

석유화학/정유

2019년, 휘발유의 구조적 공급과잉에 기반한 투자 아이디어가 핵심

[정유] 정제마진/PX/BTX 부진 전망. 연간 추정치 하향 국면

휘발유의 구조적인 공급과잉 국면이 중장기적으로 지속될 전망이다. 경기둔화/신흥국의 통화가치 급락/전기차 침투율 증대 등으로 수요가 개선될 가능성은 낮다. 하지만, WTI의 구조적 약세 지속에 따른 높은 미국 정제설비 가동률과 IMO 2020에 따른 경질원유 투입증가/가동률 상승은 휘발유의 공급을 구조적으로 증가시키는 요인이기 때문이다. 휘발유 수요부진/공급과잉 지속에 따른 4가지의 나비효과가 발생할 것이다. 1) 윤활기유 마진 부진 2) 고도화설비인 FCC의 수익성 악화 3) 납사의 중장기 약세 4) BTX의 중장기 약세 가능성이다. PX는 2019년부터 이어질 중국 중심의 대규모 증설에 따른 부담이 상존한다. 정제마진 부진 지속과 석유화학 부문의 추정치 하향으로 연간 추정치가 하향되는 국면에 진입했다고 판단한다.

[화학] 구조적으로 원가부담이 낮아지는 업체에 투자하라

휘발유/PX의 공급과잉에 따른 납사/BTX/PX의 하향안정화가 2019년 석유화학 업종 투자를 관통하는 핵심 아이디어라 판단한다. 중국의 지준을 인하 등 통화/재정정책 기대감과 미중 무역분쟁의 불확실성 완화 등을 감안하면 납사 투입이 안정화와 제품가격 상승의 수혜를 누릴 NCC업체의 Valuation 정상화를 노려볼 만 하다. 또한 PX, BTX의 구조적 하향안정화로 이를 원재료로 사용하는 PTA, PET(Chip/타이어코드/필름/용기) 및 페놀/산화방지제 업체도 원가부담이 2018년 대비 현저히 낮아지며 개선된 실적을 시현할 가능성이 높다. 프로판 안정화의 수혜를 누릴 PDH업체도 투자매력도가 높다. Top Picks로 롯데케미칼, 금호석유, LG화학, 효성화학을 제시한다.

[4Q18 Preview] 유가급락, 마진위축의 여파로 매우 부진

석유화학/정유업체의 4Q18 영업이익은 전반적으로 매우 부진할 전망이다. 유가급락에 따른 부정적인 레깅효과가 공통적으로 발생하기 때문이다. 게다가, 정유는 재고관련손실이 대규모로 발생하며 석유화학은 미중 무역분쟁에 따른 구매수요 부진으로 급격한 마진 축소가 나타났다. SK이노베이션(-90%)/S-Oil(-139%, 적전)은 컨센을 큰 폭 하회한다. 석유화학업체 중에서는 SKC(부합)/금호석유(-14%)가 상대적으로 선방할 것이나, NCC업체인 LG화학(-28%), 대한유화(-36%), 롯데케미칼(-48%)은 상대적으로 부진할 전망이다.

Earnings Preview

석유화학 Overweight / 정유 Neutral

Top Picks

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(1월 4일)
LG화학(051910)	BUY	450,000원	330,500원
롯데케미칼(011170)	BUY	350,000원(하향)	256,500원
금호석유(011780)	BUY	120,000원(하향)	81,700원

관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(1월 4일)
SKC(011790)	BUY	50,000원(하향)	35,150원
대한유화(006650)	BUY	200,000원(하향)	136,000원
SK이노베이션(096770)	Neutral	200,000원(하향)	169,000원
S-Oil(010950)	Neutral	110,000원(하향)	92,600원

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	97,651	118,223	134,512	144,675	149,814
영업이익	십억원	10,030	11,189	10,314	10,753	11,331
세전이익	십억원	8,738	11,279	10,412	11,128	11,715
순이익	십억원	6,382	8,077	7,568	8,250	8,683
EPS	원	43,442	55,239	52,954	57,848	61,063
증감률	%	55	201	34	32	20
PER	배	67	41	43	39	36
PBR	배	4	5	5	4	4
EV/EBITDA	배	22	27	27	24	22
ROE	%	29	36	35	35	34
BPS	원	371,342	410,823	448,299	491,108	536,594
DPS	원	10,813	13,669	13,307	13,692	13,692

주: 7개사(LG화학/롯데케미칼/금호석유/대한유화/SKC/SK이노베이션/S-Oil) 합산기준
자료: 하나금융투자



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 김정현
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com

1. [정유] 정제마진/PX/BTX 부진 전망. 연간 추정치 하향 국면	3
1) 2020년까지 휘발유 공급과잉 심화 전망	3
2) 휘발유 공급과잉의 나비효과(윤활기유 약세, FCC수익성 악화, 납사/BTX 과잉)	6
[Special Focus] B-C 강세 원인: 2012년의 Deja-vu? 이란 제재 영향으로 판단	10
3) 등/경유 마진, IMO 2020 효과는 기대되나 현재의 수요 둔화는 문제	12
4) 2019년 이후 늘어나는 신증설과 낮은 역내 가동률은 향후 공급부담	15
5) PX, 2018년을 고점으로 Down-Cycle에 진입	18
6) 결론: 추가적인 Valuation 상향, 쉽지 않다	24
2. [석유화학] 구조적으로 원가부담이 낮아지는 업체에 투자하라	25
1) 2019년 납사/PX/BTX/프로판 약세 전망. 원가 부담이 낮아지는 업체 수혜	25
2) 최악의 상황을 통과 중인 PE 상황. 2019년 상반기부터 개선 가능성 상존	28
3) 중국의 대규모 감세정책을 통한 부양책은 억눌린 수요를 자극할 전망	30
4) 2020년까지 ABS, PVC, BD/SBR, 페놀유도체는 예정된 증설이 적다	31
3. 투자의견 및 Valuation	34
4. 4Q18 실적 Preview	35
Top Picks 및 관심종목	36
LG화학 (051910)	37
롯데케미칼 (011170)	41
금호석유 (011780)	45
대한유화 (006650)	49
SKC (011790)	53
SK이노베이션 (096770)	57
S-Oil (010950)	61

1. [정유] 정제마진/PX/BTX 부진 전망. 연간 추정치 하향 국면

1) 2020년까지 휘발유 공급과잉 심화 전망

(1) 경기둔화/신중국 통화가치 급락/전기차 침투율 증가 등으로 휘발유 수요 둔화

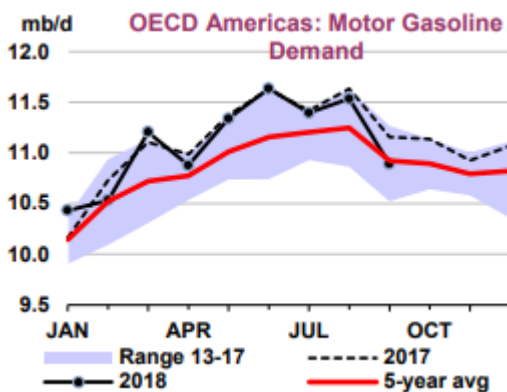
경기둔화 및 신중국 통화가치
급락 등으로 휘발유 수요 둔화 중

미국은 글로벌 휘발유 수요의 35~40%를 차지하는 주요 수요 지역이자, 정제설비 규모 No.1(글로벌 M/S 20%) 지역으로 글로벌 휘발유 수급 상 중요한 위치를 차지한다. 최근 경기 둔화 등 요인으로 미국의 도심/시외 고속도로의 자동차 주행거리가 더 이상 늘지 않고 있다. 이는 곧 휘발유 수요 둔화를 의미한다. 실제 미국 휘발유 재고는 5년 밴드 상단을 뚫고 높은 수준에서 유지되고 있다. 또한 신홍국의 유가 부담도 휘발유 수요 부진의 원인 중 하나라 판단한다. 신홍국은 현재의 통화가치를 감안하면 채감유가가 100\$/bbl을 상회하는 것으로 판단된다. 이 또한 글로벌 휘발유 수요 둔화의 일부 요인으로 작용하고 있다.

에너지 효율 향상과
전기차 침투율 증가도
휘발유 수요 둔화의 주요인

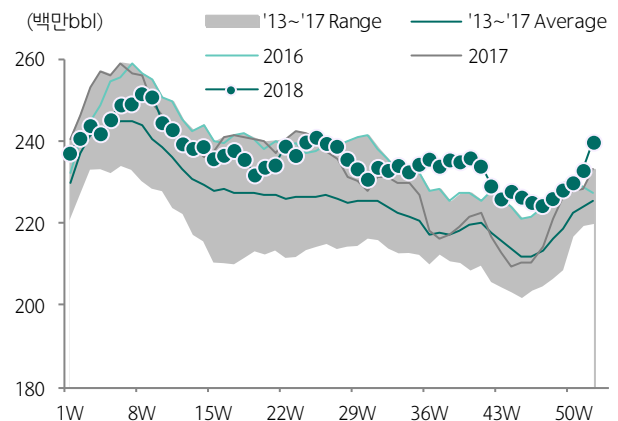
IEA는 이외에도 휘발유 수요 둔화에 영향으로 주는 요인으로 모델 체인지 등을 통한 에너지 효율 향상과 전기차 침투율 증가 등을 지적하고 있다. 향후 전기차 침투율이 지속적으로 증가할 가능성이 높다는 점을 감안하면 휘발유 수요의 뚜렷한 개선은 기대하기 힘들 것이다.

그림 1. 미국 등 아메리카 지역의 휘발유 수요 둔화



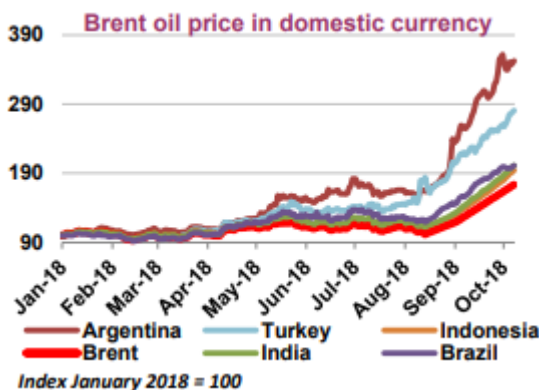
자료: IEA, 하나금융투자

그림 2. 미국 휘발유 재고 높은 수준에서 유지 중



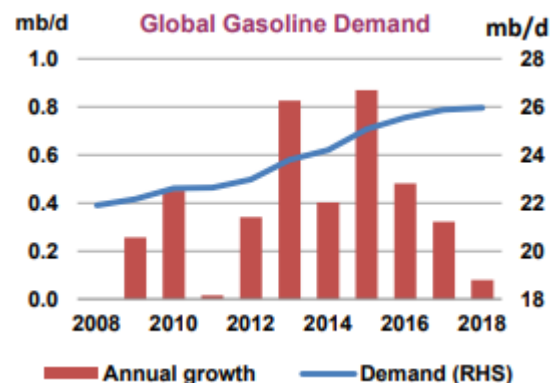
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 신홍국의 통화 환산 시 유가부담 큰 폭 상승(2018년 초=100)



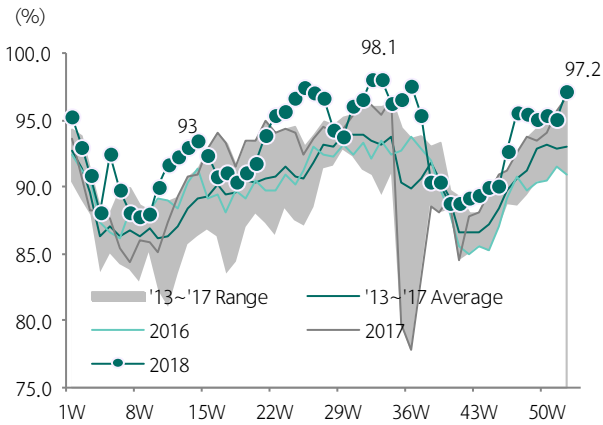
자료: IEA, 하나금융투자

그림 4. 글로벌 휘발유 수요 둔화 중



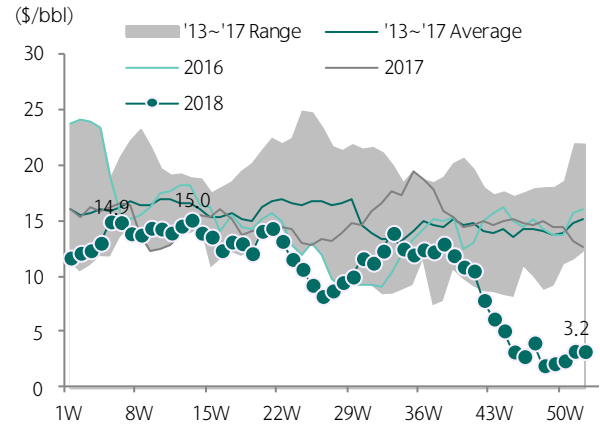
자료: IEA, 하나금융투자

그림 5. 미국 정제설비 가동률 추이



자료: EIA, 하나금융투자

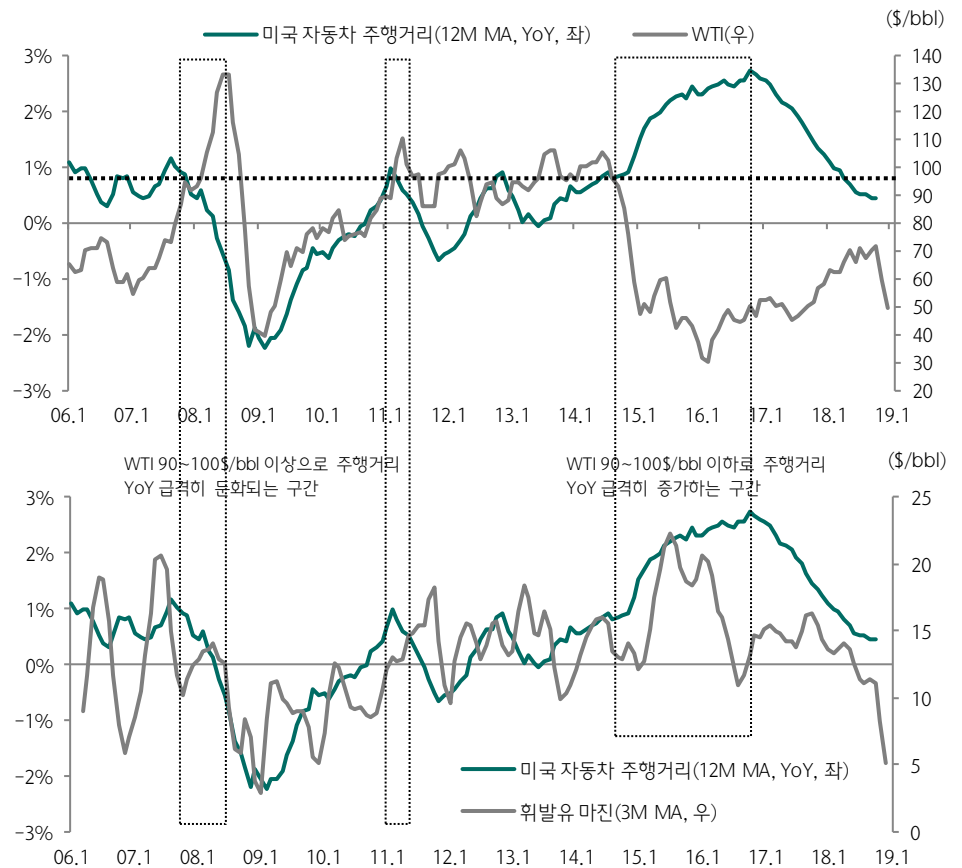
그림 6. 아시아 휘발유 마진 추이



자료: Petronet, 하나금융투자

그림 7. 미국 자동차 주행거리와 유가/휘발유 마진과의 관계

미국 자동차 주행거리 둔화가
휘발유 마진 부진의 주된 원인.
일부 신흥국은 통화가치를 감안
시 유가 100\$/bbl 이상을 경험.
이 또한 신흥국 휘발유 수요
부진의 원인임



자료: OHPI, Petronet, 하나금융투자

(2) IMO 2020과 PX 공급과잉은 경질제품(휘발유/납사) 생산 증대 요인

미국의 높은 가동률은 높은 휘발유 생산량을 의미

휘발유 생산량은 증장기적으로 늘어날 가능성이 높다고 판단한다. 우선, 2019년까지 미국의 원유 생산량 증가세는 지속될 전망이기에 2019년까지 WTI의 약세는 유효하다. 미국 정유사 입장에서 WTI의 약세는 원가경쟁력의 근원이기 때문에 높은 가동률이 유지될 가능성이 높다. 2018년 미국 정제설비 가동률 평균은 93%다. 이러한 높은 수준의 가동률은 2019년에도 지속될 것으로 전망되기에 휘발유 생산량은 높은 수준이 유지될 전망이다.

정제설비의 경질원유 투입량 증가는 경질 석유제품(휘발유, 납사)의 생산량 증대 요인

IMO 2020 황함량 규제에 따라 Light, Sweet한 성상의 경질원유 수요가 늘어날 가능성이 높다. Fuel Oil(HSFO)의 생산량을 최대한 줄이기 위한 정유사의 필연적인 선택이기 때문이다. 정제설비의 경질원유 투입량 증가는 결국 경질 석유제품(휘발유, 납사)의 생산량이 추가적으로 늘어나는데(=Yield 상승) 영향을 줄 것으로 판단된다.

정제설비의 가동률 상승(=원유 투입량)으로 이어질 것이며, 상대적으로 수요가 위축된 휘발유의 공급에 부담

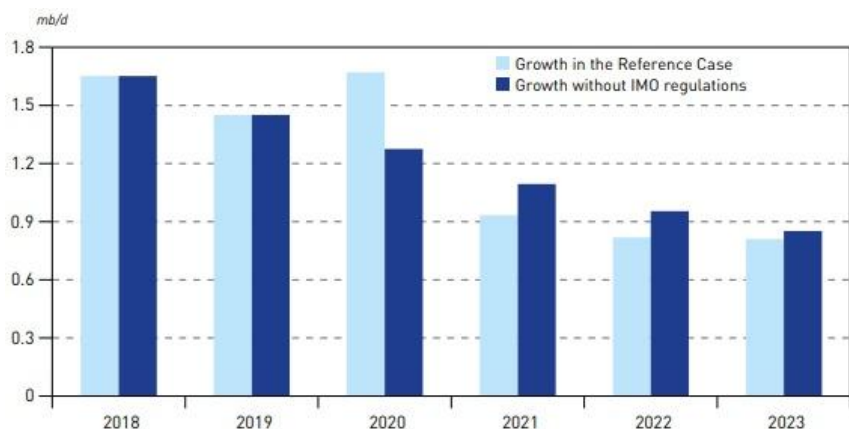
또한 IMO 2020 황함량 규제를 맞추기 위해서는 등/경유 생산량의 추가적인 증대가 필요할 것으로 예상된다. 이는 곧 정제설비의 가동률 상승(=원유 투입량 증대)으로 이어질 것이며, 상대적으로 수요가 위축된 휘발유의 공급에 부담이 될 가능성이 높다. 실제 OPEC은 IMO 2020 시행에 따라 2020년 원유수요가 약 40만b/d 늘어날 것으로 추정하고 있다.

PX의 공급과잉이 심화될 경우, Reformat가 BTX가 아닌 휘발유 블렌딩 Pool로 사용될 것. 이는 곧 휘발유 생산 증대를 의미

PX는 향후 3년 간 중국을 중심으로 글로벌 Capa의 30%가 늘어날 것으로 예측된다. 이는 분명히 부담이 되는 규모다. 보통 PX는 정유사에서 중질납사를 개질(Reformat)한 후 BTX를 통해 생산한다. PX의 공급과잉이 심화될 경우, Reformat가 BTX가 아닌 휘발유 블렌딩 Pool로 사용될 가능성이 높으며, 이는 곧 휘발유/납사의 생산 증대를 의미한다.

그림 8. IMO 2020에 따른 원유 수요증가 효과 비교

IMO 2020 규제를 달성하기 위한 정유사의 가동률 상승으로 원유 수요가 2020년에는 늘어날 전망이다. 이는 곧 정유사 가동률 상승에 따른 휘발유 생산량 증대를 의미함



자료: OPEC(WOO 2018), 하나금융투자

(3) 단기/중장기로도 휘발유 마진은 기대할 것이 없다

휘발유 마진은 단기/중장기로 둔화될 가능성이 높다고 판단

즉, 휘발유 마진은 단기/중장기로 둔화될 가능성이 높다고 판단한다. 단기적으로는 5~8월 드라이빙 시즌 전 수요 약세 국면이 지속될 것으로 판단하기 때문이다. 중장기적으로는 IMO 2020 시행에 따른 공급 증대요인(정제설비 가동률 상승/경질원유 투입량 증대)과 PX 공급과잉에 따른 생산량 증대 요인이 도사리고 있다. 더 긴 호흡으로는 전기차 생산량 증대에 따른 내연기관의 수요 둔화가 우려된다. IMO 2020에 따른 등/경유 마진 개선 효과와 함께 휘발유 마진 약세 요인도 고려해야 할 것으로 판단한다.

2) 휘발유 공급과잉의 나비효과(윤활기유 약세, FCC수익성 악화, 납사/BTX 과잉)

(1) 윤활기유 약세: 수요 둔화로 윤활기유 영업이익률 Peak Out

휘발유 수요부진의 나비효과들

휘발유 수요의 둔화는 비단 휘발유 마진의 부진 만을 의미하지 않는다는 점에서 주의할 필요가 있다. 휘발유 수요 부진은 1) 윤활기유 약세 2) FCC수익성 악화 3) 납사/BTX 과잉의 부정적인 나비효과를 불러 일으킬 수 있으므로 이에 대한 고민도 필요하다.

휘발유 수요부진은 윤활기유의 수요 부진과 맞닿아 있어

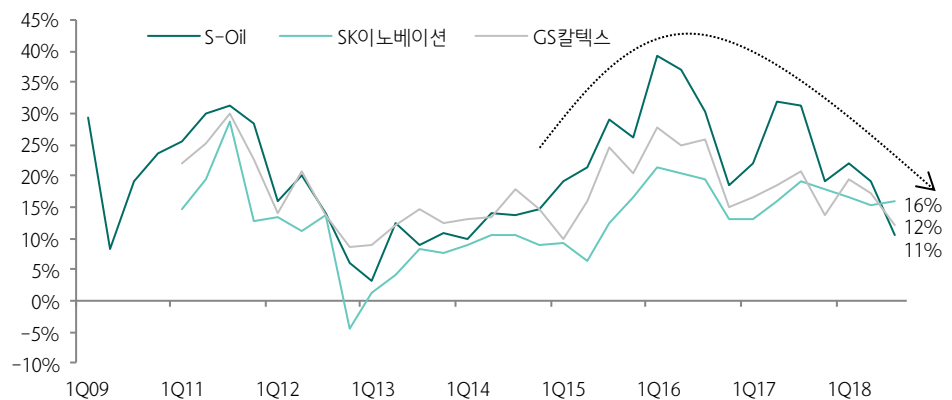
우선, 휘발유 수요부진은 윤활기유의 수요 부진과 맞닿아 있다. 윤활기유의 최종제품인 윤활유의 최종 수요처는 자동차용이 30%~35%, 산업용 15~20%, 선박용 10%, 금속가공/전기절연 등이 나머지를 차지한다. 즉, 휘발유 수요 부진은 윤활유 수요의 약 30~35%가 부진하다는 점을 의미하며, 이는 곧 윤활유/윤활기유의 마진 둔화 요인이다. 또한 최근 경기둔화에 따른 산업용/선박용/금속가공 등의 수요 부진을 감안할 때, 정유사의 윤활기유 사업부의 높은 이익률이 꾸준히 유지될 가능성은 낮아 보인다.

2016년을 기점으로 각 정유사의 윤활기유 부문 영업이익률은 Peak Out

실제 정유 3사의 윤활기유 부문 영업이익률은 2015~16년 저유가에 따른 자동차 주행거리 증가와 함께 20~30%의 영업이익률을 기록한 이후 현재는 10% 초~중반 수준으로 Peak Out한 상황이다. 윤활기유 사업부가 정유 3사의 매출에서 차지하는 비중은 4~6%에 불과하나, 영업이익 기준 기여도는 10~30%까지 달하므로 향후 윤활기유 마진의 둔화가 전사 실적에 미치는 영향은 무시하기 어려울 것으로 판단한다.

2016년을 기점으로 각 정유사의 윤활기유 부문 영업이익률은 Peak Out이 시작됨

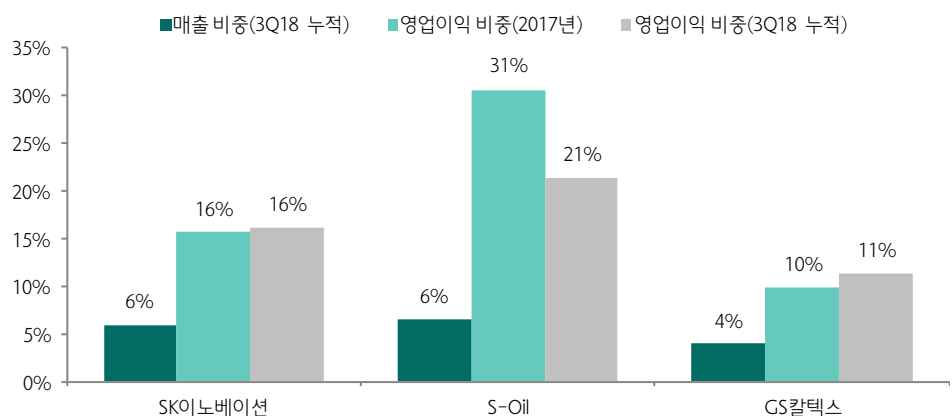
그림 9. 정유 3사 윤활기유 사업부의 분기별 영업이익률 추이



자료: 각사, 하나금융투자

그림 10. 윤활기유 사업부의 각 사별 매출/영업이익 비중 비교

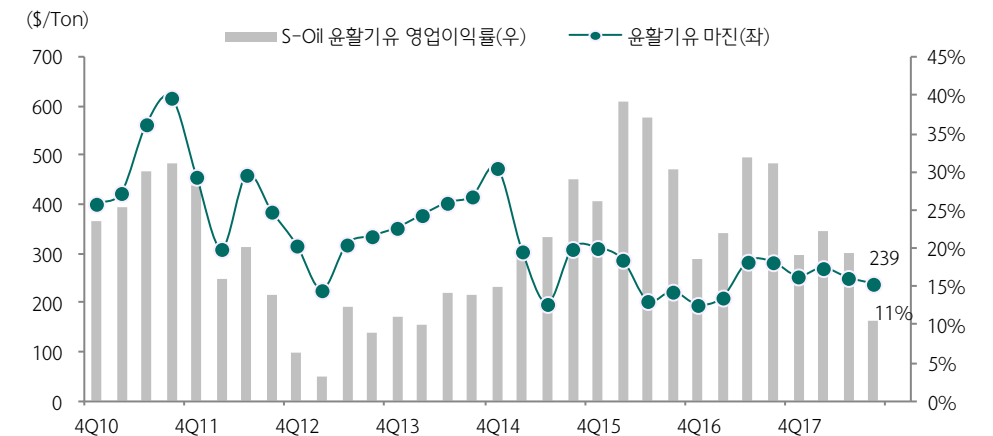
정유 3사의 매출액 중에서 윤활기유 비중은 4~6%에 불과. 하지만, 영업이익 비중은 10~31%에 육박



자료: 각사, 하나금융투자

IMO 2020 규제를 달성하기 위한
정유사의 가동을 상승으로
원유 수요가 2020년에는 늘어날
전망. 이는 곧 정유사 가동을
상승에 따른 휘발유 생산량
증대를 의미함

그림 11. S-Oil의 윤활기유 영업이익률과 윤활기유 마진 추이 비교



자료: S-Oil, 하나금융투자

휘발유 마진 약세는
FCC(Fluid Catalytic Cracking)
의 수익성 악화 요인

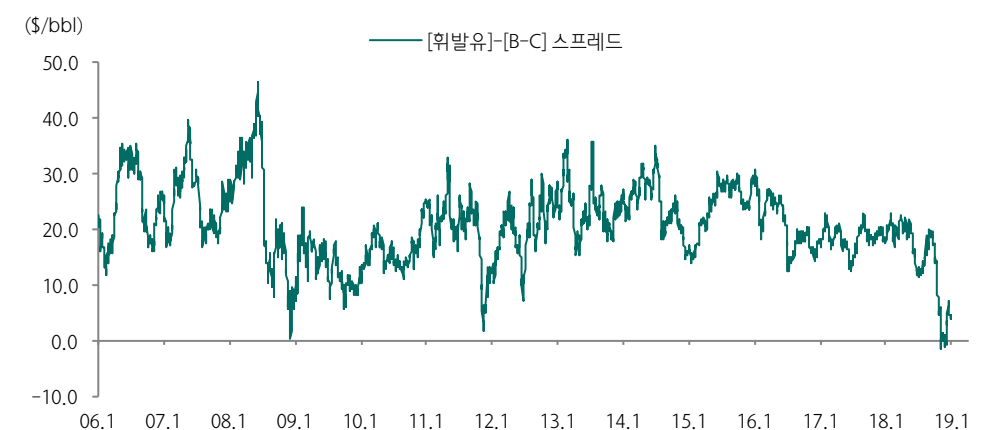
(2) FCC 수익성 악화: [휘발유]-[B-C]마진 둔화 영향

또한, 휘발유 마진 약세는 또한 B-C를 투입해 휘발유/프로필렌 등을 추출하는 FCC(Fluid Catalytic Cracking)설비의 수익성 악화 요인이다. 실제로 현재 휘발유와 B-C는 가격이 비슷하게 형성되어 양 제품 간의 스프레드는 매우 부진한 상황이다. 4Q18부터 본격적으로 상업화에 돌입한 S-Oil의 RUC(HS-FCC 7.6만b/d) 설비는 물론 여타 업체의 FCC 수익성은 악화될 수 밖에 없는 상황인 것이다.

[휘발유]-[B-C] 스프레드는
적어도 내년 상반기까지는
큰 폭의 반등을 기대하기는
어려울 것

최근 러시아의 고도화 설비 가동에 따라 B-C 수출이 감소(참고로, 2018년 8월 누적기준 러시아의 B-C 순수출은 YoY 16% 감소하였음)하고 있으며, 이란 제재에 따라 이란의 수출 또한 차질이 발생할 수 있어 B-C는 IMO 2020효과가 본격화되기 전까지는 강세를 지속할 가능성이 높다고 판단한다. 즉, B-C는 적어도 내년 상반기까지 강세가 예상되며, 휘발유는 2020년까지 약세가 지속될 것으로 추정하는 만큼 현재의 [휘발유]-[B-C] 스프레드는 적어도 내년 상반기까지는 큰 폭의 반등을 기대하기는 어려울 것으로 전망한다.

그림 12. [휘발유]-[B-C] 스프레드 추이



자료: Petronet, 하나금융투자

현재 [휘발유]-[B-C] 스프레드는
매우 부진한 상황.
내년 상반기까지 강한 반등을
기대하기는 어려울 것

휘발유 공급과잉에 따라 납사의 동반 공급과잉도 나타날 전망

IMO 2020과 프로판 약세도 납사 약세의 배경으로 작용할 것

납사 마진 최근 약세 시현 중

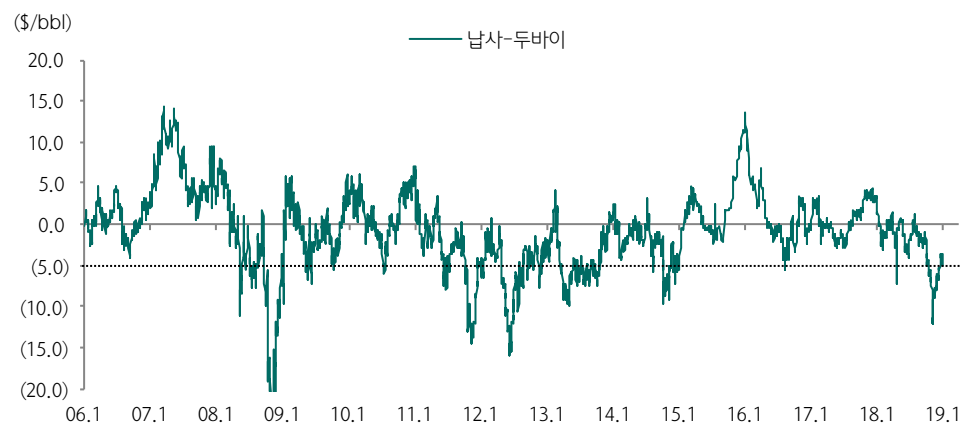
휘발유/납사 마진은 동행

(3) 휘발유 공급과잉으로 납사의 과잉도 심화될 것

휘발유 공급과잉에 따라 납사의 동반 공급과잉도 나타날 전망이다. 휘발유 공급과잉은 휘발유 블렌딩용 납사 수요를 감소시켜 납사가 남아도는 결과를 초래하는 것이다. 실제 이를 반영해 휘발유/납사의 원유가격 대비 마진의 흐름은 거의 동일한 방향성을 가진다. 최근 휘발유의 공급과잉을 반영해 납사 또한 유가 대비 마진이 -4~-12\$/bbl 수준까지 하락하며 약 4년 래 최저치의 마진을 시현 중에 있다.

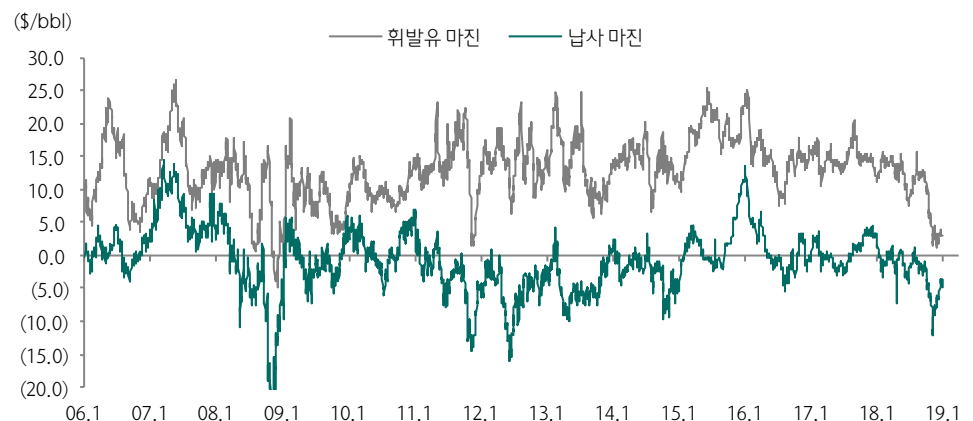
향후 IMO 2020에 따라 경질원유 투입이 늘어나고, 등/경유 수요를 충족하기 위한 정제설비의 가동률 상승이 잇따르게 되면 휘발유/납사는 공급과잉은 심화될 가능성이 높다. 단기적으로는 겨울철을 맞이한 정제설비의 가동률 상승과 프로판의 이례적인 약세 현상이 납사 공급과잉의 원인으로 작용할 전망이다. 특히, 프로판은 미중 무역분쟁에 따라 약세가 지속될 가능성이 높다. 프로판이 납사 대비 10% 이상 가격이 저렴해지면 NCC 입장에서 납사 대신 프로판 투입을 검토하거나 실행할 수 있으므로, 미중 무역분쟁에 따른 프로판의 약세는 납사 수요 감소와 납사 약세를 더욱 심화시키는 요인이 될 수 있다.

그림 13. 납사-Dubai 가격차(마진) 추이



자료: Petronet, 하나금융투자

그림 14. 휘발유, 납사 마진 추이



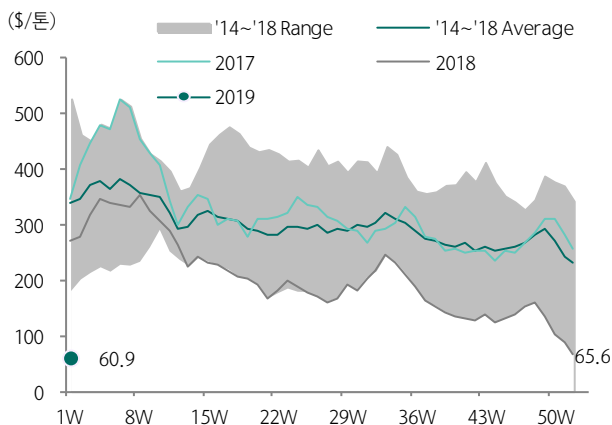
자료: Petronet, 하나금융투자

(4) 휘발유 공급과잉으로 BTX의 과잉도 심화될 것

휘발유 공급과잉에 따라 BTX의
동반 공급과잉도 나타날 전망

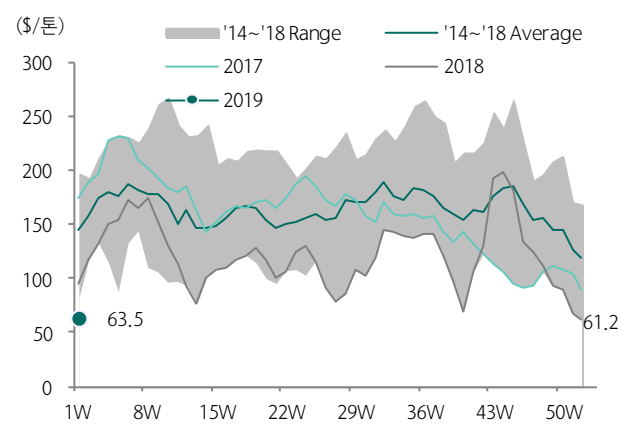
휘발유 공급과잉에 따라 BTX 또한 동반 공급과잉에 직면할 것으로 예상된다. 휘발유는 중질납사(Heavy Straight Run Naphtha, HSR) 유분을 개질시설(Reformer)을 통해 개질한 접촉개질유(Reformat)에 MTBE/부탄/기타 석유화학 부산물 등의 반제품을 블렌딩하여 만들어진다는 점이다. 문제는 Reformat가 BTX 제조용으로 사용된다는 점이다. 즉, 정유사 입장에서는 휘발유의 공급과잉이 지속될 경우, Reformat를 휘발유 제조 대신 BTX 제조용으로 사용할 가능성이 높고 이는 곧 BTX의 과잉을 초래하는 결과를 유발하는 것이다. 실제, 아래 그림에서 보는 바와 같이 벤젠과 톨루엔의 아시아 마진은 5년 밴드 하단을 이탈할 정도로 매우 부진한 상황이다. 향후 PX의 공급과잉 또한 BTX 공급 증대 요인으로 작용할 가능성이 높기에 BTX는 중장기적으로 상대적인 약세를 시현할 가능성이 높다고 판단된다. 정유사 입장에서는 PX 뿐 아니라 벤젠/톨루엔의 외부 판매 비중도 높으므로 석유화학 부문 실적에 부정적인 요소라 판단된다.

그림 15. 벤젠 마진 5년 밴드 하단을 이탈해 매우 부진한 흐름



자료: Platts, 하나금융투자

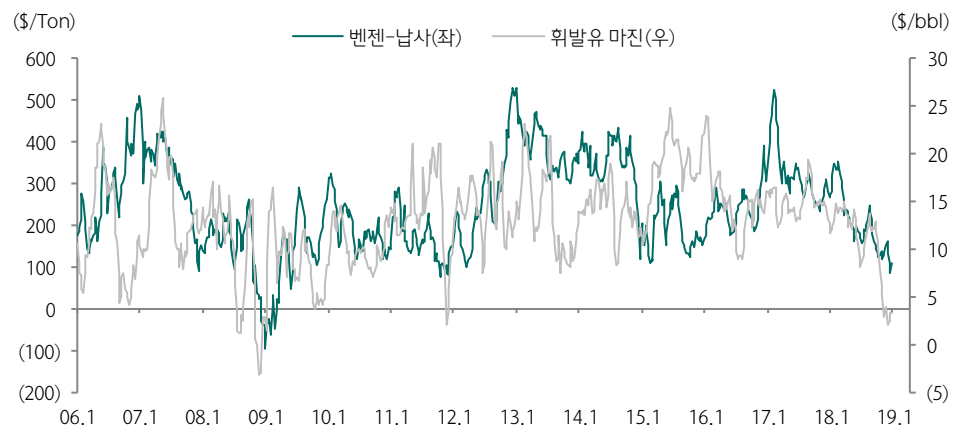
그림 16. 톨루엔 마진 5년 밴드 하단을 이탈해 매우 부진한 흐름



자료: Platts, 하나금융투자

그림 17. 휘발유 마진과 벤젠 마진의 방향성은 거의 유사함

휘발유/벤젠 마진의
방향성은 동일함



자료: Petronet, 하나금융투자

[Special Focus] B-C 강세 원인: 2012년의 Deja-vu? 이란 제재 영향으로 판단

B-C의 강세는 적어도 2019년
상반기까지 유지될 가능성이 높음

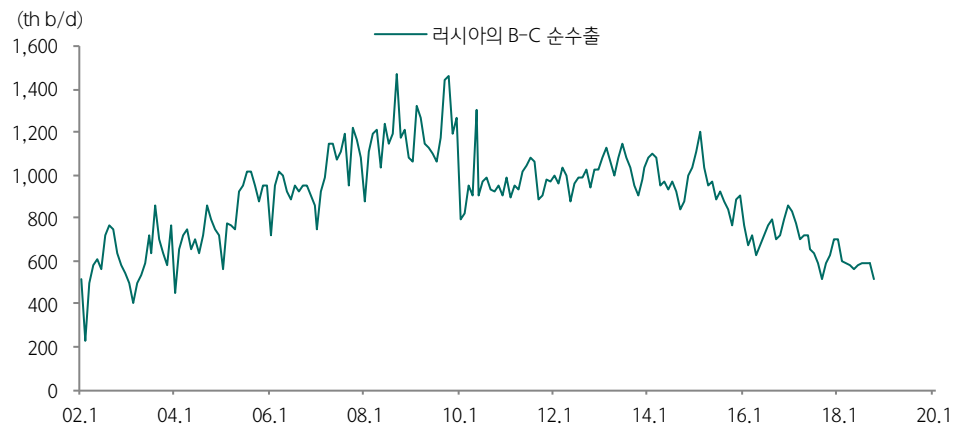
최근에 나타나는 B-C 강세는 구조적인 요인이 존재한다고 판단하며, IMO 2020의 효과가 본격화되는 2019년 말이나 2020년에 해소될 것으로 예상된다. 즉, B-C의 강세는 적어도 2019년 상반기까지는 유지될 가능성이 높다. 이는 글로벌 B-C 수출의 No.1~2인 러시아와 이란 때문이다. 러시아는 2014~16년 고도화설비의 증설과 함께 B-C 수출량을 뚜렷하게 줄여왔다. 2018년 8월까지 평균기준 러시아의 B-C 수출량은 약 59만b/d로 YoY 16% 감소했으며, 2013년 대비 약 40% 이상 감소한 수치다.

미국의 對이란 제재 또한
B-C 강세를 지지하는 요소

미국의 對이란 제재 또한 B-C 강세를 지지하는 요소다. 이란은 글로벌 B-C 수출의 No.2로 과거 2012~15년 이란 제재 당시 B-C 순수출을 포함한 석유제품 전반의 물동량이 감소한 바 있다. 2016년 이란 제재 해제 이후 B-C 순수출량은 지속적으로 증가해 2018년 8월 기준으로는 약 10년 래 최대치를 기록 중이다. 하지만, 이란 제재 시행과 함께 B-C 수출은 급격하게 줄어들 가능성이 높다. 과거 2012~15년 이란의 순수출 감소와 함께 아시아 B-C 마진이 유난히 강세를 보였던 점을 감안하면, 최근의 B-C 강세는 이란의 순수출 감소를 선반영하고 있는 것이라 판단한다. 이러한 흐름은 2019년 상반기까지는 지속될 전망이다.

그림 18. 러시아의 B-C 순수출 추이

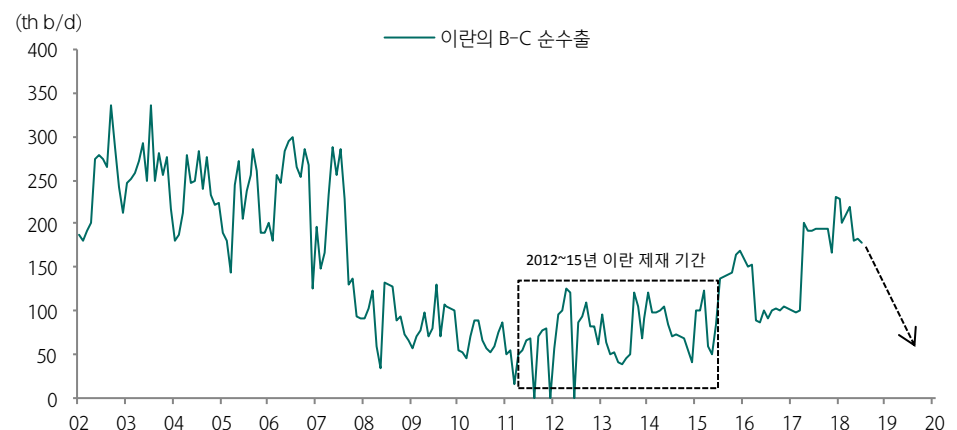
러시아의 B-C 순수출은
2014~16년 고도화설비 완공과
함께 뚜렷한 감소세를 보여



자료: JODI, 하나금융투자

그림 19. 이란의 B-C 순수출 추이

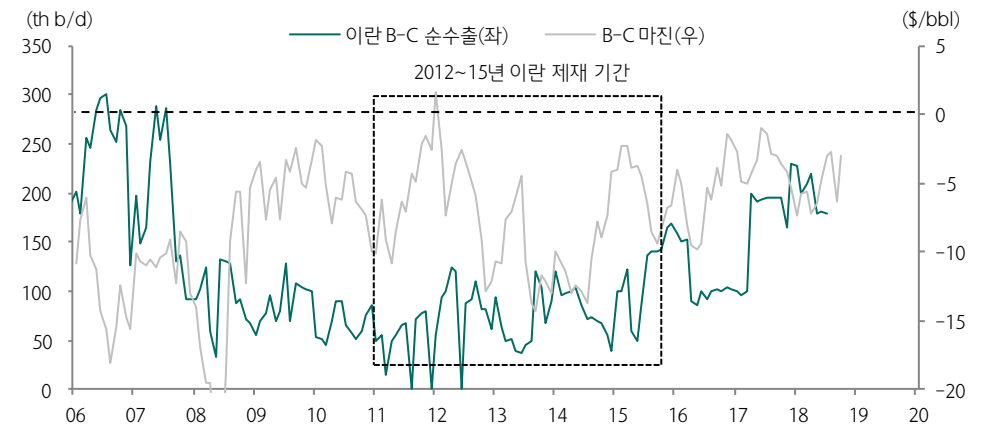
이란의 B-C 순수출은
2012~15년 제재기간 감소세
2019년부터 본격적으로
감소할 전망



자료: JODI, 하나금융투자

2012~15년 이란 제재기간에
B-C가격은 유난히 강세를 시현

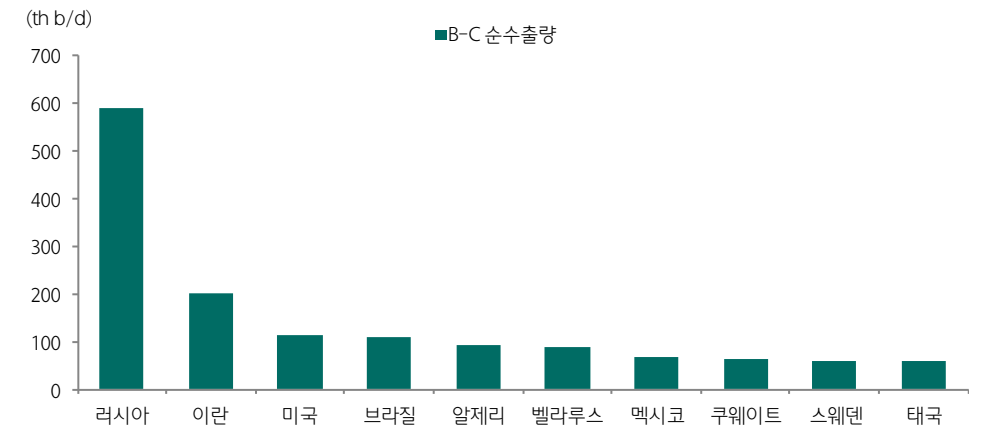
그림 20. 이란의 B-C 순수출 추이



자료: JODI, 하나금융투자

B-C 순수출의 글로벌 No.1~2는
러시아와 이란

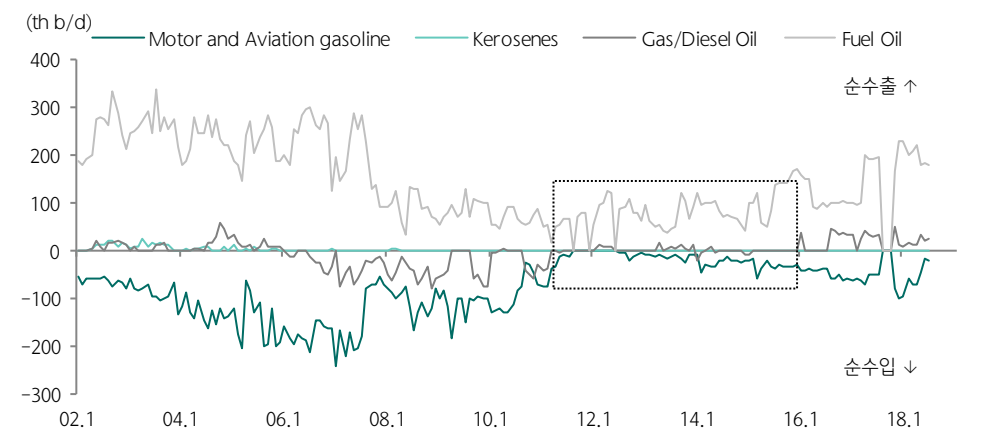
그림 21. 국가별 B-C 순수출량 비교



자료: JODI, 하나금융투자

2012~15년 이란 제재기간
동안 이란의 석유제품
물동량은 감소세를 시현

그림 22. 이란의 주요 석유제품 순수출입 추이



자료: JODI, 하나금융투자

3) 등/경유 마진, IMO 2020 효과는 기대되나 현재의 수요 둔화는 문제

(1) 주요 수요지역의 수요둔화와 최대 수출처의 수출 증대 가능성

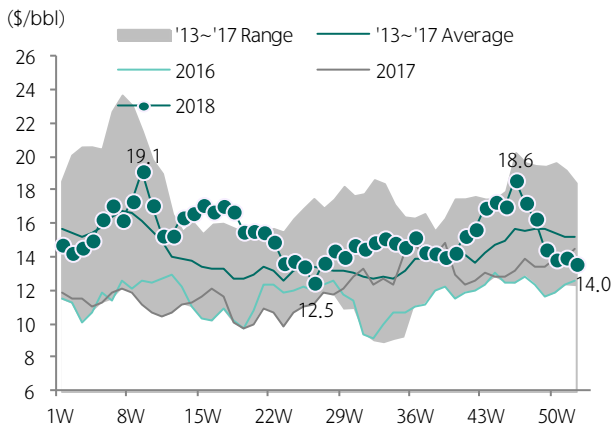
중남미/유럽/중국의 수요
둔화가 포착되고 있어

글로벌 등/경유의 최대 수출국은 미국>러시아>한국>사우디>인도>중국 순서다. 글로벌 No.1 등/경유 수출국 미국의 수출 대부분은 중남미/유럽을 향한다. 하지만, 최근 중남미향 수출(비중 60~70%)이 눈에 띄게 둔화되는 모습이 포착되고 있다. 이는 5월 미국의 금리인상 이후 멕시코/브라질(전체 수출량의 40% 가량을 차지)의 통화 가치가 하락하며 수요 둔화가 급격하게 나타난 영향이다. 유럽/중국 등의 산업생산 둔화와 디젤게이트로 인한 디젤 수요 감소 또한 포착된다. 미국의 전체 등/경유 수출량은 WTI의 약세에 따른 높은 정제설비 가동률을 감안하면 큰 변화가 없는데, 이에 따른 잉여물량은 결국 아시아로 향할 수 밖에 없다. 실제, 최근 미국의 수출량은 중남미향 수출이 줄어들면서 아시아로 향하는 모습이 포착된다. 최근 아시아의 등/경유 마진이 급격하게 축소되는 것은 결국, 낮아진 글로벌 수요 레벨 하에서 겨울을 맞이한 정유업체의 가동률이 높은 수준까지 상승한 영향이라 판단한다.

러시아/사우디/중국의 수출량
증대 가능성

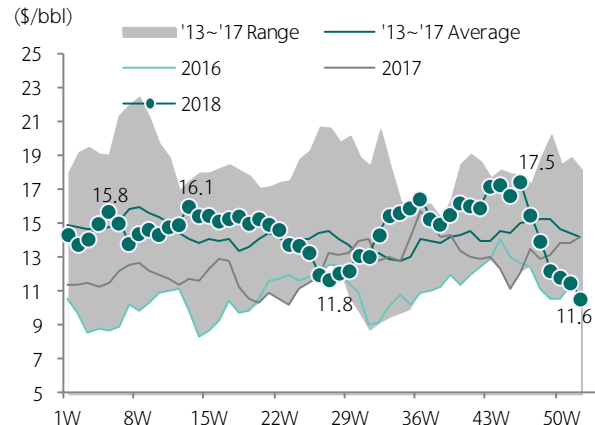
글로벌 No.2 수출국 러시아의 최대 등/경유 수출지역은 또한 유럽(네덜란드 38%+독일 19%+영국 15%+프랑스 11% 등)인데, 최근 유럽의 수요 둔화는 결국 잉여물량의 아시아향 유입 가능성을 높이는 요소다. 또한 사우디/중국의 수출량이 지속적으로 증가하고 있다는 점도 역내 등/경유 공급부담 요인이라 판단한다.

그림 23. 아시아 등유 마진 추이



자료: Industry Data, 하나금융투자

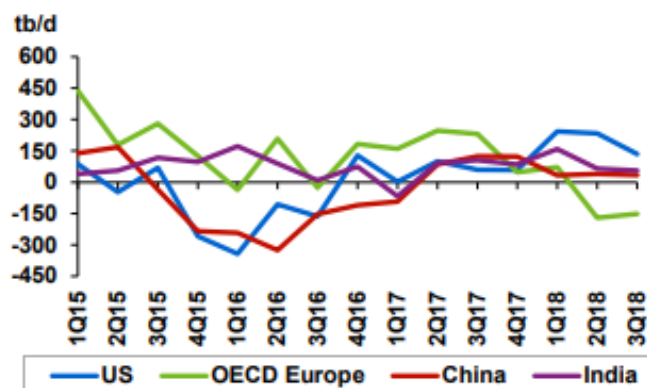
그림 24. 아시아 경유 마진 추이



자료: Industry Data, 하나금융투자

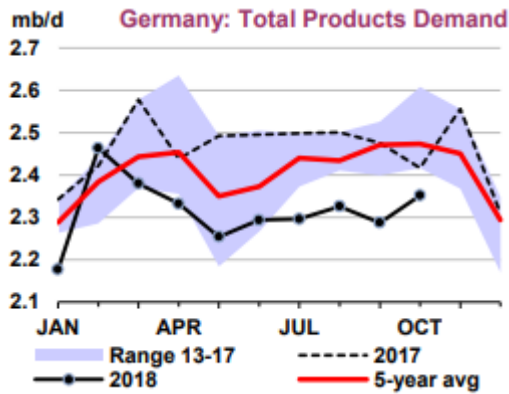
그림 25. 글로벌 주요 지역의 등/경유 수요 추이

최근 유럽의 등/경유
수요는 역성장 중



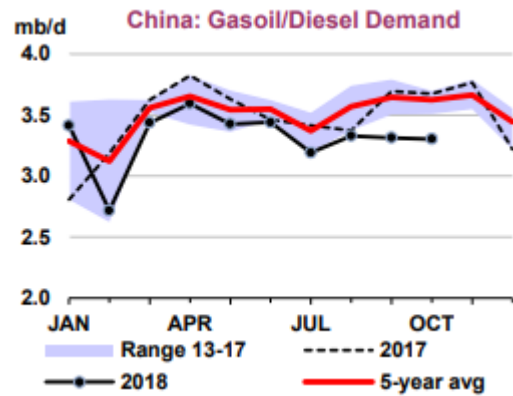
자료: OPEC, 하나금융투자

그림 26. 독일의 전체 석유제품 수요



자료: IEA, 하나금융투자

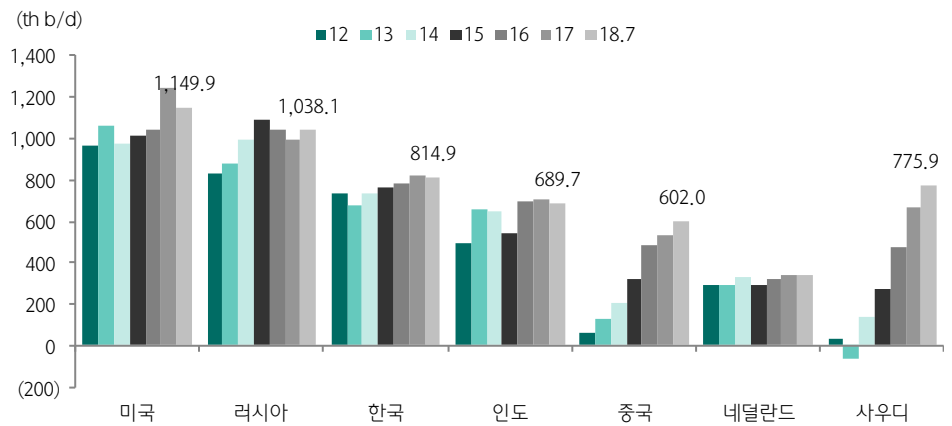
그림 27. 중국의 등/경유 수요



자료: IEA, 하나금융투자

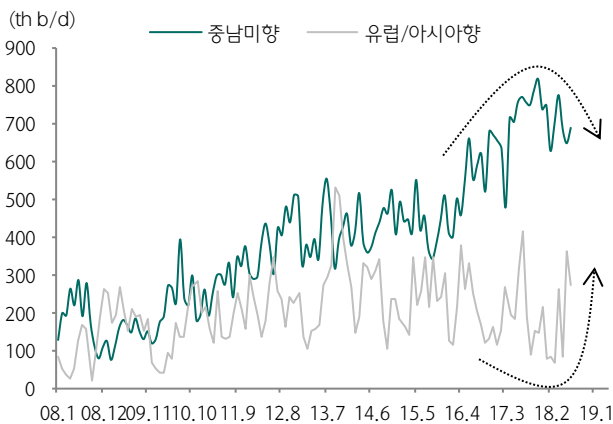
그림 28. 글로벌 등/경유 주요 수출 지역의 수출량 추이

미국/러시아는 글로벌 등/경유
최대 수출 지역



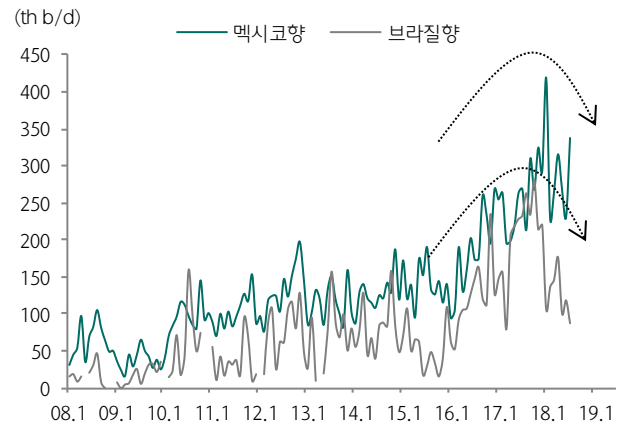
자료: JODI, 하나금융투자

그림 29. 미국 지역별 등/경유 수출량 추이



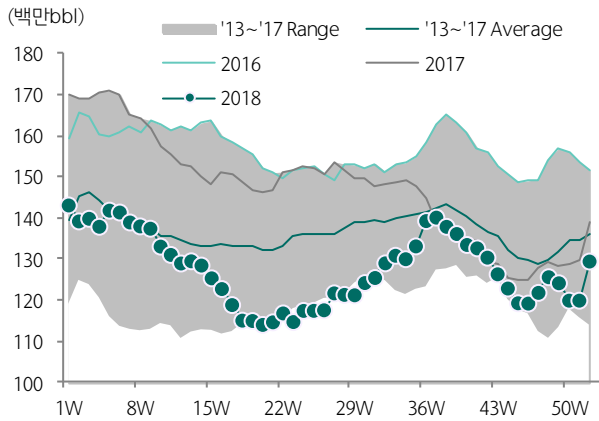
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 30. 미국 등/경유의 멕시코/브라질향 수출 추이



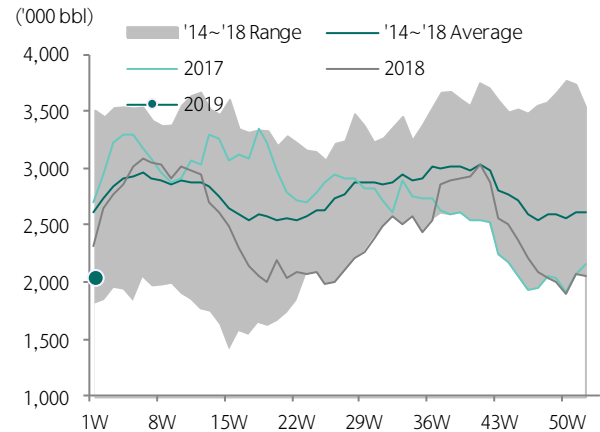
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 31. 미국 등/경유 재고 추이



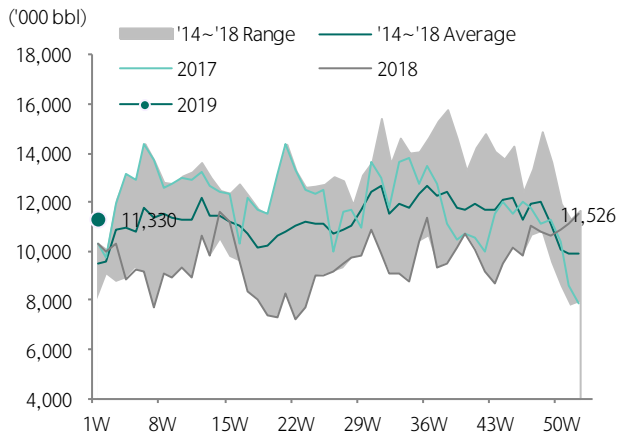
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 32. 유럽 등/경유 재고 추이



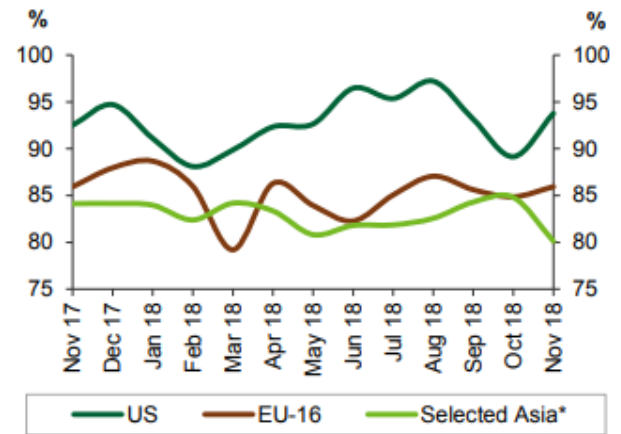
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 33. 아시아 등/경유 재고 추이



자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 34. 아시아 정제설비 가동률 글로벌에서 가장 낮은 수준



자료: Industry Data, 하나금융투자

4) 2019년 이후 늘어나는 신증설과 낮은 역내 가동률은 향후 공급부담

(1) 향후 3년 간 글로벌 정제설비 신증설은 과거 5년 평균을 60% 상회

2019~21년까지 향후 3년 간
글로벌 정제설비 신증설은
과거 5년 평균을 약 60% 상회

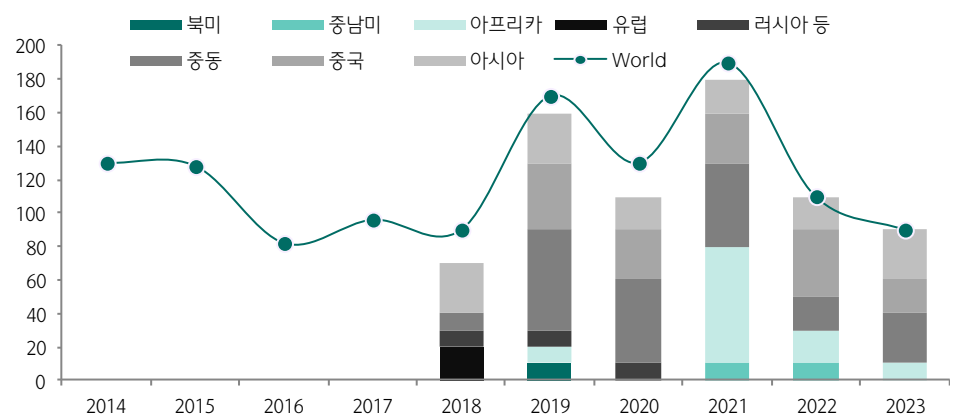
2019~21년까지 향후 3년 간 글로벌 정제설비 신증설은 과거 5년 평균 100만b/d(Range: 80만~130만b/d)를 약 60% 상회하는 160만b/d(Range: 130만~190만b/d)에 달할 것으로 전망한다. OPEC에 따르면, 대부분의 증설은 중국/중동/아프리카를 중심으로 진행될 것으로 판단된다. 특히, 중국은 독립업체인 Hengli PC, Zhejiang PC를 중심으로 2018년 말~19년 초 각각 40만b/d의 신규 정제설비 가동이 예정되어 있어 단기적으로 역내 공급부담으로 작용할 가능성이 높다.

그림 35. 글로벌 CDU 증설 전망



자료: OPEC(WOO 2018), 하나금융투자

그림 36. 글로벌 CDU 지역별 증설 전망



자료: OPEC(WOO 2018), 하나금융투자

2019~2021년 증설은 과거 대비
큰 폭으로 늘어날 것으로 전망

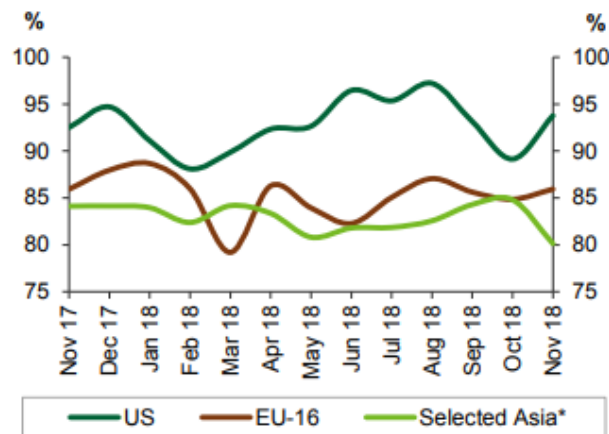
2019~21년까지의 증설은
중국/중동/아프리카가 주도

2019~21년까지 향후 3년 간
글로벌 정제설비 신증설은
과거 5년 평균을 약 60% 상회

(2) 역내 낮은 가동률은 향후 공급부담 요인

최근 아시아 정제마진의 급락에도 불구하고 미국/유럽의 정제설비 가동률은 아시아보다 높은 수준에서 유지되고 있다. 특히, 미국은 높은 원가경쟁력(WTI의 디스카운트)을 바탕으로 현재 휘발유 마진 약세에도 불구하고 가동률을 95% 수준에 유지 중이다. 반면, 아시아 정제설비의 가동률 하향은 2018년 4~5월부터 본격화되었는데, 이는 미국의 금리인상에 따른 역내 신흥국의 통화가치 급락이 나타나면서 정제마진이 둔화되었던 시점과 일치한다. 이후 정제마진이 개선되면서 재차 아시아 가동률은 상승하는 듯 했으나, 11월부터 휘발유 중심의 정제마진 조정이 나타나면서 재차 가동률은 낮아졌다. 참고로, OPEC이 발표하는 아시아 정제설비 가동률은 80% 초반 수준으로 미국/유럽 각각 94%/85% 대비 낮은 편이며, 1년 래 가장 낮은 레벨이다. 현재의 낮은 아시아 가동률은 중장기적으로는 공급부담 요인이다.

그림 37. 글로벌 정제설비 가동률 추이



자료: OPEC, 하나금융투자

2020년부터 Non-OPEC의 원유
생산량 증가 추세는 둔화될 전망.
Non-OPEC 공급의 핵심인 미국
원유생산량 증가세는 2019년부터
둔화될 전망

(3) 2019년 중국 독립 정유업체에 원유 도입쿼터 확대와 중국의 수출확대 가능성

2018년 10/1일, 중국은 독립정유 업체에 대한 원유도입 쿼터를 2018년 1.42억톤에서 42% 증가한 2.02억톤으로 늘리겠다고 발표했다. 이는 올해 연말~내년 초 Hengli PC, Zhejiang PC의 각각 40만b/d의 신규 정제설비 증설을 감안한 것으로 해석된다. 중국 독립정유업체의 원유투입량 증대로 내수 시장에서 M/S를 늘릴 경우, 국영업체를 중심으로 중국의 석유제품 순수출은 증대될 가능성이 높아 역내 공급부담으로 작용할 것이다.

중국 독립업체 원유도입
쿼터 확대로 석유제품 순수출
증가 중대 가능성 높아져

그림 38. 중국 석유제품 쿼터 추이

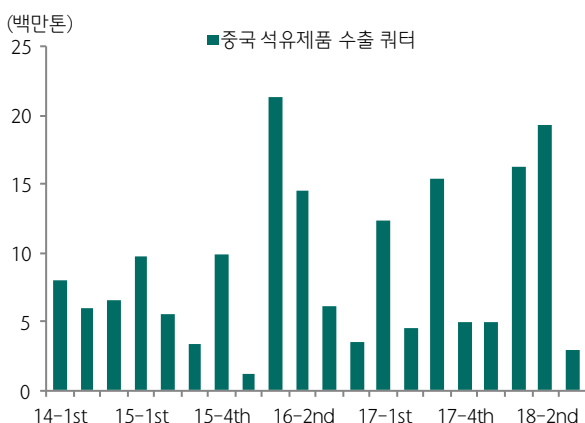
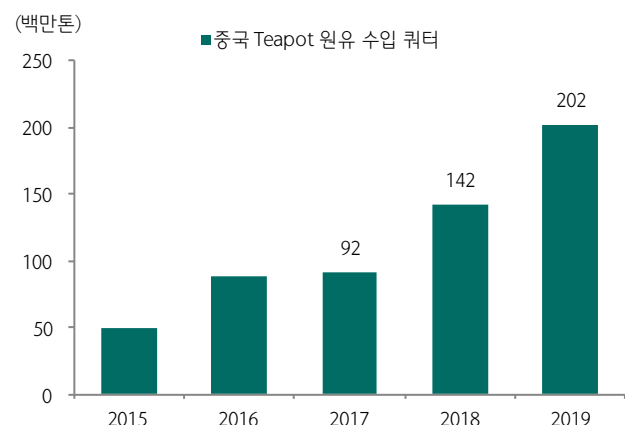
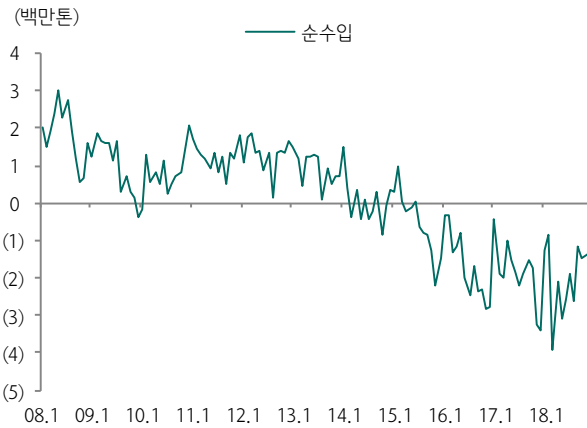


그림 39. 중국 Teapot 원유 수입쿼터 추이



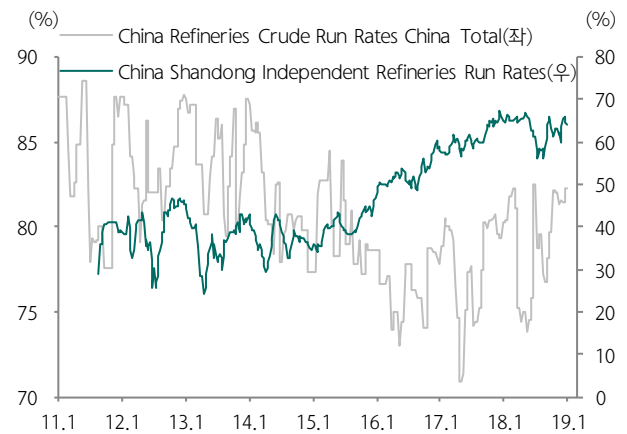
자료: Petronet, 하나금융투자

그림 40. 중국 석유제품 순수출 추이



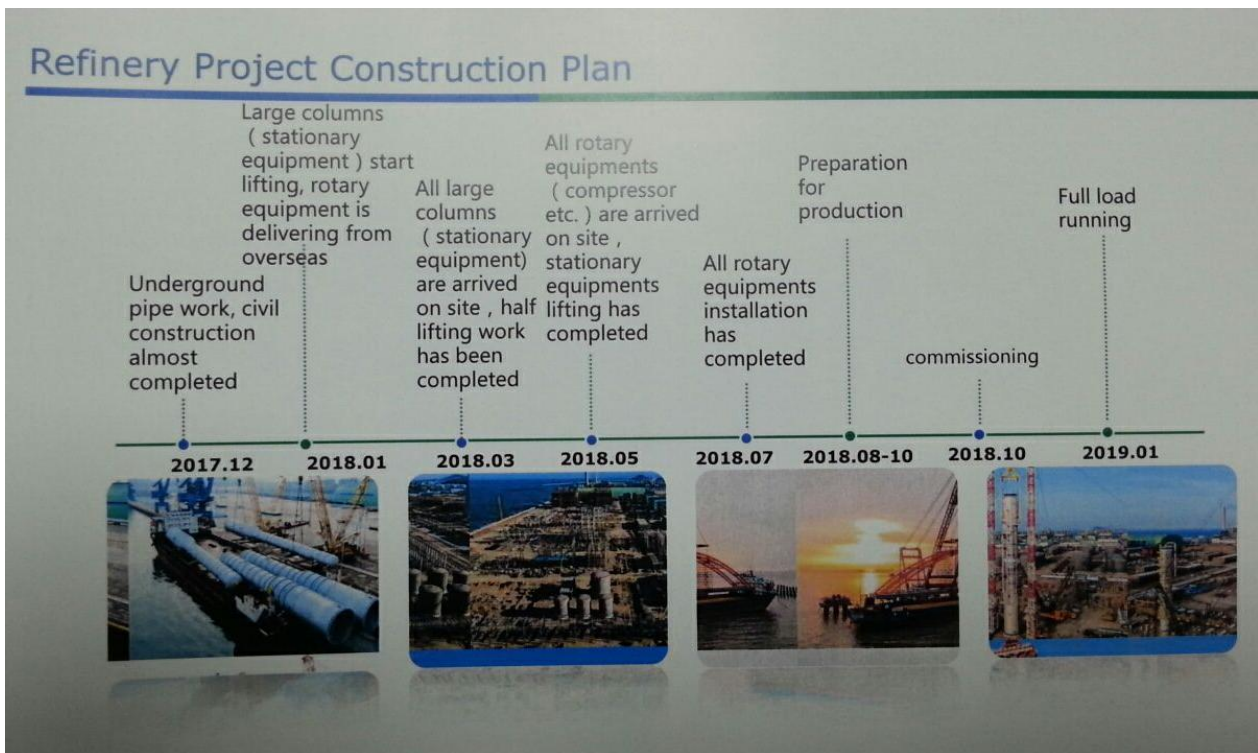
자료: Petronet, 하나금융투자

그림 41. 중국 Teapot/국영업체 가동률 추이



자료: Petronet, 하나금융투자

그림 42. 중국 Hengli 신규 정제설비 가동 스케줄



자료: Hengli PC, 하나금융투자

5) PX, 2018년을 고점으로 Down-Cycle에 진입

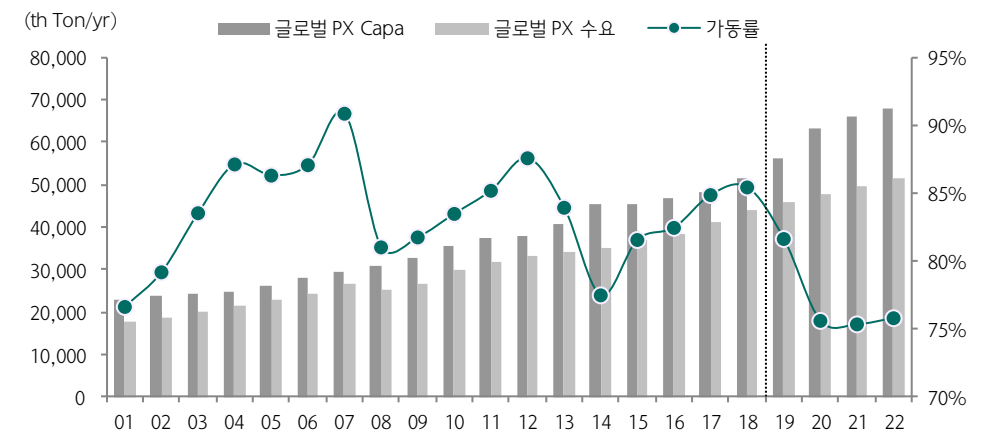
(1) 글로벌 PX가동률 2018년 85%에서 2020년 75%로 급격히 하락

PX는 2018년을 고점으로
Down-Cycle에 진입할 전망

PX는 2018년을 고점으로 Down-Cycle에 진입할 것으로 전망한다. 이는 글로벌 PX 수급 밸런스가 급격하게 악화되기 때문이다. 글로벌 PX 가동률은 2018년 85% → 2019년 82% → 2020년 76%로 급격한 둔화가 예상된다. 2020~22년 글로벌 가동률은 70% 중반에 그칠 것으로 판단되는데, 이는 2001~02년과 유사한 가동률 수준으로 당시 아시아 PX 마진은 200~300\$/톤에 불과했다. 최근 사우디 PetroRabigh 130만톤/년, 베트남 Nighson 70만톤/년의 신규 가동 차질발생 등 단기 수급불균형으로 500~600\$/톤 수준까지 상승한 PX 마진은 현재를 기점으로 2020~2022년까지 큰 폭의 조정이 나타날 것으로 예측한다.

그림 43. 글로벌 PX 가동률 전망

글로벌 PX 가동률은 2018년 85%
→ 2019년 82% → 2020년 76%로
급격한 둔화가 예상



자료: Indutstry Data, 하나금융투자

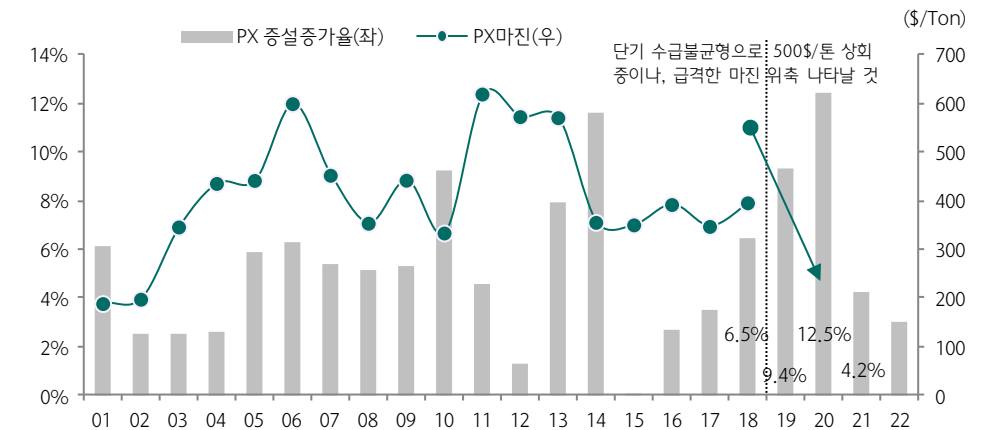
(2) 향후 3년 간 약 30%에 육박하는 신규 증설이 부담

PX는 2018년을 고점으로
Down-Cycle에 진입할 전망

글로벌 PX 증설은 향후 3년 간 약 30%에 육박할 전망이다. 우선, 사우디 PetroRabigh 130만톤/년, 베트남 Nighson 70만톤/년 설비는 2018년 하반기부터 가동되었으나 현재 설비 이슈로 가동률이 매우 낮은 수준인 것으로 추정된다. 2019년부터는 양 사의 가동률 정상화가 가능할 것으로 전망됨에 따라 실질적으로는 2019년 증설 물량에 포함되어야 할 것으로 판단한다. 즉, 양 사의 합산 Capa가 약 200만톤/년으로 글로벌 Capa의 4%에 해당한다는 점을 감안하면 2018년의 신규 가동부담이 2019년으로 이연된 것으로 판단한다. 또 하나의 신규 가동은 3년 간 가동이 중단되었던 Fujian Fuhaichuang(과거 Dragon Aromatics) 160만톤/년이다. ICIS에 따르면, 10월부터 No.1 80만톤/년 설비가 가동되기 시작할 것으로 전망하며, 2019년 하반기에는 No.2 설비가 가동될 것이다. Hengli PC는 40만b/d CDU가 11월부터 가동될 전망이며, 뒤이어 설비 2기로 구성된 PX 440만톤/년은 2019년 하반기부터 순차적으로 가동될 전망이다. Zhejiang PC 또한 올해 말~내년 초 CDU 40만b/d가 가동될 것으로 전망됨에 따라 PX 400만톤/년 설비도 2019년 하반기면 신규 가동에 돌입할 것으로 예상된다. 즉, 2019~21년에 신규로 가동되는 PX는 적어도 1,500만톤으로 글로벌 Capa 약 5천만톤의 30% 가량에 해당하는 부담스러운 규모다.

그림 44. 글로벌 PX 증설 추이와 PX 마진 비교

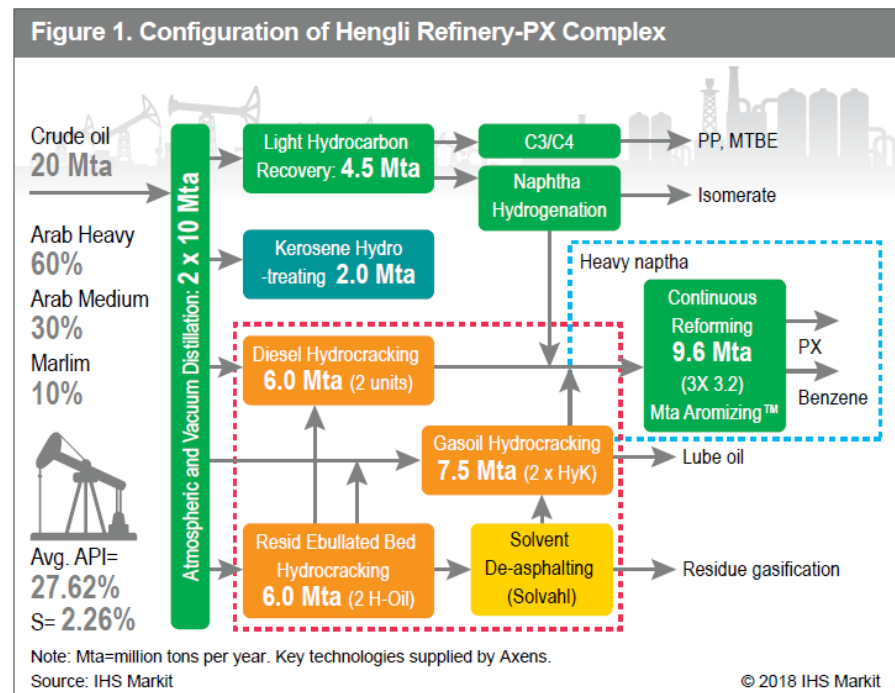
글로벌 PX 증설증가율은 향후 3년 간 30%에 육박할 전망. 마진은 2018년 하반기가 Peak 일 것으로 전망됨



자료: Cischem, Indutstry Data, 하나금융투자

그림 45. 중국 Hengli PC의 신규 설비는 중국 최초의 COTC(Crude Oil To Chemical) 설비

중국 Hengli PC의 정제설비 신규 가동은 올해 11월 경이며, PX 신규 가동은 내년 하반기



자료: IHS, 하나금융투자

표 1. 글로벌 PX 중설 스케줄

(단위: 천톤/년)

국가	회사	원재료	2017	2018	2019	2020	2021
Middle East							
Iran	Bou Ali Sina PC	Eluxyl	-200		200	200	
Saudi Arabia	Petro-Rabigh	Eluxyl		1,012	338		
	Saudi Aramco	Eluxyl					625
Total			-200	1,012	538	200	625
North America							
United States	BP	Amoco	-116.67				
Total			-116.67	0	0	0	0
Northeast Asia							
Korea (South)	Lotte Chemical	Parex (Light)	250				
	Hanwha Total PC	Parex (Heavy)	85	85			
China	CNOOC	Eluxyl	67	93			
	Liaoyang PC	Parex (Heavy)	23	47			
	Liaoyang PC	Parex (Heavy)	-115	145			
	Shanghai PC	Parex (Heavy)	-250				
	Fujian Fuhaichuang	Eluxyl		200	600		
	Fujian Fuhaichuang	Eluxyl			400	400	
	Hengli Petrochemical	Eluxyl			1,266	904	
	Hengli Petrochemical	Eluxyl			723	1,447	
	Zhejiang PC	Parex (Heavy)			167	1,833	
	Zhejiang PC	Parex (Heavy)			667	1,333	
	Hainan Refinery	Parex (Heavy)				500	500
	Sinochem Quanzhou	To Be Announced					800
Total			60	570	3823	6,417	1300
Southeast Asia							
Singapore	ExxonMobil	Parex (Heavy)	400				
Indonesia	Trans Pacific	Parex (Heavy)		150	450	-600	
Viet Nam	Nghi Son			700			
Other	Hengyi	Parex (Heavy)				750	750
Total			400	850	450	150	750
Indian Subcontinent							
India	Reliance Industries	Parex (Heavy)	1,516	684			
Total			1,516	684	0	0	0
CIS & Baltic States							
Russia	Ufaneftkhim	Parex (Heavy)				95	
	Taneko	Other				147	
Total			0	0	0	242	0
West Europe							
Germany	BP	Parex (Heavy)	150				
	Ruhr Oel	Parex (Heavy)	-190				
Total			-40	0	0	0	0
Grand Total			1,619	3,116	4,811	7,009	2,675
YoY(%)			3.5%	6.5%	9.4%	12.5%	4.2%
Grand Capa(th Ton)			48,282	51,398	56,209	63,218	65,893

자료: Industry Data, 하나금융투자

중국의 PX 자급률은 2018년 50% 수준에서 2020년경 80%까지 급격 상승. 향후 중국의 PX 수입량은 줄어들 가능성이 높음

중국의 PX 수입량의 50%는 한국산. 중국의 수입 감소는 향후 한국 PX업체의 위협 요인

중국 PX 대규모 증설에 따라 중국 PX 자급률은 2018년 50% 수준에서 2020년 80%로 급격 상승 현재 Capa의 약 2배 가량이 향후 3년 간 증설되기 때문

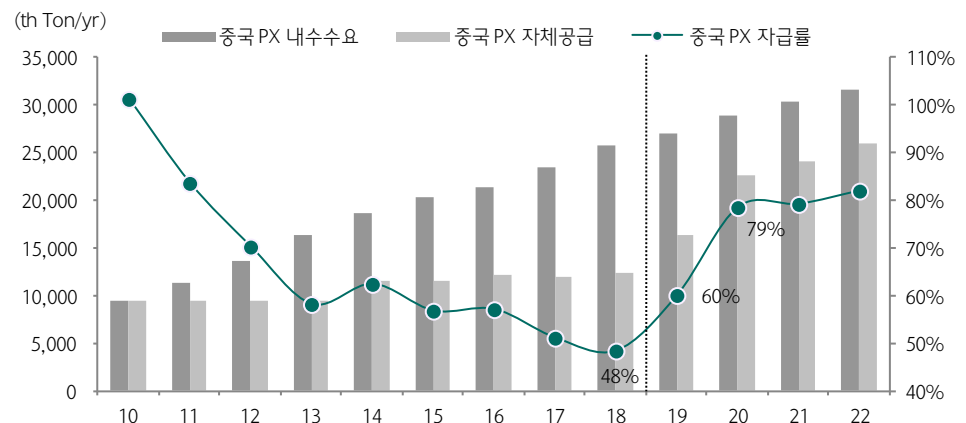
2017년 기준 중국의 PX 수입량은 1,450만톤 가량으로 자급률은 50%를 하회. 이 중 한국산 물량은 660만톤으로 50%에 육박함

(3) 중국의 대규모 PX 증설로 자급률 급격히 상승. 한국 업체의 수출 타격 예상

중국의 2017년 기준 PX Capa는 약 1,200만톤이며, 수입량은 약 1,400만톤이니 중국 가동률을 약 90% 내외로 가정할 경우, 중국 내 PX 총 수요는 약 2,300~2,400만톤에 달한다. 이를 감안할 때, 2017~18년 기준 중국의 PX 자급률은 50% 내외로 추정된다. 하지만, 2018년 말 Fujian Fuhaichuang(과거 Dragon Aromatics) 160만톤/년의 재가동과 2018년 Hengli PC 430만톤/년, 2019년 Zhejiang PC 400만톤/년의 신규가동으로 중국의 PX 자급률은 2018년 50% 수준에서 2020년경 80%까지 급격하게 상승할 것으로 예측된다. 중국은 글로벌 PX 수요(4천만톤/년)의 60%를 차지하는 주요 수요처로 중국의 자급률 상승은 필연적으로 중국향 PX 수출 국가의 직접적인 타격이 될 수 밖에 없다. 특히, 증설을 본격적으로 추진하는 Hengli PC와 Zhejiang PC의 PTA의 Capa는 각각 660만톤/년, 1,700만톤/년에 달하는 것으로 추정되는데, 양 사의 PX Capa 확장은 결국 PX의 자급률 상승이 목적 이기에 향후 중국의 PX 수입량은 급격하게 줄어들 가능성이 높다.

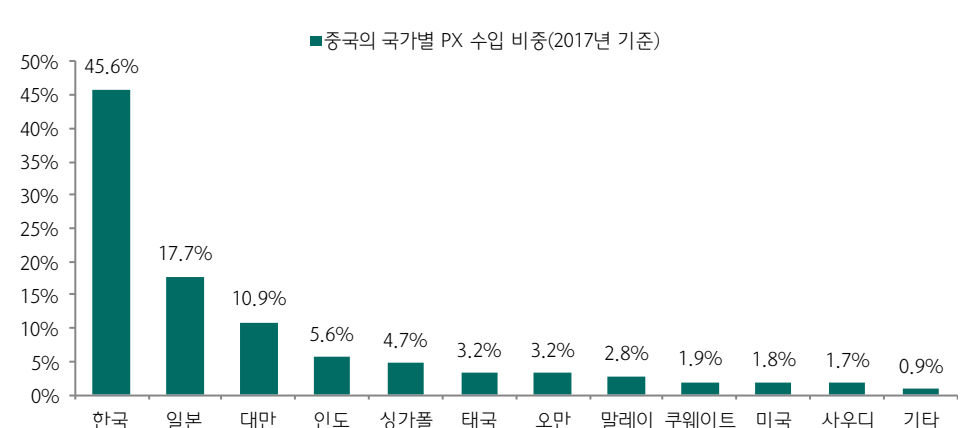
2017년 기준 중국의 PX 수입량 약 1,400만톤 중에서 한국산 물량은 660만톤으로 비중으로는 50%에 육박하는 압도적인 수치를 보인다. 향후 중국의 PX 자급률 상승과 수입량 감소는 결국 한국 PX업체에 있어 위협이 될 것으로 전망한다.

그림 46. 2018년을 바닥으로 중국의 PX 자급률은 급격하게 상승



자료: Indutstry Data, 하나금융투자

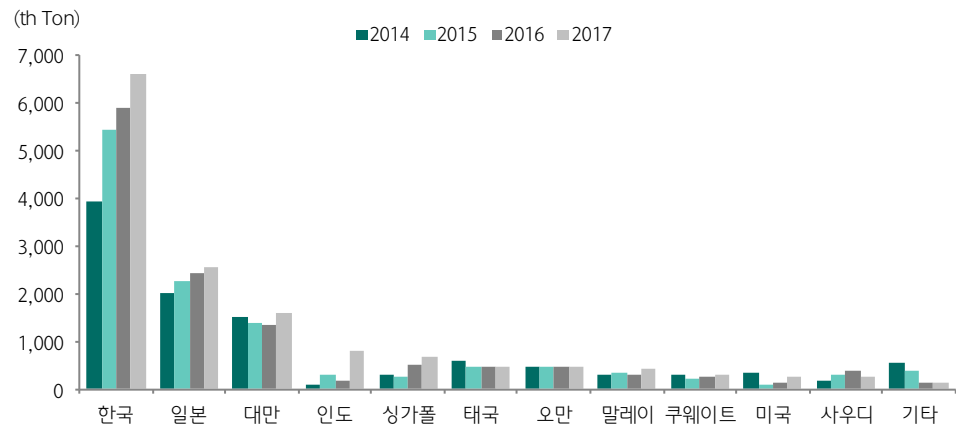
그림 47. 중국의 국가별 PX 수입 비중



자료: KITA, 하나금융투자

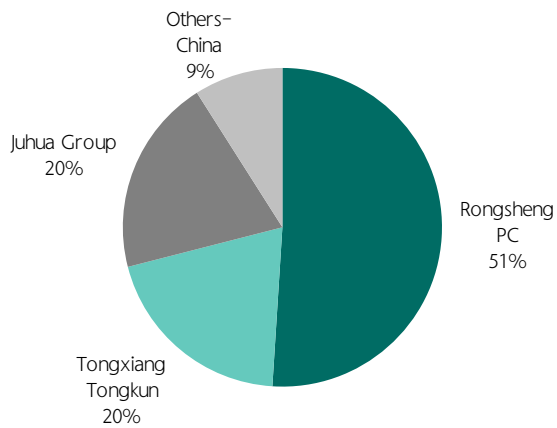
중국의 PX 수입량 증가의 대부분은
한국에서 조달되었음

그림 48. 중국의 연도별/국가별 PX 수입량 추이



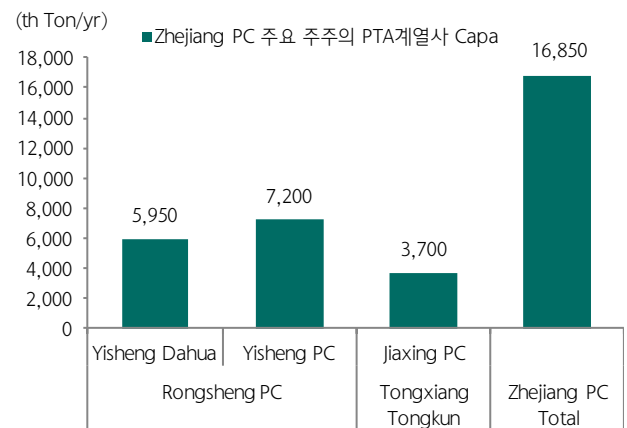
자료: KITA, 하나금융투자

그림 49. 중국 Zhejiang PC 지분구조



자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 50. Zhejiang PC의 PTA capa



자료: Industry Data, 하나금융투자

(4) PX 공급과잉이 PTA와 휘발유에 미치는 명(明)과 암(暗)

PTA의 스프레드가 구조적으로
확대될 가능성이 높음

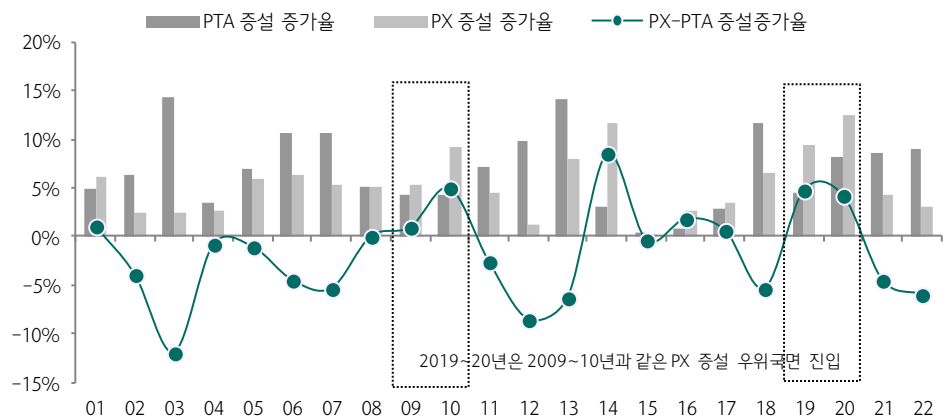
2018~2020년까지 약 3년 간 예정된 글로벌 PX 신증설 약 30% 대비 PTA의 증설은 20% 초 중반 수준에 불과해 PX의 PTA 대비 상대적인 가격 약세가 나타날 가능성이 높다고 판단된다. 즉, PTA의 스프레드가 구조적으로 확대될 가능성이 높다. 실제 PX의 증설증가율이 PTA의 그것을 상회했던 2009~10년 PTA는 현재보다 2~3배 가량 높은 마진을 시현한 바 있다. 특히, 2019년 PX증설은 약 10%이나, PTA 증설은 4.5%에 그칠 전망이기에 2019년부터 본격적인 PTA 마진 개선이 나타날 가능성이 높다고 판단된다.

PX의 공급과잉은 휘발유, 납사와
같은 경질석유제품 생산량
증가의 원인

PX의 공급과잉은 휘발유, 납사와 같은 경질석유제품 생산량 증가의 원인이 될 것으로 판단한다. 보통 PX는 정유사에서 중질납사를 개질(Reformat)한 후 BTX를 통해 생산한다. PX의 공급과잉이 심화될 경우, Reformat가 BTX가 아닌 휘발유 블렌딩 Pool로 사용될 가능성이 높으며, 이는 곧 휘발유 생산 증대를 의미하기 때문이다.

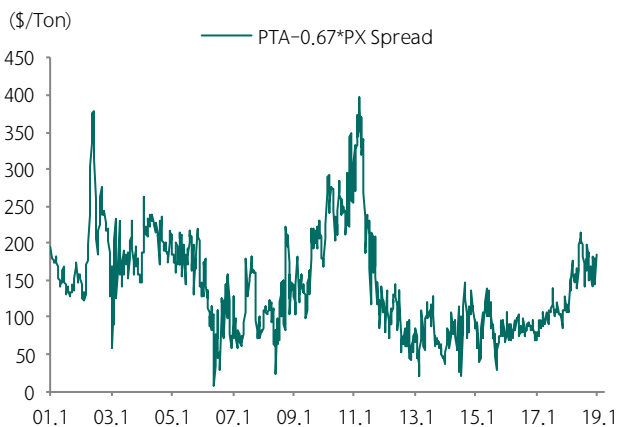
그림 51. PTA/PX 증설 증가율 비교

2019~2020년 PTA 증설보다
PX 증설이 많은 구간에 진입



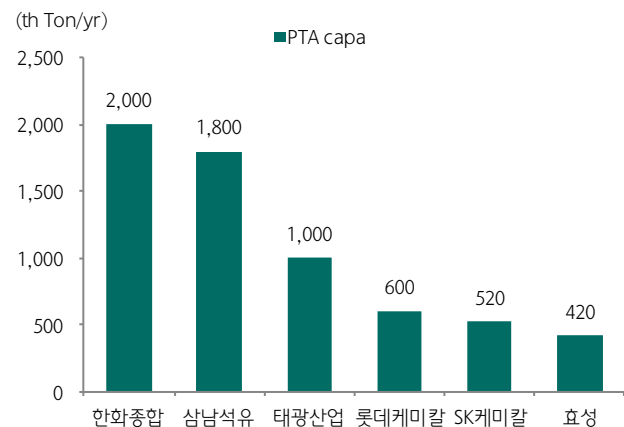
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 52. PTA 마진 추이



자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 53. 한국 주요 PTA 업체의 Capa 비교



자료: Industry Data, 하나금융투자

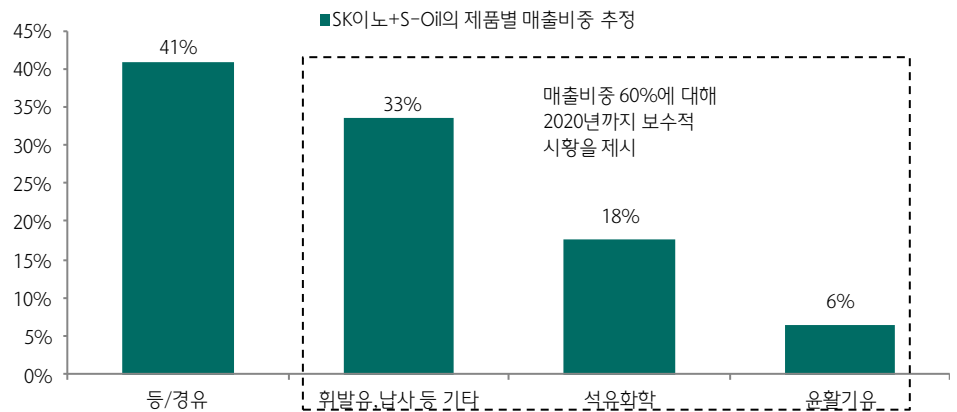
매출의 60%를 차지하는
제품의 업황의 둔화 가능성이
있다는 점은 Valuation
상향의 걸림돌

6) 결론: 추가적인 Valuation 상향, 쉽지 않다

매출의 60%를 차지하는 휘발유/납사, PX, BTX, 윤활기유의 시황에 대해 부정적인 견해를 유지한다. 이는 SK이노베이션+S-Oil 매출의 60% 수준이다. IMO 2020에 따라 등/경유는 강세를 보일 수 있겠으나, 이는 전사 매출의 40%에 불과하다. 현재 국내 정유사의 Valuation이 글로벌 평균 수준이라는 점을 감안할 때, 매출의 60%를 차지하는 제품의 업황의 둔화 가능성이 있다는 점은 Valuation 상향의 걸림돌이 될 수 밖에 없다.

매출의 60%에 대해
보수적 시각을 제시

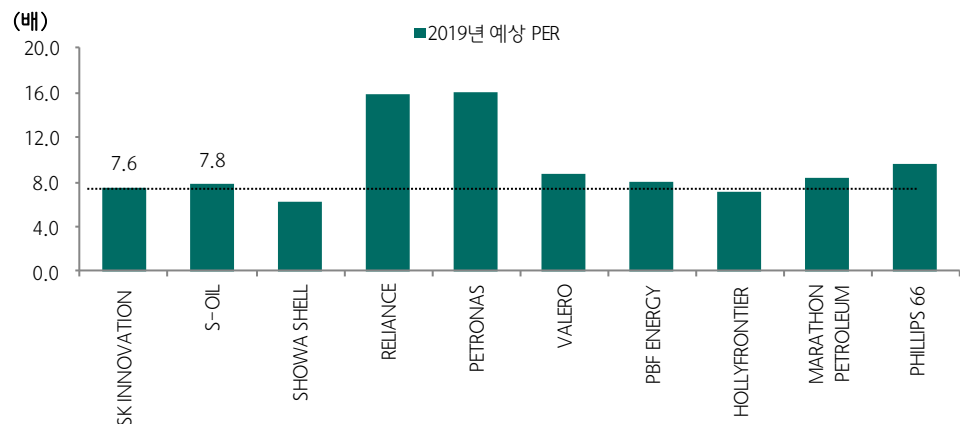
그림 54. 정유사 매출 구성



자료: Industry Data, 하나금융투자

국내 업체의 PER은
글로벌 평균 수준

그림 55. 글로벌 정유업체 2019년 PER 비교



자료: Industry Data, 하나금융투자

2. [석유화학] 구조적으로 원가부담이 낮아지는 업체에 투자하라

1) 2019년 납사/PX/BTX/프로판 약세 전망. 원가 부담이 낮아지는 업체 수혜

(1) 납사의 공급과잉은 2020년까지 지속. NCC 업체의 원가 부담 낮아져

이번 겨울부터 2020년까지
납사의 공급과잉은 심화될 것

2019년부터 2020년까지 납사의 공급과잉은 심화될 것으로 전망한다. 기본적으로 휘발유 공급과잉 국면에서 역내 정제설비의 가동률 상승은 잉여 휘발유/납사의 과잉을 더욱 심화시키는 요인이 될 것으로 예상하기 때문이다. 또한 올 겨울 들어 이례적으로 약세를 보이는 프로판 가격도 납사의 공급증가 요인이다. 보통 NCC업체는 납사 가격보다 프로판가격이 10% 이상 저렴해지면 납사 대신 프로판 투입비중을 늘리는데, 최근 미중 무역분쟁에 따른 프로판 가격의 약세는 NCC의 납사 투입을 감소시키는 요인으로 작용할 가능성이 높다. 프로판의 약세는 2019년에도 지속되며 납사 약세의 배경이 될 것으로 판단한다.

2019~2020년 납사 공급과잉 요인

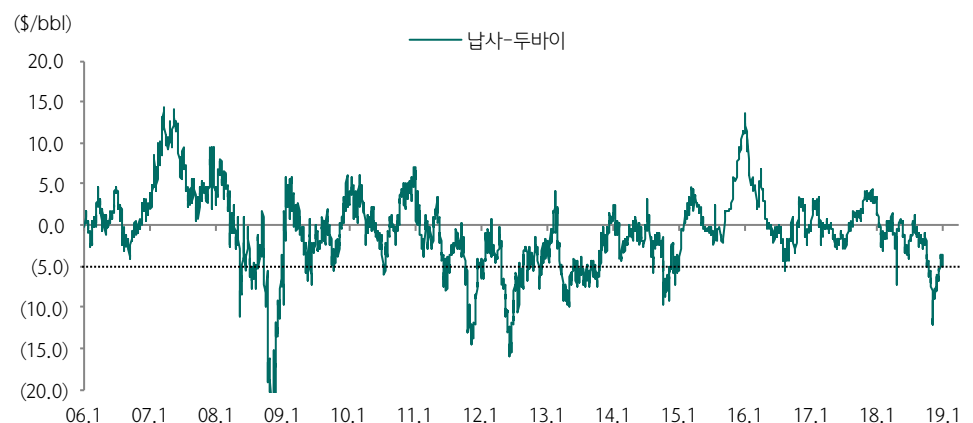
2019년에도 미국 원유생산량은 증가세가 유지되며 WTI의 상대적인 약세가 지속될 가능성이 높으므로 미국 정제설비의 가동률은 쉽게 하락하지 않을 것이다. 이는 곧 미국의 휘발유/납사 생산량이 줄어들지 않음을 의미한다. 2020년에는 IMO 2020에 따른 정유사의 경질원유 투입 증가, 등/경유 수요 충족을 위한 가동률 상승이 납사의 공급과잉을 심화시킬 전망이다. 즉, 2019~2020년 NCC 입장에서는 2018년 대비 원재료 가격 부담이 현저하게 낮아질 것으로 예상된다.

NCC 업체는 4Q18 실적을
바닥으로 1H19까지 개선될 것

특히, LG화학/롯데케미칼은 정기보수 진행과 높은 납사 투입이 영향으로 4Q18 실적은 부진할 전망이다. 하지만, 이를 바탕으로 1Q19에는 전분기 대비 뚜렷한 실적 개선이 나타날 것으로 예상된다. 올 겨울 납사가 큰 폭의 약세를 보일 가능성이 높고 정기보수 효과도 사라질 것이기 때문이다. 또한 중국의 대규모 감세정책 등을 통한 경기부양 가능성도 존재하는 만큼 1H19에는 2H18 대비 실적이 뚜렷하게 개선될 것으로 전망한다. NCC 업체에 대해 1H19를 대비한 1월 매수 전략이 유효해 보인다.

그림 56. 납사-Dubai 가격차(마진) 추이

납사 마진 최근 약세 시현 중



자료: Petronet, 하나금융투자

(2) PX, BTX의 하향안정화로 다운스트림 업체 수혜

PX 하향안정화 수혜 종목 찾아야

2019~2020년 본격화되는 중국 중심의 글로벌 PX 증설(3년 간 30% 이상)로 인해 PX는 공급 과잉을 경험할 가능성이 높다. 중국 신규 설비의 실질적인 가동시점에 대한 시장에서의 논란은 존재하나, 과거 2014년 SK이노베이션의 대규모 증설 완료 이전 6개월 전부터 Pre-Sales 등의 영향으로 PX 업황이 부진했다는 점을 감안할 때, 2019년 중반부터 PX 가격은 안정화될 것이다. 2019년에는 PX 하향안정화로 수혜를 누릴 기업을 주목해야 할 것이다.

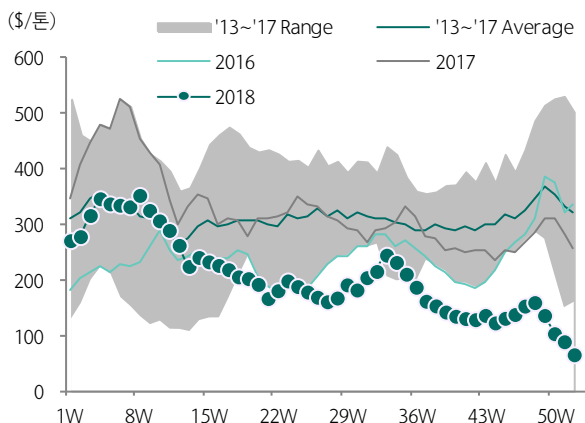
PTA, PET 업체 수혜 전망

우선 PTA 업체(효성화학, 태광산업)의 수혜가 가능할 것이다. 또한 PX의 하향안정화는 PTA의 동반 가격 하락을 견인할 것이므로 PET 관련 업체의 수혜 또한 기대해 볼 수 있다. PET Chip(롯데케미칼, 티케이케미칼), PET 타이어코드(효성첨단소재, 코오롱인더), PET Film(SKC), PET 용기(삼양패키징) 등은 3Q18 PX-PTA의 동반 급등에 따라 마진 훼손 정도가 심했던 업체들로 PX의 하향안정화 시 확실히 수혜가 가능한 업체다.

BTX 약세 수혜 업체도 주목할 필요

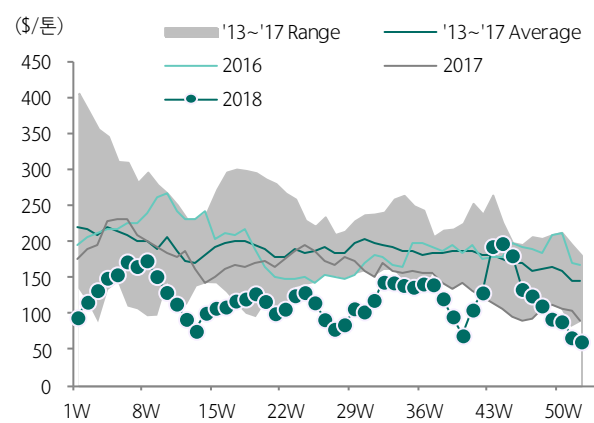
PX 공급과잉은 BTX의 공급과잉 원인이기도 하다. 이미 벤젠 마진은 연중 최저치의 마진을 기록하며 공급과잉의 신호를 보내고 있다. 벤젠을 원재료로 사용하는 업체 중에서는 페놀(금호석유), 산화방지제(송원산업) 등이 수혜를 누릴 수 있는 업체다.

그림 57. 벤젠 마진 추이



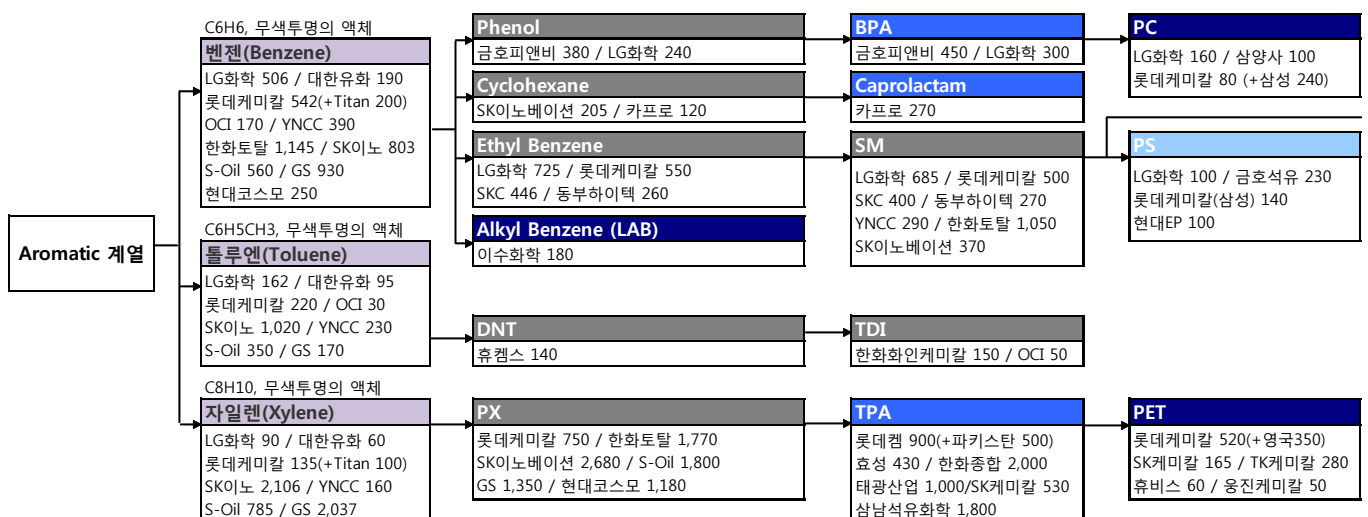
자료: Platts, 하나금융투자

그림 58. 톨루엔 마진 추이



자료: Platts, 하나금융투자

그림 59. BTX 관련 다운스트림 제품 및 업체 리스트



2018년 11월~2019년 1월
이례적인 사우디아람코의
프로판 CP 인하 발생

미중 무역분쟁으로
글로벌 프로판 가격
하향안정화 전망

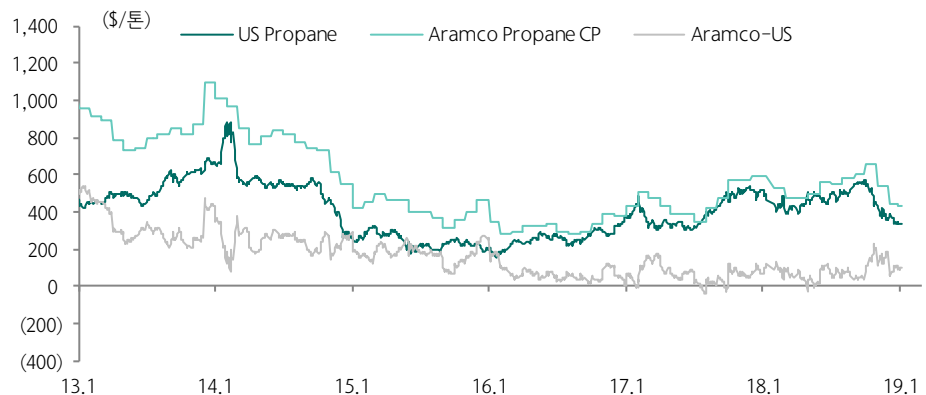
미국 프로판 가격은
겨울임에도 이례적인
약세를 시현 중에 있음

(3) 미중 무역분쟁에 따른 프로판 가격 하향안정화 전망

당초 글로벌 프로판 시장은 사우디아람코가 독과점하던 시장이었으나, 미국의 Shale Boom에 따른 프로판 수출 증대로 양 축으로 양분되었다. 이에 따라, 사우디아람코는 아시아 계약 가격(CP) 산정 시 미국 가격을 일정 부분 고려하지 않을 수 없게 되었다. 10월부터 12월까지 최근 3개월 간 미국 프로판 가격은 성수기인 동절기 효과에도 불구하고 유가 하락폭(-38%)보다 더욱 큰 폭의 하락세(-41%)를 보이며 급락하였다. 이에 사우디아람코는 미국 가격의 급락을 감안하여 2018년 11월부터 2019년 1월까지 아시아향 CP 가격을 지속적으로 인하하였다. 하절기로 갈수록 프로판의 수요는 감소하기 때문에 이를 가져다 쓰는 PDH의 경쟁력은 높게 유지될 것이다.

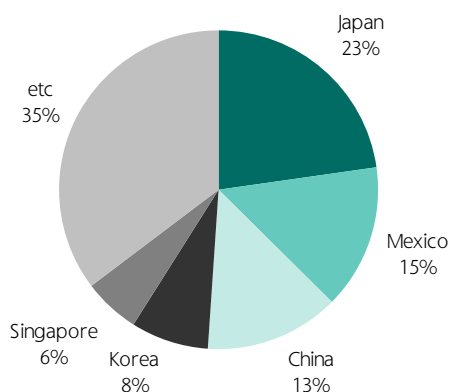
이례적인 동절기 프로판 가격 인하의 원인은 무엇일까? 이는 미중 무역분쟁에 따른 영향이라 판단한다. 중국은 PDH를 중심으로 프로판 수요가 급격하게 늘어나며 2015년부터 본격적으로 프로판 수입을 늘린 바 있다. 중국의 수입 중 미국산 비중은 약 26%이며, 미국의 수출 중 13%는 중국향이다. 문제는 중국이 미국산 프로판에 대해 관세를 부과하면서 시작되었다. 미국산 프로판이 중국으로 수입되지 못하면서 남아도는 재고 때문에 미국의 프로판 가격이 유가보다 더욱 가파르게 하락한 것으로 추정된다. 즉, 미중 무역분쟁에 따라 글로벌 프로판 가격은 하향안정화 될 가능성이 높다.

그림 60. 미국 프로판과 사우디아람코 프로판 가격 추이



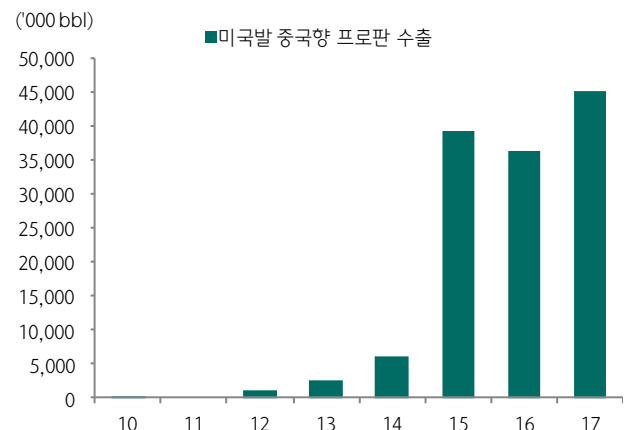
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 61. 미국의 프로판 수출국가 비중(2017년 기준)



자료: EIA, 하나금융투자

그림 62. 미국 프로판 월별 수출 추이



자료: EIA, 하나금융투자

2) 최악의 상황을 통과 중인 PE 시황. 2019년 상반기부터 개선 가능성 상존

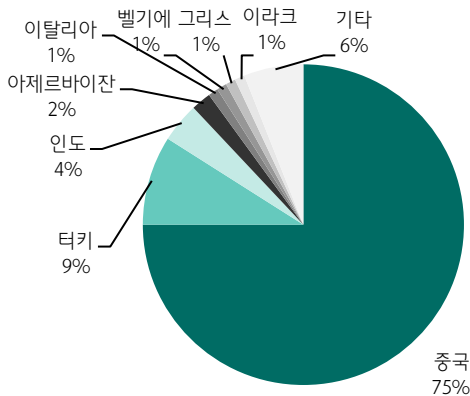
(1) 2019년부터 이란 제재로 중국향 PE 수출 감소할 전망

11/5일 이란 제재 발효로
인해 중국의 이란산
PE 수입은 감소할 것

중국 PE 수입의 16%는 이란산
이란산 수입 차질로 역대 가격 및
한국 업체에 긍정적 흐름 예상

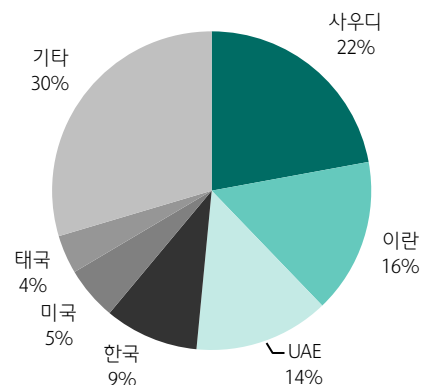
11/5일 이란 제재 발효로 인해 중국의 이란산 PE 수입은 감소할 것으로 예상된다. 1) 이란으로부터 중국으로의 Shipping Capacity가 감소할 가능성이 높고 2) 대금결제 관련 문제가 발생할 가능성이 높기 때문이다. 이란은 주로 플라스틱 원재료 관련제품 수출 시, HDS(Hafiz Darya Shipping, 국영선사)과 ESL(Emirates Shipping Line)을 주로 사용하는데, ESL은 이란의 수출 계약을 일부 규제하고 운임을 톤당 30~40\$ 수준으로 HDS보다 비싸게 상향한 바 있다. 또한 11/5일부터는 ESL이 이란산 카고에 대한 운송을 중단한다고 발표하기도 하였다. 즉, 이는 이란의 PE 수출에 영향을 줄 가능성이 높다는 판단이다. 이로 인해, 이란산 플라스틱 원재료 수출의 약 20%가 수출길이 막히는 셈이 될 것으로 예상된다. 참고로, 2018년 1~8월 누적기준 이란의 LDPE/HDPE 수출은 212만톤으로 이 중 중국향 수출은 약 159만톤으로 약 75%를 차지한다. 이로 인해, 이란 업체는 가동률 조정 등을 통해 재고를 관리해야 할 것으로 판단한다. 또한 중국 입장에서는 PE 수입의 16% 수준을 차지하는 수입에 차질이 생기게 되므로 역대 수입 물량을 증대시킬 가능성이 높다. 이는 곧 역대 가격 반등 및 한국 업체의 M/S 확보에 긍정적으로 작용할 것으로 판단한다.

그림 63. 이란 PE 수출의 국가별 비중



자료: ICS, 하나금융투자

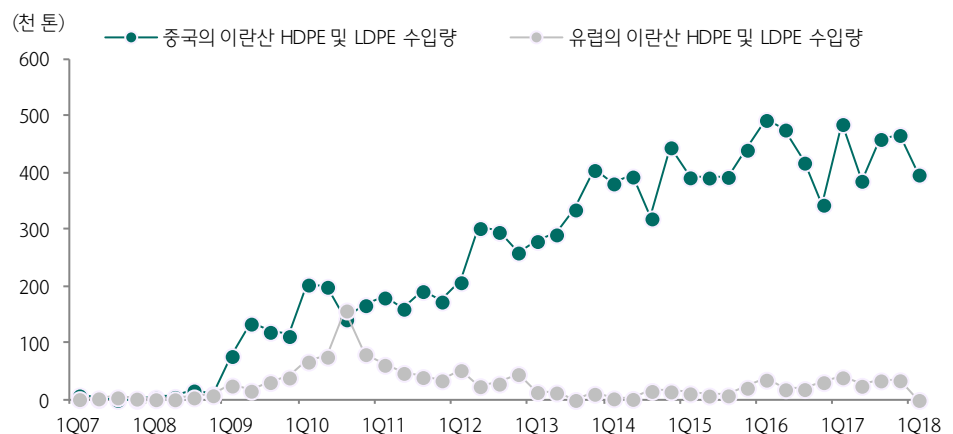
그림 64. 중국 PE 수입의 국가별 비중



자료: KITA, 하나금융투자

그림 65. 중국/유럽의 이란산 PE 수입량 추이

중국의 이란산 PE 수입량은
점진적으로 감소할 전망



자료: KITA, 하나금융투자

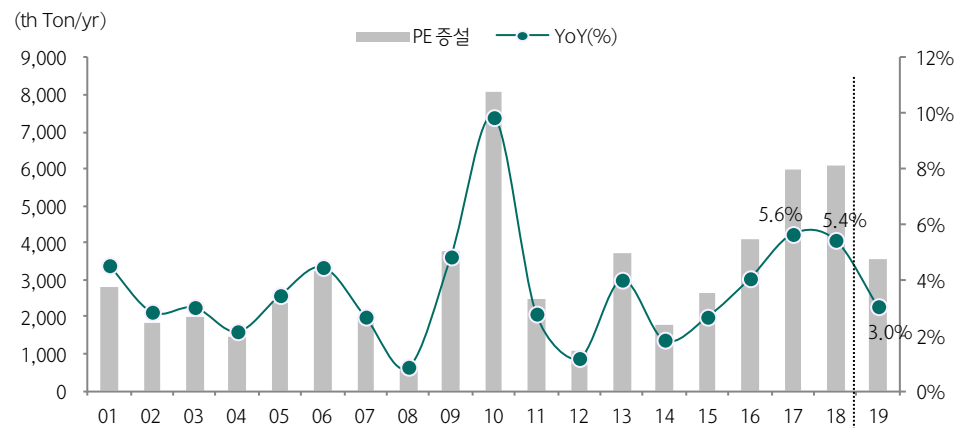
(2) 2019년부터 글로벌 PE 증설 부담 경감

2019년에는 미국 중심의 대규모 ECC 증설이 마무리되면서 글로벌 PE 증설 부담이 2017~18년 대비 현저히 줄어들 전망

2019년에는 미국 중심의 대규모 ECC 증설이 마무리되면서 글로벌 PE 증설 부담이 2017~18년 대비 현저히 줄어들 전망이다. 2019년 글로벌 PE 증설증가율은 약 3% 수준으로 예상되는데, 이는 2017년 5.6%, 2018년 5.4% 대비 현저히 낮아지는 것이다. HDPE의 글로벌 최근 2년 간 증설은 3% 내외에서 유지되어 왔는데, 2019년 증설 또한 3.3%로 이전과 비슷한 수준을 유지할 것으로 예상되어 특이점은 없다. 하지만, LDPE/LLDPE의 증설은 눈에 띄게 감소하는 모습이 나타날 것이다. 최근 2년 간 LDPE/LLDPE의 글로벌 증설 증가율은 각각 5~6%, 9%에 달하는 부담스러운 수준이었으나 2019년에는 2~3% 수준까지 하락할 전망이다. 물론 누적된 공급과잉이 해소되어야 본격적인 시황 개선이 나타나는 것은 당연하지만, 2018년 대비 2019년에는 공급 측면에서는 최악의 국면을 탈피할 가능성이 높다고 판단한다.

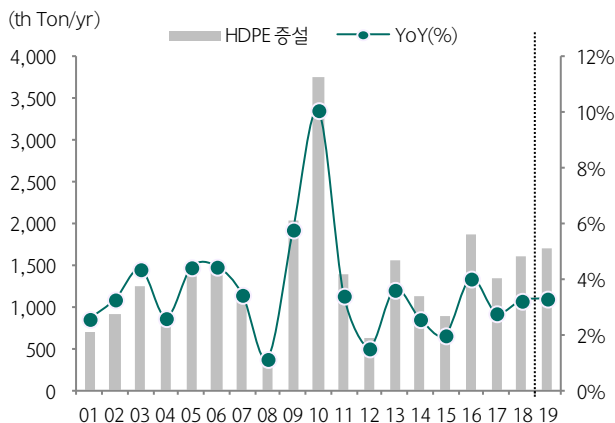
그림 66. 글로벌 PE 증설 추이

글로벌 PE 증설부담
2019년부터 다소 완화될 전망



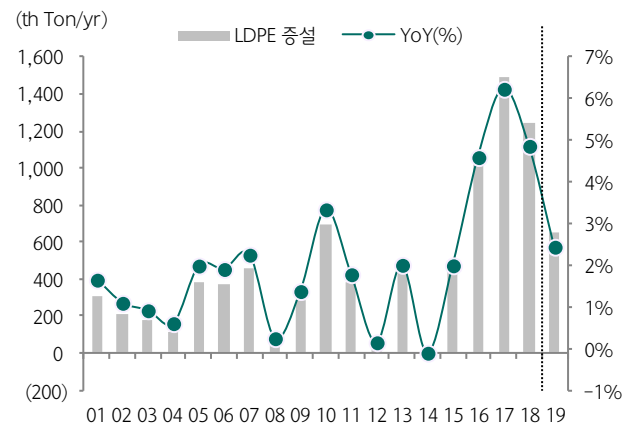
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 67. 글로벌 HDPE 증설 추이



자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 68. 글로벌 LDPE 증설 추이



자료: Industry Data, 하나금융투자

3) 중국의 대규모 감세정책을 통한 부양책은 억눌린 수요를 자극할 전망

대규모 감세정책 등을 핵심으로
각종 재정정책을 통한 중국의
경기부양 시도 가능성 높음

2019년 중국 정부는 경기 하강을 방어하기 위해 대규모 감세정책을 핵심으로 인프라투자 등 재정정책을 통한 경기부양을 시도할 가능성이 높은 것으로 판단한다. 정책적인 대응 방안은 크게 4가지 정도다. 1) 공격적인 감세정책 2) 직간접적인 소비부양책 3) 인프라투자 4) 통화정책/금리인하 등이다.

공격적인 감세로 GDP 상승효과 기대

하나금융투자는 2019년 감세 효과가 가장 큰 부가가치세, 소득세 등에 대한 인하여력이 큰 것으로 판단하고 있다. 2018년 5월 부가가치세율을 1%p(17%→16%) 인하를 필두로 개인소득세 인하 역시 단행되었으나, 2019년에는 추가적인 인하가 예상된다. 만약 현행 16%의 부가가치세율을 3%p 가량 인하하면 GDP는 약 0.7%p 이상 상승하는 효과가 발생할 것이다.

직간접적인 소비부양책 단행 예상

2019년 가계 대상 개인소득세 인하와 특별세액공제 등 조치도 단행될 전망이다. 실제 10월 중국정부는 중산층의 소비 촉진을 위한 교육비/양로비/대출이자 등 6개 분야에 대해 〈특별세액공제〉안을 발표했다. 11월 4일 공청회 이후 해당 정책 정식 발효 시 생활비 부담이 큰 1인 가구 혹은 중저소득 계층의 감세 효과 가장 커, 해당 계층 소비 증가는 큰 폭으로 확대될 전망이다. 결국 이는 시차를 두고 2019년 내수경기 바닥 확인에 일조할 전망이다. 이외에 자동차 등 내구재 소비 냉각에 따라 한시적인 구매세 인하 등 조치가 단행될 가능성도 배제할 수 없다.

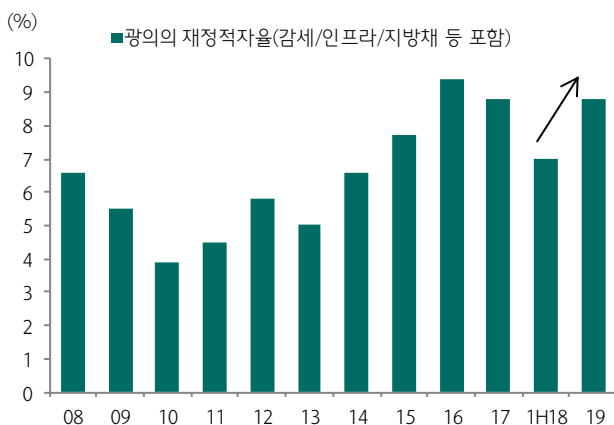
인프라 투자 재개
지준율 인하와
금리인하도 고려될 전망

또한 중국은 2018년 큰 폭으로 둔화되었던 인프라투자를 2018년 연말부터 늘리기 시작하며 내수와 수출경기 둔화를 완충할 전망이며, 향후 6개월 이내에는 적극적인 지준율 인하와 점진적인 금리인하까지 고려될 수 있을 것으로 판단한다. 정부가 내부 경기안정을 우선 순위에도 두고, 강력한 시그널을 통해 냉각된 은행권 대출태도 등 변화를 유도할 가능성이 높아 보인다.

중국 정부의 적극적인
경기 부양책과 유동성 확장은
최종제품 수요 및 원재료 구매
수요 개선 요인이 될 것

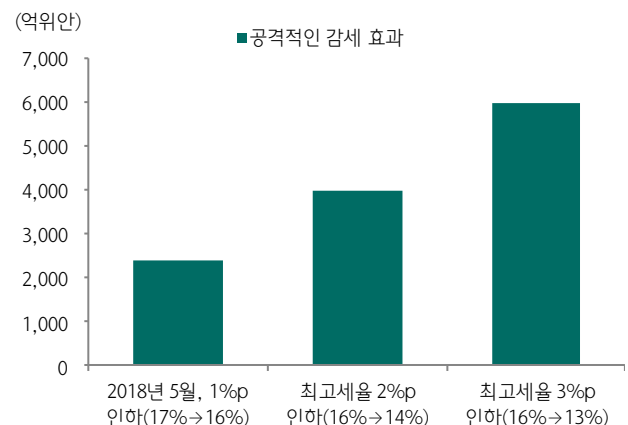
2018년은 미중 무역분쟁에 따른 중국 내수 경기 둔화가 석유화학 원재료 구매 수요를 급격하게 냉각시킨 한 해였다. 하지만, 앞서 살펴본 2019년에 취해질 중국 정부의 적극적인 경기 부양정책과 유동성 확장 정책은 최종제품 수요 개선은 물론 억눌린 원재료 구매수요를 개선시키는 요인이 될 것으로 판단한다. 이는 2018년보다 중국의 석유화학 제품의 구매심리/수요는 물론 업황이 다소 나아질 수 있을 것이라 예상하는 이유다.

그림 69. 2019년 광의의 재정적자율 재차 반등할 전망



자료: Wind, 하나금융투자

그림 70. 부가세 인하에 따른 감세효과 비교



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

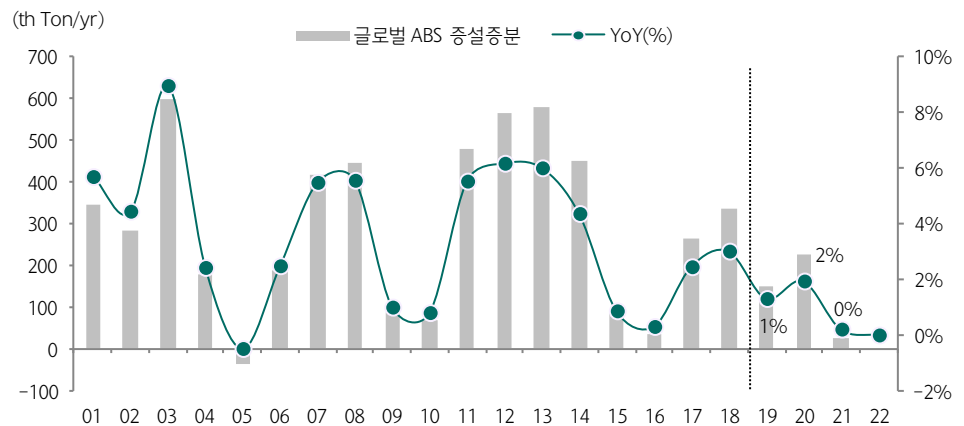
4) 2020년까지 ABS, PVC, BD/SBR, 페놀유도체는 예정된 증설이 적다

에틸렌/PE를 제외한 프로필렌/PP, BD/SBR, ABS, PVC, 페놀유도체 등은 2020년까지 예정된 증설이 적거나 부담스럽지 않은 수준

에틸렌/PE를 제외한 프로필렌/PP, BD/SBR, ABS, PVC, 페놀유도체 등은 2020년까지 예정된 증설이 적거나 부담스럽지 않은 수준이다. 특히, 최근 무역분쟁에 따라 큰 폭의 마진 하락을 경험하고 있는 ABS의 향후 4년 간 예정된 증설은 2.1%에 불과하다. 일반적으로 매년 ABS의 수요 성장이 매년 2~3% 가량은 증가한다는 점을 감안하면 2022년까지 ABS는 타이트한 공급이 지속될 수 밖에 없다고 판단한다. SBR/BR 또한 향후 증설이 거의 없어 수급밸런스는 점진적으로 바닥을 잡아갈 것으로 판단한다. PVC도 중국의 환경규제 지속으로 추가적인 Capa증가는 제한적이다. 페놀/아세톤은 2019년 신규증설 물량이 1% 내외에서 2021년까지 3~4%로 증가하며, BPA는 2019~21년 약 3~4% 가량의 신규 증설이 예정되어 있다. 긍정적인 점은 중국 중심의 역내 폴리카보네이트(PC) 대규모 증설이 2019~20년에 예정되어 있어 BPA, 페놀/아세톤의 공급은 타이트한 상황이 지속될 전망이다. HDPE 또한 미국의 증설이 제한적이기에 2019~20년까지 타이트한 공급을 예상한다.

그림 71. 글로벌 ABS 증설물량 추이

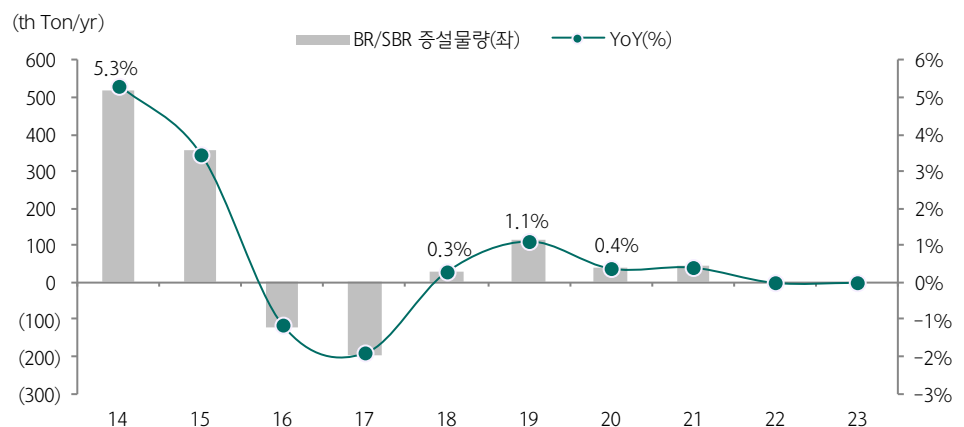
2016년부터 일부 설비의 스크랩이 나타났으며, 2018년부터는 증설이 전무한 구간에 진입함



자료: Platts, 하나금융투자

그림 72. 글로벌 BR/SBR 증설물량 추이

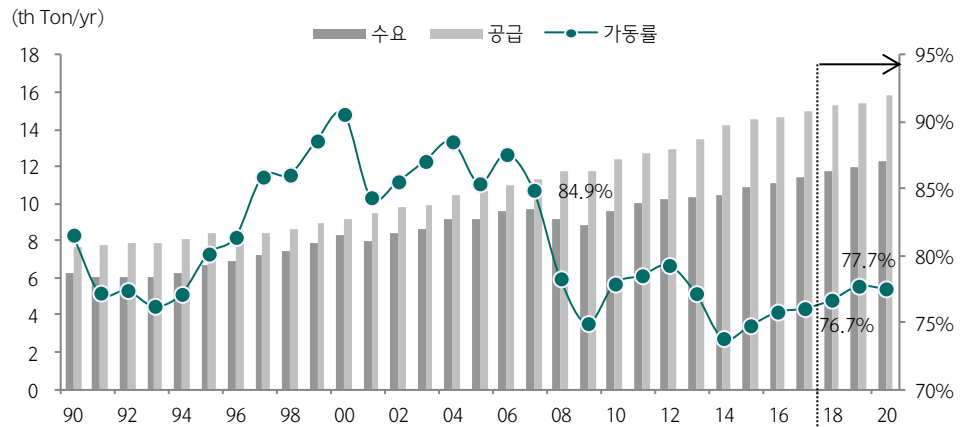
2016년부터 일부 설비의 스크랩이 나타났으며, 2018년부터는 증설이 전무한 구간에 진입함



자료: Platts, 하나금융투자

부타디엔 글로벌 수급밸런스
2019년까지 우상향 전망

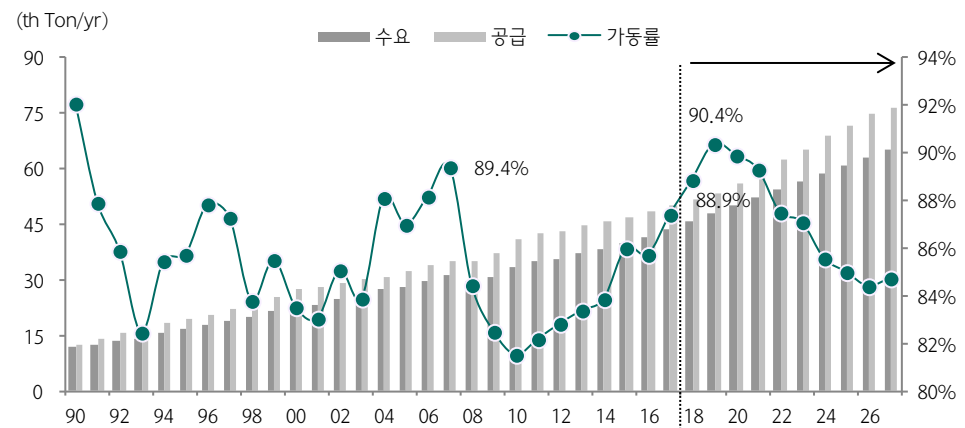
그림 73. 글로벌 부타디엔 중장기 수급 전망



자료: Platts, 하나금융투자

2019년까지 HDPE 수급은 매우
타이트한 상황이 전개될 전망

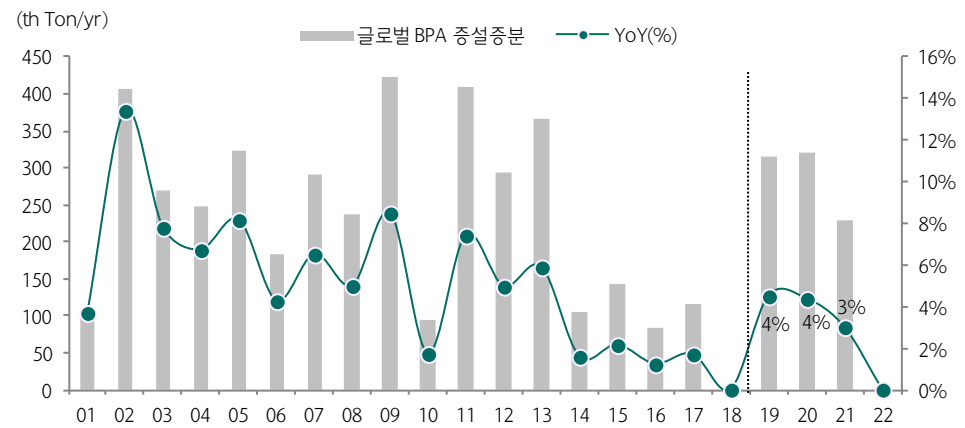
그림 74. 글로벌 HDPE 중장기 수급전망



자료: Industry Data, 하나금융투자

2018년 BPA 증설은 없음
2019년의 증설분은 대부분
폴리카보네이트 증설에 사용될 것
BPA 시황에 미치는 영향 제한적

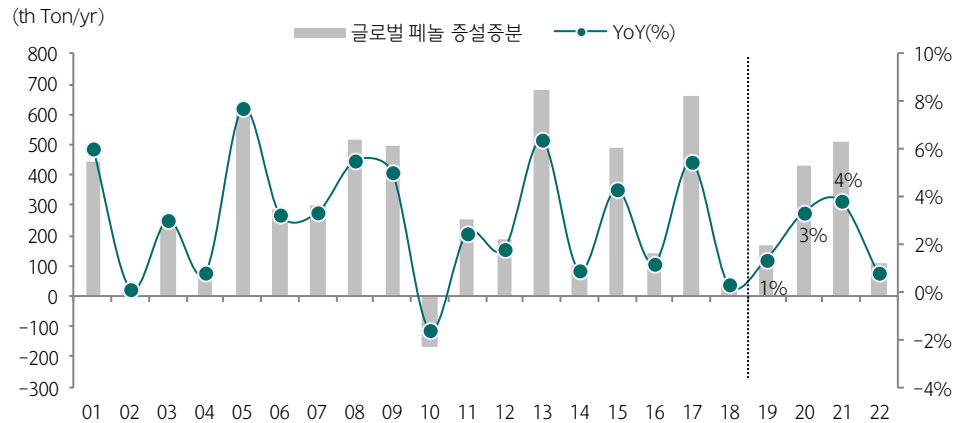
그림 75. 글로벌 BPA 증설 추이



자료: Industry Data, 하나금융투자

2018년 BPA 중설은 없음
2019년의 중설분은 대부분
폴리카보네이트 중설에 사용될 것
BPA 시황에 미치는 영향 제한적

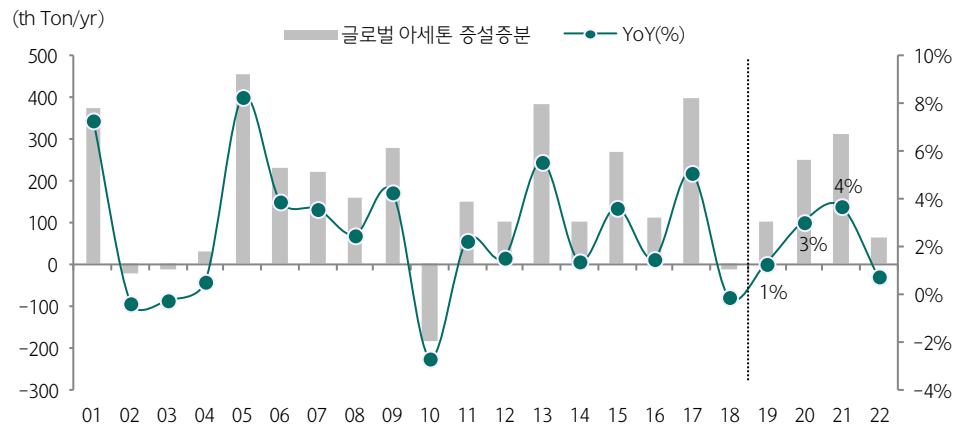
그림 76. 글로벌 페놀 중설 추이



자료: Industry Data, 하나금융투자

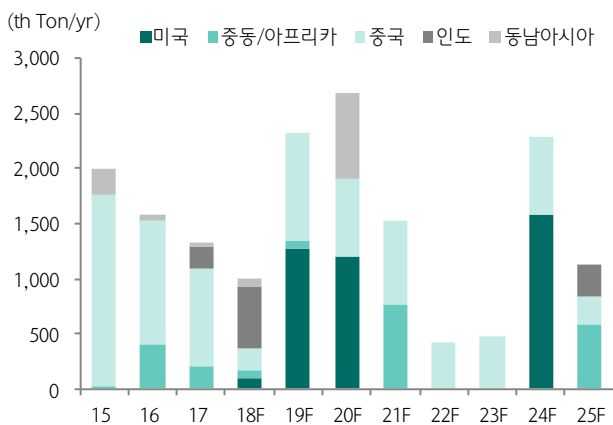
2018년 BPA 중설은 없음
2019년의 중설분은 대부분
폴리카보네이트 중설에 사용될 것
BPA 시황에 미치는 영향 제한적

그림 77. 글로벌 아세톤 중설 추이



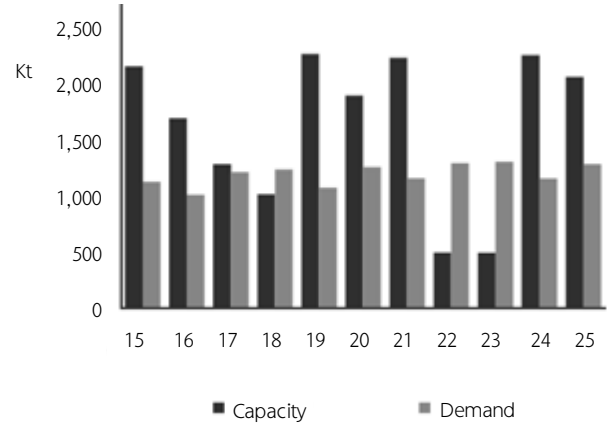
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 78. 글로벌 MEG 중설 2019~2021년 집중. CTO가 많은 편



자료: PCI, 하나금융투자

그림 79. 글로벌 MEG 수급. 2019년부터 수급밸런스 완화



자료: PCI, 하나금융투자

3. 투자의견 및 Valuation

석유화학 비중확대 유지

정유업종 중립 유지

Top Picks는

LG화학/롯데케미칼/금호석유

석유화학 업종에 대한 비중확대, 정유 업종에 대한 중립 의견을 지속 제시한다. 석유화학 업종은 납사/PX/BTX/프로판 등 원재료 가격 하락에 따라 원가 부담이 경감되는 석유 화학 업체가 수혜를 볼 것으로 전망한다. 정유업종은 1) 휘발유 공급 과잉이 심화되고 2) 윤활기유 영업이익률이 Peak Out 할 것이며 3) [휘발유]-[B-C] 마진 둔화에 따른 FCC 수익성이 악화될 것으로 예상됨에 따라 여전히 보수적인 투자의견을 유지한다.

Top Picks는 LG화학/롯데케미칼/금호석유이다. LG화학은 본업인 석유화학은 낮아진 재고 수준을 감안하면 점진적인 회복이 기대되며 xEV용 중대형전지 부문은 수익성 확보와 수주 확대 노력을 지속하며 2019년부터 실적 개선세가 두드러질 것으로 전망한다. 롯데케미칼은 기업의 펀더멘털 대비 현 주가는 과매도 구간이라고 판단한다. 현 주가는 12M Fwd PBR 0.63배 수준으로 2009년 금융위기를 제외하면 2002년부터 17년 간의 주가 저점인 PBR 0.6배에 근접했기 때문이다. 금호석유는 합성고무 기대감과 폐놀유도체의 Up-Cycle은 여전히 유효하며 특히 NB Latex의 압도적인 경쟁력을 고려할 때 매수 구간으로 판단한다.

표 2. 커버리지 종목별 투자의견 및 Valuation 요약

(단위 원, 십억원, 배, %)

종목명		석유화학(Overweight)					정유(Neutral)	
		LG화학	롯데케미칼	금호석유	대한유화	SKC	SK이노베이션	S-Oil
Top Picks		O	O	O	매수	매수	중립	중립
투자의견		매수	매수	매수	매수	매수	중립	중립
목표주가		450,000	350,000(하향)	120,000(하향)	200,000(하향)	50,000(하향)	240,000(하향)	110,000(하향)
연주가(10/8)		330,500	256,500	81,700	136,000	35,150	169,000	92,600
Upside		40%	48%	79%	83%	46%	10%	5%
시가총액		23,331	8,792	2,489	884	1,319	15,627	10,425
매출액	2016	20,659	13,224	3,970	1,596	2359.4	39,521	16,322
	2017	25,698	15,875	5,065	1,779	2,654	46,261	20,891
	2018F	27,251	15,905	5,480	2,450	2,821	53,694	24,652
	2019F	27,462	16,056	5,050	2,043	3,065	47,288	22,050
영업이익	2016	1,992	2,544	157.1	343	149.3	3,228	1,617
	2017	2,929	2,930	262.6	284.2	175.7	3,234	1,373
	2018F	2,277	2,058	578.9	340	201.3	2,451	862
	2019F	2,170	1,938	570.9	251.5	238.2	2,314	1,214
세전이익	2016	1,660	2,487	112.9	360.2	119.6	2,423	1,575
	2017	2,564	3,085	289.8	280.1	180.7	3,235	1,645
	2018F	2,050	2,429	646.4	360.7	226.2	2,057	693
	2019F	1,983	2,206	629.6	270.4	253.8	2,220	1,177
지배순이익	2016	1,281	1,836	73.2	272.1	42.8	1,671	1,205
	2017	1,945	2,244	213.6	214.3	110	2,104	1,247
	2018F	1,544	1,698	517.6	263.3	162.6	1,372	506
	2019F	1,493	1,605	479	204.8	175.6	1,649	894
PER	2016	15.06	6.89	37.49	6.58	28.7	8.21	8.19
	2017	16.3	5.62	15.6	7.99	16.03	9.11	10.94
	2018F	17.59	5.59	5.65	3.79	8.26	12.26	22.53
	2019F	17.33	5.48	5.71	4.32	7.52	9.61	12.07
PBR	2016	1.38	1.35	1.65	1.39	0.85	0.8	1.54
	2017	1.92	1.1	1.77	1.16	1.17	1.05	1.99
	2018F	1.54	0.74	1.23	0.58	0.82	0.89	1.69
	2019F	1.39	0.62	0.98	0.47	0.74	0.8	1.49
EV/EBITDA	2016	5.84	4.48	12.52	4.63	9.42	3.81	5.41
	2017	7.14	3.53	10.04	5.07	10.56	5.23	9.72
	2018F	6.88	3.19	5.05	1.86	8.14	5.88	13.55
	2019F	6.49	2.68	4.34	1.67	7.05	5.27	9.9
ROE	2016	9.51	21.74	4.61	23.51	3.01	10.13	20.46
	2017	12.92	21.52	12.34	15.53	7.71	11.96	18.84
	2018F	9.24	13.97	24.79	16.54	10.73	7.46	7.45
	2019F	8.4	11.93	18.82	11.42	10.62	8.59	12.78
EPS	2016	17,336	53,561	2,187	41,867	1150	17,834	10,337
	2017	24,854	65,466	6,377	32,972	2931	22,449	10,690
	2018F	19,723	49,548	15,456	40,512	4,332	14,644	4,337
	2019F	19,076	46,835	14,302	31,503	4,677	17,590	7,670
BPS	2016	188,807	273,173	49,559	198,414	38610	183,956	54,830
	2017	211,079	335,215	56,215	227,206	40,272	194,441	58,698
	2018F	224,924	374,263	70,856	263,918	43,755	201,214	57,743
	2019F	238,123	410,598	83,488	288,770	47,583	211,273	62,317

자료: 하나금융투자

4. 4Q18 실적 Preview

SK이노베이션/S-Oil은 각각 컨센 대비 -90%, -139%(적전) 하회
 석유화학업체 중에서는 SKC(부합)/금호석유(-14%)가 상대적 선방.
 NCC업체인 LG화학(-28%),
 대한유화(-36%), 롯데케미칼(-48%)
 은 상대적으로 부진할 전망

석유화학/정유업체의 4Q18 영업이익은 전반적으로 매우 부진할 것으로 판단된다. 석유화학/정유업체 공히 유가 급락에 따른 부정적인 래깅효과가 발생한다. 게다가, 정유는 재고관련 손실이 대규모로 발생하며 석유화학은 미중 무역분쟁에 따른 구매수요 부진으로 스프레드 축소가 급격하게 나타났다. 이에 따라, SKC를 제외한 모든 석유화학/정유업체의 실적은 컨센스를 큰 폭으로 하회할 전망이다. 재고관련손실이 큰 폭으로 발생하는 SK이노베이션/S-Oil은 각각 컨센 대비 -90%, -139%(적전) 하회가 예상된다. 석유화학업체 중에서는 SKC(부합)/금호석유(-14%)가 상대적으로 선방할 것이나, NCC업체인 LG화학(-28%), 대한유화(-36%), 롯데케미칼(-48%)은 상대적으로 부진할 전망이다.

표 3. 커버리지 업체별 3Q18 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

		4Q18F	3Q18	4Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
LG화학	매출액	6,410.7	7,234.9	6,432.2	-0.3	-11.4	7,101.8	-9.7
	영업이익	320.9	602.4	615.0	-47.8	-46.7	445.9	-28.0
	세전이익	267.9	485.1	433.6	-38.2	-44.8	391.9	-31.6
	순이익	191.4	343.4	315.8	-39.4	-44.3	293.7	-34.8
롯데케미칼	매출액	3,204.2	4,247.6	4,035.0	-20.6	-24.6	3,959.9	-19.1
	영업이익	190.9	503.6	716.5	-73.4	-62.1	367.2	-48.0
	세전이익	269.5	597.4	701.8	-61.6	-54.9	420.6	-35.9
	순이익	181.0	434.9	472.2	-61.7	-58.4	289.3	-37.4
금호석유	매출액	1,247.5	1,450.6	1,212.3	2.9	-14.0	1,370.5	-9.0
	영업이익	108.6	151.0	94.9	14.4	-28.1	126.3	-14.0
	세전이익	108.6	162.4	70.4	54.3	-33.1	129.2	-15.9
	순이익	87.8	122.4	51.3	71.2	-28.3	86.9	1.0
대한유화	매출액	539.1	645.0	595.2	-9.4	-16.4	637.4	-15.4
	영업이익	40.4	87.6	104.1	-61.2	-53.9	63.4	-36.3
	세전이익	43.6	98.1	98.5	-55.7	-55.6	66.0	-33.9
	순이익	23.5	74.3	76.0	-69.1	-68.4	55.0	-57.3
SKC	매출액	766.9	689.4	710.6	7.9	11.2	758	1.2
	영업이익	53.0	54.0	45.5	16.5	-1.9	55.7	-4.8
	세전이익	58.0	56.1	12.7	356.7	3.4	53.0	9.4
	순이익	42.7	39.8	0.4	10,575.0	7.3	39.3	8.7
SK이노베이션	매출액	13,131.4	14,958.7	12,553.9	4.6	-12.2	14,368.2	-8.6
	영업이익	51.7	835.8	845.3	-93.9	-93.8	537.9	-90.4
	세전이익	-44.9	684.2	661.4	-106.8	-106.6	484.0	-109.3
	순이익	-29.5	444.3	295.5	-110.0	-106.6	358.2	-108.2
S-Oil	매출액	6,049.9	7,187.9	5,814.4	4.1	-15.8	7,101.5	-14.8
	영업이익	-111.4	315.7	369.3	-130.2	-135.3	288.9	-138.6
	세전이익	-95.5	315.5	526.9	-118.1	-130.3	226.2	-142.2
	순이익	-76.1	229.9	386.9	-119.7	-133.1	226.8	-133.6

자료: 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

LG화학 (051910)	37
롯데케미칼 (011170)	41
금호석유 (011780)	45
대한유화 (006650)	49
SKC (011790)	53
SK이노베이션 (011170)	57
S-Oil (010950)	61

2019년 1월 7일

LG화학(051910)

석유화학 부진하나, 전지는 견조. 4Q18 실적이 바닥

4Q18 영업이익, 컨센서스 28% 하회 전망

4Q18 영업이익은 3,209억원(QoQ -47%, YoY -48%)으로 컨센(4,459억원)을 28% 하회할 전망이다. 석유화학/정보전자가 부진하나, 전지부문 실적이 견조한 점은 긍정적이다. 석유화학 영업이익은 2,672억원(QoQ -50%)으로 부진할 전망이다. 여수NCC 정기보수에 따른 기회손실 약 1,000억원이 발생하는데, 미중 무역분쟁에 따른 구매수요 둔화와 고가의 납사 투입에 따른 부정적인 레깅효과 또한 발생한 영향이다. 특히, PE/PP, ABS, SBR이 부진했던 것으로 판단된다. 정보전자는 비수기 진입에 따라 소폭 적자가 예상된다. 팜한농은 비수기 진입에 따라 전분기와 유사한 적자 흐름이 지속될 것이다. 반면, 전지는 영업이익 759억원(QoQ -10%)의 견조한 흐름이 전망된다. 소형전지의 고객사 신규모델 출시에 따른 물량 효과가 점진적으로 소멸되에도 불구하고, 매출 성장과 메탈가격 안정화로 xEV용 배터리의 흑자전환이 이루어진 영향이다.

1Q19 영업이익 QoQ +56% 개선 전망. 석유화학이 견인

1Q19 영업이익은 5,013억원(QoQ +56%, YoY -23%)을 예상한다. 석유화학 영업이익은 3,747억원(QoQ +40%)으로 전분기 대비 뚜렷하게 증가할 전망이다. 대산NCC 정기보수가 3~4월에 걸쳐 있어 기회손실이 500억원 가량 발생함에도 불구하고, 저가 납사 투입과 춘절 전후 재고확보 움직임이 나타나며 뚜렷한 실적이 이루어질 것으로 전망한다. 전지부문 영업이익은 790억원(QoQ -10%)으로 전분기와 유사한 수준이 예상된다. 정보전자는 BEP 수준의 실적이 지속될 것이나, 팜한농은 성수기 진입에 따라 뚜렷한 실적 개선을 전망한다.

석유화학 회복 예상. xEV용 중대형전지 실적 본격화 진행

BUY, TP 45만원을 유지한다. 본업인 석유화학은 낮아진 재고 수준을 감안하면 점진적인 회복이 기대되며, 중장기적으로는 미국 PE증설을 제외하면 공급이 제한적이기에 높은 이익사이클은 유효하다. xEV용 중대형전지는 메탈가격 연동 수주를 늘려가며 수익성을 확보와 수주 확대 노력을 지속 중이다. 2019년부터 본격화될 중대형전지의 실적 개선세를 주목하자.

Top Pick

BUY

I TP(12M): 450,000원 I CP(1월 4일): 330,500원

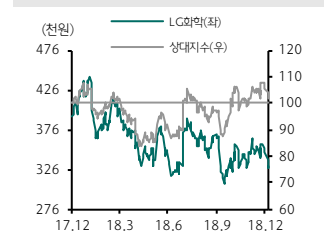
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,010.25
52주 최고/최저(원)	441,500/307,000
시가총액(십억원)	23,330.8
시가총액비중(%)	1.94
발행주식수(천주)	70,592.3
60일 평균 거래량(천주)	221.5
60일 평균 거래대금(십억원)	75.3
18년 배당금(예상,원)	6,000
18년 배당수익률(예상,%)	1.73
외국인지분율(%)	37.53
주요주주 지분율(%)	
LG 외 6 인	33.38
국민연금	9.74
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.8) 4.1 (16.4)
상대	(3.0) 17.3 2.5

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	27,954.7	32,116.8
영업이익(십억원)	2,391.9	2,582.1
순이익(십억원)	1,680.4	1,809.2
EPS(원)	20,835	22,720
BPS(원)	226,555	243,043

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	20,659.3	25,698.0	27,251.0	27,462.0	29,765.7
영업이익	십억원	1,991.9	2,928.5	2,277.4	2,169.5	2,570.3
세전이익	십억원	1,659.8	2,563.9	2,050.4	1,983.2	2,388.6
순이익	십억원	1,281.1	1,945.3	1,543.9	1,493.3	1,798.6
EPS	원	17,336	24,854	19,723	19,076	22,976
증감률	%	11.1	43.4	(20.6)	(3.3)	20.4
PER	배	15.06	16.30	17.59	17.33	14.38
PBR	배	1.38	1.92	1.54	1.39	1.29
EV/EBITDA	배	5.84	7.14	6.88	6.49	5.70
ROE	%	9.51	12.92	9.24	8.40	9.49
BPS	원	188,807	211,079	224,924	238,123	255,222
DPS	원	5,000	6,000	6,000	6,000	6,000



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

RA 김정현

02-3771-7617

jeonghyeon.kim@hanafn.com

표 1. LG화학 4Q18 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q18F	3Q18	4Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	6,410.7	7,234.9	6,432.2	-0.3	-11.4	7,101.8	-9.7
영업이익	320.9	602.4	615.0	-47.8	-46.7	445.9	-28.0
세전이익	267.9	485.1	433.6	-38.2	-44.8	391.9	-31.6
순이익	191.4	343.4	315.8	-39.4	-44.3	293.7	-34.8
영업이익률	5.0	8.3	9.6	-4.6	-3.3	6.3	-1.3
세전이익률	4.2	6.7	6.7	-2.6	-2.5	5.5	-1.3
순이익률	3.0	4.7	4.9	-1.9	-1.8	4.1	-1.1

자료: 하나금융투자

표 2. LG화학 연간 전망치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	27,251.0	27,395.9	-0.5	27,462.0	28,076.9	-2.2
영업이익	2,277.4	2,453.1	-7.2	2,169.5	2,656.9	-18.3
세전이익	2,050.4	2,256.9	-9.1	1,983.2	2,474.1	-19.8
순이익	1,543.9	1,660.8	-7.0	1,493.3	1,820.6	-18.0
영업이익률	8.4	9.0	-0.6	7.9	9.5	-1.6
세전이익률	7.5	8.2	-0.7	7.2	8.8	-1.6
순이익률	5.7	6.1	-0.4	5.4	6.5	-1.0

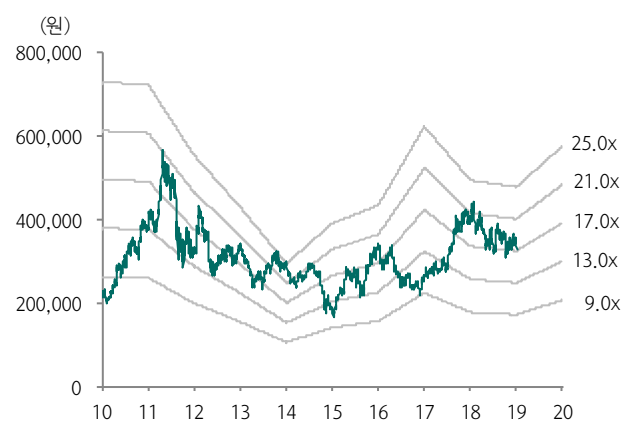
자료: 하나금융투자

그림 1. LG화학 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. LG화학 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

표 3. LG화학 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F		FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
매출액	6,553.6	7,051.9	7,234.9	6,410.6	6,514.7	6,794.2	6,900.7	7,252.4		20,659.3	25,698.0	27,251.0	27,462.0
QoQ(%)	1.9%	7.6%	2.6%	-11.4%	1.6%	4.3%	1.6%	5.1%					
YoY(%)	1.0%	10.5%	13.1%	-0.3%	-0.6%	-3.7%	-4.6%	13.1%		2.2%	24.4%	6.0%	0.8%
석유화학	4,359.1	4,671.2	4,648.9	3,609.9	3,370.0	3,590.4	3,716.5	3,922.2		14,447.2	17,426.9	17,289.1	14,599.1
정보전자	759.8	764.6	847.2	741.9	740.9	739.9	738.9	738.0		2,656.0	3,061.8	3,113.5	2,957.6
전지	1,244.5	1,494.0	1,704.3	2,005.4	2,202.7	2,296.3	2,389.8	2,528.2		3,561.7	4,560.6	6,448.2	9,417.0
팜한농	236.9	187.6	92.1	70.9	248.7	197.0	96.7	74.4		325.4	603.8	587.5	616.8
생명과학	131.1	150.9	135.3	162.8	144.2	166.0	148.8	179.1			551.4	580.1	638.1
영업이익	650.8	703.3	602.4	320.9	501.3	536.4	545.3	586.5		1,991.9	2,928.5	2,277.4	2,169.5
영업이익률(%)	9.9%	10.0%	8.3%	5.0%	7.7%	7.9%	7.9%	8.1%		9.6%	11.4%	8.4%	7.9%
QoQ(%)	5.8%	8.1%	-14.3%	-46.7%	56.2%	7.0%	1.7%	7.6%					
YoY(%)	-18.3%	-3.2%	-23.7%	-47.8%	-23.0%	-23.7%	-9.5%	82.8%		9.2%	47.0%	-22.2%	-4.7%
석유화학	609.0	672.5	532.0	267.2	374.7	430.0	453.8	474.9		2,131.4	2,809.5	2,080.7	1,733.5
영업이익률(%)	14.0%	14.4%	11.4%	7.4%	11.1%	12.0%	12.2%	12.1%		14.8%	16.1%	12.0%	11.9%
QoQ(%)	-2.4%	10.4%	-20.9%	-49.8%	40.3%	14.8%	5.5%	4.7%					
YoY(%)	-17.0%	-1.9%	-29.6%	-57.2%	-38.5%	-36.1%	-14.7%	77.8%		27.1%	31.8%	-25.9%	-16.7%
정보전자	-9.7	-21.9	11.8	-0.2	5.3	5.9	6.6	7.3		-54.9	111.4	-20.0	25.2
영업이익률(%)	-1.3%	-2.9%	1.4%	0.0%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%		-2.1%	3.6%	-0.6%	0.9%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	적전	흑전	12.8%	11.6%	10.6%					
YoY(%)	적전	적전	-71.1%	적전	흑전	흑전	-43.9%	흑전		적전	흑전	적전	흑전
전지	2.1	27.0	84.3	75.9	79.0	92.0	106.7	126.2		-49.3	28.9	189.3	403.9
영업이익률(%)	0.2%	1.8%	4.9%	3.8%	3.6%	4.0%	4.5%	5.0%		-1.4%	0.6%	2.9%	4.3%
QoQ(%)	-84.7%	1185.7%	212.2%	-10.0%	4.1%	16.5%	16.1%	18.2%					
YoY(%)	흑전	260.0%	365.7%	453.9%	3661.0%	240.6%	26.6%	66.3%		적전	흑전	555.0%	113.4%
팜한농	45.4	11.5	-18.8	-18.9	45.4	11.5	-18.8	-18.9		-53.1	35.4	19.2	19.2
영업이익률(%)	19.2%	6.1%	-20.4%	-26.7%	18.3%	5.8%	-19.4%	-25.4%		-16.3%	5.9%	3.3%	3.1%
QoQ(%)	흑전	-74.7%	적전	적지	흑전	-74.7%	적전	적지					
YoY(%)	-9.9%	-15.4%	적지	적지	0.0%	0.0%	적지	적지			흑전	-45.8%	0.0%
생명과학	7.0	15.8	13.2	14.8	14.0	15.9	15.9	16.6			53.6	50.8	62.4
영업이익률(%)	5.3%	10.5%	9.8%	9.1%	9.7%	9.6%	10.7%	9.3%			9.7%	8.8%	9.8%
QoQ(%)	677.8%	125.7%	-16.5%	11.8%	-5.4%	13.7%	0.1%	4.7%					
YoY(%)	-66.0%	-16.4%	0.0%	1540.0%	99.4%	0.5%	20.4%	12.7%				-5.3%	22.8%
당기순이익	552.7	493.4	346.6	165.6	357.6	343.9	364.8	441.0		1,281.0	2,022.0	1,558.3	1,507.3
당기순이익률(%)	8.4%	7.0%	4.8%	2.6%	5.5%	5.1%	5.3%	6.1%		6.2%	7.9%	5.7%	5.5%
QoQ(%)	63.5%	-10.7%	-29.8%	-52.2%	115.9%	-3.8%	6.1%	20.9%					
YoY(%)	0.8%	-16.4%	-36.5%	-51.0%	-35.3%	-30.3%	5.2%	166.3%		11.5%	57.8%	-22.9%	-3.3%
지배순이익	531.3	477.7	343.4	191.4	354.3	340.7	361.4	436.9		1,281.1	1,945.3	1,543.9	1,493.3

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	20,659.3	25,698.0	27,251.0	27,462.0	29,765.7
매출원가	16,595.1	20,134.5	22,708.3	22,859.5	24,445.6
매출총이익	4,064.2	5,563.5	4,542.7	4,602.5	5,320.1
판매비	2,072.3	2,635.1	2,265.2	2,432.9	2,749.8
영업이익	1,991.9	2,928.5	2,277.4	2,169.5	2,570.3
금융손익	(120.3)	(79.4)	(70.9)	(60.2)	(55.6)
중속/관계기업손익	(3.8)	6.6	6.6	6.6	6.6
기타영업외손익	(208.0)	(291.8)	(162.7)	(132.7)	(132.7)
세전이익	1,659.8	2,563.9	2,050.4	1,983.2	2,388.6
법인세	378.8	541.9	492.1	476.0	573.3
계속사업이익	1,281.0	2,022.0	1,558.3	1,507.3	1,815.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,281.0	2,022.0	1,558.3	1,507.3	1,815.4
비지배주주지분 손이익	(0.1)	76.7	14.4	13.9	16.8
지배주주순이익	1,281.1	1,945.3	1,543.9	1,493.3	1,798.6
지배주주지분포괄이익	1,277.9	1,808.4	1,502.3	1,453.0	1,750.0
NOPAT	1,537.3	2,309.5	1,730.8	1,648.9	1,953.4
EBITDA	3,328.6	4,330.5	3,779.3	3,744.4	4,205.5
성장성(%)					
매출액증가율	2.2	24.4	6.0	0.8	8.4
NOPAT증가율	13.7	50.2	(25.1)	(4.7)	18.5
EBITDA증가율	8.1	30.1	(12.7)	(0.9)	12.3
영업이익증가율	9.2	47.0	(22.2)	(4.7)	18.5
(지배주주)순이익증가율	11.1	51.8	(20.6)	(3.3)	20.4
EPS증가율	11.1	43.4	(20.6)	(3.3)	20.4
수익성(%)					
매출총이익률	19.7	21.6	16.7	16.8	17.9
EBITDA이익률	16.1	16.9	13.9	13.6	14.1
영업이익률	9.6	11.4	8.4	7.9	8.6
계속사업이익률	6.2	7.9	5.7	5.5	6.1
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	17,336	24,854	19,723	19,076	22,976
BPS	188,807	211,079	224,924	238,123	255,222
CFPS	41,765	49,691	47,118	47,056	52,946
EBITDAPS	45,042	55,328	48,279	47,833	53,723
SPS	279,557	328,329	348,117	350,812	380,241
DPS	5,000	6,000	6,000	6,000	6,000
주가지표(배)					
PER	15.1	16.3	17.6	17.3	14.4
PBR	1.4	1.9	1.5	1.4	1.3
PCR	6.2	8.2	7.4	7.0	6.2
EV/EBITDA	5.8	7.1	6.9	6.5	5.7
PSR	0.9	1.2	1.0	0.9	0.9
재무비율(%)					
ROE	9.5	12.9	9.2	8.4	9.5
ROA	6.6	8.5	6.1	5.6	6.4
ROIC	11.0	14.6	10.0	9.2	10.5
부채비율	45.8	53.3	48.9	46.4	45.7
순부채비율	4.7	1.6	(1.0)	(3.4)	(4.8)
이자보상배율(배)	25.9	29.3	24.2	25.3	29.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	9,226.9	11,205.6	11,658.2	12,177.7	13,251.3
금융자산	2,228.4	2,779.0	2,722.9	3,173.2	3,492.1
현금성자산	1,474.4	2,249.3	2,161.2	2,607.2	2,878.6
매출채권 등	3,758.7	4,689.7	4,973.2	5,011.7	5,432.1
재고자산	2,965.2	3,352.5	3,555.0	3,582.6	3,883.1
기타유동자산	274.6	384.4	407.1	410.2	444.0
비유동자산	11,260.1	13,835.6	14,287.1	14,840.3	15,574.3
투자자산	349.1	352.5	373.8	376.7	408.3
금융자산	88.2	88.4	93.7	94.4	102.4
유형자산	9,680.1	11,211.5	11,728.9	12,358.0	13,131.7
무형자산	832.1	1,823.2	1,735.8	1,657.0	1,585.9
기타비유동자산	398.8	448.4	448.6	448.6	448.4
자산총계	20,487.1	25,041.2	25,945.3	27,017.9	28,825.6
유동부채	5,446.9	6,644.7	6,440.0	6,479.3	6,907.7
금융부채	2,212.6	1,451.3	957.9	957.9	957.9
매입채무 등	2,887.7	4,212.8	4,467.4	4,502.0	4,879.7
기타유동부채	346.6	980.6	1,014.7	1,019.4	1,070.1
비유동부채	989.2	2,058.0	2,086.0	2,089.8	2,131.5
금융부채	678.0	1,593.6	1,593.6	1,593.6	1,593.6
기타비유동부채	311.2	464.4	492.4	496.2	537.9
부채총계	6,436.1	8,702.6	8,526.1	8,569.1	9,039.2
지배주주지분	13,937.4	16,168.5	17,252.4	18,285.6	19,624.2
자본금	369.5	391.4	391.4	391.4	391.4
자본잉여금	1,157.8	2,274.4	2,274.4	2,274.4	2,274.4
자본조정	(15.7)	(362.7)	(362.7)	(362.7)	(362.7)
기타포괄이익누계액	(37.0)	(173.8)	(173.8)	(173.8)	(173.8)
이익잉여금	12,462.8	14,039.3	15,123.1	16,156.4	17,494.9
비지배주주지분	113.6	170.1	166.8	163.2	162.3
자본총계	14,051.0	16,338.6	17,419.2	18,448.8	19,786.5
순금융부채	662.3	265.9	(171.4)	(621.7)	(940.6)
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,516.7	3,180.7	2,954.7	3,142.4	3,252.3
당기순이익	1,281.0	2,022.0	1,558.3	1,507.3	1,815.4
조정	1,617.8	1,873.5	1,588.3	1,661.2	1,721.6
감가상각비	1,336.7	1,402.0	1,501.9	1,574.9	1,635.2
외환거래손익	16.2	(88.7)	60.6	60.6	60.6
지분법손익	37.2	(7.7)	(6.6)	(6.6)	(6.6)
기타	227.7	567.9	32.4	32.3	32.4
영업활동자산부채변동	(382.1)	(714.8)	(191.9)	(26.1)	(284.7)
투자활동 현금흐름	(1,736.8)	(1,640.4)	(2,056.9)	(2,204.0)	(2,488.4)
투자자산감소(증가)	(14.5)	3.2	(32.3)	(13.9)	(42.6)
유형자산감소(증가)	(1,381.0)	(1,850.0)	(1,932.0)	(2,125.2)	(2,337.7)
기타	(341.3)	206.4	(92.6)	(64.9)	(108.1)
재무활동 현금흐름	(1,007.3)	(736.5)	(953.5)	(460.1)	(460.1)
금융부채증가(감소)	231.9	154.3	(493.5)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	1,138.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(892.7)	(1,643.6)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(346.5)	(385.7)	(460.1)	(460.1)	(460.1)
현금의 증감	(230.6)	775.0	(88.1)	446.0	271.4
Unlevered CFO	3,086.4	3,889.3	3,688.5	3,683.6	4,144.7
Free Cash Flow	1,118.2	928.1	1,022.7	1,017.2	914.6

2019년 1월 7일

롯데케미칼(011170)

부진한 4Q18 실적. 하지만, 지금이 주가의 바닥

4Q18 영업이익, 컨센서스 48% 하회 예상

4Q18 영업이익은 1,910억원(QoQ -62%, YoY -73%)으로 컨센서스(3,672억원)를 48% 하회할 전망이다. 여수NCC/울산/타이탄 정기보수에 따른 기회손실이 각각 500억원/200억원/200억원 발생하고, 설비트러블에 따른 보수 비용 200억원 등 일회성적인 손실이 약 1,100억원이나 발생한 영향이다. 전 사업부의 실적이 전분기 대비 감소할 것으로 추정한다. 유가 상승에도 불구하고 미-중 무역분쟁이 지속되며 원재료 구매수요가 급격하게 위축되어 제품 전반 스프레드가 축소된 영향이다. 올레핀/LC타이탄은 PE/PP, MEG, BD 마진이 부진했으며, 아로마틱/첨단소재는 PIA와 폴리카보네이트/ABS의 마진이 부진했던 것으로 파악된다.

1Q19 영업이익 QoQ +120%로 큰 폭 증가

1Q19 영업이익은 4,197억원(QoQ +120%, YoY -37%)으로 전분기 대비 큰 폭의 증가가 예상된다. 우선, 전분기에 정기보수/트러블 등에 따라 발생한 약 900억원의 기회손실이 제거(타이탄은 정기보수 지속으로 제외)된다. 저가의 납사가 투입되며 원가 부담도 큰 폭으로 경감될 전망이다. 또한 미국 EG와 ECC 또한 점진적으로 가동되며 실적에 기여할 것으로 예상된다. 낮은 재고 하에서 미-중 무역분쟁 완화에 따른 구매심리 회복이 나타나며 춘절을 전후하여 시황의 점진적인 개선이 나타날 것으로 전망한다.

역사적 저점 PBR 0.6배. 개선될 실적을 감안 시 지금이 바닥

TP를 40만원에서 35만원으로 조정한다. 미중 무역분쟁에 따른 구매수요 지연 등 매크로 리스크를 감안해 2019년 이익 추정치를 14% 하향했기 때문이다. 그럼에도 불구하고 현 시점에서 매수 의견을 제시한다. 기업의 펀더멘털 대비 현 주가는 과매도 구간이기 때문이다. 현 주가는 12M Fwd PBR 0.63배 수준으로 2009년 금융위기를 제외하면 2002년부터 17년 간의 주가 저점인 PBR 0.6배에 근접했다. 미국 ECC중설과 여수NCC중설, 타이탄의 PP 20만톤/년(약 50% 중설)의 신규 가동에 따른 물량 증대 효과가 2019년에는 기대된다. 개선될 실적을 감안하면 지금이 바닥이다. 저점 매수를 적극 권한다.

Top Pick

BUY

I TP(12M): 350,000원(하향) | CP(1월 4일): 256,500원

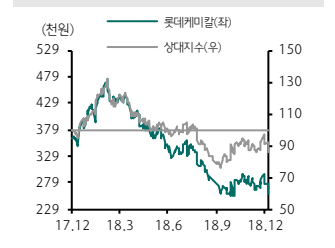
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,010.25
52주 최고/최저(원)	474,500/254,000
시가총액(십억원)	8,791.6
시가총액비중(%)	0.73
발행주식수(천주)	34,275.4
60일 평균 거래량(천주)	286.4
60일 평균 거래대금(십억원)	79.5
18년 배당금(예상, 원)	10,500
18년 배당수익률(예상, %)	3.79
외국인지분율(%)	31.24
주요주주 지분율(%)	
롯데물산 외 5인	53.55
국민연금	9.08
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(10.2) (20.8) (26.5)
상대	(5.5) (10.8) (9.8)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	16,636.8	17,748.4
영업이익(십억원)	2,221.2	2,164.4
순이익(십억원)	1,878.6	1,869.1
EPS(원)	52,808	52,349
BPS(원)	376,350	416,112

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	13,223.5	15,874.5	15,905.3	16,056.3	17,331.5
영업이익	십억원	2,544.3	2,929.7	2,057.9	1,937.7	2,103.6
세전이익	십억원	2,487.4	3,084.7	2,429.3	2,205.6	2,389.4
순이익	십억원	1,835.8	2,243.9	1,698.3	1,605.3	1,739.1
EPS	원	53,561	65,466	49,548	46,835	50,739
증감률	%	85.0	22.2	(24.3)	(5.5)	8.3
PER	배	6.89	5.62	5.59	5.48	5.06
PBR	배	1.35	1.10	0.74	0.62	0.57
EV/EBITDA	배	4.48	3.53	3.19	2.68	2.20
ROE	%	21.74	21.52	13.97	11.93	11.78
BPS	원	273,173	335,215	374,263	410,598	450,836
DPS	원	4,000	10,500	10,500	10,500	10,500



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 김정현
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com

표 1. 롯데케미칼 4Q18 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q18F	3Q18	4Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	3,204.2	4,247.6	4,035.0	-20.6	-24.6	3,959.9	-19.1
영업이익	190.9	503.6	716.5	-73.4	-62.1	367.2	-48.0
세전이익	269.5	597.4	701.8	-61.6	-54.9	420.6	-35.9
순이익	181.0	434.9	472.2	-61.7	-58.4	289.3	-37.4
영업이익률	6.0	11.9	17.8	-11.8	-5.9	9.3	-3.3
세전이익률	8.4	14.1	17.4	-9.0	-5.7	10.6	-2.2
순이익률	5.6	10.2	11.7	-6.1	-4.6	7.3	-1.7

자료: 하나금융투자

표 2. 롯데케미칼 연간 전망치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	15,905.3	16,275.5	-2.3	16,056.3	18,800.6	-14.6
영업이익	2,057.9	2,218.4	-7.2	1,937.7	2,255.4	-14.1
세전이익	2,429.3	2,590.1	-6.2	2,205.6	2,521.6	-12.5
순이익	1,698.3	1,810.7	-6.2	1,605.3	1,835.3	-12.5
영업이익률	12.9	13.6	-0.7	12.1	12.0	0.1
세전이익률	15.3	15.9	-0.6	13.7	13.4	0.3
순이익률	10.7	11.1	-0.4	10.0	9.8	0.2

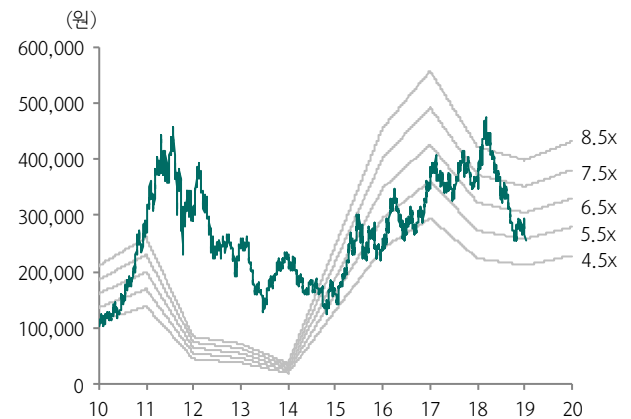
자료: 하나금융투자

그림 1. 롯데케미칼 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 롯데케미칼 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

표 3. 롯데케미칼 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F		FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
매출액	4,123.2	4,330.2	4,247.6	3,204.2	3,923.2	3,947.6	4,033.2	4,152.3		13,223.5	15,874.5	15,905.3	16,056.3
QoQ(%)	2.2%	5.0%	-1.9%	-24.6%	22.4%	0.6%	2.2%	3.0%					
YoY(%)	3.2%	12.4%	6.5%	-20.6%	-4.9%	-8.8%	-5.0%	29.6%		12.9%	20.0%	0.2%	0.9%
Olefin 부문	2,092.0	2,221.1	2,034.4	1,226.0	1,690.0	1,690.4	1,747.3	1,804.6		6,980.2	8,114.9	7,573.5	6,932.2
Aromatic 부문	779.9	801.8	832.9	703.6	807.6	830.1	820.5	842.6		2,076.0	2,964.5	3,118.2	3,300.8
Titan Chemical	596.6	626.5	669.1	604.8	556.1	556.1	575.0	593.8		2,285.2	2,044.9	2,497.0	2,281.0
롯데첨단소재	763.2	788.6	814.9	669.9	615.9	617.3	636.8	657.7		1,950.7	2,894.1	3,036.6	2,527.8
영업이익	662.0	701.3	503.6	191.0	419.7	487.4	527.3	503.3		2,544.3	2,929.7	2,057.9	1,937.7
영업이익률(%)	16.1%	16.2%	11.9%	6.0%	10.7%	12.3%	13.1%	12.1%		19.2%	18.5%	12.9%	12.1%
QoQ(%)	-7.6%	5.9%	-28.2%	-62.1%	119.7%	16.1%	8.2%	-4.6%					
YoY(%)	-18.8%	10.9%	-34.3%	-73.3%	-36.6%	-30.5%	4.7%	163.4%		57.9%	15.2%	-29.8%	-5.8%
Olefin 부문	412.8	470.3	311.9	104.7	293.7	301.4	326.1	303.4		1,701.7	1,952.1	1,299.7	1,224.6
영업이익률(%)	19.7%	21.2%	15.3%	8.5%	17.4%	17.8%	18.7%	16.8%		24.4%	24.1%	17.2%	17.7%
QoQ(%)	-8.3%	13.9%	-33.7%	-66.4%	180.5%	2.6%	8.2%	-6.9%					
YoY(%)	-31.3%	18.0%	-38.0%	-76.7%	-28.8%	-35.9%	4.5%	189.7%		26.8%	14.7%	-33.4%	-5.8%
Aromatic 부문	108.8	100.4	96.8	45.2	74.0	83.1	86.3	92.9		142.0	417.4	351.2	336.2
영업이익률(%)	14.0%	12.5%	11.6%	6.4%	9.2%	10.0%	10.5%	11.0%		6.8%	14.1%	11.3%	10.2%
QoQ(%)	22.2%	-7.7%	-3.6%	-53.3%	63.6%	12.3%	3.9%	7.6%					
YoY(%)	6.4%	-11.7%	-13.9%	-49.2%	-32.0%	-17.3%	-10.8%	105.4%		흑전	193.9%	-15.9%	-4.3%
Titan Chemical	71.9	69.2	48.7	17.7	38.8	52.3	61.3	48.2		512.6	281.1	207.5	200.5
영업이익률(%)	12.1%	11.0%	7.3%	2.9%	7.0%	9.4%	10.7%	8.1%		22.4%	13.7%	8.3%	8.8%
QoQ(%)	-22.7%	-3.8%	-29.6%	-63.6%	119.0%	34.9%	17.2%	-21.4%					
YoY(%)	3.9%	31.3%	-26.4%	-81.0%	-46.1%	-24.4%	25.8%	172.1%		56.5%	-45.2%	-26.2%	-3.4%
롯데첨단소재	90.1	77.9	59.0	36.2	26.0	25.4	28.4	33.6		239.7	332.5	263.2	113.4
영업이익률(%)	11.8%	9.9%	7.2%	5.4%	4.2%	4.1%	4.5%	5.1%		12.3%	11.5%	8.7%	4.5%
QoQ(%)	9.1%	-13.5%	-24.3%	-38.6%	-28.2%	-2.1%	11.7%	18.2%					
YoY(%)	27.6%	-0.5%	-41.6%	-56.2%	-71.2%	-67.4%	-51.8%	-7.2%			38.7%	-20.8%	-56.9%
당기순이익	543.2	579.0	454.3	196.8	354.3	422.0	462.0	437.9		1,837.2	2,284.6	1,773.4	1,676.3
당기순이익률(%)	13.2%	13.4%	10.7%	6.1%	9.0%	10.7%	11.5%	10.5%		13.9%	14.4%	11.1%	10.4%
QoQ(%)	9.4%	6.6%	-21.5%	-56.7%	80.0%	19.1%	9.5%	-5.2%					
YoY(%)	-15.3%	12.3%	-28.0%	-60.4%	-34.8%	-27.1%	1.7%	122.5%		85.5%	24.4%	-22.4%	-5.5%
지배순이익	526.9	555.4	434.9	181.0	339.3	404.2	442.4	419.4		1,835.8	2,243.9	1,698.3	1,605.3

자료: 하나금융투자

주정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	13,223.5	15,874.5	15,905.3	16,056.3	17,331.5
매출원가	9,956.8	12,081.9	12,977.7	13,306.9	14,360.9
매출총이익	3,266.7	3,792.6	2,927.6	2,749.4	2,970.6
판매비	722.5	862.9	869.6	811.7	867.0
영업이익	2,544.3	2,929.7	2,057.9	1,937.7	2,103.6
금융손익	(84.9)	(20.1)	60.6	71.6	89.5
중속/관계기업손익	71.4	284.4	284.4	250.0	250.0
기타영업외손익	(43.5)	(109.3)	26.3	(53.7)	(53.7)
세전이익	2,487.4	3,084.7	2,429.3	2,205.6	2,389.4
법인세	650.2	800.1	655.9	529.3	573.5
계속사업이익	1,837.2	2,284.6	1,773.4	1,676.3	1,816.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,837.2	2,284.6	1,773.4	1,676.3	1,816.0
비배주주지분 순이익	1.4	40.7	75.1	71.0	76.9
지배주주순이익	1,835.8	2,243.9	1,698.3	1,605.3	1,739.1
지배주주지분포괄이익	1,920.5	1,859.1	1,776.1	1,678.9	1,818.8
NOPAT	1,879.2	2,169.8	1,502.3	1,472.6	1,598.8
EBITDA	3,173.4	3,620.9	2,777.1	2,673.8	2,861.6
성장성(%)					
매출액증가율	12.9	20.0	0.2	0.9	7.9
NOPAT증가율	67.4	15.5	(30.8)	(2.0)	8.6
EBITDA증가율	51.2	14.1	(23.3)	(3.7)	7.0
영업이익증가율	57.9	15.1	(29.8)	(5.8)	8.6
(지배주주)순이익증가율	85.0	22.2	(24.3)	(5.5)	8.3
EPS증가율	85.0	22.2	(24.3)	(5.5)	8.3
수익성(%)					
매출총이익률	24.7	23.9	18.4	17.1	17.1
EBITDA이익률	24.0	22.8	17.5	16.7	16.5
영업이익률	19.2	18.5	12.9	12.1	12.1
계속사업이익률	13.9	14.4	11.1	10.4	10.5
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	53,561	65,466	49,548	46,835	50,739
BPS	273,173	335,215	374,263	410,598	450,836
CFPS	93,730	106,472	89,573	83,074	88,552
EBITDAPS	92,585	105,641	81,024	78,009	83,488
SPS	385,802	463,146	464,043	468,448	505,653
DPS	4,000	10,500	10,500	10,500	10,500
주가지표(배)					
PER	6.9	5.6	5.6	5.5	5.1
PBR	1.4	1.1	0.7	0.6	0.6
PCR	3.9	3.5	3.1	3.1	2.9
EV/EBITDA	4.5	3.5	3.2	2.7	2.2
PSR	1.0	0.8	0.6	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	21.7	21.5	14.0	11.9	11.8
ROA	13.4	12.7	8.4	7.5	7.6
ROIC	25.6	22.6	14.6	13.8	14.5
부채비율	68.8	59.5	51.8	47.4	42.6
순부채비율	16.2	(5.0)	(10.8)	(16.9)	(21.1)
이자보상배율(배)	33.3	27.3	19.0	17.9	20.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	5,851.7	8,225.5	9,170.8	10,330.8	11,254.8
금융자산	2,664.8	4,879.5	5,744.6	6,806.9	7,452.3
현금성자산	2,202.9	1,685.2	2,544.1	3,576.0	3,964.8
매출채권 등	1,556.4	1,682.0	1,685.3	1,701.3	1,836.4
재고자산	1,477.2	1,536.0	1,612.8	1,693.4	1,827.9
기타유동자산	153.3	128.0	128.1	129.2	138.2
비유동자산	10,015.2	11,325.5	11,582.3	11,760.6	12,187.4
투자자산	2,528.2	2,727.2	2,732.5	2,758.5	2,977.5
금융자산	392.0	342.7	343.3	346.6	374.1
유형자산	5,546.7	6,716.2	7,046.1	7,270.7	7,544.8
무형자산	1,792.4	1,710.6	1,632.1	1,559.9	1,493.5
기타비유동자산	147.9	171.5	171.6	171.5	171.6
자산총계	15,866.8	19,551.0	20,753.1	22,091.5	23,442.2
유동부채	3,448.8	3,790.9	3,578.1	3,593.0	3,427.2
금융부채	1,747.2	1,514.4	1,514.4	1,514.6	1,224.7
매입채무 등	1,256.9	1,688.5	1,475.5	1,489.5	1,607.8
기타유동부채	444.7	588.0	588.2	588.9	594.7
비유동부채	3,017.2	3,505.3	3,506.8	3,513.9	3,574.4
금융부채	2,444.8	2,752.7	2,752.7	2,752.7	2,752.7
기타비유동부채	572.4	752.6	754.1	761.2	821.7
부채총계	6,466.0	7,296.2	7,084.9	7,106.9	7,001.6
지배주주지분	9,363.1	11,489.7	12,828.0	14,073.4	15,452.6
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	478.6	880.7	880.7	880.7	880.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	226.2	(144.6)	(144.6)	(144.6)	(144.6)
이익잉여금	8,487.0	10,582.1	11,920.5	13,165.9	14,545.1
비배주주지분	37.7	765.1	840.2	911.2	988.0
자본총계	9,400.8	12,254.8	13,668.2	14,984.6	16,440.6
순금융부채	1,527.1	(612.4)	(1,477.5)	(2,539.6)	(3,474.9)
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,700.6	3,129.0	2,122.7	2,242.2	2,367.6
당기순이익	1,837.2	2,284.6	1,773.4	1,676.3	1,816.0
조정	1,002.1	774.4	640.9	641.8	645.7
감가상각비	629.2	691.2	719.2	736.1	757.9
외환거래손익	34.7	(38.5)	(36.6)	(36.6)	(36.6)
지분법손익	(71.4)	(284.4)	0.0	0.0	0.0
기타	409.6	406.1	(41.7)	(57.7)	(75.6)
영업활동자산부채 변동	(138.7)	70.0	(291.6)	(75.9)	(94.1)
투자활동 현금흐름	(3,564.6)	(4,717.6)	(795.8)	(742.5)	(1,224.6)
투자자산감소(증가)	(612.2)	(199.1)	(5.3)	(26.0)	(219.1)
유형자산감소(증가)	(1,577.2)	(2,017.0)	(970.7)	(888.5)	(965.6)
기타	(1,375.2)	(2,501.5)	180.2	172.0	(39.9)
재무활동 현금흐름	1,100.5	1,114.5	(467.9)	(467.8)	(754.2)
금융부채증가(감소)	1,776.7	75.1	0.0	0.1	(289.9)
자본증가(감소)	2.1	402.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(594.1)	772.0	(108.0)	(108.0)	(104.4)
배당지급	(84.2)	(134.8)	(359.9)	(359.9)	(359.9)
현금의 증감	260.7	(517.7)	858.9	1,031.9	388.8
Unlevered CFO	3,212.6	3,649.4	3,070.2	2,847.4	3,035.2
Free Cash Flow	1,112.5	1,109.1	1,151.9	1,353.7	1,402.0

2019년 1월 7일

금호석유(011780)

상대적으로 양호한 실적 예상. 2019년도 견조한 실적 전망

4Q18 영업이익 컨센 14% 하회하며 상대적으로 양호

4Q18 영업이익은 1,086억원(QoQ -28%, YoY +14%)으로 컨센서스(1,263억원)를 14% 하회할 것으로 예상된다. 에너지/정밀화학부문을 제외한 전 사업부가 전분기 대비 감익될 전망이다. 전반적으로 미중 무역분쟁 지속에 따른 구매 수요 부진이 지속된 가운데, 고가 원재료 투입의 부정적인 레깅효과가 전사에 걸쳐 발생했기 때문이다. 합성고무 영업이익은 102억원(QoQ -64%, OPM 2.3%)을 예상한다. 고가의 BD 투입에 따른 원가 부담에도 불구하고 NB Latex 등 특수고무는 여전히 높은 이익률을 유지 중인 것으로 파악된다. 합성수지는 ABS/PS의 약세로 소폭 적자전환을 예상하며, 페놀유도체는 BPA/페놀의 마진이 소폭 둔화되며 QoQ -19% 감익을 예상된다. 다만, 에너지/정밀화학은 SMP 상승에 따라 전분기 대비 소폭의 이익 개선이 이루어질 전망이다.

1Q19 영업이익 QoQ +6% 전망. 여전히 높은 이익 체력

1Q19 영업이익은 1,148억원(QoQ +6%, YoY -31%)을 추정한다. 미중 무역분쟁의 완화에 따른 구매심리 회복과 저가의 원재료 투입에 따른 원가부담 경감이 나타나며 소폭의 개선세가 예상된다. 합성고무 영업이익은 152억원(QoQ +49%)으로 개선될 전망이다. 전분기 SBR/BR 정기보수에 따른 물량 감소 효과 또한 제거될 전망이다. 합성수지 영업이익은 49억원으로 재차 흑자전환 될 전망이다.

2020년까지 유효한 Up-Cycle. 2019년 PER 5.7배로 저평가

TP를 기준 15만원에서 12만원으로 하향한다. 미중 무역분쟁에 따른 매크로 리스크를 감안하였고, 페놀/BPA, ABS 등의 마진 조정에 따라 2019년 순이익 추정치를 16% 가량 하향했기 때문이다. 다만, 합성고무에 대한 기대감과 페놀유도체의 Up-Cycle은 여전히 유효하다. 특히 NB Latex를 주목하자. 금호석유는 NB Latex의 글로벌 No.1 메이커(M/S 30% 상회). 16년 20만톤→17년 40만톤→19년 55만톤)로 증설을 통해 압도적인 지위를 다져가고 있다. 페놀유도체는 중국의 PC 대규모 증설과 벤젠 약세로 호황이 지속될 전망이다. 현 주가는 2019년 기준 PER 5.7배로 현저한 저평가 국면이라 판단한다.

Top Pick

BUY

TP(12M): 120,000원(하향) | CP(1월 4일): 81,700원

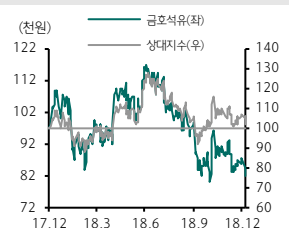
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,010.25
52주 최고/최저(원)	117,000/80,100
시가총액(십억원)	2,489.2
시가총액비중(%)	0.21
발행주식수(천주)	30,467.7
60일 평균 거래량(천주)	122.7
60일 평균 거래대금(십억원)	10.7
18년 배당금(예상, 원)	2,000
18년 배당수익률(예상, %)	2.29
외국인지분율(%)	34.71
주요주주 지분율(%)	
박찬구 외 5인	24.70
국민연금	8.45
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(12.4) (29.3) (21.8)
상대	(7.9) (20.3) (4.1)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	5,586.0	5,769.9
영업이익(십억원)	589.9	530.4
순이익(십억원)	526.0	462.8
EPS(원)	15,506	12,927
BPS(원)	84,664	99,668

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	3,970.4	5,064.8	5,479.8	5,049.5	5,525.6
영업이익	십억원	157.1	262.6	578.9	570.9	672.2
세전이익	십억원	112.9	289.8	646.4	629.6	732.0
순이익	십억원	73.2	213.6	517.6	479.0	556.9
EPS	원	2,187	6,377	15,456	14,302	16,628
증감률	%	(38.4)	191.6	142.4	(7.5)	16.3
PER	배	37.49	15.60	5.65	5.71	4.91
PBR	배	1.65	1.77	1.23	0.98	0.83
EV/EBITDA	배	12.52	10.04	5.05	4.34	3.38
ROE	%	4.61	12.34	24.79	18.82	18.52
BPS	원	49,559	56,215	70,856	83,488	98,445
DPS	원	800	1,000	2,000	2,000	2,000



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 김정현
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com

표 1. 금호석유 4Q18 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q18F	3Q18	4Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	1,247.5	1,450.6	1,212.3	2.9	-14.0	1,370.5	-9.0
영업이익	108.6	151.0	94.9	14.4	-28.1	126.3	-14.0
세전이익	108.6	162.4	70.4	54.3	-33.1	129.2	-15.9
순이익	87.8	122.4	51.3	71.2	-28.3	86.9	1.0
영업이익률	8.7	10.4	7.8	0.9	-1.7	9.2	-0.5
세전이익률	8.7	11.2	5.8	2.9	-2.5	9.4	-0.7
순이익률	7.0	8.4	4.2	2.8	-1.4	6.3	0.7

자료: 하나금융투자

표 2. 금호석유 연간 전망치 변경

(단위: 십억원, %)

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	5,479.8	5,619.5	-2.5	5,049.5	5,921.5	-14.7
영업이익	578.9	601.3	-3.7	570.9	689.6	-17.2
세전이익	646.4	668.8	-3.3	629.6	748.2	-15.9
순이익	517.6	535.6	-3.4	479.0	569.3	-15.9
영업이익률	10.6	10.7	-0.1	11.3	11.6	-0.3
세전이익률	11.8	11.9	-0.1	12.5	12.6	-0.2
순이익률	9.4	9.5	-0.1	9.5	9.6	-0.1

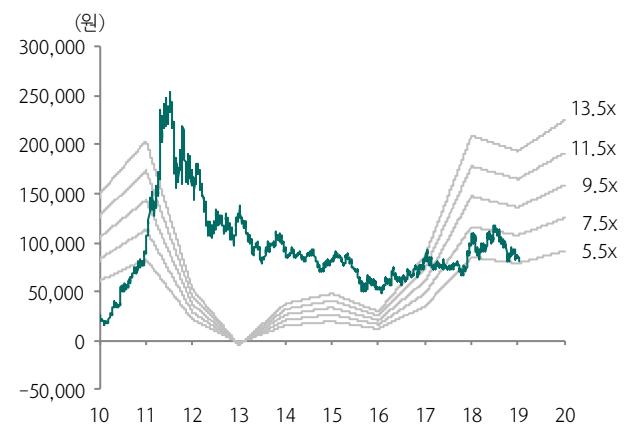
자료: 하나금융투자

그림 1. 금호석유 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 금호석유 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 3. 금호석유 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2018				FY2019					FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F					
매출액	1,339.9	1,441.8	1,450.6	1,247.5	1,213.0	1,224.7	1,262.0	1,349.8		3,970.4	5,064.8	5,479.8	5,049.5
QoQ(%)	10.5%	7.6%	0.6%	-14.0%	-2.8%	1.0%	3.0%	7.0%					
YoY(%)	-4.9%	16.4%	20.4%	2.9%	-9.5%	-15.1%	-13.0%	8.2%		0.9%	27.6%	8.2%	-7.9%
합성고무	474.5	516.6	539.5	438.2	464.3	466.5	484.5	523.1		1,559.2	2,068.1	1,968.8	1,938.4
합성수지	299.6	324.1	320.7	238.0	218.3	224.4	234.9	255.4		1,035.7	1,205.5	1,182.4	933.1
에너지/정밀화학	149.6	148.2	136.8	156.3	153.7	154.8	153.1	154.5		516.0	610.2	590.9	616.1
페놀(금호 P&B)	416.2	452.9	453.6	414.9	376.6	379.1	389.5	416.8		859.5	1,180.9	1,737.6	1,561.9
영업이익	165.8	153.5	151.0	108.6	114.8	130.7	152.3	173.0		157.1	262.6	578.9	570.9
영업이익률(%)	12.4%	10.6%	10.4%	8.7%	9.5%	10.7%	12.1%	12.8%		4.0%	5.2%	10.6%	11.3%
QoQ(%)	74.6%	-7.4%	-1.7%	-28.1%	5.8%	13.8%	16.5%	13.6%					
YoY(%)	152.2%	247.5%	161.4%	14.4%	-30.7%	-14.9%	0.9%	59.4%		-4.2%	67.2%	120.4%	-1.4%
합성고무	33.2	42.9	28.1	10.2	15.2	24.7	35.9	43.8		29.9	58.3	114.4	119.6
영업이익률(%)	7.0%	8.3%	5.2%	2.3%	3.3%	5.3%	7.4%	8.4%		1.9%	2.8%	5.8%	6.2%
QoQ(%)	41.7%	29.1%	-34.6%	-63.5%	48.7%	62.3%	45.2%	22.0%					
YoY(%)	94.8%	560.3%	149.1%	-56.3%	-54.2%	-42.4%	27.9%	327.7%		72.0%	94.9%	96.4%	4.6%
합성수지	24.0	16.2	9.6	-1.3	4.9	11.1	13.9	16.0		42.9	59.6	48.5	45.9
영업이익률(%)	8.0%	5.0%	3.0%	-0.5%	2.3%	4.9%	5.9%	6.3%		4.1%	4.9%	4.1%	4.9%
QoQ(%)	33.5%	-32.4%	-40.6%	적전	흑전	124.5%	25.4%	15.4%					
YoY(%)	172.3%	62.2%	-57.9%	적전	-79.4%	-31.7%	44.3%	흑전		-18.9%	38.9%	-18.7%	-5.3%
에너지/정밀화학	42.0	25.5	35.1	36.4	36.4	36.4	36.4	36.4		67.5	114.0	139.1	145.5
영업이익률(%)	28.1%	17.2%	25.7%	23.3%	23.7%	23.5%	23.8%	23.5%		13.1%	18.7%	23.5%	23.6%
QoQ(%)	7.8%	-39.3%	37.7%	3.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%					
YoY(%)	41.9%	8.3%	61.4%	-6.8%	-13.5%	42.5%	3.5%	0.0%		-20.6%	68.8%	22.0%	4.6%
페놀(금호 P&B)	66.6	68.9	78.2	63.3	58.3	58.6	66.2	76.9		16.1	30.7	277.0	259.9
영업이익률(%)	16.0%	15.2%	17.2%	15.3%	15.5%	15.5%	17.0%	18.4%		1.9%	2.6%	15.9%	16.6%
QoQ(%)	361.0%	3.5%	13.4%	-19.0%	-7.9%	0.5%	13.0%	16.1%					
YoY(%)	552.6%	1566.2%	4085.1%	338.1%	-12.4%	-15.0%	-15.3%	21.4%		27.6%	89.8%	803.6%	-6.1%
당기순이익	143.6	175.4	122.5	75.5	98.4	110.5	126.9	142.7		80.8	217.6	517.1	478.5
당기순이익률(%)	10.7%	12.2%	8.4%	6.1%	8.1%	9.0%	10.1%	10.6%		2.0%	4.3%	9.4%	9.5%
QoQ(%)	170.8%	22.1%	-30.2%	-38.4%	30.4%	12.3%	14.9%	12.4%					
YoY(%)	103.9%	368.0%	116.2%	42.3%	-31.5%	-37.0%	3.6%	89.0%		-33.7%	169.5%	137.6%	-7.5%
지배순이익	132.1	175.3	122.4	87.8	98.5	110.6	127.0	142.8		73.2	213.6	517.6	479.0

자료: 하나금융투자

주정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	3,970.4	5,064.8	5,479.8	5,049.5	5,525.6
매출원가	3,637.5	4,636.5	4,683.9	4,255.8	4,631.3
매출총이익	332.9	428.3	795.9	793.7	894.3
판매비	175.8	165.6	216.9	222.8	222.1
영업이익	157.1	262.6	578.9	570.9	672.2
금융손익	(67.2)	(27.5)	(59.1)	(22.9)	(21.8)
중속/관계기업손익	27.6	89.1	125.0	80.0	80.0
기타영업외손익	(4.6)	(34.4)	1.5	1.5	1.5
세전이익	112.9	289.8	646.4	629.6	732.0
법인세	32.1	72.1	129.3	151.1	175.7
계속사업이익	80.8	217.6	517.1	478.5	556.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	80.8	217.6	517.1	478.5	556.3
비지배주주지분 손이익	7.5	4.1	(0.5)	(0.5)	(0.6)
지배주주순이익	73.2	213.6	517.6	479.0	556.9
지배주주지분포괄이익	87.1	245.0	504.9	467.2	543.2
NOPAT	112.4	197.2	463.1	433.9	510.9
EBITDA	363.0	480.5	789.7	774.3	869.5
성장성(%)					
매출액증가율	0.9	27.6	8.2	(7.9)	9.4
NOPAT증가율	(4.6)	75.4	134.8	(6.3)	17.7
EBITDA증가율	6.8	32.4	64.3	(2.0)	12.3
영업이익증가율	(4.2)	67.2	120.4	(1.4)	17.7
(지배주주)순이익증가율	(38.4)	191.8	142.3	(7.5)	16.3
EPS증가율	(38.4)	191.6	142.4	(7.5)	16.3
수익성(%)					
매출총이익률	8.4	8.5	14.5	15.7	16.2
EBITDA이익률	9.1	9.5	14.4	15.3	15.7
영업이익률	4.0	5.2	10.6	11.3	12.2
계속사업이익률	2.0	4.3	9.4	9.5	10.1
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,187	6,377	15,456	14,302	16,628
BPS	49,559	56,215	70,856	83,488	98,445
CFPS	11,666	15,767	23,388	23,224	26,067
EBITDAPS	10,840	14,347	23,580	23,118	25,961
SPS	118,552	151,227	163,619	150,771	164,987
DPS	800	1,000	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	37.5	15.6	5.6	5.7	4.9
PBR	1.7	1.8	1.2	1.0	0.8
PCR	7.0	6.3	3.7	3.5	3.1
EV/EBITDA	12.5	10.0	5.1	4.3	3.4
PSR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	4.6	12.3	24.8	18.8	18.5
ROA	1.7	4.7	10.6	8.8	9.2
ROIC	3.8	6.7	16.1	15.0	17.6
부채비율	163.1	134.0	113.9	98.3	88.8
순부채비율	107.0	80.2	45.9	23.3	7.2
이자보상배율(배)	2.7	4.0	9.2	8.6	9.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,255.3	1,332.7	1,976.0	2,556.6	3,195.6
금융자산	232.6	250.3	798.3	1,350.4	1,876.8
현금성자산	197.0	234.4	781.1	1,334.6	1,859.5
매출채권 등	566.8	621.2	680.9	746.3	818.0
재고자산	445.5	426.8	461.7	425.5	465.6
기타유동자산	10.4	34.4	35.1	34.4	35.2
비유동자산	3,290.8	3,247.1	3,256.8	3,133.3	3,167.1
투자자산	664.7	768.6	831.6	766.3	838.5
금융자산	247.0	280.7	303.7	279.8	306.2
유형자산	2,564.8	2,440.3	2,389.2	2,333.0	2,296.2
무형자산	17.3	14.9	12.6	10.6	9.0
기타비유동자산	44.0	23.3	23.4	23.4	23.4
자산총계	4,546.1	4,579.8	5,232.8	5,689.8	6,362.6
유동부채	2,145.6	1,913.9	2,067.1	2,111.9	2,272.9
금융부채	1,521.1	1,233.2	1,333.7	1,433.1	1,533.8
매입채무 등	596.3	625.6	676.9	623.7	682.5
기타유동부채	28.2	55.1	56.5	55.1	56.6
비유동부채	672.7	709.1	719.1	708.7	720.2
금융부채	560.5	586.9	586.9	586.9	586.9
기타비유동부채	112.2	122.2	132.2	121.8	133.3
부채총계	2,818.2	2,623.0	2,786.2	2,820.7	2,993.2
지배주주지분	1,619.7	1,842.7	2,333.0	2,756.0	3,257.0
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	266.5	266.5	266.5	266.5	266.5
자본조정	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)
기타포괄이익누계액	18.2	46.1	46.1	46.1	46.1
이익잉여금	1,207.9	1,403.0	1,893.3	2,316.4	2,817.3
비지배주주지분	108.2	114.1	113.6	113.1	112.5
자본총계	1,727.9	1,956.8	2,446.6	2,869.1	3,369.5
손금유부채	1,849.0	1,569.8	1,122.4	669.6	243.9
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	296.8	421.0	579.3	492.6	616.8
당기순이익	80.8	217.6	517.1	478.5	556.3
조정	236.2	242.9	95.0	107.4	101.3
감가상각비	206.0	217.9	210.8	203.3	197.2
외환거래손익	16.5	(12.3)	9.1	(15.9)	(15.9)
지분법손익	(36.6)	(88.7)	(125.0)	(80.0)	(80.0)
기타	50.3	126.0	0.1	0.0	0.0
영업활동자산부채 변동	(20.2)	(39.5)	(32.8)	(93.3)	(40.8)
투자활동 현금흐름	(250.7)	(106.0)	(105.9)	17.4	(136.6)
투자자산감소(증가)	29.4	(14.9)	62.0	145.3	7.7
유형자산감소(증가)	(271.1)	(100.8)	(157.5)	(145.1)	(158.8)
기타	(9.0)	9.7	(10.4)	17.2	14.5
재무활동 현금흐름	103.6	(276.7)	73.3	43.4	44.7
금융부채증가(감소)	165.4	(261.5)	100.6	99.4	100.7
자본증가(감소)	(1.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(38.0)	6.9	0.0	(0.1)	(0.1)
배당지급	(22.5)	(22.1)	(27.3)	(55.9)	(55.9)
현금의 증감	149.7	37.5	546.7	553.5	524.9
Unlevered CFO	390.7	528.1	783.3	777.8	873.0
Free Cash Flow	24.0	315.1	421.8	347.5	458.0

2019년 1월 7일

대한유화(006650)

4Q18 실적 부진. 하지만, EV/EBITDA 2배 이하의 극도의 저평가

4Q18 영업이익 컨센서스 36% 하회 예상

4Q18 영업이익은 404억원(QoQ -54%, YoY -61%)으로 시장 예상치(634억원)을 36% 가량 하회할 전망이다. 고가의 납사 투입에 따른 원가 부담과 미-중 무역분쟁에 따른 구매 수요 둔화가 지속되며 에틸렌, PE/PP, BD, MEG 등 주요 제품의 스프레드가 둔화된 것이 주요인이라 추정된다. 특히, 외부 판매되는 에틸렌(연간 20만톤 가량)의 마진이 4Q18에 큰 폭으로 축소된 점이 눈에 띈다.

1Q19 영업이익 QoQ +26% 증가. 개선의 시작

1Q19 영업이익은 507억원(QoQ +26%, YoY -51%)으로 전분기 대비 증가할 전망이다. 4Q18의 낮아진 납사가 투입되며 원가 부담이 확연히 경감되기 때문이다. 또한, 석유화학 업황은 지나치게 낮아진 재고 레벨과 미중 무역분쟁의 완화, 중국의 지준을 인하, 감세 등 부양정책을 감안하면 점진적인 재고 확보 움직임이 나타나며 회복될 가능성이 높다.

EV/EBITDA 2배 이하의 초저평가. 배당주로서의 매력 높아

BUY를 유지하나, 목표주가는 28만원에서 20만원으로 하향한다. 미중 무역분쟁 등 리스크를 감안해 2019년 이익 추정치를 26% 가량 하향함에 따른 결과다. 하지만, 현 시점에서도 충분한 주가 상승여력을 보유해 매수 추천한다. 2017년 NCC Capa를 47만톤/년에서 80만톤/년으로 두 배 가까이 증설한데 이어, 2018년 9월에는 HDPE 3만톤/년과 PP 7만톤/년 설비를 증설해 외형성장 효과가 발휘되고 있다. 이에 따라, 2019~2020년까지 2,500억원 내외의 영업이익이 꾸준히 발생할 것으로 판단한다. 2018년 말 추정 순현금 2천억원 수준에서 보수적으로 보더라도 매년 1.5~2천억원의 현금이 꾸준히 쌓이는 구조다. 이에 따라, 연간 250억원에 불과한 배당이 추가적으로 확대될 가능성이 높다. 2019년 DPS 7,000원을 추정(배당성향 16% 가정)하며 현 주가기준 배당수익률은 5.1%에 달한다. EV/EBITDA 2배 이하로 극도의 저평가 구간이다.

Top Pick

BUY

I TP(12M): 200,000원(하향) | CP(1월 4일): 136,000원

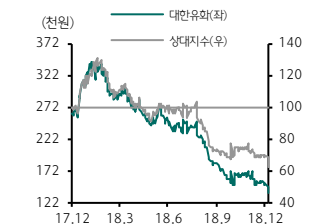
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,010.25
52주 최고/최저(원)	342,000/136,000
시가총액(십억원)	884.0
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	6,500.0
60일 평균 거래량(천주)	56.6
60일 평균 거래대금(십억원)	9.1
18년 배당금(예상, 원)	7,000
18년 배당수익률(예상, %)	4.56
외국인지분율(%)	14.03
주요주주 지분율(%)	
이순규 외 12인	40.16
국민연금	8.97
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(17.8) (43.1) (46.9)
상대	(13.6) (35.9) (34.8)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,546.8	2,582.3
영업이익(십억원)	364.2	319.2
순이익(십억원)	291.2	255.2
EPS(원)	44,705	39,317
BPS(원)	281,074	317,303

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,596.4	1,779.4	2,450.1	2,042.5	2,252.6
영업이익	십억원	343.0	284.2	340.0	251.5	279.4
세전이익	십억원	360.2	280.1	360.7	270.4	302.7
순이익	십억원	272.1	214.3	263.3	204.8	229.2
EPS	원	41,867	32,972	40,512	31,503	35,263
증감률	%	35.7	(21.2)	22.9	(22.2)	11.9
PER	배	6.58	7.99	3.79	4.32	3.86
PBR	배	1.39	1.16	0.58	0.47	0.43
EV/EBITDA	배	4.63	5.07	1.86	1.67	1.02
ROE	%	23.51	15.53	16.54	11.42	11.66
BPS	원	198,414	227,206	263,918	288,770	317,381
DPS	원	4,000	4,000	7,000	7,000	7,000



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 김정현
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com

표 1. 대한유화 4Q18 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q18F	3Q18	4Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	539.1	645.0	595.2	-9.4	-16.4	637.4	-15.4
영업이익	40.4	87.6	104.1	-61.2	-53.9	63.4	-36.3
세전이익	43.6	98.1	98.5	-55.7	-55.6	66.0	-33.9
순이익	23.5	74.3	76.0	-69.1	-68.4	55.0	-57.3
영업이익률	7.5	13.6	17.5	-10.0	-6.1	9.9	-2.5
세전이익률	8.1	15.2	16.5	-8.5	-7.1	10.4	-2.3
순이익률	4.4	11.5	12.8	-8.4	-7.2	8.6	-4.3

자료: 하나금융투자

표 2. 대한유화 연간 전망치 변경

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	2,450.1	2,575.5	-4.9	2,042.5	2,656.6	-23.1
영업이익	340.0	370.6	-8.3	251.5	340.9	-26.2
세전이익	360.7	382.2	-5.6	270.4	359.9	-24.9
순이익	263.3	290.5	-9.4	204.8	272.5	-24.8
영업이익률	13.9	14.4	-0.5	12.3	12.8	-0.5
세전이익률	14.7	14.8	-0.1	13.2	13.5	-0.3
순이익률	10.7	11.3	-0.5	10.0	10.3	-0.2

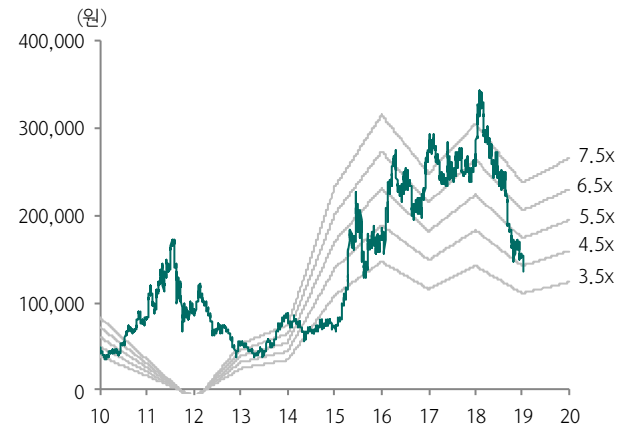
자료: 하나금융투자

그림 1. 대한유화 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 대한유화 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

표 3. 대한유화 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F		FY2017	FY2017	FY2018F	FY2019F
매출액	613.2	652.8	645.0	539.2	489.6	491.8	510.5	550.6		1,596.4	1,779.4	2,450.1	2,042.5
QoQ(%)	3.0%	6.5%	-1.2%	-16.4%	-9.2%	0.5%	3.8%	7.9%					
YoY(%)	41.1%	191.7%	22.7%	-9.4%	-20.2%	-24.7%	-20.9%	2.1%		-7.6%	11.5%	37.7%	-16.6%
영업이익	103.8	108.3	87.6	40.4	50.7	64.9	66.2	69.7		343.0	284.2	340.0	251.5
영업이익률(%)	16.9%	16.6%	13.6%	7.5%	10.3%	13.2%	13.0%	12.7%		21.5%	16.0%	13.9%	12.3%
QoQ(%)	-0.4%	4.3%	-19.1%	-53.9%	25.5%	28.1%	2.1%	5.3%					
YoY(%)	-3.8%	흑전	4.5%	-61.2%	-51.2%	-40.1%	-24.4%	72.6%		26.5%	-17.1%	19.6%	-26.0%
당기순이익	81.9	83.7	74.3	23.5	38.9	48.7	57.8	60.2		272.9	214.5	263.3	205.5
QoQ(%)	7.7%	2.2%	-11.3%	-68.3%	65.7%	25.0%	18.7%	4.2%					
YoY(%)	6.5%	흑전	11.7%	-69.1%	-52.4%	-41.9%	-22.2%	156.1%		35.9%	-21.4%	22.8%	-21.9%
지배순이익	81.9	83.7	74.3	23.5	38.8	48.5	57.5	60.0		272.1	214.3	263.3	204.8

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,596.4	1,779.4	2,450.1	2,042.5	2,252.6
매출원가	1,200.6	1,444.0	2,050.6	1,745.3	1,922.1
매출총이익	395.8	335.4	399.5	297.2	330.5
판매비	52.8	51.2	59.6	45.7	51.1
영업이익	343.0	284.2	340.0	251.5	279.4
금융손익	0.7	(5.7)	(3.0)	2.7	7.0
중속/관계기업손익	7.5	7.4	9.5	9.5	9.5
기타영업외손익	9.0	(5.8)	14.3	6.8	6.8
세전이익	360.2	280.1	360.7	270.4	302.7
법인세	87.3	65.6	97.4	64.9	72.7
계속사업이익	272.9	214.5	263.3	205.5	230.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	272.9	214.5	263.3	205.5	230.1
비지배주주지분 손이익	0.8	0.1	0.0	0.8	0.9
지배주주순이익	272.1	214.3	263.3	204.8	229.2
지배주주지분포괄이익	275.2	213.9	263.2	205.4	229.9
NOPAT	259.9	217.6	248.2	191.1	212.4
EBITDA	407.4	379.3	470.0	377.0	400.9
성장성(%)					
매출액증가율	(7.6)	11.5	37.7	(16.6)	10.3
NOPAT증가율	28.3	(16.3)	14.1	(23.0)	11.1
EBITDA증가율	21.5	(6.9)	23.9	(19.8)	6.3
영업이익증가율	26.5	(17.1)	19.6	(26.0)	11.1
(지배주주)순이익증가율	35.7	(21.2)	22.9	(22.2)	11.9
EPS증가율	35.7	(21.2)	22.9	(22.2)	11.9
수익성(%)					
매출총이익률	24.8	18.8	16.3	14.6	14.7
EBITDA이익률	25.5	21.3	19.2	18.5	17.8
영업이익률	21.5	16.0	13.9	12.3	12.4
계속사업이익률	17.1	12.1	10.7	10.1	10.2
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	41,867	32,972	40,512	31,503	35,263
BPS	198,414	227,206	263,918	288,770	317,381
CFPS	53,255	47,436	72,902	58,596	62,275
EBITDAPS	62,675	58,356	72,308	58,003	61,682
SPS	245,596	273,758	376,943	314,226	346,559
DPS	4,000	4,000	7,000	7,000	7,000
주가지표(배)					
PER	6.6	8.0	3.8	4.3	3.9
PBR	1.4	1.2	0.6	0.5	0.4
PCR	5.2	5.6	2.1	2.3	2.2
EV/EBITDA	4.6	5.1	1.9	1.7	1.0
PSR	1.1	1.0	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	23.5	15.5	16.5	11.4	11.7
ROA	16.5	11.5	12.4	8.8	9.3
ROIC	20.3	14.3	15.2	11.9	13.3
부채비율	36.4	33.8	32.1	26.5	25.4
순부채비율	6.9	14.4	(7.3)	(13.7)	(23.1)
이자보상배율(배)	88.5	63.9	76.4	61.8	68.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	428.3	411.7	722.9	861.8	1,090.0
금융자산	97.1	9.7	311.9	443.4	662.9
현금성자산	87.0	9.7	311.9	443.4	662.9
매출채권 등	190.3	223.0	227.4	232.0	236.6
재고자산	138.7	174.2	177.7	181.2	184.9
기타유동자산	2.2	4.8	5.9	5.2	5.6
비유동자산	1,335.4	1,558.9	1,537.7	1,508.6	1,494.3
투자자산	142.9	143.2	147.2	149.3	152.6
금융자산	5.0	3.3	4.5	3.7	4.1
유형자산	1,161.2	1,389.2	1,364.0	1,332.7	1,315.2
무형자산	5.3	5.7	5.7	5.7	5.7
기타비유동자산	26.0	20.8	20.8	20.9	20.8
자산총계	1,763.6	1,970.6	2,260.6	2,370.4	2,584.3
유동부채	318.9	260.2	275.6	245.0	260.8
금융부채	128.5	80.0	45.0	45.0	45.0
매입채무 등	122.3	123.5	170.1	141.8	156.4
기타유동부채	68.1	56.7	60.5	58.2	59.4
비유동부채	151.7	237.2	273.2	251.3	262.6
금융부채	58.0	141.5	141.5	141.5	141.5
기타비유동부채	93.7	95.7	131.7	109.8	121.1
부채총계	470.6	497.4	548.8	496.3	523.4
지배주주지분	1,286.1	1,473.2	1,711.8	1,873.3	2,059.4
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
자본조정	(3.6)	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	984.4	1,173.7	1,412.3	1,573.9	1,759.9
비지배주주지분	7.0	0.0	0.0	0.8	1.6
자본총계	1,293.1	1,473.2	1,711.8	1,874.1	2,061.0
순금융부채	89.4	211.8	(125.4)	(256.9)	(476.4)
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	322.6	227.9	456.4	264.3	363.2
당기순이익	272.9	214.5	263.3	205.5	230.1
조정	65.1	93.3	115.7	118.8	114.6
감가상각비	64.4	95.1	130.0	125.5	121.5
외환거래손익	(0.2)	0.1	2.6	2.6	2.6
지분법손익	(7.5)	(7.4)	(9.5)	(9.5)	(9.5)
기타	8.4	5.5	(7.4)	0.2	(0.0)
영업활동자산부채 변동	(15.4)	(79.9)	77.4	(60.0)	18.5
투자활동 현금흐름	(278.0)	(306.3)	(102.0)	(89.5)	(100.4)
투자자산감소(증가)	2.8	7.1	5.5	7.4	6.2
유형자산감소(증가)	(262.7)	(318.2)	(104.8)	(94.2)	(103.9)
기타	(18.1)	4.8	(2.7)	(2.7)	(2.7)
재무활동 현금흐름	(91.9)	1.1	(59.7)	(43.2)	(43.2)
금융부채증가(감소)	(73.9)	35.0	(35.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.5	(9.2)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(18.5)	(24.7)	(24.7)	(43.2)	(43.2)
현금의 증감	(47.3)	(77.4)	302.2	131.5	219.5
Unlevered CFO	346.2	308.3	473.9	380.9	404.8
Free Cash Flow	59.8	(90.5)	351.5	170.0	259.2

2019년 1월 7일

SKC(011790)

건조한 실적 전망. 2019년 필름 중심의 실적 개선 전망

4Q18 실적 컨센 부합 예상

4Q18 영업이익은 531억원(QoQ -2%, YoY +17%)으로 컨센서스(557억원)에 부합할 것으로 전망한다. 화학/Industry소재 부문은 전분기 대비 감익되나, 성장사업은 실적 개선세가 나타날 것으로 전망한다. 화학부문 영업이익은 364억원(QoQ -8%)로 소폭 감소할 전망이다. 건설 비수기 진입에 따른 영향이다. Industry소재 영업이익은 -11억원(QoQ 적전)을 전망한다. 원재료 MEG/PTA 강세에 따라 원가부담이 가중된 영향이다. 성장사업은 텔레시스의 성수기 진입에 따라 영업이익 178억원(QoQ +41%)을 기록할 전망이다.

1Q19 영업이익 QoQ -8% 전망

1Q19 영업이익은 487억원(QoQ -8%, YoY +18%)을 추정한다. 성장사업의 감익이 전사 실적의 전분기 감익을 견인할 전망이다. 이는 텔레시스의 성수기 효과가 제거되기 때문이다. 화학부문은 비수기가 지속되며 영업이익 369억원(QoQ +1%)으로 전분기와 유사할 전망이다. Industry소재는 비수기 지속에도 불구하고 원재료 가격 하락으로 전분기 대비 소폭의 흑자 전환에 성공할 전망이다. 성장사업은 텔레시스의 비수기 진입으로 102억원(QoQ -43%)으로 감익이 나타날 전망이다.

스페셜티 소재업체로의 진화 + PX 약세로 필름 회복 전망

BUY를 유지하나, 목표주가는 6만원에서 5만원으로 하향한다. 매크로 리스크를 감안한 보수적 접근이다. SKC는 향후 2~3년 내에 단순 화학업체를 넘어 IT/자동차 관련 'Specialty 소재업체'로 탈바꿈하는 격변의 시기를 겪을 것이다. 그룹 관계를 통해 시작된 반도체소재 매출액은 현재 2~3천억원 수준에서 2021년 1조원에 도달할 전망이며, 이 과정에서 성장사업(반도체소재 포함)의 매출액은 2019~20년경에는 화학사업의 그것을 넘어설 전망이다. 1) 2019년 초는 CMP Pad와 반도체 Wet Chemical, Jounce Bumper 2) 2019년 중순 이후는 복합필름/이형필름 등 고부가필름 3) 2020년에는 CPI필름, PVB필름 공장이 준공되고 상업가동에 돌입할 전망이다. 또한 PX 대규모 증설에 따른 원재료가격이 2019~20년 안정화되며 필름부문의 뚜렷한 실적 개선도 목격할 수 있을 것이다. 중장기 주가의 바닥이라 판단한다.

관심종목

BUY

I TP(12M): 50,000원(하향) | CP(1월 4일): 35,150원

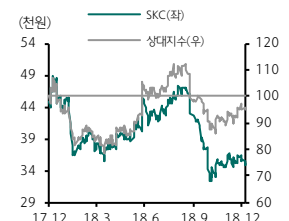
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,010.25
52주 최고/최저(원)	48,500/32,250
시가총액(십억원)	1,319.3
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	37,534.6
60일 평균 거래량(천주)	127.5
60일 평균 거래대금(십억원)	4.5
18년 배당금(예상, 원)	900
18년 배당수익률(예상, %)	2.51
외국인지분율(%)	11.70
주요주주 지분율(%)	
SK 외 10인	41.71
국민연금	13.31
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.9) (14.6) (26.8)
상대	2.1 (3.7) (10.2)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,817.3	2,995.5
영업이익(십억원)	205.0	238.4
순이익(십억원)	175.7	193.4
EPS(원)	4,080	4,445
BPS(원)	43,983	47,509

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	2,359.4	2,653.5	2,821.0	3,065.4	3,435.0
영업이익	십억원	149.3	175.7	201.3	238.2	267.7
세전이익	십억원	119.6	180.7	226.2	253.8	283.9
순이익	십억원	42.8	110.0	162.6	175.6	196.3
EPS	원	1,150	2,931	4,332	4,677	5,231
증감률	%	(84.5)	154.9	47.8	8.0	11.8
PER	배	28.70	16.03	8.26	7.52	6.72
PBR	배	0.85	1.17	0.82	0.74	0.68
EV/EBITDA	배	9.42	10.56	8.14	7.05	6.39
ROE	%	3.01	7.71	10.73	10.62	10.87
BPS	원	38,610	40,272	43,755	47,583	51,964
DPS	원	750	900	900	900	900



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 김정연
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com

표 1. SKC 4Q18 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q18F	3Q18	4Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	766.9	689.4	710.6	7.9	11.2	758.0	1.2
영업이익	53.0	54.0	45.5	16.5	-1.9	55.7	-4.8
세전이익	58.0	56.1	12.7	356.7	3.4	53.0	9.4
순이익	42.7	39.8	0.4	10,575.0	7.3	39.3	8.7
영업이익률	6.9	7.8	6.4	0.5	-0.9	7.3	-0.4
세전이익률	7.6	8.1	1.8	5.8	-0.6	7.0	0.6
순이익률	5.6	5.8	0.1	5.5	-0.2	5.2	0.4

자료: 하나금융투자

표 2. SKC 연간 전망치 변경

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	2,821.0	2,919.5	-3.4	3,065.4	3,279.0	-6.5
영업이익	201.3	210.1	-4.2	238.2	250.1	-4.8
세전이익	226.2	234.9	-3.7	253.8	265.3	-4.3
순이익	162.6	162.4	0.1	175.6	183.4	-4.3
영업이익률	7.1	7.2	-0.1	7.8	7.6	0.1
세전이익률	8.0	8.0	0.0	8.3	8.1	0.2
순이익률	5.8	5.6	0.2	5.7	5.6	0.1

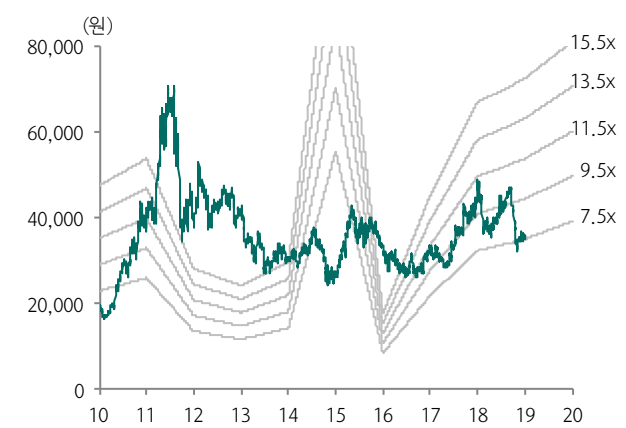
자료: 하나금융투자

그림 1. SKC 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. SKC 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

표 3. SKC 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2018				FY2019				FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F				
매출액	638.7	726.0	689.4	766.9	672.0	745.0	769.3	879.2	2,359.3	2,658.9	2,821.0	3,065.4
QoQ(%)	-10.8%	13.7%	-5.0%	11.2%	-12.4%	10.9%	3.3%	14.3%				
YoY(%)	8.8%	18.0%	-6.9%	7.1%	5.2%	2.6%	11.6%	14.6%	-4.3%	12.7%	6.1%	8.7%
화학	210.2	229.3	228.6	201.3	180.7	182.0	190.0	206.8	721.5	785.4	869.4	759.5
Industry 소재	273.5	290.5	266.7	299.3	307.1	325.0	335.3	343.8	926.1	1,009.8	1,130.0	1,311.2
성장사업	155.0	206.2	194.1	266.3	184.2	238.0	243.9	328.6	711.8	858.4	821.5	994.7
영업이익	41.2	53.1	54.0	53.1	48.7	52.9	63.6	73.0	149.3	175.7	201.4	238.2
영업이익률(%)	6.5%	7.3%	7.8%	6.9%	7.2%	7.1%	8.3%	8.3%	6.3%	6.6%	7.1%	7.8%
QoQ(%)	-9.5%	28.9%	1.6%	-1.6%	-8.3%	8.6%	20.2%	14.8%				
YoY(%)	9.0%	20.1%	11.9%	16.7%	18.2%	-0.4%	17.9%	37.6%	-31.5%	17.7%	14.6%	18.3%
화학	36.8	40.7	39.7	36.4	36.9	37.1	39.0	40.9	109.9	126.3	153.6	153.8
영업이익률(%)	17.5%	17.7%	17.4%	18.1%	20.4%	20.4%	20.5%	19.8%	15.2%	16.1%	17.7%	20.3%
QoQ(%)	29.1%	10.6%	-2.5%	-8.3%	1.3%	0.5%	5.2%	5.0%				
YoY(%)	15.7%	23.7%	19.9%	27.8%	0.2%	-9.0%	-1.8%	12.4%	-38.3%	14.9%	21.6%	0.1%
Industry 소재	-4.0	2.0	1.6	-1.1	1.6	3.7	9.1	10.7	-6.5	-1.7	-1.5	25.2
영업이익률(%)	-1.5%	0.7%	0.6%	-0.4%	0.5%	1.1%	2.7%	3.1%	-0.7%	-0.2%	-0.1%	1.9%
QoQ(%)	적지	흑전	-20.0%	적전	흑전	125.6%	146.8%	17.3%				
YoY(%)	적지	-20.0%	-5.9%	적지	흑전	84.9%	470.6%	흑전	적전	적지	적지	흑전
성장사업	8.4	10.4	12.7	17.8	10.2	12.1	15.5	21.4	45.9	51.1	49.2	59.2
영업이익률(%)	5.4%	5.0%	6.5%	6.7%	5.5%	5.1%	6.4%	6.5%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%
QoQ(%)	-60.9%	23.8%	21.7%	40.6%	-42.7%	19.1%	27.6%	38.2%				
YoY(%)	13.5%	18.2%	-5.6%	-17.3%	21.3%	16.8%	22.5%	20.4%	118.6%	11.3%	-3.6%	20.3%
당기순이익	45.5	44.1	43.5	45.5	45.7	39.1	47.5	60.6	29.3	136.3	178.7	192.9
당기순이익률(%)	7.1%	6.1%	6.3%	5.9%	6.8%	5.2%	6.2%	6.9%	1.2%	5.1%	6.3%	6.3%
QoQ(%)	247.7%	-3.0%	-1.3%	4.5%	0.5%	-14.5%	21.6%	27.4%				
YoY(%)	78.9%	-22.4%	6.4%	247.6%	0.5%	-11.5%	9.2%	33.1%	-88.1%	365.9%	31.1%	8.0%
지배순이익	41.6	38.5	39.8	42.7	41.6	35.6	43.3	55.1	42.8	110.0	162.6	175.6

자료: 하나금융투자

주정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	2,359.4	2,653.5	2,821.0	3,065.4	3,435.0
매출원가	1,949.5	2,227.4	2,326.7	2,501.9	2,810.6
매출총이익	409.9	426.1	494.3	563.5	624.4
판매비	260.7	250.5	293.0	325.3	356.6
영업이익	149.3	175.7	201.3	238.2	267.7
금융손익	(46.2)	(49.9)	(47.1)	(46.4)	(45.8)
중속/관계기업손익	26.8	68.1	80.0	70.0	70.0
기타영업외손익	(10.3)	(13.2)	(8.0)	(8.0)	(8.0)
세전이익	119.6	180.7	226.2	253.8	283.9
법인세	58.5	44.4	47.5	60.9	68.1
계속사업이익	61.1	136.3	178.7	192.9	215.7
중단사업이익	(31.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	29.3	136.3	178.7	192.9	215.7
비지배주주지분 손익	(13.6)	26.3	16.1	17.4	19.4
지배주주순이익	42.8	110.0	162.6	175.6	196.3
지배주주지분포괄이익	59.3	89.7	140.2	151.4	169.3
NOPAT	76.3	132.6	159.0	181.1	203.5
EBITDA	274.1	298.1	326.2	364.7	397.2
성장성(%)					
매출액증가율	(4.3)	12.5	6.3	8.7	12.1
NOPAT증가율	(50.6)	73.8	19.9	13.9	12.4
EBITDA증가율	(24.0)	8.8	9.4	11.8	8.9
영업이익증가율	(31.5)	17.7	14.6	18.3	12.4
(지배주주)순이익증가율	(84.3)	157.0	47.8	8.0	11.8
EPS증가율	(84.5)	154.9	47.8	8.0	11.8
수익성(%)					
매출총이익률	17.4	16.1	17.5	18.4	18.2
EBITDA이익률	11.6	11.2	11.6	11.9	11.6
영업이익률	6.3	6.6	7.1	7.8	7.8
계속사업이익률	2.6	5.1	6.3	6.3	6.3
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,150	2,931	4,332	4,677	5,231
BPS	38,610	40,272	43,755	47,583	51,964
CFPS	7,559	8,191	8,389	9,415	10,281
EBITDAPS	7,356	7,943	8,690	9,716	10,582
SPS	63,317	70,696	75,157	81,669	91,515
DPS	750	900	900	900	900
주가지표(배)					
PER	28.7	16.0	8.3	7.5	6.7
PBR	0.9	1.2	0.8	0.7	0.7
PCR	4.4	5.7	4.3	3.7	3.4
EV/EBITDA	9.4	10.6	8.1	7.1	6.4
PSR	0.5	0.7	0.5	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	3.0	7.7	10.7	10.6	10.9
ROA	1.2	3.1	4.3	4.4	4.7
ROIC	3.1	5.6	6.5	7.3	8.0
부채비율	131.6	130.1	121.6	114.6	108.8
순부채비율	80.5	77.9	66.4	57.0	49.6
이자보상배율(배)	3.5	3.8	4.3	5.0	5.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	801.5	897.2	1,030.4	1,169.9	1,321.0
금융자산	121.7	176.2	264.1	337.2	388.0
현금성자산	105.0	176.0	263.8	337.0	387.7
매출채권 등	377.2	367.8	391.0	424.9	476.1
재고자산	253.5	299.3	318.2	345.8	387.5
기타유동자산	49.1	53.9	57.1	62.0	69.4
비유동자산	2,727.3	2,770.2	2,821.0	2,898.3	3,016.7
투자자산	565.0	543.2	577.5	627.5	703.2
금융자산	19.9	7.3	7.7	8.4	9.4
유형자산	1,866.1	1,903.2	1,924.7	1,956.6	2,003.8
무형자산	146.2	209.2	204.2	199.6	195.2
기타비유동자산	150.0	114.6	114.6	114.6	114.5
자산총계	3,528.8	3,667.3	3,851.4	4,068.2	4,337.7
유동부채	862.6	1,200.8	1,228.4	1,268.7	1,329.5
금융부채	423.8	741.2	741.3	741.5	741.8
매입채무 등	409.9	427.9	454.9	494.4	554.0
기타유동부채	28.9	31.7	32.2	32.8	33.7
비유동부채	1,142.3	872.9	885.4	903.5	931.0
금융부채	924.9	675.8	675.8	675.8	675.8
기타비유동부채	217.4	197.1	209.6	227.7	255.2
부채총계	2,004.9	2,073.7	2,113.8	2,172.2	2,260.5
지배주주지분	1,405.9	1,450.0	1,580.8	1,724.4	1,888.9
자본금	187.7	187.7	187.7	187.7	187.7
자본잉여금	139.8	139.8	139.8	139.8	139.8
자본조정	(89.7)	(108.2)	(108.2)	(108.2)	(108.2)
기타포괄이익누계액	21.8	(8.2)	(8.2)	(8.2)	(8.2)
이익잉여금	1,146.4	1,239.0	1,369.7	1,513.4	1,677.8
비지배주주지분	118.0	143.6	156.9	171.6	188.3
자본총계	1,523.9	1,593.6	1,737.7	1,896.0	2,077.2
손금유부채	1,227.0	1,240.8	1,153.1	1,080.1	1,029.6
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	249.1	209.3	223.3	246.6	268.3
당기순이익	29.3	136.3	178.7	192.9	215.7
조정	144.9	86.6	50.1	61.8	64.8
감가상각비	124.8	122.5	124.9	126.4	129.4
외환거래손익	3.8	(0.8)	1.8	1.8	1.8
지분법손익	(26.8)	(92.7)	(80.0)	(70.0)	(70.0)
기타	43.1	57.6	3.4	3.6	3.6
영업활동자산부채 변동	74.9	(13.6)	(5.5)	(8.1)	(12.2)
투자활동 현금흐름	(3.9)	(175.7)	(100.2)	(138.3)	(182.4)
투자자산감소(증가)	(4.3)	101.8	43.0	17.3	(8.4)
유형자산감소(증가)	(76.9)	(111.2)	(141.4)	(153.7)	(172.2)
기타	77.3	(166.3)	(1.8)	(1.9)	(1.8)
재무활동 현금흐름	(181.8)	38.0	(31.7)	(31.7)	(31.6)
금융부채증가(감소)	(194.3)	68.3	0.1	0.2	0.3
자본증가(감소)	17.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	24.7	(0.6)	0.1	0.0	(0.0)
배당지급	(30.1)	(29.7)	(31.9)	(31.9)	(31.9)
현금의 증감	66.5	71.0	87.8	73.1	50.9
Unlevered CFO	281.7	307.5	314.9	353.4	385.9
Free Cash Flow	168.8	89.1	81.9	92.9	96.1

2019년 1월 7일

SK이노베이션(096770)

부진한 4Q18. 1Q19는 회복되나 밸류에이션은 부담

4Q18 영업이익 컨센 90% 하회 예상

4Q18 영업이익은 517억원(QoQ -94%, YoY -94%)으로 시장 예상치(5,379억원)를 약 90% 하회할 전망이다. SK에너지가 큰 폭의 적자(-3,074억원)를 기록하며 전사 실적 부진의 원인으로 작용할 전망이다. 이는 유가급락에 따른 재고관련손실(약 4,600억원)과 부정적인 레깅효과가 발생하기 때문이다. SK종합화학은 PX 급등에도 불구하고 PE/PP, BTX의 부진에 따라 영업이익은 전분기 대비 감익(2,988억원, QoQ -14%)될 전망이다. SK루브리컨츠는 유가 하락에도 불구하고 수요 부진에 따라 전분기 대비 감익(QoQ -19%)을 예상한다.

1Q19 영업이익 확연히 개선되나 과거 대비 눈높이는 낮아져

1Q19 영업이익은 4,381억원(QoQ +747%, YoY -38%)을 예상한다. 실적 개선은 SK에너지가 주도할 전망이다. SK에너지의 영업이익은 1,368억원(QoQ 흑전)을 추정한다. 전분기에 발생한 재고관련손실 제거로 일회성손실은 제거되나, 휘발유의 구조적인 공급과잉과 단기적으로 등/경유 수요가 부진해 정제마진이 의미있는 상승을 보이기 어려울 것으로 전망하기 때문이다. 수요 약세로 SK루브리컨츠의 영업이익은 983억원(QoQ -9%)으로 부진한 흐름 지속이 예상된다. SK종합화학은 PX, BTX의 약세로 납사 약세에도 불구하고 전분기 대비 개선을 기대하기는 어려워 보인다.

연간 추정치 조정 국면 진입. 밸류에이션 부담 상존

투자자의견 Neutral을 유지하고, 목표주가는 기존 24만원에서 20만원으로 하향한다. 2019년 영업이익 전망치를 기존 대비 16% 가량 하향한 영향이다. 정제마진, PX/BTX 약세 진입에 근거하여 실적 추정치를 조정하였다. 특히, PX는 중국 중심의 대규모 글로벌 증설 부담, BTX는 휘발유의 구조적인 약세에 따른 영향으로 2019년 약세가 전망됨에 따라 석유화학부문 실적 추정치의 하향 조정은 주가의 부담으로 작용할 가능성이 높다. 현 주가는 2019년 기준 PER 9.5배, PBR 0.79배로 ROE 8.6%를 감안하면 주가의 상승여력은 제한적이라 판단한다.

관심종목

Neutral

TP(12M): 200,000원(하향) | CP(1월 4일): 169,000원

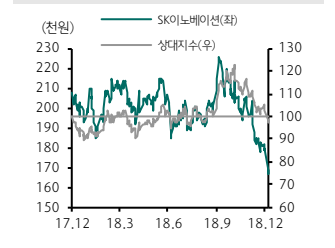
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,010.25
52주 최고/최저(원)	225,500/166,500
시가총액(십억원)	15,626.7
시가총액비중(%)	1.30
발행주식수(천주)	92,465.6
60일 평균 거래량(천주)	242.6
60일 평균 거래대금(십억원)	47.4
17년 배당금(예상,원)	8,000
17년 배당수익률(예상,%)	4.46
외국인지분율(%)	38.31
주요주 지분율(%)	
SK 외 2인	33.42
국민연금	9.66
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(15.1) (9.4) (14.9)
상대	(10.7) 2.1 4.5

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	54,615.3	55,833.8
영업이익(십억원)	2,874.8	2,970.3
순이익(십억원)	1,814.6	2,057.0
EPS(원)	18,224	21,251
BPS(원)	211,334	225,652

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	39,520.5	46,260.9	53,694.2	47,288.0	50,713.5
영업이익	십억원	3,228.3	3,234.4	2,450.7	2,314.2	2,454.2
세전이익	십억원	2,423.4	3,234.8	2,056.7	2,220.1	2,330.0
순이익	십억원	1,671.3	2,103.8	1,372.3	1,648.5	1,730.0
EPS	원	17,834	22,449	14,644	17,590	18,461
증감률	%	105.1	25.9	(34.8)	20.1	5.0
PER	배	8.21	9.11	12.26	9.61	9.15
PBR	배	0.80	1.05	0.89	0.80	0.76
EV/EBITDA	배	3.81	5.23	5.88	5.27	4.89
ROE	%	10.13	11.96	7.46	8.59	8.58
BPS	원	183,956	194,441	201,214	211,273	222,203
DPS	원	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

RA 김정현

02-3771-7617

jeonghyeon.kim@hanafn.com

표 1. SK이노베이션 4Q18 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q18F	3Q18	4Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	13,131.4	14,958.7	12,553.9	4.6	-12.2	14,368.2	-8.6
영업이익	51.7	835.8	845.3	-93.9	-93.8	537.9	-90.4
세전이익	-44.9	684.2	661.4	-106.8	-106.6	484.0	-109.3
순이익	-29.5	444.3	295.5	-110.0	-106.6	358.2	-108.2
영업이익률	0.4	5.6	6.7	-6.3	-5.2	3.7	-3.3
세전이익률	-0.3	4.6	5.3	-5.6	-4.9	3.4	-3.7
순이익률	-0.2	3.0	2.4	-2.6	-3.2	2.5	-2.7

자료: 하나금융투자

표 2. SK이노베이션 연간 전망치 변경

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	53,694.2	54,535.2	-1.5	47,288.0	57,105.3	-17.2
영업이익	2,450.7	3,105.3	-21.1	2,314.2	2,765.2	-16.3
세전이익	2,056.7	3,086.6	-33.4	2,220.1	2,976.1	-25.4
순이익	1,372.3	2,194.2	-37.5	1,648.5	2,209.8	-25.4
영업이익률	4.6	5.7	-1.1	4.9	4.8	0.1
세전이익률	3.8	5.7	-1.8	4.7	5.2	-0.5
순이익률	2.6	4.0	-1.5	3.5	3.9	-0.4

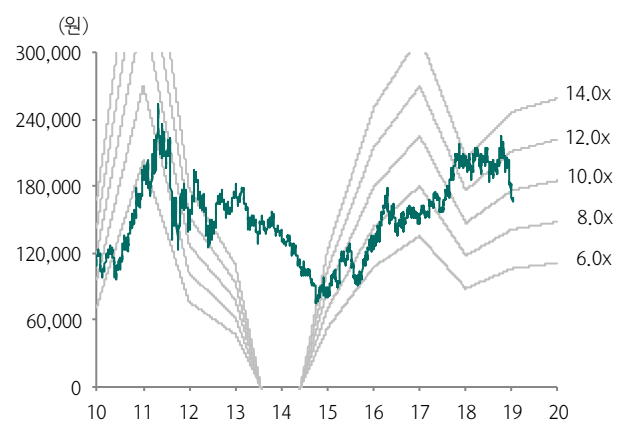
자료: 하나금융투자

그림 1. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

표 3. SK이노베이션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	FY2017	FY2017	FY2018F	FY2019F
매출액	12,166.1	13,438.0	14,958.7	13,131.4	11,289.3	11,670.0	11,797.9	12,530.8	39,520.5	46,826.5	53,694.2	47,288.0
QoQ(%)	-7.3%	10.5%	11.3%	-12.2%	-14.0%	3.4%	1.1%	6.2%				
YoY(%)	6.8%	27.2%	27.2%	0.1%	-7.2%	-13.2%	-21.1%	-4.6%	-18.3%	18.5%	14.7%	-11.9%
SK이노베이션	260.0	315.8	349.8	325.1	306.5	310.0	311.7	327.9	928.4	1,103.1	1,250.7	1,256.1
E&P	157.2	184.9	193.2	195.0	167.3	168.1	174.6	188.5	530.5	635.8	730.3	698.5
연결조정	102.8	130.9	156.6	130.1	139.2	142.0	137.1	139.4	397.9	467.3	520.4	557.7
SK에너지	8,687.3	9,772.7	10,900.1	9,379.9	8,091.4	8,453.8	8,497.4	9,091.7	28,369.8	33,336.8	38,740.0	34,134.2
SK종합화학	2,439.0	2,531.6	2,886.1	2,647.5	2,186.0	2,193.9	2,245.2	2,391.0	7,686.5	9,339.2	10,504.2	9,016.1
SK루브리컨츠	779.8	817.9	822.7	778.9	705.4	712.3	743.7	720.2	2,535.8	3,047.4	3,199.3	2,881.6
영업이익	711.6	851.6	835.8	51.7	438.1	503.5	650.1	722.5	3,228.4	3,234.3	2,450.8	2,314.2
영업이익률(%)	5.8%	6.3%	5.6%	0.4%	3.9%	4.3%	5.5%	5.8%	8.2%	6.9%	4.6%	4.9%
QoQ(%)	-15.8%	19.7%	-1.8%	-93.8%	747.2%	14.9%	29.1%	11.1%				
YoY(%)	-29.1%	102.2%	-13.3%	-93.9%	-38.4%	-40.9%	-22.2%	1297.2%	63.1%	0.2%	-24.2%	-5.6%
SK이노베이션	-27.2	-45.6	-50.0	-47.2	-62.4	-62.1	-58.6	-51.2	-97.9	-149.9	-170.0	-234.2
영업이익률(%)	-10.5%	-14.4%	-14.3%	-14.5%	-20.3%	-20.0%	-18.8%	-15.6%	-10.5%	-13.6%	-13.6%	-18.6%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
E&P	44.8	59.3	71.8	52.3	37.2	37.5	40.9	48.4	105.2	188.4	228.2	164.0
연결조정	-72.0	-104.9	-121.8	-99.6	-99.6	-99.6	-99.6	-99.6	-203.1	-338.3	-398.3	-398.3
SK에너지	325.4	533.4	408.4	-307.4	136.8	196.4	337.8	447.1	1,939.3	1,502.1	959.8	1,118.1
영업이익률(%)	3.7%	5.5%	3.7%	-3.3%	1.7%	2.3%	4.0%	4.9%	6.8%	4.5%	2.5%	3.3%
QoQ(%)	-36.1%	63.9%	-23.4%	적전	흑전	43.6%	72.0%	32.3%				
YoY(%)	-28.3%	4167.2%	-22.4%	적전	-58.0%	-63.2%	-17.3%	흑전	49.3%	-22.5%	-36.1%	16.5%
SK종합화학	284.8	237.7	345.5	298.8	265.4	268.7	256.6	234.4	918.7	1,377.2	1,166.8	1,025.0
영업이익률(%)	11.7%	9.4%	12.0%	11.3%	12.1%	12.2%	11.4%	9.8%	12.0%	14.7%	11.1%	11.4%
QoQ(%)	8.4%	-16.5%	45.4%	-13.5%	-11.2%	1.3%	-4.5%	-8.7%				
YoY(%)	-37.4%	-28.8%	6.0%	13.7%	-6.8%	13.0%	-25.7%	-21.6%	113.0%	49.9%	-15.3%	-12.1%
SK루브리컨츠	128.6	126.1	132.0	107.6	98.3	100.5	114.2	92.3	468.3	504.9	494.3	405.2
영업이익률(%)	16.5%	15.4%	16.0%	13.8%	13.9%	14.1%	15.4%	12.8%	18.5%	16.6%	15.4%	14.1%
QoQ(%)	-11.7%	-1.9%	4.7%	-18.5%	-8.7%	2.2%	13.7%	-19.2%				
YoY(%)	35.5%	4.9%	-8.4%	-26.2%	-23.6%	-20.3%	-13.5%	-14.2%	58.7%	7.8%	-2.1%	-18.0%
당기순이익	472.7	512.6	459.4	-25.7	242.6	287.8	431.4	725.5	1,721.4	2,145.1	1,419.1	1,687.3
당기순이익률(%)	3.9%	3.8%	3.1%	-0.2%	2.1%	2.5%	3.7%	5.8%	4.4%	4.6%	2.6%	3.6%
QoQ(%)	59.3%	8.4%	-10.4%	적전	흑전	18.6%	49.9%	68.2%				
YoY(%)	-45.0%	75.5%	-34.0%	적전	-48.7%	-43.9%	-6.1%	흑전	98.4%	24.6%	-33.8%	18.9%
지배순이익	458.3	499.2	444.3	-29.5	237.0	281.2	421.4	708.8	1,671.3	2,103.8	1,372.3	1,648.5

자료: 하나금융투자

주정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	39,520.5	46,260.9	53,694.2	47,288.0	50,713.5
매출원가	34,561.7	40,905.2	49,466.1	43,342.8	46,444.8
매출총이익	4,958.8	5,355.7	4,228.1	3,945.2	4,268.7
판매비	1,730.5	2,121.3	1,777.3	1,631.0	1,814.5
영업이익	3,228.3	3,234.4	2,450.7	2,314.2	2,454.2
금융손익	(289.9)	(169.8)	(338.7)	(108.8)	(90.6)
중속/관계기업손익	(124.0)	311.3	158.3	148.3	100.0
기타영업외손익	(391.0)	(141.1)	(213.5)	(133.5)	(133.5)
세전이익	2,423.4	3,234.8	2,056.7	2,220.1	2,330.0
법인세	701.9	1,079.1	637.6	532.8	559.2
계속사업이익	1,721.4	2,155.7	1,419.1	1,687.3	1,770.8
중단사업이익	0.0	(10.6)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,721.4	2,145.1	1,419.1	1,687.3	1,770.8
비배주주지분 손익	50.1	41.3	46.8	38.8	40.8
지배주주순이익	1,671.3	2,103.8	1,372.3	1,648.5	1,730.0
지배주주지분포괄이익	1,660.8	1,846.7	1,395.4	1,659.0	1,741.1
NOPAT	2,293.2	2,155.4	1,691.0	1,758.8	1,865.2
EBITDA	4,142.7	4,134.4	3,372.9	3,237.7	3,377.1
성장성(%)					
매출액증가율	(18.3)	17.1	16.1	(11.9)	7.2
NOPAT증가율	92.1	(6.0)	(21.5)	4.0	6.0
EBITDA증가율	41.3	(0.2)	(18.4)	(4.0)	4.3
영업이익증가율	63.1	0.2	(24.2)	(5.6)	6.0
(영업이익/순이익)증가율	105.1	25.9	(34.8)	20.1	4.9
EPS증가율	105.1	25.9	(34.8)	20.1	5.0
수익성(%)					
매출총이익률	12.5	11.6	7.9	8.3	8.4
EBITDA이익률	10.5	8.9	6.3	6.8	6.7
영업이익률	8.2	7.0	4.6	4.9	4.8
계속사업이익률	4.4	4.7	2.6	3.6	3.5
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	17,834	22,449	14,644	17,590	18,461
BPS	183,956	194,441	201,214	211,273	222,203
CFPS	43,489	44,148	33,867	34,025	35,513
EBITDAPS	44,206	44,118	35,991	34,548	36,036
SPS	421,714	493,640	572,958	504,599	541,152
DPS	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000
주가지표(배)					
PER	8.2	9.1	12.3	9.6	9.2
PBR	0.8	1.1	0.9	0.8	0.8
PCR	3.4	4.6	5.3	5.0	4.8
EV/EBITDA	3.8	5.2	5.9	5.3	4.9
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	10.1	12.0	7.5	8.6	8.6
ROA	5.2	6.3	3.9	4.6	4.7
ROIC	12.7	11.7	8.6	8.9	9.5
부채비율	78.0	77.3	81.9	72.2	71.8
순부채비율	5.0	6.9	9.1	(0.0)	(2.7)
이자보상배율(배)	12.8	15.7	12.9	12.2	12.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	14,987.7	16,219.2	17,648.3	17,812.1	19,280.8
금융자산	5,755.7	4,343.1	3,865.6	5,672.5	6,262.7
현금성자산	2,644.2	2,003.7	1,150.3	3,281.2	3,698.1
매출채권 등	4,403.7	5,467.3	6,345.8	5,588.7	5,993.6
재고자산	4,445.3	5,978.6	6,939.3	6,111.4	6,554.1
기타유동자산	383.0	430.2	497.6	439.5	470.4
비유동자산	17,593.6	18,024.4	18,691.5	18,269.0	18,511.2
투자자산	2,567.3	2,820.3	3,273.5	2,882.9	3,091.8
금융자산	388.8	389.1	451.7	397.8	426.6
유형자산	13,603.5	13,587.2	13,902.1	13,963.7	14,083.7
무형자산	1,272.3	1,520.8	1,419.9	1,326.3	1,239.7
기타비유동자산	150.5	96.1	96.0	96.1	96.0
자산총계	32,581.3	34,243.6	36,339.7	36,081.1	37,792.0
유동부채	8,736.5	9,954.8	11,233.6	10,131.5	10,720.8
금융부채	1,808.4	1,606.1	1,620.7	1,608.1	1,614.8
매입채무 등	6,473.2	7,730.6	8,972.7	7,902.2	8,474.6
기타유동부채	454.9	618.1	640.2	621.2	631.4
비유동부채	5,539.7	4,979.5	5,126.6	4,999.8	5,067.6
금융부채	4,871.5	4,063.8	4,063.8	4,063.8	4,063.8
기타비유동부채	668.2	915.7	1,062.8	936.0	1,003.8
부채총계	14,276.3	14,934.3	16,360.2	15,131.3	15,788.4
지배주주지분	17,103.1	18,085.7	18,720.5	19,663.2	20,687.5
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,884.2	5,765.8	5,765.8	5,765.8	5,765.8
자본조정	(136.1)	(136.1)	(136.1)	(136.1)	(136.1)
기타포괄이익누계액	215.7	(54.2)	(54.2)	(54.2)	(54.2)
이익잉여금	10,670.8	12,041.7	12,676.4	13,619.1	14,643.4
비배주주지분	1,201.9	1,223.6	1,259.1	1,286.6	1,316.1
자본총계	18,305.0	19,309.3	19,979.6	20,949.8	22,003.6
순금융부채	924.2	1,326.7	1,818.9	(0.7)	(584.1)
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	3,677.8	2,180.2	1,954.4	3,006.1	2,482.2
당기순이익	1,721.4	2,145.1	1,419.1	1,687.3	1,770.8
조정	1,688.4	1,249.3	1,030.6	892.0	939.6
감가상각비	914.4	900.1	922.1	923.5	922.9
외환거래손익	29.3	(75.5)	249.5	99.5	99.5
지분법손익	124.0	(311.3)	(158.3)	(148.3)	(100.0)
기타	620.7	736.0	17.3	17.3	17.2
영업활동자산부채 변동	268.0	(1,214.2)	(495.3)	426.8	(228.2)
투자활동 현금흐름	(2,056.1)	(1,066.1)	(2,067.6)	(139.6)	(1,349.0)
투자자산감소(증가)	337.1	163.6	(306.2)	527.5	(120.1)
유형자산감소(증가)	(566.6)	(863.9)	(1,136.0)	(891.6)	(956.2)
기타	(1,826.6)	(365.8)	(625.4)	224.5	(272.7)
재무활동 현금흐름	(2,018.6)	(1,670.7)	(723.0)	(718.3)	(699.0)
금융부채증가(감소)	(1,579.4)	(1,010.0)	14.6	(12.6)	6.7
자본증가(감소)	0.0	(118.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	12.1	214.3	0.0	0.1	0.1
배당지급	(451.3)	(756.6)	(737.6)	(705.8)	(705.8)
현금의 증감	(375.5)	(640.5)	(853.4)	2,130.9	416.9
Unlevered CFO	4,075.5	4,137.3	3,173.8	3,188.6	3,328.1
Free Cash Flow	3,070.8	1,241.8	818.4	2,114.4	1,526.0

2019년 1월 7일

S-Oil(010950)

4Q18 적자 예상. RUC/ODC의 증설효과는 기대치를 하회

4Q18 영업이익 적자 예상. 컨센 -139% 하회

4Q18 영업이익은 -1,114억원(QoQ 적전, YoY 적전)으로 컨센서스(2,889억원)를 -139% 하회할 것으로 전망한다. 정유부문의 대규모 적자(영업이익 -2,881억원)가 전사 실적 부진의 원인일 전망이다. 유가 하락에 따른 재고관련손실 약 2,600억과 높은 원료가격 투입의 부정적인 레깅효과가 발생한 영향으로 판단된다. 석유화학 영업이익은 1,364억원(QoQ +34%)으로 전분기 대비 개선될 전망이다. PX 마진이 높은 수준에서 유지된 영향이다. 다만, 벤젠이 약세를 지속한 영향으로 실적 개선의 폭은 제한적일 것으로 판단한다. RUC/ODC의 신규 가동에 따른 효과는 [휘발유]-[B-C] 마진 약세에 따라 실적 기여가 미미할 것으로 보인다. 윤활기유 영업이익은 수요 약세로 인한 마진 축소로 소폭 감소(QoQ -6%)할 전망이다.

1Q19 영업이익 전분기 대비 개선되나 눈높이는 낮아져

1Q19 영업이익은 2,551억원(QoQ 흑전, YoY -0.2%)을 예상한다. 정유부문 영업이익은 1,053억원(QoQ 흑전)으로 전분기 대비 개선될 전망이다. 전분기에 발생한 재고관련손실과 부정적인 레깅효과가 제거되기 때문이다. 다만, 신규 가동한 RUC의 마진은 휘발유 약세로 부진하기 때문에 이로 인한 이익 기여는 미미할 것으로 예상된다. 석유화학은 PX/벤젠의 마진 둔화로 영업이익 1,122억원(QoQ -18%)으로 둔화될 전망이다. ODC의 가동률 상승이 예상되나, B-C 강세로 이익 기여도는 기대치를 하회할 전망이다.

연간 추정치 하향 조정 국면. 밸류에이션 부담 상존

투자자의견은 Neutral을 유지하고, 목표주가는 기존 14만원에서 11만원으로 하향한다. 2019년 영업이익 전망치를 약 33% 하향한 영향이다. 정제마진, PX/BTX 약세, RUC/ODC 수익성 기대치 하회에 근거하여 추정치를 조정하였다. 특히, PX는 중국 중심의 대규모 글로벌 증설 부담, BTX는 휘발유의 구조적인 약세에 따른 영향으로 2019년 약세가 전망됨에 따라 석유화학부문 실적 추정치의 하향 조정은 주가의 부담으로 작용할 가능성이 높다. 현 주가는 2019년 기준 PER 12.1배, PBR 1.5배로 ROE 12.8%를 감안하면 주가의 상승여력은 제한적이라 판단한다.

관심종목

Neutral

I TP(12M): 110,000원(하향) | CP(1월 4일): 92,600원

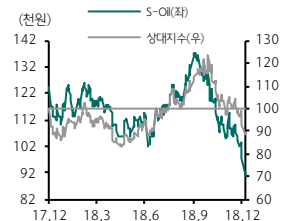
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,010.25
52주 최고/최저(원)	137,500/91,000
시가총액(십억원)	10,425.2
시가총액비중(%)	0.87
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	310.0
60일 평균 거래대금(십억원)	35.0
18년 배당금(예상, 원)	3,100
18년 배당수익률(예상, %)	3.17
외국인지분율(%)	78.67
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas	63.46
Company BV 외 11 인	
국민연금	6.07
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(18.4) (9.7) (18.4)
상대	(14.2) 1.8 0.1

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	25,563.0	27,793.7
영업이익(십억원)	1,228.7	1,804.8
순이익(십억원)	841.9	1,362.9
EPS(원)	6,906	11,538
BPS(원)	60,377	66,782

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	16,321.8	20,891.4	24,651.9	22,050.3	23,626.1
영업이익	십억원	1,616.9	1,373.3	861.5	1,214.4	1,293.0
세전이익	십억원	1,575.1	1,644.9	692.7	1,176.8	1,255.0
순이익	십억원	1,205.4	1,246.5	505.7	894.4	953.8
EPS	원	10,337	10,690	4,337	7,670	8,180
증감률	%	90.9	3.4	(59.4)	76.9	6.6
PER	배	8.19	10.94	22.53	12.07	11.32
PBR	배	1.54	1.99	1.69	1.49	1.41
EV/EBITDA	배	5.41	9.72	13.55	9.90	9.67
ROE	%	20.46	18.84	7.45	12.78	12.76
BPS	원	54,830	58,698	57,743	62,317	65,903
DPS	원	6,200	5,900	3,100	4,600	4,600



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 김정현
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com

표 1. S-Oil 4Q18 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q18F	3Q18	4Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	6,049.9	7,187.9	5,814.4	4.1	-15.8	7,101.5	-14.8
영업이익	-111.4	315.7	369.3	-130.2	-135.3	288.9	-138.6
세전이익	-95.5	315.5	526.9	-118.1	-130.3	226.2	-142.2
순이익	-76.1	229.9	386.9	-119.7	-133.1	226.8	-133.6
영업이익률	-1.8	4.4	6.4	-8.2	-6.2	4.1	-5.9
세전이익률	-1.6	4.4	9.1	-10.6	-6.0	3.2	-4.8
순이익률	-1.3	3.2	6.7	-7.9	-4.5	3.2	-4.5

자료: 하나금융투자

표 2. S-Oil 연간 전망치 변경

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	24,651.9	25,541.6	-3.5	22,050.3	28,677.4	-23.1
영업이익	861.5	1,371.8	-37.2	1,214.4	1,821.2	-33.3
세전이익	692.7	1,187.0	-41.6	1,176.8	1,772.9	-33.6
순이익	505.7	902.1	-43.9	894.4	1,347.4	-33.6
영업이익률	3.5	5.4	-1.9	5.5	6.4	-0.8
세전이익률	2.8	4.6	-1.8	5.3	6.2	-0.8
순이익률	2.1	3.5	-1.5	4.1	4.7	-0.6

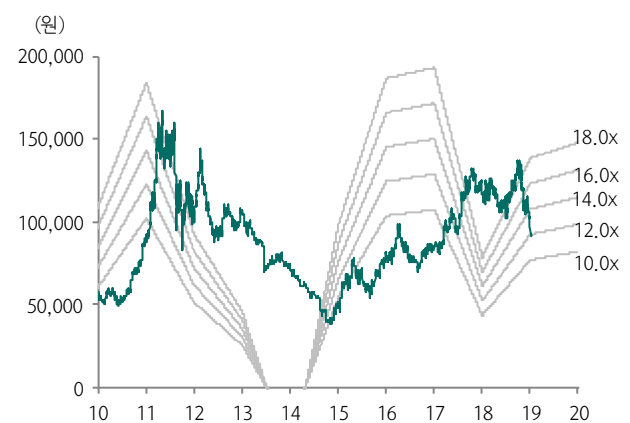
자료: 하나금융투자

그림 1. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. S-Oil 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

표 3. S-Oil 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	FY2017	FY2017	FY2018F	FY2019F
매출액	5,411.0	6,003.1	7,187.9	6,049.9	5,265.7	5,170.8	5,586.8	6,027.0	16,321.8	20,891.3	24,651.9	22,050.3
QoQ(%)	-6.9%	10.9%	19.7%	-15.8%	-13.0%	-1.8%	8.0%	7.9%				
YoY(%)	4.1%	28.7%	37.9%	4.1%	-2.7%	-13.9%	-22.3%	-0.4%	-8.8%	28.0%	18.0%	-10.6%
정유부문	4,341.3	4,754.1	5,728.1	4,697.6	4,012.9	3,915.4	4,263.5	4,624.5	12,464.2	16,412.4	19,521.1	16,816.3
석유화학부문	690.2	829.3	1,050.4	960.9	894.6	890.3	938.2	1,025.8	2,544.0	2,864.1	3,530.8	3,748.9
윤활기유부문	379.5	419.7	409.4	391.5	358.1	365.2	385.1	376.7	1,313.6	1,614.9	1,600.1	1,485.1
영업이익	255.5	402.6	315.7	-111.3	255.1	302.2	324.0	333.1	1,616.9	1,373.3	862.5	1,214.4
영업이익률(%)	4.7%	6.7%	4.4%	-1.8%	4.8%	5.8%	5.8%	5.5%	9.9%	6.6%	3.5%	5.5%
QoQ(%)	-30.8%	57.6%	-21.6%	적전	흑전	18.4%	7.2%	2.8%				
YoY(%)	-23.4%	243.3%	-42.9%	적전	-0.2%	-24.9%	2.6%	흑전	97.8%	-15.1%	-37.2%	40.8%
정유부문	90.4	305.2	170.4	-288.1	105.3	137.6	154.1	172.6	699.0	627.3	277.9	569.6
영업이익률(%)	2.1%	6.4%	3.0%	-6.1%	2.6%	3.5%	3.6%	3.7%	5.6%	3.8%	1.4%	3.4%
QoQ(%)	-66.0%	237.6%	-44.2%	적전	흑전	30.6%	12.0%	12.0%				
YoY(%)	-17.6%	흑전	-49.3%	적전	16.5%	-54.9%	-9.5%	흑전	158.1%	-10.3%	-55.7%	105.0%
석유화학부문	81.0	16.5	102.1	136.4	112.2	127.3	126.5	129.9	505.9	325.8	336.0	496.0
영업이익률(%)	11.7%	2.0%	9.7%	14.2%	12.5%	14.3%	13.5%	12.7%	19.9%	11.4%	9.5%	13.2%
QoQ(%)	254.1%	-79.6%	518.8%	33.6%	-17.7%	13.5%	-0.6%	2.7%				
YoY(%)	-42.0%	-77.3%	12.8%	496.3%	38.5%	671.6%	23.9%	-4.7%	76.3%	-35.6%	3.1%	47.6%
윤활기유부문	84.1	80.9	43.2	40.4	37.6	37.3	43.3	30.5	412.0	420.2	248.6	148.8
영업이익률(%)	22.2%	19.3%	10.6%	10.3%	10.5%	10.2%	11.3%	8.1%	31.4%	26.0%	15.5%	10.0%
QoQ(%)	4.7%	-3.8%	-46.6%	-6.4%	-6.9%	-0.9%	16.2%	-29.6%				
YoY(%)	-0.1%	-37.5%	-65.8%	-49.7%	-55.3%	-53.9%	0.3%	-24.4%	30.3%	2.0%	-40.8%	-40.2%
당기순이익	188.7	163.2	229.9	-76.1	175.5	222.0	243.1	253.8	1,205.4	1,246.5	505.7	894.4
당기순이익률(%)	3.5%	2.7%	3.2%	-1.3%	3.3%	4.3%	4.4%	4.2%	7.4%	6.0%	2.1%	4.1%
QoQ(%)	-51.2%	-13.5%	40.8%	-133.1%	-330.5%	26.5%	9.5%	4.4%				
YoY(%)	-52.1%	143.9%	-42.3%	-119.7%	-7.0%	36.0%	5.7%	-433.3%	90.9%	3.4%	-59.4%	76.9%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

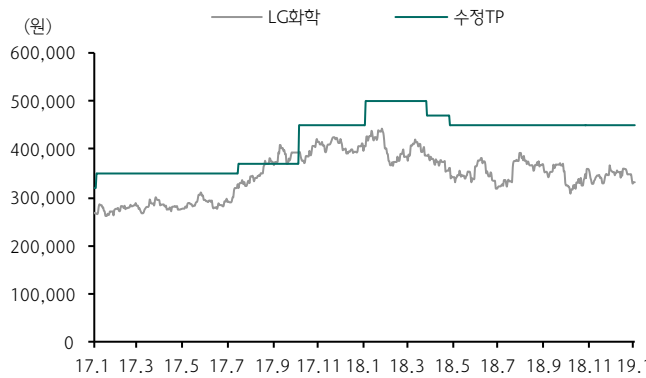
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	16,321.8	20,891.4	24,651.9	22,050.3	23,626.1
매출원가	14,020.9	18,783.1	23,147.4	20,218.7	21,609.1
매출총이익	2,300.9	2,108.3	1,504.5	1,831.6	2,017.0
판매비	684.1	735.0	642.9	617.1	724.0
영업이익	1,616.9	1,373.3	861.5	1,214.4	1,293.0
금융손익	(59.8)	203.4	(61.5)	49.7	49.2
종속/관계기업손익	6.6	5.1	5.1	5.1	5.1
기타영업외손익	11.4	63.1	(112.4)	(92.4)	(92.4)
세전이익	1,575.1	1,644.9	692.7	1,176.8	1,255.0
법인세	369.7	398.4	187.0	282.4	301.2
계속사업이익	1,205.4	1,246.5	505.7	894.4	953.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,205.4	1,246.5	505.7	894.4	953.8
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	1,205.4	1,246.5	505.7	894.4	953.8
지배주주지분포괄이익	1,211.3	1,254.4	505.7	894.4	953.8
NOPAT	1,237.3	1,040.7	628.9	922.9	982.7
EBITDA	1,903.6	1,667.4	1,155.7	1,507.4	1,585.1
성장성(%)					
매출액증가율	(8.8)	28.0	18.0	(10.6)	7.1
NOPAT증가율	94.8	(15.9)	(39.6)	46.7	6.5
EBITDA증가율	74.5	(12.4)	(30.7)	30.4	5.2
영업이익증가율	97.8	(15.1)	(37.3)	41.0	6.5
(지배주주)순이익증가율	90.9	3.4	(59.4)	76.9	6.6
EPS증가율	90.9	3.4	(59.4)	76.9	6.6
수익성(%)					
매출총이익률	14.1	10.1	6.1	8.3	8.5
EBITDA이익률	11.7	8.0	4.7	6.8	6.7
영업이익률	9.9	6.6	3.5	5.5	5.5
계속사업이익률	7.4	6.0	2.1	4.1	4.0
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,337	10,690	4,337	7,670	8,180
BPS	54,830	58,698	57,743	62,317	65,903
CFPS	16,293	16,002	9,162	12,350	13,016
EBITDAPS	16,326	14,300	9,911	12,927	13,593
SPS	139,976	179,164	211,414	189,103	202,617
DPS	6,200	5,900	3,100	4,600	4,600
주가지표(배)					
PER	8.2	10.9	22.5	12.1	11.3
PBR	1.5	2.0	1.7	1.5	1.4
PCR	5.2	7.3	10.7	7.5	7.1
EV/EBITDA	5.4	9.7	13.5	9.9	9.7
PSR	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	20.5	18.8	7.5	12.8	12.8
ROA	9.7	8.6	3.2	5.2	5.2
ROIC	18.2	12.1	5.9	7.9	8.0
부채비율	118.4	120.5	146.8	148.5	141.2
순부채비율	8.6	38.4	65.0	58.4	60.4
이자보상배율(배)	28.7	23.6	12.9	15.3	15.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,974.4	6,774.8	6,360.6	7,338.7	7,271.7
금융자산	4,213.2	2,222.4	1,778.4	2,712.1	2,314.5
현금성자산	767.4	480.1	1.2	899.3	465.5
매출채권 등	1,325.9	1,751.4	1,751.4	1,768.9	1,895.4
재고자산	2,423.4	2,790.7	2,818.6	2,846.8	3,050.3
기타유동자산	11.9	10.3	12.2	10.9	11.5
비유동자산	5,984.6	8,312.6	10,250.2	10,713.5	11,257.8
투자자산	123.4	124.6	147.1	131.6	141.0
금융자산	90.1	92.3	108.9	97.4	104.4
유형자산	5,710.8	7,968.7	9,891.3	10,376.4	10,916.6
무형자산	54.5	105.2	97.7	91.4	86.1
기타비유동자산	95.9	114.1	114.1	114.1	114.1
자산총계	13,959.0	15,087.5	16,610.8	18,052.1	18,529.5
유동부채	4,832.8	4,544.4	5,838.6	6,674.7	6,716.8
금융부채	2,196.7	1,376.9	2,378.2	3,077.3	3,077.8
매입채무 등	2,169.1	2,776.4	3,054.0	3,206.7	3,238.8
기타유동부채	467.0	391.1	406.4	390.7	400.2
비유동부채	2,734.7	3,700.4	4,041.0	4,112.9	4,130.0
금융부채	2,563.6	3,474.7	3,774.7	3,874.7	3,874.7
기타비유동부채	171.1	225.7	266.3	238.2	255.3
부채총계	7,567.4	8,244.8	9,879.6	10,787.6	10,846.8
지배주주지분	6,391.6	6,842.6	6,731.2	7,264.6	7,682.7
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
자본조정	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	25.0	23.4	23.4	23.4	23.4
이익잉여금	4,745.4	5,198.1	5,086.7	5,620.1	6,038.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,391.6	6,842.6	6,731.2	7,264.6	7,682.7
순금융부채	547.1	2,629.1	4,374.4	4,239.9	4,638.0
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,722.0	1,143.3	1,158.3	1,186.5	908.5
당기순이익	1,205.4	1,246.5	505.7	894.4	953.8
조정	704.8	133.1	348.8	227.7	226.7
감가상각비	286.7	294.2	294.1	293.0	292.0
외환거래손익	98.8	(80.3)	59.8	(60.2)	(60.2)
지분법손익	(6.6)	(5.1)	(5.1)	(5.1)	(5.1)
기타	325.9	(75.7)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
영업활동자산부채 변동	(188.2)	(236.3)	303.8	64.4	(272.0)
투자활동 현금흐름	(1,966.9)	(832.2)	(2,321.3)	(726.5)	(807.3)
투자자산감소(증가)	17.4	3.9	(17.3)	20.7	(4.3)
유형자산감소(증가)	(1,056.5)	(2,411.5)	(2,209.3)	(771.8)	(826.9)
기타	(927.8)	1,575.4	(94.7)	24.6	23.9
재무활동 현금흐름	811.1	(598.3)	684.2	438.1	(535.1)
금융부채증가(감소)	1,154.1	91.2	1,301.3	799.1	0.6
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(133.4)	113.9	0.0	0.0	(0.1)
배당지급	(209.6)	(803.4)	(617.1)	(361.0)	(535.6)
현금의 증감	566.2	(287.4)	(478.8)	898.1	(433.9)
Unlevered CFO	1,899.8	1,865.9	1,068.4	1,440.0	1,517.7
Free Cash Flow	658.4	(1,270.8)	(1,051.0)	414.7	81.6

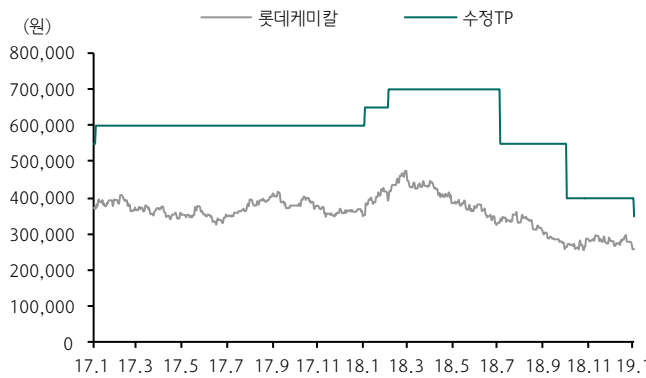
투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

LG화학



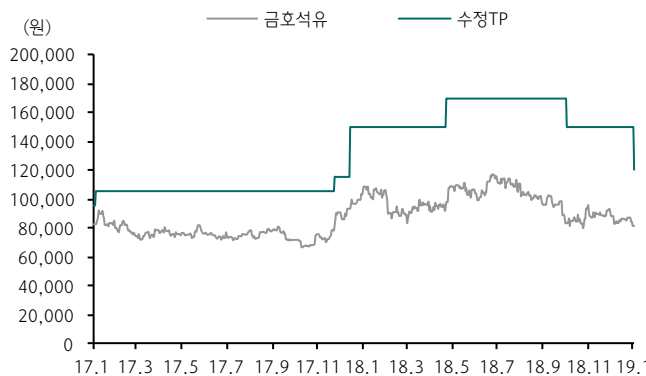
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.5.2	BUY	450,000		
18.4.1	BUY	470,000	-21.05%	-17.55%
18.1.8	BUY	500,000	-19.39%	-11.70%
17.10.10	BUY	450,000	-10.84%	-5.89%
17.7.20	BUY	370,000	-2.33%	10.14%
17.1.9	BUY	350,000	-19.06%	-6.71%
16.12.15	BUY	320,000	-18.27%	-16.09%

롯데케미칼



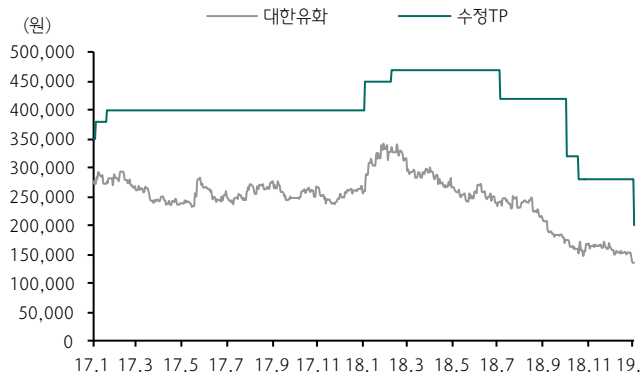
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.7	BUY	350,000		
18.10.8	BUY	400,000	-31.09%	-26.13%
18.7.10	BUY	550,000	-42.12%	-34.64%
18.2.9	BUY	700,000	-42.39%	-32.21%
18.1.8	BUY	650,000	-38.21%	-34.23%
17.1.9	BUY	600,000	-38.40%	-30.58%
17.1.1	BUY	550,000	-31.49%	-29.91%

금호석유



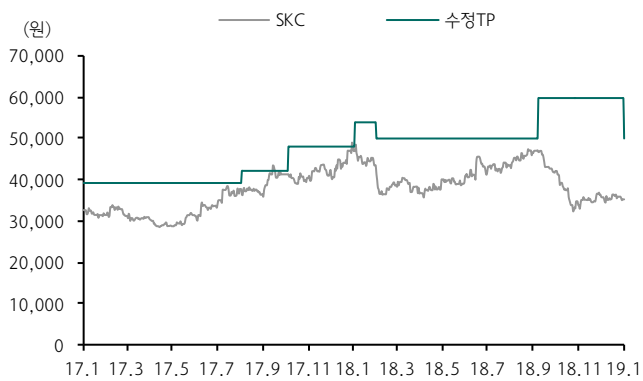
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.7	BUY	120,000		
18.10.8	BUY	150,000	-41.91%	-36.07%
18.4.28	BUY	170,000	-38.20%	-31.18%
17.12.19	BUY	150,000	-35.44%	-27.67%
17.11.28	BUY	115,000	-22.13%	-18.78%
17.1.9	BUY	105,000	-27.20%	-12.10%
16.12.15	BUY	95,000	-13.30%	-10.11%

대한유화



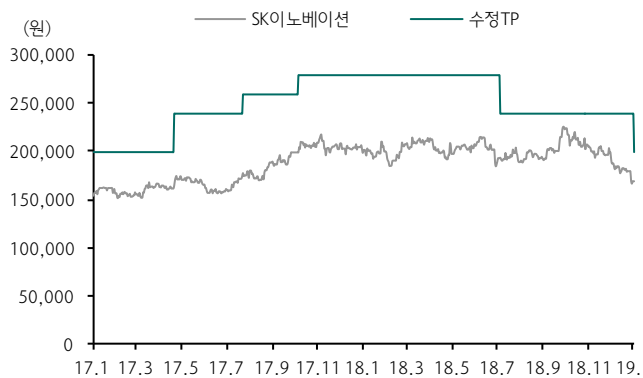
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.7	BUY	200,000		
18.10.24	BUY	280,000	-43.10%	-38.57%
18.10.8	BUY	320,000	-48.66%	-45.31%
18.7.10	BUY	420,000	-47.37%	-40.24%
18.2.13	BUY	470,000	-41.27%	-27.55%
18.1.8	BUY	450,000	-29.50%	-24.00%
17.1.24	BUY	400,000	-35.82%	-26.63%
17.1.9	BUY	380,000	-25.63%	-23.03%
16.12.15	BUY	350,000	-22.41%	-18.00%

SKC



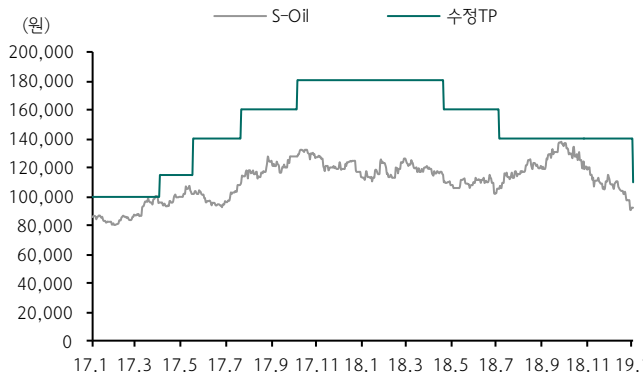
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.7	BUY	50,000		
18.9.13	BUY	60,000	-38.27%	-21.75%
18.2.6	BUY	50,000	-18.13%	-5.30%
18.1.8	BUY	54,000	-16.80%	-10.19%
17.10.10	BUY	48,000	-12.31%	2.08%
17.8.8	BUY	42,000	-7.31%	3.33%
17.1.9	BUY	39,000	-17.99%	-1.67%
16.10.4	BUY	36,000	-15.77%	-5.83%

SK이노베이션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.7	Neutral	200,000		
18.10.10	Neutral	240,000	-17.59%	-6.04%
18.7.10	BUY	240,000	-17.28%	-6.04%
17.10.10	BUY	280,000	-27.33%	-22.32%
17.7.27	BUY	260,000	-29.63%	-23.46%
17.4.25	BUY	240,000	-31.14%	-27.29%
17.1.9	BUY	200,000	-20.26%	-16.00%
16.9.25	BUY	220,000	-29.55%	-26.36%

S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.7	Neutral	110,000		
18.10.10	Neutral	140,000	-16.15%	-1.79%
18.7.10	BUY	140,000	-13.46%	-1.79%
18.4.26	BUY	160,000	-31.91%	-28.13%
17.10.10	BUY	180,000	-32.91%	-26.67%
17.7.26	BUY	160,000	-25.45%	-20.31%
17.5.22	BUY	140,000	-29.01%	-22.50%
17.4.7	BUY	115,000	-13.49%	-6.52%
17.1.9	BUY	100,000	-11.54%	0.50%
16.9.25	BUY	110,000	-24.44%	-20.91%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

- Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
- Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
- Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.6%	4.6%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 4일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)은 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 1월 7일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)은 2018년 1월 7일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.