DB Financial Investment

정유/화학

UP&DOWN

가능성vs확신

Analyst 한 승 재

Summary

수요 반등이 확실한 것에 집중, 정유 〉 화학: 주가 낙폭 과대, 9월 전체 주식 시장의 반등에 따라 정유/화학 주가 역시 반등했지만 추세로 전환하는지 여부는 추후 수요에 달려있다. 정유의 경우 기본 산업 수요는 여전히 둔화되겠지만 20년초 IMO 시행에 따른 규제발 경유 수요 개선이 진행될 것으로 예상한다. 하지만 화학은 미중 무역분쟁 타결, 그에 따른 매크로의 반전이 있어야만 시황이 반전될 수 있다. 매크로 반전 '가능성'에 배팅하는 것과 규제 효과지만 수요 개선이 확실한 산업의 선택지만 있는 상황이라면 정유가 화학보다 주가 상승 가능성이 높은 대안이다.

유가 단기 상승, 20년 상반기 재차 하락 반전 예상: 유가는 단기 변동성이 커질 것으로 전망한다. 수급 상황은 IEA의 다소 공격적인 수요 전망치를 따른다면 4Q는 타이트한 상황이 예상된다. 수요 측면에서는 통상적으로 4Q 수요가 연중 수요 중 가장 높은 계절성을 보이며, 공급 측면에서는 OPEC의 감산 지속, 미국 Permian 파이프라인 개통에 따른 원유 생산량의 본격 증가 시점이 20년 초로 예상되기에 수요 대비 단기 공급량이 충분치 않아보인다. 물론 4Q 수요 전망치의 하향 조정이 나타날 가능성이 높지만 유가 지지 수단이 거의 남지 않은 OPEC 상황을 고려할 때 중동 내 정정불안 이슈 또한 장기화될 것으로 예상되어 단기 수급타이트에 따른 유가 반등을 전망한다. 다만 20년 상반기 재차 부진한 수요, 미국발 공급 증가로 중기 유가는 재차 하향 조정될 것으로 예상한다.

정유, 시황 반등을 이끄는 2가지: 정제마진은 동절기로 갈수록 반등하는 아시아 정유사의 계절성, 임박한 IMO 효과로 상승 추세가 이어질 것으로 전망한다. 우선 하절기 성수기가 지난 미국의 정제처리량 감소, 중동/중국/인도의 석유제품 수출 부담 완화 및 계절적 성수기에 따른 동절기 수요 증가로 등경유 마진의 강세가 이어질 것으로 판단한다. 또한 IMO 효과로 인한 20년 경유 수요 증가 폭이 3.2%에 달할 것으로 전망하며, 일반 수요 증가분을 합치면 20년 글로벌 경유 수요는 4% 내외의 성장세를 보일 것으로 예상한다. 00년 이후 4% 대 수요 개선이 나타났던 04년, 10년 연평균 경유 마진은 $4~5/bbl 상승했으며 이는 20년에도 충분히 재현될 수 있다. 정유에 대한 비중을 늘려야 하는 시점이며 정유 비중이 가장 큰 S-Oil을 최선호한다.

화학, 배팅보다는 아직은 인내: 수요 부진에 에틸렌을 중심으로 한 순증설 부담이 겹치며 하락 cycle이 상당 기간 진행되고 있지만 아직은 시황의 반등 시점을 논하기 이른 시점이다. 에틸렌의 20년 순증설 부담은 CTO를 제외해도 6%를 상회하며, 과거 30년간 에틸렌 cycle의 에틸렌/PE spread 저점과 비교했을 때 spread의 추가 하락 여지가 남아있다. 반등 가능성이 있는 것은 상대적인 원가 이점이 나타날 수 있는 PDH, PVC, 합성고무다. PDH는 프로판의 납사 대비 할인폭이 커지면서 견고한 수익성을 유지할 것으로 판단하며, PVC는 중국 석탄의 하방 경직성에 따라 에틸렌 기반 PVC 수익성은 개선될 수 있다. 합성고무는 원재료인 BD 순증설 증가, BR/SBR 공급 부담 완화로 범용고무 중심 수익성 개선을 전망한다. 순수 NCC 업체보다는 수요가 성장하는 태양광 셀&모듈/전지를 보유한 한화케미칼/LG화학, 견고한 한국 PDH에 베트남 증설 모멘텀을 보유한 효성화학을 top-picks로 추천한다. 폴란드 공장 수율/ESS 문제로 LG화학 주가가 부진했지만 이는 시황 문제가 아닌 시간이 해결해 줄 문제임을 고려하자.

Contents

Ⅰ. 가능성과 확신을 구분해야 할 시점 4
수요 반등이 확실한 것에 대한 집중: 정유 〉 화학 4
20 년 실적 방향성을 고려하자 6

Ⅱ. 유가: 변동성 확대(단기 상승, 1H20 약세 전환) 8
4Q 수급 타이트 → 1H20 수급 완화. 다만 수요 전망치의 변동성 확대 8
예단할 수 없는 중동 이슈: OPEC 은 유가를 지지할 수단이 거의 없다 12

Ⅲ. 정유: 시황 반등을 이끄는 2 가지 15
공급 부담 완화 + 동절기 수요 → 정유 계절성 반등 15
임박한 IMO 시행: 경유 마진 급등 가능성 20
중동 긴장에 따른 WTI 할인폭 확대 변수, 원가는 부담 vs. 제품가격은 긍정적 22

Ⅳ. 화학: 배팅보다는 아직은 인내 24
시황의 바닥은 어디인가? 아직은 인내가 필요 24
원가 수혜에 집중: PDH, 합성고무, 그리고 PVC 32

Ⅴ. Coverage Recommandation 36
SK 이노베이션(096770) 36
S-Oil(01095) 39
LG 화학(051910) 42
롯데케미칼(011170) 45
한화케미칼(009830) 48
효성화학(298000) 54

I. 가능성과 확신을 구분해야 할 시점

수요 반등이 확실한 것에 대한 집중: 정유 〉 화학

수요 반등 여부에 집중 정유 〉 화학

글로벌 경기 둔화에 따른 수요 부진이 지속되고 있다. 미중 무역분쟁 전면적인 타결, 그 이후 눌렸던 재고 비축 수요가 나타나지 않는 한 이 시황이 크게 변할 것 같진 않다. 주가 낙폭 과대, 9월 전체 주식 시장의 반등에 따라 정유/화학 주가 역시 반등했지만 추세로 전환하는지 여부는 추후 수요에 달려 있다. 정유의 경우 기본 산업 수요는 여전히 둔화되겠지만 20년초 IMO 시행에 따른 규제발 경유 수요 개선이 진행될 것으로 예상한다. 하지만 화학은 미중 무역분쟁 타결, 그에 따른 매크로의 반전이 있어야만 시황이 반전될 수 있다. 매크로 반전 '가능성'에 배팅하는 것과 규제 효과지만 수요 개선이 확실한 산업의 선택지만 있는 상황이라면 정유가 화학보다 주가 상승 가능성이 높은 대안이다.

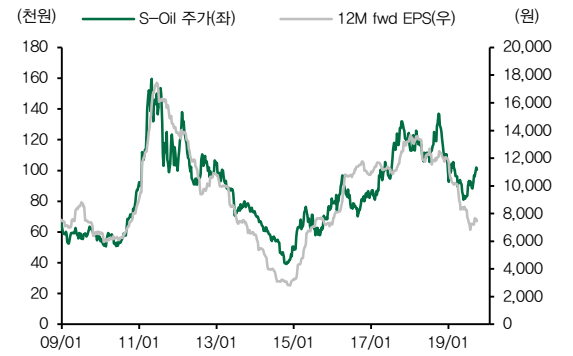
유가 4Q 단기 상승 가능성 다만 1H20 재차 반락 예상

유가는 단기 변동성이 커질 것으로 전망한다. 수급 상황은 IEA의 다소 공격적인 수요 전망치를 따른다면 4Q는 타이트한 상황이 예상된다. 수요 측면에서는 통상적으로 4Q 수요가 연중 수요가 가장 높은 계절성을 보이며, 공급 측면에서는 OPEC의 감산 지속, 미국 Permian 파이프라인 개통에 따른 원유 생산량 증가 시점이 20년초로 예상되기에 수요 대비 단기 공급량이 충분치 않아보인다. 물론 4Q 수요 전망치의 하향 조정이 나타날 가능성이 높지만 유가 지지 수단이 거의 남지 않은 OPEC 상황을 고려할 때 중동 내 정정불안 이슈 또한 장기화될 것으로 예상되어 단기 수급타이트에 따른 유가 반등을 전망한다. 다만 20년 상반기 재차 부진한 수요, 미국발 공급 증가로 중기 유가는 재차 하향 조정될 것으로 예상한다.

이익 전망치 정유 반등 vs. 화학 하락세

단기 유가 변동성은 정유에게는 중립, 화학에게는 부정적 이슈다. 유가 상승은 수요를 위축시키는 요인이기에 전반적으로 정유/화학 마진 모두에게 좋지 않다. 다만 정유는 단기 실적에 긍정적인 이슈이기도 하다. 최근 12M fwd EPS 전망치는 정유는 7월말 이후 소폭 반등하고 있는 반면 순수 화학은 여전히 하락세가 진행 중이다. 현재 마진의 방향성의 차이가 전망치에 반영되고 있는 것이다.

도표 1. S-Oil 12M fwd EPS 7월말 이후 소폭 반등



자료: Dataguide, DB금융투자

도표 2. 롯데케미칼 12M fwd EPS 하락세 진행

자료: Dataguide, DB금융투자

정제마진과 화학 spread는 분명 차별화

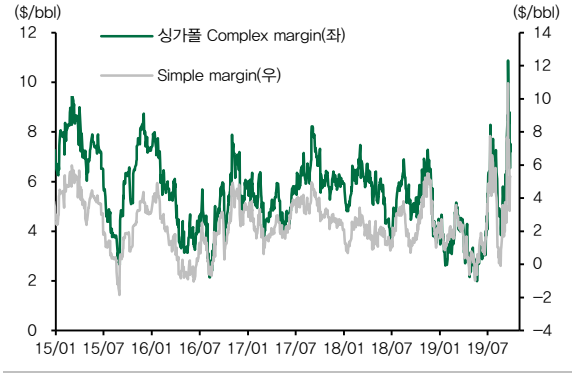
정제마진 3Q 반등 추가 상승 전망

싱가폴 정제마진은 9월 평균 $7.2/bbl로 급반등 했는데, 9월 기준 정제마진으로는 17.9월 미국 허리케인 여파로 미국 정제설비 가동률이 급락했던 시기와 유사한 수준까지 상승했다. 주목할 것은 전 제품의 강세가 나타나고 있다는 점이다. B-C는 높은 변동성 하에 중동 긴장감이 증가하며 유가와 유사한 수준의 마진을 유지하고 있으며, 6월 $6/bbl 수준이었던 휘발유 마진은 현재 $10/bbl을 상회하고 있다. 7월 부터 견고한 상승세를 유지하던 등경유 역시 상승세를 이어나가고 있다. 당사는 강세를 유지하고 있는 정제마진이 아시아 정유사의 계절성 반등, IMO 시행 전 재고비축효과 등으로 추가 강세 가능성이 높다고 판단한다.

화학은 배팅 보다는 인내할 시점

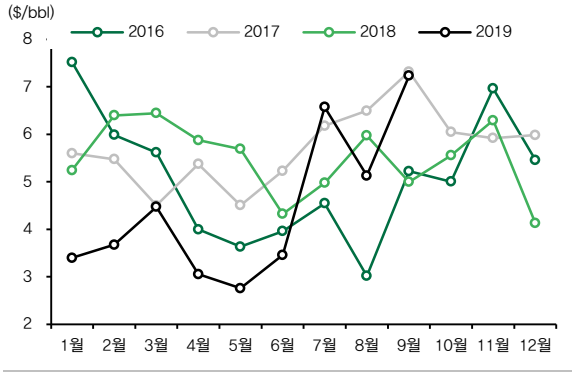
반면 화학 제품 spread는 BEP 수준에서 회복되고 있는 MEG, 그리고 BD, PVC를 제외하면 전반적인 마진 둔화가 지속되고 있다. MEG는 반등이 나타났지만 부담스러운 순증설을 고려할 때 추가 강세 가능성이 낮고, BD 역시 20년 이후 순증설이 부담스럽다. 모두의 관심사인 에틸렌/PE 시황의 반등 시점은 과거 하락 cycle을 고려했을 때 조금 더 인내가 필요한 시점이라 판단한다.(p24~29 참조) 매크로의 급격한 변화가 나타나지 않는 한 화학 시황 반등에 대한 배팅은 조금 더 미뤄두자.

도표 3. 높은 변동성 하에 싱가폴 정제마진 반등 추세



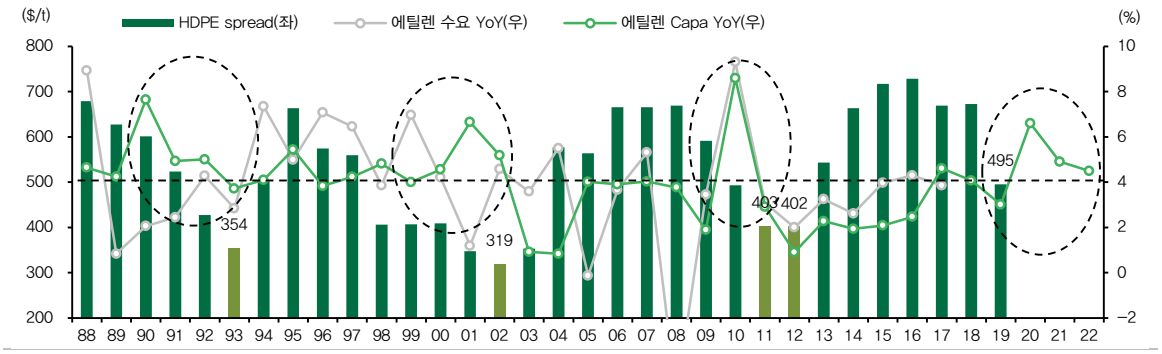
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 4. 싱가폴 complex 월별 마진: 9월 급반등



자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 5. HDPE spread의 과거 저점은 93년, 02년, 11~12년: 에틸렌 순증설 부담이 4%를 상회하는 기간이 길어질 경우



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

20년 실적 방향성을 고려하자

20년 정유 실적 큰 폭 개선 전망 vs. 화학 업체별 차별화

3Q 실적은 종목별 차별화

정유/화학의 3Q 실적은 전반적으로 환율 상승이 긍정적인 영향을 미쳤지만 8월까지의 유가 하락에 따른 역래깅 영향이 환율 효과를 상쇄한 것으로 판단된다. 싱가폴 정제마진은 2Q $3.1/bbl→3Q $6.3/bbl로 큰 폭 반등이 나타났으며 그에 따라 정유 실적은 QoQ 반등이 나타날 것으로 예상한다. 다만 SK이노베이션은 19년 들어 유가 투입 시차가 길어지고 있어 3Q 마진 반등 영향은 4Q에 극대화 될 것으로 예상한다. 반면 화학은 PE spread 부진(HDPE spread 2Q $487/t→3Q $467/t)이 지속되고 MEG/PVC/BD를 제외 한 downstream(ABS/페놀 체인 등)의 마진 둔화에 따라 전반적인 시황이 부진했다. 한화케미칼/효성화학을 제외하면 감익이 불가피할 것으로 전망한다.

정유 S-Oil 최선호

정유는 3Q 상승한 정제마진, 추후 아시아 정유사의 계절성 반등, IMO 시행 전 재고비축효과에 따른 추가 마진 상승 가능성이 높다고 판단되기에 4Q부터 실적 개선 폭이 가파를 것으로 판단된다. 또한 IMO 효과로 인한 20년 경유 수요 증가 폭이 3.2%에 달할 것으로 전망하며, 일반 수요 증가분을 합치면 20년 글로벌 경유 수요는 4% 내외의 성장세를 보일 것으로 예상한다. 00년 이후 4% 대 수요 개선이 나타났던 04년, 10년 연평균 경유 마진은 $4~5/bbl 상승했으며 이는 20년에도 충분히 재현될 수 있다. 정유에 대한 비중을 늘려야 하는 시점이며 정유 비중이 가장 큰 S-Oil을 최선호한다.

화학 한화케미칼/ LG화학/ 효성화학 선호

화학 내 시황 반등 가능성이 있는 것은 상대적인 원가 이점이 나타날 수 있는 PDH, PVC, 합성고무다. PDH는 프로판의 납사 대비 할인폭이 커지면서 견고한 수익성을 유지할 것으로 판단하며, PVC는 중국 석탄의 하방 경직성에 따라 에틸렌 기반 PVC 수익성은 개선될 수 있다. 합성고무는 원재료인 BD 순증설 증가, BR/SBR 공급 부담 완화로 범용고무 중심 수익성 개선을 전망한다. 순수 NCC 업체보다는 수요가 성장하는 태양광 셀&모듈/전지를 보유한 한화케미칼/LG화학, 견고한 한국 PDH에 베트남 증설 모멘텀을 보유한 효성화학을 top-picks로 추천한다. 금호석유는 고무 반등 보다 기타 사업부의 감익이 더 커질 것이라 예상되어 모멘텀은 제한적이나 이익 수준 대비 저평가 매력이 돋보인다.

도표 6. 정유/화학 주요 커버리지 수익 추정 vs. 컨센서스

(단위: 십억원, %)

		3Q19E			4Q19E			2018		2019E		2020E	
		영업이익	%QoQ	%YoY	영업이익	%QoQ	%YoY	영업이익	%YoY	영업이익	%YoY	영업이익	%YoY
LG화학	DB	290.2	8.5	-51.8	325.2	12.1	12.3	2,246.1	-23.3	1,158.3	-48.4	2,109.1	82.1
	컨센서스	416.9	55.9	-30.8	456.1	9.4	57.5	2,315.7	-20.9	1,417.3	-38.8	2,284.3	61.2
롯데케미칼	DB	324.7	-6.2	-35.5	309.9	-4.6	208.6	1,967.3	-32.8	1,276.4	-35.1	1,214.8	-4.8
	컨센서스	342.1	-1.2	-32.1	314.2	-8.2	212.9	2,069.4	-29.3	1,297.5	-37.3	1,489.5	14.8
한화케미칼	DB	106.6	9.2	13.6	103.4	-3.0	-207.8	354.3	-53.2	405.8	14.5	532.0	31.1
	컨센서스	110.8	13.6	18.2	99.3	-10.4	-203.5	495.8	-34.4	406.4	-18.0	521.9	28.4
금호석유	DB	78.8	-43.3	-47.8	88.3	12.0	4.7	554.6	111.2	450.3	-18.8	414.9	-7.8
	컨센서스	99.6	-28.3	-34.0	91.9	-7.8	8.9	583.8	122.3	474.1	-18.8	462.8	-2.4
효성화학	DB	53.4	7.6	47.0	32.1	-39.8	95.7	109.2	0.6	160.0	46.5	185.2	15.8
	컨센서스	54.5	9.9	50.1	36.2	-33.5	121.0	107.0	-1.5	165.3	54.5	200.8	21.5
SK이노베이션	DB	284.1	-42.9	-66.0	566.7	99.5	-301.3	2,117.6	-34.5	1,679.5	-20.7	2,613.2	55.6
	컨센서스	359.2	-27.8	-57.0	494.1	37.6	-275.5	2,420.0	-25.2	1,673.8	-30.8	2,345.4	40.1
S-Oil	DB	178.0	흑전	-43.6	380.8	114.0	-214.1	639.2	-53.5	738.7	15.6	1,652.9	123.8
	컨센서스	198.5	흑전	-37.1	321.8	62.1	-196.4	910.3	-33.7	709.9	-22.0	1,493.6	110.4

자료: 각 사, Dataguide, DB금융투자

도표 7. 정유/화학 주요 커버리지 배당/배당성향 추이 및 전망

(단위: 원 십억원 %)

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
SK이노베이션	보통주 DPS	3,200	0	4,800	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000
	지배순이익	730	-589	815	1,671	2,104	1,651	783	1,576
	배당성향	40.9%	0.0%	54.9%	35.7%	35.4%	42.9%	90.1%	44.8%
S-Oil	보통주 DPS	1,330	150	2,400	6,200	5,900	750	1,600	5,000
	지배순이익	290	-288	631	1,205	1,246	258	328	1,168
	배당성향	53.5%	-6.1%	44.3%	59.9%	55.1%	33.9%	56.8%	49.8%
LG화학	보통주 DPS	4,000	4,000	4,500	5,000	6,000	6,000	6,000	6,500
	지배순이익	1,266	868	1,153	1,281	1,945	1,473	613	1,316
	배당성향	23.3%	33.9%	28.7%	28.7%	23.6%	31.2%	75.0%	37.9%
롯데케미칼	보통주 DPS	1,000	1,000	2,500	4,000	10,500	10,500	8,500	8,000
	지배순이익	288	147	993	1,836	2,244	1,579	998	962
	배당성향	11.7%	22.9%	8.5%	7.3%	16.0%	22.8%	29.2%	28.5%
한화케미칼	보통주 DPS	150	150	150	350	350	200	350	450
	지배순이익	8	57	188	755	825	187	310	458
	배당성향	257.7%	43.2%	13.0%	7.6%	7.0%	17.6%	18.4%	16.0%
금호석유	보통주 DPS	1,500	1,500	800	800	1,000	1,350	1,350	1,350
	지배순이익	-12	93	119	73	214	491	334	318
	배당성향	-340.8%	45.1%	18.9%	30.2%	12.8%	7.5%	11.3%	11.9%

자료: 각 사, Dataguide, DB금융투자

도표 8. 정유/화학 주요 커버리지 목표주가/이익 추이 및 전망/밸류에이션 지표

(단위:원, 십억원, 배, %)

		LG화학	롯데케미칼	한화케미칼	금호석유	효성화학	SK이노베이션	S-Oil
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
적정주가(원)		420,000	300,000	27,000	96,000	230,000	220,000	130,000
현재가(원)		301,500	235,500	17,650	69,600	163,000	164,000	100,000
영업이익	17	2,929	2,928	756	263	109	3,234	1,373
	18	2,246	1,967	354	555	109	2,118	639
	19E	1,158	1,276	406	450	160	1,679	739
	20E	2,109	1,215	532	415	185	2,613	1,653
지배순이익	17	1,945	2,244	825	214	-	2,104	1,246
	18	1,473	1,579	187	491	20	1,651	258
	19E	613	998	310	334	79	783	328
	20E	1,316	962	458	318	104	1,576	1,168
P/E	17	14.7	5.6	6.3	14.2	-	9.0	10.6
	18	16.6	6.0	17.6	5.4	-	10.1	42.6
	19E	34.7	8.1	9.2	6.3	6.6	19.4	34.3
	20E	16.2	8.4	6.2	6.7	5.0	9.6	9.6
ROE	17	12.9	21.5	14.6	12.3	-	12.0	18.8
	18	8.9	13.0	3.1	23.4	11.1	9.1	3.9
	19E	3.6	7.6	5.0	13.4	19.4	4.3	5.0
	20E	7.5	7.0	7.0	11.4	21.1	8.5	16.9
P/B	17	1.77	1.10	0.87	1.65	-	1.05	1.93
	18	1.25	0.63	0.47	0.90	1.42	0.92	1.74
	19E	1.23	0.60	0.45	0.80	1.17	0.83	1.70
	20E	1.18	0.57	0.42	0.73	0.96	0.80	1.56

자료: 각 사, Dataguide, DB금융투자

II. 유가: 변동성 확대(단기 상승, 1H20 약세 전환)

4Q 수급 타이트 → 1H20 수급 완화. 다만 수요 전망치의 변동성 확대

4Q 유가 변동성 확대 국면, 단기 급등 가능성 역시 배제하기 어려움

4Q 단기 유가 상승 예상
1)수급타이트
2)OPEC/중동 이슈 상존

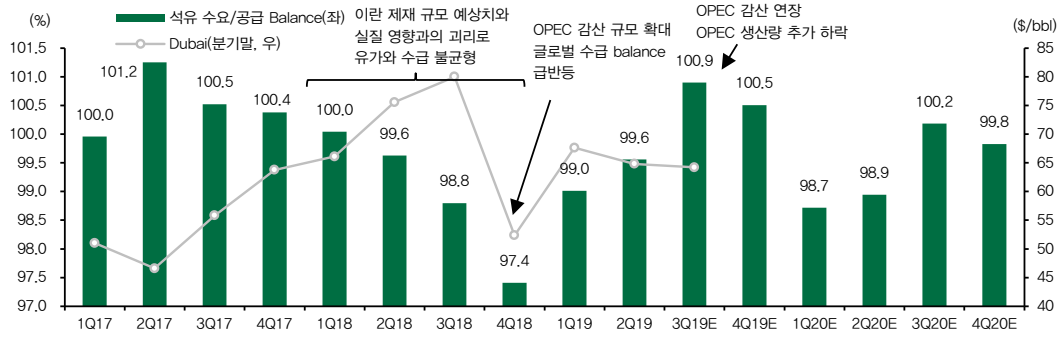
4Q19 단기 유가의 변동성이 커질 것으로 예상한다. 당사는 19년 유가를 상고하저로 전망한 바 있지만 단기 유가는 방향성을 확신하는 것보다는 변화하는 시장 상황을 면밀히 살펴야 할 것 같다. 우선 수급 상황은 IEA의 다소 공격적(?)인 수요 전망치를 따른다면 4Q는 타이트한 상황이 예상된다. OPEC의 원유 생산량은 8월 기준 2,974만b/d까지 하락했으며 9월 사우디 피격에 따른 생산 차질 및 감산 유지 기조 등을 고려할 때 OPEC 생산량이 4Q에 반등할 가능성은 지극히 낮다. 미국의 원유 생산량은 Permian 파이프라인 개통으로 급등할 것으로 예상되지만(EIA는 19.8월 대비 19.12월 생산량이 49만b/d 증가할 것으로 전망) 그 증가 폭이 OPEC의 늘어나지 않는 공급, 통상적으로 4Q에 몰리는 석유 수요를 충당하기는 어려워 보인다. 또한 낮아진 유가 하에 OPEC 총회가 가까워지고 있으며, 중동의 긴장감은 고조되고 있다. 수요의 급격한 하향 조정이 없다면 단기 유가는 반등 가능성이 높아 보인다.

도표 9. 분기별 석유 수요/공급 추정: IEA 수요 가정을 따른다면 4Q 석유 수급 타이트→1H20 수급 완화 (단위: $/bbl, 백만b/d)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
Dubai(분기말)	66.1	75.6	80.0	52.4	67.6	64.8	64.2					
수요/공급 Balance	100.0%	99.6%	98.8%	97.4%	99.0%	99.6%	100.9%	100.5%	98.7%	98.9%	100.2%	99.8%
글로벌 석유 수요	98.6	98.9	100.0	99.6	99.1	99.7	101.2	101.4	100.1	101.1	102.8	102.7
글로벌 석유 공급	98.6	99.3	101.2	102.2	100.1	100.1	100.3	100.9	101.4	102.2	102.6	102.9
Total OPEC	37.2	37.1	37.6	37.7	36.2	35.6	35.2	35.2	35.3	35.3	35.3	35.3
– OPEC Crude	31.7	31.6	32.0	32.2	30.6	30.0	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7
– OPEC NGLs	5.5	5.5	5.5	5.5	5.6	5.6	5.5	5.5	5.6	5.6	5.6	5.6
Total Non-OPEC	61.3	62.2	63.6	64.5	63.9	64.5	65.1	65.7	66.1	66.9	67.3	67.6
– America	22.0	22.3	23.4	24.2	24.0	24.5	24.7	25.3	25.6	25.8	26.1	26.4
– Others	39.3	39.9	40.2	40.3	39.9	40.0	40.4	40.4	40.5	41.1	41.2	41.2

자료: Bloomberg, IEA, OPEC, DB금융투자
주: 수요 전망치는 IEA 추정치, OPEC 원유 생산량은 OPEC 실제 발표치, 4Q19 이후 OPEC 생산량은 19.8월 생산량이 유지된다고 가정

도표 10. 수요/공급 balance 상승으로 유가는 단기 상승 가능성↑, 다만 20년 상반기 재차 반락 예상



자료: Bloomberg, IEA, OPEC, DB금융투자

IEA 수요 전망치를 따른다면 4Q 원유 수급은 타이트하지만, 전망치 하향 조정 가능성 높다

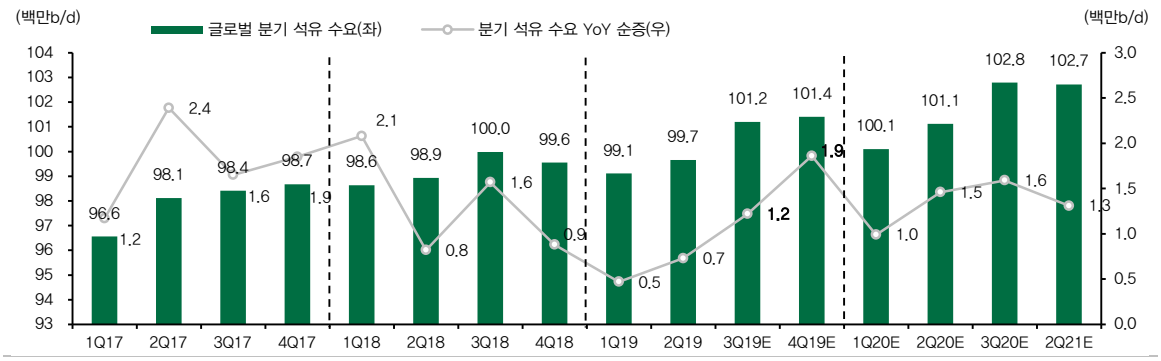
다만 글로벌 석유 수요의 하향 조정 가능성 높음

변동성을 발생시킬 요인은 우선 수요 전망치의 하향 조정 가능성이 높다는 점이다. 앞서 IEA의 수요 전망치가 다소 공격적이라 언급한 이유는 상반기 대비 하반기 IEA의 수요 전망치가 높아 보이기 때문이다. IEA는 8월 보고서를 통해 19년 연간 수요가 +107만b/d 증가할 것이라 전망했는데, 부진했던 상반기 수요(YoY+60만b/d)가 하반기에 급반등(YoY+154만b/d) 할 것이라 가정하고 있다. 분기별로는 3Q +122만b/d → 4Q +186만b/d로 4Q 반등 폭이 크다. 물론 수요 위축의 원인이었던 미중 무역분쟁이 극적인 합의로 이어진다면 불가능한 가정은 아니지만 다소 가능성이 낮아보이며 전망치는 연말로 갈수록 하향 조정 가능성이 커보인다.(IEA 1월 보고서의 19년 수요 전망치는 +150만b/d 였다.)

그럼에도 불구 수급타이트 OPEC 감산 이슈 지속

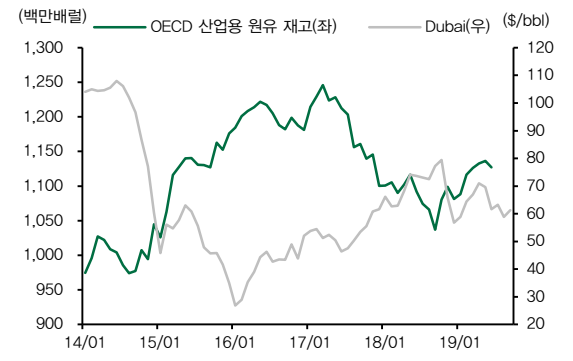
물론 통상적으로 4Q에 몰리는 석유 수요의 특성상 IEA의 4Q 수요 전망치가 50만b/d 이상 하향 조정되지 않는다면 4Q 수요/공급 balance는 100%를 상회한다. 게다가 12/5, 예정된 OPEC 총회가 가까워 올수록 추가 감산 가능성은 꾸준히 제기될 것이다. 또한 3개월 간격으로 굵직한 사건이 벌어지고 있는 중동의 불안감 역시 진행중이기에 단기 유가는 하락보다는 상승의 방향으로 변동성이 커질 가능성이 높아 보인다. 수요의 하향 조정 이슈와 더불어 급변하는 원유 시장 뉴스에 귀를 기울여야 한다.

도표 11. IEA 분기 석유 수요 및 전망: IEA 19년 연간 수요 전망 +107만b/d, 상반기 부진, 하반기 급반등 예상



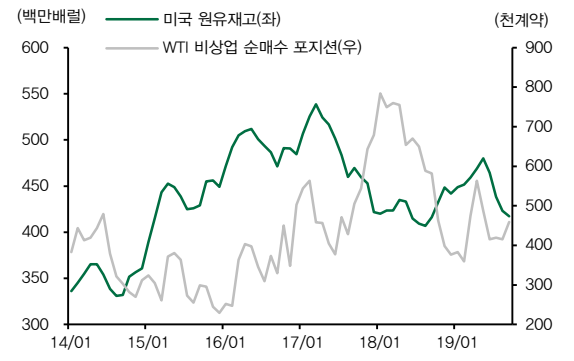
자료: Bloomberg, IEA, OPEC, DB금융투자

도표 12. OECD 산업용 원유재고 5월 고점 이후 반락 예상



자료: Bloomberg, IEA, OPEC, DB금융투자

도표 13. 미국 원유재고 반락, 9월초부터 반등한 WTI 투심



자료: Bloomberg, IEA, OPEC, DB금융투자

Permian 개통 이후 미국 원유 생산량 급등 예상→20년 상반기는 다시 수급 balance 반락

미국 Permian 파이프라인 개통으로 20년 생산/수출 급등

미국 Permian 대규모 원유 파이프라인이 Cactus Ⅱ 67만b/d를 시작으로 순차적으로 개통될 예정이다. 로이터에 따르면 Cactus 파이프라인은 8월 중순부터 부분 개통을 시작했고 9월 기준 약 30만b/d의 운송량에 도달할 것으로 예상하고 있으며 1Q20에 최대 운송량을 기록할 것으로 판단된다. 또한 4Q 가동 예정이었던 Gray Oak 90만b/d 파이프라인 역시 9월말 이른 개통에 나설 것으로 예상되기에 Permian 파이프라인 가동→미국 원유 생산량 급등→미국 원유 수출량 증가는 4Q19~1Q20에 걸쳐 시장에 미치는 영향력이 커질 것으로 판단된다.

4Q에 반등한 수급 balance 1H20 반락

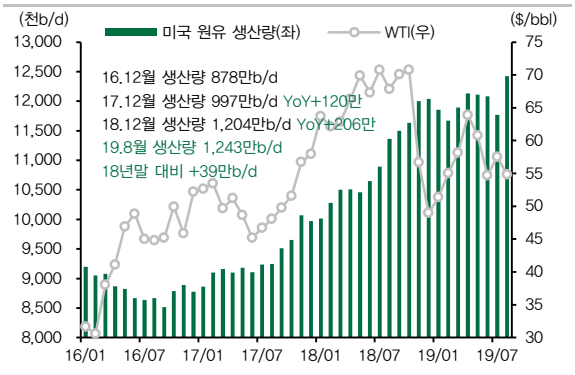
19.8월 기준 미국 원유 생산량은 1,243만b/d로 18년말 대비 39만b/d 증가에 그쳤다. 그 중 Shale oil 생산량 증가가 43만b/d 였기에 shale 이외 생산량은 오히려 감소한 셈이다. 주요 Shale oil 산지 중에서도 Permian 지역의 생산량 증가가 41만b/d 였으니 단순하게 이제 미국 원유 생산량은 Permian에서만 증가하고 있다. 그 Permian의 대규모 파이프라인 개통에 따른 병목현상 해소로 미국 원유 생산량 증가는 20년 상반기까지 가파르게 증가할 것으로 예상되며 결론적으로 공격적인 IEA 수요 전망치 기준으로도 일시적으로 4Q에 반등한 글로벌 석유 수급 balance는 20년 상반기에 반락한다.(도표 10)

도표 14. Permian 분지 주요 파이프라인 개통: 19년 하반기~20년초 약 228만b/d 예정 (단위: 천b/d)

Companies	Pipeline	Capacity	가동 시점
Plains All American Pipeline	Sunrise Expansion	300-350	4Q18
Plains All American Pipeline & Magellan Midstream	BridgeTex Expansion	40	1Q19
Enterprise Products Partners	Midland to Echo 1	60	1Q19
	Midland to Echo 2	200	2Q19
Plains All American Pipeline & Wester Gas Partners	Cactus II	670	3Q19
Enterprise Products Partners	Permian Express 4 Expansion	120	4Q19
Epic Midstream Holdings	EPIC Piepline	590	4Q19
Phillips 66 Partners	Gray Oak Pipeline	900	4Q19
Plains All American Pipeline & ExxonMobil	Wink to Webster Pipeline	1,000+	1H21

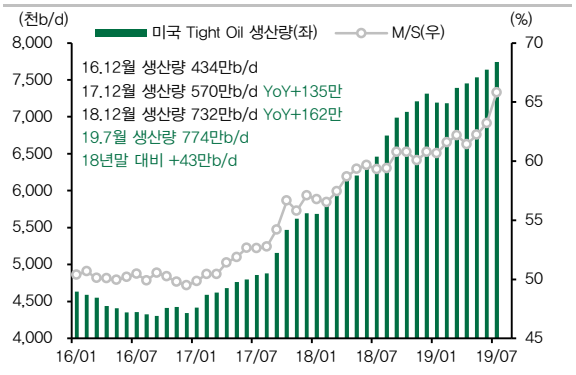
자료: 각 사, S&P Global Market Inteligence, IEA, DB금융투자

도표 15. 19.8월까지 미국 원유 생산량 증가 +38만b/d 불과



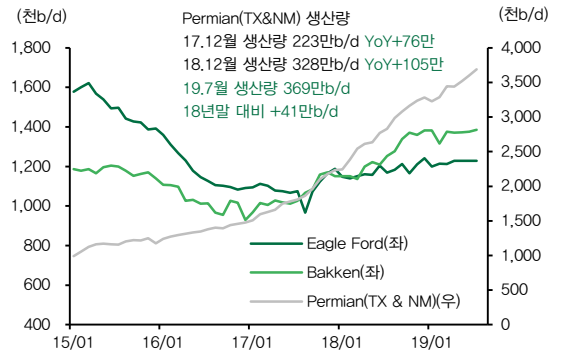
자료: Bloomberg, EIA, DB금융투자

도표 16. 미국 Tight Oil 생산량 비중은 66%에 육박



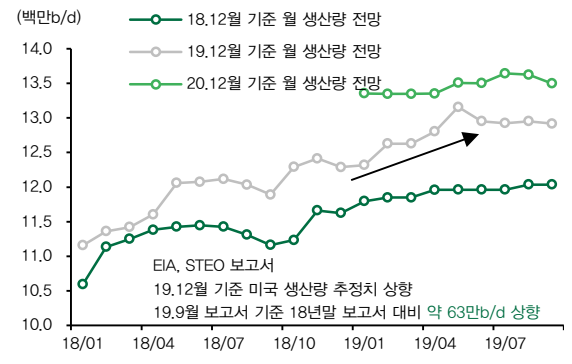
자료: Bloomberg, EIA, DB금융투자

도표 17. 미국 Tight oil 생산량 증가는 Permian 지역 대부분



자료: Bloomberg, EIA, DB금융투자

도표 18. 미국 원유 생산량 전망치 점진적 상향 예상



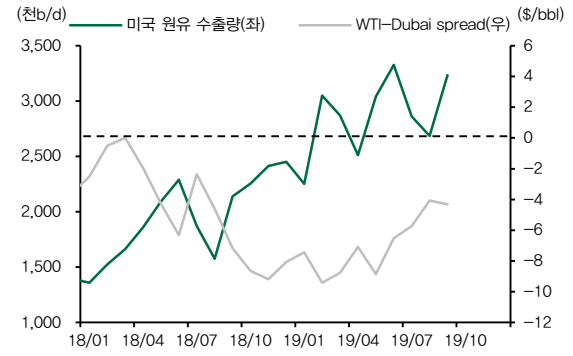
자료: Bloomberg, EIA, DB금융투자

WTI의 Dubai 대비 할인 폭 축소 이어질 것. 단 중동 지역 긴장이 격화되지 않는다면

WTI-Dubai 할인폭은 최근 중동 이슈로 재차 확대

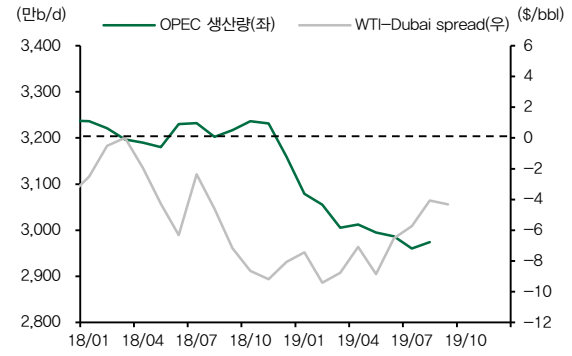
20년 상반기까지 미국 원유 생산/수출이 가파르게 증가하면 WTI의 Dubai 대비 할인 폭 축소 추세가 이어질 것으로 전망한다. 단 중동 지역 긴장이 추가적으로 격화되지 않는다는 전제가 있어야만 한다. 18년말 -$10/bbl을 하회했던 WTI의 Dubai 대비 할인폭은 사우디 아람코 피격 전 -$2/bbl 수준까지 축소되었다. OPEC이 감산을 지속하고 있기는 하나 생산량 감소 속도가 둔화되었고 미국산 경질유 수출이 증가하면서 상대적인 Dubai의 프리미엄이 줄어들었던 것이다. 하지만 사우디 피격 이후 Dubai 상승 폭이 커진 것은 당연한 결과였으며 재차 -$6/bbl 수준까지 확대되었다. 예전과는 달리 Dubai 프리미엄 강화가 아시아 정제마진 약세로 이어지지 않은 이유는 이전 보고서에서도 언급했던 보험/수송 등의 이유로 중동산 석유제품 선호도가 낮아지고 아시아산 석유제품의 선호도가 높아졌기 때문이다. 그러한 이점도 없었던 18년말~19년초보다는 시황이 개선된 것은 사실이지만 유가의 변동성이 더욱 커질 수 있다는 점에서 중동 이슈에 집중할 필요가 있다.

도표 19. 미국 원유 수출량 증가 → Dubai 프리미엄 완화



자료: Bloomberg, EIA, OPEC, DB금융투자

도표 20. OPEC생산량 감소 속도 둔화→Dubai 프리미엄 완화



자료: Bloomberg, EIA, OPEC, DB금융투자

예단할 수 없는 중동 이슈: OPEC은 유가를 지지할 수단이 거의 없다

OPEC 감산에 대한 갑론을박

OPEC 감산 합의량 상회

OPEC+의 감산은 전체적으로는 차질없이 이행되고 있다. OPEC 감산 합의국 기준 19.8월 기준 감산량은 95만b/d로 합의량인 81만b/d를 상회하고 있으며 비OPEC 감산 합의국 기준 감산량은 52만b/d로 역시 합의량 38만b/d 이상을 감산 중이다. 베네수엘라의 생산 차질 지속, 이란의 제재에 따른 여파 등으로 OPEC 전체 생산량은 2,974만b/d로 18년말 대비로는 185만b/d나 감소해 있다.

감산의 대부분을 사우디가 이행 추가 감산 주장 가능성 높음

다만 OPEC 내 감산의 대부분을 사우디가 이행하고 있다는 점이 문제다. 감산 합의량은 32만b/d인 사우디는 8월 기준 83만b/d나 감산 중이며 OPEC 전체 감산량의 88%를 차지하고 있다. OPEC 내 제 2 산유국인 이라크가 12.5만b/d 오히려 증산을 하고 있다는 점을 고려할 때 사우디의 혹은 OPEC+ 내 다른 회원국의 불만이 증가할 수 있는 상황이다. 최근 3년만에 석유부 장관을 왕족으로 교체한 사우디는 감산을 통한 유가 방어 의지를 강력하게 피력하고 있으며 12월에 열리는 OPEC 총회에서 추가 감산 연장을 주장할 가능성이 높다.

도표 21. OPEC 감산합의 81만b/d vs. 감산 합의 국 실제 감산 95만b/d, 사실상 사우디가 감산의 대부분 (단위: 천b/d)

	2017	2018	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	18.10월	감산 합의량	18.12월	19.8월	실제 감산량
Algeria	1,047	1,042	1,059	1,055	1,026	1,019	1,057	-32	1,051	1,016	-41
Angola	1,634	1,505	1,470	1,497	1,443	1,430	1,518	-47	1,484	1,394	-124
Congo	252	318	320	320	326	333	322	-10	327	318	-4
Ecuador	530	519	526	517	526	529	523	-16	518	537	14
E Guinea	133	125	124	116	115	112	124	-4	103	120	-4
Gabon	200	186	184	185	208	205	187	-6	194	206	19
Iran	3,813	3,553	3,603	2,982	2,725	2,396	3,333		2,724	2,194	
Iraq	4,446	4,549	4,606	4,668	4,631	4,701	4,654	-141	4,712	4,779	125
Kuwait	2,708	2,746	2,797	2,774	2,715	2,700	2,764	-85	2,800	2,653	-111
Libya	811	952	892	1,059	965	1,152	1,115		949	1,056	
Nigeria	1,658	1,719	1,704	1,741	1,736	1,801	1,765	-53	1,733	1,866	101
Saudi	9,954	10,311	10,422	10,749	10,019	9,754	10,639	-322	10,586	9,805	-834
UAE	2,915	2,986	2,982	3,234	3,066	3,067	3,175	-96	3,238	3,085	-90
Venezuela	1,911	1,354	1,272	1,191	975	753	1,189		1,172	712	
OPEC 산유량	**32,012**	**31,865**	**31,961**	**32,088**	**30,476**	**29,952**	**32,365**	**-812**	**31,591**	**29,741**	**-949**

자료: OPEC, DB금융투자

도표 22. 비 OPEC 감산 합의: 감산 합의량 상회, 대부분의 국가가 차질없이 이행 중 (단위: 천b/d)

	감산 기준	감산합의량	19.6월	19.7월	실제감산량
Russia	11,750	-230	11,490	11,480	-270
Kazakhstan	2,030	-40	2,010	1,970	-60
Mexico	1,990	-40	1,910	1,900	-90
Oman	1,000	-25	980	980	-20
Azerbaijan	800	-20	770	750	-50
Others	1,230	-28	1,250	1,200	-30
비 OPEC Total		**-383**			**-520**

자료: Bloomberg, IEA, OPEC, DB금융투자

사우디는 무리한 감산을 어디까지 감내할 수 있는가

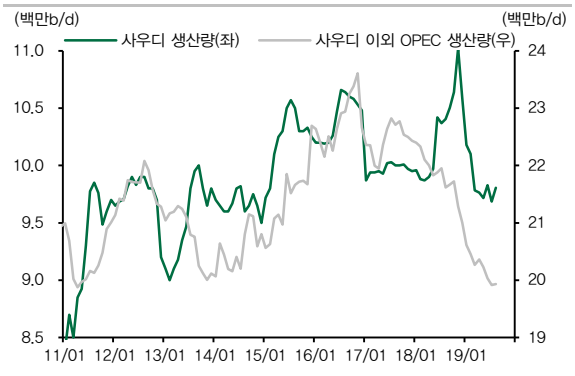
사우디 감산 여력 크지 않음 즉, 무리한 감산 지속

하지만 사우디의 감산 여력이 그리 많이 남아있지 않아 보인다. 사우디 원유 생산량은 15년 이래 최저치로 하락했으며 그에 따른 부작용이 나타나고 있다. 생산량이 부족하다보니 사우디 내 정제처리량이 점진적으로 하락하고 있으며 수출량 역시 감소하고 있다. 사우디 원유 재고는 07년 수준으로 하락했으며 재고일수 기준으로는 19일로 06년 수준으로 회귀했다. 19년말 가동 예정인 Jazan 40만b/d 정유설비가 가동될 경우 재고하락 속도는 더욱 빨라질 수밖에 없기 때문에 사우디의 고민이 깊어질 수 밖에 없는 시점이다.

사우디 무리한 감산 지속 중에 중동 지역 긴장감 높아짐

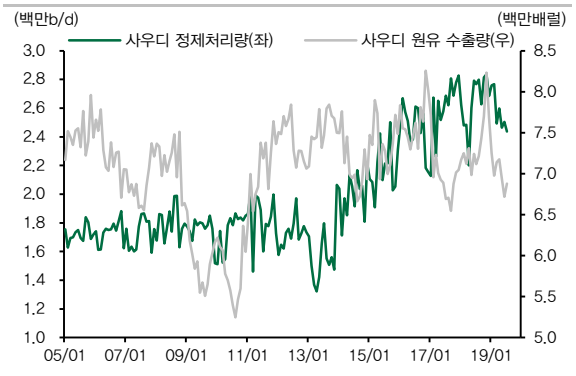
사우디가 무리한 감산을 통해 기다리고 있는 것은 사실상 미국만 증가하고 있는 현재 글로벌 원유 공급 성장이 수요 성장을 따라잡지 못하는 상황인 것으로 판단된다. 하지만 글로벌 경기 둔화로 원유 수요 성장 역시 둔화 폭이 커지고 있는 가운데 미국 Permian 파이프라인 개통에 따른 미국발 공급 부담은 1~2년 더 이어질 것으로 예상된다. 트럼프는 OPEC의 인위적인 감산 정책에 대해 불편한 기색을 계속해서 나타내고 있으며 사우디 스스로도 감산 폭을 더 확대할 경우 사우디 내 공급을 충당하기 어렵다. 그런 가운데 중동 지역의 긴장감은 고조되고 있다.

도표 23. 사우디 원유 생산량 15년 이후 최저치



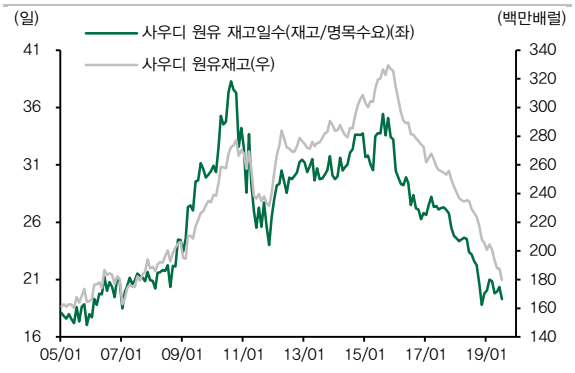
자료: Bloomberg, EIA, IEA, JODI, OPEC, DB금융투자

도표 24. 사우디 정제처리량/원유 수출량 동반 감소



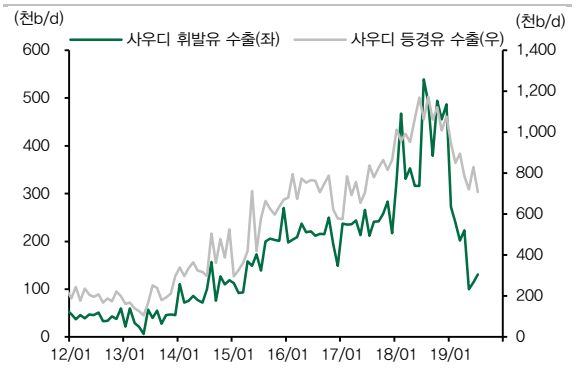
자료: Bloomberg, EIA, IEA, JODI, OPEC, DB금융투자

도표 25. 사우디 원유재고일수 19일, 06년 수준으로 회귀



자료: Bloomberg, EIA, IEA, JODI, OPEC, DB금융투자

도표 26. 사우디 휘발유/등경유 수출량 급감



자료: Bloomberg, EIA, IEA, JODI, OPEC, DB금융투자

음모론적 관점: 추가 감산 합의 없이 유가를 지지하는 방법

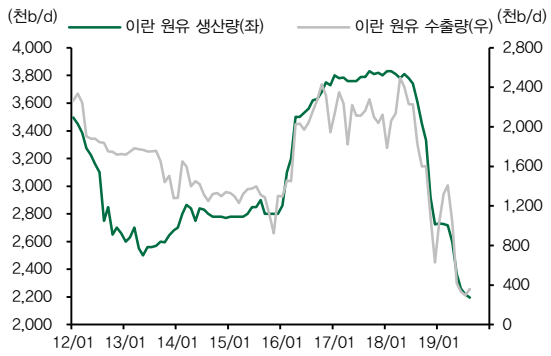
OPEC은 유가를 지지할 수단이 얼마 남지 않았음

중동의 수니파 사우디, 시아파 이란으로 대표되는 이념 분쟁, 그에 따른 정정불안, 유가 및 에너지 가격 상승에 대한 음모론은 이미 역사가 깊다. 대표적으로 카타르-사우디-유럽향 가스 파이프라인, 이란-유럽향 가스 파이프라인의 교차점인 시리아 내전이 멈추지 않고 있다는 점, 이란 경제 제재, 카타르의 OPEC 탈퇴로 다시 촉발되고 있는 중동 내 패권 다툼은 미국의 개입과 함께 에너지 시장에서 빼놓을 수 없는 주제다. 지금과 같이 OPEC이 강력한 감산 정책을 사용했음에도 불구, 미국의 도움으로 이란을 공식적인 원유 시장에서 퇴출시켰음에도 불구 저유가가 유지되고 있는 상황에서 OPEC은 더 이상 사용할 수 있는 수단이 극히 제한적이며 지속된 배고픔은 난폭함으로 충분히 변할 수 있다.

중동 긴장감은 쉽게 수그러들지 않을 것

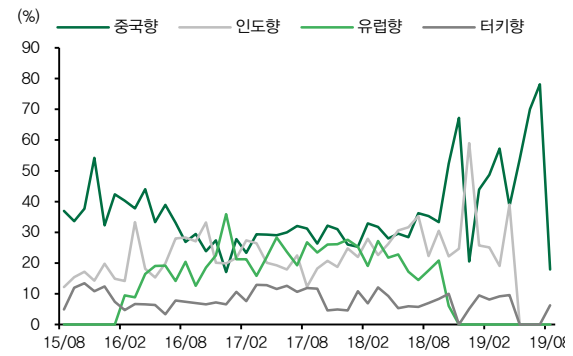
이란은 경제 제재로 원유 수출량이 40만b/d 수준으로 급감했다. 6월 호르무즈 유조선 공격, 9월 사우디 아람코 피격은 이란의 소행이라고 여겨지고 있으며 트럼프는 사우디에 미군을 추가로 파병했다. 이란은 여전히 200만b/d 이상의 원유를 생산하는 국가며 호르무즈 해협에 지속적인 긴장감을 고조시킬 수 있다. 호르무즈 해협을 통과하는 원유 도입을 미국/유럽/인도 모두 꺼려하지만 중국은 오히려 도입량(중국 전체 수입량의 34%)을 증가시켰다. 미중 분쟁 장기화, 유가 지지 수단이 없는 OPEC의 상황을 고려했을 때 충분히 중동 긴장감은 더욱 고조될 수 있는 상황이며 관련 이슈 발생에 따른 유가 급등 가능성에 대비해야 할 시점이다.

도표 27. 이란 8월 원유 생산량 219만b/d, 수출량 36만b/d



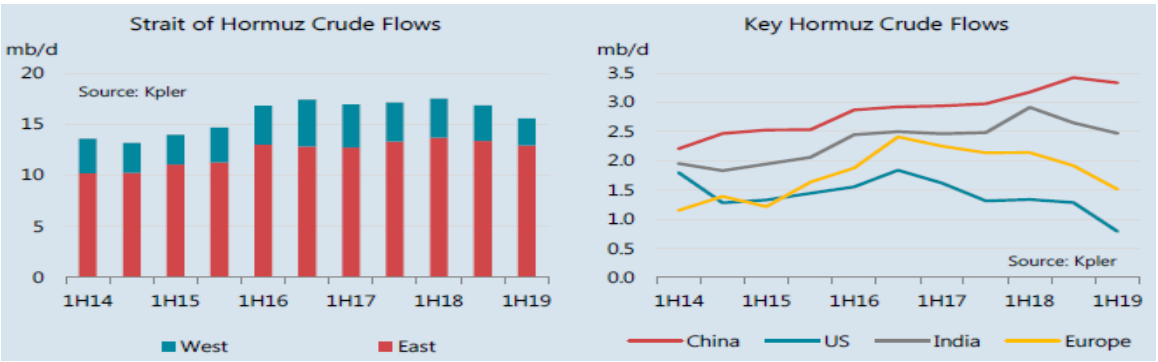
자료: Bloomberg, EIA, IEA, JODI, OPEC, DB금융투자

도표 28. 이란 원유 수출 지역별 비중



자료: Bloomberg, EIA, IEA, JODI, OPEC, DB금융투자

도표 29. 호르무즈 해협 원유 수송량 1H19 1,550만b/d(YoY-200만b/d), 중국을 제외한 전 지역 급감



자료: IEA, Kpler, DB금융투자

III. 정유: 시황 반등을 이끄는 2가지

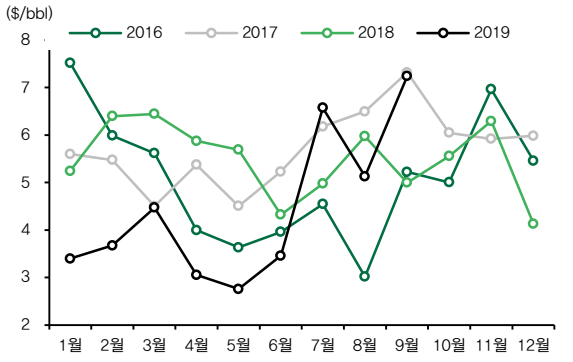
공급 부담 완화 + 동절기 수요 → 정유 계절성 반등

9월 정제마진 급등: 휘발유/B-C 변동성 확대, 등경유 마진 견고한 강세 기조 유지

정제마진 추가 상승 전망
1) 계절성 강화
2) 임박한 IMO

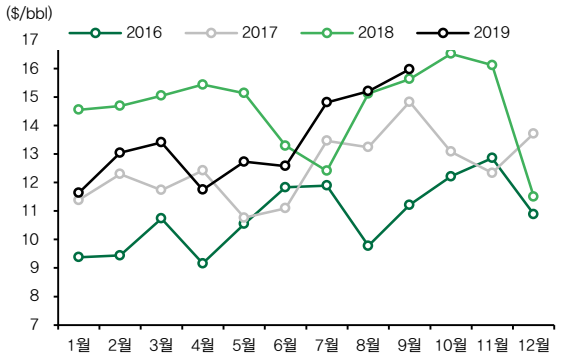
당사가 7월 발간한 정유 보고서, '비중을 늘려야 하는 3가지 이유'에서 주장했던 정유 시황 반등을 이끄는 3가지 요인 중 계절성 강화, IMO 효과는 더욱 공고해지고 있다. 다만 WTI-Dubai 할인폭 축소는 중동 긴장감이 해소되지 않는 한 단기에는 변동성이 커질 가능성이 높다. 싱가폴 정제마진은 9월 평균 $7.2/bbl로 급반등 했는데, 9월 기준 정제마진으로는 17.9월 미국 허리케인 여파로 미국 정제설비 가동률이 급락했던 시기와 유사한 수준까지 상승했다. 주목할 것은 전 제품의 강세가 나타나고 있다는 점이다. B-C는 높은 변동성 하에 중동 긴장감이 증가하며 유가와 유사한 수준의 마진을 유지하고 있으며, 6월 $6/bbl 수준이었던 휘발유 마진은 현재 $10/bbl을 상회하고 있다. 7월 부터 견고한 상승세를 유지하던 등경유 역시 상승세를 이어나가고 있다. 당사는 강세를 유지하고 있는 정제마진이 아시아 정유사의 계절성 반등, IMO 시행 전 재고비축효과 등으로 추가 강세 가능성이 높다고 판단한다.

도표 30. 싱가폴 complex 월별 마진: 9월 급반등



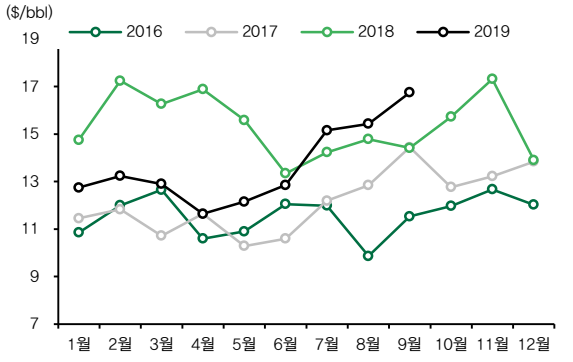
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 31. 경유 월별 마진: 7월 이후 강세 기조 이어짐



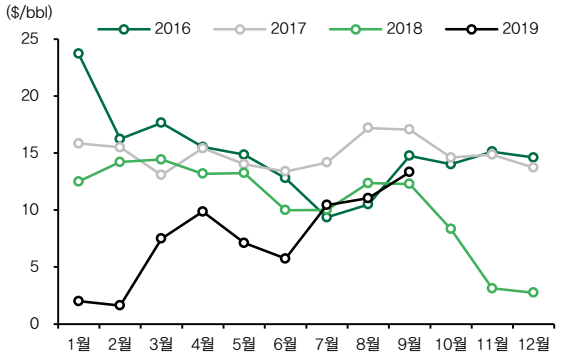
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 32. 항공유 월별 마진: 9월 마진 강세



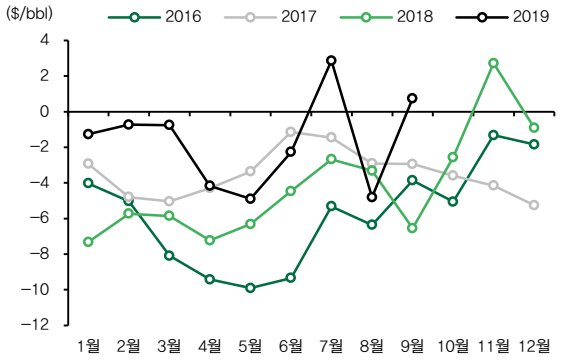
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 33. 휘발유 월별 마진: 예년 수준 회복



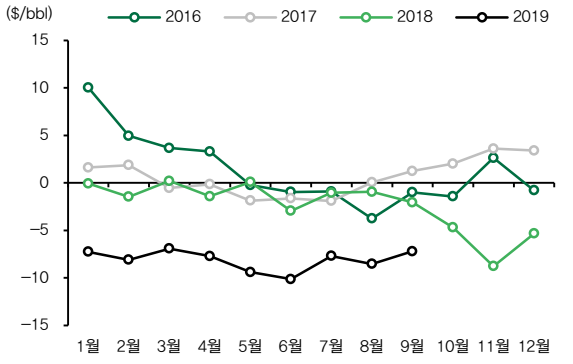
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 34. B-C 월별 마진: 극심한 변동성



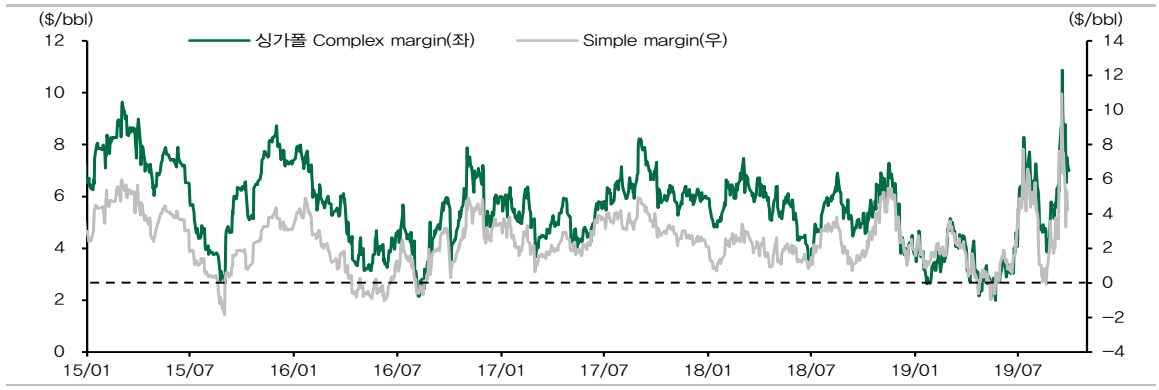
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 35. 납사 월별 마진: 낮은 변동성



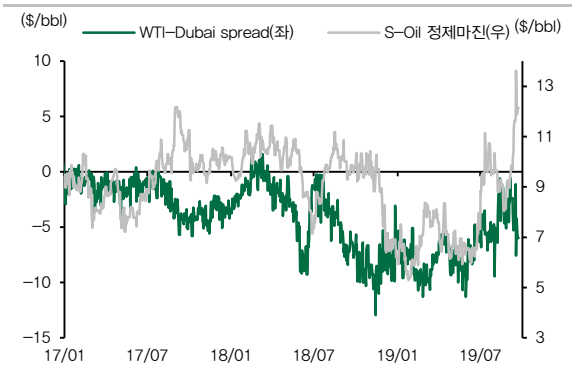
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 36. 사실상 전제품 마진 반등으로 Complex / Simple 마진 동반 개선



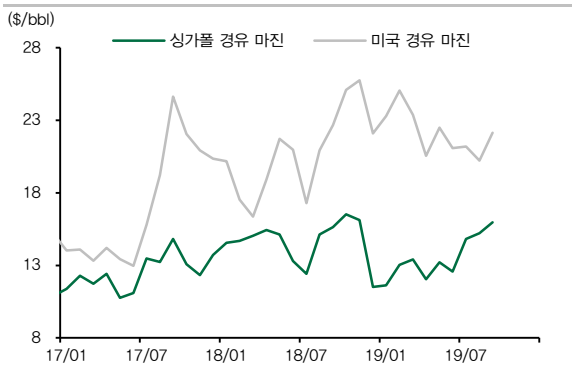
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 37. WTI 할인폭 확대에도 정제마진 강세 유지



자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 38. 지역별 경유 마진 차이 축소



자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

하락세로 반전한 미국 정제 가동률, 11월까지는 계절적인 미국 공급 부담 완화 시기

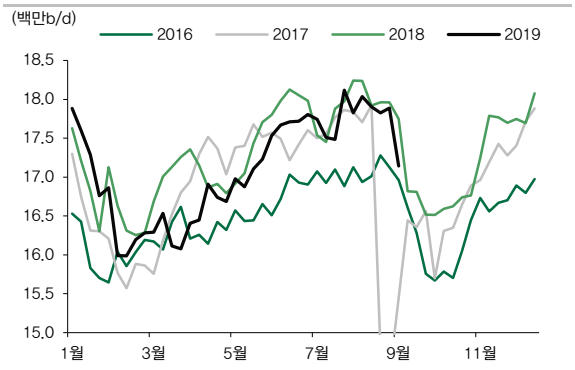
17년을 제외하면 등경유 마진 8월~11월 상승 추세

미국 정제처리량이 하락 반전하고 있다. 글로벌 정제설비의 약 20%를 차지하는 미국의 정제가동률은 3월 이후 반등하여 휘발유 성수기인 7~8월에 고점을 그린다. 글로벌 휘발유 수요의 36%를 차지하는 미국으로서는 당연한 가동률 변화다. 3월부터 반등하는 미국 가동률과 함께 증가하는 미국 경유 수출량(미국 경유 수요는 글로벌 15%)은 비수기로 접어드는 글로벌 경유 시황에 부담으로 작용한다. 반대로 7~8월을 정점으로 떨어지는 미국 가동률은 글로벌 공급 부담을 완화시키는 역할을 하게 된다. 특별한 이벤트가 발생하지 않는 한 미국 가동률이 떨어지면 등경유 마진은 개선 추이를 보일 수 밖에 없다. 14년 이후 허리케인이 발생했던 17년을 제외하면 8월~11월 등경유 마진은 상승 추세를 보였으며 미국 가동률이 11월 이후 반등하면서 12월 등경유 마진은 상승세가 꺾였다.(사실 12월은 중국발 수출 부담이 가장 크다.)

동절기 등경유 성수기 효과 고려

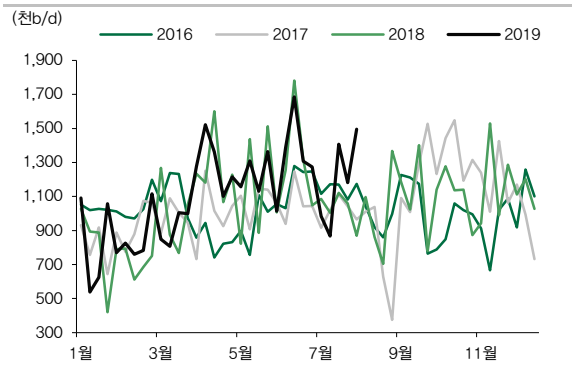
등경유 생산 비중이 높은 아시아 정유사의 성수기인 동절기가 다가오고 있으며 통상적으로 미국 가동률이 반등하고 단기적인 중국의 수출 부담이 커지는 12월에는 IMO 효과가 부정적인 영향을 상쇄할 것으로 예상된다. 여전히 OECD 등경유 재고는 15년 수준에 머물고 있으며 글로벌 경기 둔화로 전반적인 경유 수요는 부진하나 성수기 효과를 무시할 수는 없다.

도표 39. 미국 정제처리량 하락 반전: 10월까지 저위 가동률



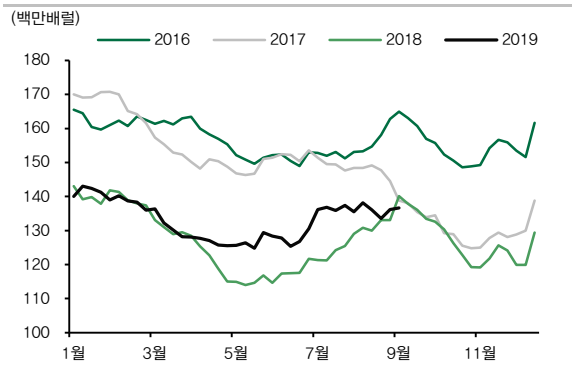
자료: Bloomberg, EIA, DB금융투자

도표 40. 미국 주간 경유 순수출 추이: 하락 반전 예상



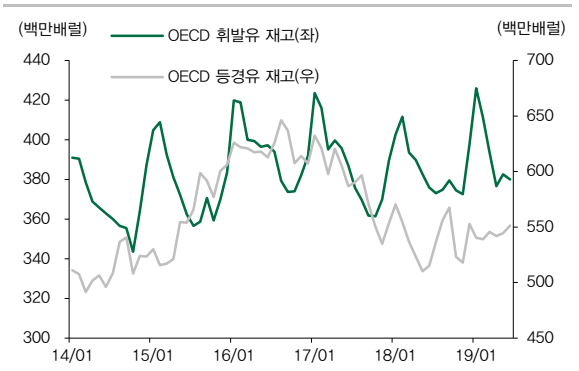
자료: Bloomberg, EIA, DB금융투자

도표 41. 미국 경유 재고 동기간 4년래 최저치 수준



자료: Bloomberg, EIA, DB금융투자

도표 42. OEDC 등경유 재고 여전히 낮음



자료: Bloomberg, IEA, DB금융투자

정점을 지난 중국 석유제품 수출 부담

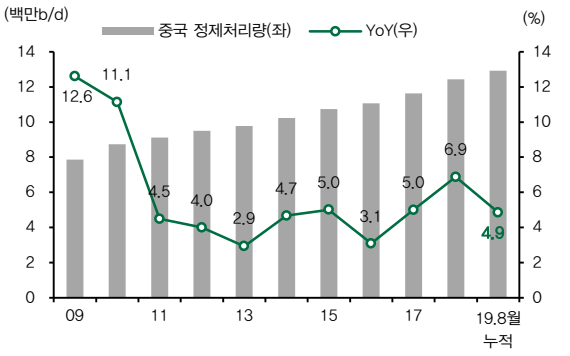
중국 석유제품 수출 부담은 하반기 완화 예상

계절성 측면에서 한가지 더 주목할 것은 4Q19 중국의 석유제품 수출 부담이 완화될 가능성이 높다는 점이다. 우선 중국 정제설비는 18년 기준 1,566만b/d, 글로벌 m/s 16%로 미국 다음이며 아시아 시황에서 가장 중요하다. 중국의 19.8월 누적 정제처리량은 1,292만b/d로 18년 동기간 대비 4.9% 증가했는데 17~18년 대비로 성장세는 소폭 둔화되었다. 정제처리량이 증가함에 따라 중국의 휘발유/등경유/납사 합산 수출량 역시 증가했는데 19.8월 누적 3,526만톤으로 18년 동기간 대비로는 9.2% 증가했지만, 18년 연간 YoY+12.4% 대비로는 역시 성장세가 둔화되고 있다.

19.3~4월을 peak로 중국 월별 수출 부담 완화

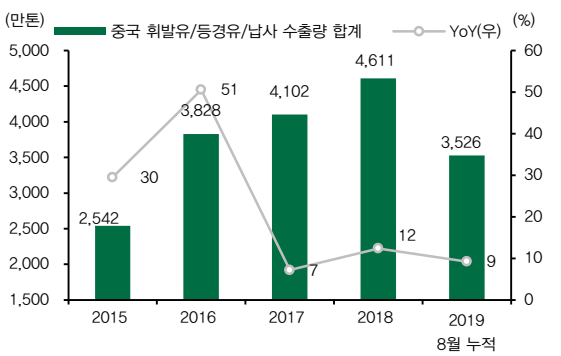
주목할 것은 19.3~4월을 peak로 중국 수출 부담이 완화되고 있다는 점이다. 특히 중국 내수 경유 수요 둔화로 중국 경유 수출량은 급등하고 있었는데, 19년 1분기 606만톤(YoY+29%), 2분기 591만톤(YoY+9%)로 분기 기준 사상 최대치를 경신했다. 하지만 월 기준으로는 19.3~4월을 peak로 급등세는 둔화되고 있으며 19.7~8월 누적으로는 YoY -7%로 수출 부담이 일단락 되고 있는 모습이다. 이는 중국 석유제품 수출이 18년부터 대규모 수출쿼터가 부여되는 초기에 수출량이 급등하는 계절성을 보이고 있으며 정제처리량 상승세가 일단락되었기 때문으로 판단된다. 또한 향후 IMO 시행에 따라 HSFO 급락, Simple 마진 급락으로 이어진다면 중국 생산능력의 30%를 차지하는 tea-pot 가동률이 낮아질 수 밖에 없기에 중국의 수출 부담은 갈수록 완화될 수 밖에 없다.

도표 43. 중국 정제처리량 19.8월 누적 YoY+4.9%



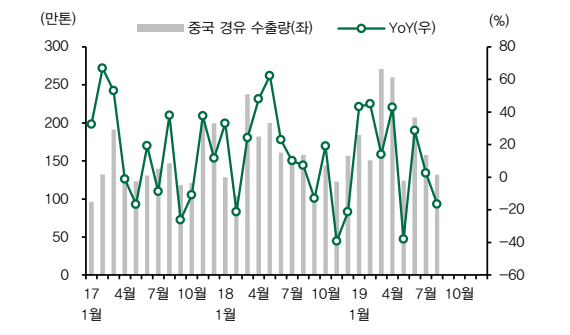
자료: Bloomberg, KITA, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 44. 중국 석유 수출 19.8월 누적 YoY+9.2%



자료: Bloomberg, KITA, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 45. 19.3~4월을 peak로 중국 경유 수출 부담 완화



자료: Bloomberg, KITA, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 46. 중국 Tea-pot 가동률: 19.9월 누적 YoY-1.4%p

자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

인도 정제처리량 둔화 → 수출 둔화 지속

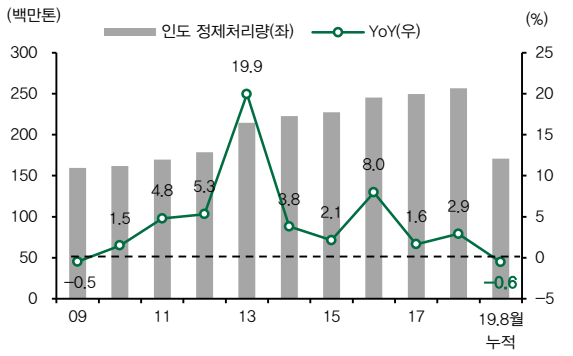
인도 정제처리량/ 경유 수출량 감소

인도의 경유 순수출 감소 추세 역시 하반기 눈여겨볼 요소다. 인도는 가파른 내수 수요 증가 및 설비 증설로 정제처리량이 꾸준히 증가해왔지만 19.8월 누적 정제처리량은 1.7억톤(522만b/d)으로 09년 이후 첫 역성장을 시현하고 있다. 인도의 추후 대규모 순증설이 제한적인 가운데 가팔랐던 정제처리량 증가 추세가 둔화되기 시작한 것이다. 인도 석유 제품 수요는 19.8월 누적 YoY+2.5%로 여전히 견고한 성장을 지속하고 있기에 정제처리량 감소는 수출 감소로 이어질 수 밖에 없다. 결과적으로 인도 경유 순수출량은 19.8월 누적 YoY-9.4%로 하락했다.(참고로 인도 19.8월 경유 순수출량은 231만톤으로 중국 132만톤보다 75% 크다. 인도의 아시아 역내 시장 영향력이 더욱 크다고도 볼 수 있다.)

등경유 개선 기대감↑

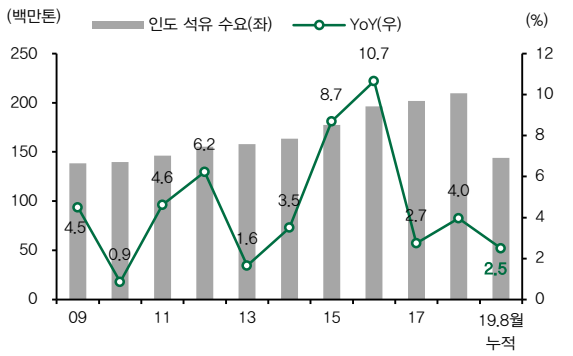
글로벌 no.1 생산능력 보유국인 미국의 계절성에 따른 정제처리량 감소, 중국/인도의 석유제품 수출 증가세 둔화는 분명 하반기 글로벌 석유 시장의 공급 부담을 완화시키는 요소다. 하반기 등경유 중심의 계절성 반등 기대감을 더욱 높여야 할 시점이다.

도표 47. 인도 정제처리량 09년 이후 첫 역성장 시현 중



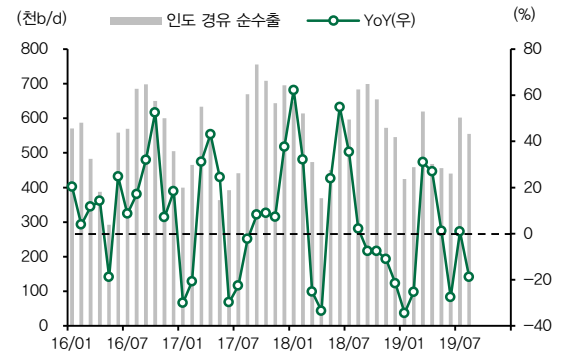
자료: Bloomberg, KITA, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 48. 인도 석유 수요는 여전히 견고한 성장



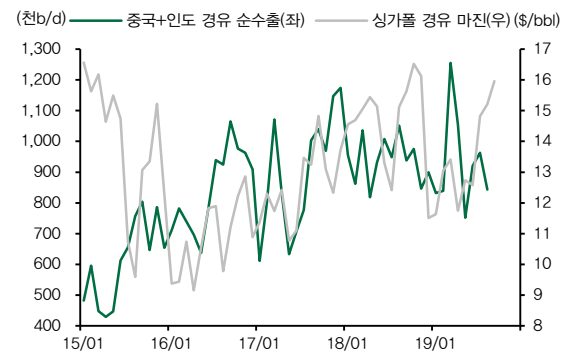
자료: Bloomberg, KITA, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 49. 인도 경유 순수출 19.8월 누적 YoY-9.4%



자료: Bloomberg, KITA, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 50. 중국+인도 경유 수출 부담 완화



자료: Bloomberg, KITA, Petronet, 산업자료, DB금융투자

임박한 IMO 시행: 경유 마진 급등 가능성

스크러버/LNG 사용 가능 선박 증가 추세, 다만 경유 수요 급등을 막을 수 없다

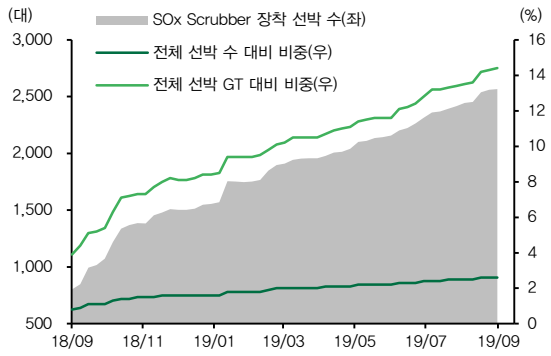
IMO 임박

20년 IMO의 황함량 규제(3.5% 상한선→0.5%) 시행이 임박했다. IMO가 시행되면 선박연료로 황함량 0.5% 미만의 LSFO를 사용해야 한다. 앞선 자료들에서 언급한 것 처럼 선주들의 대안은 4가지다. 스크러버(황산화물 세정)를 장착하거나, LSFO를 사용하거나, LNG를 사용하거나, 마지막은 규제 조치에 응하지 않거나다. 규제 불응의 가능성을 배제할 순 없지만 이는 초기에만 해당되는 가정일 뿐 시간이 지날수록 위반에 대한 강도가 강해지는 것이 수순이기에 선주들마다 IMO 대비에 대한 결정을 내려야 할 시기가 가까워오고 있다.

선박 연료 중 약 53%가 LSFO 전환 필요

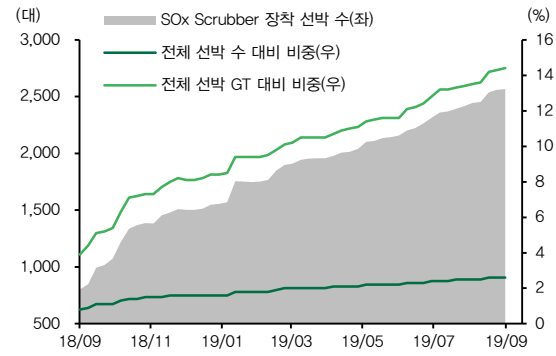
클락슨 자료에 따르면 현재 스크러버 장착 선박은 전체 중량 대비 14.4%다. 스크러버로 일찌감치 대안을 선택한 선주들의 스크러버 장착속도가 빨라지며 20년 연간으로 전체 선박 중량의 약 15% 수준이 스크러버를 장착할 것으로 예상된다. 역시 클락슨에 따르면 LNG를 연료로 사용 가능한 선박 비중은 2.9%로 20년 연간으로 4%를 가정하고 있다. 그렇다면 전체 선박 연료 중 이미 MGO를 사용하던 28%를 제외하면 나머지 약 53%가 연료를 LSFO로 전환해야 함을 뜻한다.

도표 51. 스크러버 장착 선박은 전체 중량 대비 14.4%



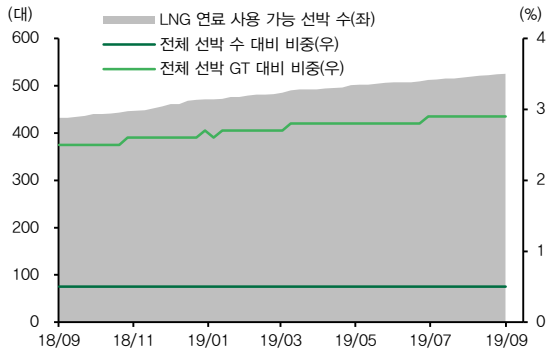
자료: Clarksons Research, DB금융투자

도표 52. Orderbook 전체 중량 중 스크러버 장착 비중 34%



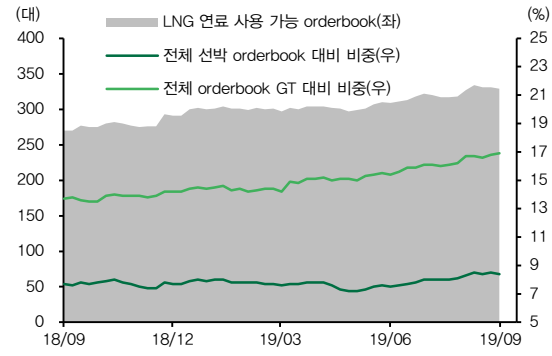
자료: Clarksons Research, DB금융투자

도표 53. LNG 사용 가능 선박은 전체 중량 대비 2.9%



자료: Clarksons Research, DB금융투자

도표 54. Orderbook 전체 중량 중 LNG 사용 가능 16.9%



자료: Clarksons Research, DB금융투자

20년 YoY+4% 내외의 경유 수요 성장은 등경유 마진 급등으로 이어질 것

IMO 효과로만 20년 경유수요 YoY +3.2% 전망

IMO 규제를 따르지 않는 선박이 전체 중량의 20%라 가정하고 20년에 신규 가동되는 SK이노베이션과 같은 VLSFO 생산용 설비에서 15%가 조달된다고 보면 나머지 약 18%는 경유와 HSFO를 혼합하여 생산해야 한다. 이 가정이라면 20년 IMO 시행에 따른 경유 수요 증가분은 18년 경유 수요 13.8억톤의 3.2%에 달한다. 또한 20년 상반기 내 가동이 목표인 SK이노베이션, 중국 VLSFO 신규 생산 설비들이 20년 연간에 걸쳐 가동된다는 것을 감안하면 '20년초' 경유/HSFO 혼합 생산 비중은 더욱 커질 수 있으며 당연히 20년초 IMO에 따른 혼합용 경유 수요 역시 커질 것으로 판단된다.

20년 경유 마진 큰 폭 개선 전망

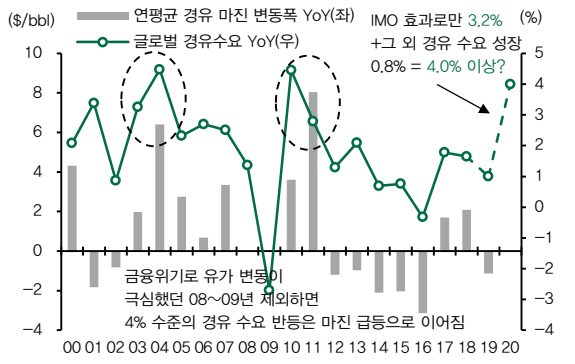
2000년 이후 연간 경유 수요가 4% 이상 개선된 것은 04년과 10년으로 그 해 연평균 경유 마진은 $4~5/bbl 상승했다. 20년 IMO에 따른 경유 수요 증가분만 3.2%라 가정하면 일반 수요 증가분까지 고려했을 때 경유 수요 급등→마진 급등은 충분히 재현될 수 있는 시나리오다. 시행 전 재고비축 수요까지 고려하면 IMO에 따른 경유 마진 개선은 19년말에 좀더 빠르게 나타날 가능성 역시 배제할 수 없다. 우호적인 계절성, 임박한 IMO 시행에 따른 마진 개선 기대감을 높여야 한다.

도표 55. IMO 시행 후 선박연료 사용량 추정: 가정대로 진행될 경우 경우 IMO로만 경유 수요 +3.2%

구분 및 가정	단위		비고
18년 총 선박연료 연간 사용량	백만톤	271	
– HSFO 사용량	백만톤	196	72.2% 사용 비중
– MGO 사용량	백만톤	75	27.8% 사용 비중
*20년 IMO 시행 후 가정			
20년 선박연료 연간 사용량 가정	백만톤	271	18년과 총 선박연료 사용량 동일하다고 가정
– SOx Scrubber 비중	%	15.0	기존 HSFO 사용, 클락슨 기본 가정 대비 상향
– LNG 연료 사용가능 비중	%	4.0	클락슨 20년말 4% 가정
– HSFO 사용 비중	%	20.0	IMO 0.5% 황함량 규제 위반 선박 비중 20% 가정
– MGO 사용 비중	%	27.8	18년과 같다고 가정
– LSFO 사용 비중	%	15.0	선박용 VLSFO 생산 설비(SK이노베이션)가정
– MDO 사용 비중	%	18.2	경유 약 90%, HSFO 약 10% 비중으로 혼합
– MDO 사용량	백만톤	49.4	
Diesel 필요량	백만톤	44.5	18년 경유수요 13.8억톤의 **3.2%**
HSFO 필요량	백만톤	4.9	
20년 HSFO 사용량	백만톤	99.8	18년 HSFO 대비 약 1억톤 감소, 18년 FO 수요 대비 −23.0%

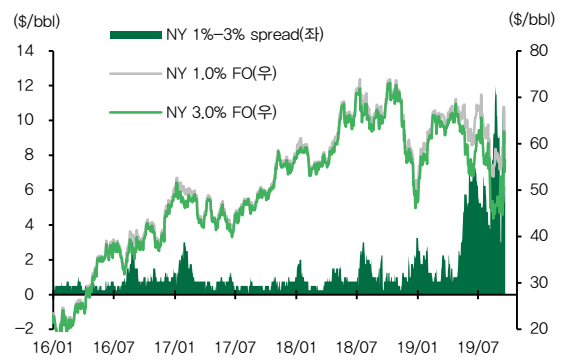
자료: Bloomberg, Clarksons Research, DB금융투자

도표 56. 00년 이후 경유 수요 4% 개선 시 마진 급반등



자료: Bloomberg, BP, Petronet, DB금융투자

도표 57. 미국 LSFO-HSFO 마진 변동성 커짐



자료: Bloomberg, BP, Petronet, DB금융투자

중동 긴장에 따른 WTI 할인폭 확대 변수, 원가는 부담 vs. 제품가격은 긍정적

WTI 할인폭 축소로 미국/싱가폴 마진 갭 축소

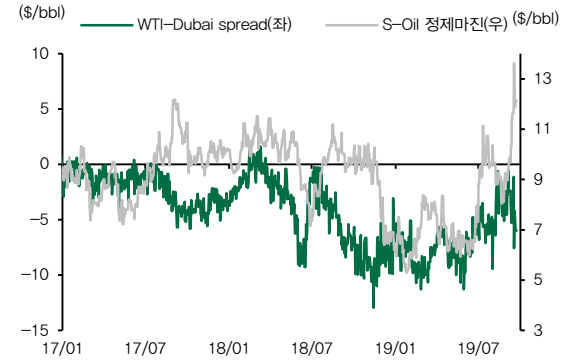
중동 이슈만 없다면 WTI 할인 폭은 더 축소 가능

WTI의 타 유종 대비 할인폭 축소는 아시아 정제마진의 반등을 야기시킬 수 밖에 없다. OPEC의 공급 조절에 따라 상대적인 원가 부담에 신음하던 아시아 정유사들의 원가 부담을 완화시키는 동시에 상대적인 미국의 원가 부담은 높아지기 때문이다. 실제로 6월 이후 나타난 싱가폴 정제마진 반등은 WTI 할인폭 축소와 방향성이 일치한다. WTI의 Dubai 대비 할인폭은 OPEC의 감산 속도가 늦어질수록 미국 원유 수출량이 증가할수록 축소될 수 밖에 없다. OPEC은 감산이 연장되었지만 추가적인 감산량은 현저히 줄어들었으며 미국 원유 수출은 Permian 파이프라인 개통 이후 19년말~20년 상반기에 걸쳐 더욱 가파르게 늘 가능성이 높다. 시황은 분명히 WTI 할인폭이 더욱 축소되는 방향성이다.

다만 단기 중동 이슈 지속될 것

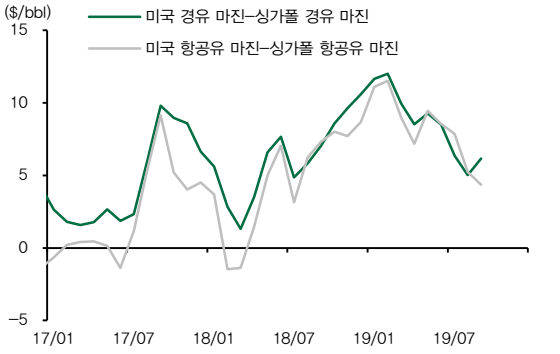
다만 중동 지정학적 이슈 발생으로 단기 WTI 할인폭은 더욱 커질 수 있다. Dubai의 생산 차질 및 수송에 대한 불안감이 커질수록 Dubai 할증이 커질 수 밖에 없기 때문이다. 9/16일 사우디 아람코 피격 이후 유가가 급등했으며 이후 WTI-Dubai spread는 -$6/bbl까지 확대 되었다.(9/1~9/15 평균 -$2.9/bbl) 다행히 WTI-Dubai spread 확대에도 여러가지 요인으로 아시아 정제마진 상승세가 꺾이지 않았지만 WTI 할인폭이 재차 확대되는 것은 분명 경계해야 할 변화다.

도표 58. WTI 할인폭 확대에도 정제마진 강세 유지



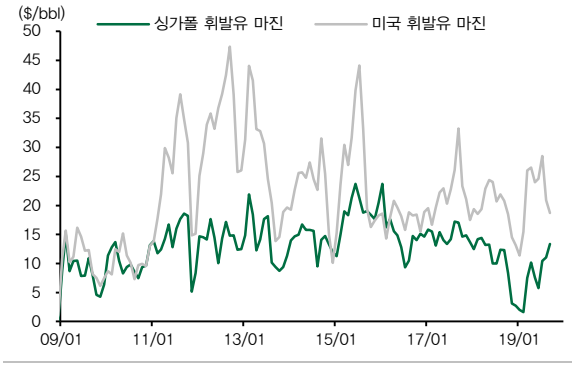
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 59. WTI-Dubai 할인폭 축소→미국/싱가폴 마진갭 축소



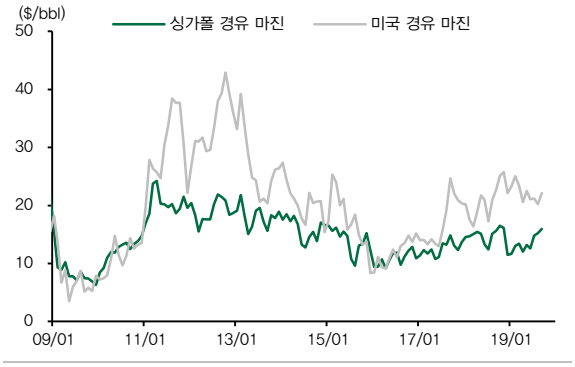
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 60. 미국 휘발유 마진 반락 vs. 싱가폴 휘발유 반등



자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 61. 싱가폴 경유 마진 반등 추세, 미국 9월 반등



자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

중동 긴장감이 높아지면 아시아 석유제품 선호도 역시 높아진다.

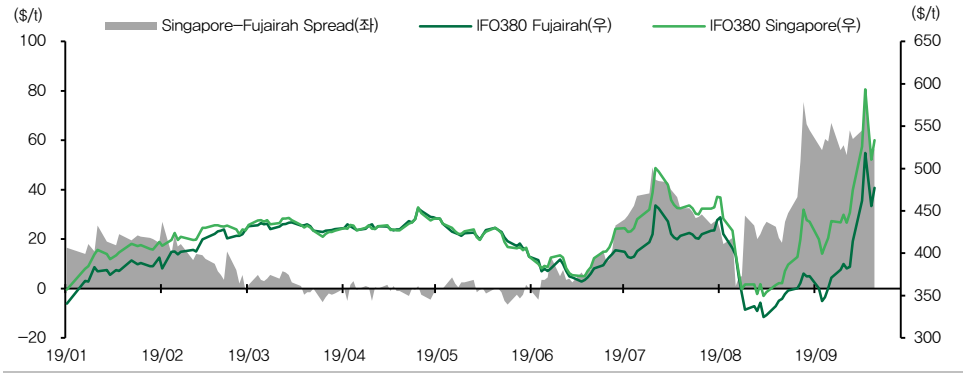
중동 긴장감이 고조될수록 싱가폴 석유제품 선호↑

다만 흥미로운 점은 이란발 중동 긴장감이 고조될 수록 아시아 B-C, 선박용 경유(MGO)의 강세가 나타난다는 점이다. 여러 언론을 통해서 이미 중동 지역의 운임, 보험료 급등으로 선주들이 호르무즈 해협을 꺼리고 있다고 알려져 있다. 그래서 중동발 물량의 반대급부로 아시아 지역의 B-C, MGO의 중동 대비 가격 경쟁력이 높아지고 있다. Ship & Bunker에 따르면 싱가폴의 UAE 푸자이라항 대비 HSFO 가격 프리미엄은 5월 $0/t에서 최근 $50/t~$60/t 수준으로 반등했다.(가격 프리미엄 약 12%) 또한 싱가폴 MGO 가격의 푸자이라 항 대비 할인 폭은 연초 $210/t→9/20 $98/t까지 감소 했다.(할인 연초 30%→현재 14%) 중동 긴장감이 싱가폴 석유 제품 마진을 끌어올리고 있는 것이다.

중동 긴장감은 원가에 부정적 제품 가격에는 긍정적

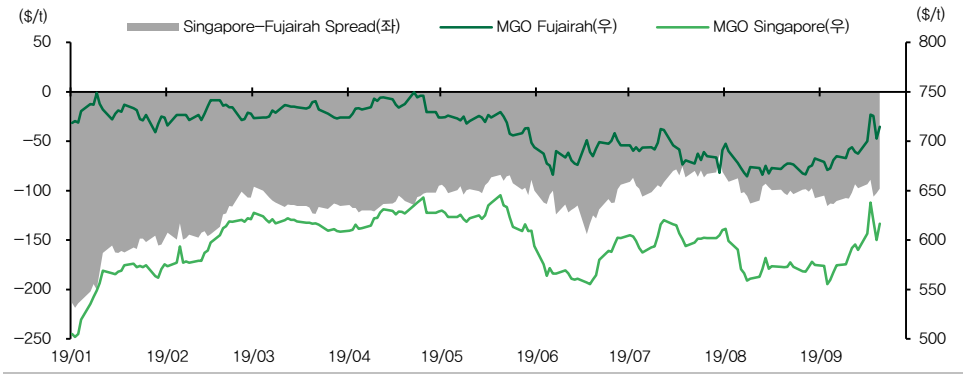
이렇듯 중동의 지정학적 이슈가 발생하게 되면 원가 측면에서는 부정적이고 제품 가격 측면에서는 긍정적인 효과가 나타나고 있다. 득과 실, 어느 것이 더욱 클지는 모르지만 한 가지 다행인 것은 현재는 아시아 정유사에 우호적인 성수기로 접어들며, 임박한 IMO 시행을 앞두고 재고비축이 나타날 수 있는 상황이라는 점이다. 등경유 수급이 타이트한 상황에서 중동발 변동성이 커질 경우 정제마진의 over-shooting 가능성 역시 배제할 수 없다고 판단한다.

도표 62. 싱가폴 Fuel Oil(B-C, 380cst)와 UAE 푸자이라 항구 Fuel oil spread 확대: 싱가폴 B-C 선호



자료: Ship & Bunker, DB금융투자

도표 63. 싱가폴 선박용 경유(MGO)와 푸자이라 항구 경유 할인폭 축소(연초 -$220/t → 현재 -$98/t)



자료: Ship & Bunker, DB금융투자

IV. 화학: 배팅보다는 아직은 인내

시황의 바닥은 어디인가? 아직은 인내가 필요

에틸렌/PE 순증설 부담 peak는 20년

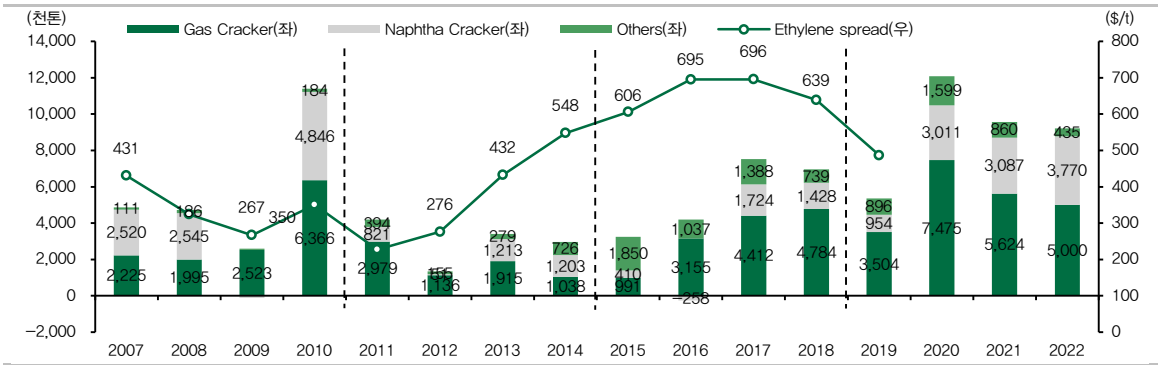
에틸렌 순증설 부담 지속

에틸렌 순증설 부담은 아직도 녹록지 않다. 19년에 가동 예정이었던 신규 프로젝트들의 가동이 일부 지연되면서 20년 부담이 더욱 커졌으며 가동 시점을 고려한 20년 순증설 부담은 1,209만톤에 이른다.(전체 글로벌 Capacity의 6.9%, CTO 제외 시 1,049만톤) 20년 이후 공급 부담이 줄어들 수 있다는 점은 다행스러운 일이지만 20년 신규 가동이 예정된 프로젝트들의 지연 가능성을 고려하면 자로 잰듯한 공급 부담 peak 시점을 논하기는 어렵다.

PE 순증설 부담 지속

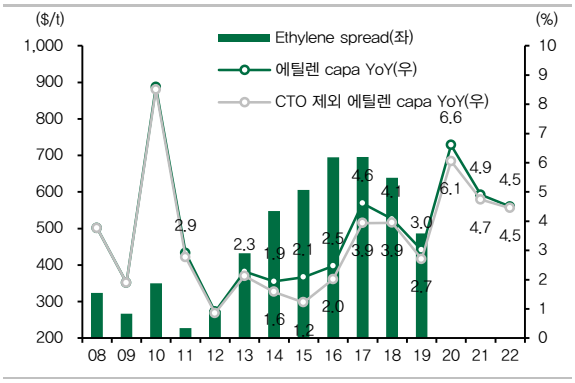
PE 역시 순증설 부담이 크다. 17~21년 에틸렌 순증설의 70~80%가 PE downtream을 위한 원재료로 사용되며 늘어난 에틸렌 공급 부담만큼 PE의 부담 역시 증가하고 있다. 3대 PE의 20년 순증설 합산 규모는 888만톤으로 19년 Capa의 7.3%에 달하며, PE 수요의 일반적인 성장성(4~5%)과 글로벌 경기 상황을 고려할 때 분명 부담스러운 수준이다.

도표 64. 글로벌 에틸렌 크래커별 증설 추이(가동 시점 고려): 19~22년 연평균 905만톤, CTO 제외 827만톤, 20년 부담 peak



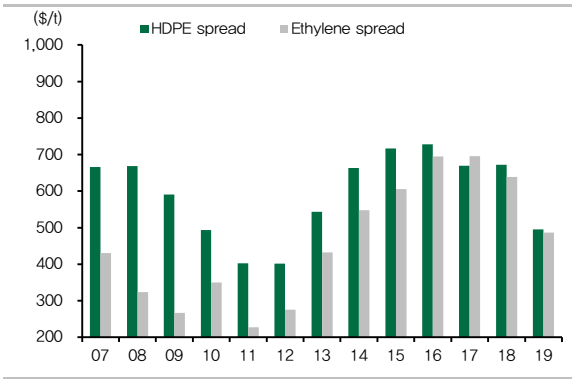
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 65. 20년 에틸렌 순증설은 글로벌 Capa의 6% 상회



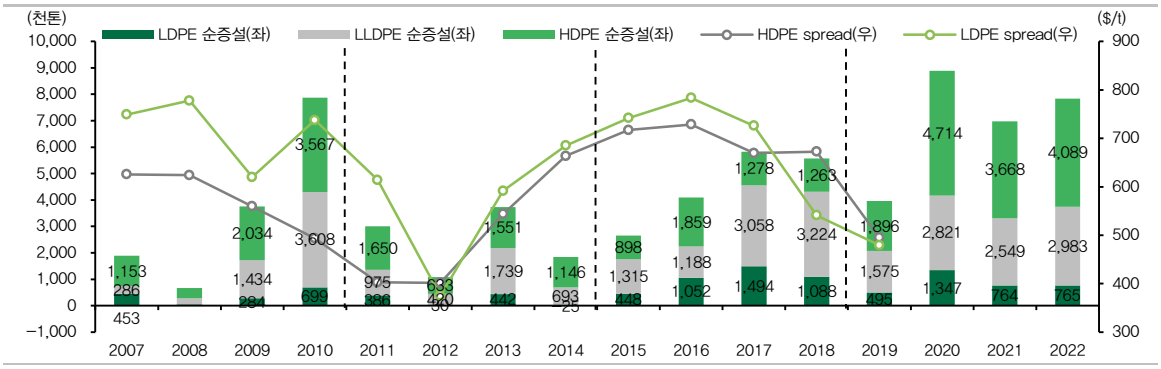
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 66. PE spread와 에틸렌 spread 방향성 일치



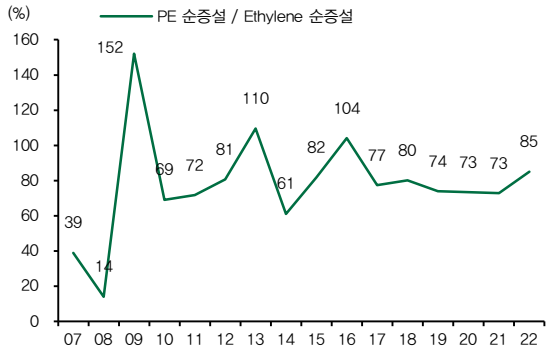
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 67. 글로벌 LD/LLD/HDPE 합산 증설 추이(가동 시점 고려): 19~22년 연평균 692만톤, 20년 공급 부담 peak



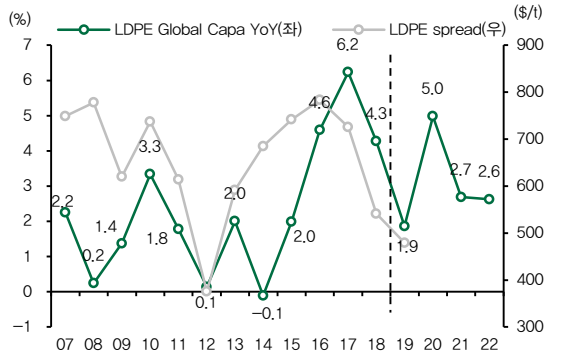
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 68. 에틸렌 순증설 70~80% → PE 순증설의 원재료



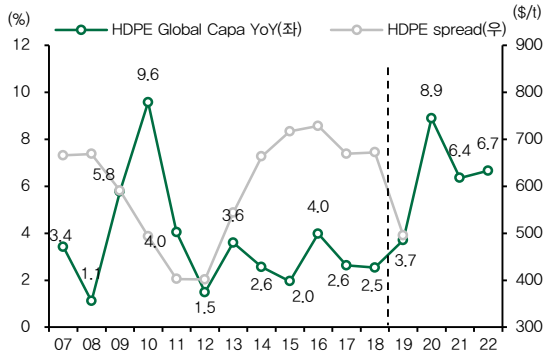
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 69. LDPE 순증설 부담은 20년 이후 완화



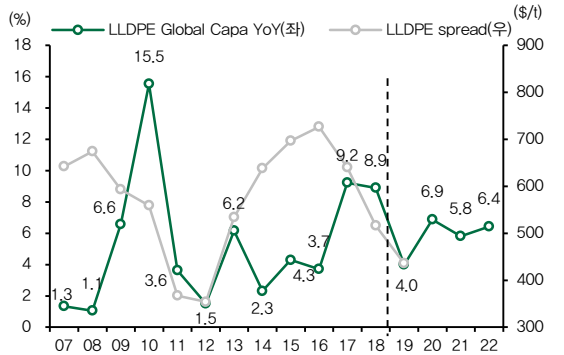
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 70. HDPE 순증설 부담은 20년 peak 이후 둔화



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

도표 71. LLDPE 순증설 부담은 20년 이후 유사한 수준



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

20년 상반기 에틸렌 공급 부담이 가장 클 것

순증설 규모를 측정하는 방법론

대부분의 정유/화학 제품의 연간 공급 순증설 규모를 측정하는 방법 중 대표적인 것은 연중 가동시점을 고려하여 생산능력을 배분하는 것이다. 예를 들어 100만톤의 순증설 프로젝트가 19년 4Q에 가동했을 경우 19년에 +25만톤, 20년에 +75만톤을 계상하는 식이다. 다만 이는 연간 수급을 손쉽게 계량하는 측면에서 합당한 방법일 수는 있으나 실질적인 프로젝트 가동 시점에 대부분의 공급 부담이 즉각 반영되는 '단기 실질 수급'측면에서는 다소 맞지 않는 방법이다. 이런 단점을 보완하기 위해 통상적으로 프로젝트별 가동 시점을 병행하는 방법이 필요하다.(너무 당연한 얘기를 하고 있다.)

2H19~1H20 대규모 에틸렌 프로젝트 가동 예정

19년 하반기, 20년 상반기에 걸쳐 가동되는 신규 에틸렌 증설 프로젝트는 1,061만톤(CTO/MTO & 소규모 revamping 제외)에 달한다. 본격적인 에틸렌 설비 가동을 시작하는 롯데케미칼 미국 프로젝트를 시작으로 Formosa/SASOL/중국 업체 등 100만톤 이상의 대규모 프로젝트들이 순차적으로 가동된다. 가동 시작과 함께 가동률을 끌어올리며 시장에 영향력을 크게 미칠 수 있는 규모다. 즉 추가 가동 지연이 없다면 20년 중에서도 상반기에 공급 부담이 가장 극심하게 나타날 수 있다는 의미다.

도표 72. 글로벌 주요 에틸렌 증설 프로젝트 내역: CTO/MTO 제외, 소규모 revamping 제외 (단위: 천톤)

기업	국가	생산공법/원재료	순증설	가동시점
Hanwha Total	Korea	Naphtha	300	2Q19
LG Chem	Korea	Naphtha	230	2Q19
		1H19 단순 합계	530	
LACC	United States	Ethane	1,000	3Q19
Shin-Etsu	United States	Ethane	500	3Q19
SP Chemicals	China	Ethane/Propane	650	3Q19
Pengerang Refining	Malaysia	EPB/Naphtha	1,200	3Q19
Formosa Plastics	United States	Ethane	1,200	4Q19
SASOL	United States	Ethane	1,550	4Q19
		2H19 단순 합계	6,100	
Dow	United States	Ethane	500	1Q20
Zhejiang	China	EPB/Naphtha	1,400	1Q20
ZapSibNeftekhim	Russia	EPB/Naphtha	1,500	2Q20
Liaoning Bora	China	EPB/Naphtha	1,000	2Q20
		1H20 단순합계	4,400	
Novy Urengoy GCC	Russia	Ethane	420	3Q20
Bayport Polymers	United States	Ethane	1,000	3Q20
Longyou	China	FCC/DCC	400	3Q20
SINOPEC Wuhan	China	Naphtha	300	3Q20
Sinopec-KPC	China	EPB/Naphtha	800	3Q20
YNCC	Korea	Naphtha	350	3Q20
Wanhua Chemical	China	EPB	1,000	4Q20
		2H20 단순합계	4,270	
NKNK	Russia	Naphtha	600	1Q21
Ilam	Iran	EPB/Naphtha	458	1Q21
Hengli Petrochemical	China	EPB/Naphtha/Residues	1,500	1Q21
Huatai Shengfu	China	EPB	600	1Q21
MOC	Thailand	EPB	300	1Q21
		1H21 단순합계	3,458	

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

과거 PE spread 저점은 93년, 02년, 11~12년: 에틸렌 순증설 부담 4% 이상이 장기화

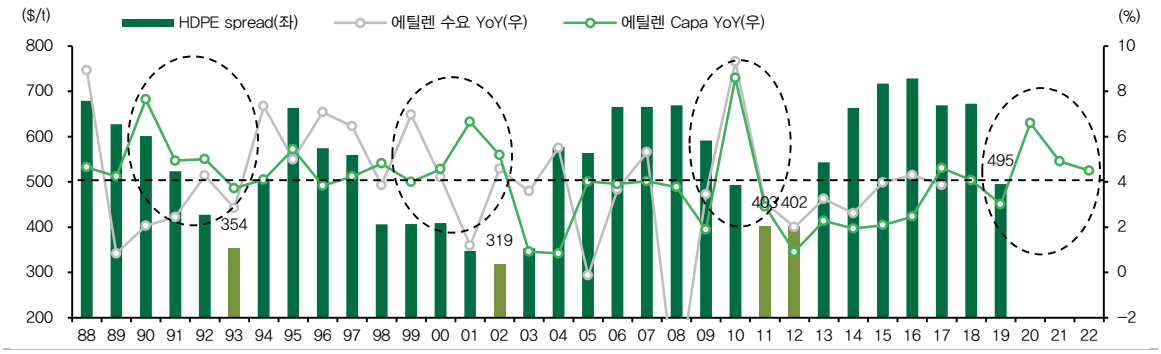
과거 PE spread 저점 93, 02, 11~12년. HDPE spread $300~400/t

과거 30년간의 에틸렌 cycle을 살펴보면 에틸렌/PE 공급 부담으로 인한 HDPE spread의 저점은 93년, 02년, 11~12년에 나타났다. 80년 후반~90년초에 걸쳐 4% 이상의 에틸렌 순증설이 지속되었고, 수요 성장은 그에 미치지 못하면서 연평균 PE spread는 5개년 연속 하락 후 93년 $354/t을 저점으로 반등했다. 외환위기부터 01년 9/11테러까지 수요 부진이 나타났을 때도 에틸렌 순증설 부담은 4%를 상회했으며 02년 HDPE spread $319/t을 저점으로 공급 부담이 완화되며 반등했다. 09~10년의 차화정 시절에는 중동/중국발 에틸렌 순증설이 큰 부담이었으나 금융위기 이후 글로벌 양적 완화에 따른 수요 급반등으로 spread 하락이 제한적이었다.(당시 섬유/고무 제품 spread 급등) 다만 그 부작용이 11~12년에 나타나며 연평균 HDPE spread 기준 $400/t을 저점으로 점진적으로 반등이 나타났다.

PE spread의 추가 하락 여지 남아 있음

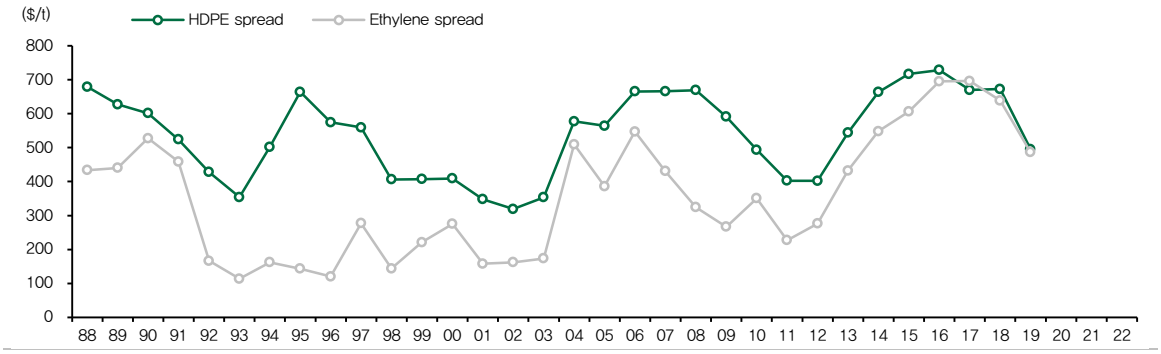
에틸렌 순증설 부담이 재차 4%를 넘어선 것은 17년 이후로 19년은 순증설 프로젝트들의 지연으로 일시적으로 4%를 하회하지만 대신 20년 부담이 6%를 상회한다. 19년 3월까지만 해도 $500/t을 상회하던 HDPE spread는 9/25 기준 $440/t까지 하락했다. 앞서 살펴본 것 처럼 20년 상반기까지 에틸렌 순증설 부담이 큰 폭으로 증가하며 PE spread는 과거 cycle의 저점 spread를 고려했을 때 추가 하락 여지가 남아있다.

도표 73. HDPE spread의 과거 저점은 93년, 02년, 11~12년: 에틸렌 순증설 부담이 4%를 상회하는 기간이 길어질 경우



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

도표 74. 90년대 초반을 제외하면 에틸렌 spread와 HDPE spread는 동조



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

20년 이후 아시아 에틸렌 가격의 낙폭이 커질 수 있다

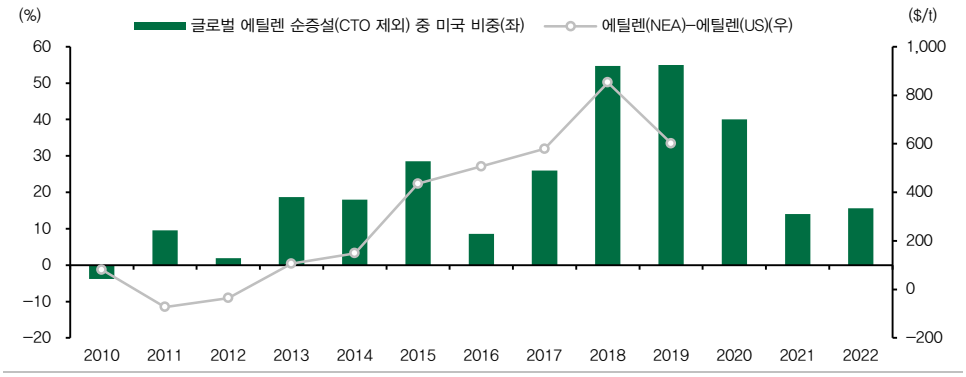
아시아 에틸렌 초강세 유지

16년부터 나타난 화학 시황의 특징 중에 하나는 아시아 에틸렌의 초강세다. 글로벌 에틸렌 순증설이 17년부터 4%대로 증가했음에도 불구 아시아 에틸렌의 강세가 이어졌으며 PE 가격과의 역전 현상도 빈번하게 나타나고 있다. 주목할 것은 미국 에틸렌 가격의 초약세가 병행되고 있다는 점이다. 글로벌 에틸렌 순증설에서 미국 ECC의 비중이 증가(CTO 제외 18~19년 글로벌 에틸렌 순증설의 55%)하며 아시아 에틸렌과 미국 에틸렌 가격의 차이가 18년 상반기 $1,000/t까지 확대되기도 했다.

중국/중동 에틸렌 증설 증가로 아시아 에틸렌↓ 전망

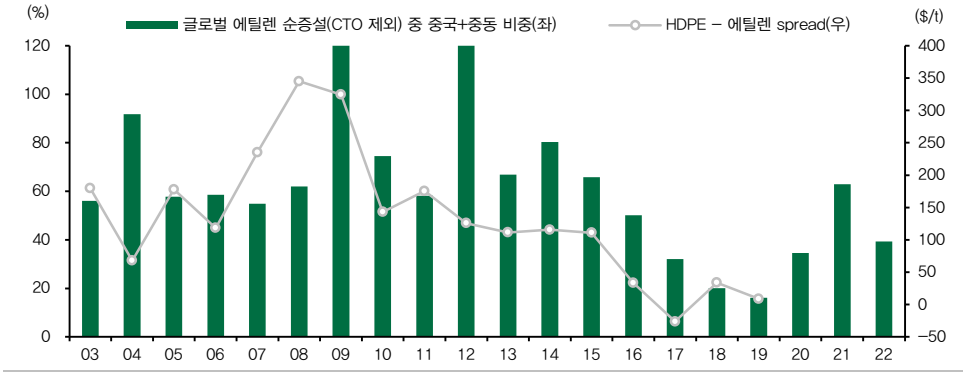
하지만 20년 이후로는 아시아 에틸렌 가격의 낙폭이 커질 수 있다. 20년 이후로 에틸렌 순증설 중 중국과 중동 비중이 급반등하기 때문이다.(19년 16%→21년 63%) 운송 비용과 부대시설의 미비로 아시아 지역으로 넘어오기 어려웠던 미국 에틸렌과 달리 중국/중동의 에틸렌 증설의 증가는 아시아 에틸렌 가격의 즉각적인 공급 부담으로 작용할 수 있다. 완전히 수직계열화되어 있는 업체보다는 에틸렌을 원재료로 구입/사용하는 업체들의 가동률&수익성이 반등할 수 있다.

도표 75. 글로벌 에틸렌 순증설 중 미국 비중이 점점 커지면서 아시아 에틸렌과 미국 에틸렌 가격 격차↑



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

도표 76. 글로벌 에틸렌 순증설 중 중국/중동 비중이 작아지면서 아시아 PE/에틸렌 가격 격차↓



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

MEG/PX/PTA 사례: Spread 하락에는 한계가 있다 → 연평균 PE spread 저점 $350/t 내외?

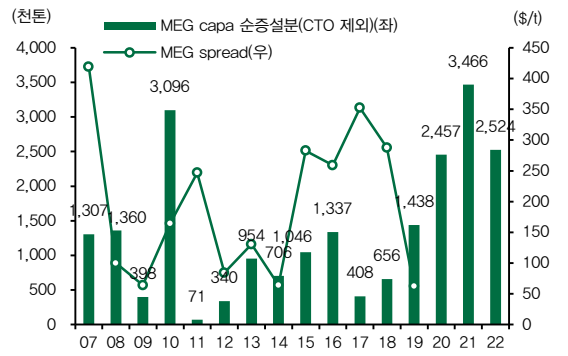
BEP에 근접하면 공급 부담에도 추가 spread 하락 제한적

수요가 부진하고 공급 부담이 크다고 해서 spread가 마냥 하락하지는 않는다. 업체별 BEP spread는 공법/규모/조달 등의 이유로 분명 차이가 존재하며 시장 벤치마크 spread 급락이 나타나면 가동을 포기하는 업체가 생기기 때문이다. 대표적으로 12~16년 PTA다. 09~11년까지 이어진 차화정 랠리 당시 화학 시황을 이끌었던 섬유/고무의 대표 제품군의 하나였던 PTA는 당시 높은 spread를 바탕으로 중국의 대규모 순증설이 12~16년 연평균 10%를 상회하는 수준으로 가동되었다. 10년에 폭발했던 중국발 섬유 수요는 이후 급락했으니 엄청난 공급부담이 가중되었던 것이다. PTA-PX spread는 대규모 순증설이 시작되었던 12년 연평균 $37/t(YoY-$139/t)까지 하락했으며 이후 순증설 부담에도 12년 수준을 유지했다. BEP에 근접한 spread에서 과중한 공급 부담에도 추가 하락은 나타나지 않았다.

과거 PTA/최근 MEG 사례. 다만 PE는 추가 하락 여지

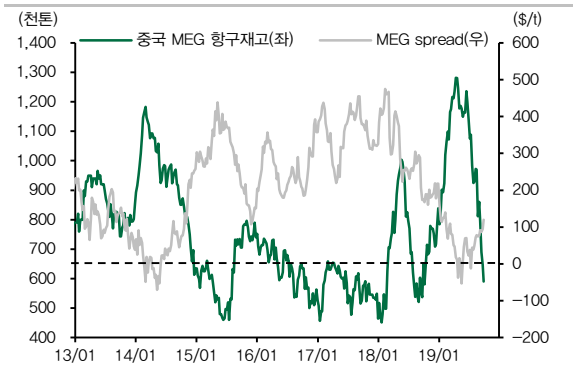
최근 MEG도 과거 PTA와 유사하다. 21년까지 공급부담이 가장 큰 제품인 MEG는 19.5월 역마진까지 spread가 급락했다. 하지만 이후 중국 재고 급락과 함께 spread는 $100/t 수준으로 반등했다. 추후 공급부담을 고려했을 때 추가 spread 반등을 기대하기는 어렵지만 BEP~$100/t 내외에서 spread가 안정될 것으로 예상된다. 그렇다면 PE는? 과거 하락 cycle에서 보았듯이 연평균 $300~$400/t 수준까지 하락할 수 있다. 현재 HDPE 기준 $440/t까지 하락한 PE spread는 20년 추가 하락 가능성이 높다.

도표 77. 순증설 부담이 가장 큰 MEG



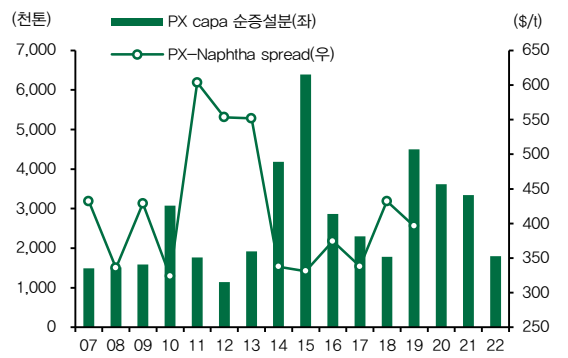
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 78. 19.5월 역마진에서 상승 반전한 MEG spread



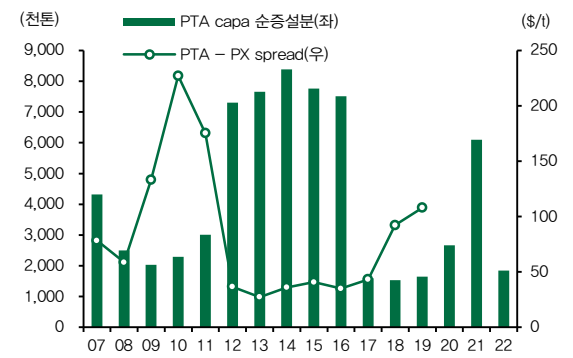
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 79. 극심한 공급 부담에도 연평균 PX spread $300/t ↑



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

도표 80. 12~16년 극심한 공급 부담에도 PTA-PX (+)유지



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

ABS, 페놀 체인, 우레탄 체인 공급 부담 여전

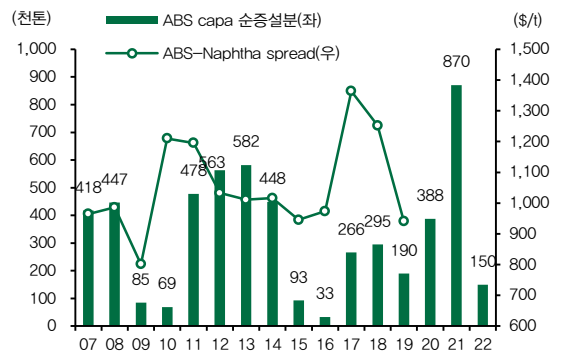
ABS/페놀체인/우레탄 체인 공급 부담 여전

Downstream의 순증설 부담 역시 녹록지 않다. 최상단 원료인 에틸렌 증설 부담이 전 제품 체인에 걸쳐 downstream 부담으로 전이되고 있다. 당장 순증설 부담이 가장 큰 것은 페놀/BPA/PC 체인으로 20년 순증설 부담이 급증한다. 18년 수익성 급등이 나타났던 페놀 체인은 공급부담으로 인해 20년까지 수익성 둔화가 나타날 가능성이 높다. ABS는 당장의 순증설 부담은 크지 않지만 중국 수요에 민감한 특성상 미중 무역분쟁 타결 등 뚜렷한 수요 반등 요인이 없다면 반등을 기대하긴 어려워 보인다. 우레탄 체인 역시 안정적인 PO 수익성을 노린 대형 업체들의 PO 증설이 증가하며 공급 부담이 증가한다. MDI 역시 비슷한 규모의 순증설이 계획되어 있으며, TDI는 신규 프로젝트 가동은 일단락 되었지만 공급 과잉 규모가 크기에 반등에는 시간이 필요해 보인다.

매크로가 급변하지 않는다면 배팅보다는 인내

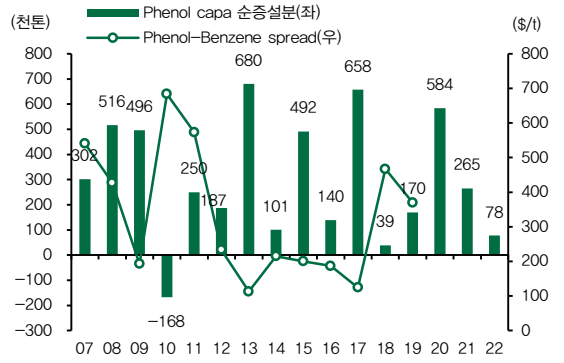
전반적인 화학 제품 공급 부담이 여전한 상황에서 부진한 시황은 당분간 더 이어질 가능성이 높다. Spread 급락이 단기간에 진행되어 20년 추가 시황 악화 폭은 작아질 가능성이 높지만 분명한 것은 아직 시황 개선 기대감에 배팅 할 시점은 아니라는 점이다. 늘어난 공급 부담을 집어삼킬 정도로 글로벌 수요가 09~10년 차화정 시절처럼 급등할 가능성은 매우 낮다. 아직은 인내가 필요한 시점이다.

도표 81. ABS 20~21년 순증설 부담 증가



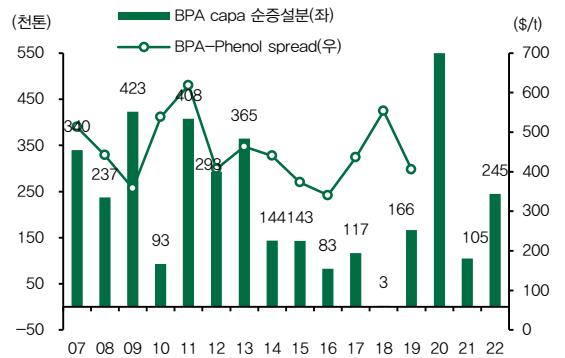
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 82. 페놀 19~20년 순증설 부담 증가



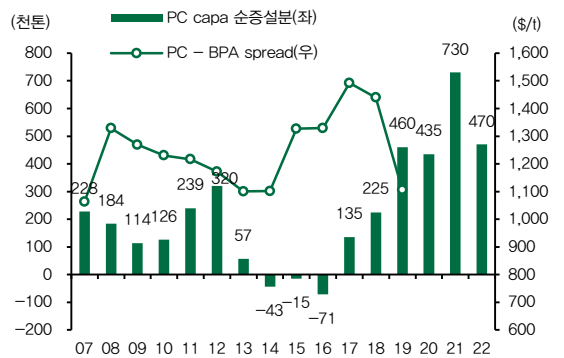
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 83. BPA 19~20년 순증설 부담 증가



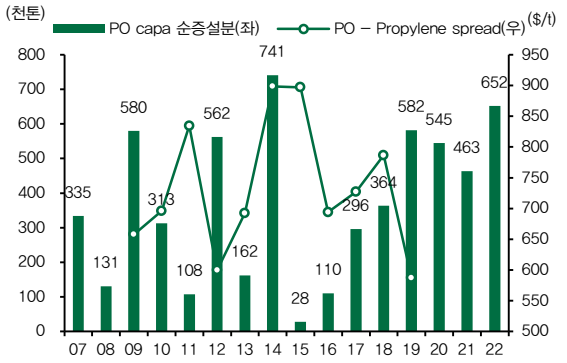
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 84. PC 순증설 부담 지속



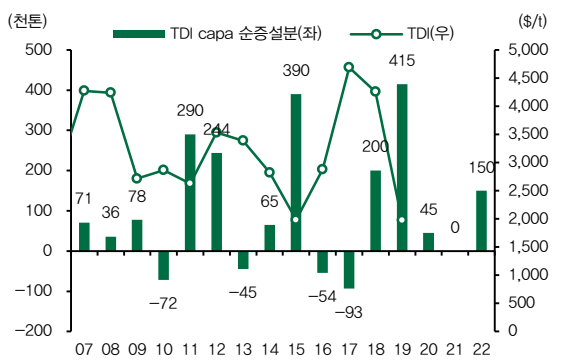
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 85. PO 순증설 부담 증가



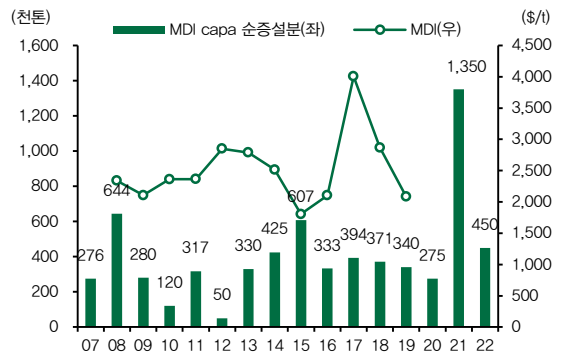
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 86. TDI 순증설 제한적, 다만 증설 부담 소화 과정



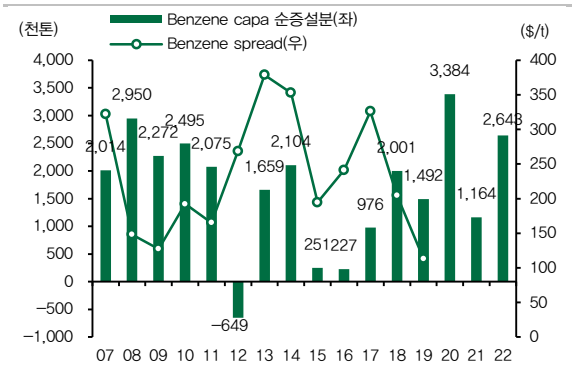
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 87. MDI 순증설 부담 상존



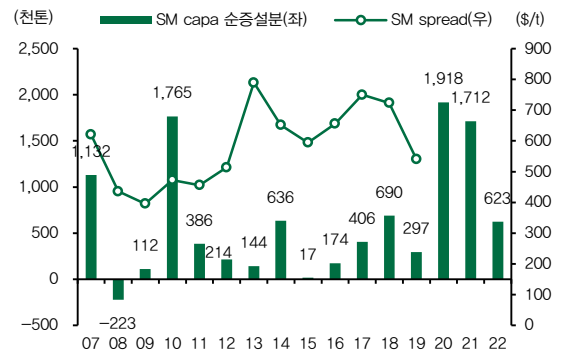
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 88. 벤젠 순증설 부담 19~20년 증가



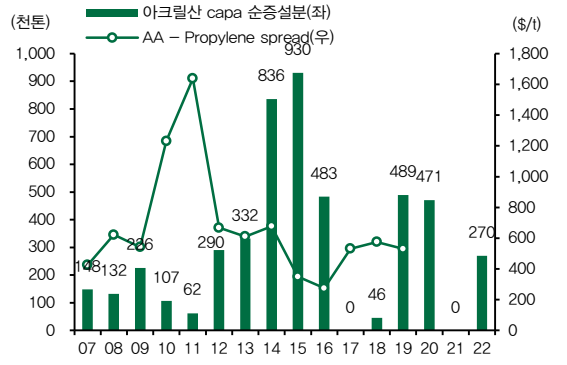
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 89. SM 순증설 부담 20~21년 증가



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

도표 90. 아크릴산 19~20년 순증설 부담



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

원가 수혜에 집중: PDH, 합성고무, 그리고 PVC

프로필렌/PP 역시 공급 부담

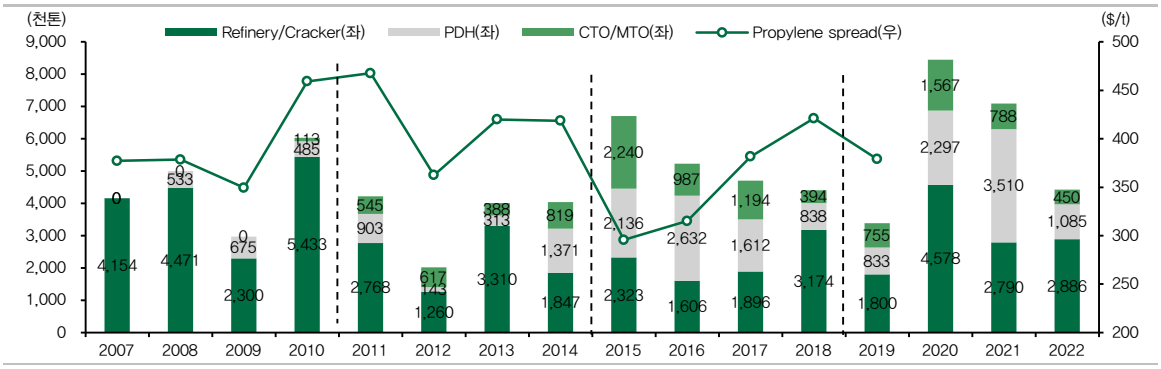
프로필렌 순증설 부담 다만 중국 PDH 차질 가능성↑

프로필렌은 15년을 고점으로 하락하던 순증설 부담이 20년 이후 재차 증가할 것으로 예상된다. 가동 시점을 고려한 순증설 부담은 CTO를 제외해도 20년 688만톤(글로벌 Capa의 5.5%), 21년 630만톤으로 15~18년 연평균 405만톤을 크게 상회하는 규모다. 정유/화학 설비들의 신규 증설로 인한 프로필렌 공급 증가, 중국 PDH 생산능력 확대 등이 겹친 가운데 주목할 것은 중국 신규 PDH의 정상적인 가동 여부다. 미중 무역분쟁에 따른 여파로 미국산 프로판에 대해 25% 관세를 부과하고 있는 중국은 값싸고 풍부한 미국 프로판을 조달할 수 없는 상황이다. 가동 차질 가능성을 배제할 수 없다.

PP 순증설 부담

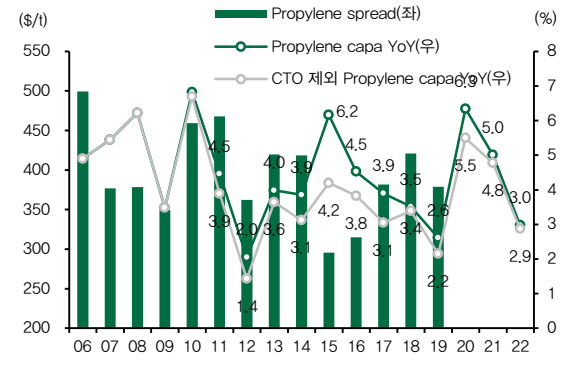
PP 역시 프로필렌은 순증설과 발맞춰 20년, 21년 공급 부담이 크게 증가한다. 따라서 PP의 납사 대비 spread는 추가적으로 하향 조정될 것으로 예상한다. 다행인 것은 과거 10년간 PE spread 대비 up-cycle과 down-cycle의 PP spread 변동성이 크지 않았기(PE 대비 수요처의 확장, 생산 설비의 다양성 때문으로 판단)에 조정 폭은 크지 않을 수 있다는 점이다.

도표 91. 글로벌 프로필렌 순증설 추이(가동 시점 고려): 19~22년 연평균 584만톤, 20년 공급 부담 peak



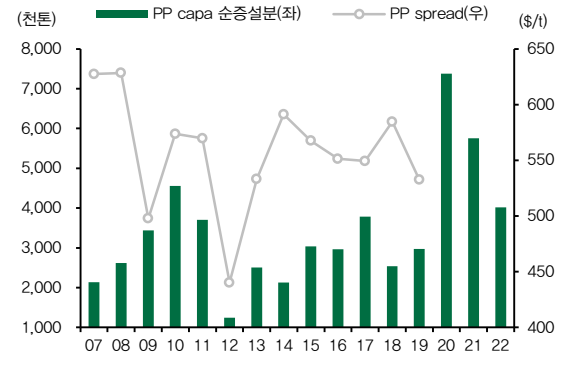
지료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 92. 20년 프로필렌 순증설은 글로벌 Capa의 5% 상회



지료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 93. PP 순증설 20년 peak



지료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

하지만 PDH 수익성은 견고할 것

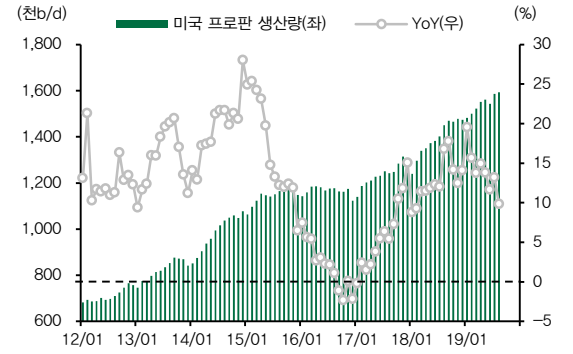
중국 이외 PDH는 견고한 수익성 유지

하지만 중국 외 PP downstream을 확보한 PDH의 수익성은 견고할 것으로 판단된다. 프로판의 납사 대비 원가 이점이 커질 것으로 전망하기 때문이다. 미국 Permian 파이프라인 대규모 증설은 원유 뿐만 아니라 NGL에도 해당되며, 파이프라인 가동에 따른 병목현상 해결로 미국 NGL 전체 생산량 증가 폭이 20년말까지 20%를 상회할 가능성이 높다. 미국 프로판의 생산량 급등은 수출 증가로 이어지며 아시아 프로판 가격을 끌어내릴 것으로 판단된다.

PDH 순증설 대부분 중국. 중국은 미국산 프로판을 수입하지 못함

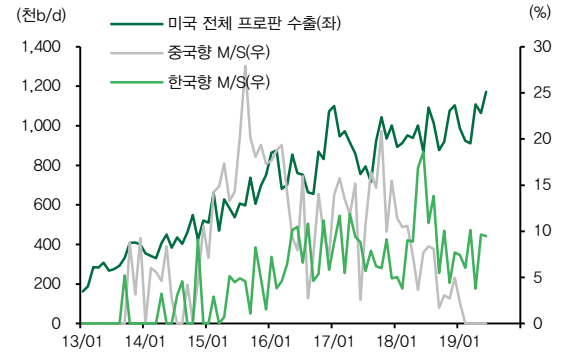
향후 PDH 순증설 프로젝트의 대부분이 중국이다. 앞서 언급한 것처럼 미중 무역분쟁으로 중국이 미국산 프로판에 25% 관세를 부과한 이후 중국의 미국산 프로판 수입량은 19.2월 이후 전무하다. 미중 무역분쟁이 장기화 될수록 중국은 상대적으로 공급량이 더욱 많고 좀 더 저렴한 미국산 프로판 수입에 차질이 있을 수 밖에 없으며 이는 20년 기준 글로벌 PDH의 50% 이상을 차지(신규 증설 기준 100%)하는 중국 PDH의 원가 경쟁력이 약화됨을 의미한다. 또한 OPEC의 감산 폭이 더욱 커질 경우 중동산 프로판 공급량 부족으로 신규 프로젝트들의 가동 차질이 나타날 가능성도 배제할 수 없다.

도표 94. 미국 프로판 생산량 증가 추세 가파름



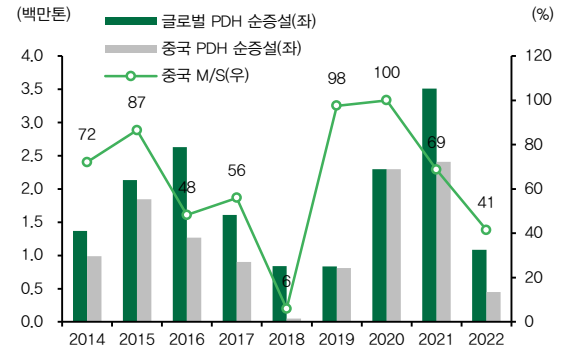
자료: EIA, DB금융투자

도표 95. 중국 관세 부과로 미국의 중국향 프로판 수출 '0'



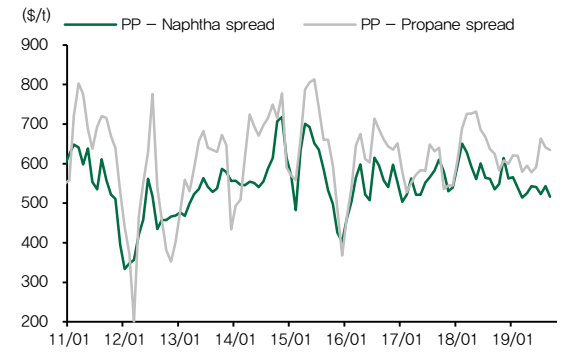
자료: EIA, KITA, DB금융투자

도표 96. 글로벌 PDH 순증설은 중국이 대다수



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

도표 97. PP-Propane spread 견고



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

PVC, 상대적인 공급 부담 완화 + 가격의 하방 경직성

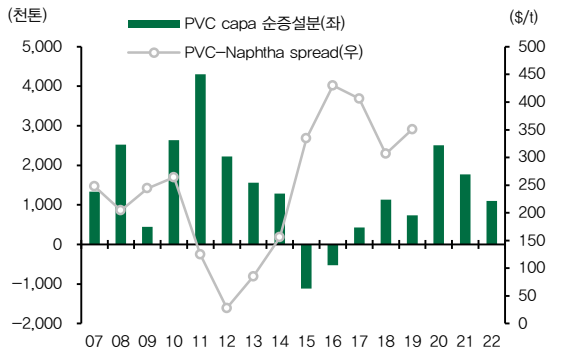
에틸렌 PVC 수익성 개선 예상

PVC는 가동 시점을 감안한 20년 순증설 부담이 250만톤으로 증가하지만 약 45%가 가동률 변동성이 큰 중국 석탄 PVC로 에틸렌 기반 순증설이 부담되는 타 화학 제품 대비 실질적인 순증설 부담이 제한적일 것으로 판단된다. PVC에게 중요한 것은 순증설 부담 보다는 수요다. 인도의 PVC 수요가 견고할 경우 타이트한 수급 상황이 장기화 될 수 있으며, 에틸렌의 구조적 약세 전환으로 에틸렌 기반 PVC 설비들의 수익성은 개선될 가능성이 높다.

중국 석탄 PVC 70% 차지 아시아 PVC 하방 경직성 견고

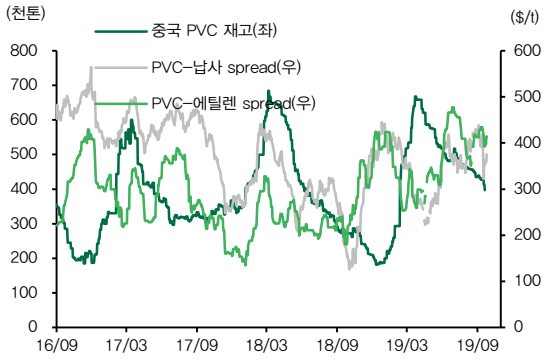
아시아 PVC 절대가격은 중국 석탄/아세틸렌 가격이 결정한다. 중국 PVC 생산능력이 아시아의 70%를 차지하며 중국 PVC는 대부분 석탄 PVC이기 때문이다. 낮은 변동성 하에 점진적으로 약세를 보인 중국 석탄 가격은 정부의 환경 문제를 고려한 개입 가격 수준에 근접했다. 석탄의 추가 하락이 제한적인 상황이며 석탄에서 생산되는 아세틸렌에 일정 마진을 붙여 결정되는 중국 PVC의 하방 경직성을 바탕으로 에틸렌 기반 아시아 PVC 설비들의 spread는 개선되고 있음을 주목하자.

도표 98. PVC 20년 순증설 부담. But 절반이 석탄 base



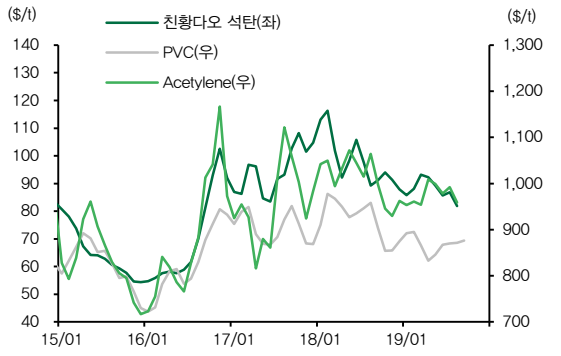
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 99. PVC spread 점진적 상승



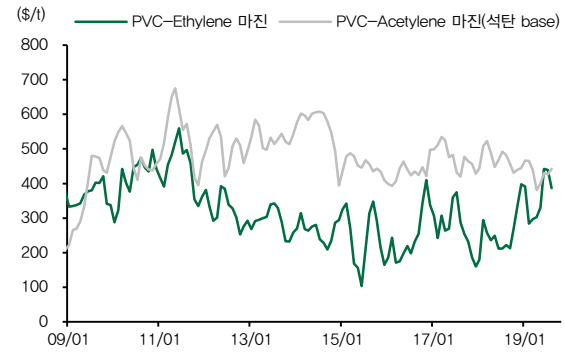
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 100. PVC 절대 가격은 중국 석탄/아세틸렌 가격이 지지



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

도표 101. PVC-아세틸렌 마진 일정 vs. PVC-E 마진 반등



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

범용고무: 제한적인 SBR/BR 순증설, 견고한 천연고무 vs. BD의 하향 안정화

범용고무 수급 개선 전망 천연고무/ 범용고무 가격 하방경직성

범용고무(SBR/BR)의 중장기 수급 개선 전망을 유지한다. 범용고무는 60~70%가 천연고무와 혼합하여 타이어의 원재료로 사용된다. 따라서 천연고무와 범용고무의 가격은 유사한 추이를 보인다. 우선 천연고무는 18년 이후 가격 변동성이 가장 적은 상품에 속한다. 타이어 수요 부진으로 약세는 이어지고 있지만 동남아 천연고무 산지의 수익성 급감, 생산 조정으로 04년 이후 $1,100/t에서 가격이 지지되고 있다. 글로벌 타이어 수요가 역성장하지 않는 한 천연고무 가격 급락 가능성은 제한적이며 이는 대체재이자 보완재인 범용고무에도 적용된다.

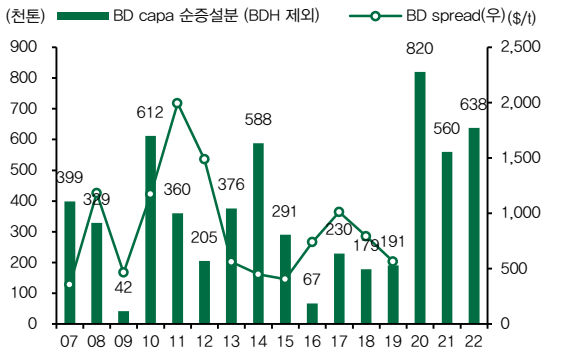
원재료인 BD는 공급부담으로 하향 안정화

범용고무의 원재료인 BD는 20년 이후 아시아 NCC 순증설 증가로 공급량이 크게 증가한다. NCC 가동에 따른 부산물 성격이 강한 BD의 순증설 증가는 BD 가격의 하향 안정화로 이어질 가능성이 높다. 반면 BR/SBR은 장기간의 수익성 둔화로 순증설 부담이 적기에 중장기 범용고무 – BD spread가 개선될 것으로 전망한다. 과거 타이어 수요 급등, 천연고무/BD/범용고무 가격 급등으로만 경험했던 고무업체의 수익성 상승 cycle이 원가 하향 안정화에 따른 상승으로 재현될 수 있다.

도표 102. 04년 이후 $1,100/t 수준에서 천연고무 가격 지지

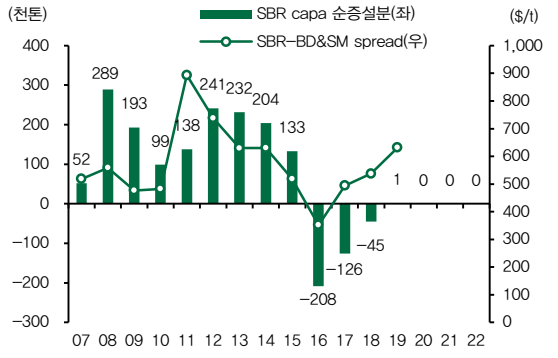
지료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 103. BD 순증설 부담 증가: BD의 하향 안정화



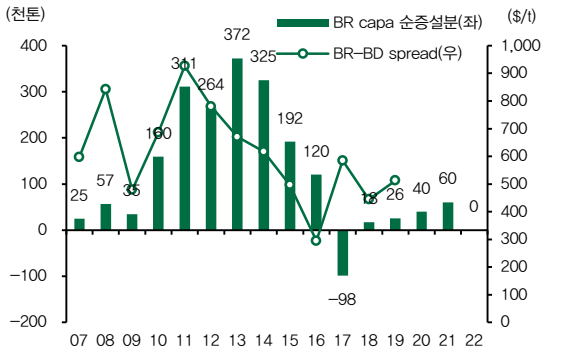
지료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 104. BR 순증설 부담 완화



지료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 105. SBR 순증설 부담 전무



지료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

BUY(유지)

SK이노베이션

096770

목표주가(하향)	220,000원	현재주가(09/27)	164,000원	Up/Downside	+34.1%	투자의견(유지)	Buy

2019. 09. 30

20년은 정유, 21년 이후는 배터리/분리막

3Q19E 영업이익 2,841억원, 시장 컨센서스 하회 예상: SK이노베이션의 3Q 영업이익은 2,841억원(QoQ-66%/YoY-42.9%)으로 시장 컨센서스 3,592억원을 하회할 것으로 전망한다. 9월 유가 급등으로 6월 평균 유가와 9월 평균 유가가 크게 차이나지 않지만 19년들어 유가 반영의 시차가 길어지고 있어 재고평가손이 다소 큰 폭으로 계상될 것으로 예상한다. 또한 2Q 트레이딩 관련 손익 620억원 역시 제거됨에 따라 정유의 감익 폭이 크다. 화학은 PX 등 제품 spread 부진으로 역시 감익이 예상된다. 윤활기유는 원가 부담 완화로 반등할 것으로 예상한다.

정제마진 강세는 이어진다: 정제마진은 동절기로 갈수록 반등하는 아시아 정유사의 계절성, 임박한 IMO 효과로 상승 추세가 이어질 것으로 전망한다. 우선 하절기 성수기가 지난 미국의 정제처리량 감소, 중동/중국/인도의 석유제품 수출 부담 완화 및 계절적 성수기에 따른 동절기 수요 증가로 등경유 마진의 강세가 이어질 것으로 판단한다. 또한 IMO 효과로 인한 20년 경유 수요 증가 폭이 3.2%에 달할 것으로 전망하며, 일반 수요 증가분을 합치면 20년 글로벌 경유 수요는 4% 내외의 성장세를 보일 것으로 예상한다. 00년 이후 4% 대 수요 개선이 나타났던 04년, 10년 연평균 경유 마진은 $4~5/bbl 상승했으며 이는 20년에도 충분히 재현될 수 있다.

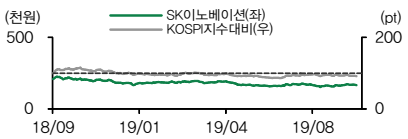
포트폴리오 다변화는 중장기 성장의 밑거름: PX 및 올레핀 부문의 실적 하향 조정으로 목표주가를 22만원으로 하향 조정하지만 투자의견 Buy를 유지한다. 페루 광구 매각(88, 56광구 합산 생산량 4만BOE/d, 매각 대금 최소 약 1.2조원)으로 E&P 이익은 큰 폭으로 감소할 것으로 예상되지만 배터리 투자를 위한 자금 조달 부담이 줄어들었다. 20년 정유 실적 개선, 21년 이후 배터리/분리막의 중장기 성장성을 고려할 때 비중확대 전략이 유효하다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	46,163	54,511	53,128	54,149	54,108
(증가율)	16.8	18.1	-2.5	1.9	-0.1
영업이익	3,222	2,118	1,679	2,613	2,631
(증가율)	-0.2	-34.3	-20.7	55.6	0.7
지배주주순이익	2,104	1,651	783	1,576	1,566
EPS	22,643	17,752	8,360	16,931	16,829
PER (H/L)	9.6/6.4	12.8/9.7	19.9	9.8	9.9
PBR (H/L)	1.1/0.8	1.2/0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (H/L)	5.5/3.9	8.4/6.9	8.7	6.5	6.5
영업이익률	7.0	3.9	3.2	4.8	4.9
ROE	12.0	9.1	4.3	8.5	8.0

Stock Data

52주 최저/최고	152,000/225,500원
KOSDAQ /KOSPI	627/2,050pt
시가총액	151,644억원
60日-평균거래량	205,217
외국인지분율	36.4%
60日-외국인지분율변동추이	-0.9%p
주요주주	SK 외 1 인 33.4%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	5.1	2.2	-21.3
상대기준	-1.3	6.4	-9.6

도표 106. SK이노베이션 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	12,166	13,438	14,959	13,948	12,849	13,104	13,296	13,880	54,511	53,128	54,149
%YoY	*6.8*	*27.2*	*27.2*	*6.3*	*5.6*	*-2.5*	*-11.1*	*-0.5*	*16.4*	*-2.5*	*1.9*
%QoQ	*-7.3*	*10.5*	*11.3*	*-6.8*	*-7.9*	*2.0*	*1.5*	*4.4*			
석유	8,687	9,773	10,900	9,833	9,208	9,464	9,761	10,298	39,194	38,731	38,745
화학	2,439	2,532	2,886	2,828	2,502	2,420	2,292	2,293	10,684	9,506	9,283
윤활유	780	818	823	846	756	847	833	848	3,266	3,285	3,224
E&P/기타	260	316	350	441	383	373	409	441	1,367	1,606	2,897
연결 영업이익	712	852	836	-281	331	498	284	567	2,118	1,679	2,613
%YoY	*-29.1*	*102.2*	*-13.3*	*적전*	*-53.5*	*-41.6*	*-66.0*	*흑전*	*-34.5*	*-20.7*	*55.6*
%QoQ	*-15.8*	*19.7*	*-1.8*	*적전*	*흑전*	*50.3*	*-42.9*	*99.5*			
석유	325	533	408	-558	-6	279	76	355	709	704	1,460
화학	285	238	346	250	320	184	168	146	1,118	819	818
윤활유	129	126	132	74	47	78	94	101	461	320	414
E&P/기타	-27	-46	-50	-47	-30	-45	-54	-35	-170	-163	-78
영업이익률	5.8	6.3	5.6	-2.0	2.6	3.8	2.1	4.1	3.9	3.2	4.8
정유	3.7	5.5	3.7	-5.7	-0.1	3.0	0.8	3.4	1.8	1.8	3.8
화학	11.7	9.4	12.0	8.8	12.8	7.6	7.3	6.4	10.5	8.6	8.8
윤활유	16.5	15.4	16.0	8.8	6.2	9.2	11.3	11.9	14.1	9.7	12.8
E&P/기타	-10.5	-14.4	-14.3	-10.7	-7.8	-11.9	-13.3	-7.9	-12.4	-10.2	-2.7

자료: SK이노베이션 DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**16,220**	**16,752**	**16,366**	**16,350**	**16,153**
현금및현금성자산	2,004	1,856	1,077	1,063	1,148
매출채권및기타채권	5,467	5,333	5,872	6,244	6,549
재고자산	5,980	6,180	6,250	6,371	6,251
비유동자산	**18,030**	**19,333**	**21,882**	**22,881**	**23,797**
유형자산	13,596	13,798	15,932	17,019	18,019
무형자산	1,501	2,007	1,914	1,825	1,741
투자자산	2,820	3,424	3,933	3,933	3,933
자산총계	**34,250**	**36,085**	**38,841**	**39,825**	**40,543**
유동부채	**9,955**	**8,941**	**10,179**	**10,227**	**10,003**
매입채무및기타채무	7,731	7,115	7,953	8,001	7,777
단기차입금및단기사채	243	154	354	354	354
유동성장기부채	1,272	1,222	1,422	1,422	1,422
비유동부채	**4,986**	**7,817**	**9,216**	**9,216**	**9,216**
사채및장기차입금	4,063	6,648	7,648	7,648	7,648
부채총계	**14,941**	**16,757**	**19,395**	**19,443**	**19,218**
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,766	5,766	5,766	5,766
이익잉여금	12,042	12,930	13,008	13,877	14,738
비지배주주지분	1,224	1,204	1,245	1,310	1,393
자본총계	**19,309**	**19,328**	**19,446**	**20,382**	**21,325**

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	**2,180**	**1,728**	**2,207**	**2,411**	**2,617**
당기순이익	2,145	1,710	824	1,641	1,649
현금유출이없는비용및수익	**1,992**	**2,013**	**1,576**	**1,925**	**2,018**
유형및무형자산상각비	900	939	960	1,001	1,084
영업관련자산부채변동	**-1,214**	**-1,154**	**170**	**-452**	**-344**
매출채권및기타채권의감소	-957	207	-539	-373	-305
재고자산의감소	-1,501	-481	-71	-120	119
매입채무및기타채무의증가	1,273	-629	838	48	-224
투자활동현금흐름	**-1,066**	**-2,477**	**-3,160**	**-1,363**	**-1,471**
CAPEX	-938	-1,279	-3,000	-2,000	-2,000
투자자산의순증	67	-449	-459	70	70
재무활동현금흐름	**-1,671**	**586**	**770**	**-1,061**	**-1,061**
사채및차입금의 증가	-1,010	2,410	1,799	0	0
자본금및자본잉여금의증가	-118	0	0	0	0
배당금지급	-757	-822	-706	-706	-706
기타현금흐름	-84	15	-596	0	0
현금의증가	**-640**	**-148**	**-779**	**-13**	**85**
기초현금	**2,644**	**2,004**	**1,856**	**1,077**	**1,063**
기말현금	**2,004**	**1,856**	**1,077**	**1,063**	**1,148**

자료: SK이노베이션, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**46,163**	**54,511**	**53,128**	**54,149**	**54,108**
매출원가	40,825	50,529	49,706	49,760	49,702
매출총이익	**5,338**	**3,982**	**3,422**	**4,389**	**4,406**
판관비	2,116	1,864	1,742	1,776	1,774
영업이익	**3,222**	**2,118**	**1,679**	**2,613**	**2,631**
EBITDA	**4,122**	**3,057**	**2,639**	**3,614**	**3,715**
영업외손익	**2**	**284**	**-493**	**-269**	**-277**
금융손익	-168	232	-295	-281	-289
투자손익	311	155	50	70	70
기타영업외손익	-141	-103	-248	-58	-58
세전이익	**3,224**	**2,402**	**1,187**	**2,345**	**2,354**
중단사업이익	-2	13	0	0	0
당기순이익	**2,145**	**1,710**	**824**	**1,641**	**1,649**
지배주주지분순이익	2,104	1,651	783	1,576	1,566
비지배주주지분순이익	41	59	41	66	82
총포괄이익	**1,878**	**1,820**	**824**	**1,641**	**1,649**
증감률(%YoY)					
매출액	16.8	18.1	-2.5	1.9	-0.1
영업이익	-0.2	-34.3	-20.7	55.6	0.7
EPS	25.9	-21.6	-52.9	102.5	-0.6

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

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	22,643	17,752	8,360	16,931	16,829
BPS	192,989	193,402	194,226	203,508	212,689
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
Multiple(배)					
P/E	9.0	10.1	19.9	9.8	9.9
P/B	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.2	7.0	8.7	6.5	6.5
수익성(%)					
영업이익률	7.0	3.9	3.2	4.8	4.9
EBITDA마진	8.9	5.6	5.0	6.7	6.9
순이익률	4.6	3.1	1.6	3.0	3.0
ROE	12.0	9.1	4.3	8.5	8.0
ROA	6.4	4.9	2.2	4.2	4.1
ROIC	11.9	7.6	5.4	7.9	7.5
안정성및기타					
부채비율(%)	77.4	86.7	99.7	95.4	90.1
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
배당성향(배)	34.3	40.8	84.4	42.4	42.2

Compliance Notice

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

1년간 투자의견 비율 (2017-06-30 기준) - **매수**(67.1%) **중립**(32.9%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

SK이노베이션 현주가 및 목표주가 차트

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
17/09/05	Buy	260,000	-22.8	-16.3					
17/11/13	Buy	280,000	-27.8	-19.5					
18/11/13		1년경과	-33.0	-26.6					
19/01/15	Buy	230,000	-24.2	-15.0					
19/09/30	Buy	220,000	-	-					

BUY(유지)

S-Oil

010950

목표주가(상향)	130,000원	현재주가(09/27)	100,000원	Up/Downside	+30.0%	투자의견(유지)	Buy

2019. 09. 30

정제마진 상승의 최대 수혜

3Q19E 영업이익 1,780억원, 시장 컨센서스 하회 예상: S-Oil의 3Q 영업이익은 1,780억원(QoQ 흑자전환/YoY-43.6%)으로 시장 컨센서스 1,985억원을 하회할 것으로 전망한다. 9월 유가 급등으로 6월 평균 유가와 9월 평균 유가가 크게 차이나지 않기에 재고평가손익은 미미할 것으로 예상되고 정제마진(S-Oil 기준)은 2Q $6.7/bbl→3Q 누적 $9.9/bbl로 개선됨에 따라 정유 실적은 549억원으로 흑자전환을 전망한다. 화학은 PX spread가 하락했지만 대규모 정기보수 영향이 제거되며 큰 폭으로 개선될 것으로 예상한다. 윤활기유는 원가 부담 완화로 반등할 것으로 예상한다.

정제마진 강세는 이어진다: 정제마진은 동절기로 갈수록 반등하는 아시아 정유사의 계절성, 임박한 IMO 효과로 상승 추세가 이어질 것으로 전망한다. 우선 하절기 성수기가 지난 미국의 정제처리량 감소, 중동/중국/인도의 석유제품 수출 부담 완화 및 계절적 성수기에 따른 동절기 수요 증가로 등경유 마진의 강세가 이어질 것으로 판단한다. 또한 IMO 효과로 인한 20년 경유 수요 증가 폭이 3.2%에 달할 것으로 전망하며, 일반 수요 증가분을 합치면 20년 글로벌 경유 수요는 4% 내외의 성장세를 보일 것으로 예상한다. 00년 이후 4% 대 수요 개선이 나타났던 04년, 10년 연평균 경유 마진은 $4~5/bbl 상승했으며 이는 20년에도 충분히 재현될 수 있다.

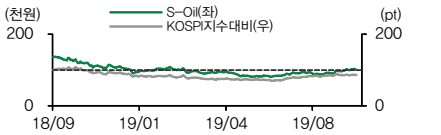
시황 반등에 발맞춰 정상화되고 있는 증설 효과: 정유 매출 비중이 가장 높은 정유 업체로서 20년까지 이어질 정제마진 개선의 최대 수혜가 예상된다. IMO를 대비하여 선제적으로 증설을 완료한 RUC/ODC 프로젝트의 가동 지연, 기존 PX 설비의 트러블까지 겹치며 공급 차질 기간이 예상보다 컸지만 시황 반등에 발맞춰 정상화되고 있다. 20년 가파른 실적 개선 기대감을 높일 시점이며 정유 최선호주로 추천한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	20,891	25,463	25,124	26,163	25,674
(증가율)	28.0	21.9	-1.3	4.1	-1.9
영업이익	1,373	639	739	1,653	1,354
(증가율)	-15.1	-53.4	15.5	123.8	-18.1
지배주주순이익	1,246	258	328	1,168	944
EPS	10,870	2,266	2,861	10,205	8,250
PER (H/L)	12.3/7.4	61.4/42.9	35.1	9.8	12.2
PBR (H/L)	2.3/1.4	2.5/1.8	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA (H/L)	10.7/7.2	21.7/17.1	13.4	7.7	8.8
영업이익률	6.6	2.5	2.9	6.3	5.3
ROE	18.8	3.9	5.0	16.9	12.7

Stock Data

52주 최저/최고	80,300/137,500원
KOSDAQ /KOSPI	627/2,050pt
시가총액	112,583억원
60日-평균거래량	292,615
외국인지분율	80.0%
60日-외국인지분율변동추이	+1.8%p
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 11 인 63.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	11.2	19.0	-26.5
상대기준	4.4	23.9	-15.5

도표 107. S-Oil 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	5,411	6,003	7,188	6,861	5,426	6,257	6,599	6,842	25,463	25,124	26,163
%YoY	*4.1*	*28.7*	*37.9*	*18.0*	*0.3*	*4.2*	*-8.2*	*-0.3*	*21.9*	*-1.3*	*4.1*
%QoQ	*-6.9*	*10.9*	*19.7*	*-4.5*	*-20.9*	*15.3*	*5.5*	*3.7*			
정유	4,341	4,754	5,728	5,303	4,074	5,002	5,242	5,396	20,126	19,714	20,461
화학	690	829	1,050	1,132	987	911	946	1,032	3,701	3,876	4,090
윤활유	379	420	409	427	365	344	411	414	1,635	1,534	1,613
연결 영업이익	254	403	316	-334	270	-91	178	381	639	739	1,653
%YoY	*-23.7*	*243.3*	*-42.9*	*적전*	*6.3*	*적전*	*-43.6*	*흑전*	*-53.5*	*15.6*	*123.8*
%QoQ	*-31.1*	*58.2*	*-21.6*	*적전*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*114.0*			
정유	89	305	170	-532	91	-136	55	239	33	248	991
화학	81	17	102	151	151	4	74	89	351	318	440
윤활유	84	81	43	47	28	41	49	53	256	172	222
영업이익률	4.7	6.7	4.4	-4.9	5.0	-1.4	2.7	5.6	2.5	2.9	6.3
정유	2.1	6.4	3.0	-10.0	2.2	-2.7	1.0	4.4	0.2	1.3	4.8
화학	11.7	2.0	9.7	13.4	15.3	0.5	7.8	8.6	9.5	8.2	10.8
윤활유	22.2	19.3	10.6	11.1	7.8	12.0	12.0	12.9	15.6	11.2	13.8

자료: S-Oil, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**6,775**	**5,855**	**6,278**	**6,760**	**6,804**
현금및현금성자산	480	665	1,225	1,543	1,707
매출채권및기타채권	1,751	1,935	1,834	1,886	1,857
재고자산	2,791	3,139	3,049	3,160	3,068
비유동자산	**8,313**	**10,101**	**10,282**	**10,455**	**10,876**
유형자산	7,969	9,741	9,931	10,110	10,536
무형자산	105	104	96	89	84
투자자산	125	120	120	120	120
자산총계	**15,087**	**15,955**	**16,614**	**17,268**	**17,734**
유동부채	**4,544**	**5,789**	**5,956**	**6,024**	**6,011**
매입채무및기타채무	2,776	2,700	2,417	2,486	2,472
단기차입금및단기사채	1,355	2,359	2,859	2,859	2,859
유동성장기부채	14	576	526	526	526
비유동부채	**3,700**	**3,697**	**4,047**	**4,047**	**4,047**
사채및장기차입금	3,475	3,401	3,751	3,751	3,751
부채총계	**8,245**	**9,486**	**10,003**	**10,071**	**10,058**
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	5,198	4,823	4,965	5,551	6,030
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	**6,843**	**6,469**	**6,611**	**7,197**	**7,676**

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	**1,143**	**-288**	**647**	**1,452**	**1,811**
당기순이익	1,246	258	328	1,168	944
현금유출이없는비용및수익	**619**	**799**	**732**	**1,016**	**942**
유형및무형자산상각비	294	354	568	578	579
영업관련자산부채변동	**-236**	**-882**	**-320**	**-363**	**222**
매출채권및기타채권의감소	-401	-112	101	-52	29
재고자산의감소	-369	-591	90	-110	92
매입채무및기타채무의증가	616	-290	-283	68	-13
투자활동현금흐름	**-832**	**-415**	**-712**	**-727**	**-973**
CAPEX	-2,414	-2,041	-750	-750	-1,000
투자자산의순증	4	8	0	0	0
재무활동현금흐름	**-598**	**888**	**683**	**-407**	**-675**
사채및차입금의 증가	91	1,561	800	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-803	-617	-29	-314	-582
기타현금흐름	0	0	-58	0	0
현금의증가	**-287**	**184**	**561**	**318**	**164**
기초현금	**767**	**480**	**665**	**1,225**	**1,543**
기말현금	**480**	**665**	**1,225**	**1,543**	**1,707**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**20,891**	**25,463**	**25,124**	**26,163**	**25,674**
매출원가	18,783	24,200	23,756	23,854	23,676
매출총이익	**2,108**	**1,263**	**1,368**	**2,309**	**1,998**
판관비	735	624	630	656	644
영업이익	**1,373**	**639**	**739**	**1,653**	**1,354**
EBITDA	**1,667**	**994**	**1,307**	**2,230**	**1,933**
영업외손익	**271**	**-308**	**-318**	**-116**	**-112**
금융손익	203	-121	-71	-69	-65
투자손익	5	4	0	0	0
기타영업외손익	63	-191	-247	-47	-47
세전이익	**1,645**	**332**	**421**	**1,537**	**1,243**
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**1,246**	**258**	**328**	**1,168**	**944**
지배주주지분순이익	1,246	258	328	1,168	944
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	**1,254**	**244**	**328**	**1,168**	**944**
증감률(%YoY)					
매출액	28.0	21.9	-1.3	4.1	-1.9
영업이익	-15.1	-53.4	15.5	123.8	-18.1
EPS	3.6	-79.2	26.3	256.7	-19.2

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

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	10,870	2,266	2,861	10,205	8,250
BPS	58,682	55,480	56,698	61,723	65,827
DPS	5,900	750	1,600	5,000	4,000
Multiple(배)					
P/E	10.8	43.1	35.1	9.8	12.2
P/B	2.0	1.8	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.7	17.1	13.4	7.7	8.8
수익성(%)					
영업이익률	6.6	2.5	2.9	6.3	5.3
EBITDA마진	8.0	3.9	5.2	8.5	7.5
순이익률	6.0	1.0	1.3	4.5	3.7
ROE	18.8	3.9	5.0	16.9	12.7
ROA	8.6	1.7	2.0	6.9	5.4
ROIC	12.6	4.6	4.6	9.9	7.9
안정성및기타					
부채비율(%)	120.5	146.6	151.3	139.9	131.0
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
배당성향(배)	53.3	32.7	54.9	48.2	47.7

자료: S-Oil, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

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

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - **매수**(81.5%) **중립**(18.5%) **매도**(0.0%)

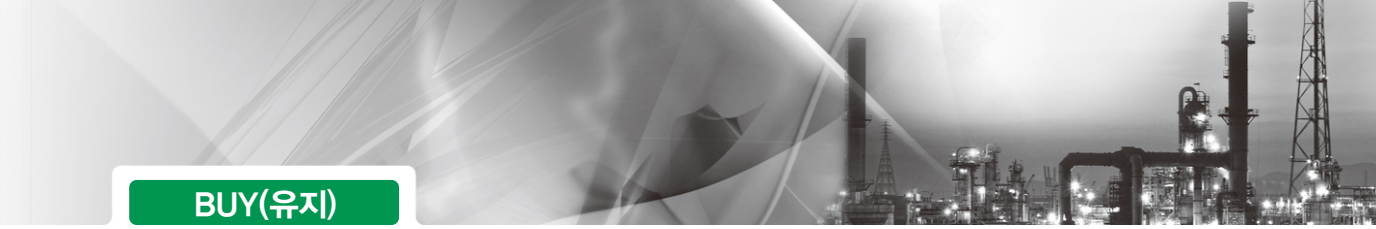
기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

S-Oil 현주가 및 목표주가 차트

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
17/09/05	Buy	160,000	-26.4	-17.5					
18/09/05		1년경과	-27.5	-14.1					
19/01/15	Buy	130,000	-24.3	-16.2					
19/04/11	Buy	120,000	-25.0	-14.2					
19/09/30	Buy	130,000	-	-					



BUY(유지)

LG화학

051910

목표주가(유지)	420,000원	현재주가(09/27)	301,500원	Up/Downside	+39.3%	투자의견(유지)	Buy

2019. 09. 30

악재는 반영되었다

3Q19E 영업이익 2,902억원, 시장 컨센서스 큰 폭 하회 예상: 3Q19E 영업이익은 2,902억원(QoQ+8.5%/YoY-51.8%)으로 시장 컨센서스 4,169억원을 하회할 것으로 예상한다. 2Q 반영되었던 정기보수와 트러블에 따른 기회비용 600억원이 제거되며 개선될 것으로 예상했던 화학은 ABS/SAP/합성고무 수익성 둔화로 QoQ 감익이 나타날 것으로 예상한다. 전지는 폴란드 자동차 전지 공장의 수율 문제가 지속되고 있는데, 2Q 대비로는 개선되고 있으나 당초 계획 대비로는 미진한 수율 문제로 인해 하반기 자동차 전지 매출 가이던스 하회, 수익성 부진이 나타날 것으로 예상한다. 또한 최근 추가 발생한 ESS 화재로 인해 추가 충당금이 설정될 가능성도 배제할 수 없다.

악재는 반영되었다: 9/25 LG화학 3Q19 preview 자료를 발간한 후 3거래일 동안 주가가 7.8% 급락하며 시가총액이 1.8조원 하락했다. 19년 하반기, 특히 3Q 흑자전환을 기대했던 자동차 전지 수익성 개선이 지연되고 있는 점은 분명 아쉬운 부분이지만 주가 급락으로 해당 악재는 대부분 반영되었다는 판단이다. LG화학 순차입금의 대부분이 전지 투자를 위한 capex 때문이라고 본다면 목표주가에 반영된 LG화학 전지의 가치는 target EV/EBITDA 15배 기준 약 19조원(25조원-순차입금 5.8조원)이다. 해당 이슈로 전지 가치의 10%가 하락한 것이다. 목표 수율 달성이 20년초로 연기된 점은 아쉬운 부분이지만 시황의 문제가 아닌 시간의 문제다.

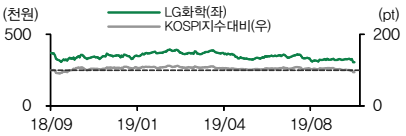
수요가 급증하는 전기차 배터리 글로벌 no.1 지위는 변하지 않는다: 투자의견 Buy, 목표주가 42만원, 화학 top-picks 의견을 유지한다. 전기차 배터리 no.1 지위는 변함에 없으며 목표 수익성은 지연되었을 뿐 개선 방향성은 분명하다. 급락한 주가는 수율 개선 수준을 확인할 때까지 정체될 것으로 예상되지만 이를 점진적인 비중확대 기회로 삼아야 한다는 판단이다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	25,698	28,183	29,086	35,712	40,798
(증가율)	24.4	9.7	3.2	22.8	14.2
영업이익	2,928	2,246	1,158	2,109	2,722
(증가율)	47.0	-23.3	-48.4	82.1	29.1
지배주주순이익	1,945	1,473	613	1,316	1,759
EPS	26,903	20,203	8,032	17,925	24,209
PER (H/L)	15.8/9.2	22.1/14.9	37.9	17.0	12.6
PBR (H/L)	2.1/1.2	2.1/1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (H/L)	7.5/4.3	9.7/7.0	9.9	7.5	6.1
영업이익률	11.4	8.0	4.0	5.9	6.7
ROE	12.9	8.9	3.6	7.5	9.4

Stock Data

52주 최저/최고	301,500/394,500원
KOSDAQ /KOSPI	627/2,050pt
시가총액	212,836억원
60日-평균거래량	170,036
외국인지분율	38.2%
60日-외국인지분율변동추이	-0.6%p
주요주주	LG 외 4 인 33.4%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-6.7	-13.7	-18.5
상대기준	-12.4	-10.2	-6.4

도표 108. LG화학 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020
연결 매출액	6,554	7,052	7,235	7,343	6,639	7,177	7,541	7,728	28,183	29,086	35,712
%YoY	*1.0*	*10.5*	*13.1*	*14.2*	*1.3*	*1.8*	*4.2*	*5.3*	*9.7*	*3.2*	*22.8*
%QoQ	*1.9*	*7.6*	*2.6*	*1.5*	*-9.6*	*8.1*	*5.1*	*2.5*			
석유화학	4,100	4,403	4,384	4,101	3,749	3,936	3,867	3,729	16,988	15,281	15,426
첨단소재	1,107	1,137	1,222	1,247	1,234	1,254	1,256	1,264	4,713	5,008	5,191
전지	1,245	1,494	1,704	2,077	1,650	2,009	2,576	2,885	6,520	9,121	15,496
팜한농	237	188	92	83	228	170	83	79	600	560	577
생명과학	131	151	135	158	144	154	138	161	575	597	626
연결 영업이익	651	703	602	290	275	268	290	325	2,246	1,158	2,109
%YoY	*-18.3*	*-3.2*	*-23.7*	*-52.9*	*-57.7*	*-62.0*	*-51.8*	*12.3*	*-23.3*	*-48.4*	*82.1*
%QoQ	*5.8*	*8.1*	*-14.3*	*-51.9*	*-4.9*	*-2.9*	*8.5*	*12.1*			
석유화학	598	663	528	242	399	382	347	328	2,031	1,456	1,411
첨단소재	29	20	31	-8	4	19	21	-1	71	42	90
전지	2	27	84	96	-148	-128	-42	38	209	-281	653
팜한농	45	11	-19	-23	38	9	-17	-22	15	8	11
생명과학	7	16	13	14	12	11	8	8	50	39	47
영업이익률	9.9	10.0	8.3	3.9	4.1	3.7	3.8	4.2	8.0	4.0	5.9
기초소재	14.6	15.1	12.1	5.9	10.6	9.7	9.0	8.8	12.0	9.5	9.1
첨단소재	2.6	1.7	2.5	-0.7	0.3	1.5	1.7	-0.1	1.5	0.8	1.7
전지	0.2	1.8	4.9	4.6	-9.0	-6.4	-1.6	1.3	3.2	-3.1	4.2
팜한농	19.2	6.1	-20.4	-27.3	16.8	5.4	-20.8	-28.0	2.6	1.4	1.9
생명과학	5.3	10.5	9.8	8.6	8.2	7.1	6.0	5.0	8.6	6.5	7.5

자료: LG화학, DB금융투자

도표 109. LG화학 목표주가 추정내역

(단위: 십억원, 천주, 원)

구분	20E EBITDA	target EV/EBITDA	적정가치	비고
사업가치				
기초소재	2,109	4.3	9,067	롯데케미칼/금호석유 20E EV/EBITDA 평균
전지	1,665	15.0	24,969	vs. CATL 20E EV/EBITDA 15.8배
정보전자소재	370	4.0	1,480	
팜한농/생명과학			1,519	팜한농/생명과학 인수가격
합계			37,036	
투자유가증권			295	2Q19 기준
총 자산가치			37,331	
순차입금			5,832	2Q19 기준
비지배주주지분			257	2Q19 기준
우선주 시가총액			1,388	
보통주 시가총액			29,854	
발행주식수(천주)			70,592	
목표주가(원)			422,909	

자료: LG화학, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	11,206	12,089	11,348	12,003	14,280
현금및현금성자산	2,249	2,514	1,592	336	1,376
매출채권및기타채권	4,690	4,664	4,922	5,881	6,699
재고자산	3,352	4,289	4,155	5,102	5,513
비유동자산	13,836	16,856	20,479	22,738	22,234
유형자산	11,211	13,839	17,570	19,926	19,508
무형자산	1,823	2,006	1,898	1,802	1,716
투자자산	352	424	424	424	424
자산총계	25,041	28,944	32,405	35,319	37,092
유동부채	6,645	7,274	7,277	7,805	8,244
매입채무및기타채무	4,213	5,133	5,297	5,825	6,263
단기차입금및단기사채	958	1,254	1,054	1,054	1,054
유동성장기부채	493	359	399	399	399
비유동부채	2,058	4,348	7,598	9,098	9,098
사채및장기차입금	1,566	3,685	6,885	8,385	8,385
부채총계	8,703	11,622	14,876	16,904	17,342
자본금	391	391	391	391	391
자본잉여금	2,274	2,275	2,275	2,275	2,275
이익잉여금	14,039	14,994	15,148	15,965	17,226
비지배주주지분	170	239	292	362	435
자본총계	16,339	17,322	17,529	18,415	19,749

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	3,181	2,125	2,694	2,463	3,821
당기순이익	2,022	1,519	667	1,385	1,832
현금유출이없는비용및수익	1,867	2,212	2,291	2,937	3,365
유형및무형자산상각비	1,402	1,487	1,877	2,241	2,504
영업관련자산부채변동	-715	-1,264	-17	-1,421	-798
매출채권및기타채권의감소	-971	52	-258	-958	-818
재고자산의감소	-396	-959	134	-947	-412
매입채무및기타채무의증가	328	165	164	528	438
투자활동현금흐름	-1,640	-3,639	-5,445	-4,482	-1,983
CAPEX	-2,253	-4,219	-5,500	-4,500	-2,000
투자자산의순증	3	-67	0	0	0
재무활동현금흐름	-737	1,794	2,407	764	-797
사채및차입금의 증가	154	2,325	3,090	1,500	0
자본금및자본잉여금의증가	1,139	0	0	0	0
배당금지급	-386	-494	-460	-460	-498
기타현금흐름	-29	-15	-578	0	0
현금의증가	775	264	-922	-1,255	1,040
기초현금	1,474	2,249	2,514	1,592	336
기말현금	2,249	2,514	1,592	336	1,376

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	25,698	28,183	29,086	35,712	40,798
매출원가	20,134	22,837	24,191	29,014	32,834
매출총이익	5,564	5,346	4,895	6,697	7,964
판관비	2,635	3,100	3,737	4,588	5,242
영업이익	2,928	2,246	1,158	2,109	2,722
EBITDA	4,330	3,733	3,035	4,350	5,226
영업외손익	-364	-306	-245	-287	-312
금융손익	-79	-157	-168	-258	-283
투자손익	7	5	0	0	0
기타영업외손익	-292	-154	-77	-29	-29
세전이익	2,564	1,940	913	1,822	2,411
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,022	1,519	667	1,385	1,832
지배주주지분순이익	1,945	1,473	613	1,316	1,759
비지배주주지분순이익	77	47	53	69	73
총포괄이익	1,876	1,433	667	1,385	1,832
증감률(%YoY)					
매출액	24.4	9.7	3.2	22.8	14.2
영업이익	47.0	-23.3	-48.4	82.1	29.1
EPS	43.5	-24.9	-60.2	123.2	35.1

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

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	26,903	20,203	8,032	17,925	24,209
BPS	206,544	218,227	220,186	230,626	246,733
DPS	6,000	6,000	6,000	6,500	6,500
Multiple(배)					
P/E	15.1	17.2	37.9	17.0	12.6
P/B	2.0	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.1	7.8	9.9	7.5	6.1
수익성(%)					
영업이익률	11.4	8.0	4.0	5.9	6.7
EBITDA마진	16.9	13.2	10.4	12.2	12.8
순이익률	7.9	5.4	2.3	3.9	4.5
ROE	12.9	8.9	3.6	7.5	9.4
ROA	8.9	5.6	2.2	4.1	5.1
ROIC	14.9	9.7	3.9	6.3	7.6
안정성및기타					
부채비율(%)	53.3	67.1	84.9	91.8	87.8
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
배당성향(배)	20.5	27.2	62.0	32.4	24.5

자료: LG화학 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

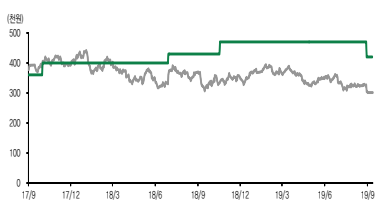
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된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

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - **매수**(81.5%) **중립**(18.5%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

LG화학 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
17/04/10	Buy	360,000	-9.4	13.2					
17/10/27	Hold	400,000	-2.9	10.4					
18/06/25	Buy	400,000	-18.0	-12.9					
18/07/25	Buy	430,000	-17.9	-9.1					
18/11/13	Buy	470,000	-25.4	-16.1					
19/09/25	Buy	420,000	-	-					

BUY(유지)

롯데케미칼

011170

목표주가(하향)	300,000원	현재주가(09/27)	235,500원	Up/Downside	+27.4%	투자의견(유지)	Buy

2019. 09. 30

배팅보다는 인내

3Q19E 영업이익 3,247억원, 시장 컨센서스 하회 예상: 롯데케미칼의 3Q 영업이익은 3,247억원(QoQ-6.2%/YoY-35.5%)으로 시장 컨센서스 3,469억원을 하회할 것으로 전망한다. 3Q 평균 환율이 20원 이상 상승했음에도 불구 전반적인 제품군의 spread가 추가 하향됨에 따라 감익이 나타난 것으로 판단된다. 가장 부진한 것은 아로마틱으로 PX/PTA/PET 제품 chain의 동반 spread 하락, (-)lagging 효과까지 겹쳐 영업이익 298억원(vs. 2Q 504억원)을 예상한다. 2Q MEG 일부 가동에도 불구 영업이익 98억원, 영업이익률 23%를 시현했던 미국 ECC는 가동률 상승 및 에틸렌 가동 반영으로 영업이익 317억원으로 이익 기여도가 높아질 것으로 전망한다.

시황 반등을 논하기는 아직 이르다: 화학 제품 spread는 BEP 수준에서 회복되고 있는 MEG, BD, PVC를 제외하면 전반적인 마진 둔화가 지속되고 있다. MEG는 반등이 나타났지만 부담스러운 순증설을 고려할 때 추가 상승을 기대하긴 어려우며, BD 역시 20년 이후 순증설이 부담스럽다. 에틸렌의 20년 순증설 부담은 CTO를 제외해도 6%를 상회하며, 과거 30년간 에틸렌 cycle의 에틸렌/PE spread 저점과 비교했을 때 spread의 추가 하락 여지가 남아있다. 매크로의 급격한 변화가 나타나지 않는 한 순수 화학 업체의 시황 반등에 대한 배팅은 조금 더 미뤄두자.

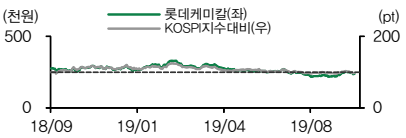
20E fwd P/B 0.6배, 추가 조정은 제한적: 20년 순익 추정치를 약 11% 하향 조정하며 목표주가를 30만원으로 하향하지만 투자의견 Buy를 유지한다. 20E fwd P/B 0.6배를 고려할 때 주가의 급격한 조정 가능성은 제한적이다. 또한 이익 체력은 약화되었지만 상대적으로 우량한 재무구조를 바탕으로 추가 양적/질적 성장을 위한 투자를 지속할 것으로 예상되기에 추후 시황 반등의 탄력도가 클 수 있다. 다만 그 시황 반등에는 공급 부담을 소화할 시간이 필요할 것으로 판단된다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	15,875	16,545	15,542	15,685	15,624
(증가율)	20.0	4.2	-6.1	0.9	-0.4
영업이익	2,930	1,967	1,276	1,215	1,401
(증가율)	15.2	-32.8	-35.1	-4.8	15.3
지배주주순이익	2,244	1,579	998	962	1,084
EPS	65,466	46,074	29,117	28,062	31,615
PER (H/L)	6.4/4.9	10.3/5.4	8.1	8.4	7.5
PBR (H/L)	1.3/1.0	1.3/0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (H/L)	4.0/3.1	6.5/3.6	4.7	4.7	4.0
영업이익률	18.5	11.9	8.2	7.7	9.0
ROE	21.5	13.0	7.6	7.0	7.5

Stock Data

52주 최저/최고	217,000/331,000원
KOSDAQ /KOSPI	627/2,050pt
시가총액	80,719억원
60日-평균거래량	120,260
외국인지분율	31.1%
60日-외국인지분율변동추이	-1.3%p
주요주주	롯데지주 외 5 인 53.6%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	7.3	-8.9	-15.0
상대기준	0.7	-5.1	-2.3

도표 110. 롯데케미칼 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	4,123	4,330	4,248	3,844	3,722	4,035	3,834	3,952	16,545	15,542	15,685
%YoY	*3.2*	*12.4*	*6.5*	*-4.7*	*-9.7*	*-6.8*	*-9.7*	*2.8*	*4.2*	*-6.1*	*0.9*
%QoQ	*2.2*	*5.0*	*-1.9*	*-9.5*	*-3.2*	*8.4*	*-5.0*	*3.1*			
Olefin	2,092	2,221	2,034	1,843	1,791	2,020	1,823	1,904	8,191	7,538	7,331
Aromatic	780	802	833	693	718	730	682	657	3,107	2,787	2,826
Titan	597	627	669	634	592	603	621	614	2,527	2,430	2,348
롯데첨단소재	763	789	815	704	705	767	706	685	3,071	2,863	2,860
북미ECC						42	127	218		387	825
연결 영업이익	662	701	504	100	296	346	325	310	1,967	1,276	1,215
%YoY	*-18.8*	*10.9*	*-34.3*	*-85.9*	*-55.3*	*-50.6*	*-35.5*	*208.6*	*-32.8*	*-35.1*	*-4.8*
%QoQ	*-7.3*	*5.9*	*-28.2*	*-80.1*	*194.5*	*17.0*	*-6.2*	*-4.6*			
Olefin	413	470	312	88	191	225	214	216	1,283	846	763
Aromatic	109	100	97	23	58	50	30	10	329	148	108
Titan	72	69	49	-5	26	21	18	16	185	81	53
롯데첨단소재	90	78	59	9	31	59	49	34	236	174	173
북미ECC						10	32	53		94	193
영업이익률	16.1	16.2	11.9	2.6	7.9	8.6	8.5	7.8	11.9	8.2	7.7
Olefin	19.7	21.2	15.3	4.8	10.6	11.1	11.7	11.3	15.7	11.2	10.4
Aromatic	14.0	12.5	11.6	3.3	8.0	6.9	4.4	1.5	10.6	5.3	3.8
Titan	12.1	11.0	7.3	-0.8	4.4	3.4	2.9	2.6	7.3	3.3	2.2
롯데첨단소재	11.8	9.9	7.2	1.3	4.5	7.7	7.0	5.0	7.7	6.1	6.0
북미ECC						23.2	24.8	24.2		24.3	23.4

자료: 롯데케미칼, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**8,225**	**8,144**	**8,467**	**8,156**	**8,275**
현금및현금성자산	1,685	1,330	3,245	2,951	3,078
매출채권및기타채권	1,682	1,563	1,638	1,609	1,605
재고자산	1,536	1,777	1,727	1,743	1,736
비유동자산	**11,326**	**12,655**	**13,516**	**14,097**	**14,536**
유형자산	6,716	8,036	8,664	9,220	9,626
무형자산	1,711	1,653	1,687	1,612	1,544
투자자산	2,727	2,805	3,004	3,104	3,204
자산총계	**19,551**	**20,799**	**22,080**	**22,350**	**22,907**
유동부채	**3,791**	**3,961**	**4,305**	**3,857**	**3,606**
매입채무및기타채무	1,688	1,248	1,383	1,336	1,234
단기차입금및단기사채	703	806	1,106	906	906
유동성장기부채	795	1,380	1,380	1,180	1,030
비유동부채	**3,505**	**3,293**	**3,493**	**3,493**	**3,493**
사채및장기차입금	2,704	2,601	2,801	2,801	2,801
부채총계	**7,296**	**7,255**	**7,798**	**7,351**	**7,099**
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	881	881	881	881	881
이익잉여금	10,582	11,785	12,491	13,179	13,954
비지배주주지분	765	810	840	870	904
자본총계	**12,255**	**13,544**	**14,282**	**14,999**	**15,808**

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	**3,129**	**1,381**	**1,657**	**1,560**	**1,676**
당기순이익	2,285	1,642	1,029	992	1,117
현금유출이없는비용및수익	**1,365**	**1,107**	**955**	**968**	**1,121**
유형및무형자산상각비	691	685	705	769	862
영업관련자산부채변동	**70**	**-543**	**114**	**-13**	**-128**
매출채권및기타채권의감소	-173	122	-75	30	4
재고자산의감소	-101	-258	50	-16	7
매입채무및기타채무의증가	314	-328	135	-47	-102
투자활동현금흐름	**-4,718**	**-1,763**	**373**	**-1,069**	**-1,036**
CAPEX	-2,020	-1,846	-1,250	-1,250	-1,200
투자자산의순증	-199	-78	13	75	60
재무활동현금흐름	**1,115**	**45**	**47**	**-785**	**-513**
사채및차입금의 증가	50	561	500	-400	-150
자본금및자본잉여금의증가	402	0	0	0	0
배당금지급	-135	-411	-360	-291	-274
기타현금흐름	-44	-18	-163	0	0
현금의증가	**-518**	**-355**	**1,915**	**-294**	**127**
기초현금	**2,203**	**1,685**	**1,330**	**3,245**	**2,951**
기말현금	**1,685**	**1,330**	**3,245**	**2,951**	**3,078**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**15,875**	**16,545**	**15,542**	**15,685**	**15,624**
매출원가	12,082	13,792	13,453	13,651	13,406
매출총이익	**3,793**	**2,753**	**2,089**	**2,035**	**2,218**
판관비	863	785	812	820	817
영업이익	**2,930**	**1,967**	**1,276**	**1,215**	**1,401**
EBITDA	**3,621**	**2,652**	**1,981**	**1,983**	**2,263**
영업외손익	**155**	**285**	**193**	**162**	**150**
금융손익	-20	-10	-22	11	14
투자손익	284	202	212	175	160
기타영업외손익	-109	93	3	-24	-24
세전이익	**3,085**	**2,253**	**1,470**	**1,377**	**1,552**
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**2,285**	**1,642**	**1,029**	**992**	**1,117**
지배주주지분순이익	2,244	1,579	998	962	1,084
비지배주주지분순이익	41	63	31	30	34
총포괄이익	**1,856**	**1,750**	**1,029**	**992**	**1,117**
증감률(%YoY)					
매출액	20.0	4.2	-6.1	0.9	-0.4
영업이익	15.2	-32.8	-35.1	-4.8	15.3
EPS	22.2	-29.6	-36.8	-3.6	12.7

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

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	65,466	46,074	29,117	28,062	31,615
BPS	335,215	371,541	392,158	412,219	434,834
DPS	10,500	10,500	8,500	8,000	9,000
Multiple(배)					
P/E	5.6	6.0	8.1	8.4	7.5
P/B	1.1	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	3.5	3.9	4.7	4.7	4.0
수익성(%)					
영업이익률	18.5	11.9	8.2	7.7	9.0
EBITDA마진	22.8	16.0	12.7	12.6	14.5
순이익률	14.4	9.9	6.6	6.3	7.2
ROE	21.5	13.0	7.6	7.0	7.5
ROA	12.9	8.1	4.8	4.5	4.9
ROIC	23.6	13.7	7.6	7.1	7.9
안정성및기타					
부채비율(%)	59.5	53.6	54.6	49.0	44.9
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
배당성향(배)	15.8	21.9	28.3	27.7	27.6

자료: 롯데케미칼, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

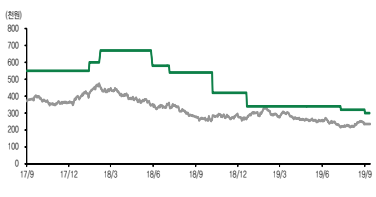
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된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

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - **매수**(81.5%) **중립**(18.5%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

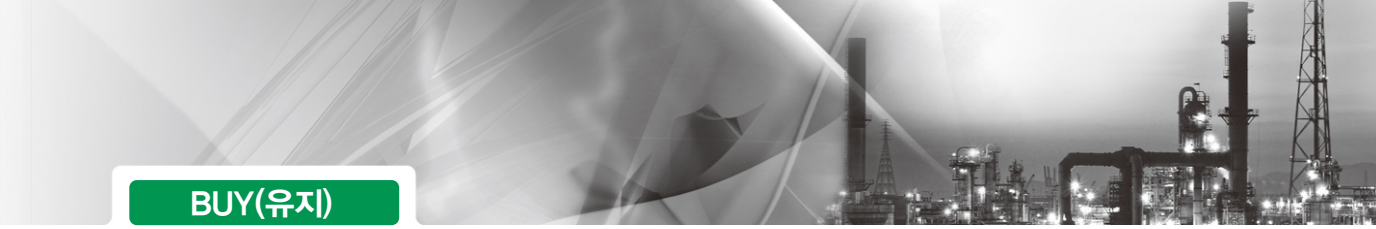
업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

롯데케미칼 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
17/01/12	Buy	550,000	-32.8	-24.3	19/01/15	Buy	340,000	-18.9	-2.6
18/01/12		1년경과	-26.3	-22.3	19/08/06	Buy	320,000	-27.8	-21.1
18/02/09	Buy	600,000	-24.8	-20.9	19/09/27	Buy	300,000	-	-
18/03/05	Buy	670,000	-39.8	-33.3					
18/06/25	Buy	580,000	-41.4	-38.0					
18/08/01	Buy	540,000	-45.3	-34.7					
18/11/02	Buy	420,000	-33.7	-29.6					



BUY(유지)

한화케미칼

009830

목표주가(유지)	27,000원	현재주가(09/27)	17,650원	Up/Downside	+53.0%	투자의견(유지)	Buy

2019. 09. 30

20E P/B 0.42배지만 이익이 성장하는 회사

3Q19E 영업이익 1,066억원, 시장 컨센서스 소폭 하회 예상: 한화케미칼의 3Q 영업이익은 1,066억원(QoQ+9.2%/YoY+13.6%)으로 시장 컨센서스 1,108억원을 소폭 하회할 것으로 전망한다. 기초소재는 글로벌 경기 둔화에 따른 수요 부진으로 화학 제품 가격이 하락했지만 6월부터 급락한 납사/에틸렌이 본격적으로 투입되며 원가 하락 폭이 제품 가격 하락을 만회한 것으로 판단된다. 또한 긍정적인 환율 효과와 2Q 가성소다 정기보수 영향이 제거되는 점이 기초소재 개선을 이끌 것으로 예상한다. 부진한 것은 리테일로 면세점 철수에 따른 비용이 증가할 것으로 판단된다.

관건은 태양광의 개선 폭: 2Q 멀티-모노 라인 전환 가속화, 출하량 둔화에 따른 제조원가 상승 및 비용 증가로 부진했던 태양광은 3Q에 다시 개선세로 돌아설 것으로 판단한다. 2Q에 증가한 비용 이슈는 지속될 것으로 예상되지만 견고한 미국/유럽 설치 수요, 중국 설치 수요 반등으로 정체였던 출하량이 반등할 것으로 예상한다. 또한 최근 웨이퍼 추가 하락으로 원가 부담 역시 완화 되었을 것이기에 이익률 반등을 기대할 수 있다. 비용 이슈 감안 보수적 추정치를 제시하지만 surprise 가능성 역시 배제할 수 없다.

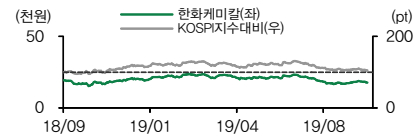
연간 이익 반등 추세를 주목: 한화케미칼에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 2.7만원을 유지하며 화학 top-picks로 지속 추천한다. 타 제품 대비 공급 부담이 크지 않고 중국 석탄 PVC 대비 에틸렌 기반 PVC의 수익성이 반등할 것으로 예상되기에 PVC 매출 비중이 가장 큰 기초소재의 이익 반등 추세는 이어질 가능성이 높다. 또한 태양광 설치 수요 개선에 따른 태양광 이익 성장, 20년 리테일의 이익 반등을 고려했을 때 연간 전사 이익 반등 추세는 이어질 것이다. 반면 20년 예상 P/B는 0.42배로 극심한 저평가 영역이다. 비중확대에 나설 시점이다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	9,342	9,046	9,655	10,099	10,058
(증가율)	0.9	-3.2	6.7	4.6	-0.4
영업이익	756	354	406	532	706
(증가율)	-2.9	-53.2	14.5	31.1	32.7
지배주주순이익	825	187	310	458	564
EPS	5,001	1,139	1,913	2,824	3,475
PER (H/L)	7.7/4.8	32.1/12.9	9.3	6.3	5.1
PBR (H/L)	1.1/0.7	1.0/0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (H/L)	8.2/6.3	13.4/9.0	9.0	7.5	6.1
영업이익률	8.1	3.9	4.2	5.3	7.0
ROE	14.6	3.1	5.0	7.0	8.1

Stock Data

52주 최저/최고	15,300/23,800원
KOSDAQ /KOSPI	627/2,050pt
시가총액	28,501억원
60日-평균거래량	602,937
외국인지분율	23.2%
60日-외국인지분율변동추이	-0.9%p
주요주주	한화 외 5 인 37.1%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	4.1	-20.3	-8.1
상대기준	-2.2	-17.0	5.6

도표 111. 한화케미칼 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	2,076	2,251	2,312	2,408	2,236	2,374	2,443	2,602	9,046	9,655	10,099
%YoY	*-5.3*	*-9.5*	*0.0*	*2.4*	*7.7*	*5.5*	*5.7*	*8.1*	*-3.2*	*6.7*	*4.6*
%QoQ	*-11.7*	*8.4*	*2.7*	*4.1*	*-7.1*	*6.2*	*2.9*	*6.5*			
기초소재	1,094	1,154	1,130	994	912	995	925	907	4,372	3,739	3,905
가공소재	231	257	274	285	232	252	269	280	1,048	1,034	1,044
리테일	178	178	160	189	172	176	160	188	704	696	707
태양광	827	806	818	1,171	1,265	1,395	1,542	1,735	3,623	5,936	6,274
기타	243	270	268	243	253	302	276	250	1,024	1,081	1,081
연결 영업이익	172	184	94	-96	98	98	107	103	354	406	532
%YoY	*-12.5*	*-15.7*	*-56.4*	*적전*	*-42.9*	*-47.1*	*13.6*	*흑전*	*-53.2*	*14.5*	*31.1*
%QoQ	*36.8*	*7.1*	*-49.1*	*적전*	*흑전*	*-0.7*	*9.2*	*-3.0*			
기초소재	148	182	88	-51	54	50	64	15	367	183	225
가공소재	-6	2	-2	-8	-8	-3	-1	-8	-13	-20	-8
리테일	5	1	2	12	7	-7	-11	19	19	9	51
태양광	35	-4	0	-41	49	33	50	78	-11	209	263
기타	2	7	8	-12	13	21	7	0	5	41	22
영업이익률	8.3	8.2	4.1	-4.0	4.4	4.1	4.4	4.0	3.9	4.2	5.3
기초소재	13.6	15.7	7.8	-5.1	5.9	5.0	6.9	1.6	8.4	4.9	5.8
가공소재	-2.6	0.8	-0.5	-2.7	-3.3	-1.1	-0.5	-3.0	-1.3	-2.0	-0.8
리테일	2.7	0.7	0.9	6.1	4.1	-3.8	-6.8	10.3	2.7	1.3	7.1
태양광	4.2	-0.5	0.0	-3.5	3.9	2.3	3.3	4.5	-0.3	3.5	4.2
기타	0.7	2.7	2.9	-5.1	5.2	6.9	2.5	0.0	0.4	3.8	2.1

자료: 한화케미칼, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**4,222**	**5,012**	**4,682**	**4,814**	**4,974**
현금및현금성자산	805	1,024	748	870	923
매출채권및기타채권	1,712	1,762	1,803	1,866	1,886
재고자산	1,144	1,467	1,454	1,453	1,471
비유동자산	**9,427**	**10,219**	**10,628**	**10,887**	**10,927**
유형자산	5,588	6,684	7,107	7,379	7,430
무형자산	422	479	466	453	441
투자자산	2,987	2,790	2,790	2,790	2,790
자산총계	**13,649**	**15,231**	**15,657**	**16,049**	**16,248**
유동부채	**4,894**	**5,133**	**5,113**	**5,121**	**5,070**
매입채무및기타채무	1,802	1,631	1,753	1,760	1,710
단기차입금및단기사채	2,012	2,239	2,139	2,139	2,139
유동성장기부채	630	655	755	755	755
비유동부채	**2,568**	**3,872**	**4,072**	**4,072**	**3,872**
사채및장기차입금	1,776	2,995	3,195	3,195	2,995
부채총계	**7,462**	**9,004**	**9,185**	**9,192**	**8,942**
자본금	830	821	813	813	813
자본잉여금	829	857	857	857	857
이익잉여금	4,365	4,497	4,750	5,134	5,584
비지배주주지분	172	137	137	137	137
자본총계	**6,187**	**6,227**	**6,472**	**6,857**	**7,307**

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	**916**	**727**	**665**	**844**	**915**
당기순이익	835	160	310	458	564
현금유출이없는비용및수익	**200**	**670**	**536**	**600**	**688**
유형및무형자산상각비	436	440	491	541	561
영업관련자산부채변동	**-198**	**-147**	**-71**	**-53**	**-139**
매출채권및기타채권의감소	-46	667	-41	-63	-20
재고자산의감소	233	-171	13	1	-18
매입채무및기타채무의증가	132	-550	122	7	-51
투자활동현금흐름	**-403**	**-435**	**-535**	**-457**	**-383**
CAPEX	-492	-720	-900	-800	-600
투자자산의순증	235	615	262	292	255
재무활동현금흐름	**-686**	**-70**	**-58**	**-266**	**-479**
사채및차입금의 증가	-389	1,463	200	0	-200
자본금및자본잉여금의증가	1	20	-8	0	0
배당금지급	-58	-58	-33	-57	-73
기타현금흐름	-35	-3	-348	0	0
현금의증가	**-207**	**219**	**-276**	**122**	**53**
기초현금	**1,012**	**805**	**1,024**	**748**	**870**
기말현금	**805**	**1,024**	**748**	**870**	**923**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**9,342**	**9,046**	**9,655**	**10,099**	**10,058**
매출원가	7,386	7,459	7,913	8,170	7,960
매출총이익	**1,956**	**1,587**	**1,742**	**1,929**	**2,098**
판관비	1,199	1,233	1,336	1,397	1,392
영업이익	**756**	**354**	**406**	**532**	**706**
EBITDA	**1,192**	**794**	**897**	**1,073**	**1,267**
영업외손익	**309**	**-66**	**15**	**87**	**55**
금융손익	-132	-136	-194	-187	-182
투자손익	593	418	262	292	255
기타영업외손익	-152	-348	-53	-18	-18
세전이익	**1,066**	**288**	**421**	**619**	**762**
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**835**	**160**	**310**	**458**	**564**
지배주주지분순이익	825	187	310	458	564
비지배주주지분순이익	10	-26	0	0	0
총포괄이익	**791**	**75**	**310**	**458**	**564**
증감률(%YoY)					
매출액	0.9	-3.2	6.7	4.6	-0.4
영업이익	-2.9	-53.2	14.5	31.1	32.7
EPS	8.9	-77.2	68.0	47.6	23.1

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

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	5,001	1,139	1,913	2,824	3,475
BPS	36,250	37,081	38,960	41,326	44,091
DPS	350	200	350	450	700
Multiple(배)					
P/E	6.3	17.7	9.3	6.3	5.1
P/B	0.9	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.3	10.0	9.0	7.5	6.1
수익성(%)					
영업이익률	8.1	3.9	4.2	5.3	7.0
EBITDA마진	12.8	8.8	9.3	10.6	12.6
순이익률	8.9	1.8	3.2	4.5	5.6
ROE	14.6	3.1	5.0	7.0	8.1
ROA	6.1	1.1	2.0	2.9	3.5
ROIC	8.7	2.6	3.4	4.3	5.6
안정성및기타					
부채비율(%)	120.6	144.6	141.9	134.1	122.4
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
배당성향(배)	6.8	20.3	18.2	15.9	20.1

자료: 한화케미칼, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

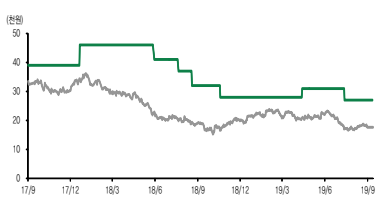
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된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

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) – **매수**(81.5%) **중립**(18.5%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

한화케미칼 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
17/06/21	Buy	39,000	-16.5	-2.6	19/08/08	Buy	27,000	-	-
18/01/16	Buy	46,000	-35.1	-21.3					
18/06/25	Buy	41,000	-49.1	-44.8					
18/08/16	Buy	37,000	-46.0	-42.4					
18/09/14	Buy	32,000	-45.0	-39.7					
18/11/14	Buy	28,000	-24.4	-15.0					
19/05/09	Buy	31,000	-32.0	-25.0					

BUY(유지)

금호석유

011780

목표주가(하향)	96,000원	현재주가(09/27)	69,600원	Up/Downside	+37.9%	투자의견(유지)	Buy

2019. 09. 30

단기 실적 부진하나 주가 낙폭이 더 컸다

3Q19E 영업이익 788억원, 시장 컨센서스 하회 예상: 금호석유의 3Q 영업이익은 788억원(QoQ-43.3%/YoY-47.8%)으로 시장 컨센서스 996억원을 하회할 것으로 전망한다. 3Q 평균 환율이 20원 이상 상승했음에도 불구 에너지를 제외한 전 사업 부문의 감익이 나타날 것으로 예상한다. 합성고무는 급등한 BD의 원가 부담, NB Latex 대규모 증설 가동에 따른 ASP 하락 영향 등이 반영되며 359억원(QoQ-40%)의 부진한 실적이 예상된다. 페놀 체인은 순증설 부담에 따른 하락 cycle 진행으로 역시 97억원(QoQ-71%)으로 감익이 불가피하다.

중장기 범용고무 개선 vs. 그 외 사업부 부진: 범용고무의 원재료인 BD는 20년 이후 아시아 NCC 순증설 증가로 공급량이 크게 증가한다. NCC 가동에 따른 부산물 성격이 강한 BD의 순증설 증가는 BD 가격의 하향 안정화로 이어질 가능성이 높다. 반면 BR/SBR은 장기간의 수익성 둔화로 순증설 부담이 적기에 중장기 범용고무 - BD spread가 개선될 것으로 전망한다. NB-Latex 역시 단기로는 대규모 증설로 인해 수익성이 위축되었지만 견고한 수요 성장성을 고려하면 수익성 반등이 나타날 가능성이 높다. 따라서 금호석유의 합성고무 이익은 성장세를 이어나갈 것으로 전망한다. 문제는 페놀을 중심으로 한 그 외 사업부문의 부진이다. 고무를 제외한 제품군의 20년 공급 부담이 크기에 범용고무의 이익 개선 폭이 타 사업부문의 감익 폭을 만회하지 못할 가능성이 높다.

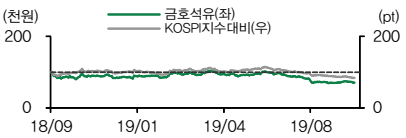
이익 하락 속도보다 주가 하락 속도가 빨랐다: 19년/20년 이익 추정치를 하향 조정하고 목표주가를 9.6만원으로 하향(20E BPS 87,289원에 target P/B 1.1배 적용)하지만 투자의견 Buy를 유지한다. 고무 외 사업부의 이익 하락 속도가 예상보다 가파르고 고무 역시 단기 실적은 부진함에 따라 주가 조정 폭이 컸다. 하지만 그럼에도 불구 19~20년 평균 ROE는 12%를 상회한다. 이익 체력 대비 주가 하락 폭이 과도하다고 판단된다. 점진적인 비중확대를 추천한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,065	5,585	5,034	5,202	5,134
(증가율)	27.6	10.3	-9.9	3.3	-1.3
영업이익	263	555	450	415	538
(증가율)	67.2	111.2	-18.8	-7.8	29.7
지배주주순이익	214	491	334	318	417
EPS	6,906	15,984	10,823	10,290	13,534
PER (H/L)	14.6/9.6	7.5/4.9	6.6	6.9	5.3
PBR (H/L)	1.8/1.2	1.7/1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (H/L)	10.1/7.9	6.5/5.0	4.7	4.6	3.3
영업이익률	5.2	9.9	8.9	8.0	10.5
ROE	12.3	23.4	13.4	11.4	13.4

Stock Data

52주 최저/최고	68,600/104,000원
KOSDAQ /KOSPI	627/2,050pt
시가총액	21,206억원
60日-평균거래량	132,164
외국인지분율	34.3%
60日-외국인지분율변동추이	+0.3%p
주요주주	박철완 외 4 인 24.7%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	0.1	-28.3	-29.2
상대기준	-6.0	-25.4	-18.6

도표 112. 금호석유 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	1,340	1,442	1,451	1,353	1,275	1,297	1,209	1,253	5,585	5,034	5,202
%YoY	*-4.9*	*16.4*	*20.4*	*11.6*	*-4.8*	*-10.0*	*-16.6*	*-7.4*	*10.3*	*-9.9*	*3.3*
%QoQ	*10.5*	*7.6*	*0.6*	*-6.8*	*-5.7*	*1.7*	*-6.8*	*3.6*			
합성고무	475	517	540	485	477	500	504	495	2,015	1,976	2,070
합성수지	300	324	321	281	288	312	265	263	1,226	1,128	1,133
페놀유도체	416	453	454	434	366	358	305	339	1,756	1,368	1,414
에너지 및 기타	150	148	137	153	143	128	136	155	588	562	585
연결 영업이익	166	154	151	84	144	139	79	88	555	450	415
%YoY	*152.2*	*247.5*	*161.4*	*-11.2*	*-13.0*	*-9.5*	*-47.8*	*4.7*	*111.2*	*-18.8*	*-7.8*
%QoQ	*74.7*	*-7.4*	*-1.7*	*-44.1*	*71.0*	*-3.7*	*-43.3*	*12.0*			
합성고무	34	42	27	5	49	60	36	34	108	179	232
합성수지	24	17	10	-8	18	19	5	2	43	44	-8
페놀유도체	67	69	78	45	38	33	10	13	259	94	55
에너지 및 기타	40	25	36	43	39	27	28	39	144	133	136
영업이익률	12.4	10.6	10.4	6.2	11.3	10.7	6.5	7.0	9.9	8.9	8.0
합성고무	7.2	8.2	5.0	1.0	10.3	12.0	7.1	6.8	5.4	9.0	11.2
합성수지	8.1	5.3	3.0	-3.0	6.2	6.0	2.0	0.9	3.5	3.9	-0.7
페놀유도체	16.2	15.2	17.3	10.3	10.4	9.3	3.2	3.8	14.8	6.9	3.9
에너지 및 기타	26.7	17.0	26.3	28.0	27.3	21.1	20.5	25.4	24.5	23.7	23.2

자료: 금호석유, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**1,333**	**1,349**	**1,553**	**1,735**	**1,966**
현금및현금성자산	234	102	362	525	767
매출채권및기타채권	621	668	640	661	653
재고자산	427	472	451	443	436
비유동자산	**3,247**	**3,268**	**3,256**	**3,242**	**3,228**
유형자산	2,440	2,366	2,356	2,343	2,331
무형자산	15	14	12	10	8
투자자산	769	863	863	863	863
자산총계	**4,580**	**4,617**	**4,818**	**4,986**	**5,203**
유동부채	**1,914**	**1,759**	**1,628**	**1,512**	**1,346**
매입채무및기타채무	626	556	615	600	584
단기차입금및단기사채	900	817	697	597	447
유동성장기부채	326	269	219	219	219
비유동부채	**709**	**510**	**540**	**540**	**540**
사채및장기차입금	583	372	402	402	402
부채총계	**2,623**	**2,269**	**2,167**	**2,052**	**1,886**
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	267	357	357	357	357
이익잉여금	1,403	1,925	2,221	2,501	2,879
비지배주주지분	114	1	8	11	15
자본총계	**1,957**	**2,348**	**2,651**	**2,934**	**3,317**

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	**421**	**485**	**646**	**494**	**619**
당기순이익	218	503	341	321	421
현금유출이없는비용및수익	**310**	**277**	**329**	**310**	**333**
유형및무형자산상각비	218	209	212	214	214
영업관련자산부채변동	**-40**	**-202**	**83**	**-35**	**-3**
매출채권및기타채권의감소	-61	-49	27	-21	8
재고자산의감소	19	-45	21	8	7
매입채무및기타채무의증가	21	-82	59	-15	-17
투자활동현금흐름	**-106**	**-191**	**-151**	**-149**	**-150**
CAPEX	-106	-134	-200	-200	-200
투자자산의순증	-15	24	40	40	40
재무활동현금흐름	**-277**	**-426**	**-225**	**-182**	**-228**
사채및차입금의 증가	-262	-362	-140	-100	-150
자본금및자본잉여금의증가	0	90	0	0	0
배당금지급	-22	-27	-37	-38	-38
기타현금흐름	-1	0	-9	0	0
현금의증가	**37**	**-133**	**260**	**164**	**242**
기초현금	**197**	**234**	**102**	**362**	**525**
기말현금	**234**	**102**	**362**	**525**	**767**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**5,065**	**5,585**	**5,034**	**5,202**	**5,134**
매출원가	4,637	4,854	4,401	4,597	4,409
매출총이익	**428**	**731**	**634**	**604**	**725**
판관비	166	176	183	189	187
영업이익	**263**	**555**	**450**	**415**	**538**
EBITDA	**481**	**764**	**663**	**629**	**752**
영업외손익	**27**	**62**	**-2**	**7**	**15**
금융손익	-28	-63	-49	-35	-27
투자손익	89	118	40	40	40
기타영업외손익	-34	7	7	2	2
세전이익	**290**	**617**	**448**	**422**	**554**
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**218**	**503**	**341**	**321**	**421**
지배주주지분순이익	214	491	334	318	417
비지배주주지분순이익	4	12	7	3	4
총포괄이익	**251**	**485**	**341**	**321**	**421**
증감률(%YoY)					
매출액	27.6	10.3	-9.9	3.3	-1.3
영업이익	67.2	111.2	-18.8	-7.8	29.7
EPS	197.7	131.5	-32.3	-4.9	31.5

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

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	6,906	15,984	10,823	10,290	13,534
BPS	55,019	70,088	78,931	87,289	98,599
DPS	1,000	1,350	1,350	1,350	1,350
Multiple(배)					
P/E	14.4	5.5	6.6	6.9	5.3
P/B	1.8	1.2	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.0	5.3	4.7	4.6	3.3
수익성(%)					
영업이익률	5.2	9.9	8.9	8.0	10.5
EBITDA마진	9.5	13.7	13.2	12.1	14.7
순이익률	4.3	9.0	6.8	6.2	8.2
ROE	12.3	23.4	13.4	11.4	13.4
ROA	4.8	10.9	7.2	6.5	8.3
ROIC	6.7	15.8	12.2	11.4	14.7
안정성및기타					
부채비율(%)	134.0	96.6	81.7	69.9	56.8
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
배당성향(배)	11.1	6.5	9.9	10.5	8.0

자료: 금호석유, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

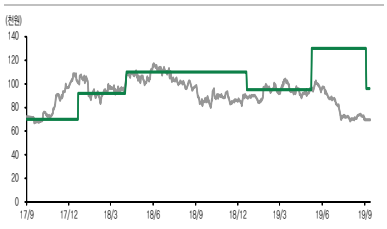
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 자난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된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

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - **매수**(81.5%) **중립**(18.5%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

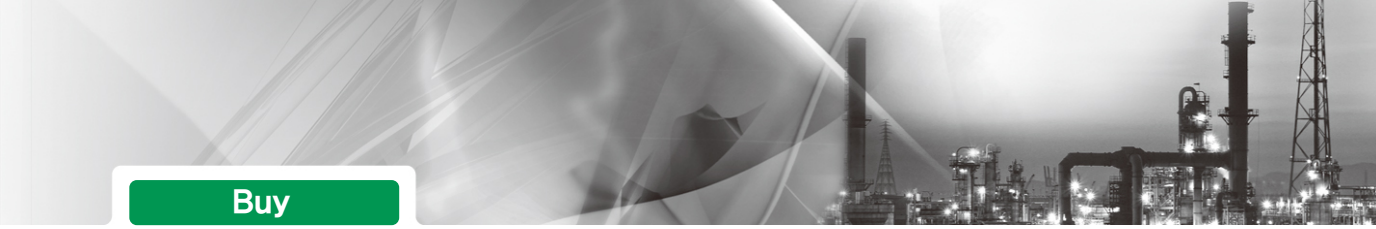
업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

금호석유 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
16/10/04	Hold	70,000	9.8	31.9					
17/10/04		1년경과	19.5	55.0					
18/01/16	Hold	92,000	3.8	16.8					
18/04/30	Hold	110,000	-10.8	6.4					
19/01/15	Hold	95,000	-1.5	9.5					
19/06/04	Buy	130,000	-36.7	-21.2					
19/09/30	Buy	96,000	-	-					



Buy

효성화학

298000

목표주가(유지)	230,000원	현재주가(09/27)	163,000원	Up/Downside	+41.1%	투자의견(유지)	Buy

2019. 09. 30

시황 격동에도 견고한 수익성

3Q19E 영업이익 534억원, 시장 컨센서스 부합할 것: 효성화학의 3Q 영업이익은 534억원으로 시장 컨센서스 545억원에 부합할 것으로 예상한다. PP가격이 2Q $1,078/t→3Q 누적 $1,013/t으로 하향 조정되었지만 사우디 프로판 가격이 6월~8월 평균 $392/t로 2Q 대비 $100/t 이상 낮아짐에 따라 PDH 기준 spread는 개선되었다. 따라서 PP/DH 부문의 이익은 431억원으로 개선될 것으로 전망한다. 기타 사업부는 NF3가 판매물량/가격 하락에 따라 이익이 하락할 것으로 예상되지만 PTA는 수익성 유지, TAC은 매출 증가에 따른 증익, 폴리케톤 역시 판매량 증가에 따른 적자 폭 축소로 전체적으로는 2Q와 유사한 실적을 전망한다.

PDH의 원가 수혜는 계속된다: 프로필렌/PP의 순증설이 다소 부담스럽지만 미국 Permian 원유/NGL 파이프라인 본격 가동으로 4Q 이후 미국 프로판 수출 급증→프로판의 납사 대비 할인폭 확대가 이어질 것으로 예상한다. 따라서 PP downstream을 보유한 PDH의 수익성은 견고할 가능성이 높다. 또한 향후 PDH 순증설의 대부분이 중국인데 미중 무역분쟁이 해결되지 않는 한 중국은 상대적으로 풍부한 미국 프로판을 수입할 수 없다. 이는 20년 기준 글로벌 PDH의 50% 이상을 차지(신규 증설 기준 100%)하는 중국 PDH의 원가 경쟁력이 약화됨을 의미한다.

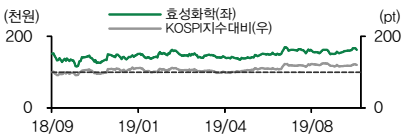
베트남 증설 모멘텀은 아직 시작되지도 않았다: PDH의 원가 경쟁력 강화 추세가 이어지며 타 화학 업체와는 달리 연간 이익 체력이 높아지고 있다. 20년초 PP 30만톤 상업가동을 시작으로 20년말 최종 상업가동이 예정된 베트남 대규모 증설 프로젝트가 상업가동하면 그 이익 체력은 2배 이상 성장할 것으로 전망한다. 중국 이외 글로벌 PDH의 원가경쟁력 강화, 베트남의 압도적 증설 효과 등을 고려하여 투자의견 Buy, 목표주가 23만원, 화학 top-picks 의견을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	NA	1,117	1,864	2,182	2,808
(증가율)	NA	NA	66.9	17.0	28.7
영업이익	NA	65	160	185	339
(증가율)	NA	NA	146.1	15.8	83.1
지배주주순이익	NA	20	79	104	225
EPS	NA	11,059	24,624	32,448	70,584
PER (H/L)	NA/NA	17.9/10.0	6.8	5.1	2.4
PBR (H/L)	NA/NA	1.7/1.0	1.2	1.0	0.7
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	9.9/8.2	5.9	5.7	3.2
영업이익률	NA	5.8	8.6	8.5	12.1
ROE	NA	5.6	19.4	21.1	34.9

Stock Data

52주 최저/최고	115,500/170,000원
KOSDAQ /KOSPI	627/2,050pt
시가총액	5,200억원
60日-평균거래량	15,240
외국인지분율	11.2%
60日-외국인지분율변동추이	+0.0%p
주요주주	효성 외 6 인 43.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	8.7	9.4	7.6
상대기준	2.0	13.9	23.6

도표 113. 효성화학 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	440.6	442.4	491.8	489.2	451.5	488.0	469.7	454.9	1,863.9	1,864.1	2,181.6
YoY	*13.7*	*6.2*	*15.4*	*11.9*	*2.5*	*10.3*	*-4.5*	*-7.0*	*11.8*	*0.0*	*17.0*
QoQ	*0.7*	*0.4*	*11.2*	*-0.5*	*-7.7*	*8.1*	*-3.8*	*-3.1*			
PP/DH	238.4	245.1	252.4	247.9	219.8	253.0	244.5	232.6	983.8	949.9	1,258.3
NF3	31.6	33.3	31.3	33.7	32.7	36.7	34.2	33.0	129.8	136.7	136.2
기타	170.6	164.0	208.1	207.6	198.9	198.3	190.9	189.3	750.3	777.4	787.1
연결 영업이익	19.0	37.5	36.3	16.4	24.9	49.6	53.4	32.1	109.2	160.0	185.2
YoY	*-43.1*	*137.3*	*-13.2*	*-6.8*	*31.1*	*32.2*	*47.0*	*95.7*	*0.6*	*46.5*	*15.8*
QoQ	*8.0*	*97.4*	*-3.2*	*-54.8*	*51.8*	*99.1*	*7.6*	*-39.8*			
PP/DH	24.1	42.5	34.0	6.7	21.0	39.6	43.1	28.1	107.3	131.8	152.6
NF3	1.1	2.8	3.6	3.4	3.2	4.4	3.4	3.0	10.9	14.1	14.7
기타	-6.2	-7.8	-1.3	6.3	0.7	5.5	6.8	1.0	-9.0	14.1	17.8
영업이익률	4.3	8.5	7.4	3.4	5.5	10.2	11.4	7.1	5.9	8.6	8.5
PP/DH	10.1	17.3	13.5	2.7	9.6	15.7	17.6	12.1	10.9	13.9	12.1
NF3	3.4	8.4	11.4	10.2	9.9	12.0	10.0	9.0	8.4	10.3	10.8
기타	-3.6	-4.8	-0.6	3.0	0.3	2.8	3.6	0.5	-1.2	1.8	2.3

자료: 효성화학, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**NA**	**438**	**457**	**533**	**735**
현금및현금성자산	NA	79	74	104	209
매출채권및기타채권	NA	185	219	254	324
재고자산	NA	125	124	145	176
비유동자산	**NA**	**1,215**	**1,678**	**1,928**	**1,892**
유형자산	NA	1,118	1,581	1,831	1,794
무형자산	NA	74	74	74	74
투자자산	NA	10	10	10	10
자산총계	**NA**	**1,653**	**2,181**	**2,507**	**2,673**
유동부채	**NA**	**686**	**739**	**767**	**824**
매입채무및기타채무	NA	276	278	307	363
단기차입금및단기사채	NA	255	305	305	305
유동성장기부채	NA	145	145	145	145
비유동부채	**NA**	**600**	**1,000**	**1,200**	**1,100**
사채및장기차입금	NA	583	983	1,183	1,083
부채총계	**NA**	**1,286**	**1,739**	**1,967**	**1,924**
자본금	NA	16	16	16	16
자본잉여금	NA	329	329	329	329
이익잉여금	NA	18	94	191	400
비지배주주지분	NA	0	0	0	0
자본총계	**NA**	**367**	**443**	**540**	**749**

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	**NA**	**77**	**269**	**307**	**463**
당기순이익	NA	20	79	104	225
현금유출이없는비용및수익	**NA**	**120**	**230**	**253**	**348**
유형및무형자산상각비	NA	90	158	173	237
영업관련자산부채변동	**NA**	**-45**	**-22**	**-20**	**-51**
매출채권및기타채권의감소	NA	-50	-34	-35	-70
재고자산의감소	NA	-13	1	-21	-31
매입채무및기타채무의증가	NA	16	3	29	56
투자활동현금흐름	**NA**	**-145**	**-633**	**-423**	**-200**
CAPEX	NA	-84	-621	-423	-200
투자자산의순증	NA	-10	0	0	0
재무활동현금흐름	**NA**	**-135**	**405**	**146**	**-159**
사채및차입금의 증가	NA	983	450	200	-100
자본금및자본잉여금의증가	NA	345	0	0	0
배당금지급	NA	0	-3	-3	-6
기타현금흐름	NA	7	-46	0	0
현금의증가	**NA**	**-197**	**-6**	**30**	**104**
기초현금	**NA**	**276**	**79**	**74**	**104**
기말현금	**NA**	**79**	**74**	**104**	**209**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**NA**	**1,117**	**1,864**	**2,182**	**2,808**
매출원가	NA	1,002	1,619	1,897	2,341
매출총이익	**NA**	**115**	**245**	**285**	**467**
판관비	NA	50	85	100	128
영업이익	**NA**	**65**	**160**	**185**	**339**
EBITDA	**NA**	**155**	**318**	**358**	**576**
영업외손익	**-**	**-38**	**-63**	**-52**	**-54**
금융손익	NA	-29	-54	-50	-52
투자손익	NA	-7	0	0	0
기타영업외손익	NA	-2	-9	-2	-2
세전이익	**NA**	**27**	**97**	**133**	**285**
중단사업이익	NA	0	0	0	0
당기순이익	**NA**	**20**	**79**	**104**	**225**
지배주주지분순이익	NA	20	79	104	225
비지배주주지분순이익	NA	0	0	0	0
총포괄이익	**NA**	**23**	**79**	**104**	**225**
증감률(%YoY)					
매출액	NA	NA	66.9	17.0	28.7
영업이익	NA	NA	146.1	15.8	83.1
EPS	NA	NA	122.7	31.8	117.5

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

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	NA	11,059	24,624	32,448	70,584
BPS	NA	115,120	138,748	169,204	234,808
DPS	NA	1,000	1,000	2,000	5,000
Multiple(배)					
P/E	NA	12.8	6.8	5.1	2.4
P/B	NA	1.2	1.2	1.0	0.7
EV/EBITDA	NA	8.8	5.9	5.7	3.2
수익성(%)					
영업이익률	NA	5.8	8.6	8.5	12.1
EBITDA마진	NA	13.8	17.0	16.4	20.5
순이익률	NA	1.8	4.2	4.7	8.0
ROE	NA	5.6	19.4	21.1	34.9
ROA	NA	1.2	4.1	4.4	8.7
ROIC	NA	3.8	8.6	7.7	13.3
안정성및기타					
부채비율(%)	NA	350.2	392.8	364.4	256.8
이자보상배율(배)	NA	-	-	-	-
배당성향(배)	NA	15.6	4.0	6.1	7.1

자료: 효성화학, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

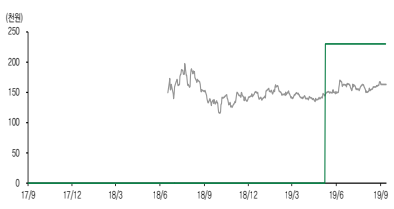
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 자난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된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

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - **매수**(81.5%) **중립**(18.5%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

효성화학 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
19/06/04	Buy	230,000	-	-					

MEMO

MEMO

DB Financial Investment

Research Center

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

담당	애널리스트	02)369-	@db-fi.com

자산전략팀

글로벌크레딧	유승우 팀장	3426	seyoo

채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
경제	박성우 수석연구원	3441	p3swo
신용분석	이혁재 선임연구원	3435	realsize84

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국/신흥국	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 수석연구원	3709	thseol
RA	강대승 연구원	3437	bigwin92

산업분석1팀

은행/보험	이병건 팀장	3381	pyrrhon72
RA	정광명 연구원	3746	Kmc92

시클리컬파트

조선/기계/철강	김홍균 파트장	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤호 수석연구위원	3367	uhno
화학/정유/유틸리티	한승재 수석연구원	3921	sjhan
RA	정재헌 연구원	3429	kevinj

크로스융합파트

원자재/스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
비상장기업	남기윤 연구위원	3387	kqnam
생활용품/의류	박현진 수석연구원	3477	hjpark
Mid-small caps	구성진 선임연구원	3428	goo
Mid-small caps	유현재 선임연구원	3369	Jay.yoo

산업분석2팀

IT총괄	권성률 팀장	3724	srkwon

ICT자동차파트

반도체	어규진 연구위원	3713	kjsyndrome
자동차/운송	김평모 수석연구원	3053	pmkim
통신서비스/미디어	신은정 선임연구원	3458	ej.shin
RA	권세라 연구원	3352	serakwon9494

헬스케어컨슈머파트

음식료/유통	차재헌 파트장	3378	imcjh
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
엔터/레저/인터넷/게임	황현준 수석연구원	3385	realjun20

DB금융투자

본 사

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

서울지역

강남금융센터	02) 3474-9000	서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
DB금융센터	02) 3011-5000	서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
청담금융센터	02) 514-1414	서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
목동금융센터	02) 2636-6000	서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
압구정금융센터	02) 3445-8800	서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (중권빌딩 2층)
을지로금융센터	02) 753-9000	서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
잠실	02) 419-6200	서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

경기지역

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

대전 · 충청지역

대전	042) 522-6600	대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
천안	041) 569-7000	충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)
청주	043) 253-9400	충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

부산 · 경상지역

남포	051) 242-6000	부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
부산	051) 515-6200	부산광역시 동래구 충렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
센텀	051) 741-7200	부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)
양산	055) 388-0900	경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
창원	055) 600-5500	경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
대구금융센터	053) 476-4000	대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)

광주 · 전라지역

광주	062) 655-3400	광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
전주	063) 229-2211	전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬프라자 2층)

강원지역

강릉	033) 641-8629	강원도 강릉시 율곡로 2845 (성호빌딩 3층)
원주	033) 765-9400	강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

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