공급 공백

18년 주요 이벤트 스케줄

	4Q17	1H18		2H18
시황	화학 재고 조정	준절 전후 Re-stocking	미 에탄 크래커 영향 확인	PE 사이클 반등 가능성 비에틸렌/다운스트림 시황 추가 개선 SBR 시황 개선 가능성
유가	11/30 OPEC 회의		미국 원유 시추 설비 수 반등 여부 주목	
전기차		3세대 배터리 수주 시작	테슬라 모델 3 양산 성공 여부	19년 중국 NEV 크레딧 제도 시행 기대감
태양광		1월 미국 태양광 관세 확정	6/30 중국 태양광 보조금 축소	
업체별			S-Oil 증설 설비 완공 및 가동	롯데케미칼, 19년 1분기 미국 에탄 크래커 가동 기대감

자료: 미래에셋대우 리서치센터

실적에 대한 정당한 평가

(유지)	매수
목표주가(원, 12M)	600,000
현재주가(17/11/20, 원)	354,500
상승여력	69%

영업이익(17F, 십억원)	2,938
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	2,909
EPS 성장률(17F, %)	28.1
MKT EPS 성장률(17F, %)	45.9
P/E(17F, x)	5.2
MKT P/E(17F, x)	10.4
KOSPI	2,527.67
시가총액(십억원)	12,151
발행주식수(백만주)	34
유동주식비율(%)	46.5
외국인 보유비중(%)	31.9
베타(12M) 일간수익률	0.76
52주 최저가(원)	316,500
52주 최고가(원)	416,500
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-11.2 1.0 12.0
상대주가	-12.5 -8.6 -12.5

투자포인트

- 에탄 크래커 우려 완화로 밸류에이션 디레이팅 해소 전망
- PE 호황 장기화: 에탄 크래커 가동 지연 및 신규 설비 부재로 호황 장기화될 전망
- 비에틸렌 체인의 회복: 부타디엔, ABS 등 비에틸렌 체인 회복으로 20% 이상의 ROE 지속될 전망
- 19년 미국 에탄 크래커 가동에 따른 물량 증가 효과도 기대

Risk 요인

- 중국 정책 모멘텀 등에 따른 단기 화학 시황 둔화 가능성



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	14,859	11,713	13,224	16,038	17,022	18,461
영업이익 (십억원)	351	1,611	2,544	2,938	3,219	3,490
영업이익률 (%)	2.4	13.8	19.2	18.3	18.9	18.9
순이익 (십억원)	147	993	1,836	2,352	2,603	2,836
EPS (원)	4,285	28,957	53,561	68,633	75,943	82,753
ROE (%)	2.3	14.2	21.7	22.6	20.4	18.6
P/E (배)	37.3	8.4	6.9	5.2	4.7	4.3
P/B (배)	0.9	1.1	1.4	1.1	0.9	0.7
배당수익률 (%)	0.6	1.0	1.1	1.7	1.7	1.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 롯데케미칼, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	13,224	16,038	17,022	18,461
매출원가	9,957	12,273	12,976	14,144
매출총이익	3,267	3,765	4,046	4,317
판매비와관리비	722	827	827	827
조정영업이익	2,544	2,938	3,219	3,490
영업이익	2,544	2,938	3,219	3,490
비영업손익	-57	228	290	334
금융손익	-48	-84	-50	-6
관계기업등 투자손익	71	320	340	340
세전계속사업손익	2,487	3,166	3,509	3,824
계속사업법인세비용	650	783	842	918
계속사업이익	1,837	2,383	2,667	2,906
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,837	2,383	2,667	2,906
지배주주	1,836	2,352	2,603	2,836
비지배주주	1	31	64	70
총포괄이익	1,923	2,187	2,667	2,906
지배주주	1,921	2,186	2,663	2,901
비지배주주	3	1	4	5
EBITDA	3,173	3,637	3,966	4,393
FCF	1,112	1,370	2,024	1,327
EBITDA 마진율 (%)	24.0	22.7	23.3	23.8
영업이익률 (%)	19.2	18.3	18.9	18.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	13.9	14.7	15.3	15.4

자료: 롯데케미칼, 미래에셋대우 리서치센터

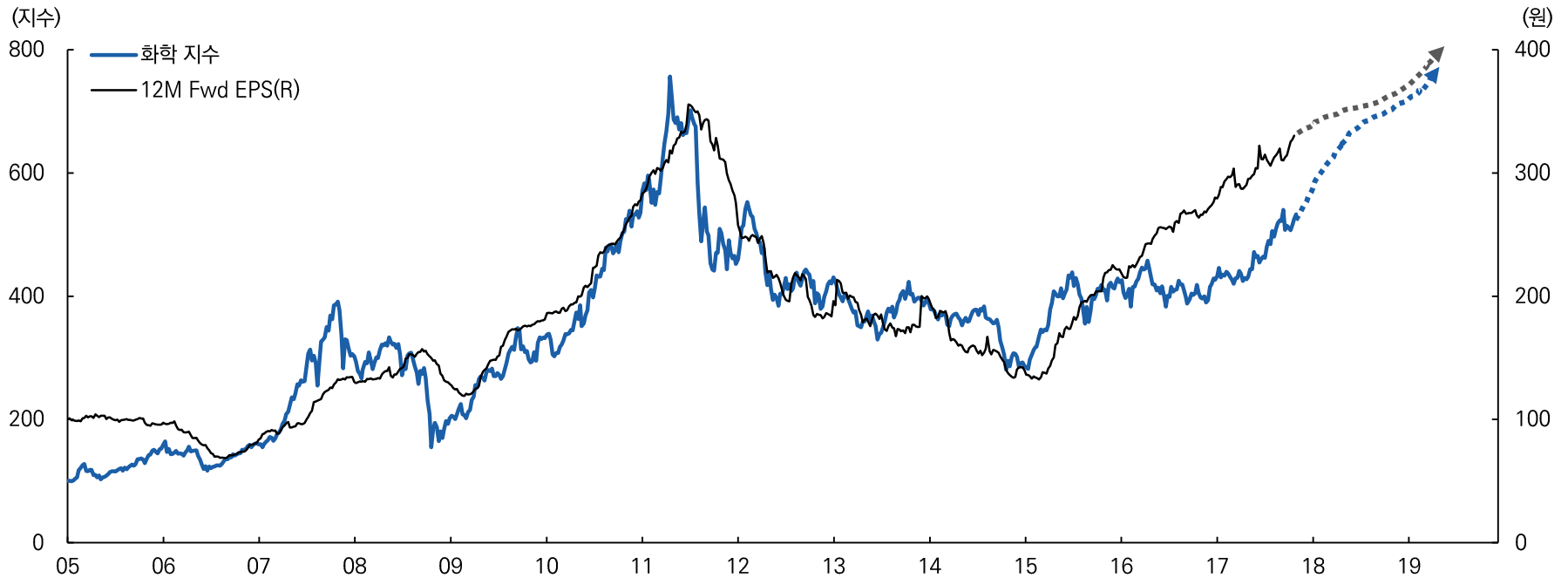
예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	5,852	7,743	9,080	9,923
현금 및 현금성자산	2,203	3,797	5,059	5,597
매출채권 및 기타채권	1,552	1,775	1,814	1,977
재고자산	1,477	1,552	1,587	1,729
기타유동자산	620	619	620	620
비유동자산	10,015	10,746	10,999	12,096
관계기업투자등	2,136	2,136	2,136	2,136
유형자산	5,547	6,271	6,606	7,777
무형자산	1,792	1,707	1,626	1,552
자산총계	15,867	18,489	20,079	22,018
유동부채	3,449	3,714	3,758	3,936
매입채무 및 기타채무	1,128	1,289	1,318	1,436
단기금융부채	1,747	1,768	1,769	1,769
기타유동부채	574	657	671	731
비유동부채	3,017	3,208	2,223	1,283
장기금융부채	2,441	2,549	1,549	549
기타비유동부채	576	659	674	734
부채총계	6,466	6,922	5,981	5,219
지배주주지분	9,363	11,500	13,969	16,599
자본금	171	171	171	171
자본잉여금	479	676	676	676
이익잉여금	8,487	10,607	13,075	15,706
비지배주주지분	38	66	130	200
자본총계	9,401	11,566	14,099	16,799

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	6.9	5.2	4.7	4.3
P/CF (x)	3.9	3.4	3.1	2.8
P/B (x)	1.4	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA (x)	4.5	3.4	2.5	2.0
EPS (원)	53,561	68,633	75,943	82,753
CFPS (원)	93,730	105,628	113,282	125,762
BPS (원)	273,173	335,517	407,529	484,281
DPS (원)	4,000	6,000	6,000	6,000
배당성향 (%)	7.3	8.6	7.7	7.1
배당수익률 (%)	1.1	1.7	1.7	1.7
매출액증가율 (%)	12.9	21.3	6.1	8.5
EBITDA증가율 (%)	51.2	14.6	9.0	10.8
조정영업이익증가율 (%)	57.9	15.5	9.6	8.4
EPS증가율 (%)	85.0	28.1	10.7	9.0
매출채권 회전율 (회)	10.6	10.1	9.9	10.2
재고자산 회전율 (회)	10.0	10.6	10.8	11.1
매입채무 회전율 (회)	12.9	12.6	12.3	12.7
ROA (%)	13.4	13.9	13.8	13.8
ROE (%)	21.7	22.6	20.4	18.6
ROIC (%)	26.5	24.0	25.2	25.8
부채비율 (%)	68.8	59.8	42.4	31.1
유동비율 (%)	169.7	208.5	241.6	252.1
순차입금/자기자본 (%)	16.2	0.5	-15.7	-22.3
조정영업이익/금융비용 (x)	33.3	22.7	27.9	41.9

수요	골디락스	글로벌 위기	중국발 수요 급증	글로벌 저성장	점진적 회복	회복 가속화
공급	제한적 증설		미국 셰일 혁명	에틸렌 증설 지연, 비에틸렌 공급 확대	에틸렌 확대	공급 공백
시황	전반적 호황		비에틸렌 시황 급등	시황 둔화	에틸렌 나홀로 호황	에틸렌 호황 장기화 비에틸렌 추가 회복
주가	할인 → 정상화		주가 급등	실적 둔화로 하락	실적 개선으로 상승	실적 개선 밸류에이션 회복

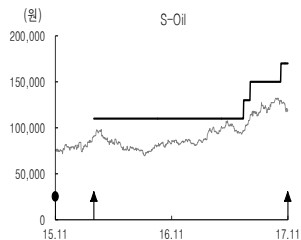
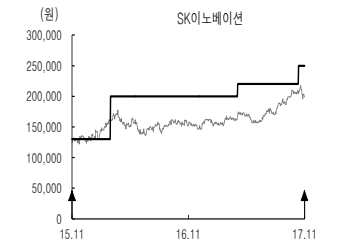
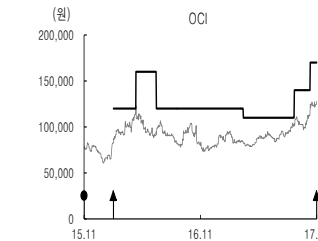
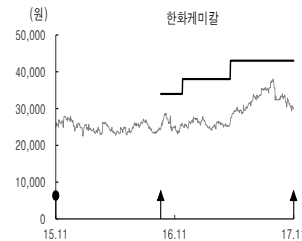
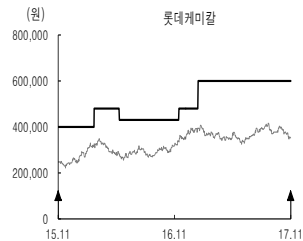
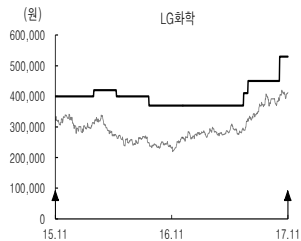


자료: 쿼티와이즈, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
LG화학(051910)					2016.12.15	매수	38,000	-31.96	-26.71
2017.10.26	매수	530,000	-	-	2016.10.09	매수	34,000	-24.42	-15.44
2017.07.19	매수	450,000	-18.77	-9.44	OCI(010060)				
2017.07.05	매수	410,000	-25.54	-20.37	2017.11.01	매수	170,000	-	-
2016.09.11	매수	370,000	-27.98	-16.35	2017.09.12	매수	140,000	-24.48	-19.29
2016.06.01	매수	400,000	-35.67	-31.88	2017.04.05	매수	110,000	-19.29	-5.45
2016.03.22	매수	420,000	-28.00	-19.40	2016.07.06	매수	120,000	-26.94	-11.25
2015.10.18	매수	400,000	-22.74	-14.63	2016.05.03	매수	160,000	-38.06	-28.44
롯데케미칼(011170)					2016.02.22	매수	120,000	-17.80	-3.75
2017.02.03	매수	600,000	-	-	SK이노베이션(096770)				
2016.12.05	매수	480,000	-22.85	-17.60	2017.11.02	매수	250,000	-	-
2016.06.01	매수	430,000	-31.87	-20.93	2017.04.25	매수	220,000	-19.32	-4.55
2016.03.14	매수	480,000	-35.48	-27.19	S-Oil(010950)				
2015.06.15	매수	400,000	-34.61	-17.25	2017.10.30	매수	170,000	-	-
한화케미칼(009830)					2017.07.26	매수	150,000	-18.73	-12.00
2017.05.11	매수	43,000	-	-	2017.07.05	매수	130,000	-20.34	-15.38

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
74.52%	12.50%	12.98%	0.00%

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

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.