

정유/화학 (비중확대)

Analyst 전유진 · 02)6923-7354 · yujinjn@capefn.com

4Q18 Preview: 4분기 흑한 뒤에 올 따뜻한 1분기를 기대

4분기 유가 급락과 수요둔화 영향으로 정유/화학 업체 모두 부진한 실적 예상. 특히 정유사들의 정유부문은 레깅마진 축소와 대규모 재고평가손실 반영되며 영업적자 불가피할 전망. 1Q19는 저가원료 투입에 따른 스프레드 개선으로 뚜렷한 이익개선 기대. 점진적 유가반등과 무역갈등 해소 기미도 포착되고 있어 4분기 바닥으로 시황은 최악의 국면 벗어난 것으로 판단. 비중확대 의견 유지

정유: 유가와 함께 급락한 정유 업황의 온도

- 국제유가 4Q 평균 WTI \$59.3, Dubai \$67.8로 3Q 평균 대비 각각 -8.5%, -14.7%. 12월 OPEC+ 산유국 감산합의에도 불구하고 글로벌 경기둔화에 따른 석유수요 부진 우려와 미국 생산량 증가, 글로벌 원유 재고 상승 등에 따른 것
- 유가 급락은 레깅 복합정제마진 축소와 재고평가손실로 이어져 정유업체 4분기 실적 부진의 주요 요인으로 작용
- OPEC+ 산유국의 적극적인 감산 의지로 유가는 12월 바닥으로 \$50~60 레벨로 점진적 반등 예상. 이에 1분기에는 대규모 재고평가손실이 소멸되고, 레깅 정제마진 역시 (+)로 정상화됨에 따라 정유부문의 뚜렷한 실적 반등 기대

화학: 수요 부진에 따른 제품 스프레드 축소 영향 불가피

- 무역분쟁, 연말 전방업체 재고조정 등으로 수요 위축되며 제품가격 약세. 납사도 10월 이후 큰 폭 하락했지만 원료 레깅반영에 따라 4분기 그 효과는 제한적이었을 것으로 추정되어 화학업체 실적 전반적으로 모두 큰 폭의 감소 불가피
- 석유화학 실적은 1Q19 가며 저가원료 투입에 따른 스프레드 개선 효과로 뚜렷한 반등 예상. 또한 1월 초 미-중 차관급 회담에서 무역갈등 해소 시그널 포착되고 있어 4Q 바닥으로 시황은 최악의 국면 벗어난 것으로 판단. 춘절효과 기대하기엔 아쉬운 타이밍이나, 3/1 전후로 양국 구체적 협상 타결 가시화되면 그 동안 위축되어 있던 구매 심리와 제품가격 반등 본격 가시화될 것이라는데 무게. 현 시점에서 석유화학 시황의 추가 우려 요인은 제한적이기에 투자 의견 비중확대 유지

Top Picks: SK이노베이션, LG화학, 효성화학

- **SK이노베이션**: 점진적 유가 반등으로 1Q 견고한 실적 예상되며, VRDS 및 배터리 등 중장기 모델링 여전히 유효. EV전지는 19년 헝가리, 20년 중국, 21년 미국공장 순차 완공에 따라 수주물량 출하 집중된 20~22년 기점으로 가파른 성장 기대
- **LG화학**: 기초소재 부문 전년대비 감익 불가피하나, 전지부문 외형확대와 이익개선 고무적이며 동사 주가의 트리거로 작용할 것. 20년 말까지 약 100GW 상회하는 CAPA 기반으로 전지부문 이익은 매년 레벨업될 전망. 화학업종 최선호주 유지
- **효성화학**: 원료(프로판) 하락에 따른 스프레드 개선과 베트남 신규 프로젝트 완공으로 21년까지 큰 폭의 외형확대 기대. 당장 현 시점부터 원가 하향 안정화 확인되고, 중장기적으로는 외형 성장 차근차근 가시화될 것. 화학업종 차선호주로 추천

주요 기업 투자 의견

(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자 의견	목표주가(원)	현재주가(원)	상승여력	2019E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
SK이노베이션(★)	BUY	260,000	180,000	44.4%	17,517	10.3	0.8	8.1	2,677
S-OIL	BUY	140,000	94,800	47.7%	11,652	8.1	1.5	19.2	2,918
LG화학(★)	BUY	490,000	352,000	39.2%	18,177	19.4	1.5	8.3	1,486
롯데케미칼	BUY	340,000	272,000	25.0%	47,290	5.8	0.7	11.6	-46
효성화학(★)	BUY	210,000	150,500	39.5%	30,423	4.9	1.0	23.2	935
효성티앤씨(☆)	BUY	260,000	187,000	39.0%	30,345	6.2	1.5	23.1	1,730
효성첨단소재(☆)	BUY	160,000	103,000	55.3%	11,429	9.0	1.0	11.8	1,450
한화케미칼(☆)	BUY	26,000	20,200	28.7%	3,842	5.3	0.5	9.1	2,780
대한유화	BUY	250,000	151,000	65.6%	36,841	4.1	0.5	13.1	-27
롯데정밀화학	BUY	65,000	41,300	57.4%	7,268	5.7	0.7	13.3	-225

자료: 케이프투자증권

4Q18 Preview_정유

유가와 함께 급락한 정유 업황의 온도

2018년 4분기 정유/화학 업체 실적은 정도의 차이는 있겠으나, 전반적으로 모두 부진할 전망이다. 특히 정유업체 내 정유부문은 4분기 유가급락에 따른 래깅 정제마진 축소와 대규모 재고평가손실 반영으로 인해 영업적자가 예상된다.

4분기 평균 국제유가는 WTI \$59.3/배럴, Dubai \$67.8/배럴로 3분기 평균 대비 각각 -8.5%, -14.7% 하락했다. 12월 OPEC+ 산유국들의 감산 합의가 이루어졌음에도 불구하고 글로벌 경기 둔화에 따른 석유수요 부진 우려와 미국 생산량 증가세 지속, 최근 높아진 글로벌 원유 재고 등에 따른 것이다. 이러한 유가 급락은 복합정제마진 약세와 재고평가손실로 이어져 정유업체 실적 부진으로 이어지겠다.

유가 하락은 원료 투입가격 하락으로 이어졌으나, 휘발유 등을 중심으로 한 수요 둔화가 부각되며 제품가격이 더 큰 폭 약세를 보이며 정제마진은 스팟 기준 \$5.5로 3Q18 \$6.9(-1.4\$), 4Q17 \$7.7(-2.2\$) 대비 소폭 하락했다. 하지만 석유제품 생산까지의 원료 투입에 약 1~1.5개월이 소요됨을 감안하면 정유업체들의 실적에 더 중요한 것은 래깅 정제마진인데, 투입원료 가격 하락에는 시차가 반영되며 4분기 평균 -0.3\$로 소폭 적자 수준에 근접한 것으로 추정된다. 18년 3분기 평균 \$8.0(-8.3\$), 17년 4분기 \$9.9(-10.1\$)과 비교하면 눈에 띄게 낮아진 수준이다.

Dubai 4분기 평균 가격이 \$67.8로 3분기 평균 대비 -6.3\$ 하락했고 10~12월로 오며 전월 대비 각각 +2.2\$, -13.6\$, -8.9\$의 변동 폭을 보였는데, 이를 감안하면 SK이노베이션과 S-OIL 양사 모두 대략 -2,000~2,700억원 수준의 재고평가손실 발생이 불가피할 것으로 예상된다. 정제마진과 재고평가손익 측면에서 모두 4분기 정유업체들의 온도가 차가울 수 밖에 없는 상황이다.

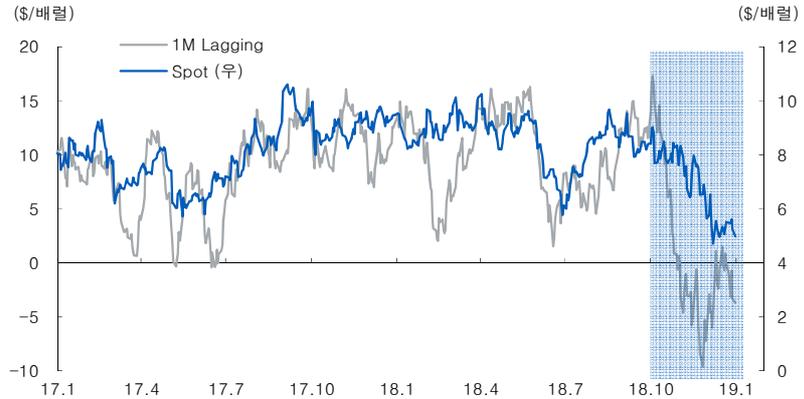
냉랭한 4분기와는 사뭇 다르게 예상되는 19년 1분기

다만 감산합의 이후에도 지속되고 있는 유가 하락에 대응해 OPEC+ 산유국들은 필요하다면 기존 합의했던 것보다 더 많은 규모 및 기간 동안 감산 이행할 수 있음을 언급하며 유가를 끌어올리기 위해 보다 더 적극적인 태도를 취하고 있다. 이러한 공급측면 조정에 기인해 유가는 12월 바닥으로 1분기 말로 가며 50~60달러 레벨까지 점진적 반등세를 보일 것으로 전망한다.

유가 급락으로 4분기 급격하게 축소된 래깅 정제마진 역시 유가 상승과 동반해 19년 1분기에는 (+)로 정상화되는 모습이 나타나겠다. 대규모 재고평가손실 역시 소멸되면서 정유업체들의 실적은 19년 1분기 실적은 여러모로 상당히 냉랭했던 18년 4분기와 사뭇 상반되는 온도가 기대된다.

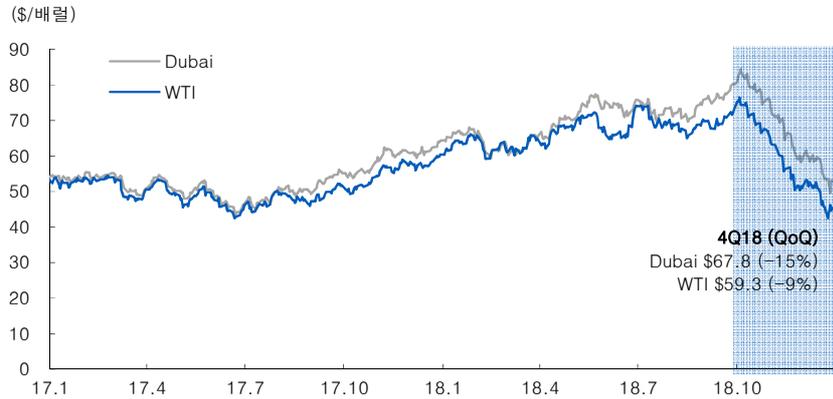
정유/화학 | 4Q18 Preview: 4분기 혹은 뒤에 올 따뜻한 1분기를 기대

스팟 및 래깅 복합정제마진



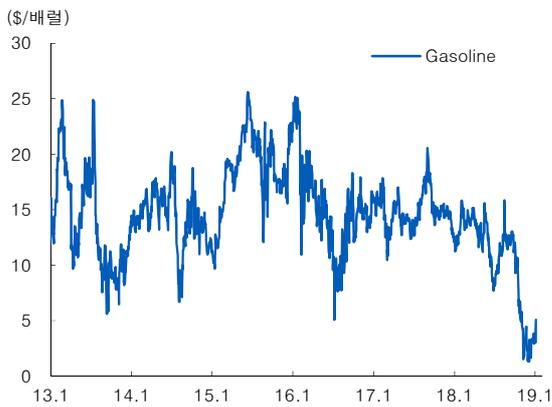
자료: Petronet, 케이프투자증권

국제유가 추이: WTI 및 Dubai



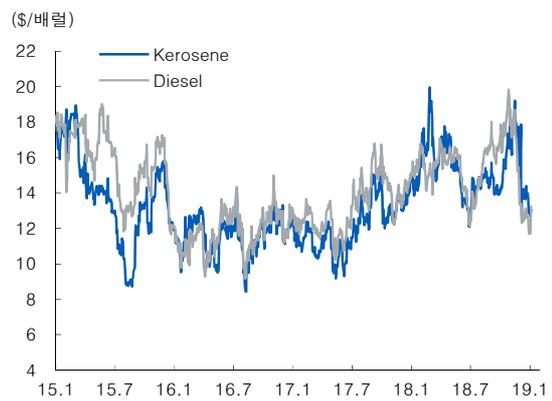
자료: Petronet, 케이프투자증권

휘발유 마진 추이



자료: Petronet, 케이프투자증권

등유 및 경유 마진 추이



자료: Petronet, 케이프투자증권

4Q18 Preview_화학

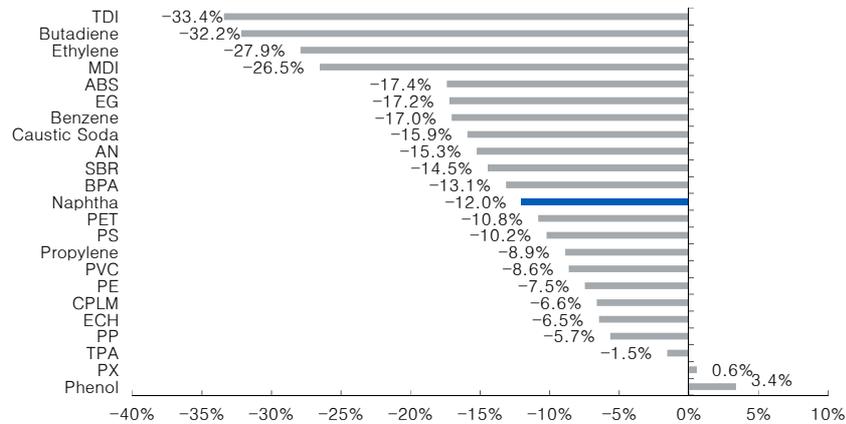
업체별 소폭 차이는 있으나, 실적은 전반적으로 부진

화학 역시 각 업체들마다 소폭의 차이는 있겠으나, 4분기 실적은 전반적으로 모두 부진할 것으로 예상된다. 무역분쟁과 신흥국 통화 약세 등 대외 불확실성에 따른 글로벌 수요위축과 더불어 고객사들의 연말 재고조정 영향도 불가피했기 때문이다.

10월 이후 유가와 함께 납사도 동반 급락하며 화학업체들의 스프레드 개선에 대한 기대가 일부 존재해왔다. 하지만 납사 투입까지 약 1~1.5개월 이상이 소요되는 것과 4분기 설비 정기보수 앞두고 납사를 선제 구매해 두었던 것을 감안하면, 저가원료 투입 효과는 제한적이었을 것으로 예상된다. 다만, 그 효과는 12월부터 일부 반영되기 시작해 석유화학 부문 실적은 19년 1분기로 가면서 뚜렷하게 반등하는 모습을 기대한다.

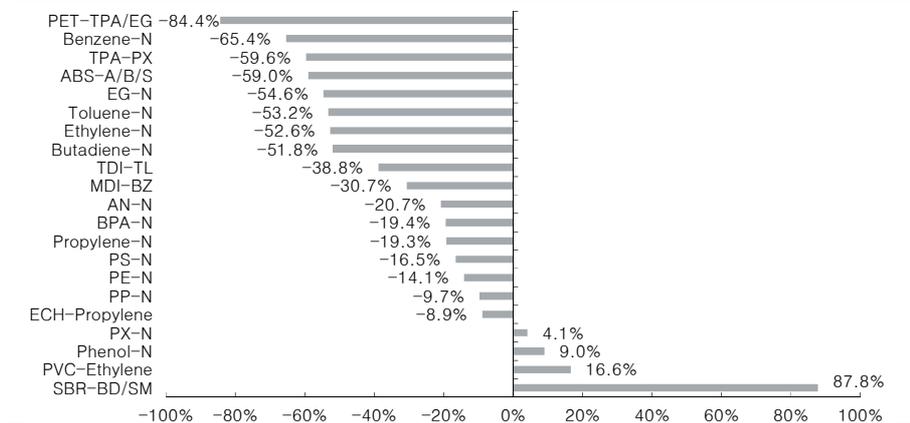
1/7부터 3일간 진행된 미-중 차관급 회담에서 무역갈등 해소 시그널이 조금씩 포착되고 있어 석유화학 시장은 4분기 바닥으로 최악의 국면을 벗어난 것으로 판단한다. 춘절효과를 기대하기엔 아쉬운 타이밍이지만, 3/1 전후로 양국의 구체적 협상 타결 가시화되면 그 동안 위축되어 있던 구매심리와 제품가격 반등 또한 나타날 것이라는데 무게 둔다. 현 시점에서 석유화학 업체들의 추가 우려 요인은 제한적이기에 업종에 대한 비중확대 의견을 유지한다.

주요 화학제품 가격 비교: 4Q18 vs. 3Q18



자료: Platts, 케이프투자증권

주요 화학제품 1개월 레깅 스프레드 비교: 4Q18 vs. 3Q18



자료: Platts, 케이프투자증권

Top Picks: SK 이노베이션, LG 화학, 효성화학

업종 내 최선호주로 SK이노베이션(TP 26만원), LG화학(TP 49만원), 효성화학(TP 21만원)을 추천한다. SK이노베이션은 점진적 유가 반등으로 4분기 발생한 재고평가손실과 역래깅 정제 마진이 소멸되며 1분기 견고한 실적이 예상되며, VRDS 및 배터리 등 증장기 모멘텀 또한 여전히 유효하다고 판단함에 기인한다. EV용 전지는 19년 헝가리, 20년 중국, 21년 미국 공장 순차 완공에 따라 수주물량 출하가 집중된 20~22년 기점으로 가파른 성장이 기대된다.

LG화학은 기초소재 부문에서 전년대비 이익감소 불가피하겠으나, EV전지 성장을 통한 배터리 사업부 외형확대 및 이익개선이 충분히 고무적이다. 20년 말까지 약 100GW 상회하는 CAPA 기반으로 전지부문 이익은 매년 레벨업 예상되어 화학업종 최선호주로 추천한다.

효성화학은 원료가격 하락에 따른 스프레드 개선과 베트남 신규 프로젝트 완공으로 큰 폭의 외형성장이 기대된다. 미국 내 천연가스 파이프라인 구축에 따른 생산증가로 19년 프로판 가격은 하향 안정화가 예상되는데, 이는 PDH를 가동하는 동사에겐 원가절감 효과로 이어지겠다. 또한 19년 하반기부터 베트남 PP/DH 신규 투자가 순차 완공되며 현재 국내 및 PDH 사업에만 국한되어 있는 사업구조가 베트남 및 LPG 트레이딩으로 수직/수평확대 된다. 모든 투자가 마무리되는 21년에는 현재 PP/DH 사업에서 발생하는 규모만큼의 외형성장이 가능해질 전망이다. 당장 현 시점부터 확인되는 원가 절감과 증장기적으로 외형확대가 차근차근 가시화될 동사를 화학업종 차선호주로 추천한다.

관심 종목: 한화케미칼, 효성티앤씨, 효성첨단소재

업종 내 관심 종목으로는 한화케미칼(TP 2.6만원), 효성티앤씨(TP 26만원), 효성첨단소재(TP 16만원)를 제시한다. 한화케미칼은 태양광 부문의 이익 개선이 긍정적이고, 효성티앤씨와 효성첨단소재는 원료가격 하향 안정화로 인한 수혜가 기대되어 주목할 만 하다.

한화케미칼은 기초소재 부문에서 전년대비 이익감소 불가피하나, 19년 글로벌 태양광 수요 성장과 큐셀코리아 합병 통한 태양광 부문 외형 확대와 이익 개선이 기대된다.

효성티앤씨는 18년 상반기 부담이었던 중국 내 스판텍스 업체들의 생산조정과 신규설비 지연으로 점진적 시황 반등을 예상한다. 주요 원료인 MDI 가격이 메이저 업체들의 증설로 하향 안정화되는 것 역시 긍정적이다.

효성첨단소재는 전방 자동차/타이어 산업의 부진으로 수요는 더딜 것으로 예상되나, TPA/EG 원료가격 하락이 스프레드 개선으로 이어져 호실적을 전망한다.

효성티앤씨와 첨단소재 모두 높은 차입금과 부채비율이 부담요인 중 하나로 작용하고 있다. 하지만 양사 모두 각 주력 제품인 스판텍스와 폴리에스터 타이어코드 글로벌 시장에서 압도적인 1위 업체로서의 입지와 원가절감 효과에 기반해 견고한 이익 체력이 기대되고, 대부분의 신규 투자가 일단락되어 CAPEX 현금유출 부담이 크지 않다. 회사 자체적으로도 차입금 상황을 통한 재무구조 개선에 강한 의지를 드러내고 있음을 감안하면, 매년 차입금과 부채비율은 점진적으로 낮아지며 투자 매력도를 높일 것으로 예상된다.

SK이노베이션 (096770KS | Buy 유지 | TP 260,000원 하향)

4분기 실적은 아쉽지만, 중장기 모멘텀은 여전히 유효

4Q 영업이익 784억(-90.6%qoq, -90.7%yoy) 예상. 유가급락 따른 래킹마진 하락과 대규모 재고손실 반영에 기인하나, 12월 바닥으로 유가 반등하며 동 손실 1Q 대부분 소멸되고 래킹마진도 정상화 기대. 전반적 수요둔화 감안해 19F 영업이익 2.91조로 조정 및 TP 25만원 하향. VRDS 및 배터리 등 중장기 모멘텀 여전히 유효하고 등/경유 강세와 유가반등도 긍정적. 매수 의견 유지

4Q18 Preview: 영업이익 784억원(-90.6%qoq, -90.7%yoy) 예상

- 4Q18 매출액 12조 8,036억원(-14.4%qoq, +2.0%yoy), 영업이익 784억원(-90.6%qoq, -90.7%yoy)으로 부진 예상
- 영업이익 큰 폭 감소 예상되는 주요 이유는 유가 급락에 따른 래킹 정제마진 하락과 대규모 재고평가손실 반영에 기인
- 정유:** 10월 후 유가급락 영향으로 영업이익 적자전환 예상. 4분기 평균 국제유가는 WTI \$58.7(-16%qoq), Dubai \$67.3(-10%)로 큰 폭 하락. 10~12월 평균 Dubai유 각각 전월 대비 +2\$, -13.6\$, -9.1\$ 등락했던 것을 감안하면 약 -2,000억원 내외의 재고평가손실 발생 불가피. 제품가격도 전반적 하락했고 저유가 시차반영으로 래킹 정제마진 4분기 -0.36\$(10월 7.4\$, 11월 -5.3\$, 12월 -3.2\$)로 소폭 적자 추정. 동 여건들을 반영해 4분기 -2,397억원 전망
- 화학:** 올레핀/아로마틱스/폴리머 등 주요 화학제품 가격 및 스프레드 전반적으로 약세 시현. 동사는 CDU 통해 납사를 일부 자체 조달하고 있어 전량 외부 구매하는 NCC 업체보다는 저가원료 투입효과를 소폭 누리며 이익 방어했을 것으로 추정. 화학부문 내 이익비중 가장 높은 PX 스프레드가 약 +18% 상승한 것도 이익방어에 기여. 이에 기반해 4분기 스팟 가중평균 스프레드 \$442(-1.4%qoq)로 가정 및 영업이익 2,747억원(-20.5%qoq, +4.5%yoy)으로 추정

4분기 실적은 아쉽지만, 중장기적 모멘텀은 여전히 유효

- 유가 급락으로 4분기 영업적자가 예상되는 점은 아쉬운 부분. 그러나 이 중 상당 부분이 재고평가손실로 인한 일회성 비용이고, OPEC+ 산유국들의 적극적인 감산 태도로 유가는 12월 바닥으로 반등세 예상되어 1분기 동 규모의 손실은 대부분 소멸 예상. 적자 근접했던 래킹 정제마진 역시 11~12월 낮아진 유가 반영되며 1분기에는 (+)로 기여하며 정상화 기대
- 글로벌 수요 전반적 둔화세 반영해 12/6 탐방 후 4Q와 19년 실적추정 변경했으나, 눈높이 소폭 더 낮춰 19년 영업이익 2.91조로 -8.6%. 이에 TP 26만원으로 하향. 다만, VRDS/배터리 등 중장기 모멘텀은 여전히 유효해 투자의견 매수 유지
- 20년 IMO 규제 앞두고 18년 10월부터 중국 등에서는 선제 대응 나오고 있어 중간유분 수요와 마진확대는 19년부터 가시화 기대. 동사는 VRDS로 그 효과 더 크게 누릴 수 있을 것. EV전지는 헝가리(19년), 중국(20년), 미국(21년) 공장 순차 완공되며 출하 집중된 20~22년 가파른 성장 기대. 1Q 정유 이익 정상화와 12월 바닥으로 한 점진적 유가 반등도 긍정적



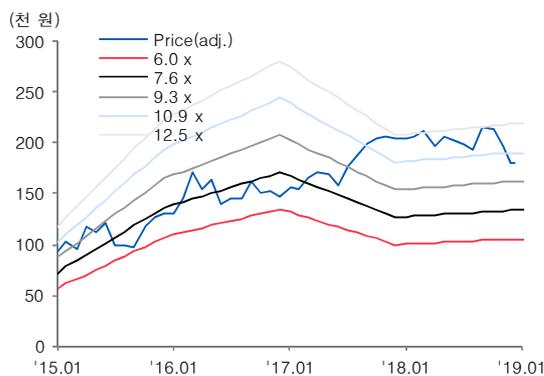
경영실적 전망						
계산기(12월)	단위	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	(십억원)	39,521	46,261	53,366	53,364	58,330
영업이익	(십억원)	3,228	3,234	2,477	2,658	2,622
영업이익률	(%)	8.2	7.0	4.6	5.0	4.5
순이익	(십억원)	1,671	2,104	1,559	1,642	1,41
EPS	(원)	17,83	22,449	16,633	17,517	17,507
증감률	(%)	105.1	25.9	-25.9	5.3	-0.1
PER	(배)	8.2	9.1	10.8	10.3	10.3
PBR	(배)	0.8	1.1	0.9	0.8	0.8
ROE	(%)	9.7	11.4	8.0	8.1	7.7
EV/EBI DA	(배)	3.8	5.2	5.9	5.5	5.7
순차입금	(십억원)	924	1,327	2,669	2,67	3,383
부채비율	(%)	78.0	77.3	83.1	81.0	83.9

SK이노베이션 | 4분기 실적은 아쉽지만, 중장기 모멘텀은 여전히 유효

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
합계											
매출액	12,166	13,438	14,959	12,804	12,564	13,055	13,594	14,151	46,261	53,366	53,364
영업이익	712	852	836	78	581	676	696	706	3,234	2,477	2,658
영업이익률	5.8%	6.3%	5.6%	0.6%	4.6%	5.2%	5.1%	5.0%	7.0%	4.6%	5.0%
정유											
매출액	8,687	9,773	10,900	8,969	8,835	9,256	9,852	10,403	33,337	38,329	38,346
영업이익	325	533	408	-240	251	326	342	377	1,502	1,027	1,295
영업이익률	3.7%	5.5%	3.7%	-2.7%	2.8%	3.5%	3.5%	3.6%	4.5%	2.7%	3.4%
석유화학											
매출액	2,439	2,532	2,886	2,714	2,566	2,583	2,491	2,421	9,339	10,570	10,061
영업이익	285	238	346	275	271	306	268	237	1,377	1,143	1,082
영업이익률	11.7%	9.4%	12.0%	10.1%	10.6%	11.8%	10.7%	9.8%	14.7%	10.8%	10.8%
운할유											
매출액	780	818	823	754	789	811	834	860	3,047	3,175	3,294
영업이익	129	126	132	120	121	121	133	117	505	507	492
영업이익률	16.5%	15.4%	16.0%	16.0%	15.4%	15.0%	15.9%	13.6%	16.6%	16.0%	14.9%
E&P											
매출액	157	185	193	195	189	204	206	241	636	730	840
영업이익	45	59	72	51	53	55	57	66	188	227	230
영업이익률	28.5%	32.1%	37.2%	26.3%	27.9%	27.1%	27.5%	27.3%	29.6%	31.1%	27.4%
배터리/기타											
매출액	103	131	157	172	186	201	211	226	467	563	824
영업이익	-72	-105	-122	-128	-115	-132	-103	-91	-338	-427	-441
영업이익률	-70.0%	-80.1%	-77.8%	-74.5%	-62.0%	-65.8%	-48.7%	-40.2%	-72.4%	-75.9%	-53.6%

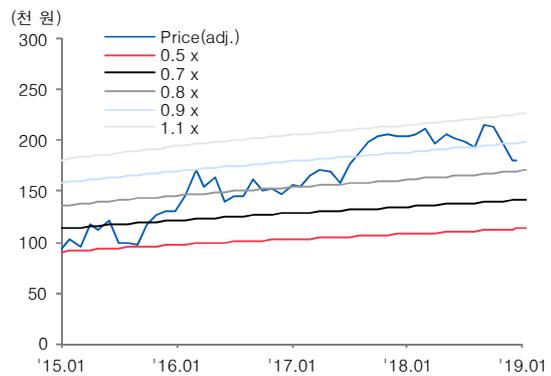
자료: 케이프투자증권

SK이노베이션 12M Forward PER 추이



자료: 케이프투자증권

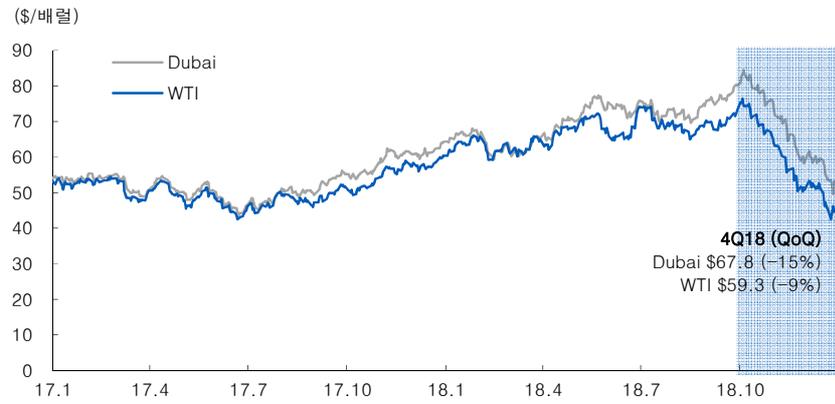
SK이노베이션 12M Forward PBR 추이



자료: 케이프투자증권

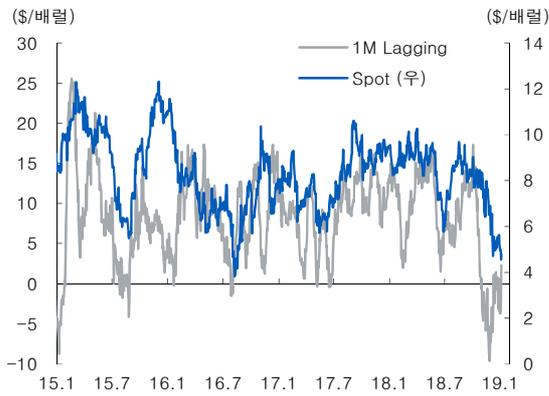
SK이노베이션 | 4분기 실적은 아쉽지만, 중장기 모멘텀은 여전히 유효

국제유가 추이: WTI 및 Dubai



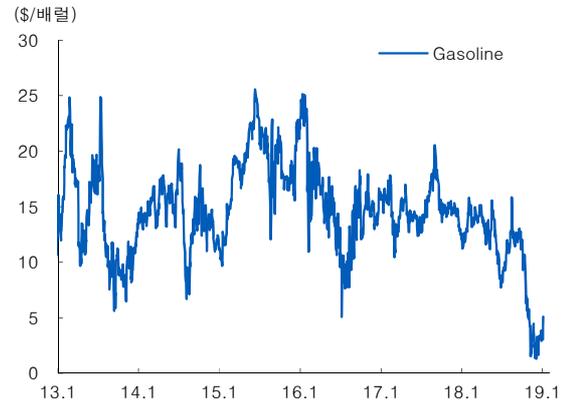
자료: Petronet, 케이프투자증권

스팟 및 래깅 복합정제마진



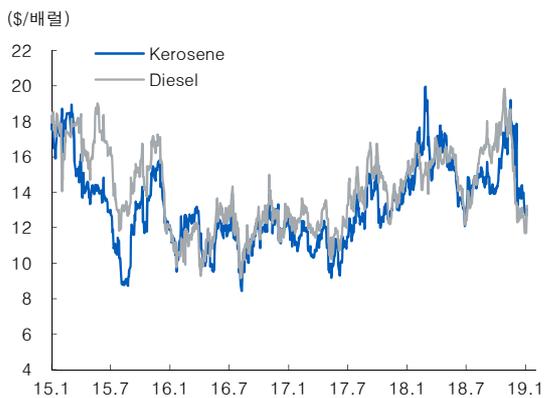
자료: Petronet, 케이프투자증권

휘발유 마진 추이



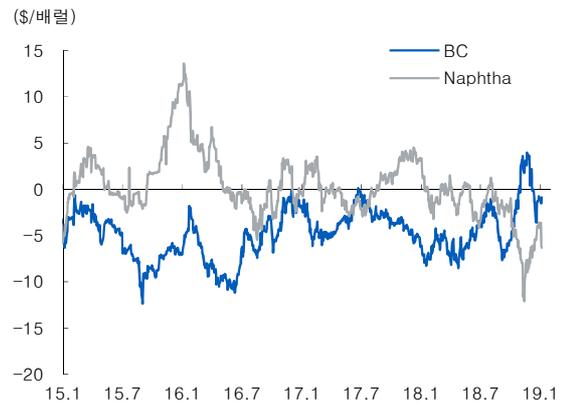
자료: Petronet, 케이프투자증권

등유 및 경유 마진 추이



자료: Petronet, 케이프투자증권

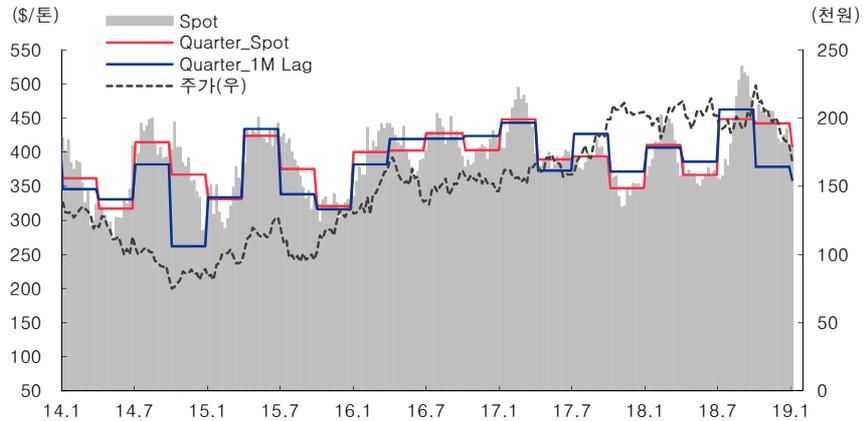
납사 및 BC 마진 추이



자료: Petronet, 케이프투자증권

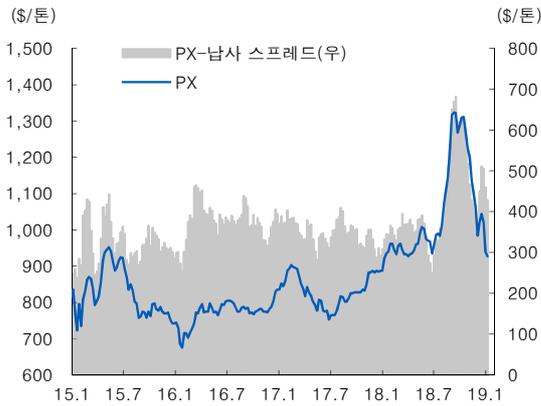
SK이노베이션 | 4분기 실적은 아쉽지만, 중장기 모멘텀은 여전히 유효

SK이노베이션 화학부문 가중평균 스프레드



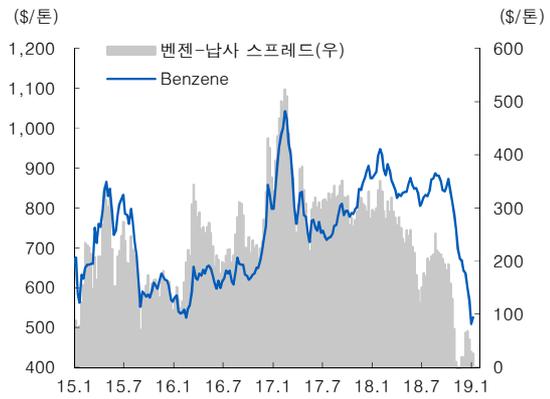
자료: 케이프투자증권

PX 가격 및 스프레드 추이



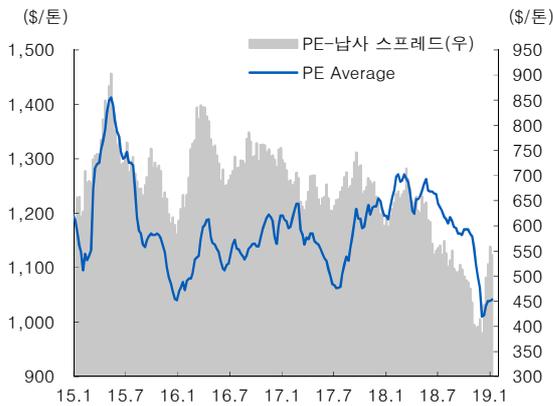
자료: Platts, 케이프투자증권

벤젠 가격 및 스프레드 추이



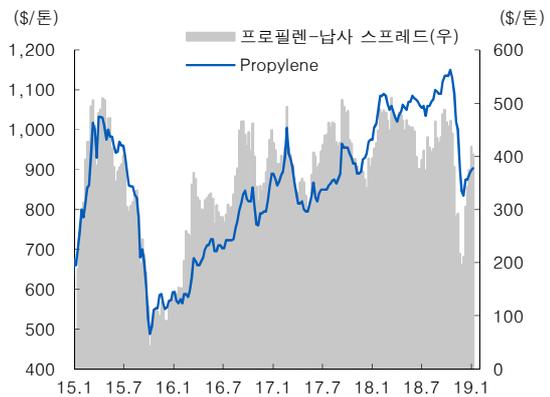
자료: Platts, 케이프투자증권

PE 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, 케이프투자증권

프로필렌 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, 케이프투자증권

SK이노베이션 | 4분기 실적은 아쉽지만, 중장기 모멘텀은 여전히 유효

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E	(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
유동자산	16,219	17,165	17,537	18,465	매출액	46,261	53,366	53,364	58,330
현금및현금성자산	2,004	766	1,139	541	증가율(%)	17.1	15.4	0.0	9.3
매출채권 및 기타채권	5,467	6,307	6,307	6,894	매출원가	40,905	48,846	48,497	53,189
재고자산	5,979	6,897	6,897	7,538	매출총이익	5,356	4,521	4,867	5,141
비유동자산	18,024	19,891	20,893	22,217	매출총이익률(%)	11.6	8.5	9.1	8.8
투자자산	2,820	3,254	3,253	3,556	판매비와 관리비	2,121	2,043	2,209	2,519
유형자산	13,587	14,864	15,741	16,616	영업이익	3,234	2,477	2,658	2,622
무형자산	1,521	1,678	1,803	1,949	영업이익률(%)	7.0	4.6	5.0	4.5
자산총계	34,244	37,056	38,430	40,683	EBITDA	4,134	3,524	3,776	3,745
유동부채	9,955	11,551	11,681	12,647	EBITDA M%	8.9	6.6	7.1	6.4
매입채무 및 기타채무	7,731	8,918	8,918	9,747	영업외손익	0	-15	-173	-92
단기차입금	243	393	343	593	지분법관련손익	311	190	159	212
유동성장기부채	1,272	1,422	1,602	1,412	금융손익	-170	-17	-190	-169
비유동부채	4,979	5,270	5,520	5,908	기타영업외손익	-141	-188	-143	-135
사채 및 장기차입금	4,063	4,213	4,463	4,753	세전이익	3,235	2,462	2,485	2,530
부채총계	14,934	16,821	17,201	18,555	법인세비용	1,075	873	811	857
지배기업소유자본	18,086	18,981	19,943	20,809	당기순이익	2,145	1,589	1,674	1,673
자본금	469	469	469	469	지배주주순이익	2,104	1,559	1,642	1,641
자본잉여금	5,766	5,766	5,766	5,766	지배주주순이익률(%)	4.6	3.0	3.1	2.9
이익잉여금	12,042	12,895	13,831	14,678	비지배주주순이익	41	31	32	32
기타자본	-190	-149	-122	-104	기타포괄이익	-267	42	26	18
비지배자본	1,224	1,254	1,286	1,319	총포괄이익	1,878	1,631	1,700	1,691
자본총계	19,309	20,235	21,229	22,128	EPS 증가율(%, 지배)	25.9	-25.9	5.3	-0.1
총차입금	5,670	6,134	6,514	6,874	이자손익	-130	-138	-156	-169
순차입금	1,327	2,669	2,677	3,383	총외화관련손익	101	113	-42	-9

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	2,180	2,153	2,834	2,438	총발행주식수(천주)	92,466	92,466	92,466	92,466
영업에서 창출된 현금흐름	2,923	3,124	3,760	3,422	시가총액(십억원)	18,909	16,598	16,644	16,644
이자 수취	78	59	55	55	추가(원)	204,500	179,500	180,000	180,000
이자 지급	-211	-197	-211	-224	EPS(원)	22,449	16,633	17,517	17,507
배당금 수입	41	41	41	41	BPS(원)	194,441	203,989	214,255	223,501
법인세부담액	-651	-873	-811	-857	DPS(원)	8,000	7,000	8,000	8,000
투자활동 현금흐름	-1,066	-3,118	-2,136	-2,690	PER(X)	9.1	10.8	10.2	10.3
유동자산의 감소(증가)	772	-359	0	-251	PBR(X)	1.1	0.9	0.8	0.8
투자자산의 감소(증가)	-104	-433	0	-303	EV/EBITDA(X)	5.2	5.9	5.5	5.7
유형자산 감소(증가)	-864	-2,180	-1,840	-1,830	ROE(%)	11.4	8.0	8.1	7.7
무형자산 감소(증가)	-358	-300	-280	-315	ROA(%)	6.4	4.5	4.4	4.2
재무활동 현금흐름	-1,671	-274	-326	-346	ROIC(%)	13.1	8.7	8.5	8.1
사채 및 차입금증가(감소)	-1,010	464	380	360	배당수익률(%)	3.9	3.9	4.4	4.4
자본금및자본잉여금 증감	-118	0	0	0	부채비율(%)	77.3	83.1	81.0	83.9
배당금 지급	-757	-738	-706	-706	순차입금/자기자본(%)	6.9	13.2	12.6	15.3
외환환산으로 인한 현금변동	-84	0	0	0	유동비율(%)	162.9	148.6	150.1	146.0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	15.7	12.6	12.6	11.7
현금증감	-640	-1,238	373	-597	총자산회전율	1.4	1.5	1.4	1.5
기초현금	2,644	2,004	766	1,139	매출채권 회전율	9.4	9.1	8.5	8.8
기말현금	2,004	766	1,139	541	재고자산 회전율	8.9	8.3	7.7	8.1
FCF	1,242	-27	994	608	매입채무 회전율	5.8	5.9	5.4	5.7

자료: 케이프투자증권

Analyst 전유진 · 02)6923-7354 · yujinjn@capefn.com

S-Oil (010950KS | Buy 유지 | TP 140,000원 하향)

4분기 흑한 뒤에 올 따뜻한 1분기를 기대

4Q 영업이익 -1,262억으로 적자전환 예상. 유가급락 따른 래깅 정제마진 하락과 대규모 재고평가손실 반영에 기인하나, 12월 바닥으로 유가 반등하며 1분기 동 규모 손실 대부분 소멸되고 래깅마진 역시 정상화 기대. 전반적 수요둔화 감안해 시황 눈높이 낮춰 19F 영업이익 1.64조(-16%)로 조정하며 TP 14만원 하향. 중간유분 강세와 유가 반등 동시에 긍정적. 매수 의견 유지

4Q18 Preview: 영업이익 -1,262억원(적자전환qoq, yoy) 예상

- 4Q18 매출 6조 1,356억원(-14.6%qoq, +5.5%yoy), 영업이익 -1,262억원(적자전환qoq, yoy)으로 부진한 실적 예상
- 영업이익 적자 예상되는 주요 이유는 유가급락에 따른 래깅 정제마진 하락과 대규모 재고평가손실 반영에 기인하는 것
- 정유:** 10월 후 유가급락 영향으로 영업이익 적자전환 예상. 4분기 평균 국제유가는 WTI \$58.7(-16%qoq), Dubai \$67.3(-10%)로 큰 폭 하락. 12월 평균 Dubai유가 9월 대비 -20\$ 하락 감안하면 약 -2,700억원 내외의 재고평가손실 발생 불가피. 제품 가격도 전반적 하락했고 저유가 시차반영으로 래깅 정제마진은 4분기 -0.36\$(10월 7.4\$, 11월 -5.3\$, 12월 -3.2\$)로 소폭 적자 기록했을 것으로 추정. 동 여건들을 반영하여 4분기 -2,922억원의 영업적자 전망
- 화학:** PX 가격 3분기와 비슷한 레벨에서 유지되는 동시에 납사는 하락해 스팟 기준 스프레드 +18.3%qoq. 이와 더불어 11월 상업가동 시작된 PO/PP 일부 반영되며 화학부문은 상대적으로 이익 방어했을 것으로 예상. PO/PP 판매 감안한 4분기 스팟 가중평균 스프레드 \$498(+21.1%qoq)로 가정해 영업이익 1,189억원(+16.4%qoq, +419.1%yoy) 추정

중간유분 마진 확대와 점진적 유가 반등세, 동시에 긍정적

- 유가 급락으로 4분기 영업적자가 예상되는 점은 아쉬운 부분. 그러나 이 중 상당 부분이 재고평가손실로 인한 일회성 비용이고, OPEC+ 산유국들의 적극적인 감산 태도로 유가는 12월 바닥으로 반등세 예상되어 1분기 동 규모의 손실은 대부분 소멸 예상. 적자 근접했던 래깅 정제마진 역시 11~12월 낮아진 유가 반영되며 1분기에는 (+)로 기여하며 정상화 기대
- 타 유종 대비 WTI 디스카운트 확대로 원가 경쟁력 높아진 미국 정제설비들의 경질유 생산 증가와 글로벌 경기 둔화 동반한 수요 위축 등을 반영해 19년 휘발유 마진은 레벨다운 예상. 또한 전 산업에 걸쳐 전반적으로 둔화되고 있는 수요 감안해 PO/PP 시황에 대한 눈높이도 낮춰 RUC/ODC 가동으로 창출되는 예상 영업이익 4,250억원에서 2,500억원 수준으로 조정
- 이에 따라 19년 총 영업이익 추정치 기준 1.95조원에서 1.64조원으로 약 -16% 조정해 TP 14만원으로 하향. 20년 전 지역에서 적용되는 IMO 규제 앞두고 중국 등에서 선제대응 나오고 있어 19년부터 중간유분 수요 증가 및 스프레드 확대에 대한 기대는 여전히 유효한 것으로 판단. 12월 바닥으로 점진적 반등 기대되는 유가 또한 동시에 긍정적. 투자 의견 매수 유지



경영실적 전망		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
계산기(12월)	단위					
매출액	(십억원)	16,322	20,891	24,738	28,868	31,984
영업이익	(십억원)	1,617	1,373	847	1,638	1,881
영업이익률	(%)	9.9	6.6	3.4	5.7	5.9
순이익	(십억원)	1,205	1,246	758	1,359	1,570
EPS	(원)	10,337	10,690	6,498	11,652	13,466
증감률	(%)	90.9	3.4	-39.2	79.3	15.6
PER	(배)	8.2	10.9	15.0	8.1	7.0
PBR	(배)	1.5	2.0	1.7	1.5	1.4
ROE	(%)	20.5	18.8	11.1	19.2	20.6
EV/EBITDA	(배)	5.4	9.7	13.6	8.4	8.0
순차입금	(십억원)	547	2,629	4,604	5,918	6,974
부채비율	(%)	118.4	120.5	158.5	80.0	192.4

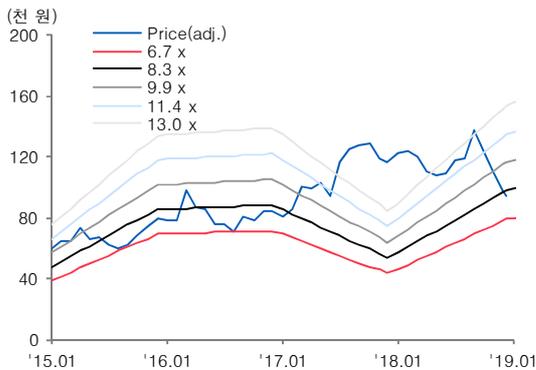
케이프투자증권

S-Oil | 4분기 흑한 뒤에 올 따뜻한 1분기를 기대

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
합계											
매출액	5,411	6,003	7,188	6,136	6,644	7,055	7,354	7,814	20,891	24,738	28,868
영업이익	255	403	316	-126	339	434	431	433	1,373	848	1,638
영업이익률	4.7%	6.7%	4.4%	-2.1%	5.1%	6.2%	5.9%	5.5%	6.6%	3.4%	5.7%
정유											
매출액	4,341	4,754	5,728	4,710	5,182	5,498	5,662	6,041	16,412	19,534	22,383
영업이익	90	305	170	-292	169	228	217	251	627	274	866
영업이익률	2.1%	6.4%	3.0%	-6.2%	3.3%	4.1%	3.8%	4.2%	3.8%	1.4%	3.9%
화학											
매출액	690	829	1,050	1,035	1,067	1,121	1,243	1,312	2,864	3,605	4,742
영업이익	81	17	102	119	114	129	136	118	326	318	497
영업이익률	11.7%	2.0%	9.7%	11.5%	10.7%	11.5%	10.9%	9.0%	11.4%	8.8%	10.5%
운할유											
매출액	380	420	409	390	396	436	450	461	1,615	1,599	1,742
영업이익	84	81	43	47	55	77	78	65	420	255	275
영업이익률	22.2%	19.3%	10.6%	12.1%	13.9%	17.7%	17.4%	14.0%	26.0%	16.0%	15.8%

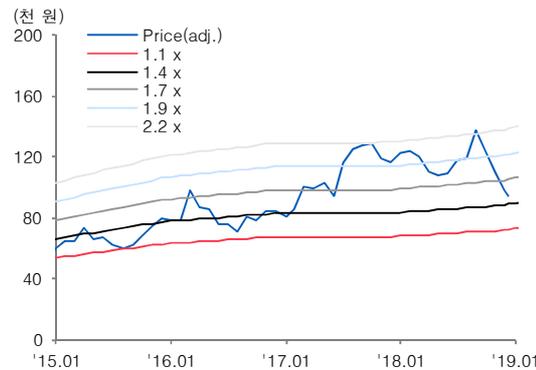
자료: 케이프투자증권

S-OIL 12M Forward PER 추이



자료: 케이프투자증권

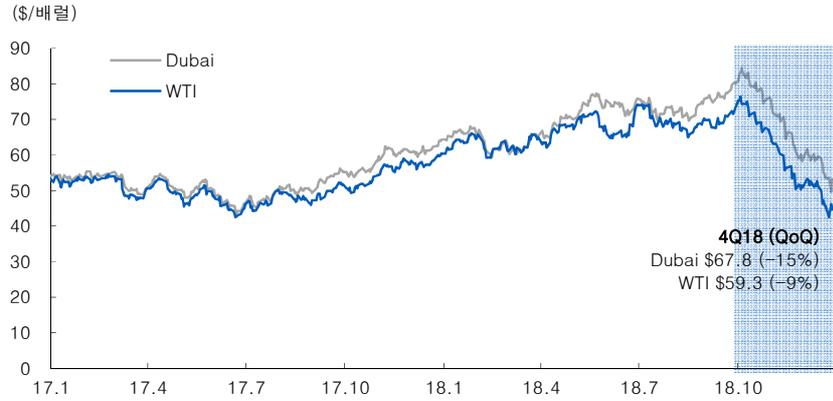
S-OIL 12M Forward PBR 추이



자료: 케이프투자증권

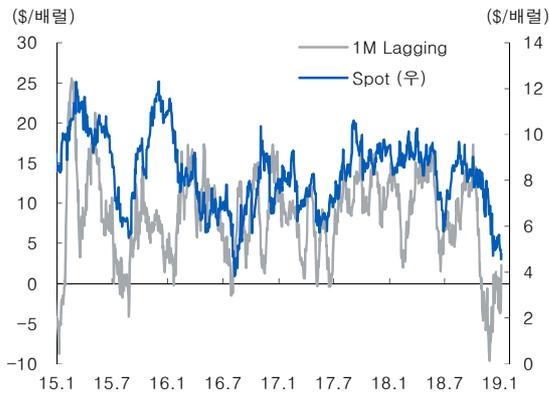
S-Oil | 4분기 흑한 뒤에 올 따뜻한 1분기를 기대

국제유가 추이: WTI 및 Dubai



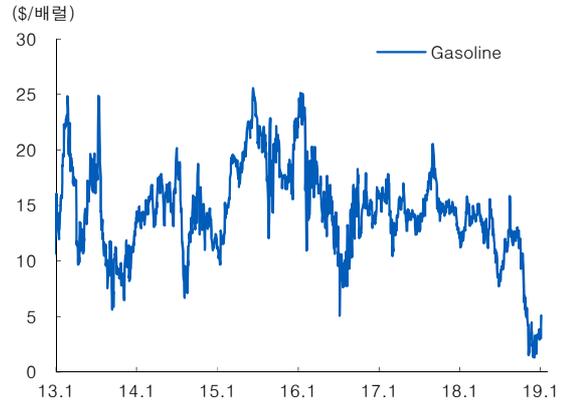
자료: Petronet, 케이프투자증권

스팟 및 래깅 복합정제마진



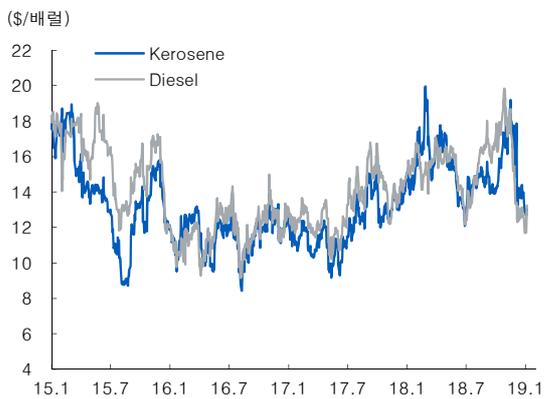
자료: Petronet, 케이프투자증권

휘발유 마진 추이



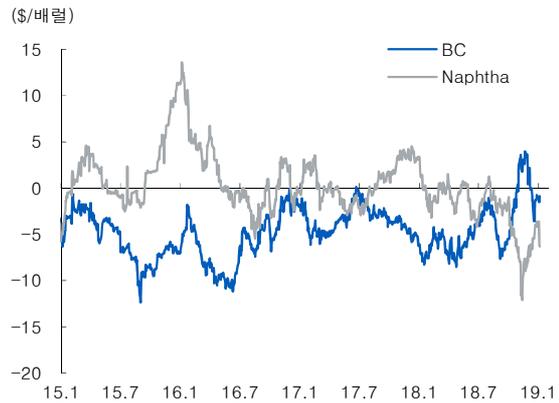
자료: Petronet, 케이프투자증권

등유 및 경유 마진 추이



자료: Petronet, 케이프투자증권

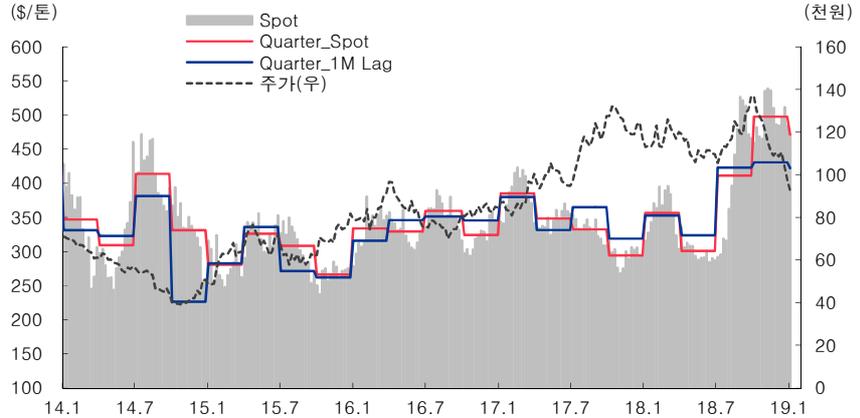
납사 및 BC 마진 추이



자료: Petronet, 케이프투자증권

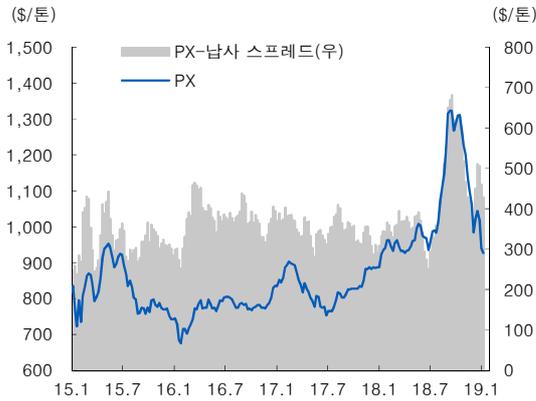
S-Oil | 4분기 흑한 뒤에 올 따뜻한 1분기를 기대

S-OIL 화학부문 가중평균 스프레드



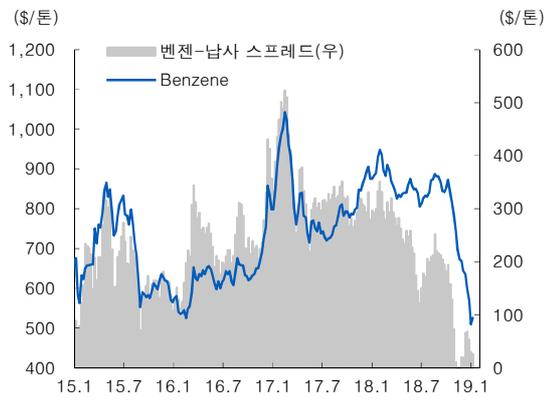
자료: 케이프투자증권

PX 가격 추이



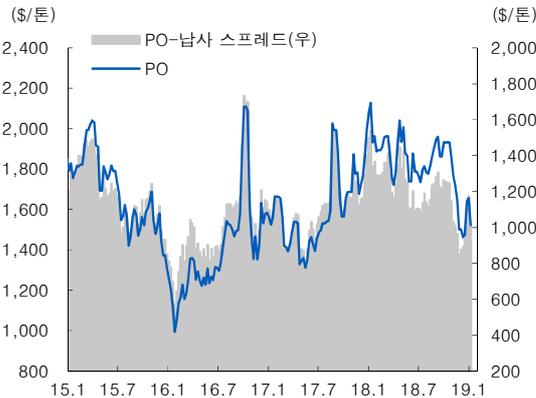
자료: Platts, 케이프투자증권

벤젠 가격 추이



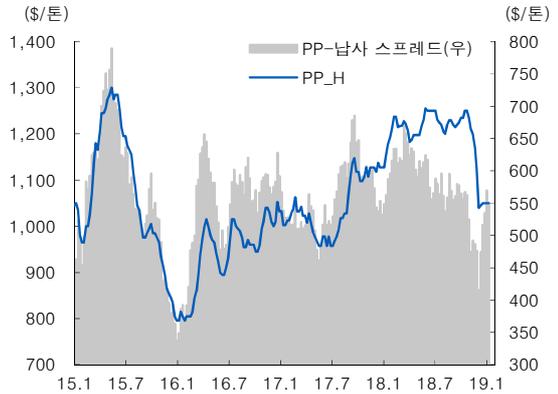
자료: Platts, 케이프투자증권

PO 가격 추이



자료: Platts, 케이프투자증권

PP 가격 추이



자료: Platts, 케이프투자증권

S-Oil | 4분기 흑한 뒤에 올 따뜻한 1분기를 기대

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E	(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,775	7,649	8,815	10,069	매출액	20,891	24,738	28,868	31,984
현금및현금성자산	480	195	117	432	증가율(%)	28.0	18.4	16.7	10.8
매출채권 및 기타채권	1,751	2,074	2,420	2,681	매출원가	18,783	23,228	26,456	29,248
재고자산	2,791	3,305	3,856	4,273	매출총이익	2,108	1,510	2,411	2,736
비유동자산	8,313	10,096	11,610	13,136	매출총이익률(%)	10.1	6.1	8.4	8.6
투자자산	125	148	172	191	판매비와 관리비	735	663	774	855
유형자산	7,969	9,707	11,192	12,693	영업이익	1,373	847	1,638	1,881
무형자산	105	127	132	139	영업이익률(%)	6.6	3.4	5.7	5.9
자산총계	15,087	17,745	20,426	23,205	EBITDA	1,667	1,172	2,008	2,246
유동부채	4,544	6,439	8,003	9,366	EBITDA M%	8.0	4.7	7.0	7.0
매입채무 및 기타채무	2,776	3,288	3,836	4,251	영업외손익	272	142	142	178
단기차입금	1,355	2,655	3,585	4,455	지분법관련손익	5	7	6	6
유동성장기부채	14	24	30	50	금융손익	203	161	142	148
비유동부채	3,700	4,442	5,129	5,902	기타영업외손익	63	-26	-6	24
사채 및 장기차입금	3,475	4,175	4,817	5,557	세전이익	1,645	988	1,780	2,059
부채총계	8,245	10,881	13,131	15,268	법인세비용	398	231	421	489
지배기업소유자본	6,843	6,864	7,294	7,937	당기순이익	1,246	758	1,359	1,570
자본금	292	292	292	292	지배주주순이익	1,246	758	1,359	1,570
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	지배주주순이익률(%)	6.0	3.1	4.7	4.9
이익잉여금	5,198	5,219	5,650	6,292	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	21	21	21	21	기타포괄이익	8	0	0	0
비지배자본	0	0	0	0	총포괄이익	1,254	758	1,359	1,570
자본총계	6,843	6,864	7,294	7,937	EPS 증가율(%, 지배)	3.4	-39.2	79.3	15.6
총차입금	4,852	6,863	8,442	10,073	이자손익	-6	-35	-54	-66
순차입금	2,629	4,604	5,918	6,974	총외화관련손익	242	169	190	238

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,143	581	1,231	1,524	총발행주식수(천주)	112,583	112,583	112,583	112,583
영업에서 창출된 현금흐름	1,630	839	1,699	2,072	시가총액(십억원)	13,172	10,999	10,673	10,673
이자 수취	63	36	39	46	주가(원)	117,000	97,700	94,800	94,800
이자 지급	-113	-71	-93	-112	EPS(원)	10,690	6,498	11,652	13,466
배당금 수입	7	7	7	7	BPS(원)	58,698	58,879	62,573	68,080
법인세부담액	-443	-231	-421	-489	DPS(원)	5,900	4,200	6,700	7,700
투자활동 현금흐름	-832	-2,260	-2,039	-1,912	PER(X)	10.9	15.0	8.4	7.3
유동자산의 감소(증가)	1,703	-321	-344	-260	PBR(X)	2.0	1.7	1.6	1.4
투자자산의 감소(증가)	-1	-23	-25	-19	EV/EBITDA(X)	9.7	13.6	8.6	8.1
유형자산 감소(증가)	-2,411	-2,050	-1,840	-1,850	ROE(%)	18.8	11.1	19.2	20.6
무형자산 감소(증가)	-60	-35	-20	-22	ROA(%)	8.6	4.6	7.1	7.2
재무활동 현금흐름	-598	1,394	730	703	ROIC(%)	13.3	6.5	10.4	10.4
사채 및 차입금증가(감소)	91	2,011	1,579	1,631	배당수익률(%)	5.0	4.3	7.1	8.1
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	120.5	158.5	180.0	192.4
배당금 지급	-803	-617	-849	-928	순차입금/자기자본(%)	38.4	67.1	81.1	87.9
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	149.1	118.8	110.2	107.5
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	23.6	11.9	17.7	16.8
현금증감	-287	-285	-78	315	총자산회전율	1.4	1.5	1.5	1.5
기초현금	767	480	195	117	매출채권 회전율	13.6	12.9	12.8	12.5
기말현금	480	195	117	432	재고자산 회전율	8.0	8.1	8.1	7.9
FCF	-1,271	-1,469	-609	-326	매입채무 회전율	7.6	7.7	7.4	7.2

자료: 케이프투자증권

Analyst 전유진 · 02)6923-7354 · yujinjn@capefn.com

LG화학 (051910KS | Buy 유지 | TP 490,000원 하향)

기초소재 감익보다 더 중요하고 고무적인 전지사업 성장

4Q 영업이익 2,994억원(-50.3%qoq, -51.3%yoy) 예상. 주요 제품 스프레드 부진과 정기보수로 인한 일회성 비용 반영에 기인. 1Q는 저가 납사투입 효과로 스프레드 개선되며 실적 반등 기대. 19년 기초소재 이익 감소 추정으로 TP 49만원 소폭 하향. 다만 EV전지 중심으로 전지부문 외형성장 이익개선 상당히 고무적이며 동 부분이 추가 트리거 될 것. 매수의견 유지

4Q18 Preview: 영업이익 2,994억원(-50.3%qoq, -51.3%yoy) 예상

- 4Q18 매출액 6조 4,286억원(-11.1%qoq, -0.1%yoy), 영업이익 2,994억원(-50.3%qoq, -51.3%yoy) 실적 둔화 예상
- 4분기 큰 폭의 영업이익 감소는 기초소재 부문에서 주요 제품가격 하락과 10월 여수공장 정기보수 진행으로 발생 예상되는 약 -1,000억 이상의 일회성 비용에 기인. 배터리는 1,000억 이상으로 분기 최대이익 재차 돌파할 것으로 전망
- 기초소재:** 올레핀/폴리머 등 주요 화학제품 가격은 글로벌 수요 둔화와 연말 전망 업체들의 재고조정까지 겹치며 약세 지속. 납사 가격도 10월부터 유가 급락과 동반해 대폭 하락. 그러나 원료 투입까지 약 1~1.5개월의 레깅 기간 감안하면 4분기 그 효과는 제한적이었을 것으로 추정되어 2,119억원(-60.1%qoq, -65.5%yoy)의 영업이익 예상. 다만 19년 1분기에는 저가 원료 투입에 따른 스프레드 개선이 본격적으로 가시화되며 3,908억원(+84.4%qoq) 큰 폭 증가 기대
- 정보전자:** 전방산업 시장 둔화와 4분기 비수기 효과까지 겹쳐 영업이익 -13억원으로 qoq 및 yoy로 소폭 적자전환 예상
- 배터리:** 소형전지는 전형적으로 3분기가 최대 성수기임을 감안하면 4분기 매출액과 영업이익 모두 지난 분기 대비로는 감소 불가피하겠으나, EV용 판매량 확대가 큰 폭의 외형성장을 견인할 것으로 전망. 특히 중대형배터리는 그 동안의 적자에서 벗어나 처음으로 흑자전환 도달 기대. 이에 따라 배터리 전체로는 매출액 2조 1,537억원(+26.4%qoq, +71.9%yoy), 영업이익 1,035억원(+22.8%qoq, +655.5%yoy)으로 분기 최대 매출액 및 영업이익 달성 가능할 전망

모든 관심은 배터리와 1분기 기초소재 반등에 두자

- 지난 18년처럼 19~20년에도 동사의 포인트는 기초소재보다 배터리 사업부에 놓일 것. 4분기 흑자전환 기점으로 한층 높아진 이익 체력 기대되며 20년 말 100GW 상회하는 CAPA 기반으로 외형 및 이익 재차 큰 폭의 레벨업 가능할 전망
- 19년 기초소재 시장 둔화 감안해 이익추정 조정 및 TP 49만원(-7.5%)으로 하향. 다만 1Q 저가 납사 투입 따른 스프레드 개선 반영되며 기초소재 실적 반등 예상되고, 최근 미-중 무역갈등 해소 시그널 포착되고 있어 4Q 바닥으로 기초소재 시장은 최악의 국면 벗어난 것으로 판단. 협상타결 가시화되는 3/1 전후로 구매심리와 제품가격 반등 기대. 1Q 기초소재 반등과 19년부터 외형성장과 이익개선 본격 가시화될 고무적인 전지부문 고려해 투자의견 매수와 업종 내 최선호주 유지



경영실적 전망

계산기(12월)	단위	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	(십억원)	20,659	25,698	27,269	31,047	38,401
영업이익	(십억원)	1,992	2,928	2,256	2,259	2,925
영업이익률	(%)	9.6	11.4	8.3	7.3	7.6
순이익	(십억원)	1,281	1,945	1,426	1,423	1,895
EPS	(원)	17,336	24,854	18,214	18,177	24,208
증감률	(%)	11.1	43.4	-26.7	-0.2	3.2
PER	(배)	15.1	16.3	19.1	19.4	14.5
PBR	(배)	1.4	1.9	1.6	1.5	1.4
ROE	(%)	9.4	13.3	8.8	8.3	10.4
EV/EBITDA	(배)	5.8	7.1	7.0	7.2	6.2
순차입금	(십억원)	662	266	894	1,486	2,471
부채비율	(%)	45.8	53.3	54.4	61.6	67.6

LG화학 목표주가 산정: SOTP Valuation

(십억원)	기준 (TP 53만원)		변경 (TP 49만원)	
	2018F 기준 참고내용		2019F 기준 참고내용	
부문별 사업가치 합산	39,905	(A)= (a)+(b)+(c)+(d)+(e)	37,198	(A)= (a)+(b)+(c)+(d)+(e)
기초소재	22,735	(a)	14,903	(a)
EBITDA	3,383		2,760	
Multiple	6.7	국내 NCC Peer 대비 20% 할증: 동사 고부가중심 제품 포트폴리오 감안	5.4	국내 NCC와 Toray, Dow-Dupont 평균: 동사 고부가중심 제품 포트폴리오 감안
정보전자소재	1,314	(b)	1,775	(b)
EBITDA	322		462	
Multiple	4.1	KOSPI200 배수에서 20% 할인	3.8	KOSPI200 배수에서 20% 할인
배터리	13,444	(c): 2021년까지 DCF로 계산	17,181	(c): 2021년까지 DCF로 계산
생명과학	2,549	(d)	3,163	(d)
EBITDA	98		128	
Multiple	26.0	유한양행/종근당/대웅제약/메디투스 평균	24.8	유한양행/종근당/대웅제약/메디투스 평균
팜한농	244	(e)	176	(e)
EBITDA	48		37	
Multiple	5.1	KOSPI200 배수	4.8	KOSPI200 배수
투자자산가치	308	(B): 18년 추정치 대비 20% 할인 적용	341	(B): 19년 추정치 대비 20% 할인 적용
순차입금	1,326	(C)	1,486	(C)
우선주 시가총액	1,745	(D): 2018년 6월 15일 종가 기준	1,488	(D): 2019년 1월 7일 종가 기준
보통주 적정 시가총액	37,522	(E): (A)+(B)-(C)-(D)	34,565	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 발행 주식 수 (천주)	70,592,343	(F)	70,592,343	(F)
적정주가(원)	531,532	(G) = (E)/(F)	489,640	(G) = (E)/(F)

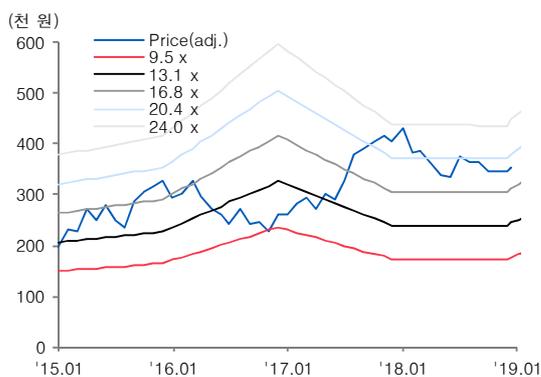
자료: 케이프투자증권

LG화학 | 기초소재 감익보다 더 중요하고 고무적인 전지사업 성장

	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
합계											
매출액	6,554	7,052	7,235	6,429	6,802	7,600	7,799	8,846	25,698	27,269	31,047
영업이익	651	703	602	299	516	596	594	553	2,929	2,256	2,259
영업이익률	9.9%	10.0%	8.3%	4.7%	7.6%	7.8%	7.6%	6.3%	11.4%	8.3%	7.3%
기초소재											
매출액	4,359	4,671	4,649	3,132	3,670	4,029	4,125	4,108	17,427	16,812	15,932
영업이익	637	705	548	212	391	460	453	346	2,808	2,101	1,650
영업이익률	14.6%	15.1%	11.8%	6.8%	10.6%	11.4%	11.0%	8.4%	16.1%	12.5%	10.4%
정보전자소재											
매출액	760	765	847	888	864	876	934	951	3,062	3,260	3,624
영업이익	-10	-22	12	-1.3	5.4	0.4	4.8	5.5	111	-21.1	16.1
영업이익률	-1.3%	-2.9%	1.4%	-0.1%	0.6%	0.0%	0.5%	0.6%	3.6%	-0.6%	0.4%
전지											
매출액	1,245	1,494	1,704	2,154	1,870	2,335	2,463	3,507	4,561	6,596	10,175
영업이익	2.1	27.0	84.3	103.5	67.4	107.1	133.3	223.5	28.9	217	531
영업이익률	0.2%	1.8%	4.9%	4.8%	3.6%	4.6%	5.4%	6.4%	0.6%	3.3%	5.2%
LG생명과학											
매출액	131	151	135	155	152	161	160	163	551	572	636
영업이익	7.0	15.8	13.2	8.3	10.4	12.1	12.5	10.8	53.6	44.3	45.8
영업이익률	5.3%	10.5%	9.8%	5.4%	6.8%	7.5%	7.8%	6.6%	9.7%	7.7%	7.2%
팜한농											
매출액	237	188	92	100	247	199	118	116	604	617	680
영업이익	45.4	11.4	-18.8	-23.0	41.9	16.6	-10.4	-32.6	35.4	15.0	15.5
영업이익률	19.2%	6.1%	-20.4%	-23.0%	17.0%	8.4%	-8.8%	-28.0%	5.9%	2.4%	2.3%

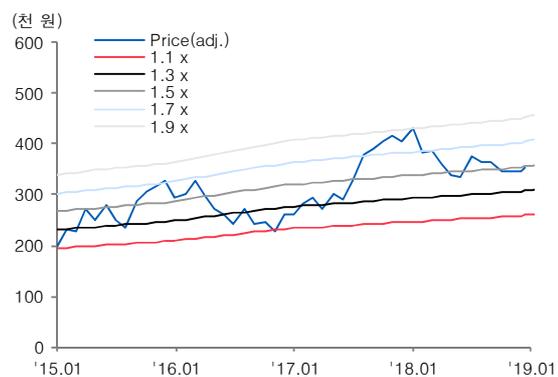
자료: 케이프투자증권

LG화학 12M Forward PER 추이



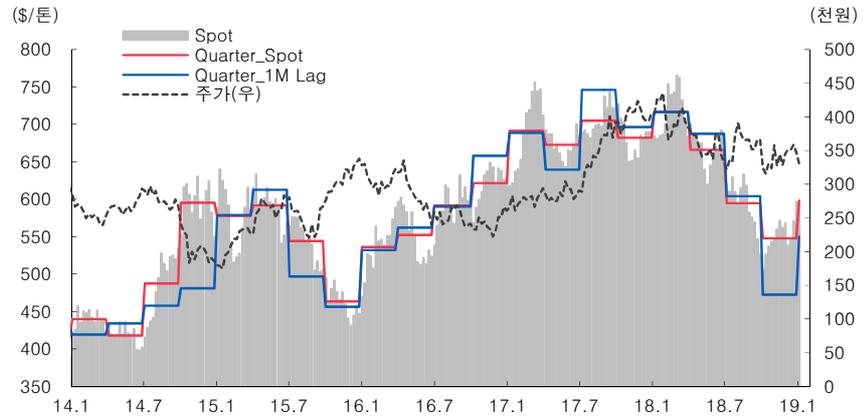
자료: 케이프투자증권

LG화학 12M Forward PBR 추이



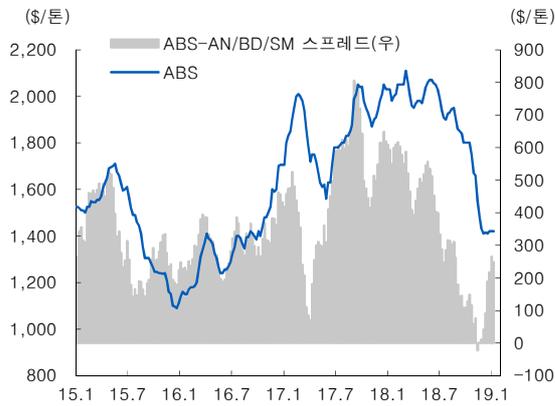
자료: 케이프투자증권

LG화학 가중평균 스프레드



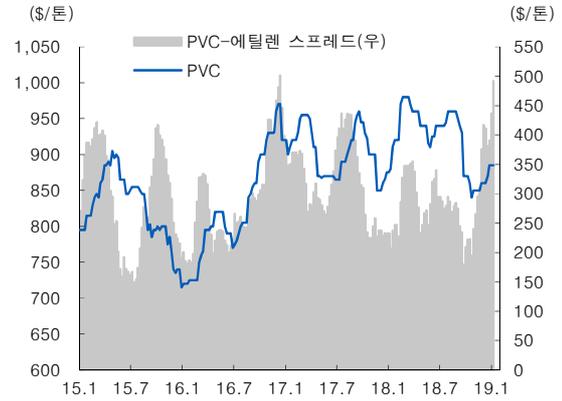
자료: 케이프투자증권

ABS 가격 및 스프레드 추이



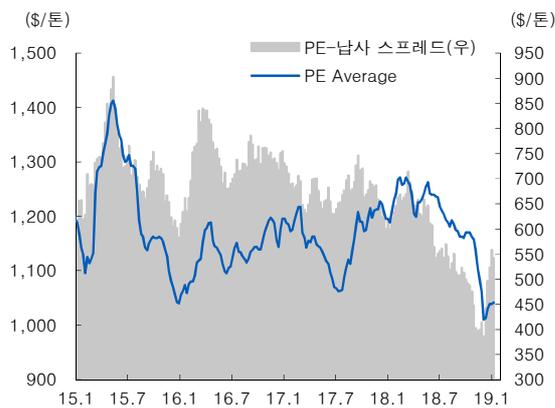
자료: Platts, 케이프투자증권

PVC 가격 및 스프레드 추이



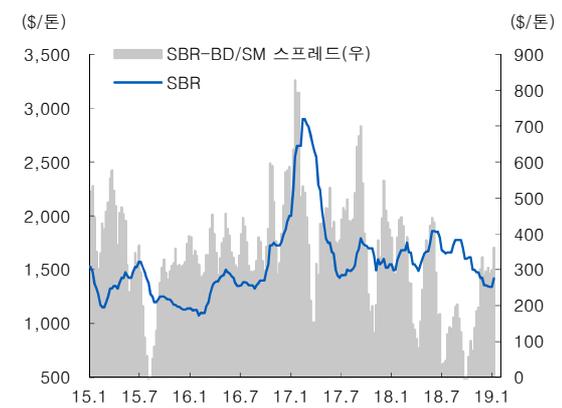
자료: Platts, 케이프투자증권

PE 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, 케이프투자증권

SBR 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, 케이프투자증권

재무상태표				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
유동자산	11,206	11,492	13,134	14,961
현금및현금성자산	2,249	1,989	2,314	1,578
매출채권 및 기타채권	4,690	4,976	5,666	7,008
재고자산	3,352	3,557	4,050	5,010
비유동자산	13,836	15,314	16,447	18,005
투자자산	352	374	426	527
유형자산	11,211	12,423	13,400	14,819
무형자산	1,823	2,069	2,172	2,211
자산총계	25,041	26,806	29,581	32,966
유동부채	6,645	7,162	8,771	10,547
매입채무 및 기타채무	4,213	4,470	5,090	6,295
단기차입금	958	1,108	1,908	2,258
유동성장기부채	493	543	588	528
비유동부채	2,058	2,286	2,505	2,747
사채 및 장기차입금	1,566	1,766	1,916	2,026
부채총계	8,703	9,449	11,275	13,294
지배기업소유자본	16,169	17,132	18,023	19,314
자본금	391	391	391	391
자본잉여금	2,274	2,274	2,274	2,274
이익잉여금	14,039	15,005	15,899	17,196
기타자본	-537	-539	-541	-548
비지배자본	170	226	282	357
자본총계	16,339	17,358	18,306	19,671
총차입금	3,045	3,445	4,440	4,840
순차입금	266	894	1,486	2,471

현금흐름표				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	3,181	3,021	2,745	2,948
영업에서 창출된 현금흐름	3,175	3,537	3,261	3,625
이자 수취	29	32	33	32
이자 지급	-101	-109	-133	-156
배당금 수입	11	11	11	11
법인세부담액	-475	-450	-427	-565
투자활동 현금흐름	-1,640	-3,222	-2,955	-3,555
유동자산의 감소(증가)	224	-32	-78	-152
투자자산의 감소(증가)	-3	-22	-52	-101
유형자산 감소(증가)	-1,850	-2,700	-2,490	-3,030
무형자산 감소(증가)	-1,088	-380	-250	-190
재무활동 현금흐름	-737	-60	535	-129
사채 및 차입금증가(감소)	154	400	995	400
자본금및자본잉여금 증감	1,139	0	0	0
배당금 지급	-386	-460	-460	-529
외환환산으로 인한 현금변동	-29	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	775	-261	325	-736
기초현금	1,474	2,249	1,989	2,314
기말현금	2,249	1,989	2,314	1,578
FCF	928	321	255	-82

자료: 케이프투자증권

포괄손익계산서				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	25,698	27,269	31,047	38,401
증가율(%)	24.4	6.1	13.9	23.7
매출원가	20,134	22,108	25,509	31,404
매출총이익	5,564	5,161	5,537	6,996
매출총이익률(%)	21.6	18.9	17.8	18.2
판매비와 관리비	2,635	2,905	3,278	4,071
영업이익	2,928	2,256	2,259	2,925
영업이익률(%)	11.4	8.3	7.3	7.6
EBITDA	4,330	3,879	3,918	4,688
EBITDA M%	16.9	14.2	12.6	12.2
영업외손익	-365	-324	-353	-391
지분법관련손익	7	8	8	6
금융손익	-79	-98	-116	-140
기타영업외손익	-292	-234	-245	-257
세전이익	2,564	1,932	1,906	2,534
법인세비용	542	450	427	565
당기순이익	2,022	1,482	1,479	1,970
지배주주순이익	1,945	1,426	1,423	1,895
지배주주순이익률(%)	7.9	5.4	4.8	5.1
비지배주주순이익	77	56	56	75
기타포괄이익	-146	-3	-2	-6
총포괄이익	1,876	1,479	1,477	1,964
EPS 증가율(%, 지배)	43.4	-26.7	-0.2	33.2
이자손익	-70	-77	-99	-124
총외환관련손익	-61	-86	-83	-76

주요지표				
	2017A	2018E	2019E	2020E
총발행주식수(천주)	70,592	70,592	70,592	70,592
시가총액(십억원)	28,590	24,496	24,849	24,849
주가(원)	405,000	347,000	352,000	352,000
EPS(원)	24,854	18,214	18,177	24,208
BPS(원)	211,079	223,382	234,772	251,264
DPS(원)	6,000	6,000	6,000	7,000
PER(X)	16.3	19.1	19.1	14.3
PBR(X)	1.9	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(X)	7.1	7.0	7.1	6.1
ROE(%)	13.3	8.8	8.3	10.4
ROA(%)	8.9	5.7	5.2	6.3
ROIC(%)	15.1	10.1	9.4	11.0
배당수익률(%)	1.5	1.7	1.7	2.0
부채비율(%)	53.3	54.4	61.6	67.6
순차입금/자기자본(%)	1.6	5.2	8.1	12.6
유동비율(%)	168.6	160.5	149.8	141.9
이자보상배율(X)	29.3	20.7	17.0	18.7
총자산회전율	1.1	1.1	1.1	1.2
매출채권 회전율	6.1	5.6	5.8	6.1
재고자산 회전율	8.1	7.9	8.2	8.5
매입채무 회전율	5.7	5.1	5.3	5.5

Analyst 전유진 · 02)6923-7354 · yujinjn@capefn.com

롯데케미칼 (011170KS | Buy 유지 | TP 340,000원 유지)

이젠 어느 정도 모두 예상하고 있는 4분기 실적 부진

4Q 영업이익 2,528억원(-49.8%qoq, -64.6%yoy) 예상. 스프레드 부진과 정기보수/설비결함 일회성 비용 겹친 영향. 저가 납사 투입효과는 1Q19 가시화되며 실적 반등 기대. 또한 1월 초 미-중 회담에서 무역갈등 해소 시그널 포착되고 있어 4분기 바닥으로 석유화학 시장은 최악의 국면 벗어난 것으로 판단. 3/1 전후로 본격적인 구매심리 회복과 제품 가격 가시적 반등 기대

4Q18 Preview: 영업이익 2,528억원(-49.8%qoq, -64.6%yoy) 예상

- 4Q18 매출 3조 4,683억(-18.3%qoq, -14.0%yoy), 영업이익 2,528억원(-49.8%qoq, -64.6%yoy)으로 실적 둔화 예상
- 4분기 큰 폭의 실적 하락은 제품가격 약세와 여수/울산 정기보수 및 12월 여수공장 전기결함으로 발생한 가동 차질에 따른 약 -1,000억 이상의 일회성 비용 반영 예상에 기인. 주요 화학제품 가격은 연말 전방 업체들의 재고조정과 글로벌 수요 둔화로 약세 지속. 납사 역시 10월부터 유가 급락과 동반해 하락했으나, 원료 래깅 반영으로 4분기 그 효과는 제한적으로 나타났을 것으로 추정. 저가 원료 투입에 따른 스프레드 개선은 1분기 실적에 본격 기여할 것으로 전망
- 올레핀:** 스프레드 축소와 여수/울산 정기보수 및 설비 트러블로 인한 일회성 비용까지 겹쳐 1,208억원(-61.3%qoq, -73.2%yoy)의 영업이익 예상. 1Q19는 저가 납사 투입이 긍정적으로 작용하며 3,050억원(+152.3%qoq) 증가 기대
- 아로마틱스:** 벤젠, PET, PIA 등 주요 제품 스프레드 약세. 영업이익 613억원(-36.7%qoq, -31.1%yoy)으로 둔화 불가피
- 타이탄:** PP 증설효과 반영에도 불구하고, PE/PP/BZ 등 주요 제품 마진 축소로 이익은 감소. 19년 1분기 중 증설설비에 대한 안전점검 진행으로 약 1달간 가동중단 예정. 결국 18년 진행된 증설효과는 19년 2분기부터 온기로 반영될 전망
- 첨단소재:** 무역분쟁 장기화 및 글로벌 경기 둔화가 ABS, PC 주요 판매처인 가전제품과 자동차 등의 수요 위축 야기하며 마진 약세 지속. 영업이익 358억원(-39.4%qoq, -56.7%yoy) 예상되며, 19년 분위기도 하반기와 크게 다르진 않을 전망

4분기 부진한 실적에 실망하기 보단, 이를 바닥으로 한 점진적 반등에 더 관심

- 4분기 실적 부진 불가피하나, 1Q 저가납사 투입으로 스프레드 개선 반영되며 실적 반등할 것으로 예상. 또한 1월 초 진행된 미-중 회담에서 무역갈등 해소 시그널 포착되고 있어 석유화학 시장은 4Q 바닥으로 최악의 국면 벗어난 것으로 판단
- 양국 협상타결 가시화되는 3/1 전후로 그 동안 위축되어 있던 구매심리와 제품가격 반등 본격 가시화 기대. 4분기와 19년 실적 조정 이전 추정치에서 이미 반영했기 때문에 이번에 추가 변경된 부분은 없음. TP 34만원, 투자 의견 매수 유지

Stock Data



주가(1/9)	272,000원		
액면가	5,000원		
시가총액	9,323십억원		
52주 최고/최저가	474,500원/ 254,000원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.3	-20.0	-29.3
상대주가(%)	-1.8	-11.4	-14.0

경영실적 전망

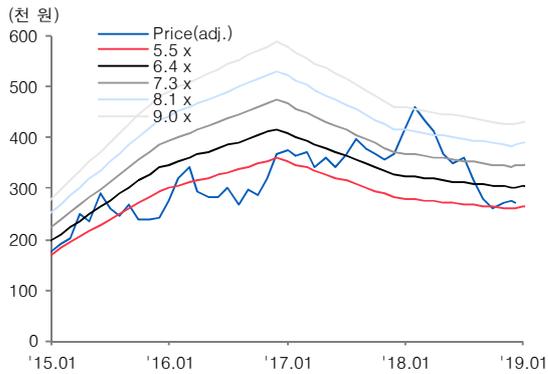
계산기(12월)	단위	2016	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	(십억원)	13,224	15,855	16,169	16,706	17,278
영업이익	(십억원)	2,544	2,930	2,120	1,965	2,115
영업이익률	(%)	19.2	18.5	13.1	11.8	12.2
순이익	(십억원)	1,836	2,444	1,760	1,621	1,743
EPS	(원)	53,561	65,466	51,360	47,290	50,852
증감률	(%)	85.0	22.2	-21.5	-7.9	7.5
PER	(배)	6.9	5.6	5.4	5.8	5.3
PBR	(배)	1.4	1.1	0.7	0.7	0.6
ROE	(%)	21.7	21.1	13.8	11.6	11.5
EV/EBITDA	(배)	4.5	3.5	3.5	3.8	.9
순차입금	(십억원)	1,527	-612	-584	-46	859
부채비율	(%)	68.8	59.5	57.2	55.9	55.0

롯데케미칼 | 이젠 어느 정도 모두 예상하고 있는 4분기 실적 부진

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
합계											
매출액	4,123	4,330	4,248	3,468	3,713	4,346	4,381	4,267	15,874	16,169	16,706
영업이익	662	701	504	253	431	504	535	495	2,928	2,120	1,965
영업이익률	16.1%	16.2%	11.9%	7.3%	11.6%	11.6%	12.2%	11.6%	18.4%	13.1%	11.8%
올레핀											
매출액	2,092	2,221	2,034	1,600	1,950	2,327	2,329	2,352	8,115	7,948	8,958
영업이익	413	470	312	121	305	340	355	346	1,952	1,316	1,346
영업이익률	19.7%	21.2%	15.3%	7.6%	15.6%	14.6%	15.2%	14.7%	24.1%	16.6%	15.0%
아로마틱스											
매출액	780	802	833	759	713	761	726	657	2,965	3,174	2,857
영업이익	109	100	97	61	69	80	75	65	417	367	289
영업이익률	14.0%	12.5%	11.6%	8.1%	9.8%	10.6%	10.3%	9.9%	14.1%	11.6%	10.1%
타이탄											
매출액	597	627	669	506	465	652	672	645	2,045	2,398	2,434
영업이익	72	69	49	35	36	60	66	56	281	225	218
영업이익률	12.1%	11.0%	7.3%	6.9%	7.8%	9.2%	9.8%	8.8%	13.7%	9.4%	9.0%
롯데첨단소재											
매출액	763	789	815	603	585	605	654	613	2,894	2,970	2,458
영업이익	90	78	59	36	20	24	39	28	333	263	112
영업이익률	11.8%	9.9%	7.2%	5.9%	3.5%	4.0%	6.0%	4.5%	11.5%	8.8%	4.5%

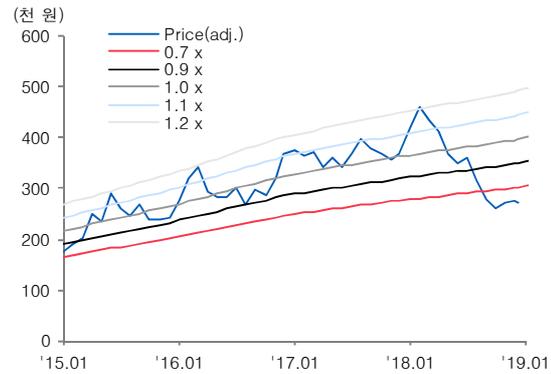
자료: 롯데케미칼, 케이프투자증권

롯데케미칼 12M Forward PER 추이



자료: 케이프투자증권

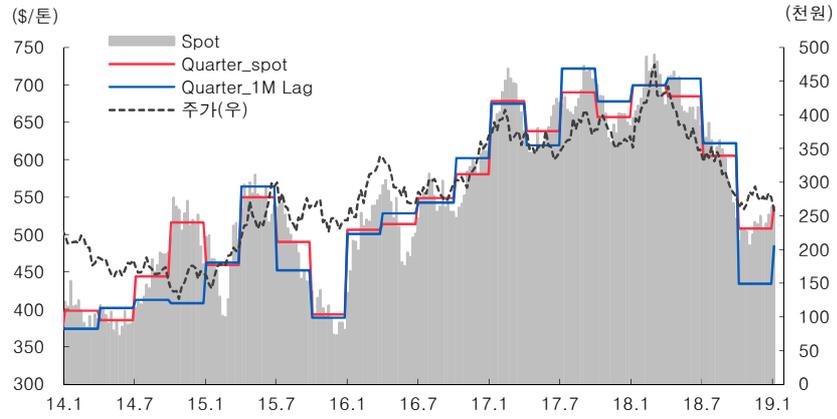
롯데케미칼 12M Forward PBR 추이



자료: 케이프투자증권

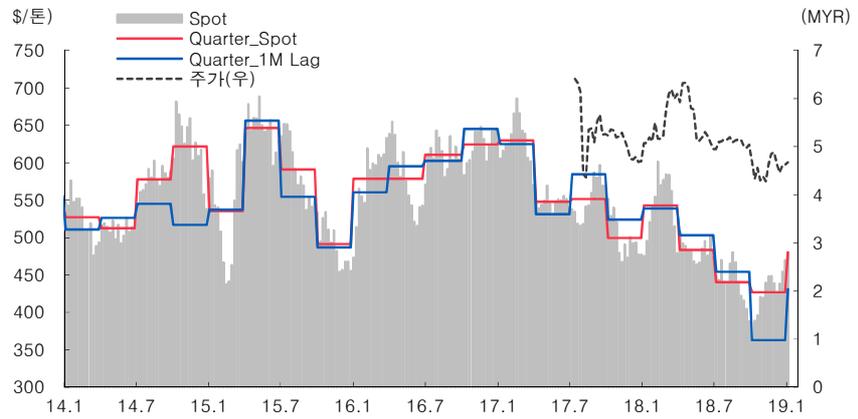
롯데케미칼 | 이젠 어느 정도 모두 예상하고 있는 4분기 실적 부진

롯데케미칼 가중평균 스프레드



자료: 시스کم, Quantwise, 케이프투자증권

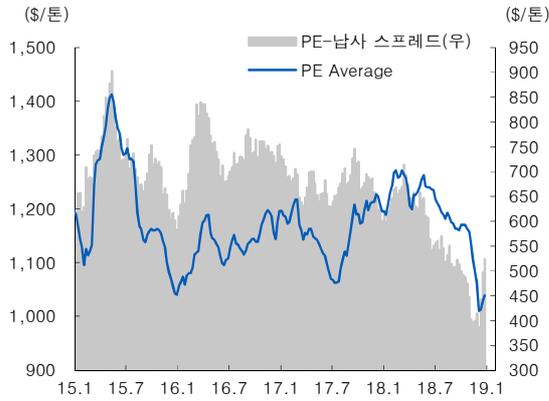
롯데타이탄 가중평균 스프레드



자료: 시스کم, Quantwise, 케이프투자증권

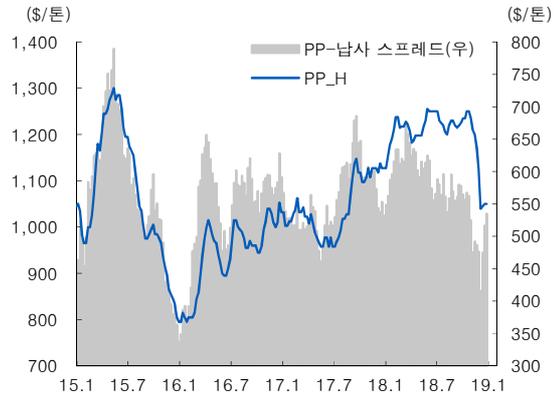
롯데케미칼 | 이젠 어느 정도 모두 예상하고 있는 4분기 실적 부진

PE 가격 및 1개월 래깅 스프레드 추이 (올레핀/타이탄)



자료: Platts, 케이프투자증권

PP 가격 및 1개월 래깅 스프레드 추이 (올레핀/타이탄)



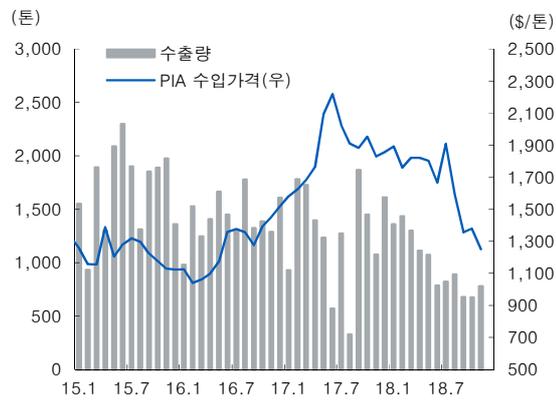
자료: Platts, 케이프투자증권

PET 가격 및 1개월 래깅 스프레드 추이 (아로마틱스)



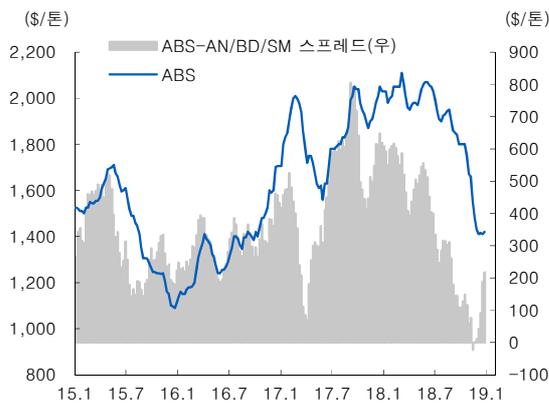
자료: Platts, 케이프투자증권

PIA 가격 및 1개월 래깅 스프레드 추이 (아로마틱스)



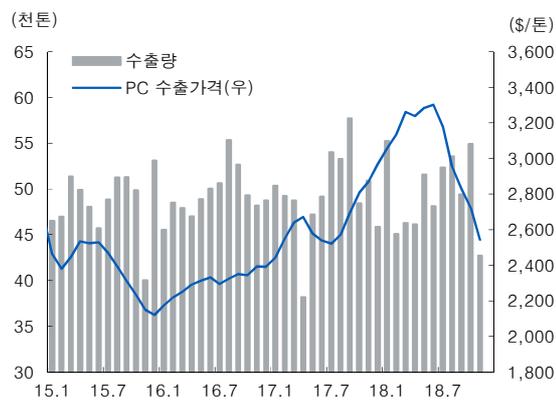
자료: KITA, 케이프투자증권

ABS 가격 및 1개월 래깅 스프레드 추이 (첨단소재)



자료: Platts, 케이프투자증권

PC 가격 및 1개월 래깅 스프레드 추이 (첨단소재)



자료: KITA, 케이프투자증권

롯데케미칼 | 이젠 어느 정도 모두 예상하고 있는 4분기 실적 부진

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E	(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
유동자산	8,225	8,710	8,655	8,263	매출액	15,875	16,169	16,706	17,278
현금및현금성자산	1,685	2,144	1,966	1,440	증가율(%)	20.0	1.9	3.3	3.4
매출채권 및 기타채권	1,682	1,713	1,770	1,831	매출원가	12,082	13,242	13,862	14,269
재고자산	1,536	1,565	1,616	1,672	매출총이익	3,793	2,927	2,844	3,009
비유동자산	11,326	12,744	14,424	16,485	매출총이익률(%)	23.9	18.1	17.0	17.4
투자자산	2,727	2,778	2,870	2,968	판매비와 관리비	863	807	879	894
유형자산	6,716	8,078	9,684	11,687	영업이익	2,930	2,120	1,965	2,115
무형자산	1,711	1,716	1,697	1,659	영업이익률(%)	18.5	13.1	11.8	12.2
자산총계	19,551	21,453	23,079	24,749	EBITDA	3,621	2,767	2,638	2,839
유동부채	3,791	3,793	3,701	3,764	EBITDA M%	22.8	17.1	15.8	16.4
매입채무 및 기타채무	1,688	1,720	1,777	1,838	영업외손익	155	270	263	285
단기차입금	703	813	613	563	지분법관련손익	284	353	378	415
유동성장기부채	795	645	675	705	금융손익	-20	20	11	-2
비유동부채	3,505	4,009	4,575	5,014	기타영업외손익	-109	-103	-125	-129
사채 및 장기차입금	2,704	3,194	3,734	4,146	세전이익	3,085	2,390	2,228	2,399
부채총계	7,296	7,803	8,276	8,777	법인세비용	800	597	578	625
지배기업소유지분	11,490	12,853	13,977	15,113	당기순이익	2,285	1,792	1,650	1,775
자본금	171	171	171	171	지배주주순이익	2,244	1,760	1,621	1,743
자본잉여금	881	881	881	881	지배주주순이익률(%)	14.4	11.1	9.9	10.3
이익잉여금	10,582	12,017	13,278	14,627	비지배주주순이익	41	32	29	32
기타자본	-145	-216	-353	-566	기타포괄이익	-428	-71	-138	-212
비지배지분	765	797	826	858	총포괄이익	1,856	1,721	1,513	1,562
자본총계	12,255	13,651	14,803	15,971	EPS 증가율(%, 지배)	22.2	-21.5	-7.9	7.5
총차입금	4,267	4,717	5,088	5,480	이자손익	-44	-29	-37	-53
순차입금	-612	-584	-46	859	총외화관련손익	37	-9	-13	-13

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	3,129	2,445	2,267	2,458	총발행주식수(천주)	34,275	34,275	34,275	34,275
영업에서 창출된 현금흐름	3,719	3,042	2,845	3,083	시가총액(십억원)	12,613	9,494	9,323	9,323
이자의 수취	0	0	0	0	주가(원)	368,000	277,000	272,000	272,000
이자의 지급	0	0	0	0	EPS(원)	65,466	51,360	47,290	50,852
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	335,215	375,005	407,776	440,932
법인세부담액	-590	-597	-578	-625	DPS(원)	10,500	9,500	10,500	11,500
투자활동 현금흐름	-4,718	-1,963	-2,365	-2,883	PER(X)	5.6	5.4	5.9	5.4
유동자산의 감소(증가)	-2,732	37	-10	-13	PBR(X)	1.1	0.7	0.7	0.6
투자자산의 감소(증가)	-199	-51	-92	-98	EV/EBITDA(X)	3.5	3.5	3.9	3.9
유형자산 감소(증가)	-2,017	-1,960	-2,230	-2,680	ROE(%)	21.1	13.8	11.6	11.5
무형자산 감소(증가)	-3	-55	-30	-8	ROA(%)	12.9	8.7	7.4	7.4
재무활동 현금흐름	1,115	-23	-79	-101	ROIC(%)	24.3	15.7	12.6	11.7
사채 및 차입금증가(감소)	75	450	371	393	배당수익률(%)	2.9	3.4	3.9	4.2
자본금및자본잉여금 증감	402	0	0	0	부채비율(%)	59.5	57.2	55.9	55.0
배당금 지급	-135	-360	-326	-360	순차입금/자기자본(%)	-5.0	-4.3	-0.3	5.4
외환환산으로 인한 현금변동	-44	0	0	0	유동비율(%)	217.0	229.6	233.9	219.6
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	27.3	18.6	15.8	15.8
현금증감	-518	458	-178	-526	총자산회전율	0.9	0.8	0.8	0.7
기초현금	2,203	1,685	2,144	1,966	매출채권 회전율	9.8	9.5	9.6	9.6
기말현금	1,685	2,144	1,966	1,440	재고자산 회전율	10.5	10.4	10.5	10.5
FCF	1,109	485	37	-222	매입채무 회전율	8.2	7.8	7.9	7.9

자료: 케이프투자증권

Analyst 전유진 · 02)6923-7354 · yujinjn@capefn.com

한화케미칼 (009830KS | Buy 유지 | TP 26,000원 유지)

기초소재 이익 둔화를 충분히 방어해 낼 태양광

4분기 영업이익 509억원(-45.8%qoq, -59.6%yoy) 예상. 주요 제품 스프레드 둔화로 기초소재 중심의 큰 폭 이익 감소 불가피. 태양광은 일회성 비용 소멸과 큐셀코리아 합병으로 이익증가 기대되며 19년 그 효과 온기 반영되며 영업이익 +180% 기대. 19년 동사의 전반적 무게는 태양광에 놓이며 기초소재 감익을 충분히 방어해 낼 전망. 투자의견 매수 유지

4Q18 Preview: 영업이익 509억원(-45.8%qoq, -59.6%yoy) 예상

- 4Q18 매출 2조 403억원(-11.7%qoq, -13.2%yoy), 영업이익 509억원(-45.8%qoq, -59.6%yoy)으로 실적 둔화 예상
- 기초소재:** PE/TDI/PVC/가성소다 등 주요 제품 가격 약세와 통상 4분기 발생해왔던 성과급 등의 일회성 비용 감안해 영업이익 154억원(-74.5%qoq, -81.4%yoy) 전망. 10월부터 하락한 납사는 약 1~1.5개월 레깅으로 4분기 영향 미미했을 것으로 추정되며, 1분기 스프레드 개선으로 이어져 이익개선에 기여할 것. 또한 태양광 사항 악화로 매 4분기마다 폴리실리콘 유형자산에 대해 영업외이익에서 약 500~800억의 손상차손 인식해왔는데, 4분기 폴리실리콘 하락 추세(4Q18 평균 \$9.8/kg, -11.4%qoq, -42.1%yoy) 감안하면 이번에도 일부 손상차손 발생 가능성 높을 것으로 판단
- 태양광:** 4분기 모듈-웨이퍼 스프레드는 3분기 대비 소폭 축소되었으나, 모듈 출하량 증가와 전분기 발생한 약 180억원의 매출채권 대손충당 소멸되며 이익증가 예상. 또한 11월부터 큐셀코리아가 연결 반영됨에 따라 외형성장 및 수익개선 동반해서 나타날 것으로 기대. 큐셀코리아 연결 반영한 4분기 매출, 영업이익 각각 9,128억원과 301억원 예상. 19년은 그 효과 온기 반영되며 매출액 4조 4,684억원(+32.8%yoy), 영업이익 2,197억원(+263%yoy)으로 전망

기초소재 이익 둔화를 충분히 방어해 낼 태양광

- 19년 동사의 전반적인 무게 중심은 기초소재보다 태양광에 놓여질 것으로 보이며, 이는 큐셀코리아 합병과 셀/모듈 중심으로의 사업구조 개편을 통해 더욱 탄력 받을 전망. 18년 글로벌 태양광 수요는 중국 보조금 정책 변경과 미국 셰이프가드 등으로 위축되며 100GW 내외 불과 추정. 하지만 19년은 유럽 MIP 폐지 효과 본격화와 미국 셰이프가드 모듈 관세 인하, 22년 ITC 종료 전 수요 집중 등으로 태양광 시장 120GW 내외로 약 +20%yoy 내외 성장 기대
- 19년 기초소재 이익 감소 불가피하나, 글로벌 태양광 수요 증가와 동사의 태양광 부문 이익개선 고무적. 최근 무역갈등도 점차 완화되는 분위기에 있어 1분기 저가 납사 반영과 함께 석유화학 사항 반등세에 무게. 투자의견 매수 유지



경영실적 전망

계산기(12월)	단위	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	(십억원)	9,259	9,342	8,679	9,713	10,589
영업이익	(십억원)	779	756	501	543	576
영업이익률	(%)	8.4	8.1	5.8	5.6	5.4
순이익	(십억원)	755	825	591	631	696
EPS	(원)	4,564	4,970	3,587	3,842	4,241
증감률	(%)	295.6	8.9	-27.8	7.1	10.4
PER	(배)	5.4	6.4	5.6	5.3	4.8
PBR	(배)	0.8	0.9	0.5	0.5	0.4
ROE	(%)	14.8	14.3	9.3	9.1	9.3
EV/EBITDA	(배)	6.4	7.3	6.4	6.2	6.0
순차입금	(십억원)	3,609	3,305	2,840	2,780	2,602
부채비율	(%)	152.7	120.6	107.5	106.1	99.7

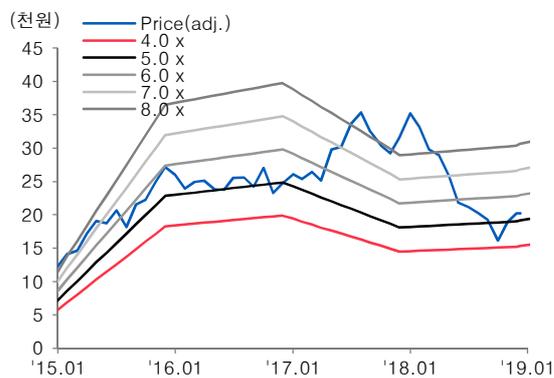
한화케미칼 | 기초소재 이익 둔화를 충분히 방어해 널 태양광

한화케미칼 분기별 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
합계											
매출액	2,076	2,251	2,312	2,040.3	2,231	2,337	2,410	2,735	9,342	8,679	9,713
영업이익	172.1	184.3	93.8	50.9	121.6	140.0	138.6	143.0	756.4	501.0	543.3
영업이익률%	8.3%	8.2%	4.1%	2.5%	5.5%	6.0%	5.8%	5.2%	8.1%	5.8%	5.6%
기초소재											
매출액	1,094	1,154	1,130	745	881	989	1,010	968	4,328	4,123	3,847
영업이익	148.3	181.7	87.9	15.4	66.8	82.8	80.6	64.5	631.1	433.3	294.6
영업이익률%	13.6%	15.7%	7.8%	2.1%	7.6%	8.4%	8.0%	6.7%	14.6%	10.5%	7.7%
태양광											
매출액	827	806	818	913	1,038	993	1,041	1,397	3,415	3,364	4,468.4
영업이익	35.0	-4.3	-0.3	30.1	52.4	49.0	50.5	67.8	14.3	60.5	219.7
영업이익률%	4.2%	-0.5%	0.0%	3.3%	5.0%	4.9%	4.9%	4.9%	0.4%	1.8%	4.9%
가공소재											
매출액	231	257	274	283	261	276	267	275	982	1,045	1,079
영업이익	-6.1	2.0	-1.5	-3.0	-2.0	0.0	-0.6	-3.2	2.2	-8.6	-5.8
영업이익률%	-2.6%	0.8%	-0.5%	-1.1%	-0.8%	0.0%	-0.2%	-1.2%	0.2%	-0.8%	-0.5%
리테일											
매출액	178	178	160	225	173	208	210	222	715	739	813
영업이익	4.8	1.3	1.5	5.4	2.3	1.5	3.7	7.3	22.9	13.0	14.8
영업이익률%	2.7%	0.7%	0.9%	2.4%	1.3%	0.7%	1.8%	3.3%	3.2%	1.8%	1.8%
기타											
매출액	243	270	268	299	297	321	306	296	1,480	1,080	1,220
영업이익	1.8	7.2	7.9	1.6	4.5	6.6	6.1	3.9	75.4	18.5	21.2
영업이익률%	0.7%	2.7%	2.9%	0.5%	1.5%	2.1%	2.0%	1.3%	5.1%	1.7%	1.7%
연결조정											
매출액	-497	-414	-338	-424	-419	-450	-424	-422	-1,579	-1,674	-1,715
영업이익	-11.7	-3.6	-1.7	1.4	-2.4	0.2	-1.7	2.7	10.5	-15.6	-1.2

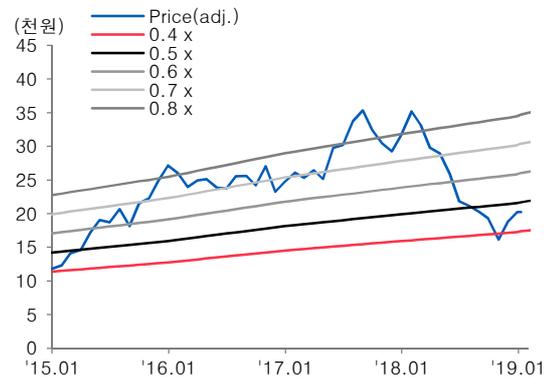
자료: 케이프투자증권

한화케미칼 12M Forward PER



자료: 케이프투자증권

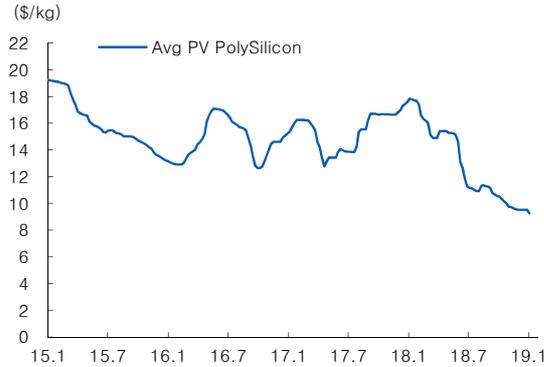
한화케미칼 12M Forward PBR



자료: 케이프투자증권

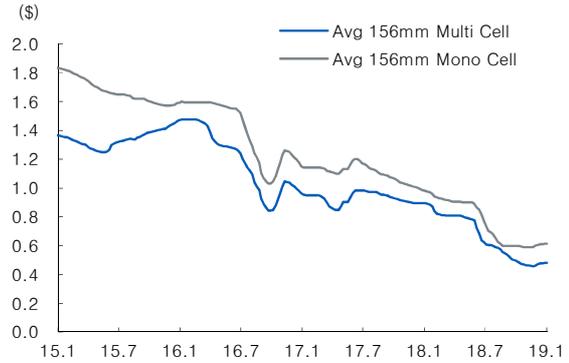
태양광 밸류체인별 가격 추이

태양광 폴리실리콘 가격 추이



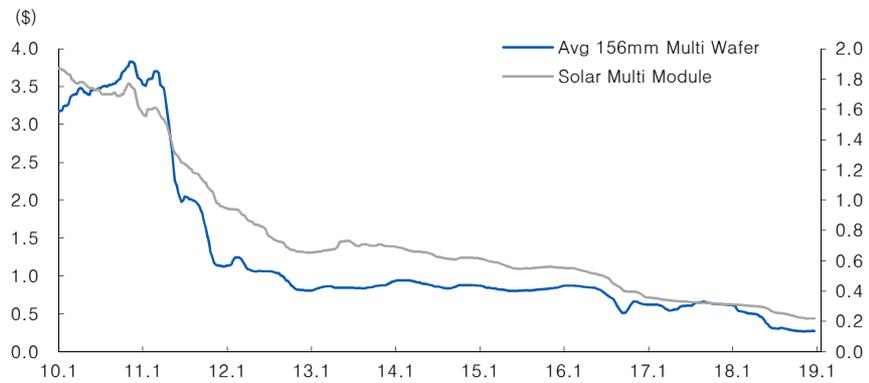
자료: Bloomberg, 케이프투자증권

태양광 모노/멀티 셀 가격 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권

태양광 모듈, 웨이퍼 가격 추이: 한화케미칼 태양광 실적엔 모듈-웨이퍼 스프레드가 중요



자료: Bloomberg, 케이프투자증권

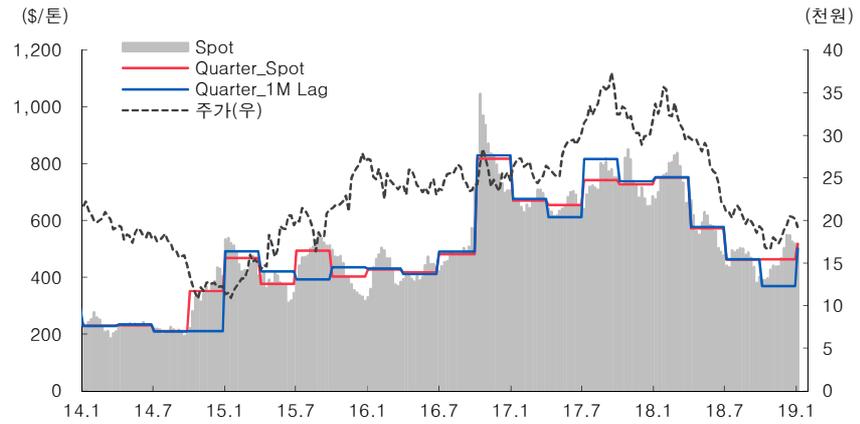
태양광 폴리실리콘, 웨이퍼, 모듈 월별 및 분기별 가격 변동

(\$/kg, piece)	Polysilicon	Multi Wafer	Mono Wafer	Module		Polysilicon	Multi Wafer	Mono Wafer	Module
Jul-18	11.06	0.31	0.42	0.26	MoM	-9.5%	-12.4%	-15.9%	-7.0%
Aug-18	11.22	0.31	0.40	0.25		1.5%	1.1%	-4.9%	-3.0%
Sep-18	10.80	0.29	0.40	0.24		-3.8%	-6.4%	0.0%	-3.6%
Oct-18	10.16	0.27	0.38	0.23		-5.9%	-5.3%	-3.3%	-5.8%
Nov-18	9.62	0.27	0.37	0.22		-5.3%	-1.9%	-3.2%	-3.7%
Dec-18	9.53	0.27	0.38	0.22		-0.9%	1.4%	1.5%	-1.0%
Jul-18	11.06	0.31	0.42	0.26	-9.5%	-12.4%	-15.9%	-7.0%	
2018 1Q	16.34	0.55	0.65	0.31	QoQ	-3.2%	-12.2%	-11.1%	-2.6%
2018 2Q	14.25	0.43	0.57	0.29		-12.8%	-21.1%	-13.4%	-5.1%
2018 3Q	11.03	0.30	0.40	0.25		-22.6%	-30.6%	-28.7%	-13.6%
2018 4Q	9.77	0.27	0.38	0.22		-11.4%	-9.8%	-6.4%	-11.6%
2017 4Q	16.88	0.63	0.73	0.32	YoY	-42.1%	-56.6%	-48.6%	-29.4%

자료: Bloomberg, 케이프투자증권

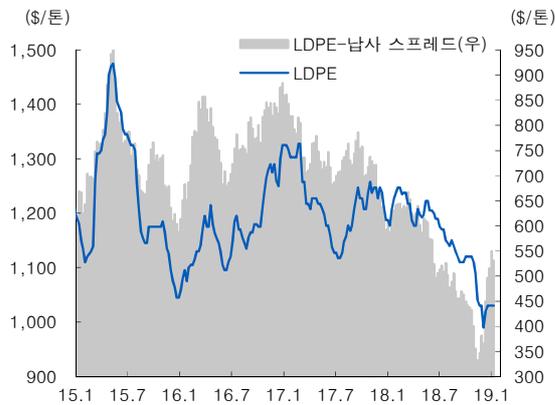
한화케미칼 기초소재 주요 제품가격 및 스프레드 추이

한화케미칼 가중평균 스프레드



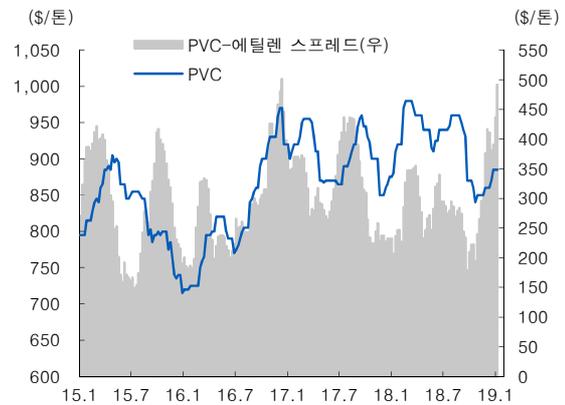
자료: 케이프투자증권

LDPE 가격 및 1M Lagging 스프레드



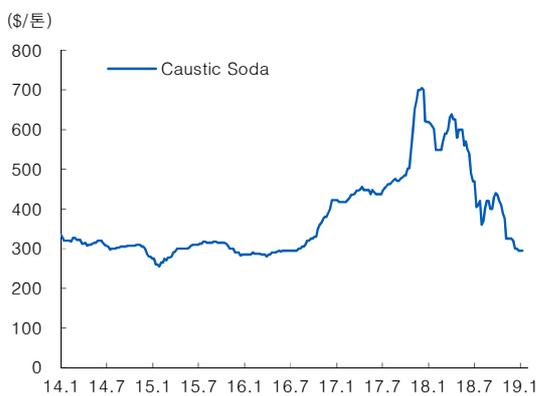
자료: 시스켐, 케이프투자증권

PVC 가격 및 1M Lagging 스프레드



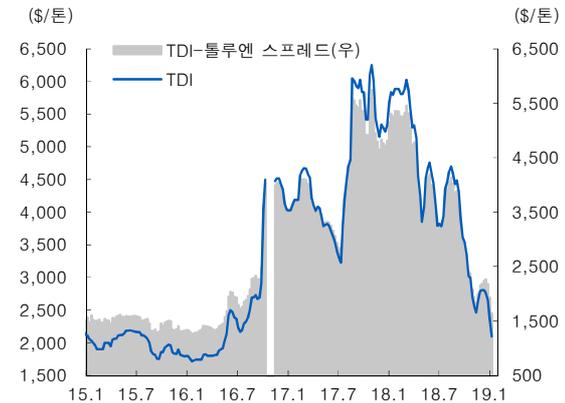
자료: 시스켐, 케이프투자증권

가성소다 가격



자료: 시스켐, 케이프투자증권

TDI 가격 및 1M Lagging 스프레드



자료: 시스켐, 케이프투자증권

한화케미칼 | 기초소재 이익 둔화를 충분히 방어해 널 태양광

재무상태표				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,222	4,430	5,000	5,345
현금및현금성자산	805	1,255	1,447	1,471
매출채권 및 기타채권	1,712	1,590	1,780	1,940
재고자산	1,144	1,063	1,189	1,296
비유동자산	9,427	9,487	9,978	10,428
투자자산	2,987	2,775	3,106	3,386
유형자산	5,588	5,866	6,033	6,208
무형자산	422	416	410	404
자산총계	13,649	13,917	14,979	15,773
유동부채	4,894	4,724	5,169	5,310
매입채무 및 기타채무	1,802	1,674	1,873	2,042
단기차입금	2,012	1,922	2,052	1,802
유동성장기부채	630	710	775	955
비유동부채	2,568	2,485	2,543	2,563
사채 및 장기차입금	1,776	1,746	1,721	1,671
부채총계	7,462	7,209	7,711	7,873
지배기업소유지분	6,015	6,529	7,081	7,705
자본금	830	830	830	830
자본잉여금	829	829	829	829
이익잉여금	4,365	4,898	5,472	6,111
기타자본	-8	-28	-50	-64
비지배지분	172	179	187	195
자본총계	6,187	6,708	7,267	7,900
총차입금	4,476	4,435	4,607	4,488
순차입금	3,305	2,840	2,780	2,602

포괄손익계산서				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	9,342	8,679	9,713	10,589
증가율(%)	0.9	-7.1	11.9	9.0
매출원가	7,386	7,035	7,899	8,619
매출총이익	1,956	1,644	1,814	1,970
매출총이익률(%)	20.9	18.9	18.7	18.6
판매비와 관리비	1,199	1,143	1,271	1,394
영업이익	756	501	543	576
영업이익률(%)	8.1	5.8	5.6	5.4
EBITDA	1,192	989	1,008	1,011
EBITDA M%	12.8	11.4	10.4	9.6
영업외손익	309	234	233	298
지분법관련손익	593	537	538	598
금융손익	-132	-123	-121	-120
기타영업외손익	-152	-181	-184	-180
세전이익	1,066	735	776	874
법인세비용	231	136	138	169
당기순이익	835	598	639	705
지배주주순이익	825	591	631	696
지배주주순이익률(%)	8.9	6.9	6.6	6.7
비지배주주순이익	10	7	8	8
기타포괄이익	-43	-20	-21	-15
총포괄이익	791	578	617	690
EPS 증가율(% , 지배)	8.9	-27.8	7.1	10.4
이자손익	-133	-124	-122	-121
총외화관련손익	42	19	55	60

현금흐름표				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	916	988	955	988
영업에서 창출된 현금흐름	837	1,125	1,093	1,157
이자의 수취	0	0	0	0
이자의 지급	0	0	0	0
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-152	-136	-138	-169
투자활동 현금흐름	-403	-298	-733	-642
유동자산의 감소(증가)	-122	26	-40	-34
투자자산의 감소(증가)	-358	212	-331	-280
유형자산 감소(증가)	-468	-760	-625	-605
무형자산 감소(증가)	-11	0	0	0
재무활동 현금흐름	-686	-240	-30	-321
사채 및 차입금증가(감소)	-389	-41	172	-119
자본금및자본잉여금 증감	1	0	0	0
배당금 지급	-58	-58	-58	-58
외환환산으로 인한 현금변동	-35	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-207	450	192	24
기초현금	1,012	805	1,255	1,447
기말현금	805	1,255	1,447	1,471
FCF	424	228	330	383

주요지표				
	2017A	2018E	2019E	2020E
총발행주식수(천주)	164,809	163,110	163,110	163,110
시가총액(십억원)	5,208	3,295	3,295	3,295
주가(원)	31,600	20,200	20,200	20,200
EPS(원)	4,970	3,587	3,842	4,241
BPS(원)	36,250	39,752	43,112	46,914
DPS(원)	350	350	350	350
PER(X)	6.4	5.6	5.3	4.8
PBR(X)	0.9	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(X)	7.3	6.4	6.2	6.0
ROE(%)	14.3	9.3	9.1	9.3
ROA(%)	6.1	4.3	4.4	4.6
ROIC(%)	9.7	5.5	6.8	6.7
배당수익률(%)	1.1	1.7	1.7	1.7
부채비율(%)	120.6	107.5	106.1	99.7
순차입금/자기자본(%)	53.4	42.3	38.2	32.9
유동비율(%)	86.3	93.8	96.7	100.7
이자보상배율(X)	5.1	3.5	3.8	4.0
총자산회전율	0.7	0.6	0.7	0.7
매출채권 회전율	5.7	5.3	5.8	5.7
재고자산 회전율	7.3	7.9	8.6	8.5
매입채무 회전율	4.0	4.0	4.5	4.4

자료: 케이프투자증권

Analyst 전유진 · 02)6923-7354 · yujinjn@capefn.com

호성화학 (298000KS | Buy 유지 | TP 210,000원 유지)

19년 원료 하향 안정화로 이익 증가, 20~21년 베트남 신규투자 효과

4분기 영업이익 312억원(-14.0%qoq, +77.1%yoy) 예상. 프로판 가격 하락으로 PP-프로판 스프레드 개선됨에 따라 커버리지 업체 중 보기 드물게 4분기 호실적 기대. 원료 래깅반영으로 원가절감 효과는 1분기 더욱 뚜렷하게 나타날 전망. 19년 프로판 하향 안정화에 따른 본업 이익 증가와 20~21년 베트남 신규 투자 반영되며 외형성장 추가 성장. 차선호주 추천

4Q18 Preview: 영업이익 312억원(-14.0%qoq, +77.1%yoy) 예상

- 매출액 4,818억원(-2.0%qoq, +10.2%yoy), 영업이익 312억원(-14.0%qoq, +77.1%yoy)으로 견고한 실적 예상
- 동사는 석유화학 커버리지 업체 중 보기 드물게 4분기 호실적 예상. 국제유가 하락과 중국의 미국산 LPG 수입 감소로 Aramco가 11월부터 아시아 프로판 CP를 급격하게 하향 조정함에 따라 PP-프로판 스프레드가 개선된 것에 기인
- NF3 가격 지지되고 있지만 HF도 재차 상승세에 있어 3분기와 비슷한 수준 예상. 19년 전방 반도체 시장 둔화에 따른 영향 일부 불가피하겠으나, 동사 자체적으로 원료 재사용 통한 부산물 판매 등 원가절감 진행 중에 있어 긍정적

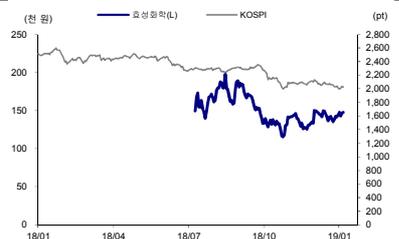
PP/DH: 프로판 하향 안정화로 19년 영업이익 +14%yoy

- 11~12월 프로판 가격은 각각 \$540, \$445로 각각 -18%MoM. 난방연료로 사용되는 특성상 동절기에는 통상 LPG 가격 인상되지만 전년은 오히려 큰 폭 하락. 이는 LPG 가격과 동반하는 유가가 10월 후 급락했고, 미-중 무역분쟁으로 미국산 LPG 주요 수입국 중 하나인 중국이 구매를 중단함에 따라 아시아 내 잉여물량 증가한 영향으로 파악
- 프로판 구매해 PDH 가동하는 동사엔 원가 절감요인. 다만 원료투입까지 약 1달 소요되고, 3Q 말 프로판 일부 선제구매 감안하면 11~12월 각 -18%의 하락 온전히 누리진 못했을 듯. 저가원료 효과는 12월부터 본격화되어 1Q19 추가 기여 전망
- 19년 미국 내 천연가스 파이프라인 구축 본격화로 인한 생산량 증가, 중국의 미국산 구매 감소 등으로 프로판 가격은 하향 안정화 예상되며, 이에 기반해 동사 PP/DH 부문 영업이익은 1,548억원(+19.4%yoy) 수준에 달할 것으로 전망

19년 뚜렷한 이익증가와 배당여력, 20~21년 베트남 신규투자 효과 기대

- 19년 프로판 가격 안정화와 NF3 정상가동 및 원가절감 등의 효과로 영업이익은 1,574억원(+26.9%yoy) 큰 폭 증가 기대. 20~21년은 베트남 프로젝트 반영되며 2,010억원(+27.7%yoy), 2,317억원(+15.3%yoy)으로 추가 성장할 전망
- 높은 이익체력과 (주)효성의 높은 배당 의지 고려해 18년 DPS 4,000원(배당수익률 2.8%) 달할 것으로 예상되어 긍정적. 19년 뚜렷한 이익증가와 배당여력, 20년 이후 베트남 신규투자 효과로 동사 투자 매력 충분. 투자의견 매수 유지

Stock Data



주가(1/9)	150,500원		
액면가	5,000원		
시가총액	480십억원		
52주 최고/최저가	197,500원/ 115,500원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.8	0.0	0.0
상대주가(%)	4.3	0.0	0.0

경영실적 전망

계산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017A	2018F	2019E
매출액	(십억원)	0	0	0	1,109	1,884
영업이익	(십억원)	0	0	0	80	157
영업이익률	(%)	0.0	0.0	0.0	7.2	8.4
순이익	(십억원)	0	0	0	43	97
EPS	(원)	0	0	0	23,282	30,423
증감률	(%)	0.0	0.0	0.0	N/A	30.7
PER	(배)	0.0	0.0	0.0	6.1	4.9
PBR	(배)	0.0	0.0	0.0	1.2	1.0
ROE	(%)	0.0	0.0	0.0	11.3	23.2
EV/EBITDA	(배)	0.0	0.0	0.0	2.9	1.7
순차입금	(십억원)	0	0	0	850	935
부채비율	(%)	0.0	0.0	0.0	350.5	355.0

케이프투자증권

효성화학 | 19년 원료 하향 안정화로 이익 증가, 20~21년 베트남 신규투자 효과

효성화학 분기별 및 연간 실적 추정

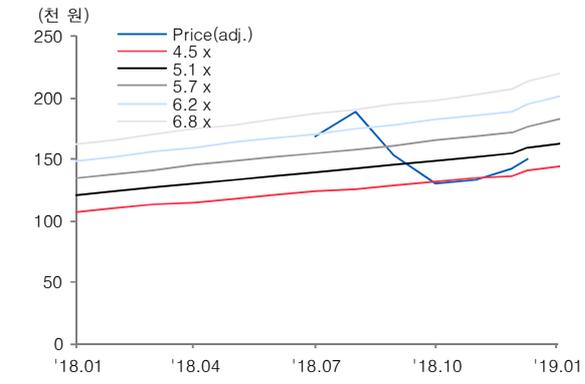
(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
합계											
매출액	4,406	4,423	4,918	4,818	3,957	4,713	4,826	5,347	16,673	18,565	18,843
영업이익	190	375	363	312	230	406	481	458	1,086	1,240	1,574
영업이익률%	4.3%	8.5%	7.4%	6.5%	5.8%	8.6%	10.0%	8.6%	6.5%	6.7%	8.4%
PP/DH 사업											
매출액	2,384	2,451	2,524	2,509	1,736	2,561	2,721	3,406	8,860	9,868	10,425
영업이익	241	425	340	291	233	396	463	457	1,396	1,297	1,548
영업이익률%	10.1%	17.3%	13.5%	11.6%	13.4%	15.5%	17.0%	13.4%	15.8%	13.1%	14.9%
기타 사업											
매출액	2,022	1,972	2,394	2,309	2,222	2,151	2,105	1,940	7,813	8,697	8,418
영업이익	-51	-50	23	21	-3	10	18	1	-310	-57	26
영업이익률%	-2.5%	-2.5%	1.0%	0.9%	-0.1%	0.5%	0.8%	0.0%	-4.0%	-0.7%	0.3%

자료: 케이프투자증권

주: 사업보고서에 반영된 2Q18 실적은 6월만 반영되었으나, 상단 숫자는 회사 IR자료 참고하여 6~8월 풀로 반영. 따라서 첫 페이지와 19년 숫자 상이

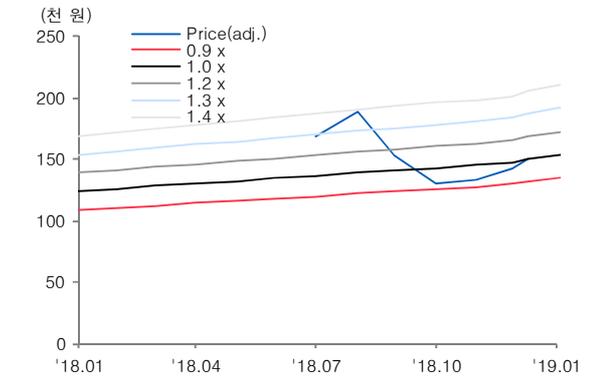
주: PP/DH 사업에는 2019년부터 순차 반영될 LPG 트레이딩, 베트남 PP/DH 사업도 포함되어 있음

효성화학 12M Forward PER 추이



자료: 케이프투자증권

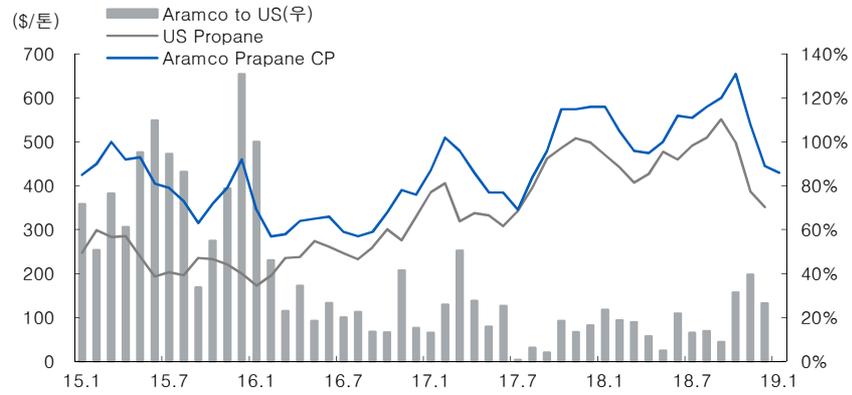
효성화학 12M Forward PER 추이



자료: 케이프투자증권

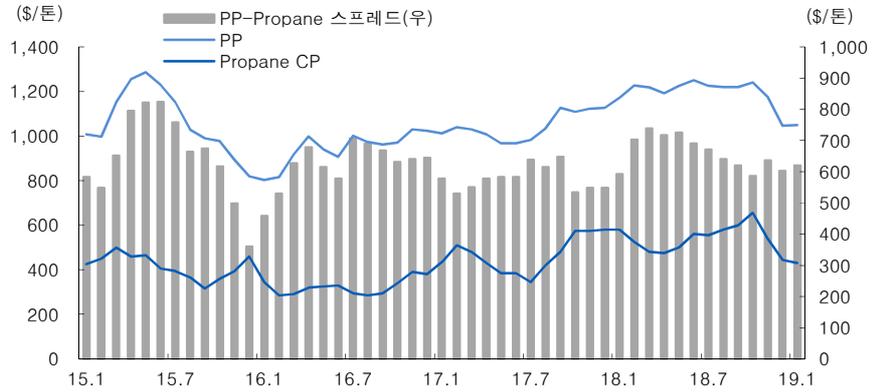
효성화학 | 19년 원료 하향 안정화로 이익 증가, 20~21년 베트남 신규투자 효과

중동산 및 미국산 LPG 가격 추이



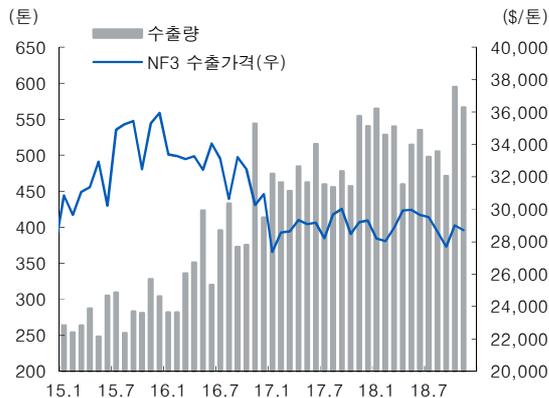
자료: Platts, 케이프투자증권

PDH: PP-Propane 스프레드 추이



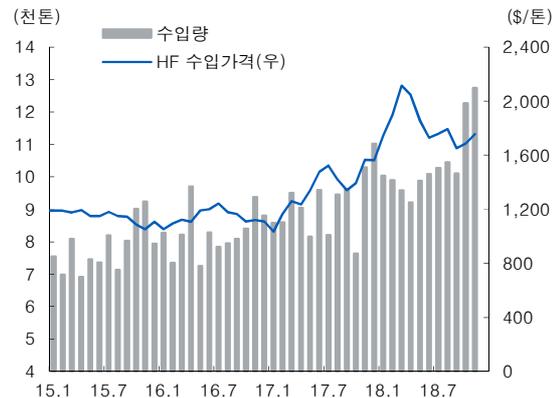
자료: Platts, 케이프투자증권

NF3 수출량 및 수출가격 추이



자료: KITA, 케이프투자증권

HF 수입량 및 수입가격 추이



자료: KITA, 케이프투자증권

효성티앤씨 (298020KS | Buy 유지 | TP 260,000원 유지)

원료 하향 안정화, 증설효과에 점진적 재무구조 개선도 기대

4분기 영업이익 590원(-3.4%qoq, +19.5%yoy) 예상. 스판텍스 가격은 견고하게 유지되고 있는 반면, 원료 MDI/BDO 하락에 따른 스프레드 개선에 기인. 원료 래깅반영되며 동 효과는 1분기 더욱 가시화될 전망. 19년 원료가격 하향 안정화와 중국/인도 스판텍스 증설, 동나이 법인 타이어코드 증설 온기 반영 등으로 영업이익 +16%yoy 성장 기대. 매수 의견 유지

4Q18 Preview: 영업이익 590원(-3.4%qoq, +19.5%yoy) 예상

- 매출액 1조 5,077억원(+0.2%qoq, +8.3%yoy), 영업이익 590원(-3.4%qoq, +19.5%yoy)으로 견고한 실적 예상
- 석유화학 커버리지 중 보기 드물게 4분기 호실적 예상되는 업체. 동사 주력 제품인 스판텍스는 가격 유지되고 있는 반면, 원료 MDI/BDO 하락에 따른 스프레드 개선에 기인. 원료 래깅반영으로 동 효과는 1분기 더욱 가시화될 전망

스판텍스, 원료 하향 안정화와 중국/인도 증설효과 기대

- 4분기 스판텍스 가격은 큰 변동 없었으나 주요 원료인 MDI와 BDO가 하락하며 스프레드는 개선되었을 것으로 추정
- 1H18 중국 내 생산증가에 따른 높은 재고와 MDI 등 원료 상승은 스판텍스 시황에 부담. 재고 여전히 증가세에 있긴 하나 속도는 확연히 더뎠고 2H18 들어 중국 가동률도 소폭 하향되고 있어 역사적 고점 달해있는 재고는 단기 내 조정 기대
- 전량 외부구매로 의존하고 있는 MDI는 18~21년까지 글로벌 메이저 업체들의 증설 집중되어 있어 현 레벨에서 추가 하락 예상. 이는 동사 원가의 부담을 경감시켜 스판텍스 스프레드 추가 개선으로 이루어질 전망
- 18년 중국 내 증설효과 온기 반영과 2Q19부터 상업가동 시작되는 인도 신규설비로 외형성장 기대되는 점도 긍정적

뚜렷한 이익 증가와 재무구조 개선 기대

- 19년 동사 섬유부문에서의 원재료 가격 하락으로 인한 스프레드 개선, 중국/인도 내 스판텍스 증설 설비 가동과 동나이법인 타이어코드 증설 효과 온기 반영 등에 따라 영업이익은 2,741억원(+16.1%yoy)으로 뚜렷하게 성장할 전망
- 동사의 부담 중 하나는 높은 차입금과 부채비율. 3Q18 순차입금은 1.8조로 EBITDA 대비 약 4.6배. 하지만 2Q 인도 스판텍스 완공 후 대규모 투자는 일단락되고, 재무구조 개선에 강한 의지 갖고 있어 차입금은 매년 꾸준히 축소될 것으로 예상
- 19년 예상 EBITDA 약 4,000억 중에서 CAPEX와 유보이익, 배당 등을 제외하면 약 1,000억 이상의 차입금 축소 예상. 글로벌 스판텍스 시장 내 압도적인 1위 업체로서의 입지와 원가절감 효과에 기반한 견고한 이익체력 기대되고 재무구조도 꾸준히 개선되는 모습을 보일 것으로 전망되며, 동사 투자 매력 충분하다고 판단. 투자 의견 BUY 유지



경영실적 전망

계산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
매출액	(십억원)	0	0	0	3,478	6,201
영업이익	(십억원)	0	0	0	147	275
영업이익률	(%)	0.0	0.0	0.0	4.2	4.4
순이익	(십억원)	0	0	0	51	131
EPS	(원)	0	0	0	20,337	30,345
증감률	(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	49.2
PER	(배)	0.0	0.0	0.0	9.1	6.2
PBR	(배)	0.0	0.0	0.0	1.9	1.5
ROE	(%)	0.0	0.0	0.0	10.0	23.1
EV/EBITDA	(배)	0.0	0.0	0.0	14.3	8.0
순차입금	(십억원)	0	0	0	1,850	1,730
부채비율	(%)	0.0	0.0	0.0	583.6	550.0

효성티앤씨 | 원료 하향 안정화, 증설효과에 점진적 재무구조 개선도 기대

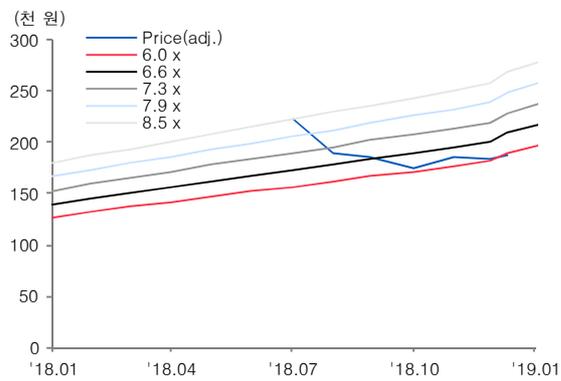
효성티앤씨 분기별 및 연간 실적 추정

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q18F	2017	2018F	2019F
합계											
매출액	1,341	1,429	1,505	1,508	1,495	1,499	1,573	1,634	5,063	5,783	6,201
영업이익	57.5	58.3	61.1	59.0	63.8	62.5	70.0	78.6	246	236	275
영업이익률%	4.3%	4.1%	4.1%	3.9%	4.3%	4.2%	4.5%	4.8%	4.9%	4.1%	4.4%
섬유부문											
매출액	615	629	675	727	715	703	778	836	2,381	2,646	3,032
영업이익	39.8	36.9	39.0	43.3	46.0	45.3	50.7	59.8	201	159	202
영업이익률%	6.5%	5.9%	5.8%	5.9%	6.4%	6.4%	6.5%	7.2%	8.4%	6.0%	6.7%
무역 등 기타											
매출액	726	800	830	780	780	797	795	798	2,682	3,137	3,169
영업이익	17.7	21.4	22.1	15.8	17.8	17.2	19.3	18.7	45.1	77.0	73.0
영업이익률%	2.4%	2.7%	2.7%	2.0%	2.3%	2.2%	2.4%	2.3%	1.7%	2.5%	2.3%

자료: 케이프투자증권

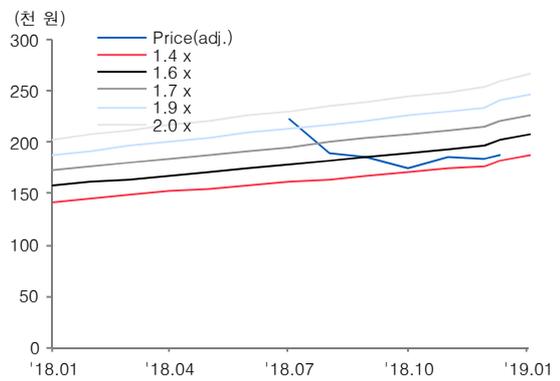
주: 사업보고서에 반영된 2Q18 실적은 6월만 반영되었으나, 상단 숫자는 회사 IR자료 참고하여 4~6월 풀로 반영. 따라서 첫 페이지와 19년 숫자 상이

효성티앤씨 12M Forward PER 추이



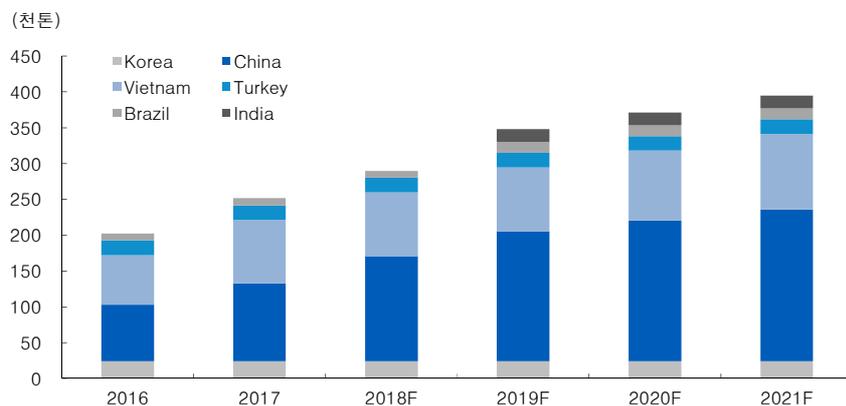
자료: 케이프투자증권

효성티앤씨 12M Forward PBR 추이



자료: 케이프투자증권

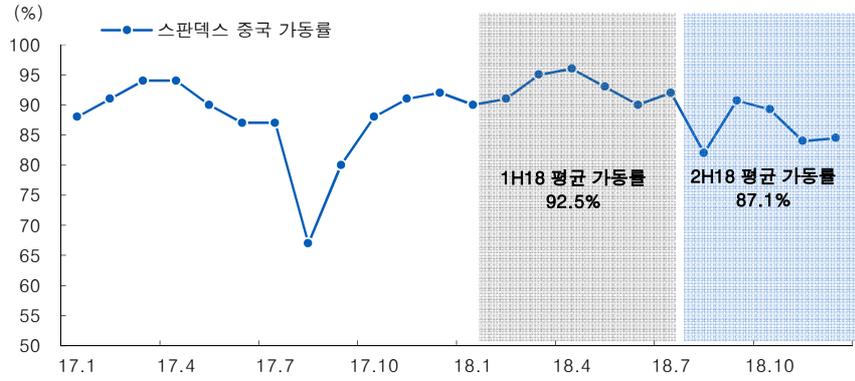
효성티앤씨 스판덱스 CAPA 당사 추정치 (End of Year 기준)



자료: 케이프투자증권

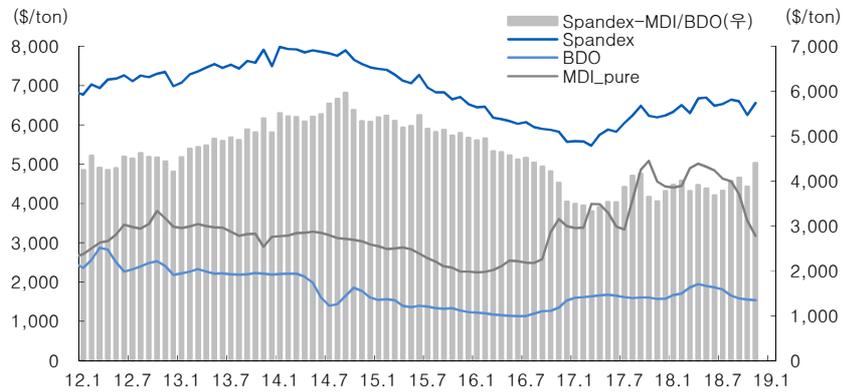
효성티앤씨 | 원료 하향 안정화, 증설효과에 점진적 재무구조 개선도 기대

스판덱스 중국 가동률 월별 추이



자료: 산업자료, 케이프투자증권

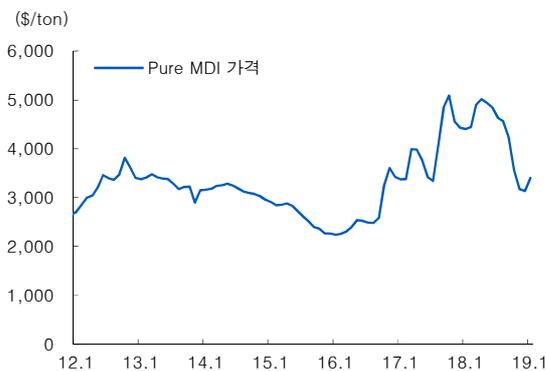
스판덱스 수출기준 가격 및 스프레드 추이



자료: KITA, 시스캠, 케이프투자증권

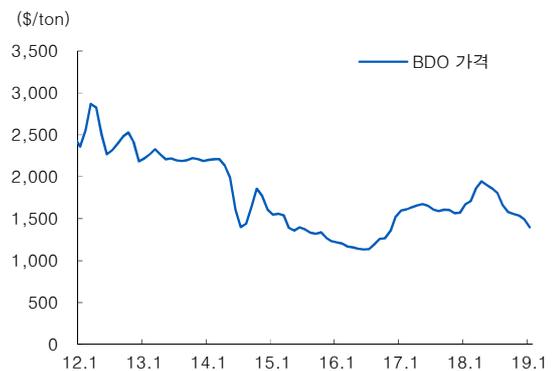
주: 스판덱스 원료는 MDI와 PTMEG이지만, 동사는 BDO를 구매해서 PTMEG 자체 생산하므로 MDI와 BDO로 비교

Pure MDI 가격 추이



자료: 시스캠, 케이프투자증권

BDO(PTMEG 원료) 가격 추이



자료: 시스캠, 케이프투자증권

Analyst 전유진 · 02)6923-7354 · yujinjn@capefn.com

효성첨단소재 (298050KS | Buy 유지 | TP 160,000원 유지)

원료 하향 안정화 + 점진적 개선 기대되는 재무구조

4분기 영업이익 304억원(-4.6%qoq, +56.8%yoy) 예상. 타이어코드는 가격 유지되고 있는 반면, 원료(TPA/EG) 하락 따른 마진 개선에 기인. 원료투입 시차 감안하면 동 효과는 1분기 더욱 뚜렷해질 전망. 높은 차입금이 부담으로 작용하고 있으나, 향후 대규모 투자 부재하고 동사도 재무구조 개선에 강한 의지 갖고 있어 안정적 이익체력으로 차입금은 매년 꾸준히 축소 예상

4Q18 Preview: 영업이익 304억원(-4.6%qoq, +56.8%yoy) 예상

- 매출액 7,288억원(-4.1%qoq, +3.7%yoy), 영업이익 304억원(-4.6%qoq, +56.8%yoy)으로 견고한 실적 예상
- 석유화학 커버리지 업체 중 보기 드물게 효성그룹 내 다른 계열사(효성화학, 효성티앤씨)와 함께 4분기 호실적 예상. 이는 동사 주력 제품인 폴리에스터 타이어코드는 가격 레벨 유지되고 있는 반면, 원료인 PET Chip(TPA/EG) 하락으로 스프레드 개선에 기인. 원료 투입까지 시차 발생하는 것을 감안하면 동 효과는 19년 1분기에 더욱 뚜렷해질 전망

타이어코드/스판덱스(베트남법인), 원료가격 안정화 효과 기대

- 4분기 폴리에스터 타이어코드 가격은 큰 변동 없었으나 원료인 PET Chip(TPA/EG)가 하락하며 스프레드는 개선되었을 것으로 추정. 다만 원료 투입까지의 시차가 일부 발생하고, 전방인 자동차/타이어산업 시장 둔화와 연말 앞둔 고객사들의 재고조정 감안하면, 판매물량 축소로 4분기에 스프레드 개선 효과를 온전히 누리지는 못했을 듯. 원료 가격 안정화 효과는 19년 1분기에 좀 더 유의미한 기여를 하며 284억원(+45.8%qoq)으로 큰 폭의 영업이익 증가 기대
- 동사 기타부문에 반영되는 베트남법인 스판덱스 역시 효성티앤씨와 마찬가지로 스판덱스 가격은 큰 변동 없이 유지되고 있는 반면, 원료 MDI/BDO 하락에 따른 스프레드 개선으로 4분기 이어 19년 1분기에도 호실적 나타날 전망

견고한 이익 체력과 차입금 축소로 재무구조도 점차 개선될 전망

- 동사를 투자하는 입장에서 가장 큰 부담요소 중 하나는 높은 차입금과 부채비율이라 판단. 18년 3분기 말 기준 순차입금은 1.5조로 연간 EBITDA 대비 약 4.3배에 달함. 하지만 단기 및 중기 내 예정된 대규모 투자가 부재하고, 회사 내부적으로도 재무구조 개선에 대한 강한 의지를 드러내고 있기 때문에 차입금은 매년 꾸준히 축소될 것으로 예상
- 19년 예상 EBITDA 3,600억원 중에서 CAPEX와 유보이익, 배당 등을 제외하면 약 1,000억 내외의 차입금 축소 예상. 글로벌 타이어코드 시장 내 압도적인 1위 업체로서의 입지와 원가절감 효과에 기반한 견고한 이익체력 기대되고 재무구조도 꾸준히 개선되는 모습을 보일 것으로 전망되어, 동사 투자 매력 충분하다고 판단. 투자 의견 BUY 유지



계산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
매출액	(십억원)	0	0	0	1,730	3,042
영업이익	(십억원)	0	0	0	84	157
영업이익률	(%)	0.0	0.0	0.0	4.9	5.2
순이익	(십억원)	0	0	0	13	51
EPS	(원)	0	0	0	5,125	11,429
증감률	(%)	0.0	0.0	0.0	N/A	123.0
PER	(배)	0.0	0.0	0.0	20.1	9.0
PBR	(배)	0.0	0.0	0.0	1.1	1.0
ROE	(%)	0.0	0.0	0.0	3.2	11.8
EV/EBITDA	(배)	0.0	0.0	0.0	11.9	10.6
순차입금	(십억원)	0	0	0	1,570	1,450
부채비율	(%)	0.0	0.0	0.0	417.4	390.0

케이프투자증권

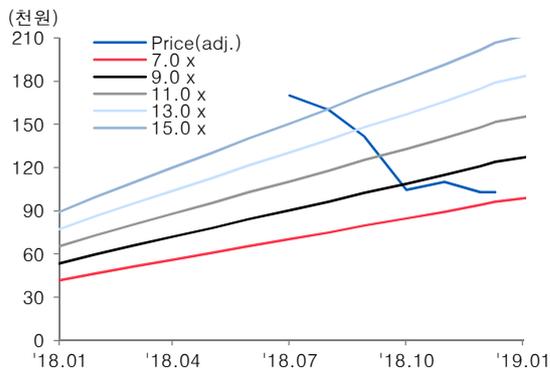
효성첨단소재 | 원료 하향 안정화 + 점진적 개선 기대되는 재무구조

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
합계											
매출액	727	750	760	728.8	746	758	767	770	2,862	2,965	3,042
영업이익	45.8	46.0	31.9	30.4	42.0	40.6	37.7	37.1	188	154	157
영업이익률%	6.3%	6.1%	4.2%	4.2%	5.6%	5.4%	4.9%	4.8%	6.6%	5.2%	5.2%
타이어보강재											
매출액	447	453	452	409	431	434	440	439	1,770	1,762	1,744
영업이익	35.2	28.8	24.5	19.5	28.4	28.9	25.8	24.0	131	108	107
영업이익률%	7.9%	6.4%	5.4%	4.8%	6.6%	6.7%	5.9%	5.5%	7.4%	6.1%	6.1%
기타											
매출액	280	297	308	319	315	324	328	331	1,091	1,203	1,298
영업이익	10.6	17.2	7.4	10.9	13.5	11.7	11.9	13.1	57.0	46.1	50.2
영업이익률%	3.8%	5.8%	2.4%	3.4%	4.3%	3.6%	3.6%	4.0%	5.2%	3.8%	3.9%

자료: 케이프투자증권

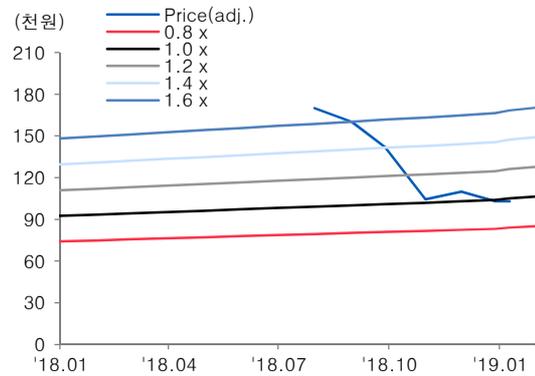
주: 사업보고서에 반영된 2Q18 실적은 6월만 반영되었으나, 상단 숫자는 회사 IR자료 참고하여 6~8월 풀로 반영. 따라서 첫 페이지와 19년 숫자 상이

효성첨단소재 12M Forward PER 추이



자료: 케이프투자증권

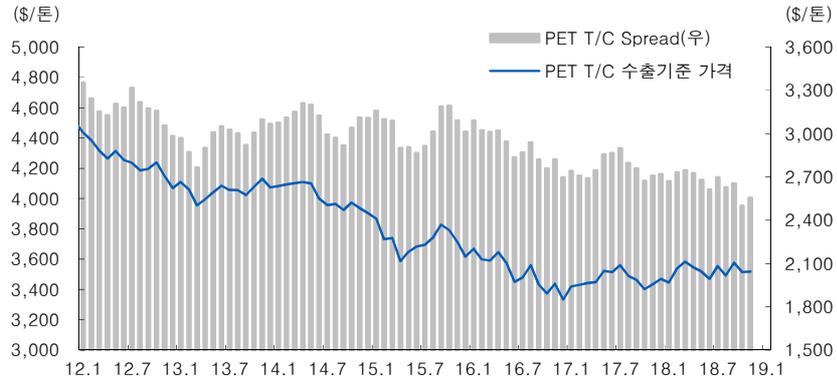
효성첨단소재 12M Forward PBR 추이



자료: 케이프투자증권

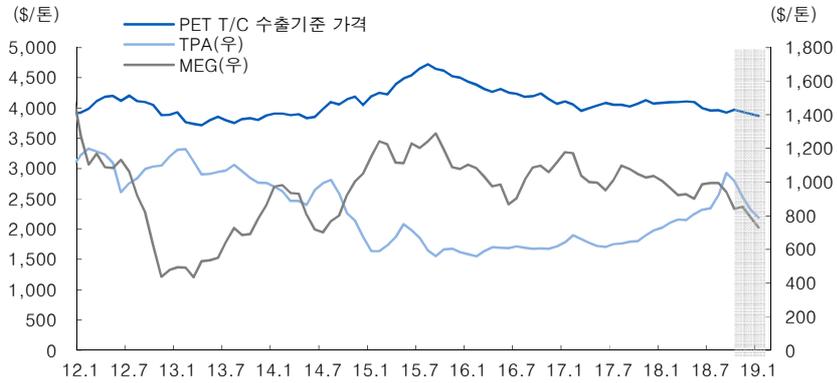
효성첨단소재 | 원료 하향 안정화 + 점진적 개선 기대되는 재무구조

폴리에스터 타이어코드 스프레드 추이



자료: KITA, 케이프투자증권

폴리에스터 타이어코드 및 원료(TPA/EG) 가격 추이



자료: KITA, Platts, 케이프투자증권

Analyst 전유진 · 02)6923-7354 · yujinjn@capefn.com

대한유화 (006650KS | Buy 유지 | TP 250,000원 유지)

증설효과를 무색하게 할 만큼 차가웠던 4분기

4분기 영업이익 504억원(-42.5%qoq, -51.6%yoy) 예상. 증설효과를 무색하게 할 만큼의 실적 둔화는 전반적인 수요 위축과 고가 납사 투입에 따른 주요 제품 스프레드 축소에 기인. 다만 1Q19는 저가원료 투입 효과 발생하고, 최근 무역갈등 해소 시그널도 포착되고 있어 4Q 바닥으로 시황은 최악 국면 벗어나고 있는 것으로 판단되어 투자이건 매수 유지

4Q18 Preview: 주요 제품 스프레드 부진 영향 불가피, 15년 1분기 이후 최저 수준의 영업이익

- 4Q18 매출 5,650억원(-12.4%qoq, -5.1%yoy), 영업이익 504억원(-42.5%qoq, -51.6%yoy)으로 실적 둔화 예상
- 이번 500억원대 영업이익은 NCC 증설 후 설비 트러블로 적자 기록했던 17년 2분기 제외하면 15년 1분기 이후 최저 수준으로, 에틸렌 기준 약 2배 규모로 확대된 증설효과 무색하게 할 만큼의 둔화된 시황을 반영
- 에틸렌(-27%qoq)/PE(-7%qoq)/EG(-16%qoq)/벤젠(-15%qoq) 등 동사의 주요 제품들은 미-중 무역분쟁 장기화와 글로벌 경기 둔화 우려 반영하며 부진한 수요 시현. 연말 앞두고 전방 업체들의 재고조정까지 겹치며 가격은 전반적 약세 지속. 납사 역시 10월부터 유가 급락과 동반해서 하락했지만, 약 1~1.5개월의 레깅 반영 감안하면 4분기 그 효과는 제한적이었을 것으로 추정. 저가 원료 투입에 따른 스프레드 개선은 1분기 실적에 본격적으로 기여할 전망

구매심리 회복과 제품가격 반등은 3월 이후에 무게

- 춘절 앞두고 통상 1분기에 나타난 재고축적 효과 기대하기에는 3/1 전후로 예상되는 미-중 협상 타결 타이밍이 아쉬우나, 1분기는 저가 원료 투입 반영으로 주요 제품 스프레드 반등 가시화되며 +35%qoq 이익 증가 기대. 다만 글로벌 수요가 점진적으로 위축되는 모습을 보이고 있어 19년 연간 영업이익은 3,046억원으로 -13%yoy 예상. 증설효과는 없었지만 신규 공급 지연과 글로벌 수요 증가, 유가 하락 등 모든 요소가 우호적으로 작용하며 호황 누렸던 지난 16년(3,430억원)에 못 미치는 수준으로, 18년부터 온기 반영되기 시작한 크래커 증설효과는 시황 둔화에 의해 상쇄될 전망
- 이전 실적 전망에서 이미 19년 시황 둔화를 상당부분 반영했기 때문에 이번 추정치와 큰 차이는 없음. 1월 들어 미-중 무역갈등 완화 기미가 조금씩 포착되며 시황 또한 추가 악화되지 않는 모습이기엔 Valuation 또한 기존과 동일하게 적용. 따라서 동사에 대한 투자이건 25만원과 목표주가 BUY 유지. 1월 초 진행된 미-중 차관급 정상회담의 구체적 타결 양상은 추가관세 유예 합의가 종료되는 3/1 전후로 가시화될 것으로 예상. 따라서 단기간 내에 춘절효과가 나타나는 것을 기대하기 보다는 그 동안 위축되어 있던 구매심리 회복과 제품가격 반등은 3월 이후 본격화될 것이라는데 무게를 둠



경영실적 전망

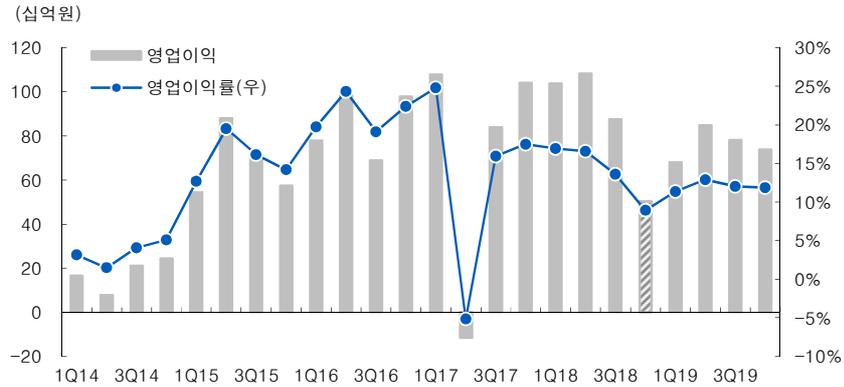
계산기(12월)	단위	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	(십억원)	1,596	1,779	2,476	2,529	2,532
영업이익	(십억원)	343	284	350	305	299
영업이익률	(%)	21.5	16.0	14.1	12.0	11.8
순이익	(십억원)	272	214	275	239	237
EPS	(원)	41,867	32,972	42,356	36,841	36,486
증감률	(%)	35.7	-21.2	28.5	-13.0	-1.0
PER	(배)	6.6	8.0	3.6	4.1	4.1
PBR	(배)	1.4	1.2	0.6	0.5	0.5
ROE	(%)	23.4	15.5	17.2	13.1	11.6
EV/EBITDA	(배)	4.6	5.1	2.5	2.4	2.1
순차입금	(십억원)	89	212	138	-27	-151
부채비율	(%)	36.4	33.8	36.3	30.2	27.0

대한유화 | 증설효과를 무색하게 할 만큼 차가웠던 4분기

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	613.2	652.8	645.0	565.0	599.5	658	650	621	1,779	2,476	2,529
영업이익	103.8	108.3	87.6	50.4	68.0	84.8	78.2	73.7	284.2	350.0	304.6
영업이익률%	16.9%	16.6%	13.6%	8.9%	11.3%	12.9%	12.0%	11.9%	16.0%	14.1%	12.0%

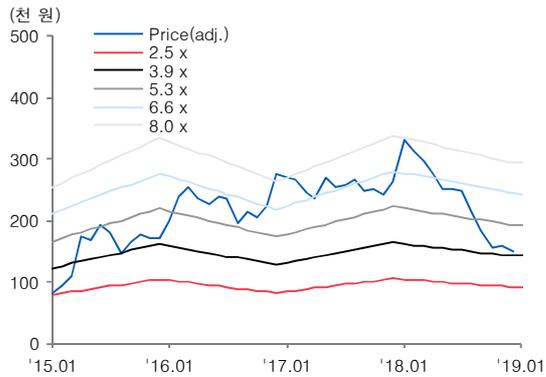
자료: 케이프투자증권

대한유화 2014년 이후 분기별 영업이익 추이



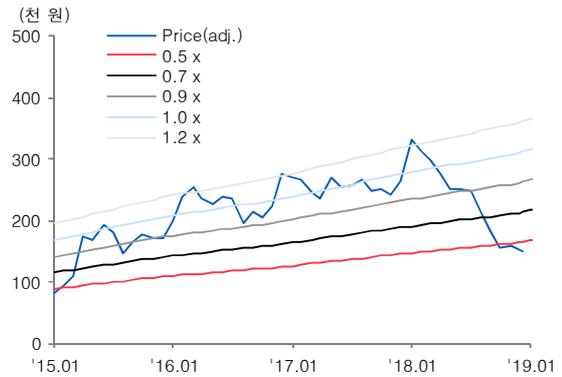
자료: 케이프투자증권

대한유화 12M Forward PER 추이



자료: 케이프투자증권

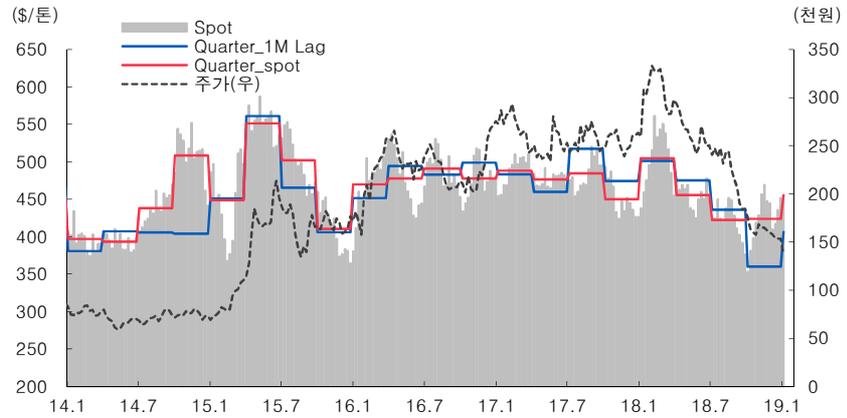
대한유화 12M Forward PER 추이



자료: 케이프투자증권

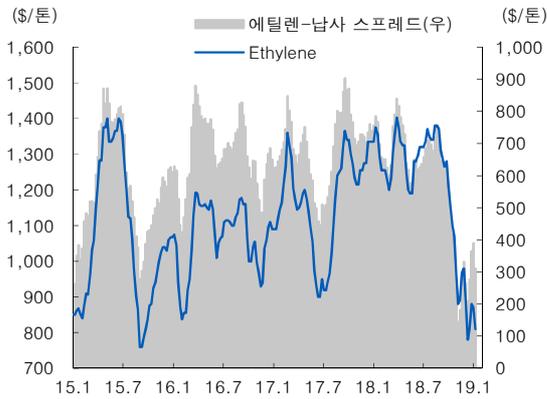
대한유화 | 증설효과를 무색하게 할 만큼 차가웠던 4분기

대한유화 가중평균 스프레드



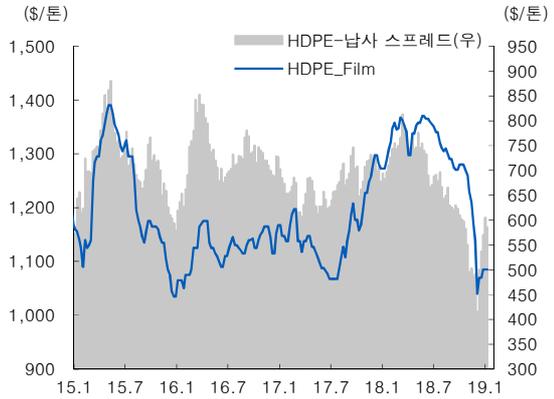
자료: 케이프투자증권

에틸렌 가격 및 스프레드 추이



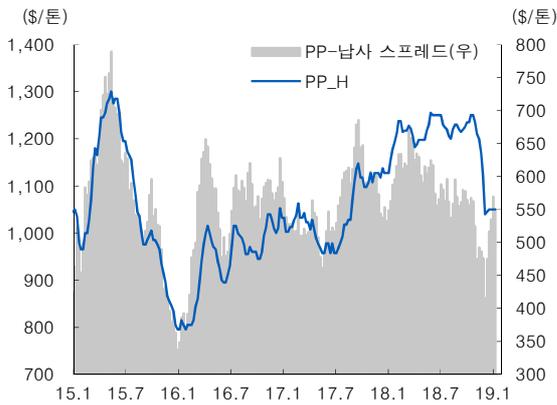
자료: Platts, 케이프투자증권

HDPE 가격 및 스프레드 추이



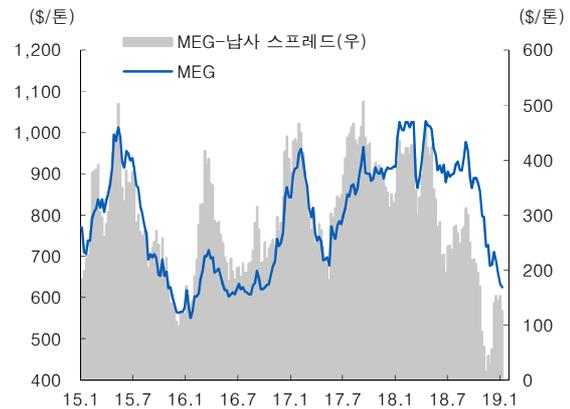
자료: Platts, 케이프투자증권

PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, 케이프투자증권

EG 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, 케이프투자증권

대한유화 | 증설효과를 무색하게 할 만큼 차가웠던 4분기

재무상태표				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
유동자산	412	662	792	911
현금및현금성자산	10	103	221	339
매출채권 및 기타채권	223	310	317	317
재고자산	174	242	248	248
비유동자산	1,559	1,687	1,733	1,821
투자자산	143	199	204	204
유형자산	1,389	1,461	1,503	1,591
무형자산	6	6	6	6
자산총계	1,971	2,349	2,524	2,733
유동부채	260	376	353	361
매입채무 및 기타채무	124	172	176	176
단기차입금	45	60	42	37
유동성장기부채	35	65	55	68
비유동부채	237	250	232	220
사채 및 장기차입금	142	117	97	84
부채총계	497	625	586	581
지배기업소유지분	1,473	1,724	1,939	2,151
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	264	264	264	264
이익잉여금	1,174	1,424	1,639	1,852
기타자본	-6	-6	-6	-6
비지배지분	0	0	0	0
자본총계	1,473	1,724	1,939	2,152
총차입금	222	242	194	189
순차입금	212	138	-27	-151

포괄손익계산서				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	1,779	2,476	2,529	2,532
증가율(%)	11.5	39.1	2.1	0.1
매출원가	1,444	2,065	2,160	2,170
매출총이익	335	411	368	362
매출총이익률(%)	18.8	16.6	14.6	14.3
판매비와 관리비	51	61	64	64
영업이익	284	350	305	299
영업이익률(%)	16.0	14.1	12.0	11.8
EBITDA	379	458	403	405
EBITDA M%	21.3	18.5	15.9	16.0
영업외손익	-4	14	11	13
지분법관련손익	7	12	8	8
금융손익	-6	-4	-1	2
기타영업외손익	-6	6	4	3
세전이익	280	364	315	312
법인세비용	66	89	76	75
당기순이익	214	275	240	237
지배주주순이익	214	275	239	237
지배주주순이익률(%)	12.1	11.1	9.5	9.4
비지배주주순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	214	275	240	237
EPS 증가율(% , 지배)	-21.2	28.5	-13.0	-1.0
이자손익	-3	-4	-1	3
총외화관련손익	-3	0	0	0

현금흐름표				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	228	335	335	344
영업에서 창출된 현금흐름	228	424	408	413
이자의 수취	7	1	4	7
이자의 지급	-1	-5	-5	-4
배당금 수입	3	3	3	3
법인세부담액	-75	-89	-76	-75
투자활동 현금흐름	-306	-236	-145	-196
유동자산의 감소(증가)	10	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-56	-4	0
유형자산 감소(증가)	-318	-180	-140	-195
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	1	-5	-73	-30
사채 및 차입금증가(감소)	35	20	-48	-5
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-25	-25	-25	-25
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-77	93	117	119
기초현금	87	10	103	221
기말현금	10	103	221	339
FCF	-90	155	195	149

주요지표				
	2017A	2018E	2019E	2020E
총발행주식수(천주)	6,500	6,500	6,500	6,500
시가총액(십억원)	1,713	998	982	982
주가(원)	263,500	153,500	151,000	151,000
EPS(원)	32,972	42,356	36,841	36,486
BPS(원)	227,206	265,761	298,802	331,487
DPS(원)	4,000	4,000	4,000	4,000
PER(X)	8.0	3.6	4.2	4.2
PBR(X)	1.2	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(X)	5.1	2.5	2.4	2.1
ROE(%)	15.5	17.2	13.1	11.6
ROA(%)	11.5	12.8	9.8	9.0
ROIC(%)	14.9	17.7	13.0	12.1
배당수익률(%)	1.5	2.6	2.6	2.6
부채비율(%)	33.8	36.3	30.2	27.0
순차입금/자기자본(%)	14.4	8.0	-1.4	-7.0
유동비율(%)	158.2	176.3	224.2	252.1
이자보상배율(X)	63.9	69.3	64.2	71.7
총자산회전율	1.0	1.1	1.0	1.0
매출채권 회전율	8.6	9.3	8.1	8.0
재고자산 회전율	11.4	11.9	10.3	10.2
매입채무 회전율	11.7	14.0	12.4	12.4

자료: 케이프투자증권

Analyst 전유진 · 02)6923-7354 · yujinjn@capefn.com

롯데정밀화학 (004000KS | Buy 유지 | TP 65,000원 하향)

18년만큼은 아니어도, 과거 5년과 비교하면 여전히 견고한 상황

4분기 영업이익 349억원(-31.8%qoq, +33.7%yoy) 예상. 전방수요 둔화로 가성소다/ECH 등 제품 가격 전반적으로 약세 보인 것에 기인. 제품 가격전망 낮춰 19년 영업이익 기준 추정치 대비 -18% 조정 및 TP 6.5만원으로 하향. 그러나 과거 5년 대비 상황은 전반적 개선되었기에 이익 수준은 상당히 견고한 수준. 높아진 이익 체력 반영해 투자의견 매수 유지

4Q18 Preview: 영업이익 349억원(-31.8%qoq, +33.7%yoy) 예상

- 매출액 3,248억원(-5.3%qoq, +35.1%yoy), 영업이익 349억원(-31.8%qoq, +33.7%yoy)으로 3분기 대비는 둔화 예상
- 글로벌 경기 점진적 둔화 조짐 보이며 전반적으로 제품 수요 강하지 않았고, 알루미늄 등 주요 전방 산업에 대한 중국 내 환경규제로 동사 주요 제품인 가성소다 가격도 약세. 이에 영업이익은 연중 최저 수준 예상되나, 지난 4~5년 대비로는 주요 제품 시장이 전반적으로 레벨업 되었기 때문에 과거 5년과 비교하면 여전히 견고한 수준의 이익 창출 기대

18년만큼은 아니지만, 13년 이후와 비교하면 여전히 견고한 상황

- 4Q 주요제품 가격 약세 보이며 동사 주가 하락: 가성소다 \$346(-15.8%qoq, -43.8%yoy), ECH \$1,730(-6.5%qoq, +1.0%yoy) 등). 다만 메셀로스는 KITA 수출가격 기준 \$5,348/톤(+5.1%qoq, +3.2%yoy)으로 상대적으로 선방
- **가성소다:** 중국 내 Alumina 등 가성소다 전방산업에 대한 환경감찰이 18년 10월부터 19년 3월까지 총 6개월 동안 진행. 이는 가성소다 수요 감축의 주요 요인으로 작용하며 가격 약세 유발. 이에 더불어 인도가 보호무역의 일환으로 BIS 제도를 시행함에 따라 인도로 수출되던 물량이 아시아 스팟 시장으로 집중되면서 가격 추가 급락에 영향. 19년 1분기 전후로 한국/일본 수출 업체들의 인증작업이 마무리될 예정이고, 중국 환경감찰 또한 종료됨에 따라 공급 및 수요는 정상화될 것으로 기대. 현재 \$295까지 하락한 가성소다 가격은 1분기 바닥으로 반등하며 19년 평균 \$380 수준으로 예상
- **ECH:** 전방수요 약화로 2H 들어 가격하락 지속. ECH 상승 지지해주던 에폭시수지 또한 약세 시현. 건축/선박 등이 주요 구매처인 만큼 글로벌 경기 둔화로 전방수요 위축 불가피. 하지만 중국 내 환경규제와 글리세린 설비 경쟁력 약화로 일정부분 공급조정 이루어지고 있어 19년 평균가격은 \$1,800로 15~17년 평균 \$1,260 대비 높은 레벨 유지에 무게
- **주요 제품가격의 전망 레벨 낮춰 19년 이익 1,871억원으로 기준 대비 -18% 조정해 TP 6.5만원 하향.** 전 제품 시장 강도가 18년만큼은 아니지만, 평균 200억 불과했던 과거 5년과 비교하면 상당히 견고한 수준. 글로벌 환경규제로 지난 4~5년간 공급과잉 컸던 ECH/가성소다 생산조정 진행되었기 때문. 지분법 이익도 13년 이후 평균 150억 대비 약 +400% 상승. 이러한 이익체력 상승과 그룹사의 높은 주주친화정책 의지 감안하면 배당여력 또한 충분한 것으로 판단. 투자의견 매수 유지



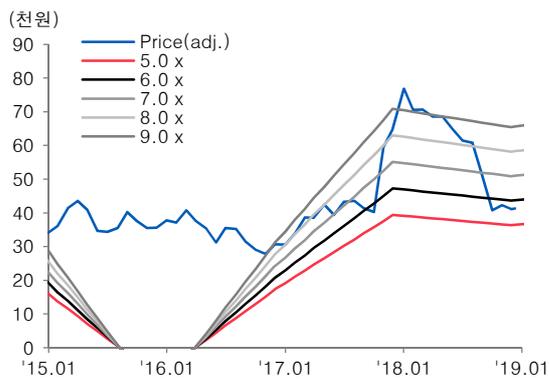
계산기(12월)	단위	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	(십억원)	1,111	1,160	1,359	1,389	1,458
영업이익	(십억원)	30	111	205	187	201
영업이익률	(%)	2.7	9.6	15.1	13.5	13.8
순이익	(십억원)	-44	89	203	188	196
EPS	(원)	-1,688	3,459	7,876	7,268	7,588
증감률	(%)	-146.4	-304.9	127.7	-7.7	4.4
PER	(배)	-18.2	18.8	5.2	5.7	5.4
PBR	(배)	0.7	1.4	0.8	0.7	0.7
ROE	(%)	-3.8	7.7	16.0	13.3	12.6
EV/EBITDA	(배)	7.6	8.6	3.2	3.2	2.8
순차입금	(십억원)	61	-77	-136	-225	-309
부채비율	(%)	37.7	37.6	35.3	30.6	26.3

롯데정밀화학 | 18년만큼은 아니어도, 과거 5년과 비교하면 여전히 견고한 시황

	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	336	355.4	343	325	327	347	359	356	1,160	1,359	1,389
Chloroine	124	135	116	96	102	115	122	118	388	470	458
ECH	60	64	60	52	56	60	61	65	166	236	243
Caustic Soda	44	50	35	28	29	36	41	33	149	157	138
Others	20	21	21	16	17	19	21	20	70	78	77
Cellulose	68	76	83	90	92	96	95	91	281	317	373
Mece/Hecellose	50	57	67	73	74	78	76	73	220	247	301
AnyCoat	17	19	17	17	18	19	18	18	63	69	73
Ammonia	118	120	116	115	108	111	115	122	387	469	456
Ammonia	97	99	91	90	82	84	85	93	304	378	344
Eurox	10	14	15	15	16	18	20	19	43	55	72
Others	10	7	10	10	10	9	10	10	40	36	40
Electric Materials	26	25	28	24	26	25	27	25	104	103	102
TMAC	10	11	9	8	8	8	8	8	35	37	33
Toner	13	13	16	12	14	14	16	13	53	54	56
Others	3	1	4	4	3	3	4	4	17	12	13
영업이익	50	73	51	34.9	40	49	51	47	111	209	187
영업이익률%	14.8%	20.6%	14.9%	10.7%	12.3%	14.1%	14.1%	13.3%	9.6%	15.4%	13.5%
지분법이익	18	26	20	17	19	18	20	20	33	81	76
기타영업외손익	3	-13	-13	-17	-6	-8	-9	-14	-33	-40	-38
세전이익	71	88	59	35	52	59	61	53	111	252	226

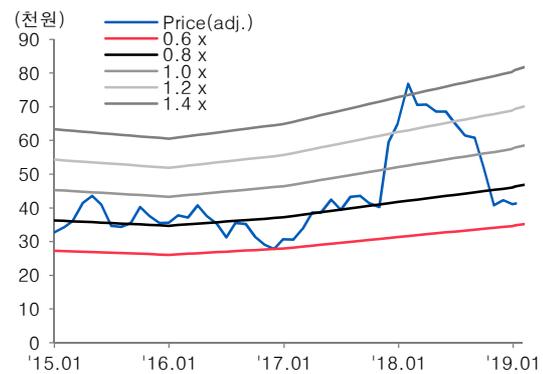
자료: 케이프투자증권

롯데정밀화학 12M Forward PER 추이



자료: 케이프투자증권

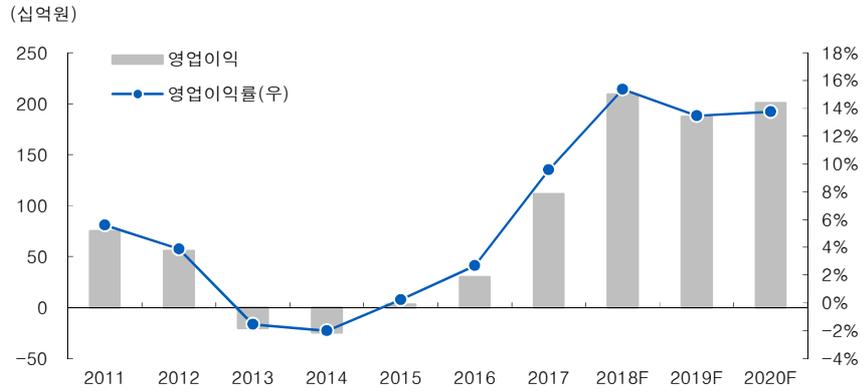
롯데정밀화학 12M Forward PBR 추이



자료: 케이프투자증권

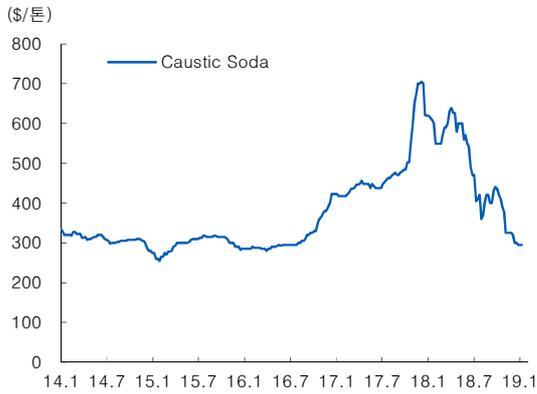
롯데정밀화학 | 18년만큼은 아니어도, 과거 5년과 비교하면 여전히 견고한 시황

롯데정밀화학 연간 영업이익 및 영업이익률 추이



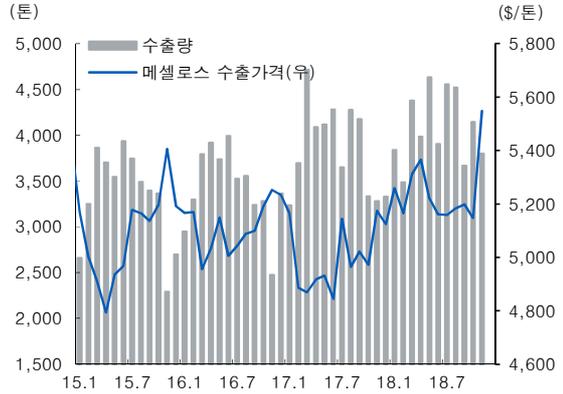
자료: 케이프투자증권

가성소다 동북아시아 가격 추이



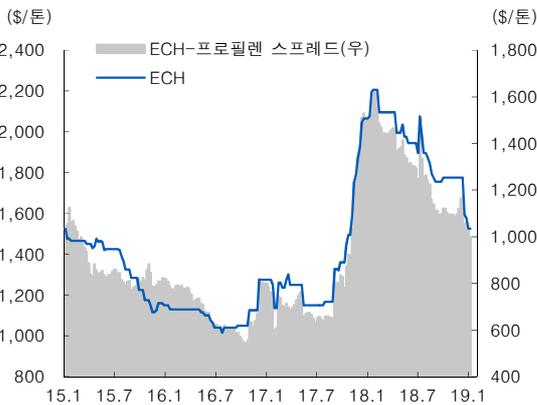
자료: Platts, 케이프투자증권

메셀로스 수출기준 가격 추이



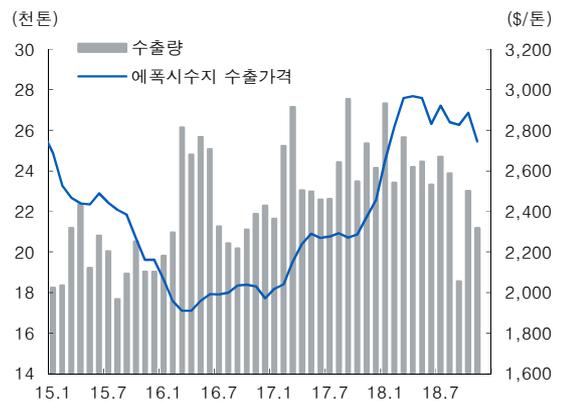
자료: KITA, 케이프투자증권

ECH 가격 및 스프레드 추이



자료: 시스캠, 케이프투자증권

에폭시수지 수출 가격



자료: KITA, 케이프투자증권

롯데정밀화학 | 18년만큼은 아니어도, 과거 5년과 비교하면 여전히 견고한 시황

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E	(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
유동자산	697	810	883	952	매출액	1,160	1,359	1,389	1,458
현금및현금성자산	132	147	205	241	증가율(%)	4.4	17.2	2.2	4.9
매출채권 및 기타채권	192	225	230	241	매출원가	949	1,058	1,097	1,148
재고자산	139	163	166	174	매출총이익	210	301	292	310
비유동자산	944	1,003	1,048	1,100	매출총이익률(%)	18.1	22.2	21.1	21.3
투자자산	219	256	262	275	판매비와 관리비	99	96	105	110
유형자산	708	732	775	814	영업이익	111	205	187	201
무형자산	15	12	9	8	영업이익률(%)	9.6	15.1	13.5	13.8
자산총계	1,641	1,812	1,930	2,051	EBITDA	187	286	264	275
유동부채	355	366	350	329	EBITDA M%	16.1	21.1	19.0	18.8
매입채무 및 기타채무	135	159	162	170	영업외손익	0	42	39	38
단기차입금	1	1	1	1	지분법관련손익	33	81	76	81
유동성장기부채	200	185	165	135	금융손익	-5	-5	-5	-5
비유동부채	94	106	102	98	기타영업외손익	-28	-35	-33	-38
사채 및 장기차입금	80	90	85	80	세전이익	111	247	226	239
부채총계	449	472	452	427	법인세비용	21	44	38	43
지배기업소유지분	1,193	1,340	1,479	1,625	당기순이익	89	203	188	196
자본금	129	129	129	129	지배주주순이익	89	203	188	196
자본잉여금	331	331	331	331	지배주주순이익률(%)	7.7	15.0	13.5	13.4
이익잉여금	742	895	1,031	1,176	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	-10	-15	-13	-12	기타포괄이익	-1	-5	2	1
비지배지분	0	0	0	0	총포괄이익	89	198	190	197
자본총계	1,193	1,340	1,479	1,625	EPS 증가율(%, 지배)	-304.9	127.7	-7.7	4.4
총차입금	281	276	251	216	이자손익	-5	-3	-1	1
순차입금	-77	-136	-225	-309	총외화관련손익	-1	4	-1	1

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	189	220	261	259	총발행주식수(천주)	25,800	25,800	25,800	25,800
영업에서 창출된 현금흐름	194	257	289	291	시가총액(십억원)	1,674	1,059	1,066	1,066
이자 수취	4	7	8	9	주가(원)	64,900	41,050	41,300	41,300
이자 지급	-10	-10	-9	-8	EPS(원)	3,459	7,876	7,268	7,588
배당금 수입	11	11	11	11	BPS(원)	46,592	52,300	57,671	63,328
법인세부담액	-10	-44	-38	-43	DPS(원)	800	2,000	2,000	2,000
투자활동 현금흐름	-239	-180	-126	-137	PER(X)	18.8	5.2	5.6	5.4
유동자산의 감소(증가)	-196	-39	-6	-13	PBR(X)	1.4	0.8	0.7	0.6
투자자산의 감소(증가)	-22	-38	-6	-13	EV/EBITDA(X)	8.6	3.2	3.2	2.7
유형자산 감소(증가)	-61	-100	-115	-110	ROE(%)	7.7	16.0	13.3	12.6
무형자산 감소(증가)	1	-2	-1	-3	ROA(%)	5.6	11.8	10.0	9.8
재무활동 현금흐름	-28	-25	-76	-86	ROIC(%)	9.5	17.7	15.5	15.7
사채 및 차입금증가(감소)	-20	-5	-25	-35	배당수익률(%)	1.2	4.9	4.8	4.8
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	37.6	35.3	30.6	26.3
배당금 지급	-8	-20	-51	-51	순차입금/자기자본(%)	-6.5	-10.2	-15.2	-19.0
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	196.6	221.2	252.2	289.2
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	11.1	21.4	20.7	25.0
현금증감	-78	15	58	35	총자산회전율	0.7	0.8	0.7	0.7
기초현금	210	132	147	205	매출채권 회전율	6.2	6.5	6.1	6.2
기말현금	132	147	205	241	재고자산 회전율	8.4	9.0	8.5	8.6
FCF	126	120	146	149	매입채무 회전율	8.3	7.2	6.8	6.9

자료: 케이프투자증권

롯데정밀화학 | 18년만큼은 아니어도, 과거 5년과 비교하면 여전히 견고한 시황

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경내역

SK이노베이션(096770) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2016-10-30	2017-01-11	2017-04-10	2017-04-26	2017-07-05	2018-06-17	
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	66,000원	240,000원	220,000원	220,000원	220,000원	280,000원	
제시일자	2018-07-29	2018-10-17	2018-11-02	2018-12-05	2019-01-09		
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	280,000원	280,000원	280,000원	280,000원	260,000원		
제시일자							
투자이견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2016-10-30	Buy	66,000원	132.93	144.70
2017-01-11	Buy	240,000원	-33.72	-30.00
2017-04-10	Buy	220,000원	-25.87	-22.73
2018-04-10	1년경과	220,000원	-7.53	-2.27
2018-06-17	Buy	280,000원	-29.69	-23.75
2019-01-09	Buy	260,000원		

S-Oil(010950) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2016-10-04	2017-01-11	2017-03-28	2017-04-10	2017-04-18	2018-06-17	
투자이견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	75,000원	110,000원	120,000원	120,000원	120,000원	165,000원	
제시일자	2018-07-26	2018-08-28	2018-10-28	2019-01-09			
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy			
목표주가	165,000원	165,000원	165,000원	140,000원			
제시일자							
투자이견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2016-10-04	Hold	75,000원	11.37	16.00
2017-01-11	Buy	110,000원	-20.67	-9.73
2017-03-28	Buy	120,000원	-18.58	-16.25
2018-03-28	1년경과	120,000원	-6.47	0.83
2018-06-17	Buy	165,000원	-33.32	-29.39
2019-01-09	Buy	140,000원		

롯데정밀화학 | 18년만큼은 아니어도, 과거 5년과 비교하면 여전히 견고한 시황

LG화학(051910) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2016-10-19	2017-01-11	2017-01-30	2017-04-10	2017-04-20	2018-06-17	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	320,000원	320,000원	320,000원	340,000원	340,000원	530,000원	
제시일자	2018-07-11	2018-07-24	2018-10-10	2018-10-28	2018-11-05	2019-01-09	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	530,000원	530,000원	530,000원	530,000원	530,000원	490,000원	
제시일자							
투자 의견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2016-10-19	Buy	320,000원	-22.79	-16.09
2017-04-10	Buy	340,000원	-18.66	-17.06
2018-04-10	1년경과	340,000원	4.79	11.91
2018-06-17	Buy	530,000원	-36.65	-30.85
2019-01-09	Buy	490,000원		

롯데케미칼(011170) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2016-12-27	2017-01-11	2017-02-03	2017-03-08	2017-04-10	2017-04-28	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	480,000원	550,000원	550,000원	550,000원	550,000원	550,000원	
제시일자	2018-06-17	2018-07-05	2018-07-31	2018-09-13	2018-11-01	2018-11-05	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	500,000원	500,000원	500,000원	420,000원	370,000원	370,000원	
제시일자	2019-01-03	2019-01-09					
투자 의견	Buy	Buy					
목표주가	340,000원	340,000원					

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2016-12-27	Buy	480,000원	-21.92	-19.69
2017-01-11	Buy	550,000원	-29.64	-28.09
2018-01-11	1년경과	550,000원	-25.05	-13.73
2018-06-17	Buy	500,000원	-31.10	-26.10
2018-09-13	Buy	420,000원	-35.55	-30.83
2018-11-01	Buy	370,000원	-22.84	-22.84
2019-01-03	Buy	340,000원		

롯데정밀화학 | 18년만큼은 아니어도, 과거 5년과 비교하면 여전히 견고한 시황

한화케미칼(009830) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2016-10-04	2017-01-11	2017-02-24	2017-04-10	2018-06-17	2018-08-14	
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	75,000원	37,000원	37,000원	37,000원	41,000원	33,000원	
제시일자	2018-09-11	2018-11-13	2018-11-18	2019-01-09			
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy			
목표주가	33,000원	26,000원	26,000원	26,000원			
제시일자							
투자의견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2016-10-04	Hold	75,000원	-65.84	-61.67
2017-01-11	Buy	37,000원	-27.77	-24.73
2018-01-11	1년경과	37,000원	-17.96	-2.16
2018-06-17	Buy	41,000원	-48.40	-41.71
2018-08-14	Buy	33,000원	-38.98	-35.45
2018-11-13	Buy	26,000원		

효성화학(298000) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-11-30	2019-01-09			
투자의견	Buy	Buy			
목표주가	210,000원	210,000원			
제시일자					
투자의견					
목표주가					
제시일자					
투자의견					
목표주가					

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-11-30	Buy	210,000원		

효성티앤씨(298020) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-11-29	2019-01-09			
투자의견	Buy	Buy			
목표주가	260,000원	260,000원			
제시일자					
투자의견					
목표주가					
제시일자					
투자의견					
목표주가					

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-11-29	Buy	260,000원		

롯데정밀화학 | 18년만큼은 아니어도, 과거 5년과 비교하면 여전히 견고한 시황

효성첨단소재(298050) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-11-29	2019-01-09					
투자의견	Buy	Buy					
목표주가	160,000원	160,000원					
제시일자							
투자의견							
목표주가							
제시일자							
투자의견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-11-29	Buy	160,000원		

대한유화(006650) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2016-10-04	2017-01-11	2017-04-10	2017-05-26	2018-06-17	2018-08-21	
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	75,000원	370,000원	370,000원	400,000원	330,000원	300,000원	
제시일자	2018-11-05	2019-01-09					
투자의견	Buy	Buy					
목표주가	250,000원	250,000원					
제시일자							
투자의견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2016-10-04	Hold	75,000원	211.78	282.67
2017-01-11	Buy	370,000원	-27.51	-20.68
2017-05-26	Buy	400,000원	-32.22	-14.50
2018-05-26	1년경과	400,000원	-35.41	-32.00
2018-06-17	Buy	330,000원	-26.42	-21.36
2018-08-21	Buy	300,000원	-38.31	-24.00
2018-11-05	Buy	250,000원		

롯데정밀화학(004000) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2016-11-30	2017-05-31	2018-06-17	2018-07-18	2018-09-20	2019-01-09	
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	9,500원	50,000원	105,000원	105,000원	80,000원	65,000원	
제시일자							
투자의견							
목표주가							
제시일자							
투자의견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2016-11-30	Hold	9,500원	259.96	353.68
2017-05-31	Buy	50,000원	11.46	53.60
2018-05-31	1년경과	50,000원	40.44	44.60
2018-06-17	Buy	105,000원	-40.40	-33.05
2018-09-20	Buy	80,000원	-45.91	-35.13
2019-01-09	Buy	65,000원		

롯데정밀화학 | 18년만족은 아니어도, 과거 5년과 비교하면 여전히 견고한 시황

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

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.25%) · 매도(0.00%) · 중립(6.75%)	

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 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.