



하나금융그룹

2018년 7월 10일 | Equity Research

석유화학/정유

석유화학, 정말 Down-Cycle에 진입한 것일까?

[석유화학] 정말 Down-Cycle에 진입한 것일까?

대표 NCC업체인 롯데케미칼과 대한유화의 12M Fwd PBR은 0.8배가 무너지며 Down-Cycle의 시작을 가정한 수준까지 하락했다. 과연 Cycle은 꺾였을까? 유가 상승을 감안한 HDPE, 에틸렌, PP, 부타디엔, SM, PET등 주요 제품 마진은 작년과 비교해 높은 수준에서 유지 중이며, 재고는 낮고 향후 증설은 대부분 3% 미만이라는 점에서 그럴 가능성은 낮아 보인다. 업황부진은 실물수요의 문제라기보다 구매지연 영향이라 판단하며, 8~9월에는 해소될 것으로 본다. 중국의 미국산 화학제품에 대한 관세부과는 미국 석유화학 산업을 사면초가(四面楚歌)에 빠뜨릴 것이며 반대로 한국업체에게는 M/S와 가격경쟁력을 확보할 수 있는 기회가 될 수 있다. 미국 입장에서는 중국이 아니라면 생산된 LD/LLDPE를 수출할 길이 없기 때문이다. 프로판에 대한 관세부과는 또한 중국 PDH의 수익성 훼손 요인이기에 우리에게 부정적일 이유는 없다. 기업가치 대비 과도하게 주가가 하락한 롯데케미칼/대한유화, 압도적인 이익모멘텀을 보유한 금호석유가 Top Picks다.

[정유] 정제마진 부진, 신흥국 수요둔화가 주요인

최근 정제마진의 부진은 신흥국의 수요 둔화가 주요인이라 판단한다. 그 동안 수요를 견인했던 브라질/멕시코, 인도/인도네시아 등 주요 신흥국은 통화가치 하락 영향으로 자국통화로 환산한 유가부담이 현격하게 높아지며 휘발유, 등/경유 수요에 타격을 입고 있는 것으로 파악된다. 실제 지난 5월 브라질에서는 치솟은 경유가격에 반발해 트럭운전사들이 파업에 돌입하며 산업생산이 YoY 음전환하는 모습까지 나타날 정도였다. 역사적 고점까지 도달한 미국 가동률이 현격하게 하락하기 전까지 정제마진에 대한 보수적인 관점을 유지할 것을 권고한다.

[2Q18 Preview] 전반 컨센 부합. 금호석유는 상회

석유화학/정유업체의 2Q18 영업이익은 전반적으로 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. LG화학, 롯데케미칼, 대한유화, S-Oil 가 컨센서스에 부합하는 업체이다. 금호석유는 폐놀/합성고무의 호조로 컨센서스를 9% 상회할 전망이다. 다만, SK이노베이션은 컨센서스를 5% 하회할 전망이다.

Earnings Preview

Overweight

Top Picks

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(7월9일)
롯데케미칼(011170)	BUY	550,000원(하향)	340,000원
금호석유(011780)	BUY	170,000원	110,500원
대한유화(006650)	BUY	420,000원(하향)	241,500원

관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(7월9일)
LG화학(051910)	BUY	450,000원	322,500원
SK이노베이션(096770)	BUY	240,000원(하향)	193,500원
S-Oil(010950)	BUY	140,000원(하향)	105,500원

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	95,292	115,569	130,098	138,296	143,060
영업이익	십억원	9,881	11,013	10,743	11,972	12,432
세전이익	십억원	8,619	11,098	11,006	12,362	12,847
순이익	십억원	6,339	7,967	8,112	9,138	9,496
EPS	원	21,117	26,161	26,634	30,003	31,179
증감률	%	62.08	23.89	1.81	12.65	3.92
PER	배	8.95	8.81	9.77	8.68	8.35
PBR	배	1.18	1.43	1.14	1.03	0.93
EV/EBITDA	배	4.86	5.89	5.14	4.39	3.94
ROE	%	12.75	14.25	13.14	13.32	12.53
BPS	원	166,226	185,311	204,398	226,930	250,638
DPS	원	5,280	6,469	6,469	6,469	6,469

주: 6개사 합산기준, 하나금융투자

자료: 하나금융투자



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

RA 김정현

02-3771-7617

jeonghyeon.kim@hanafn.com



CONTENTS

1. [석유화학] 정말 Down-Cycle에 진입한 것일까?	3
1) 현재 NCC업체의 Valuation은 Down-Cycle을 가정한 수준	3
2) 그렇다면, 과연 Cycle은 꺾였을까? 작년과 비교한 마진은 그렇지 않다	4
3) 낮은 재고와 제한된 증설 또한 Up-Cycle 종료를 고하고 있지 않다	6
4) 업황부진은 실물수요의 문제라기보다 구매지연 영향. 8~9월에는 해소될 것	9
5) 미-중 무역분쟁은 미국 석유화학 산업을 사면초가(四面楚歌)에 빠뜨릴 전망 (1) PE, PVC, PC 시장에 미치는 단기 및 중장기 영향 점검	10
(2) 프로판에 대한 관세부과는 중국 PDH의 원가부담이 될 것	14
6) 주요 제품의 수급전망 및 가격지표 등	16
2. [정유] 정제마진 부진, 신흥국 수요둔화가 주요인	22
1) 휘발유 부진은 높은 미국 가동률과 주행거리 증가율 둔화에 기인	23
2) 주요 등/경유 수입지역인 유럽/중남미 등의 수요 둔화 포착	25
3. 투자의견 및 Valuation	28
4. 2Q18 실적 Preview	29
Top Picks 및 관심종목	30
LG화학 (051910)	31
롯데케미칼 (011170)	35
금호석유 (011780)	39
대한유화 (006650)	43
SK이노베이션 (096770)	47
S-Oil (010950)	51

1. [석유화학] 정말 Down-Cycle에 진입한 것일까?

1) 현재 NCC업체의 Valuation은 Down-Cycle을 가정한 수준

롯데케미칼, 대한유화 모두
현재 Valuation은
Up-Cycle의 종료, Down-Cycle의
시작을 가정한 수준

롯데케미칼, 대한유화 모두
이미 Down-Cycle을 전제한
Valuation을 받고 있는 상황
달라진 회사의 편더먼털을
감안할 때 과도한 저평가

NCC업체의 주가가 연일 하락세다. 대표적 NCC업체인 롯데케미칼과 대한유화의 12M Fwd PBR은 각각 0.76배, 0.79배로 양사 모두 0.8배가 무너진 상황이다. 양 사 모두 지난 3년간 12M Fwd PBR Valuation의 바닥이 0.9배 내외에서 형성되어 왔던 것을 감안하면 현재의 Valuation은 Up-Cycle의 종료, Down-Cycle의 시작을 가정한 수준이라 판단된다.

특히, 롯데케미칼의 현재 Valuation은 2014년~15년 초의 그것과 유사한 수준이다. 당시는 유가가 100\$/bbl에서 40\$/bbl까지 급전직하하며 시황에 대한 공포심이 극도에 달했고, 분기 영업이익 1,000억원 내외의 부진한 실적과 배당수익률 0.6%에 불과하던 시절이다. 하지만, 롯데케미칼의 현재 분기 영업이익 체력은 6~7,000억원 내외, DPS는 2014년 1,000원 대비 2017년 10,500원으로 약 10배 증가(배당수익률은 0.6%에서 3.2%로 상승)한 만큼 현재의 주가는 미국 ECC증설과 무역분쟁에 따른 최악의 경기상황을 가정해도 편더먼털 대비 너무도 과도한 저평가다. 대한유화의 ROE가 2016년 이후 롯데케미칼과 유사한 수준에서 형성되어 왔고, 증설을 통한 규모의 경제가 달성과 2017년 사상 최대 실적이 예약된 만큼 대한유화의 Valuation 또한 과도한 저평가라 판단된다.

그림 1. 롯데케미칼 12M Fwd PBR 밴드차트

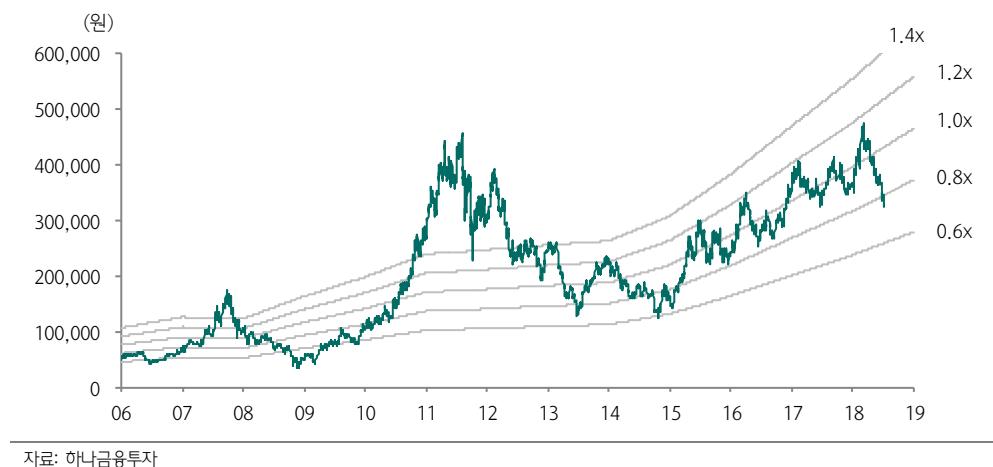


그림 2. 대한유화 12M Fwd PBR 밴드차트



2) 그렇다면, 과연 Cycle은 꺾였을까? 작년과 비교한 마진은 그렇지 않다

Cycle의 확장/축소 국면 여부를
감안하여 현재의 Valuation이
과연 정당한가?

주요 제품의 작년보다
높아진 마진 수준을 감안할 때
Up-Cycle이 종료되었다고
말할 근거는 없음

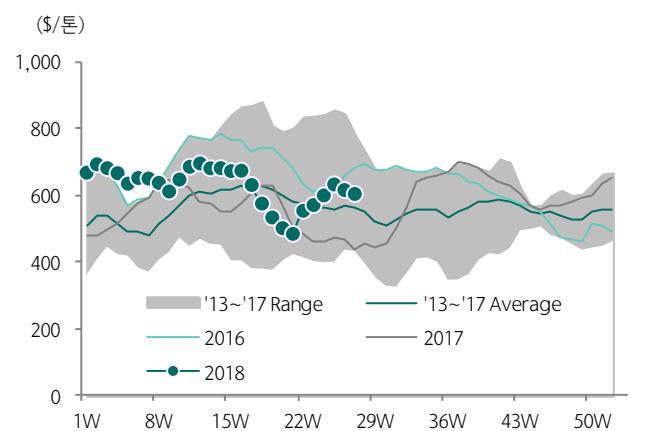
시장에서는 롯데케미칼의
실적 감익을 Cycle 종료의
시그널로 해석한다고 판단
다만, 작년과 올해는 환율과
정기보수 효과를 감안해야 함

앞서 양사에 대해 최악의 상황을 가정해도 달라진 회사의 펀더멘털 대비 과도한 저평가 구간이라고 언급했으므로 개별기업의 펀더멘털을 배제한 Cycle의 확장/축소 국면 여부를 감안하여 현재의 Valuation이 과연 정당한가에 대한 접근을 시도해보자.

시장이 양 사에 대해 Up-Cycle의 종료를 가정한 Valuation을 부여하는 가장 기본적인 논리는 1) 미국 PE의 증설에 따른 수익성 둔화 2) 유가 상승에 따른 원가부담이다. 하지만, 앞서 여러 번의 보고서를 통해 언급한 바와 같이 미국의 PE증설은 LDPE와 LLDPE에 집중되어 있다. 2018~19년 글로벌 증설이 각각 6%, 9% 수준에 달할 정도로 높은 수준이라는 점이 이를 대변한다. 반면, HDPE는 2018~19년 증설이 3% 내외에 불과해 상대적으로 미국 증설로부터 안전하다. 대한유화/롯데케미칼은 전체 PE증설에서 HDPE 비중이 각각 100%, 60% 수준으로 여타 NCC업체 대비 LD/LLDPE에 대한 노출이 적다는 점에 주목해야 한다. 유가/납사 상승에 대한 원가부담 논리 또한 원가를 감안한 HDPE마진 추이가 2018년 내내 2017년 대비 높은 수준에서 유지되고 있다는 점을 감안할 때 우려할 정도는 아니다. 즉, 유가 상승을 감안한 업황/수급은 작년보다 개선되어 있다는 의미다. 에틸렌과 PP, 부타디엔, SM, PET등 주요 제품 또한 마찬가지로 작년보다 높은 수준에서 마진이 형성되고 있어 현 마진 수준만 놓고 보면 Up-Cycle이 종료되었다고 이야기할 근거는 없다.

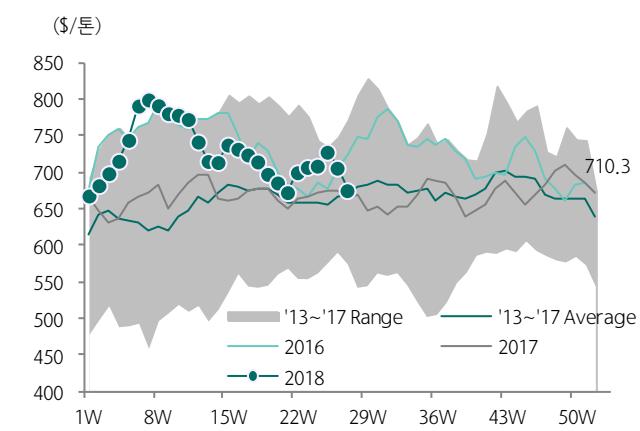
그렇다면, 왜 시장에서는 Down-Cycle을 전제하고 있는 것일까? 개별업체의 실적 때문이 아닐까 생각한다. 특히, 롯데케미칼의 2018년 상반기 영업이익은 1,35조원으로 2017년 상반기 1,45조 대비 7% 가량 감익될 것으로 예상되며, 2018년 하반기 영업이익은 1,34조원으로 2018년 하반기 1,48조원 대비 10%가량 감익될 것으로 예상된다. 즉, 연간 감익에 대한 우려가 Cycle 종료에 대한 불안감을 더욱 증폭시키고 있다. 하지만, 2017년 상반기와 2018년 상반기의 실적 차이는 달러베이스의 마진 차이라기보다 외생변수인 환율 차이에 기인한다. 2017년 상반기 평균 환율은 1,142원/달러로 2018년 평균환율 1,076원 대비 67원 높다. 10월 당 분기 영업이익에 미치는 효과가 150억원이니 작년과 올해 환율에 따른 영업이익 변동 효과가 2,000억원에 달하는 셈이다. 2018년 하반기 또한 환율 효과 및 여수 NCC 정기보수에 따른 물량감소 효과가 크므로 실질적으로 Cycle의 훼손을 논할 정도의 상황은 아니라고 판단한다. 특히, 2019년에는 미국 PE증설 효과가 일단락되고 타이탄 PP증설, 미국 ECC증설 및 여수 NCC 증설분이 반영되므로 중의이 재차 가능한 그림이다.

그림 3. 에틸렌 마진 추이



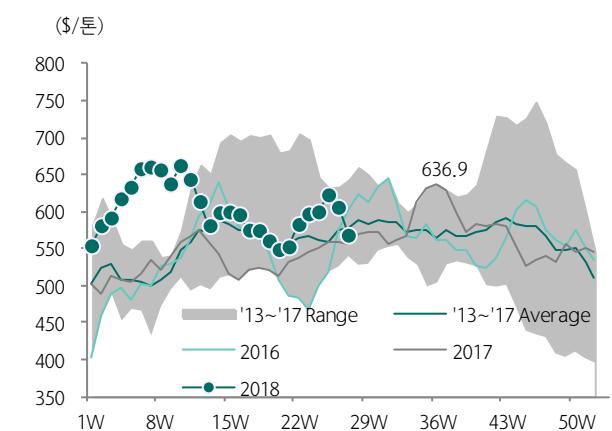
자료: Platts, 하나금융투자
아나운서

그림 4. HDPE 마진 추이



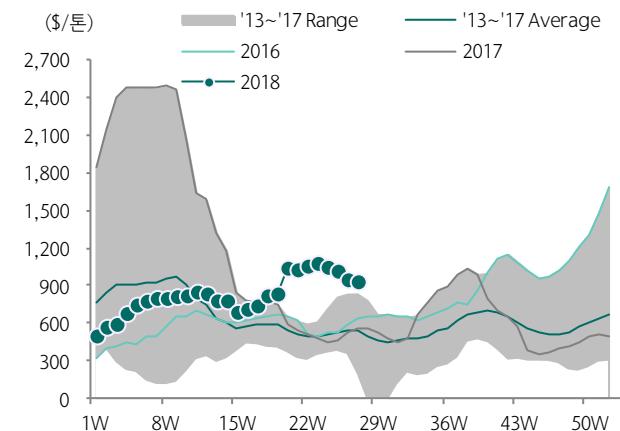
자료: Platts, 하나금융투자

그림 5. PP마진 추이



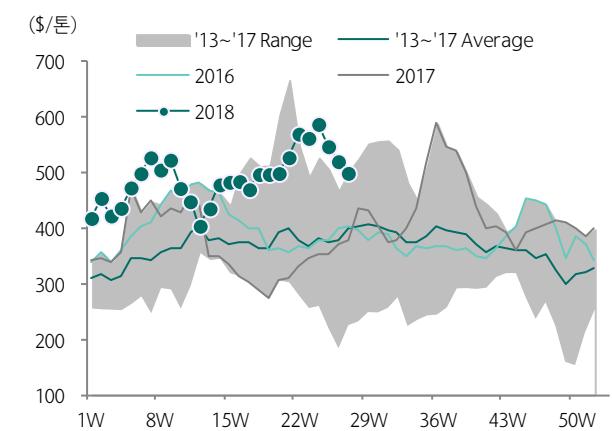
자료: Platts, 하나금융투자

그림 6. BD마진 추이



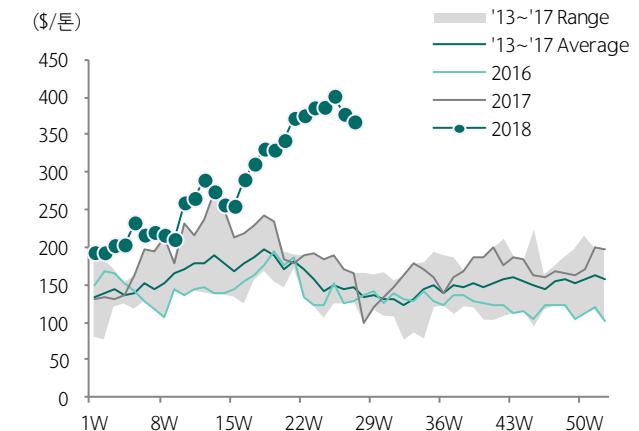
자료: Platts, 하나금융투자

그림 7. SM마진 추이



자료: Platts, 하나금융투자

그림 8. PET마진 추이



자료: Platts, 하나금융투자

3) 낮은 재고와 제한된 증설 또한 Up-Cycle 종료를 고하고 있지 않다

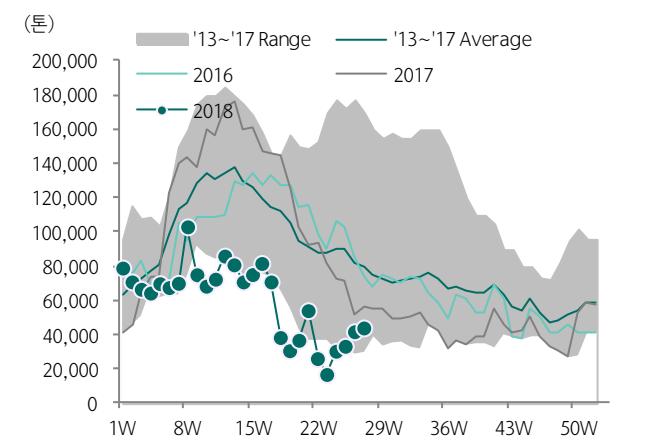
낮은 재고와 미미한 증설 때문에 향후에도 Up-Cycle은 훼손되지 않을 것으로 판단. 대부분 제품의 재고는 낮은 수준

주요 제품의 증설은 3% 이하로 글로벌 무역분쟁에 따른 수요 둔화를 감안해도 부담스럽지 않음

향후에도 Up-Cycle이 훼손되지 않을 것이라고 판단하는 또 하나의 이유는 낮은 재고과 미미한 증설 때문이다. 현재 중국 동부 SM, 자일렌, 톨루엔 재고는 5년 래 가장 낮은 수준을 기록할 만큼 하락한 상황이다. 중국 동부 MEG재고 또한 5월 고점 대비 현재 23% 가량 하락해 한 달 재고량까지 균접했다. 사실 MEG 재고 급증은 약 7년 만에 최대 실적을 시현하고 있는 중국 PET/폴리에스터 업체의 과도한 재고 축적에 기인하니, 중국의 높은 PET/폴리에스터 가동률을 감안하면 추가적으로 하락할 가능성성이 높다. 중국 PE재고 또한 미국의 대규모 PE증설에도 불구하고 2017년 초 대비 12%, 2010년 이후 고점 대비 21% 가량 현저히 낮아진 수준을 시현 중이다. 즉, 기본적으로 낮은 재고 레벨을 감안할 때 추가적인 업황의 둔화 요인은 제한적이라 판단한다. 현재 재고수준이 낮은 이유는 2011년 업황 둔화와 2014년 유가 하락 이후 저위 재고를 유지하려는 관성이 작용하고 있기 때문이다.

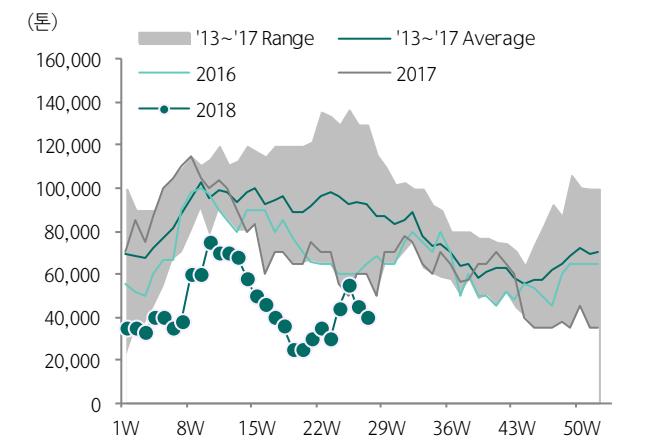
이러한 낮은 재고 상황에서 증설 또한 제한적이다. 2018~19년 HDPE, PP 증설은 연간 3% 수준이며, BD는 1% 대에 불과하다. ABS와 PET 또한 2019~20년 증설이 각각 1%, 2~3%에 불과해 향후 글로벌 무역분쟁에 따른 수요 둔화 가능성을 감안해도 부담스럽지 않은 수준이라 판단한다.

그림 9. 중국 동부 SM 재고 추이



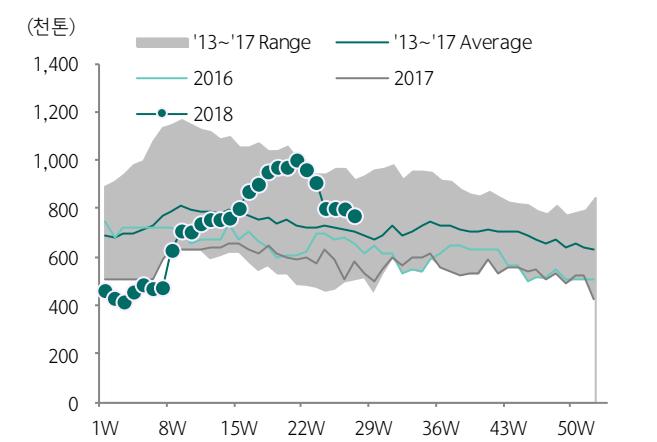
자료: Platts, 하나금융투자

그림 10. 중국 동부 자일렌 재고 추이



자료: Platts, 하나금융투자

그림 11. 중국 동부 MEG 재고추이



자료: Platts, 하나금융투자

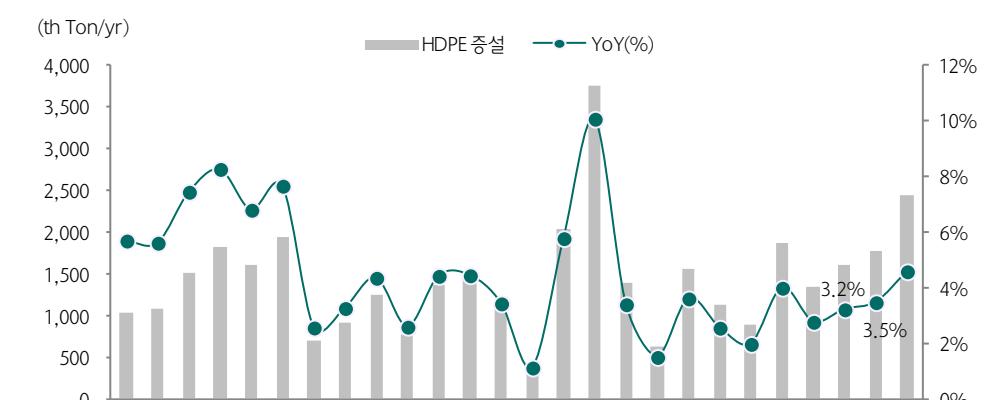
그림 12. 중국 PE 재고 Index



자료: WIND, 하나금융투자

2018~19년 HDPE 증설은
3% 수준에 불과

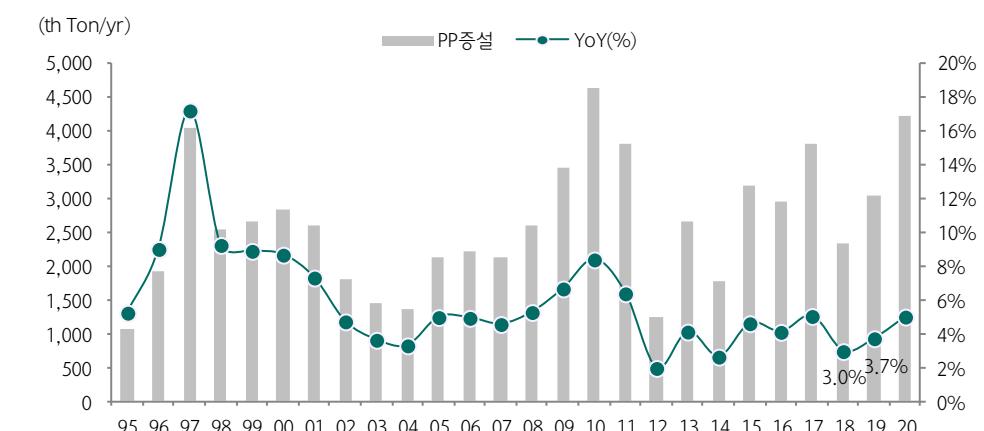
그림 13. 글로벌 HDPE 증설 추이



자료: Industry Data, 하나금융투자

2018~19년 PP 증설은
3% 수준에 불과

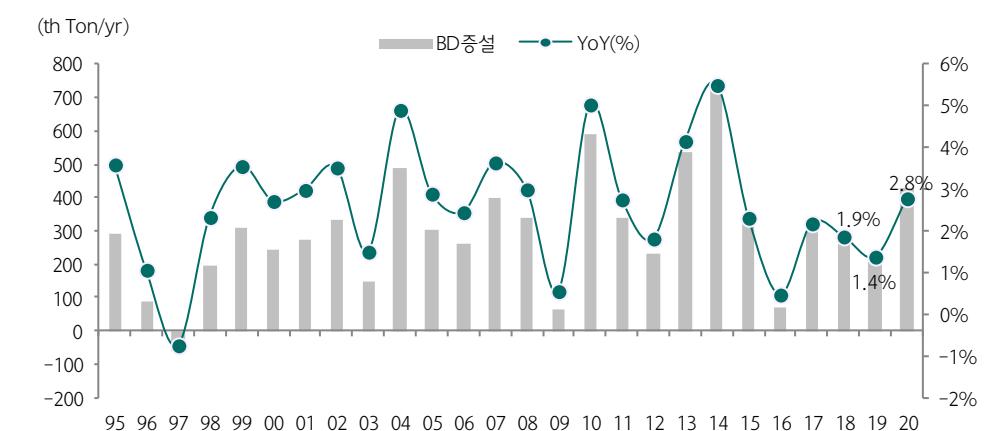
그림 14. 글로벌 PP 증설 추이



자료: Industry Data, 하나금융투자

2018~19년 BD 증설은
1~3% 수준에 불과

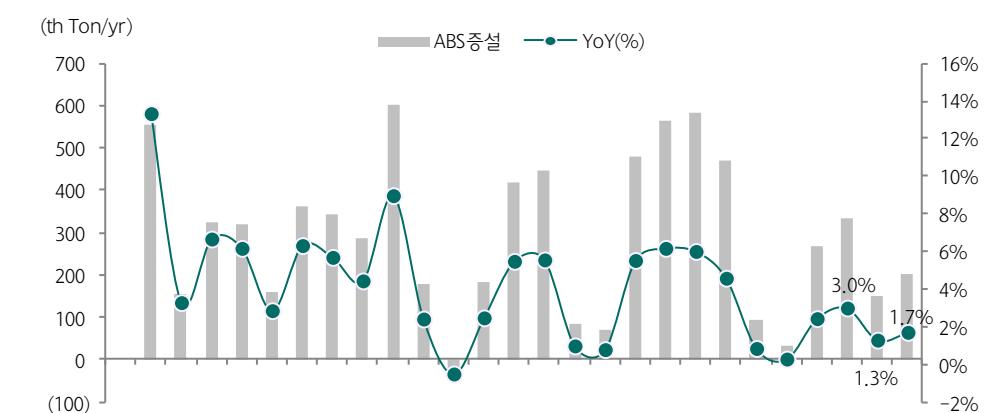
그림 15. 글로벌 BD 증설 추이



자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 16. 글로벌 ABS 증설 추이

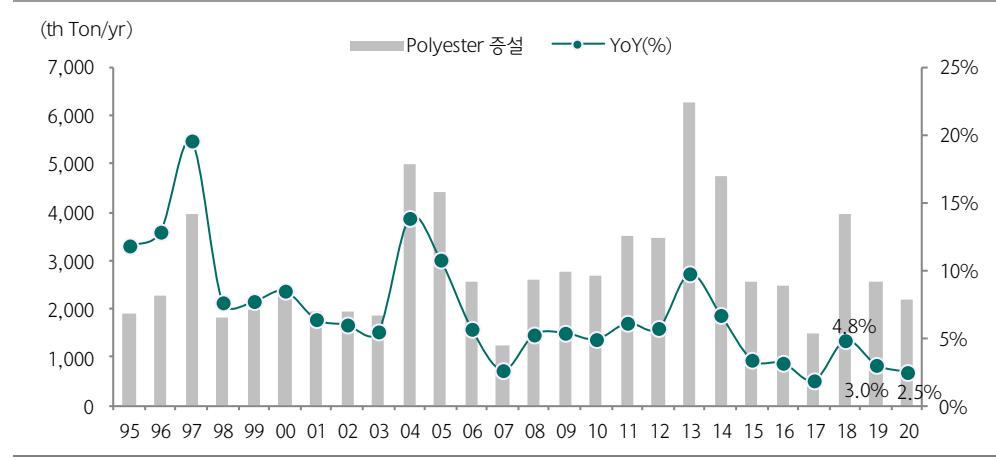
2018~19년 ABS 증설은
1~3% 수준에 불과



자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 17. 글로벌 폴리에스터 증설 추이

2018~19년 폴리에스터 증설은
2~3% 수준에 불과



자료: Industry Data, 하나금융투자

4) 업황부진은 실물수요의 문제라기보다 구매지연 영향. 8~9월에는 해소될 것

현재 석유화학 업황 부진의 가장 큰 요인은 실물수요의 문제라기보다
 1) 미-중 무역분쟁2) 위안화 약세
 3) 유가/재고부담에 따른 전방 구매업체의 구매 지연 효과가
 더 큼. 8~9월 경 해소될 전망

현재 석유화학 업황 부진의 가장 큰 요인은 실물수요의 문제라기보다는 1) 미-중 무역분쟁 2) 위안화 약세 3) 유가/재고부담에 따른 전방 구매업체의 구매 지연 효과가 더 크다고 판단한다. 현재까지의 실물 수요가 둔화되지 않았다는 것은 중국의 수출액(달러기준)이 YoY 10% 내외의 성장을 지속하고 있다는 점에서 확인된다. 대부분의 중국의 수출은 북미/유럽/동남아 등을 향하는데 미-중무역 분쟁에 따라 향후 둔화될 가능성이 있긴 하나 협상의 여지가 아직 남아있다는 점과 실물 수요에 미치는 타격은 시차가 존재한다는 점을 감안해야 한다. 위안화 약세는 정부의 개입으로 어느 정도 안정화 단계에 진입할 가능성이 높으며, 유가는 OPEC의 증산 결정과 8월 사우디 아람코의 OSP 인하를 감안할 때 하향안정화로 무게를 두는 것이 맞다. 재고부담 또한 앞서 살펴본 바와 같이 그간 재고 De-stocking으로 안정화 단계에 진입했다. 또한 중국은 미국과의 무역 갈등이 고조되면서 대미 수출 급감 등으로 중국 실물 경제가 충격을 받을 수 있다는 우려에서 지준율 인하를 지속하고 있어, 향후 중소기업에 더 많은 규모의 대출을 지원하거나 대출금리를 낮출 수 있는 여력이 발생한다. 인민은행 측은 이번 조치로 시중에 7000억위안(약 119조7000억원)의 유동성이 공급될 것으로 예상하고 있다. 이는 향후 원자료 구매 수요를 자극할 수 있는 요인이 될 전망이다.

그림 18. 중국 수출액(달러기준) YoY 추이

중국 수출은 견조한 흐름이
 지속되고 있음

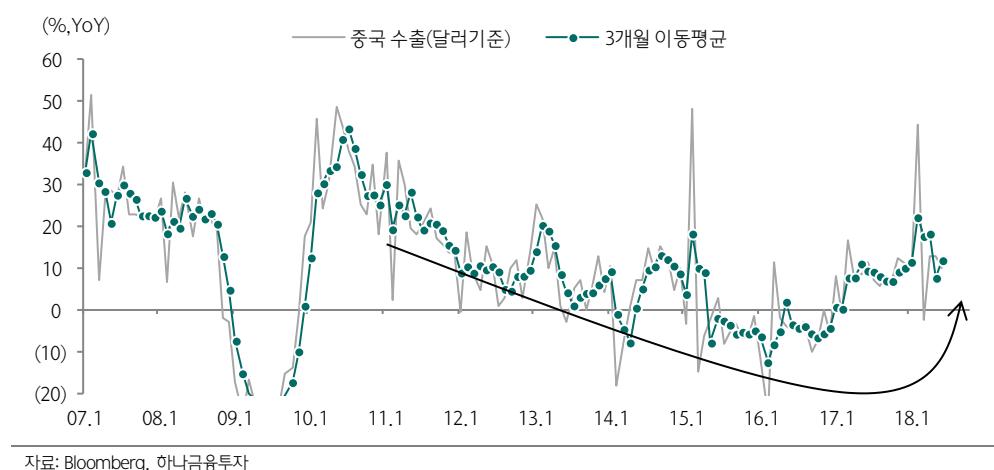


그림 19. 중국 지준율 추이

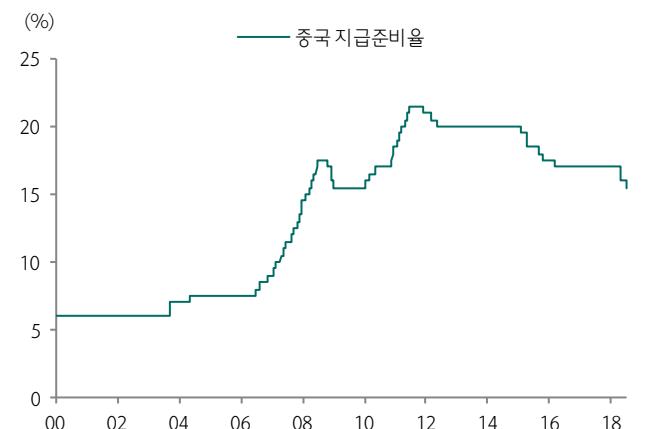


그림 20. 중국 M2 통화량 YoY 추이



5) 미-중 무역분쟁은 미국 석유화학 산업을 사면초가(四面楚歌)에 빠뜨릴 전망

관세부과 제품은 LDPE, LLDPE, PVC, PC(폴리카보네이트), PA(폴리아미드/나일론), 프로판

중국은 이번 미-중 무역분쟁에 따라 미국산 석유화학 제품에 대해 관세를 25% 부과하기로 결정했다. 해당제품은 LDPE, LLDPE, PVC, PC(폴리카보네이트), PA(폴리아미드/나일론), 프로판이며, HDPE는 포함되지 않았으나 향후 포함될 가능성이 높아 보인다. 참고로, 중국의 수입 중 LDPE(7%), PVC(32%), PC(8%), 프로판(25%)의 미국 비중은 7~32%이다.

(1) PE, PVC, PC 시장에 미치는 단기 및 중장기 영향 점검

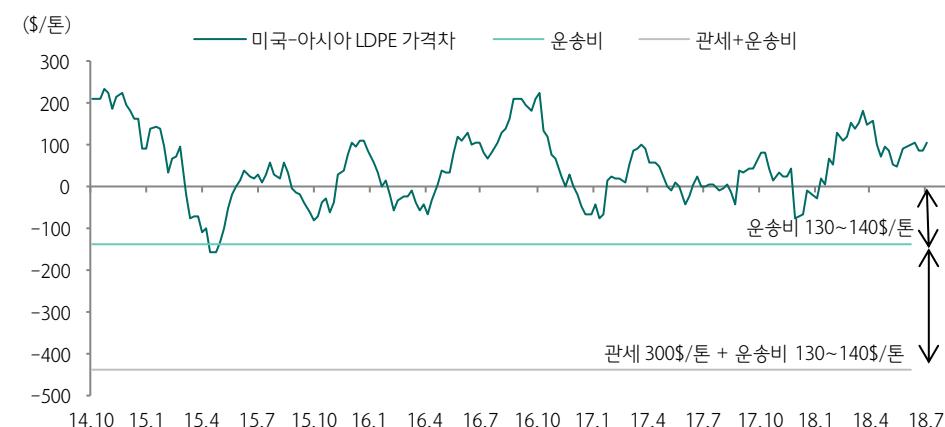
PVC, PC에 대한 관세부과 효과

LD/LDPE의 미국 수출길은 막힐 것으로 판단함. 트럼프의 무역전쟁은 결국 미국 석유화학업체의 PE수출길을 막고, 중장기적으로는 미국의 석유화학 설비 투자를 제한시켜 미국 석유화학 산업을 사면초가(四面楚歌)에 빠뜨릴 가능성이 높음

PVC는 이미 중국의 반덤핑 관세가 부과되고 있어 동남아로 재수출되고 있는 물량이 대부분 이기에 이번 조치로 추가 영향을 받지는 않을 것으로 판단한다. PC(폴리카보네이트) 또한 미국은 수입국 중 No.5이며 비중은 8%에 달한다. 중국의 관세부과로 여전히 좋은 PC시황은 연중 지속될 가능성이 높으며, 원재료인 BPA, 폐놀 시황도 그러할 것이다.

가장 이슈가 될 품목은 LDPE/LLDPE다. 특히, LDPE/LLDPE는 미국-아시아 간의 운송비 (130~140\$/톤)와 관세 약 300\$/톤($1,200$/톤 * 25\% = 300$/톤$)을 감안하면 아시아 가격이 미국보다 약 450~500\$/톤이 높아야 의미 있는 수출이 가능하다. 하지만, 현재 LDPE가격은 미국이 아시아보다 100\$/톤 높다. 미국이 중국으로 수출할 수 있는 여지가 전혀 없는 상황이 전개되고 있는 것이다. 미국에서 2017~19년까지 신규로 가동되는 PE 600~700만톤의 설비 중에서 LDPE/LLDPE의 비중은 약 65%에 달하기에 미국업체의 고민은 깊어질 수 밖에 없다. 왜냐하면, 미국의 PE물량을 중국을 대체해 받아줄 지역이 마땅히 없기 때문이다. 인도/동남아 혹은 중남미로 물량이 향할 수는 있으나 중국만큼의 수요 규모가 아니니 이를 다 받아주기는 어렵다. 결국 선택해야 하는 지역은 EU가 될 것이나, 최근 EU 또한 최근의 상황을 감안했을 때 반덤핑관세 등의 대응 정책을 통해 미국 PE에 대응할 가능성도 배제 할 수 없다. 멕시코, 캐나다 또한 트럼프가 NAFTA 탈퇴 불사 입장 등을 내비치고 있는 상황이기에 중장기적으로 확실한 PE 수출처로 자리잡기 어려울 수도 있다. 결국, 트럼프의 무역전쟁은 결국 미국 석유화학업체의 PE 수출길을 막고, 중장기적으로는 미국의 석유화학 설비 투자를 제한시켜 미국 석유화학 산업을 사면초가(四面楚歌)에 빠뜨릴 가능성이 높다. 아시아 업체에게는 단기, 중장기적으로 M/S 확보와 가격 경쟁력을 확보할 수 있는 기회가 될 것으로 생각된다.

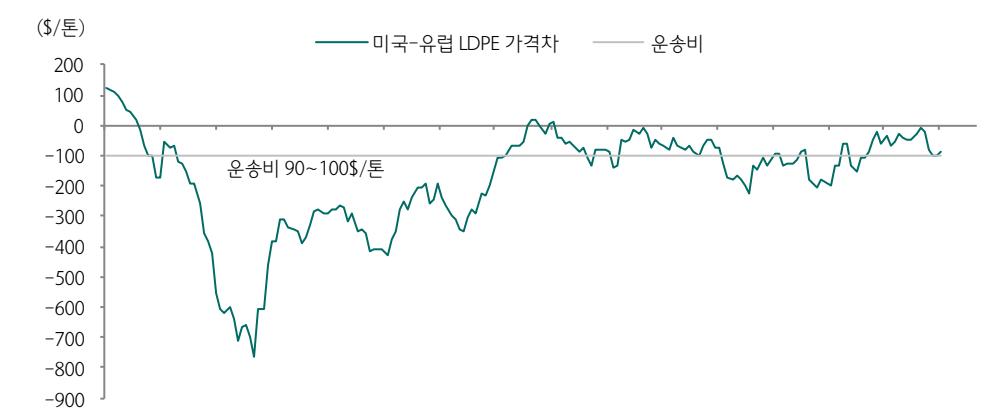
그림 21. 미국과 아시아(중국) 간의 LDPE 가격차와 운송비/관세 비교



자료: Cischem, 하나금융투자

미국의 LDPE는 유럽으로 유입될 가능성이 높음

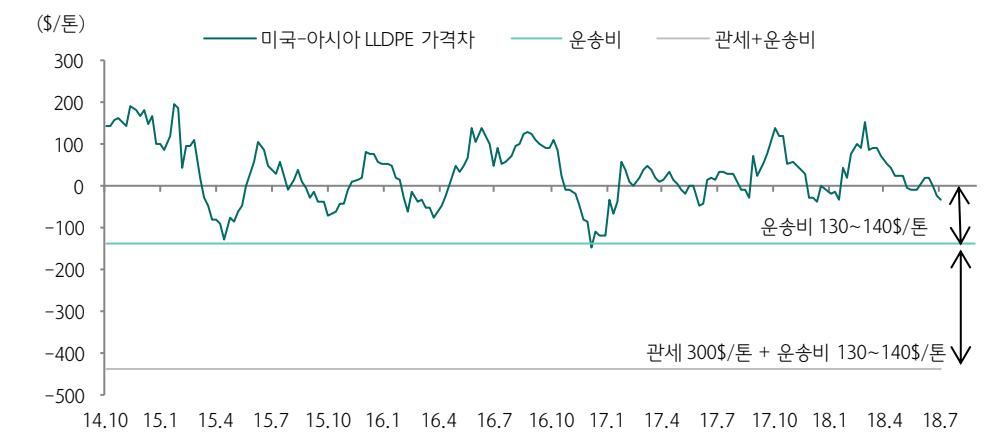
그림 22. 미국과 유럽 간의 LDPE 가격차와 운송비/관세 비교



자료: Cischem, 하나금융투자

미국의 LLDPE가 중국으로 유입되기 위해서는 아시아 가격이 적어도 400~500\$/톤은 비싸야 가능

그림 23. 미국과 아시아(중국) 간의 LLDPE 가격차와 운송비/관세 비교



자료: Cischem, 하나금융투자

미국의 LLDPE는 유럽으로 유입될 가능성이 높음

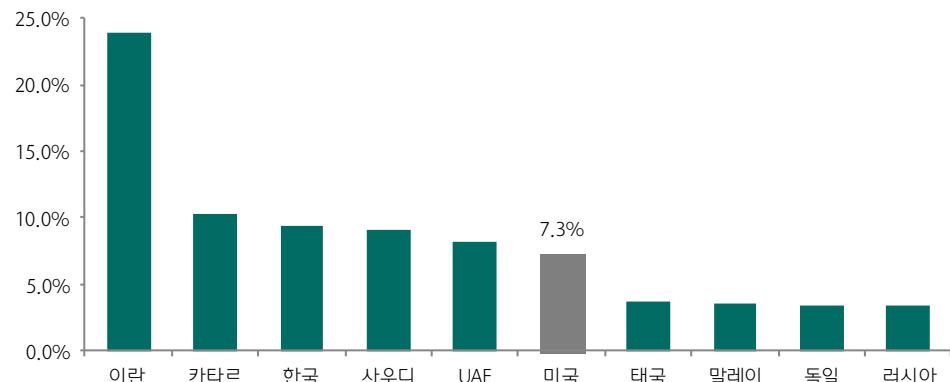
그림 24. 미국과 아시아(중국) 간의 LLDPE 가격차와 운송비/관세 비교



자료: Cischem, 하나금융투자

그림 25. 2017년 기준 중국 LDPE 수입 중 지역별 수입 비중

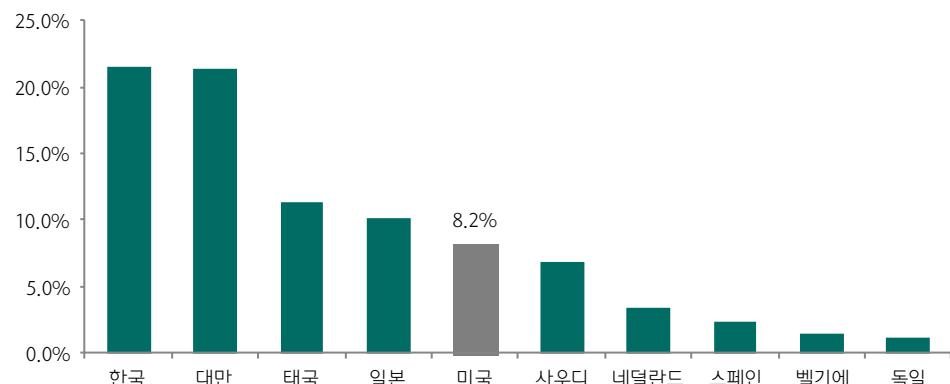
2017년 기준 중국의 LDPE수입
중 미국산 비중은 7.3%



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 26. 2017년 기준 중국 PC 수입 중 지역별 수입 비중

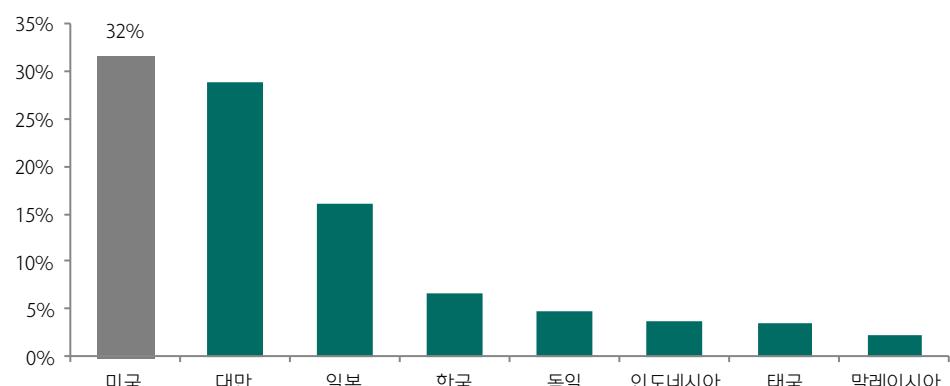
2017년 기준 중국의 PC수입
중 미국산 비중은 8.2%



자료: Bloomberg, 하나금융투자

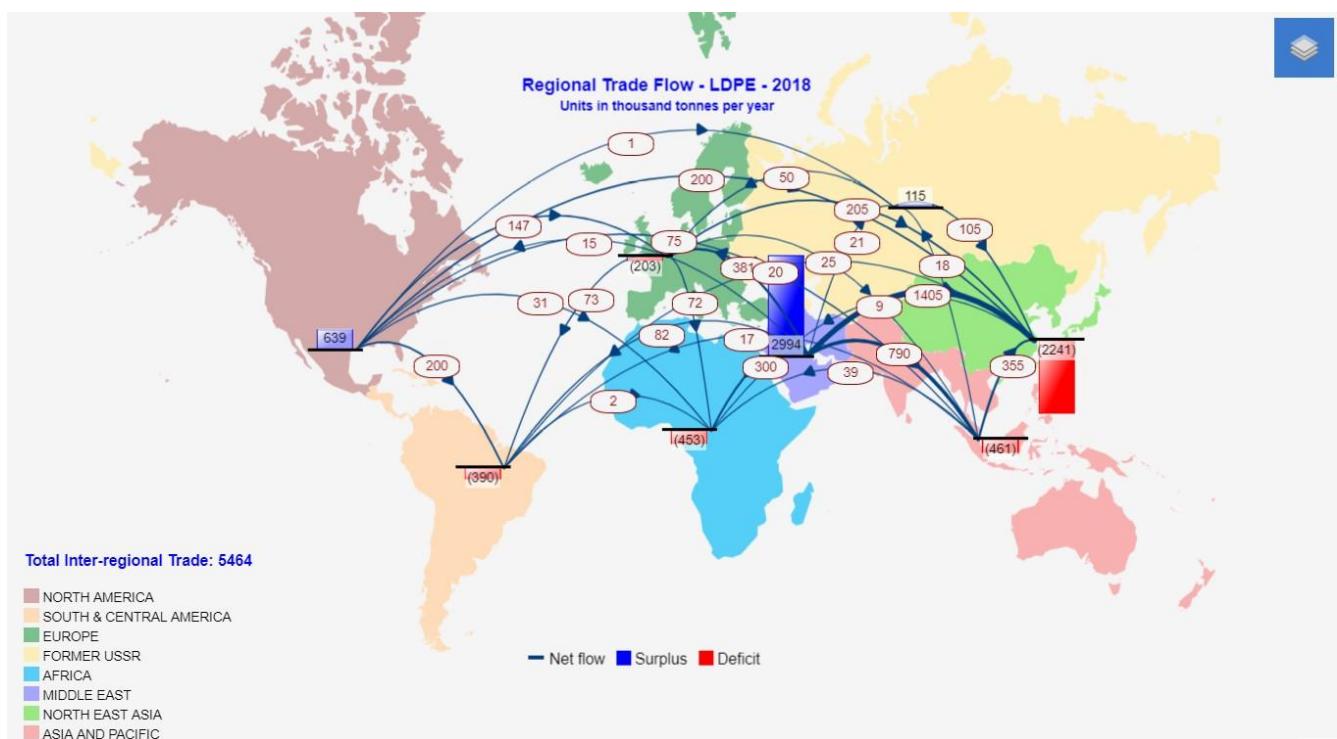
그림 27. 2017년 기준 중국 PVC 수입 중 지역별 수입 비중

2017년 기준 중국의 PVC수입
중 미국산 비중은 32%



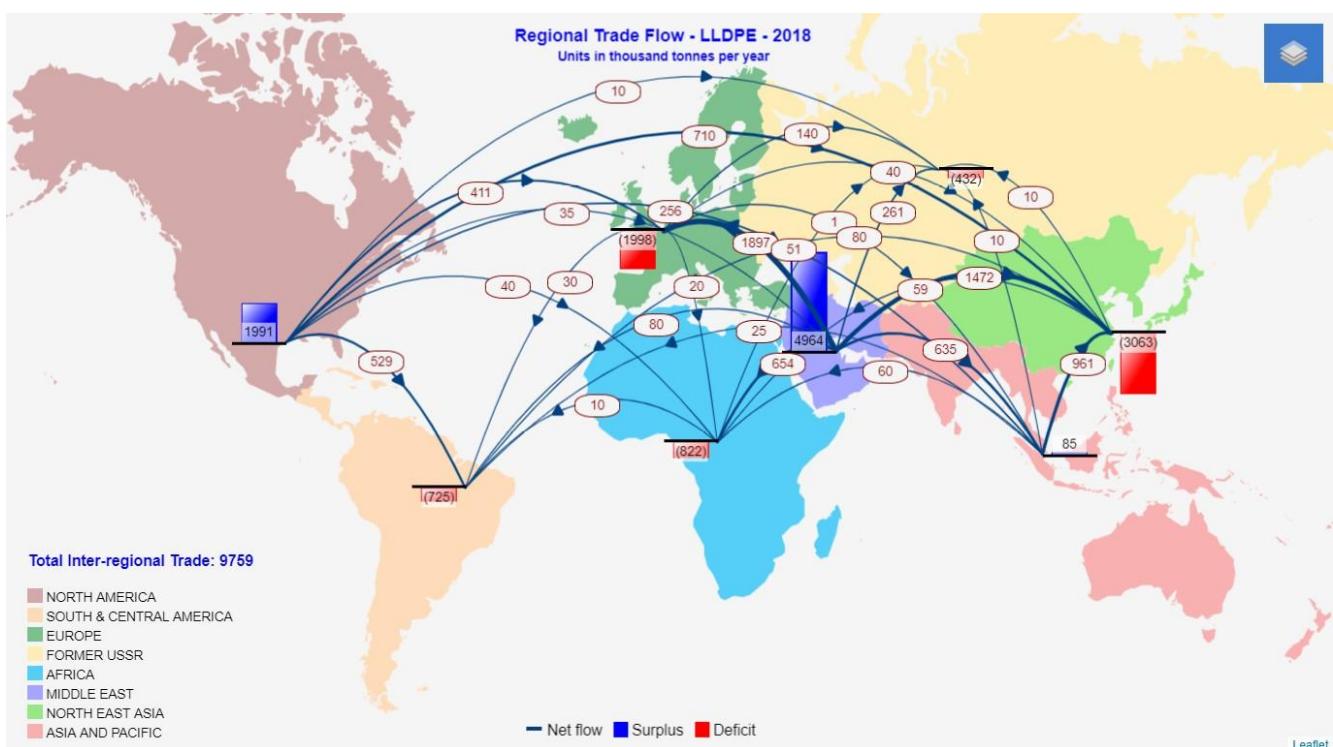
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 28. 글로벌 LDPE Trade Flow



자료: ICIS, 하나금융투자

그림 29. 글로벌 LLDPE Trade Flow



자료: ICIS, 하나금융투자

(2) 프로판에 대한 관세부과는 중국 PDH의 원가부담이 될 것

2017년 기준 중국의 미국산
프로판 수입량은 337만톤(M/S 25%)
으로 UAE(32%)에 이은 No.2

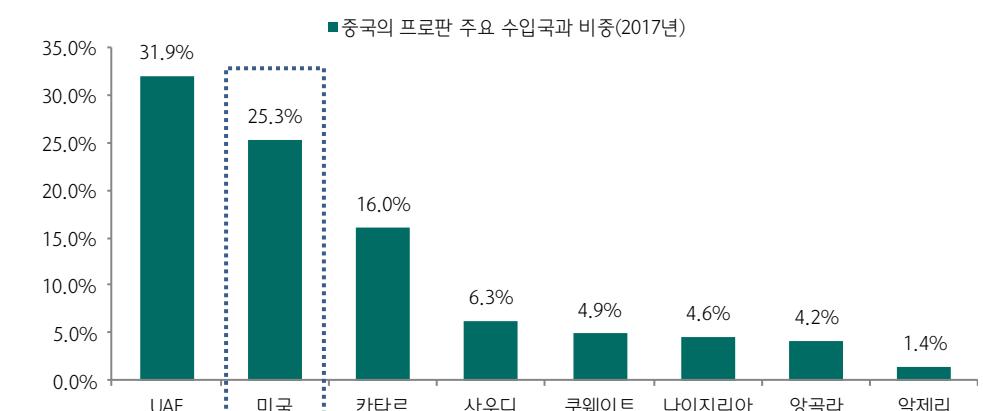
미국산 프로판에 대한 관세 부과
시 중국 PDH 업체 입장에서는
원가부담을 그대로 짊어져야 해

중국은 프로판도 대상 목록에 포함시켰다. 중국의 프로판 수입량은 2012년 188만톤에서 2017년 1,335만톤으로 5년 간 약 7배(CAGR 48%) 급성장했는데, 이는 가정용/석유화학용(PDH용) 수요 급증에 기인한다. 2017년 기준 중국의 미국산 프로판 수입량은 337만톤(M/S 25%)으로 UAE(32%)에 이은 No.2다. 현재 중국은 모든 지역의 프로판에 대해 1%의 관세를 부과하고 있기에 미국산에 25%의 관세가 부과되면 미국 업체에게는 큰 타격임에 분명하다. 이에 따라, 미국은 일본/한국/인도/인도네시아 등으로, 중국은 중동국가로 눈을 돌릴 수 밖에 없다.

가장 큰 문제는 중국 PDH설비다. 중국 PDH 설비는 2013년부터 본격적으로 완공되기 시작해 2017~18년 기준 중국 전체 프로필렌 생산의 11%를 차지하고 있다. 중국 PDH 설비는 많은 양의 프로판을 미국으로부터 조달하고 있다. 미국산 프로판에 대한 관세 부과 시 중국 PDH 업체 입장에서는 원가부담을 그대로 짊어질 수 밖에 없다. 중동산 프로판을 조달한다고 하더라도 OPEC의 감산 등 영향으로 현재 사우디 프로판 CP가격은 미국 프로판 가격보다 약 50~80\$/톤 가량 높다. 이 경우에도 원가 부담은 과거 대비 상승할 수 밖에 없기에 PDH의 가동률에 영향을 미칠 가능성이 높다.

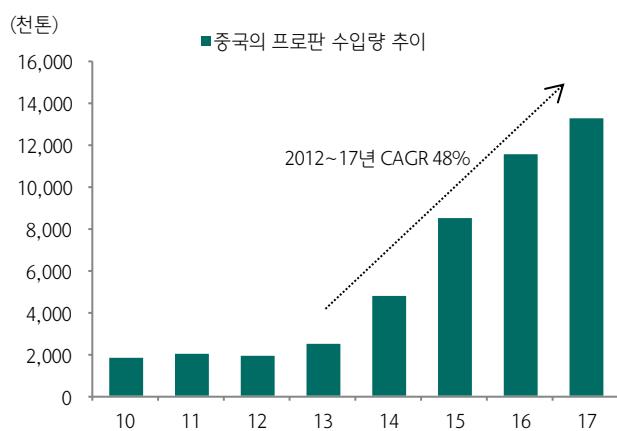
그림 30. 2017년 기준 중국 프로판 수입 중 지역별 수입 비중

2017년 기준 중국의 프로판
수입 중 미국산 비중은 25.3%



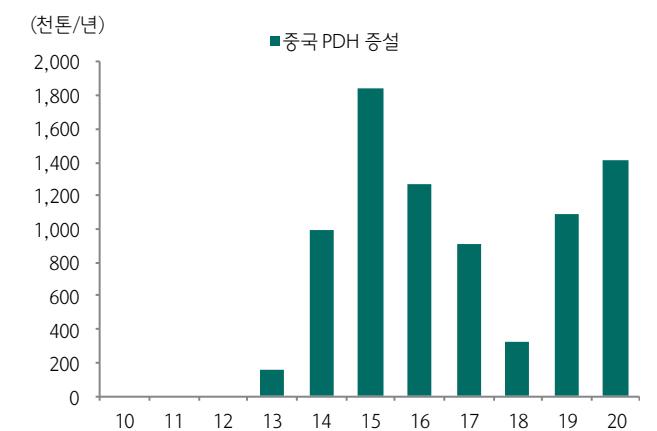
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 31. 중국의 프로판 수입량 최근 5년 CAGR 48% 급성장



자료: KITA, 하나금융투자

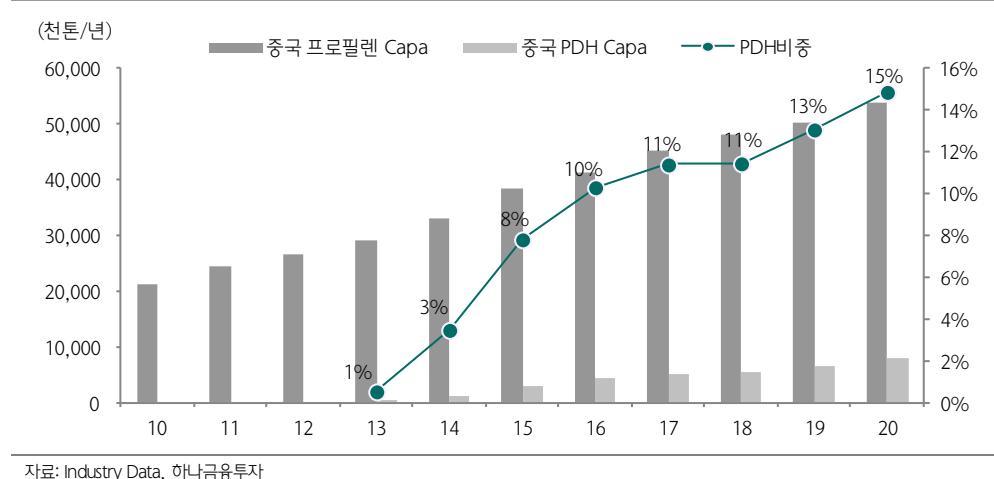
그림 32. 중국 PDH 증설 추이



자료: Industry Data, 하나금융투자

중국 PDH 설비는 2013년부터 본격적으로 완공되기 시작해 2017~18년 기준 중국 전체 프로필렌 생산의 11%를 차지

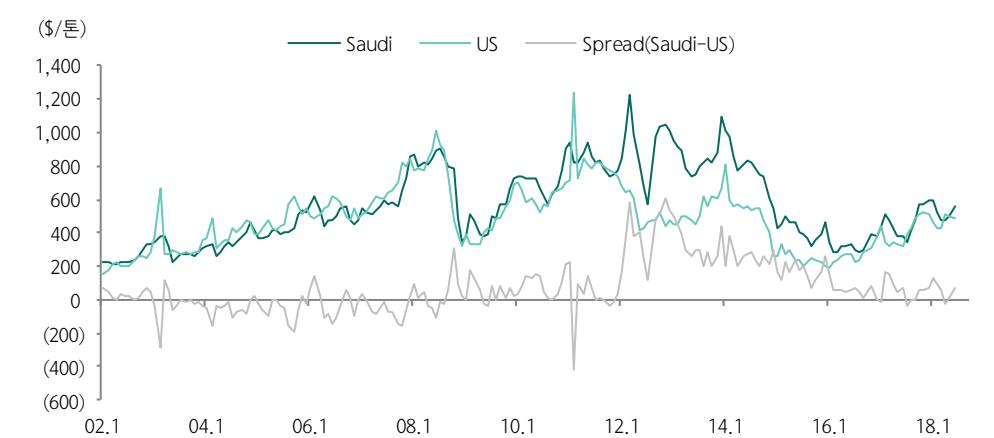
그림 33. 중국 프로필렌 Capa 중 PDH의 비중 추이



자료: Industry Data, 하나금융투자

중국 PDH 설비는 2013년부터 본격적으로 완공되기 시작해 2017~18년 기준 중국 전체 프로필렌 생산의 11%를 차지

그림 34. 미국과 사우디(CP) 프로판 가격차 추이

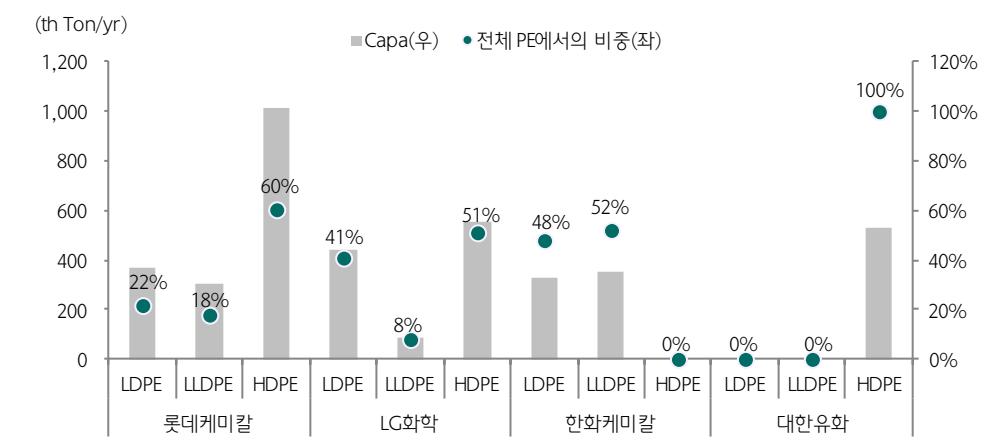


자료: Industry Data, 하나금융투자

6) 주요 제품의 수급전망 및 가격지표 등

HDPE 비중이 높은 순서는
대한유화 > 롯데케미칼 >
LG화학 > 한화케미칼 순서

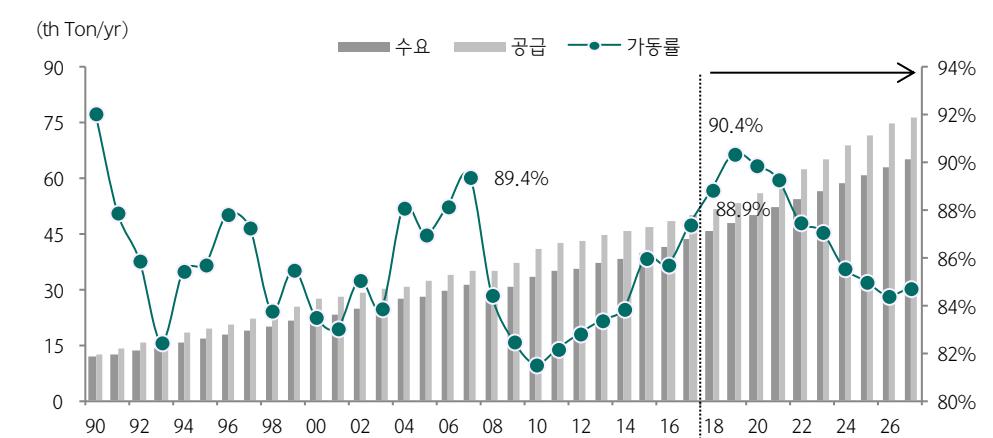
그림 35. 국내 상장 PE업체의 Grade별 비중 비교



자료: Industry Data, 하나금융투자

2019년까지 HDPE 수급은 매우
タイト한 상황이 전개될 전망

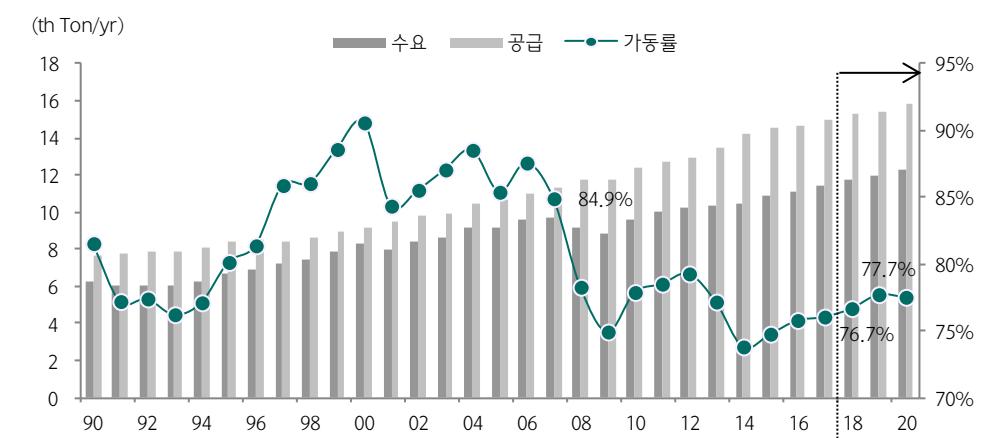
그림 36. 글로벌 HDPE 중장기 수급전망



자료: Industry Data, 하나금융투자

부타디엔 글로벌 수급밸런스
2019년까지 우상향 전망

그림 37. 글로벌 부타디엔 중장기 수급 전망



자료: Platts, 하나금융투자

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

그림 38. 글로벌 BR/SBR 증설물량 추이

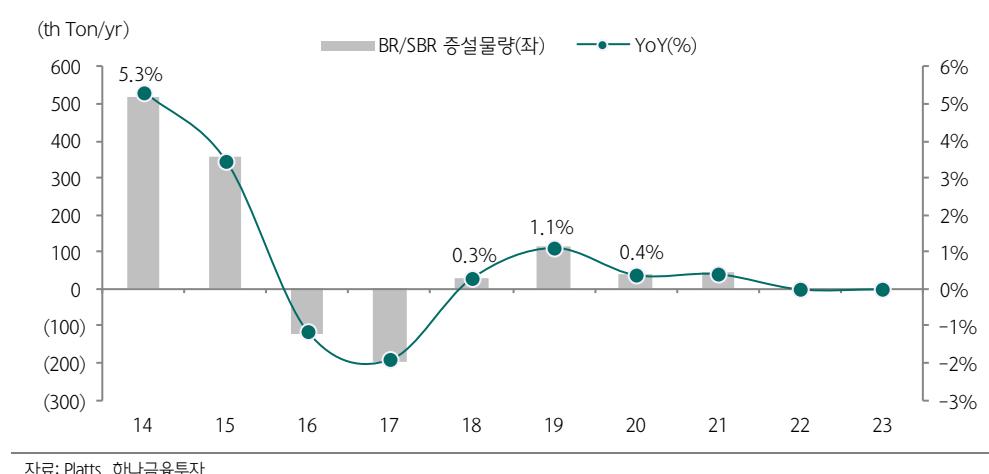
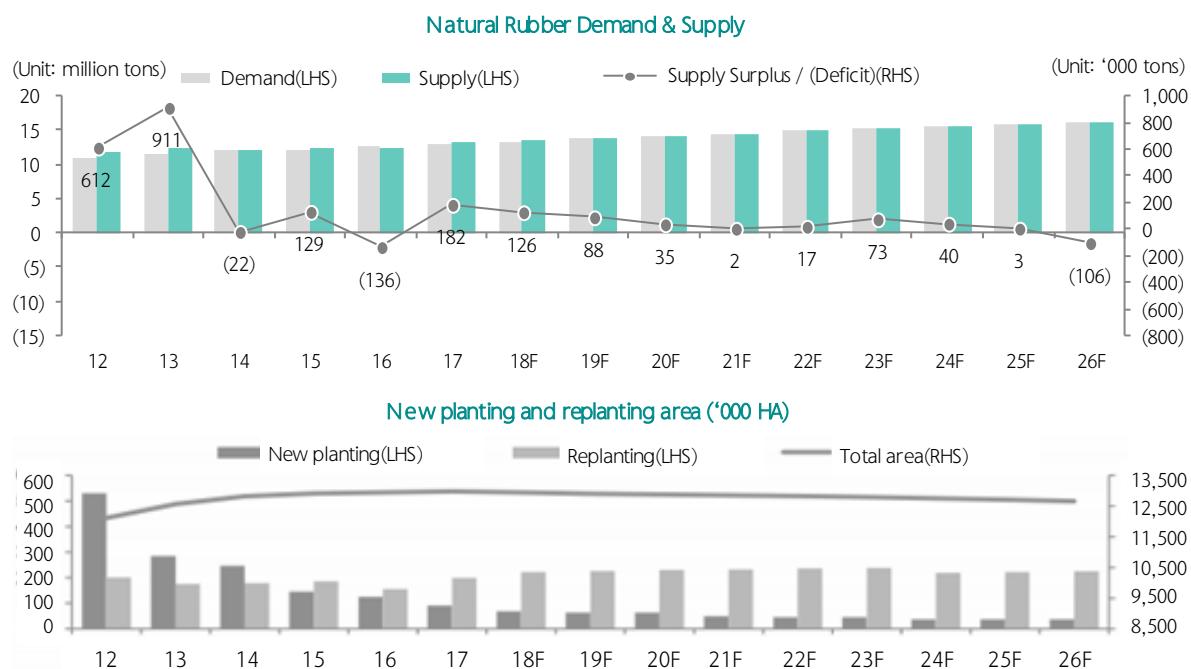


그림 39. 2018년 이후 천연고무 수급 밸런스는 점진적으로 개선세 예상



자료: Sri Trang, 하나금융투자

글로벌 증설은 2019~2020년 전무한
구간에 진입함

그림 40. 글로벌 PET Bottle 증설 증가율 추이

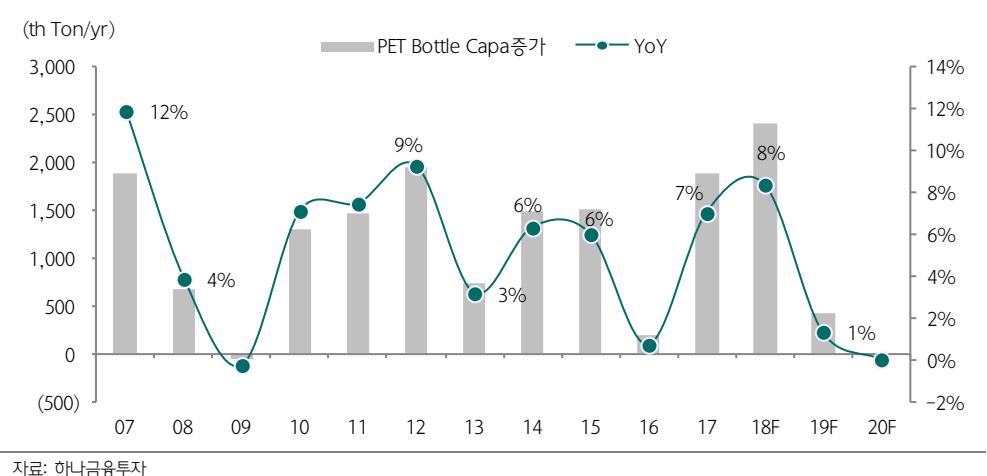


그림 41. 글로벌 MEG 증설 2019~2021년 집중. CTO가 많은 편

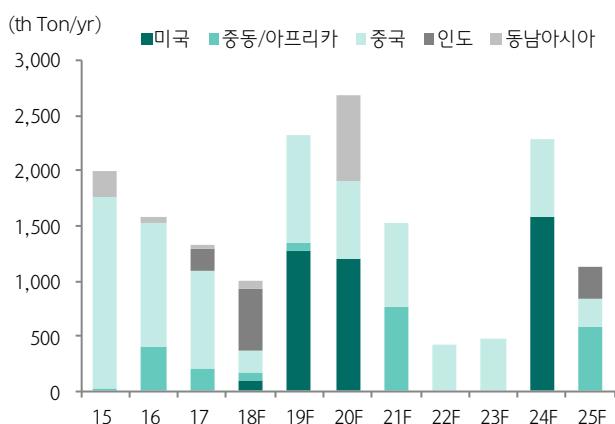


그림 42. 글로벌 MEG 수급. 2019년부터 수급밸런스 완화

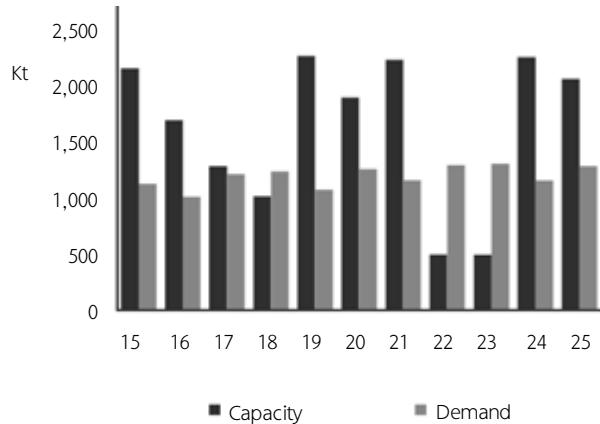


표 1. 글로벌 PX 중설 스케줄

(단위: 천톤/년)

국가	회사	원재료	2017	2018	2019	2020	2021
Middle East							
Iran	Bou Ali Sina PC	Eluxyl	-200		200	200	
Saudi Arabia	Petro-Rabigh	Eluxyl		1,012	338		
	Saudi Aramco	Eluxyl					625
Total			-200	1,012	538	200	625
North America							
United States	BP	Amoco	-116.67				
Total			-116.67	0	0	0	0
Northeast Asia							
Korea (South)	Lotte Chemical	Parex (Light)	250	0			
	Hanwha Total PC	Parex (Heavy)	85	85			
China	CNOOC	Eluxyl	67	93			
	Liaoyang PC	Parex (Heavy)	23	47			
	Liaoyang PC	Parex (Heavy)	-115	145			
	Shanghai PC	Parex (Heavy)	-250				
	Tenglong (Dragon)	Eluxyl			800		
	Hengli Petrochemical	Eluxyl				2,170	
	Hengli Petrochemical	Eluxyl				2,170	
	Zhejiang PC	Parex (Heavy)				2,000	
	Zhejiang PC	Parex (Heavy)				2,000	
	Tenglong (Dragon)	Eluxyl				800	
	Sinochem Quanzhou	To Be Announced					800
Total			60	370	800	9,140	800
Southeast Asia							
Singapore	ExxonMobil	Parex (Heavy)	400				
Viet Nam	Nghi Son	To Be Announced		700			
Other	Hengyi	Parex (Heavy)				750	750
Total			400	700	0	750	750
Indian Subcontinent							
India	Reliance Industries	Parex (Heavy)	1,516	684			
Total			1,516	684	0	0	0
CIS & Baltic States							
Russia	Ufaneftekhim	Parex (Heavy)				95	
	Taneko	Other				147	
Total			0	0	0	242	0
West Europe							
Germany	BP	Parex (Heavy)	150				
	Ruhr Oel	Parex (Heavy)	-190				
Total			-40	0	0	0	0
Grand Total			1,619	2,766	1,338	10,332	2,175
YoY(%)			3.4%	5.4%	2.6%	16.5%	3.4%
Grand Capa(th Ton)			48,282	51,048	52,386	62,718	64,893

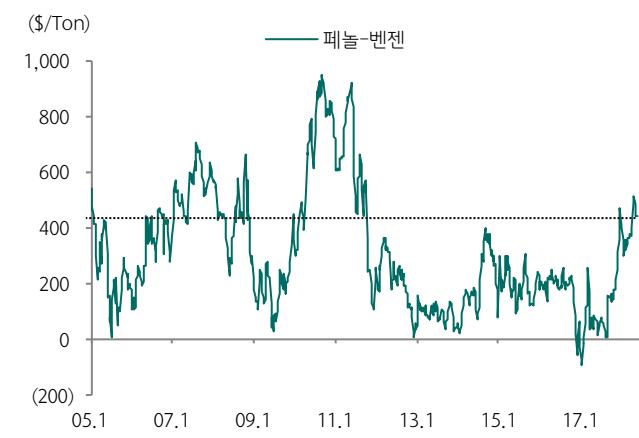
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 43. BPA-벤젠 Spread(장기시계열)



자료: Cischem, 하나금융투자

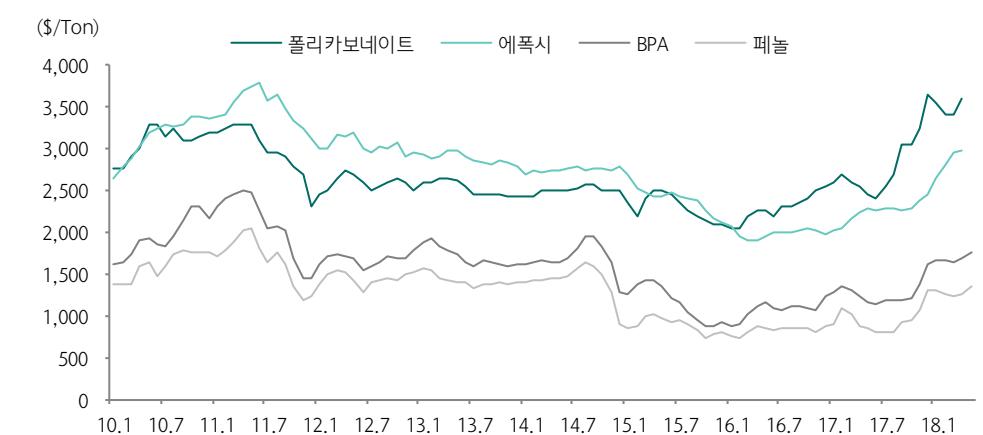
그림 44. 페놀-벤젠 Spread(장기시계열)



자료: Cischem, 하나금융투자

그림 45. 폴리카보네이트/에폭시/BPA/페놀 가격 추이

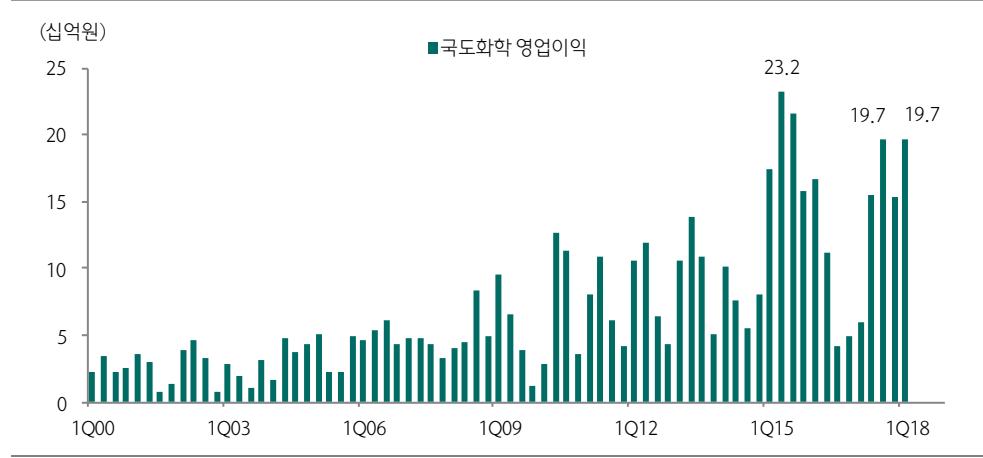
**폴리카보네이트/에폭시의
가격 강세가 원재료 BPA/페놀의
강세를 견인하고 있음
단순 공급이슈가 아니라는 판단**



자료: Platts, 하나금융투자

그림 46. 국도화학 분기 영업이익 추이

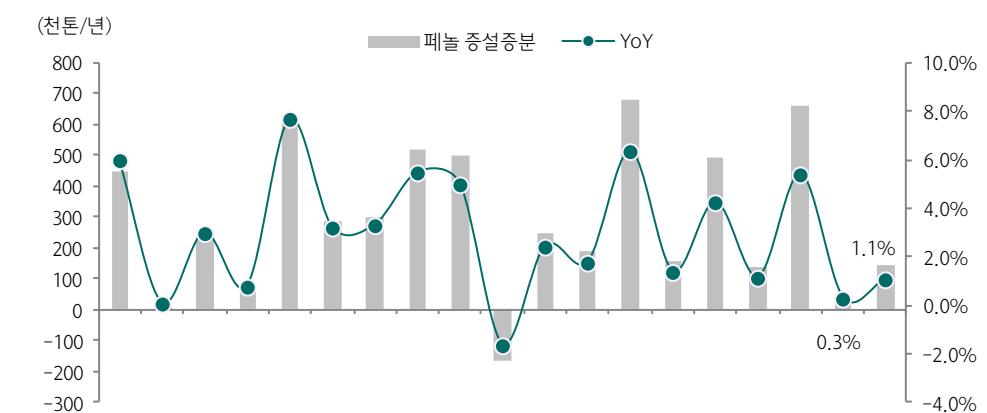
**국도화학 1Q18 영업이익은
원재료 상승분에에도 불구하고
사상 최대치에 근접
이는 원재료 상승분을 판가에
전가하였기 때문이라 판단**



자료: Dart, 하나금융투자

그림 47. 글로벌 페놀 증설 추이

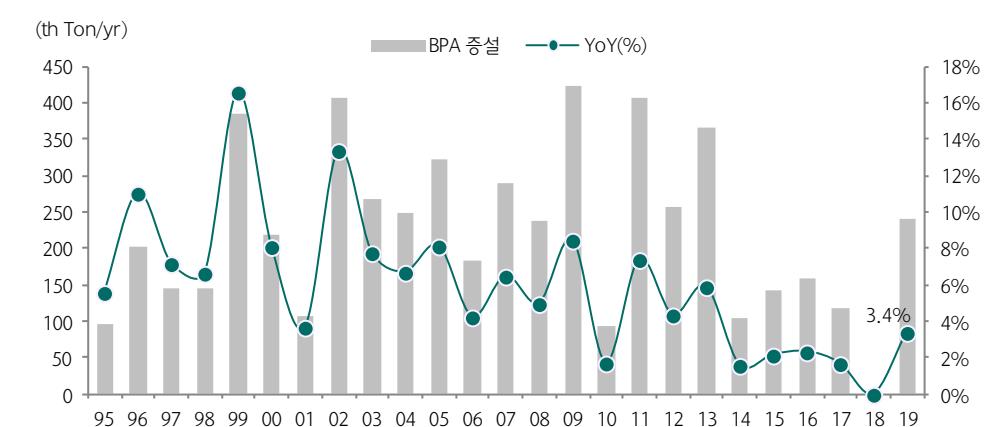
2018~19년 글로벌 페놀 증설은
매우 미미한 수준



자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 48. 글로벌 BPA 증설 추이

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



자료: Industry Data, 하나금융투자

2. [정유] 정제마진 부진, 신흥국 수요 둔화가 주요인

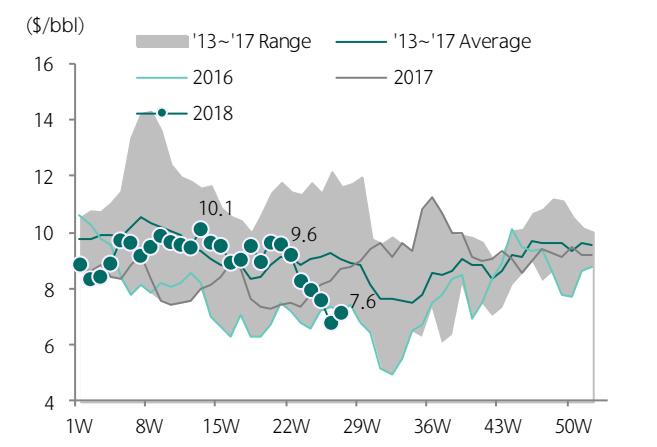
정제마진 부진은 신흥국 수요 둔화 영향이라 판단함

신흥국의 통화가치 급락은 내수 유가 부담으로 작용하고 있음

정제마진이 최근 한 달간 급락세를 시현하고 있다. 지난 주 기준 정제마진은 7.6\$/bbl을 기록했다. 이는 1Q/2Q18 평균 9.3\$/bbl, 9.05\$/bbl 대비 현저하게 낮아진 수준이며, 약 2년래 최저 수준에 해당한다. 휘발유 마진이 특히 부진한 상황이며, 그 동안 견조한 수준을 유지해왔던 등/경유마저 다소 부진한 흐름이 전개되고 있다. 정제마진 부진의 가장 큰 요인은 신흥국의 통화가치 급락에 따른 유가 부담이 수요둔화를 불러일으켰기 때문이라 판단한다.

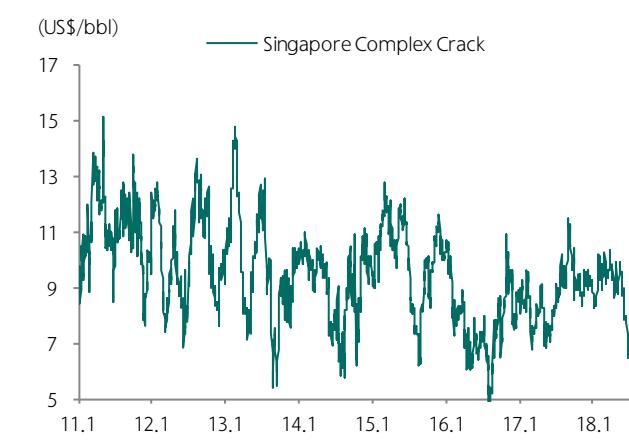
실제 2017년 중반 이후 브렌트유는 약 60% 상승했으나, 통화가치 급락을 감안한 아르헨티나, 브라질, 멕시코, 터키의 체감유가는 각각 124%, 89%, 78%, 104% 상승했다. 이에 따라, 각국은 급히 내수 유가 부담을 상쇄하기 위한 정책을 시행 중이지만 통화가치 정상화가 이루어지기 전까지 수요의 뚜렷한 개선을 기대하기는 어려워 보인다. 참고로, 수요 둔화를 타개하기 위해 인도/터키/러시아는 소비세 인하를, 브라질은 트럭운전사의 파업에 따라 경유가격을 낮춰주기로 했으며, 인도네시아/아르헨티나 또한 경유가격을 고정하는 모습이다.

그림 49. 정제마진 추이(계절성 비교)



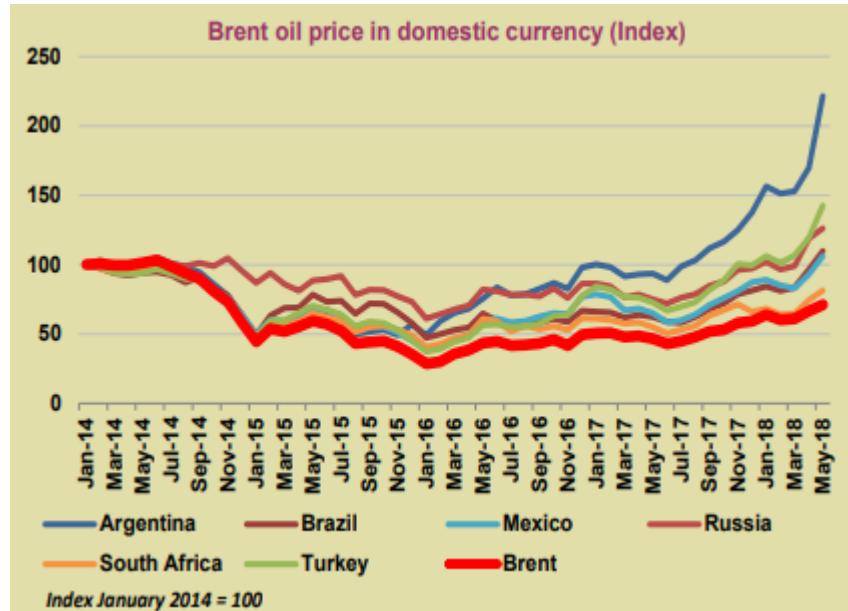
자료: Petronet, 하나금융투자

그림 50. 정제마진 추이(시계열 비교)



자료: Petronet, 하나금융투자

그림 51. 신흥국의 통화가치 하락에 따른 유가 부담 큰 폭으로 상승



자료: IEA, 하나금융투자

1) 휘발유 마진은 높은 미국 가동률과 주행거리 증가율 둔화에 기인

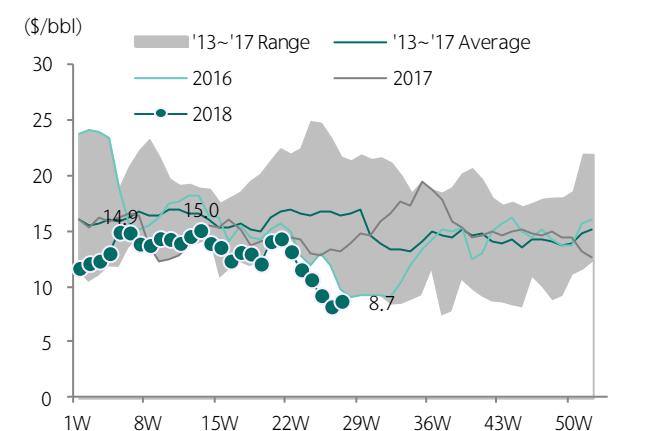
휘발유 마진 부진은 주행거리 둔화와
높은 미국 가동률 영향이라 판단

지난 주 휘발유 마진은 8.7\$/bbl 수준으로 5년 래 가장 낮은 수준을 기록하고 있다. 1) 유가 상승에 따른 자동차 주행거리 증가율 둔화와 2) 등/경유 마진을 누리기 위한 정제설비의 가동률 상승, 특히 휘발유 Yield가 높은 미국의 기록적인 가동률 여파가 존재하는 것으로 판단 한다. 참고로, 미국 정제설비의 휘발유 Yield는 40%에 달하며 현재 가동률은 97%를 상회하며 역사적으로도 높은 수준에서 유지되고 있다.

휘발유 마진 반등은 미국 가동률
하락이 나타나는 9~10월에 가능

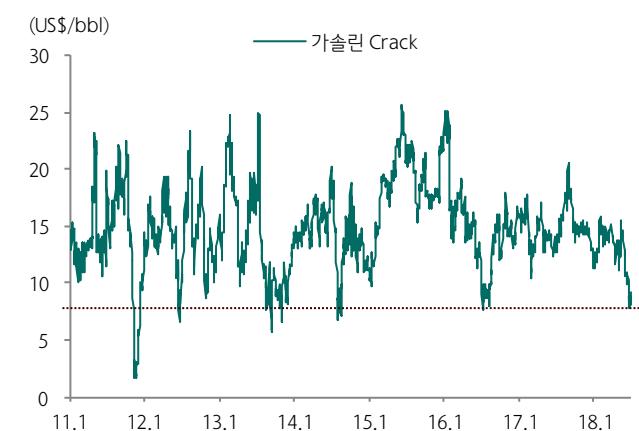
신흥국의 유가 부담 증가에 따른 휘발유 수요가 단기간 내에 회복되기 어렵다는 점을 감안할 때, 휘발유 Yield가 높은 미국 정제설비의 가동률 하향이 휘발유 마진의 의미있는 반등을 가능하게 할 것으로 생각된다. 미국 정제설비의 가동률 하락은 9~10월 본격적인 정기보수 시즌에 돌입하면서 나타날 가능성성이 높다.

그림 52. 휘발유 마진 추이(계절성 비교)



자료: Petronet, 하나금융투자

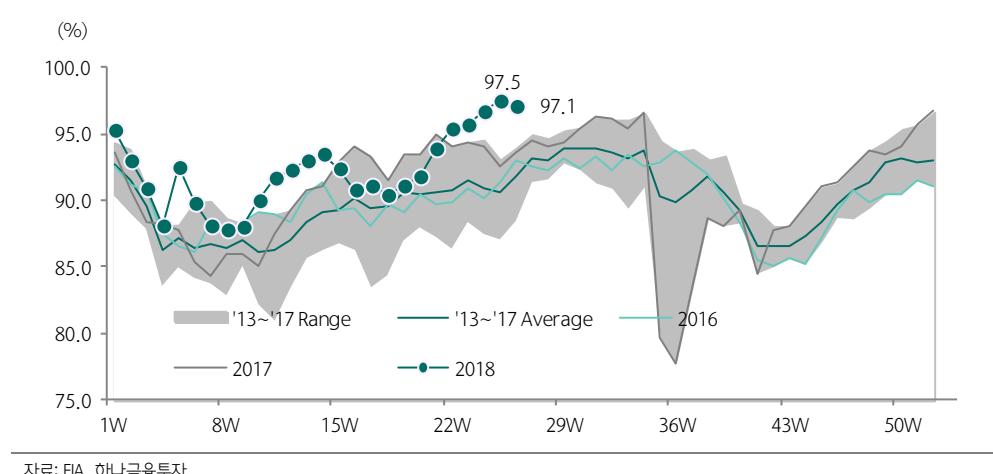
그림 53. 휘발유 마진 추이(시계열 비교)



자료: Petronet, 하나금융투자

그림 54. 미국 정제설비 가동률 추이

미국 정제설비 가동률은
역사적으로 가장 높은 수준까지
도달하면서 휘발유 생산 증대 중



자료: EIA, 하나금융투자

**최근 미국 자동차 주행거리
유가상승으로 둔화되는 모습**

그림 55. 미국 자동차 주행거리와 유가와의 관계

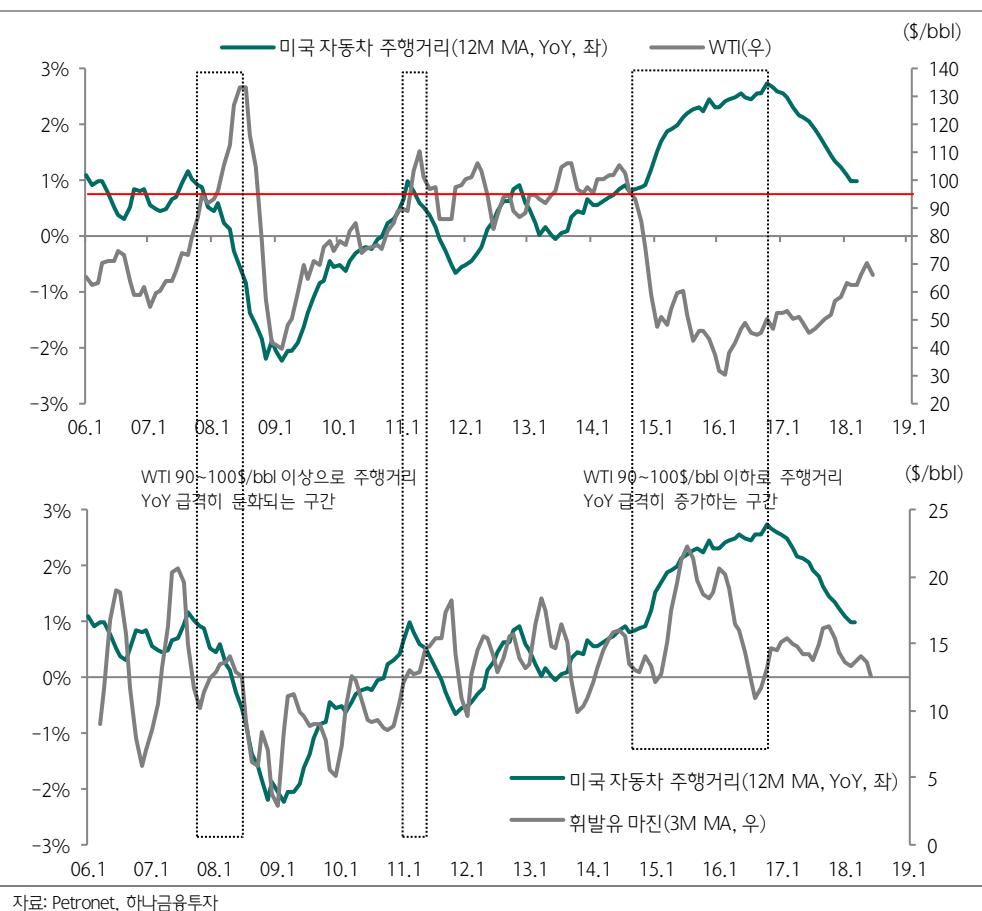


그림 56. 미국 휘발유 재고 추이(계절성 비교)

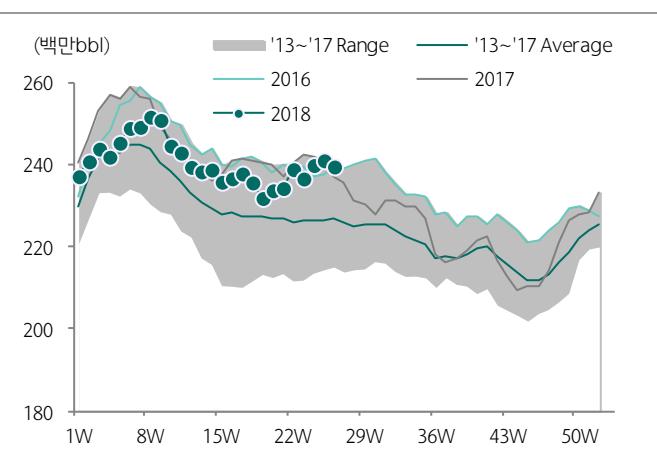
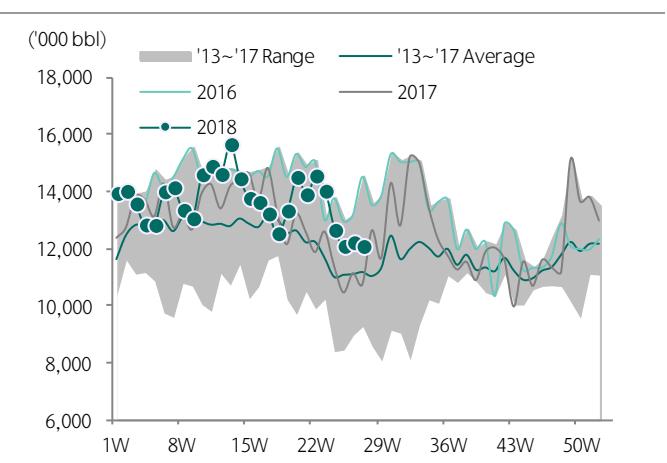


그림 57. 아시아 휘발유 재고(계절성 비교)



2) 주요 등/경유 수입지역인 유럽/중남미 등의 수요·둔화 포착

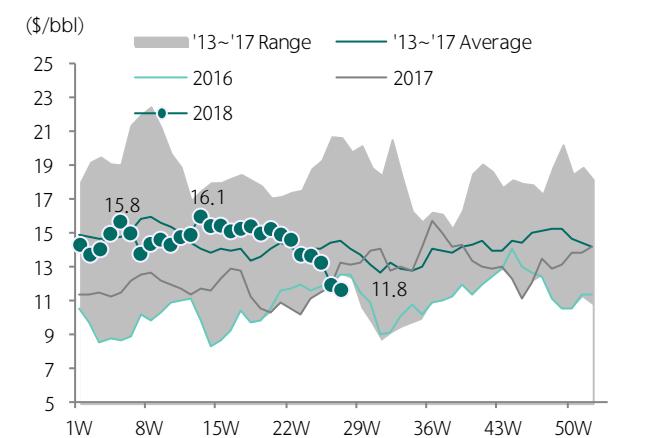
미국 재고는 최근 상승하며
등/경유 마진 둔화요인으로 작용

멕시코/브라질 등 미국 물량
흡수 지역의 산업생산 둔화 때문

미국은 2017년 기준 글로벌 등/경유 수출이 가장 많은 지역으로 글로벌 등/경유 수급에 중대한 영향을 미치는 지역이다. 미국의 등/경유 재고는 2017년 중반부터 뚜렷한 하락세를 시현하며 글로벌 등/경유 마진 개선을 확인했으나, 최근에는 재고가 소폭 증가하며 오히려 등/경유 마진 둔화 요인으로 작용하고 있다. 재고 상승의 배경은 그 동안 수요를 견인했던 미국, 유럽, 중남미(특히, 브라질)의 산업생산이 약화된 영향이다.

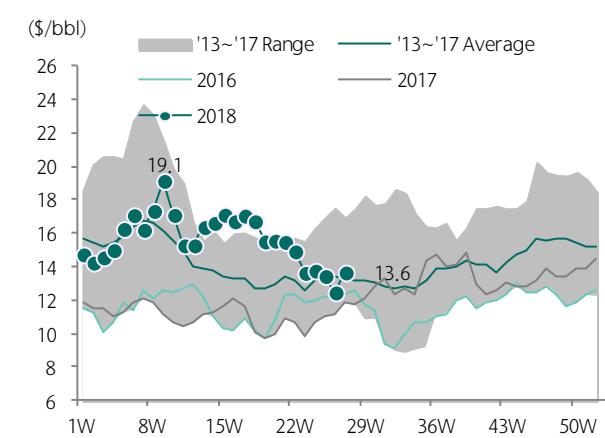
멕시코/브라질은 최근 늘어난 미국 등/경유 수출을 흡수하면서 미국의 재고 하락을 견인했던 주요 지역이다. 하지만, 최근 통화가치 급락에 따라 유가 부담이 작용하며 수요 둔화가 나타나고 있으며, 특히 브라질은 파업 등 이슈로 5월 산업생산이 YoY -6.6%를 기록하며 수요가 약세를 시현한 것으로 추정된다. 트럭 운전자들이 높은 경유 가격에 항의하며 브라질 전역의 고속도로를 봉쇄하면서 브라질 전역의 물류가 중단되며 전체 산업 분류군 24개 중 22개에서 역성장이 나타났었기 때문이다. 통화가치 안정화가 시현되기 전까지는 중남미 지역의 수요가 강한 반등세를 나타내기는 어려워 보인다.

그림 58. 경유 마진, 최근 약세 시현 중



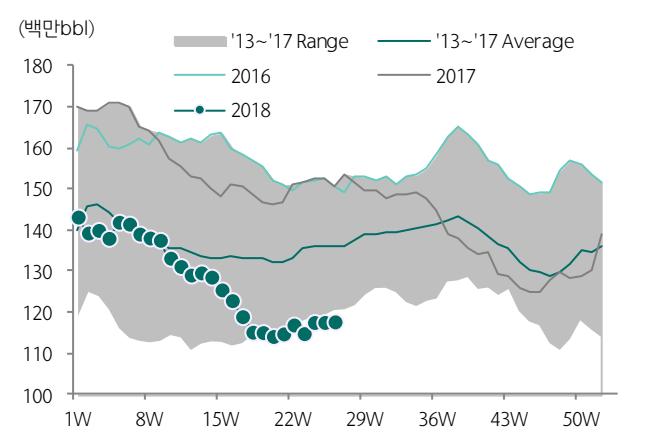
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 59. 등유 마진, 최근 약세 시현 중



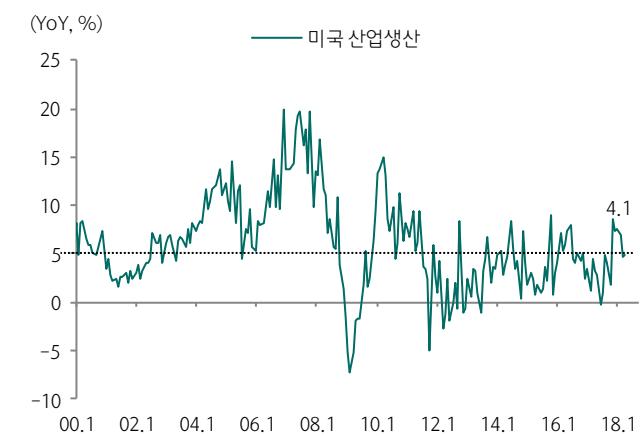
자료: EIA, 하나금융투자

그림 60. 미국 등/경유 재고 하락 추세 일단락



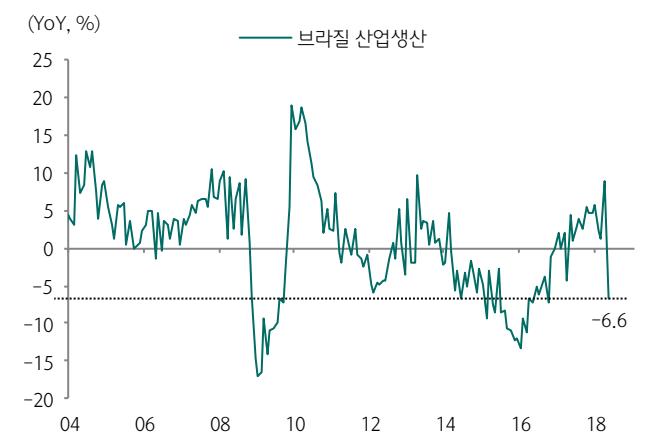
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 61. 미국 산업생산 둔화



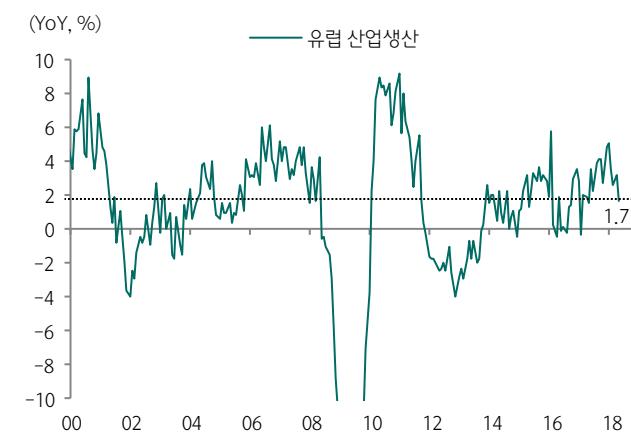
자료: EIA, 하나금융투자

그림 62. 브라질 산업생산 급락



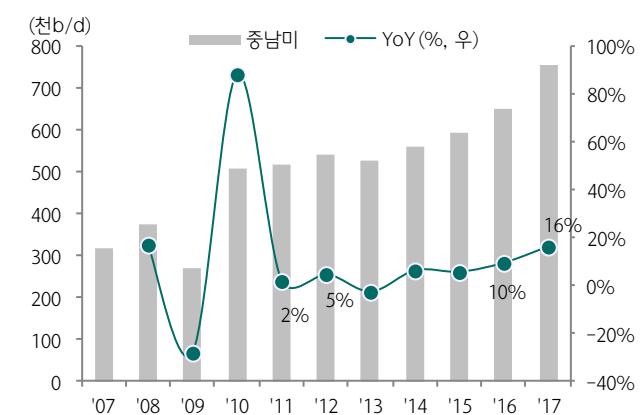
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 63. 유럽 산업생산 둔화



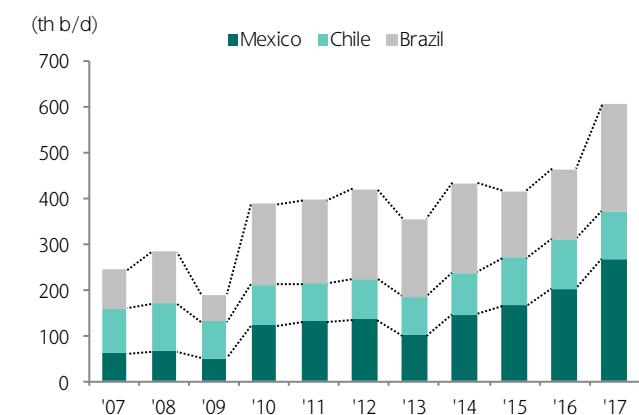
자료: IIA, 하나금융투자

그림 64. 2017년까지 중남미의 폭발적인 등/경유 수입은



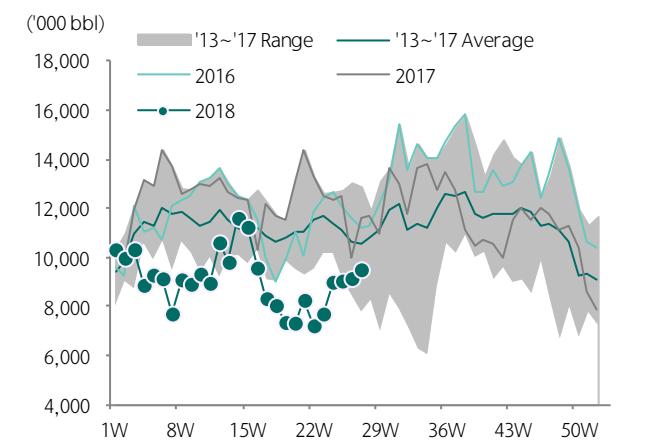
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 65. 대부분 멕시코/브라질이 견인했었음



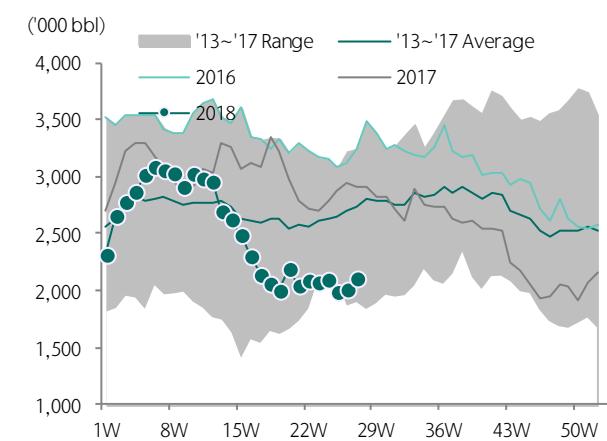
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 66. 싱가폴 등/경유 재고 추이



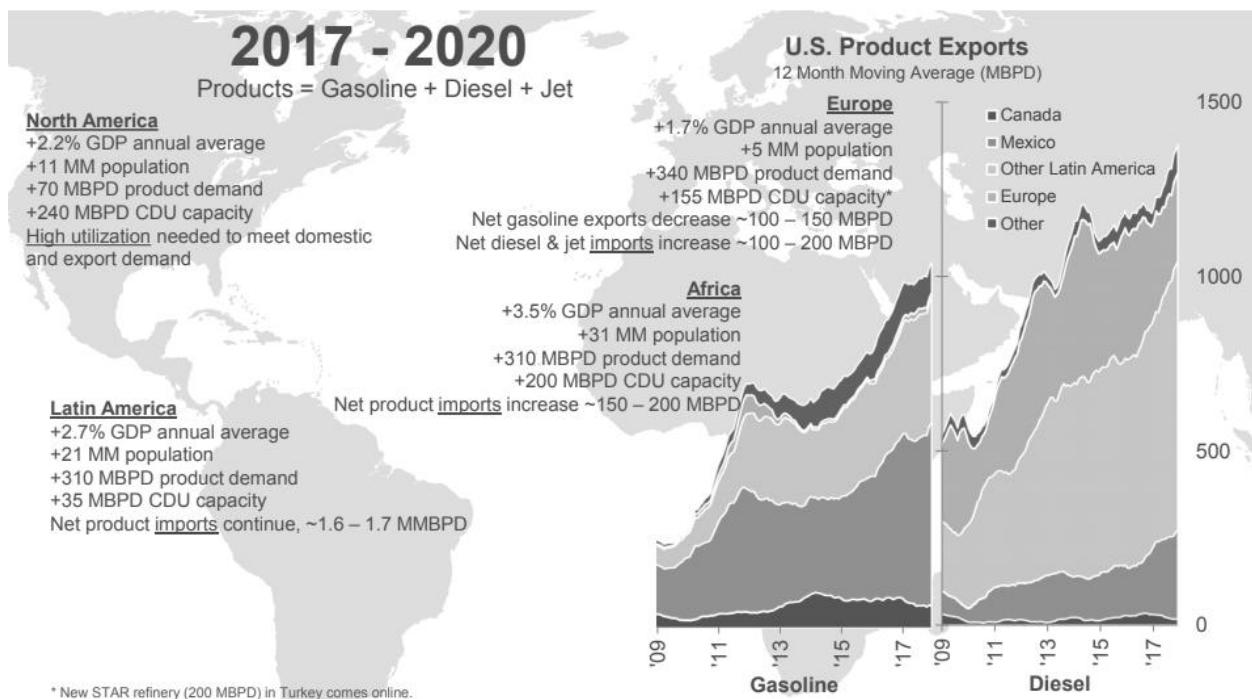
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 67. 유럽 등/경유 재고 추이



자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 68. 미국 석유제품 수출 추이와 전망. 최근 수출은 주로 멕시코, 기타 라틴아메리카(브라질)에 집중



자료: Valero, 하나금융투자

3. 투자의견 및 Valuation

석유화학/정유업종

비중확대 유지

Top Picks는

금호석유/롯데케미칼/대한유화 제시

석유화학 및 정유업종에 대해 비중확대 의견을 유지한다. 석유화학은 작년과 마진을 비교할 때 여전히 Up-Cycle 구간에 있으며, 최근 주가 하락으로 개별 기업의 펀더멘털 대비 과도하게 하락했기 때문에 충분한 주가 상승 여력이 존재한다고 판단한다. 정유 또한 단기적으로 신흥국 수요 부진이 나타났으나, 공급이 제한된 국면이기 때문이다. 다만, 3Q18의 실적 호름을 감안할 때 단기적으로는 석유화학이 정유보다는 투자 매력도가 높다.

Top Picks는 금호석유/롯데케미칼/대한유화이다. 금호석유는 폐놀유도체 호조가 이어지고 합성고무 부문의 시황 회복이 본격화되며 하반기에도 어닝 서프라이즈가 지속될 것으로 예상한다. 롯데케미칼은 컨센에 부합하는 견조한 실적 호조에도 불구하고 현재 12M Fwd PBR 0.76배 수준으로 과도한 저평가 구간이다. 대한유화의 경우 역시 2018년 영업이익 YoY+51% 증익에도 불구하고 12M Fwd PBR 0.79배로 극도의 저평가 상태으로 현재가 저점 매수 타이밍으로 판단된다.

표 2. 커버리지 종목별 투자의견 및 Valuation 요약

(단위 원, 십억원, 배, %)

종목명		석유화학(Overweight)			정유(Overweight)	
		LG화학	롯데케미칼	금호석유	대한유화	SK이노베이션
Top Picks		O	O	O		
투자의견		매수	매수	매수	매수	매수
목표주가		450,000	550,000	170,000	420,000	240,000
현주가(7/6)		322,000	330,000	111,000	240,500	193,000
Upside		40%	67%	53%	75%	24%
시가총액		22,731	11,311	3,382	1,563	11,877
매출액	2016	20,659.3	13,223.5	3,970.4	1,596.4	39,520.5
	2017	25,698.0	15,874.5	5,064.8	1,779.4	46,260.9
	2018F	26,240.7	17,275.7	5,605.1	2,503.6	53,880.8
	2019F	26,788.9	18,878.8	5,846.0	2,570.3	56,423.1
영업이익	2016	1,991.9	2,544.3	157.1	343.0	3,228.3
	2017	2,928.5	2,929.7	262.6	284.2	3,234.4
	2018F	2,649.7	2,684.5	642.2	428.4	2,954.3
	2019F	2,700.0	3,095.0	699.0	457.9	3,114.8
세전이익	2016	1,659.8	2,487.4	112.9	360.2	2,423.4
	2017	2,563.9	3,084.7	289.8	280.1	3,234.8
	2018F	2,405.2	2,987.5	742.8	440.5	2,980.2
	2019F	2,470.6	3,420.2	801.2	479.2	3,223.2
지배순이익	2016	1,281.1	1,835.8	73.2	272.1	1,671.3
	2017	1,945.3	2,243.9	213.6	214.3	2,103.8
	2018F	1,757.2	2,202.4	519.3	334.8	2,195.9
	2019F	1,805.0	2,521.5	560.1	362.8	2,393.2
PER	2016	15.1	6.9	37.5	6.6	8.2
	2017	16.3	5.6	15.6	8.0	9.1
	2018F	14.3	5.1	7.2	4.7	8.2
	2019F	14.0	4.5	6.6	4.3	7.6
PBR	2016	1.4	1.4	1.7	1.4	0.8
	2017	1.9	1.1	1.8	1.2	1.1
	2018F	1.4	0.9	1.6	0.9	0.9
	2019F	1.3	0.7	1.3	0.7	0.9
EV/EBITDA	2016	5.8	4.5	12.5	4.6	3.8
	2017	7.1	3.5	10.0	5.1	5.2
	2018F	5.8	3.1	5.6	2.4	5.2
	2019F	5.4	2.3	4.7	1.7	4.7
ROE	2016	9.5	21.7	4.6	23.5	10.1
	2017	12.9	21.5	12.3	15.5	12.0
	2018F	10.5	17.8	24.9	20.6	11.7
	2019F	10.0	17.5	21.5	18.6	11.7
EPS	2016	17,336	53,561	2,187	41,867	17,834
	2017	24,854	65,466	6,377	32,972	22,449
	2018F	22,447	64,257	15,506	51,500	23,432
	2019F	23,058	73,565	16,725	55,823	25,537
BPS	2016	188,807	273,173	49,559	198,414	183,956
	2017	211,079	335,215	56,215	227,206	194,441
	2018F	227,648	388,972	70,906	274,906	209,981
	2019F	244,829	452,036	86,794	326,928	227,882

자료: 하나금융투자

4. 2Q18 실적 Preview

전반적으로 컨센서스 부합 예상.

컨센 상회 금호석유

컨센 부합 LG화학/롯데케미칼/대한
유화/S-Oil

컨센 소폭 하회 SK이노베이션

석유화학/정유업체의 2Q18 영업이익은 전반적으로 컨센서스에 부합할 것으로 전망된다. 환율하락에 따른 부정적인 영향이 점진적으로 개선되고 올레핀의 호조가 이어졌기 때문이다. 이에 따라 LG화학/롯데케미칼/대한유화/S-Oil은 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 다만, SK이노베이션의 경우 PX, 벤젠 등 아로마틱 체인의 부진으로 컨센서스 대비 소폭 하회 (-5%)할 전망이다. 금호석유의 경우 폐놀유도체와 합성고무 부문의 실적 호조로 인해 컨센서스 상회(+9%)가 예상된다.

표 3. 커버리지 업체별 2Q18 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

		2Q18F	1Q18	2Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
LG화학	매출액	6,562.6	6,553.6	6,382.1	2.8	0.1	6,841.5	-4.1
	영업이익	694.3	650.8	726.9	-14.5	6.7	702.2	-1.1
	세전이익	611.8	653.2	729.6	-16.1	-6.3	666.3	-8.2
	순이익	447.0	531.3	577.1	-22.5	-15.9	495.6	-9.8
롯데케미칼	매출액	4,347.2	4,123.2	3,853.3	12.8	5.4	4,327.7	0.5
	영업이익	686.2	662.0	632.2	8.5	3.7	715.1	-4.0
	세전이익	759.1	744.5	686.3	10.6	2.0	794.8	-4.5
	순이익	562.5	526.9	515.3	9.2	6.8	577.8	-2.6
금호석유	매출액	1,409.7	1,339.9	1,239.1	13.8	5.2	1,377.1	2.4
	영업이익	150.2	165.8	44.2	239.8	-9.4	137.4	9.3
	세전이익	172.4	194.2	52.9	225.9	-11.2	148.0	16.5
	순이익	120.5	132.1	36.7	228.3	-8.8	111.7	7.9
대한유화	매출액	618.2	613.2	223.8	176.2	0.8	644.6	-4.1
	영업이익	105.7	103.8	-11.6	1,011.2	1.8	105.5	0.2
	세전이익	108.8	106.8	-6.7	1,723.9	1.9	108.4	0.4
	순이익	82.7	81.9	-5.0	1,754.0	1.0	85.1	-2.8
SK이노베이션	매출액	13,592.4	12,166.1	10,561.1	28.7	11.7	12,937.7	5.1
	영업이익	828.6	711.6	421.2	96.7	16.4	874.6	-5.3
	세전이익	811.1	678.9	433.2	87.2	19.5	844.2	-3.9
	순이익	597.6	458.3	278.4	114.7	30.4	665.1	-10.1
S-Oil	매출액	5,946.2	5,410.9	4,665.0	27.5	9.9	5,860.4	1.5
	영업이익	416.1	254.5	117.3	254.7	63.5	418.2	-0.5
	세전이익	407.8	258.2	71.1	473.6	57.9	370.6	10.0
	순이익	309.9	188.7	66.9	363.2	64.2	311.1	-0.4

자료: 하나금융투자

석유화학/정유 Overweight

Top Picks 및 관심종목

LG화학 (051910)	31
롯데케미칼 (011170)	35
금호석유 (011780)	39
대한유화 (006650)	43
SK이노베이션 (096770)	55
S-Oil (010950)	59

2018년 7월 10일

LG화학(051910)

컨센 부합 전망. 석유화학 실적 뚜렷한 개선

2Q18 영업이익, 컨센서스 부합 전망

2Q18 영업이익은 6,943억원(QoQ +7%, YoY -5%)으로 컨센(7,022억원)에 부합할 전망이다. 석유화학/전지는 뚜렷한 개선이 나타났으나, 정보전자/팜한농은 전분기 대비 부진한 실적이 예상된다. 석유화학 영업이익은 7,127억원(QoQ +12%)을 추정한다. 저가납사 투입과 환율의 환율의 부정적 효과가 점진적으로 제거된 영향이다. 제품별로는 NCC/PO, ABS/PC가 실적 개선 기여도가 높았을 것으로 추정한다. 전지는 ESS물량 증가와 원형전지 증설 물량 온기반영, 자동전지 매출 성장과 적자폭 축소 등 영향으로 영업이익 110억원(QoQ +89억원)으로 증익이 예상된다. 정보전자는 패널 가격하락과 물량감소 영향으로 적자폭이 확대(QoQ -27억원)되며, 팜한농은 성수기효과가 제거되며 이익 축소(QoQ -315억원)가 예상된다.

3Q18 영업이익 전분기와 유사한 수준 전망

3Q18 영업이익은 6,934억원(QoQ -0.1%, YoY -12%)을 예상한다. 석유화학 영업이익은 7,120억원으로 전분기와 유사한 수준을 전망한다. 우선 환율 상승효과가 긍정적으로 작용할 전망이다. 또한 NCC/PO, ABS, PVC 마진은 미중 무역분쟁의 불확실성 제거와 위안화 약세완화, 낮아진 재고 상황을 감안했을 때 재차 반등이 가능할 것으로 전망한다. 중대형전지가 하반기 중 BEP가 예상된다는 점을 감안할 때, 전지부문 영업이익은 하반기에 개선되는 모습이 나타날 가능성성이 높다.

석유화학 회복 예상. 중대형전지 하반기 BEP 기대

BUY, TP 45만원을 유지한다. 본업인 석유화학은 미중 무역분쟁의 불확실성 해소와 위안화 약세 완화 등 영향으로 점진적인 회복이 기대되며, 중장기적으로는 미국 PE증설을 제외하면 공급이 제한적이기에 높은 이익이 지속될 전망이다. 중대형 배터리는 메탈가격 연동 수주를 늘려가며 수익성을 확보와 수주 확대를 위한 노력을 지속 중이다. 이에 따라, 하반기 중에는 중대형전지의 BEP 달성이 가능해진 만큼 중장기 성장성 또한 유효하다.

관심종목

BUY

I TP(12M): 450,000원 | CP(7월6일): 322,000원

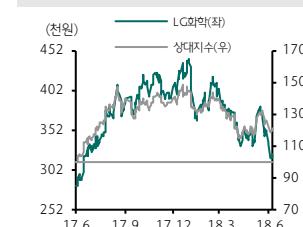
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,272.87
52주 최고/최저(원)	441,500/289,000
시가총액(십억원)	22,730.7
시가총액비중(%)	1.89
발행주식수(천주)	70,592.3
60일 평균 거래량(천주)	264.0
60일 평균 거래금(십억원)	92.9
17년 배당금(예상,원)	6,000
17년 배당수익률(예상,%)	1.86
외국인지분율(%)	37.77
주요주주 지분율(%)	
LG 외 4 인	33.38
국민연금	8.72
주가상승률 1M 6M 12M	302 (11.4) (20.5) 11.0
절대	(4.4) (12.6) 16.6

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	27,277.6	29,906.0
영업이익(십억원)	2,692.0	2,988.4
순이익(십억원)	1,986.6	2,165.6
EPS(원)	24,483	26,752
BPS(원)	230,348	251,479

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	20,659.3	25,698.0	26,240.7	26,788.9	27,380.4
영업이익	십억원	1,991.9	2,928.5	2,649.7	2,700.0	2,769.7
세전이익	십억원	1,659.8	2,563.9	2,405.2	2,470.6	2,549.1
순이익	십억원	1,281.1	1,945.3	1,757.2	1,805.0	1,862.3
EPS	원	17,336	24,854	22,447	23,058	23,790
증감률	%	11.1	43.4	(9.7)	2.7	3.2
PER	배	15.06	16.30	14.34	13.97	13.54
PBR	배	1.38	1.92	1.41	1.32	1.23
EV/EBITDA	배	5.84	7.14	5.75	5.41	5.11
ROE	%	9.51	12.92	10.45	9.95	9.54
BPS	원	188,807	211,079	227,648	244,829	262,742
DPS	원	5,000	6,000	6,000	6,000	6,000



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

RA 김정현

02-3771-7617

jeonghyeon.kim@hanafn.com

표 1. LG화학 2Q18 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18F	1Q18	2Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	6,562.6	6,553.6	6,382.1	2.8	0.1	6,841.5	-4.1
영업이익	694.3	650.8	726.9	-14.5	6.7	702.2	-1.1
세전이익	611.8	653.2	729.6	-16.1	-6.3	666.3	-8.2
순이익	447.0	531.3	577.1	-22.5	-15.9	495.6	-9.8
영업이익률	10.6	9.9	11.4	-0.8	0.6	10.3	0.3
세전이익률	9.3	10.0	11.4	-2.1	-0.6	9.7	-0.4
순이익률	6.8	8.1	9.0	-2.2	-1.3	7.2	-0.4

자료: 하나금융투자

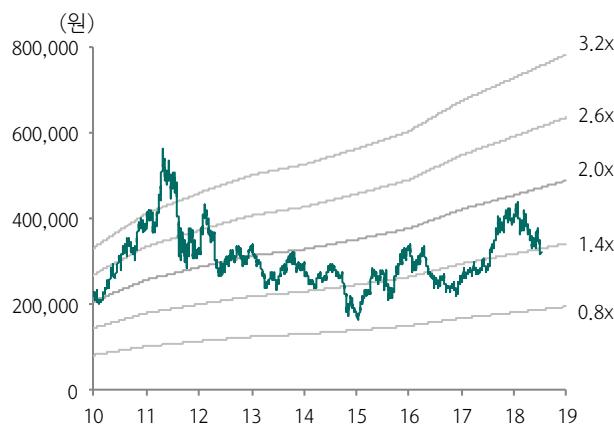
표 2. LG화학 연간 전망치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	26,240.7	26,709.2	-1.8	26,788.9	28,094.7	-4.6
영업이익	2,649.7	2,677.5	-1.0	2,700.0	2,804.1	-3.7
세전이익	2,405.2	2,432.7	-1.1	2,470.6	2,573.9	-4.0
순이익	1,757.2	1,777.3	-1.1	1,805.0	1,880.4	-4.0
영업이익률	10.1	10.0	0.1	10.1	10.0	0.1
세전이익률	9.2	9.1	0.1	9.2	9.2	0.1
순이익률	6.7	6.7	0.0	6.7	6.7	0.0

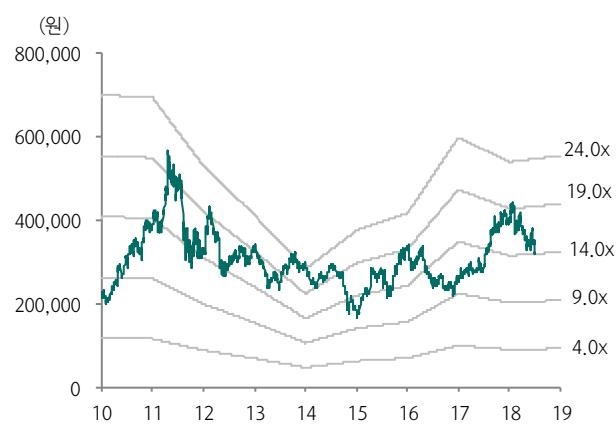
자료: 하나금융투자

그림 1. LG화학 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. LG화학 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

표 3. LG화학 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	FY2017	FY2018F	FY2019F
매출액	6,486.7	6,382.1	6,397.1	6,432.2	6,553.6	6,562.6	6,655.5	6,468.9	25,698.0	26,240.7	26,788.9
QoQ(%)	17.7%	-1.6%	0.2%	0.5%	1.9%	0.1%	1.4%	-2.8%			
YoY(%)	33.1%	22.3%	26.6%	16.7%	1.0%	2.8%	4.0%	0.6%	24.4%	2.1%	2.1%
석유화학	4,495.3	4,318.6	4,316.0	4,297.0	4,359.1	4,411.7	4,577.7	4,415.9	17,426.9	17,764.4	18,184.8
정보전자	726.0	747.3	787.3	801.2	759.8	744.0	742.9	741.9	3,061.8	2,988.6	2,957.6
전지	999.4	1,119.8	1,188.8	1,252.6	1,244.5	1,205.0	1,226.7	1,227.4	4,560.6	4,903.6	4,958.7
팜한농	253.9	185.7	96.7	67.5	236.9	195.0	101.5	70.9	603.8	604.3	634.5
생명과학	129.4	135.2	138.8	148.0	131.1	148.7	152.7	162.8	551.4	595.3	654.8
영업이익	796.9	726.9	789.7	615.0	650.8	694.3	693.4	611.3	2,928.5	2,649.7	2,700.0
영업이익률(%)	12.3%	11.4%	12.3%	9.6%	9.9%	10.6%	10.4%	9.4%	11.4%	10.1%	10.1%
QoQ(%)	72.6%	-8.8%	8.6%	-22.1%	5.8%	6.7%	-0.1%	-11.8%			
YoY(%)	74.1%	18.7%	71.7%	33.2%	-18.3%	-4.5%	-12.2%	-0.6%	47.0%	-9.5%	1.9%
석유화학	733.7	685.5	756.0	633.6	636.9	712.7	712.0	636.4	2,819.1	2,698.0	2,635.5
영업이익률(%)	16.3%	15.9%	17.5%	14.7%	14.6%	16.2%	15.6%	14.4%	16.2%	15.2%	14.5%
QoQ(%)	45.0%	-6.6%	10.3%	-16.2%	0.5%	11.9%	-0.1%	-10.6%			
YoY(%)	57.4%	5.6%	46.2%	25.2%	-13.2%	4.0%	-5.8%	0.4%	32.3%	-4.3%	-2.3%
정보전자	29.3	23.4	40.8	17.9	-9.7	-12.5	-2.9	-0.2	111.4	-25.2	25.2
영업이익률(%)	4.0%	3.1%	5.2%	2.2%	-1.3%	-1.7%	-0.4%	0.0%	3.6%	-0.8%	0.9%
QoQ(%)	흑전	-20.1%	74.4%	-56.1%	적전	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전
YoY(%)	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	적전	적전	적전	흑전	적전	흑전
전지	-10.4	7.5	18.1	13.7	2.1	11.0	24.8	24.8	28.9	62.8	132.2
영업이익률(%)	-1.0%	0.7%	1.5%	1.1%	0.2%	0.9%	2.0%	2.0%	0.6%	1.3%	2.7%
QoQ(%)	적지	흑전	141.3%	-24.3%	-84.7%	426.1%	124.5%	0.1%			
YoY(%)	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	47.3%	37.0%	81.3%	흑전	117.3%	110.6%
팜한농	50.4	13.6	-9.7	-18.9	45.4	13.9	-9.7	-18.9	35.4	30.7	30.7
영업이익률(%)	19.9%	7.3%	-10.0%	-28.0%	19.2%	7.1%	-9.6%	-26.7%	5.9%	5.1%	4.8%
QoQ(%)	흑전	-73.0%	적전	적지	흑전	-69.4%	적전	적지			
YoY(%)	30.9%	흑전	적지	적지	-9.9%	2.0%	적지	적지	흑전	-13.4%	0.0%
생명과학	20.6	18.9	13.2	0.9	7.0	8.3	7.6	9.5	53.6	32.4	38.5
영업이익률(%)	15.9%	14.0%	9.5%	0.6%	5.3%	5.6%	5.0%	5.9%	9.7%	5.5%	5.9%
QoQ(%)	119.1%	-8.3%	-30.2%	-93.2%	677.8%	18.3%	-7.7%	24.7%		-39.5%	18.7%
YoY(%)	20.5%	78.3%	30.7%	-90.4%	-66.0%	-56.2%	-42.1%	958.7%			
당기순이익	548.1	590.3	545.5	338.1	553.9	465.0	464.5	344.5	2,022.0	1,827.9	1,877.7
당기순이익률(%)	8.4%	9.2%	8.5%	5.3%	8.5%	7.1%	7.0%	5.3%	7.9%	7.0%	7.0%
QoQ(%)	103.0%	7.7%	-7.6%	-38.0%	63.8%	-16.1%	-0.1%	-25.8%			
YoY(%)	62.1%	57.2%	83.4%	25.2%	1.1%	-21.2%	-14.8%	1.9%	57.8%	-9.6%	2.7%
지배순이익	531.5	577.1	521.0	315.8	532.5	447.0	446.5	331.2	1,945.3	1,757.2	1,805.0

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	20,659.3	25,698.0	26,240.7	26,788.9	27,380.4
매출원가	16,595.1	20,134.5	21,392.8	21,700.6	22,019.2
매출총이익	4,064.2	5,563.5	4,847.9	5,088.3	5,361.2
판관비	2,072.3	2,635.1	2,198.2	2,388.3	2,591.5
영업이익	1,991.9	2,928.5	2,649.7	2,700.0	2,769.7
금융순익	(120.3)	(79.4)	(68.4)	(53.3)	(44.6)
종속/관계기업순익	(3.8)	6.6	6.6	6.6	6.6
기타영업외순익	(208.0)	(291.8)	(182.7)	(182.7)	(182.7)
세전이익	1,659.8	2,563.9	2,405.2	2,470.6	2,549.1
법인세	378.8	541.9	577.2	592.9	611.8
계속사업이익	1,281.0	2,022.0	1,827.9	1,877.7	1,937.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,281.0	2,022.0	1,827.9	1,877.7	1,937.3
비지배주주지분 순이익	(0.1)	76.7	70.8	72.7	75.0
지배주주순이익	1,281.1	1,945.3	1,757.2	1,805.0	1,862.3
지배주주지분포괄이익	1,277.9	1,808.4	1,762.2	1,810.1	1,867.6
NOPAT	1,537.3	2,309.5	2,013.8	2,052.0	2,105.0
EBITDA	3,328.6	4,330.5	4,151.6	4,274.9	4,405.0
성장성(%)					
매출액증가율	2.2	24.4	2.1	2.1	2.2
NOPAT증가율	13.7	50.2	(12.8)	1.9	2.6
EBITDA증가율	8.1	30.1	(4.1)	3.0	3.0
영업이익증가율	9.2	47.0	(9.5)	1.9	2.6
(지배주주)순이익증가율	11.1	51.8	(9.7)	2.7	3.2
EPS증가율	11.1	43.4	(9.7)	2.7	3.2
수익성(%)					
매출총이익률	19.7	21.6	18.5	19.0	19.6
EBITDA이익률	16.1	16.9	15.8	16.0	16.1
영업이익률	9.6	11.4	10.1	10.1	10.1
계속사업이익률	6.2	7.9	7.0	7.0	7.1

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	17,336	24,854	22,447	23,058	23,790
BPS	188,807	211,079	227,648	244,829	262,742
CFPS	41,765	49,691	51,619	53,194	54,855
EBITDAPS	45,042	55,328	53,034	54,610	56,271
SPS	279,557	328,329	335,210	342,214	349,770
DPS	5,000	6,000	6,000	6,000	6,000
주가지표(배)					
PER	15.1	16.3	14.3	14.0	13.5
PBR	1.4	1.9	1.4	1.3	1.2
PCFR	6.2	8.2	6.2	6.1	5.9
EV/EBITDA	5.8	7.1	5.7	5.4	5.1
PSR	0.9	1.2	1.0	0.9	0.9
재무비율(%)					
ROE	9.5	12.9	10.4	10.0	9.5
ROA	6.6	8.5	6.9	6.7	6.6
ROIC	11.0	14.6	11.7	11.6	11.4
부채비율	45.8	53.3	47.0	44.2	41.6
순부채비율	4.7	1.6	(3.3)	(7.1)	(9.9)
이자보상배율(배)	25.9	29.3	28.1	31.4	32.3

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	9,226.9	11,205.6	11,735.5	12,689.6	13,559.2
금융자산	2,228.4	2,779.0	3,131.2	3,905.6	4,581.5
현금성자산	1,474.4	2,249.3	2,590.3	3,353.4	4,017.1
매출채권 등	3,758.7	4,689.7	4,788.8	4,888.8	4,996.8
재고자산	2,965.2	3,352.5	3,423.2	3,494.8	3,571.9
기타유동자산	274.6	384.4	392.3	400.4	409.0
비유동자산	11,260.1	13,835.6	14,273.2	14,831.0	15,541.6
투자자산	349.1	352.5	359.9	367.4	375.6
금융자산	88.2	88.4	90.2	92.1	94.2
유형자산	9,680.1	11,211.5	11,728.9	12,358.0	13,131.7
무형자산	832.1	1,823.2	1,735.8	1,657.0	1,585.9
기타비유동자산	398.8	448.4	448.6	448.6	448.4
자산총계	20,487.1	25,041.2	26,008.7	27,520.6	29,100.9
유동부채	5,446.9	6,644.7	6,252.2	6,354.1	6,464.1
금융부채	2,212.6	1,451.3	957.9	957.9	957.9
매입채무 등	2,887.7	4,212.8	4,301.8	4,391.7	4,488.7
기타유동부채	346.6	980.6	992.5	1,004.5	1,017.5
비유동부채	989.2	2,058.0	2,067.8	2,077.7	2,088.4
금융부채	678.0	1,593.6	1,593.6	1,593.6	1,593.6
기타비유동부채	311.2	464.4	474.2	484.1	494.8
부채총계	6,436.1	8,702.6	8,319.9	8,431.8	8,552.5
지배주주지분	13,937.4	16,168.5	17,465.6	18,810.6	20,212.8
자본금	369.5	391.4	391.4	391.4	391.4
자본잉여금	1,157.8	2,274.4	2,274.4	2,274.4	2,274.4
자본조정	(15.7)	(362.7)	(362.7)	(362.7)	(362.7)
기타포괄이익누계액	(37.0)	(173.8)	(173.8)	(173.8)	(173.8)
이익잉여금	12,462.8	14,039.3	15,336.4	16,681.3	18,083.5
비지배주주지분	113.6	170.1	223.2	278.2	335.6
자본총계	14,051.0	16,338.6	17,688.8	19,088.8	20,548.4
순금융부채	662.3	265.9	(579.7)	(1,354.1)	(2,030.0)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,516.7	3,180.7	3,349.1	3,471.2	3,585.8
당기순이익	1,281.0	2,022.0	1,827.9	1,877.7	1,937.3
조정	1,617.8	1,873.5	1,588.3	1,661.2	1,721.6
감가상각비	1,336.7	1,402.0	1,501.9	1,574.9	1,635.2
외환거래손익	16.2	(88.7)	60.6	60.6	60.6
지분법손익	37.2	(7.7)	(6.6)	(6.6)	(6.6)
기타	227.7	567.9	32.4	32.3	32.4
영업활동자산부채 변동	(382.1)	(714.8)	(67.1)	(67.7)	(73.1)
투자활동 현금흐름	(1,736.8)	(1,640.4)	(2,022.2)	(2,215.6)	(2,429.6)
투자자산감소(증가)	(14.5)	3.2	(18.4)	(18.5)	(19.1)
유형자산감소(증가)	(1,381.0)	(1,850.0)	(1,932.0)	(2,125.2)	(2,337.7)
기타	(341.3)	206.4	(71.8)	(71.9)	(72.8)
재무활동 현금흐름	(1,007.3)	(736.5)	(953.5)	(460.1)	(460.1)
금융부채증가(감소)	231.9	154.3	(493.5)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	1,138.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(892.7)	(1,643.6)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(346.5)	(385.7)	(460.1)	(460.1)	(460.1)
현금의 증감	(230.6)	775.0	341.0	763.1	663.7
Unlevered CFO	3,086.4	3,889.3	4,040.8	4,164.1	4,294.1
Free Cash Flow	1,118.2	928.1	1,417.1	1,346.0	1,248.1

2018년 7월 10일

롯데케미칼(011170)

우려를 감안해도 펀더먼털 대비 과도한 저평가

2Q18 영업이익 컨센서스 부합 예상

2Q18 영업이익은 6,862억원(QoQ +4%, YoY +9%)으로 컨센서스(7,151억원)에 부합할 전망이다. 올레핀/타이탄이 전분기 대비 실적 개선의 주요인으로 작용할 전망이며, 아로마틱/롯데첨단소재는 전분기 대비 감익이 예상된다. 올레핀부문 영업이익은 4,416억원(QoQ +6%)으로 개선될 전망이다. 저가납수 투입과 환율에 부정적 효과가 제거된 영향이다. LC타이탄은 중설 설비의 안정화 지연으로 부진하나 전분기와 유사한 수준은 가능할 전망이다. 하지만, 아로마틱/롯데첨단은 PIA, ABS의 마진 감소로 소폭 감익을 기록할 것으로 전망된다.

3Q18 영업이익 QoQ +7% 예상. 환율효과와 재고확보 영향

3Q18 영업이익은 7,340억원(QoQ +7%, YoY -4%)으로 전분기 대비 개선을 전망한다. 실적 개선은 올레핀과 LC타이탄이 견인할 전망이다. 올레핀은 환율의 긍정적 효과와 MEG반등이 기대된다. 특히, MEG는 전방 가동률이 90%에 육박할 정도로 높게 유지되는데다, 재고 또한 고점 대비 큰 폭으로 하락해 위안화 약세가 완회되며 재고확보 움직임 재개가 기대된다. LC타이탄은 PP 20만톤/년(약 50% 증설)의 신규 가동에 따른 물량 증대 효과가 기대된다. 아로마틱은 PET마진 호조, 롯데첨단소재는 PC 호조로 전분기와 유사한 실적을 예상한다.

우려를 감안해도 펀더먼털 대비 과도한 저평가 상황

TP를 70만원에서 55만원으로 하향한다. 미중 무역분쟁에 따른 구매수요 지연 등 매크로 리스크를 감안해 이익추정치를 10~12% 하향했기 때문이다. 그럼에도 불구하고 현 시점에서 강한 매수 의견을 제시한다. 기업의 펀더먼털 대비 현 주가는 과도한 저평가 구간이기 때문이다. 현 주가는 12M Fwd PBR 0.76배 수준으로 2014년~2015년 초로 유가가 본격적으로 하락해 40\$/bbl까지 도달했을 때의 Valuation에 해당한다. 당시 영업이익은 1,000억원 내외에 배당수익률 또한 0.6% 수준에 불과했다. 하지만, 현재 분기 영업이익은 6~7,000억원 수준에 배당수익률 또한 3%를 상회한다. 확연히 개선된 펀더먼털을 감안하면 현 주가는 과도한 저평가다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 550,000원(하향) | CP(7월 6일): 330,000원

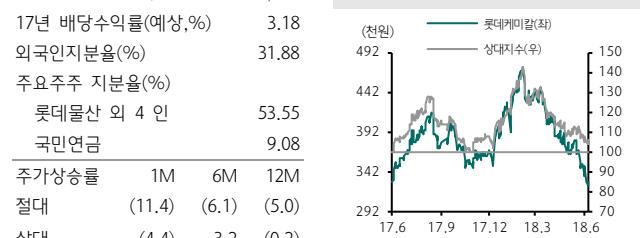
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,272.87
52주 최고/최저(원)	474,500/324,000
시가총액(십억원)	11,310.9
시가총액비중(%)	0.94
발행주식수(천주)	34,275.4
60일 평균 거래량(천주)	120.9
60일 평균 거래대금(십억원)	45.6
17년 배당금(예상,원)	10,500
17년 배당수익률(예상,%)	3.18
외국인지분율(%)	31.88
주요주주 지분율(%)	
롯데물산 외 4 인	53.55
국민연금	9.08
주가상승률 1M 6M 12M	1M 6M 12M
절대 (11.4) (6.1) (5.0)	
상대 (4.4) 3.2 (0.2)	

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	17,152.7	18,535.7
영업이익(십억원)	2,782.6	2,995.3
순이익(십억원)	2,253.1	2,435.0
EPS(원)	63,972	68,982
BPS(원)	386,568	441,801

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	13,223.5	15,874.5	17,275.7	18,878.8	19,479.5
영업이익	십억원	2,544.3	2,929.7	2,684.5	3,095.0	3,181.2
세전이익	십억원	2,487.4	3,084.7	2,987.5	3,420.2	3,537.0
순이익	십억원	1,835.8	2,243.9	2,202.4	2,521.5	2,607.5
EPS	원	53,561	65,466	64,257	73,565	76,076
증감률	%	85.0	22.2	(1.8)	14.5	3.4
PER	배	6.89	5.62	5.14	4.49	4.34
PBR	배	1.35	1.10	0.85	0.73	0.64
EV/EBITDA	배	4.48	3.53	3.07	2.31	1.78
ROE	%	21.74	21.52	17.75	17.49	15.69
BPS	원	273,173	335,215	388,972	452,036	517,612
DPS	원	4,000	10,500	10,500	10,500	10,500



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

RA 김정현

02-3771-7617

jeonghyeon.kim@hanafn.com

표 1. 롯데케미칼 2Q18 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18F	1Q18	2Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	4,347.2	4,123.2	3,853.3	12.8	5.4	4,327.7	0.5
영업이익	686.2	662.0	632.2	8.5	3.7	715.1	-4.0
세전이익	759.1	744.5	686.3	10.6	2.0	794.8	-4.5
순이익	562.5	526.9	515.3	9.2	6.8	577.8	-2.6
영업이익률	15.8	16.1	16.4	-0.6	-0.3	16.5	-0.7
세전이익률	17.5	18.1	17.8	-0.3	-0.6	18.4	-0.9
순이익률	12.9	12.8	13.4	-0.4	0.2	13.4	-0.4

자료: 하나금융투자

표 2. 롯데케미칼 연간 전망치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	17,275.7	17,431.5	-0.9	18,878.8	19,665.6	-4.0
영업이익	2,684.5	3,006.9	-10.7	3,095.0	3,525.6	-12.2
세전이익	2,987.5	3,311.5	-9.8	3,420.2	3,854.6	-11.3
순이익	2,202.4	2,441.3	-9.8	2,521.5	2,841.7	-11.3
영업이익률	15.5	17.2	-1.7	16.4	17.9	-1.5
세전이익률	17.3	19.0	-1.7	18.1	19.6	-1.5
순이익률	12.7	14.0	-1.3	13.4	14.5	-1.1

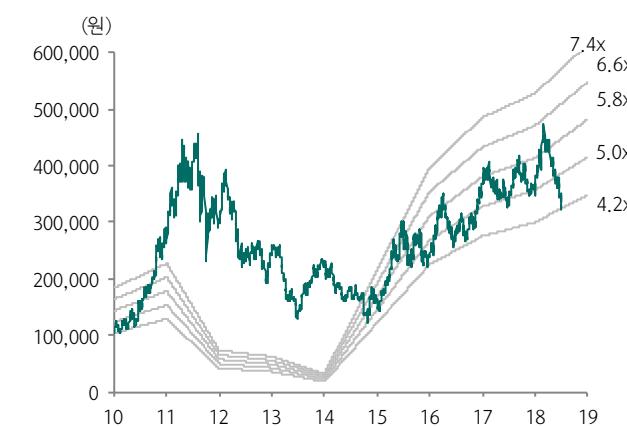
자료: 하나금융투자

그림 1. 롯데케미칼 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 롯데케미칼 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

표 3. 롯데케미칼 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
매출액	3,996.0	3,853.3	3,990.2	4,035.0	4,123.2	4,347.2	4,465.5	4,339.8	13,223.5	15,874.5	17,275.7	18,878.8
QoQ(%)	8.8%	-3.6%	3.6%	1.1%	2.2%	5.4%	2.7%	-2.8%				
YoY(%)	48.9%	12.0%	16.4%	9.9%	3.2%	12.8%	11.9%	7.6%	12.9%	20.0%	8.8%	9.3%
Olefin 부문	2,170.2	1,931.2	1,973.6	2,039.9	2,092.0	2,109.5	2,157.2	2,088.5	6,980.2	8,114.9	8,447.2	8,468.2
Aromatic 부문	724.1	750.7	735.5	754.2	779.9	863.9	906.1	891.7	2,076.0	2,964.5	3,441.6	3,838.6
Titan Chemical	495.8	457.0	532.9	559.2	596.6	595.3	605.4	585.0	2,285.2	2,044.9	2,382.2	2,381.6
롯데첨단소재	705.2	709.6	767.2	712.1	763.2	778.5	796.8	774.6	1,950.7	2,894.1	3,113.1	3,176.0
영업이익	814.8	632.2	766.2	716.5	662.0	686.2	734.0	602.3	2,544.3	2,929.7	2,684.5	3,095.0
영업이익률(%)	20.4%	16.4%	19.2%	17.8%	16.1%	15.8%	16.4%	13.9%	19.2%	18.5%	15.5%	16.4%
QoQ(%)	11.1%	-22.4%	21.2%	-6.5%	-7.6%	3.7%	7.0%	-17.9%				
YoY(%)	72.1%	-8.9%	19.1%	-2.3%	-18.8%	8.5%	-4.2%	-15.9%	57.9%	15.2%	-8.4%	15.3%
Olefin 부문	600.7	398.4	502.8	450.2	412.8	441.6	466.7	363.5	1,701.7	1,952.1	1,684.6	1,888.3
영업이익률(%)	27.7%	20.6%	25.5%	22.1%	19.7%	20.9%	21.6%	17.4%	24.4%	24.1%	19.9%	22.3%
QoQ(%)	25.3%	-33.7%	26.2%	-10.5%	-8.3%	7.0%	5.7%	-22.1%				
YoY(%)	64.8%	js.yoo	19.2%	-6.1%	-31.3%	10.9%	-7.2%	-19.3%	26.8%	14.7%	-13.7%	12.1%
Aromatic 부문	102.3	113.7	112.4	89.0	108.8	101.1	109.7	101.2	142.0	417.4	420.8	454.2
영업이익률(%)	14.1%	15.1%	15.3%	11.8%	14.0%	11.7%	12.1%	11.4%	6.8%	14.1%	12.2%	11.8%
QoQ(%)	80.4%	11.1%	-1.1%	-20.8%	22.2%	-7.0%	8.4%	-7.7%				
YoY(%)	847.2%	133.5%	335.7%	57.0%	6.4%	-11.0%	-2.4%	13.8%	흑전	193.9%	0.8%	7.9%
Titan Chemical	69.2	52.7	66.2	93.0	71.9	80.2	92.6	81.9	512.6	281.1	326.6	408.9
영업이익률(%)	14.0%	11.5%	12.4%	16.6%	12.1%	13.5%	15.3%	14.0%	22.4%	13.7%	13.7%	17.2%
QoQ(%)	-52.2%	-23.8%	25.6%	40.5%	-22.7%	11.6%	15.4%	-11.6%				
YoY(%)	-22.9%	-65.4%	-47.3%	-35.7%	3.9%	52.3%	39.9%	-12.0%	56.5%	-45.2%	16.2%	25.2%
롯데첨단소재	70.6	78.3	101.0	82.6	90.1	84.8	86.6	77.4	239.7	332.5	338.9	315.8
영업이익률(%)	10.0%	11.0%	13.2%	11.6%	11.8%	10.9%	10.9%	10.0%	12.3%	11.5%	10.9%	9.9%
QoQ(%)	3.5%	10.9%	29.0%	-18.2%	9.1%	-5.9%	2.1%	-10.7%				
YoY(%)		-11.6%	21.8%	21.1%	27.6%	8.3%	-14.2%	-6.3%	38.7%	1.9%	-6.8%	
당기순이익	641.4	515.5	631.0	496.7	543.2	579.9	627.6	519.8	1,837.2	2,284.6	2,270.5	2,599.4
당기순이익률(%)	16.1%	13.4%	15.8%	12.3%	13.2%	13.3%	14.1%	12.0%	13.9%	14.4%	13.1%	13.8%
QoQ(%)	10.6%	-19.6%	22.4%	-21.3%	9.4%	6.8%	8.2%	-17.2%				
YoY(%)	85.5%	12.0%	39.8%	-14.3%	-15.3%	12.5%	-0.5%	4.6%	85.5%	24.4%	-0.6%	14.5%
지배순이익	640.2	515.3	616.2	472.2	526.9	562.5	608.8	504.2	1,835.8	2,243.9	2,202.4	2,521.5

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	13,223.5	15,874.5	17,275.7	18,878.8	19,479.5
매출원가	9,956.8	12,081.9	13,641.9	14,831.6	15,332.0
매출총이익	3,266.7	3,792.6	3,633.8	4,047.2	4,147.5
판관비	722.5	862.9	949.2	952.3	966.3
영업이익	2,544.3	2,929.7	2,684.5	3,095.0	3,181.2
금융순익	(84.9)	(20.1)	72.2	94.5	125.1
종속/관계기업순익	71.4	284.4	284.4	284.4	284.4
기타영업외순익	(43.5)	(109.3)	(53.7)	(53.7)	(53.7)
세전이익	2,487.4	3,084.7	2,987.5	3,420.2	3,537.0
법인세	650.2	800.1	717.0	820.9	848.9
계속사업이익	1,837.2	2,284.6	2,270.5	2,599.4	2,688.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,837.2	2,284.6	2,270.5	2,599.4	2,688.1
비자매주주지분 순이익	1.4	40.7	68.1	77.9	80.6
지배주주순이익	1,835.8	2,243.9	2,202.4	2,521.5	2,607.5
지배주주지분포괄이익	1,920.5	1,859.1	2,274.0	2,603.4	2,692.3
NOPAT	1,879.2	2,169.8	2,040.3	2,352.2	2,417.7
EBITDA	3,173.4	3,620.9	3,405.7	3,867.1	3,997.0
성장률(%)					
매출액증가율	12.9	20.0	8.8	9.3	3.2
NOPAT증가율	67.4	15.5	(6.0)	15.3	2.8
EBITDA증가율	51.2	14.1	(5.9)	13.5	3.4
영업이익증가율	57.9	15.1	(8.4)	15.3	2.8
(지배주주)순이익증가율	85.0	22.2	(1.8)	14.5	3.4
EPS증가율	85.0	22.2	(1.8)	14.5	3.4
수익성(%)					
매출총이익률	24.7	23.9	21.0	21.4	21.3
EBITDA이익률	24.0	22.8	19.7	20.5	20.5
영업이익률	19.2	18.5	15.5	16.4	16.3
계속사업이익률	13.9	14.4	13.1	13.8	13.8

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	53,561	65,466	64,257	73,565	76,076
BPS	273,173	335,215	388,972	452,036	517,612
CFPS	93,730	106,472	105,869	119,332	123,122
EBITDAPS	92,585	105,641	99,362	112,825	116,614
SPS	385,802	463,146	504,026	550,798	568,321
DPS	4,000	10,500	10,500	10,500	10,500
주가지표(배)					
PER	6.9	5.6	5.1	4.5	4.3
PBR	1.4	1.1	0.8	0.7	0.6
PCFR	3.9	3.5	3.1	2.8	2.7
EV/EBITDA	4.5	3.5	3.1	2.3	1.8
PSR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	21.7	21.5	17.7	17.5	15.7
ROA	13.4	12.7	10.7	11.1	10.4
ROIC	25.6	22.6	19.7	21.5	21.4
부채비율	68.8	59.5	51.4	45.8	39.0
순부채비율	16.2	(5.0)	(11.8)	(20.1)	(27.7)
이자보상배율(배)	33.3	27.3	24.8	28.6	30.5

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	5,851.7	8,225.5	9,522.1	11,406.4	13,139.9
금융자산	2,664.8	4,879.5	5,941.0	7,563.4	9,175.1
현금성자산	2,202.9	1,685.2	2,464.7	3,764.6	5,255.4
매출채권 등	1,556.4	1,682.0	1,830.5	2,000.4	2,064.0
재고자산	1,477.2	1,536.0	1,612.8	1,693.4	1,747.3
기타유동자산	153.3	128.0	137.8	149.2	153.5
비유동자산	10,015.2	11,325.5	11,927.8	12,516.5	12,907.6
투자자산	2,528.2	2,727.2	2,968.0	3,243.4	3,346.6
금융자산	392.0	342.7	372.9	407.5	420.5
유형자산	5,546.7	6,716.2	7,156.2	7,541.7	7,896.0
무형자산	1,792.4	1,710.6	1,632.1	1,559.9	1,493.5
기타비유동자산	147.9	171.5	171.5	171.5	171.5
자산총계	15,866.8	19,551.0	21,449.9	23,922.9	26,047.5
유동부채	3,448.8	3,790.9	3,712.8	3,870.4	3,638.3
금융부채	1,747.2	1,514.4	1,515.8	1,517.4	1,226.8
매입채무 등	1,256.9	1,688.5	1,602.7	1,751.4	1,807.1
기타유동부채	444.7	588.0	594.3	601.6	604.4
비유동부채	3,017.2	3,505.3	3,571.7	3,647.7	3,676.2
금융부채	2,444.8	2,752.7	2,752.7	2,752.7	2,752.7
기타비유동부채	572.4	752.6	819.0	895.0	923.5
부채총계	6,466.0	7,296.2	7,284.6	7,518.1	7,314.5
지배주주지분	9,363.1	11,489.7	13,332.2	15,493.7	17,741.3
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	478.6	880.7	880.7	880.7	880.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	226.2	(144.6)	(144.6)	(144.6)	(144.6)
이익잉여금	8,487.0	10,582.1	12,424.7	14,586.2	16,833.9
비자매주주지분	37.7	765.1	833.2	911.1	991.7
자본총계	9,400.8	12,254.8	14,165.4	16,404.8	18,733.0
순금융부채	1,527.1	(612.4)	(1,672.5)	(3,293.4)	(5,195.6)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,700.6	3,129.0	2,663.5	3,239.4	3,336.3
당기순이익	1,837.2	2,284.6	2,270.5	2,599.4	2,688.1
조정	1,002.1	774.4	641.2	669.9	683.1
감가상각비	629.2	691.2	721.1	772.1	815.8
외환거래손익	34.7	(38.5)	(36.6)	(36.6)	(36.6)
지분법손익	(71.4)	(284.4)	0.0	0.0	0.0
기타	409.6	406.1	(43.3)	(65.6)	(96.1)
영업활동 변동	(138.7)	70.0	(248.2)	(29.9)	(34.9)
투자활동 현금흐름	(3,564.6)	(4,717.6)	(1,417.4)	(1,473.1)	(1,090.6)
투자자산감소(증가)	(612.2)	(199.1)	(240.7)	(275.4)	(103.2)
유형자산감소(증가)	(1,577.2)	(2,017.0)	(1,082.7)	(1,085.4)	(1,103.7)
기타	(1,375.2)	(2,501.5)	(94.0)	(112.3)	116.3
재무활동 현금흐름	1,100.5	1,114.5	(466.6)	(466.4)	(754.9)
금융부채증가(감소)	1,776.7	75.1	1.4	1.6	(290.5)
자본증가(감소)	2.1	402.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(594.1)	772.0	(108.1)	(108.1)	(104.5)
배당지급	(84.2)	(134.8)	(359.9)	(359.9)	(359.9)
현금의 증감	260.7	(517.7)	779.5	1,299.9	1,490.9
Unlevered CFO	3,212.6	3,649.4	3,628.7	4,090.2	4,220.0
Free Cash Flow	1,112.5	1,109.1	1,580.8	2,154.0	2,232.6

2018년 7월 10일

금호석유(011780)

하반기까지 이어질 실적 서프라이즈. 압도적인 이익 모멘텀 보유

2Q18 실적 컨센 상회 예상. 폐놀체인, 특수고무 호조 영향

2Q18 영업이익은 1,502억원(QoQ -9%, YoY +240%)으로 컨센(1,374억원)을 약 9% 상회하며 최근 높아진 예상치마저 넘어설 전망이다. 합성수지/에너지에는 각각 마진 감소와 정기보수 영향으로 감익되나, 폐놀유도체와 합성고무(특히, NB Latex)의 실적 호조가 충분히 상쇄할 전망이기 때문이다. 폐놀유도체 영업이익은 분기 사상최대치인 770억원을 기록할 전망이다. BPA마진이 QoQ +150\$/톤 가량 개선되며 정기보수 효과를 상쇄하고도 남을 것이기 때문이다. 합성고무는 우려와 달리 전분기와 유사한 수준이 예상된다. 특히, NB Latex/NBR 마진이 개선되며 고무의 견조한 실적(영업이익 302억원)을견인할 전망이다. 참고로, NB Latex(40만톤/년)는 고무 사업부 내에서 단일제품 기준 Capa가 가장 크다.

3Q18 실적 또한 서프라이즈 예상

3Q18 영업이익은 1,679억원(QoQ +12%, YoY +191%)을 추정한다. 컨센(1,281억원)을 약 30% 상회하는 수준으로, 향후 시장 예상치는 지속 상향 조정될 것으로 판단한다. 폐놀유도체는 재차 사상최대 영업이익(805억원)을 갱신할 전망이다. 우선 정기보수 효과가 제거된다. 또한 전방 폴리카보네이트의 초강세 지속/증설에 따라 BPA마진 또한 강세가 지속될 가능성이 높기 때문이다. 범용고무는 중국 Shen Hua SBR 18만톤/년 (M/S 3.4%)의 조기 정기보수 진행 영향으로 시황반등 가능성 이 높고 특수고무는 견조한 실적 흐름이 지속될 전망이다. 에너지는 정기보수 효과가 제거된다.

고무에 대한 기대감을 높일 때. 압도적인 이익 모멘텀 보유

BUY, TP 17만원을 유지하며 적극 매수를 권한다. 고무에 대한 기대감을 높일 시점이다. 특히 NB Latex를 주목하자. 금호석유는 NB Latex의 글로벌 No.1 메이커(M/S 30% 상회. 16년 20만톤→17년 40만톤→19년 55만톤)로 증설을 통해 압도적인 지위를 다져가고 있다. NB Latex는 천연라텍스를 대체하며 매년 수요가 10%씩 폭발적으로 성장하고 있다. 실제 한국의 수출량은 10년 전 대비 16배 늘어났고, 2018년 5월 누적 기준 YoY +15%로 성장 중이다. 2018년 이익증가율 YoY +145%로 압도적인 실적 모멘텀 또한 보유하고 있다.



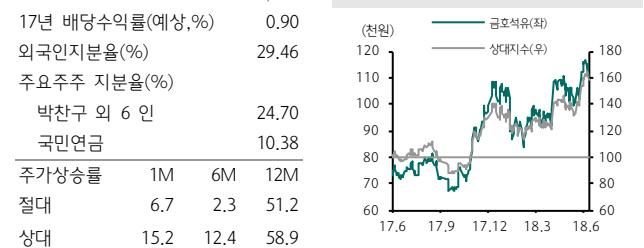
Top Picks

BUY
| TP(12M): 170,000원 | CP(7월 6일): 111,000원

Key Data

		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,272.87		
52주 최고/최저(원)	117,000/67,100	5,485.5	5,739.5
시가총액(십억원)	3,381.9	555.7	520.7
시가총액비중(%)	0.28	순이익(십억원)	465.7
발행주식수(천주)	30,467.7	EPS(원)	452.7
60일 평균 거래량(천주)	151.9	BPS(원)	13,024
60일 평균 거래대금(십억원)	16.0		12,273
17년 배당금(예상,원)	1,000		80,367
17년 배당수익률(예상,%)	0.90		94,325
외국인지분율(%)	29.46		
주요주주 지분율(%)			
박찬구 외 6 인	24.70		
국민연금	10.38		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	6.7 2.3 51.2		
상대	15.2 12.4 58.9		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	3,970.4	5,064.8	5,605.1	5,846.0	6,020.3
영업이익	십억원	157.1	262.6	642.2	699.0	740.2
세전이익	십억원	112.9	289.8	742.8	801.2	844.4
순이익	십억원	73.2	213.6	519.3	560.1	590.3
EPS	원	2,187	6,377	15,506	16,725	17,626
증감률	%	(38.4)	191.6	143.2	7.9	5.4
PER	배	37.49	15.60	7.16	6.64	6.30
PBR	배	1.65	1.77	1.57	1.28	1.07
EV/EBITDA	배	12.52	10.04	5.56	4.71	3.99
ROE	%	4.61	12.34	24.86	21.54	18.75
BPS	원	49,559	56,215	70,906	86,794	103,582
DPS	원	800	1,000	1,000	1,000	1,000



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

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

표 1. 금호석유 2Q18 Preview

(단위: 십억원, %)

	2Q18F	1Q18	2Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	1,409.7	1,339.9	1,239.1	13.8	5.2	1,377.1	2.4
영업이익	150.2	165.8	44.2	239.8	-9.4	137.4	9.3
세전이익	172.4	194.2	52.9	225.9	-11.2	148.0	16.5
순이익	120.5	132.1	36.7	228.3	-8.8	111.7	7.9
영업이익률	10.7	12.4	3.6	7.1	-1.7	10.0	0.7
세전이익률	12.2	14.5	4.3	8.0	-2.3	10.7	1.5
순이익률	8.5	9.9	3.0	5.6	-1.3	8.1	0.4

자료: 하나금융투자

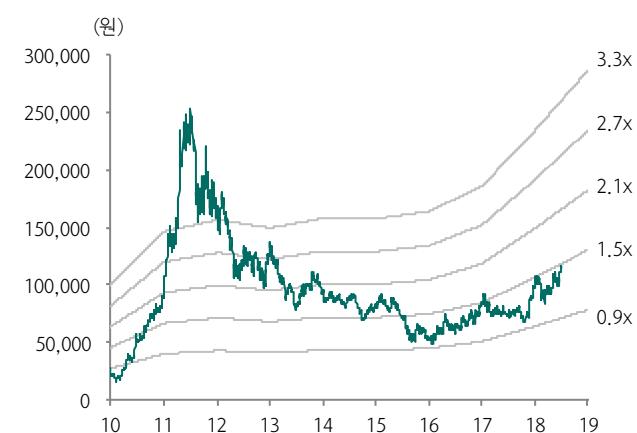
표 2. 금호석유 연간 전망치 변경

(단위: 십억원, %)

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	5,605.1	5,610.2	-0.1	5,846.0	6,032.0	-3.1
영업이익	642.2	624.5	2.8	699.0	694.9	0.6
세전이익	742.8	725.0	2.5	801.2	796.9	0.5
순이익	519.3	506.9	2.4	560.1	557.1	0.5
영업이익률	11.5	11.1	0.3	12.0	11.5	0.4
세전이익률	13.3	12.9	0.3	13.7	13.2	0.5
순이익률	9.3	9.0	0.2	9.6	9.2	0.3

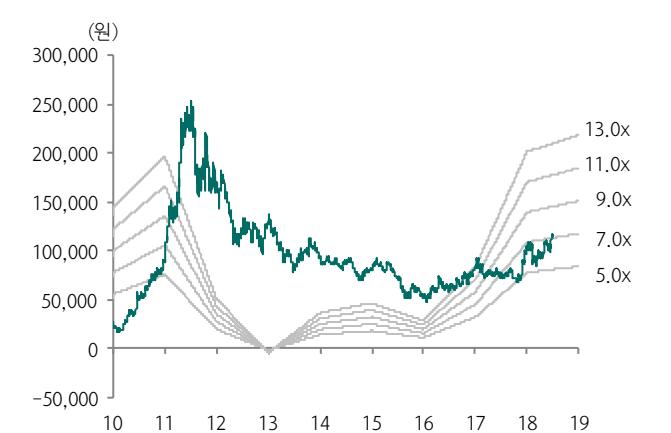
자료: 하나금융투자

그림 1. 금호석유 12M Fwd PBR 밴드차트



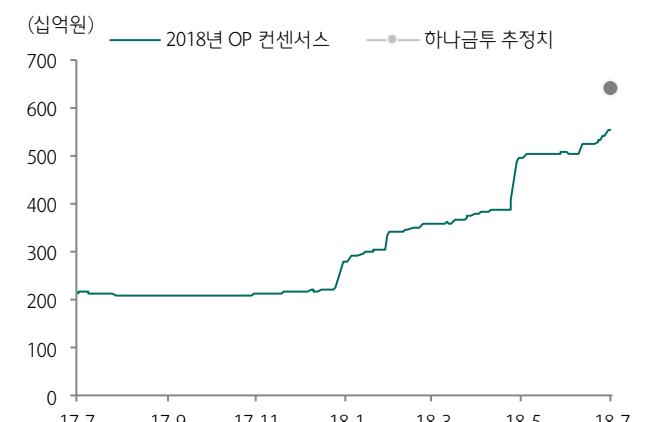
자료: 하나금융투자

그림 2. 금호석유 12M Fwd PER 밴드차트



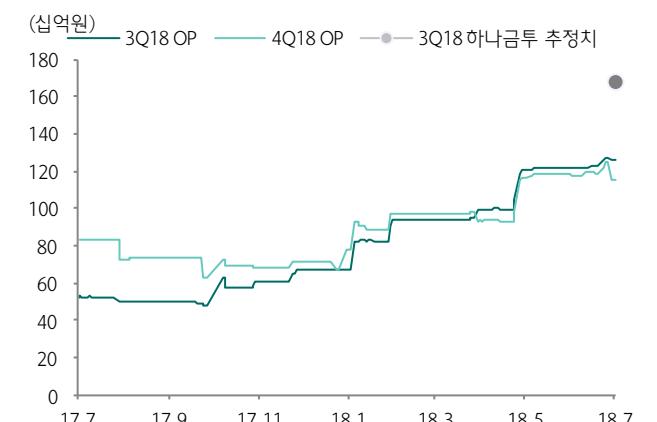
자료: 하나금융투자

그림 3. 금호석유 2018년 OP 컨센 추이와 하나금투 추정치 비교



자료: 하나금융투자

그림 4. 금호석유 하반기 OP 컨센 추이와 하나금투 추정치 비교



자료: 하나금융투자

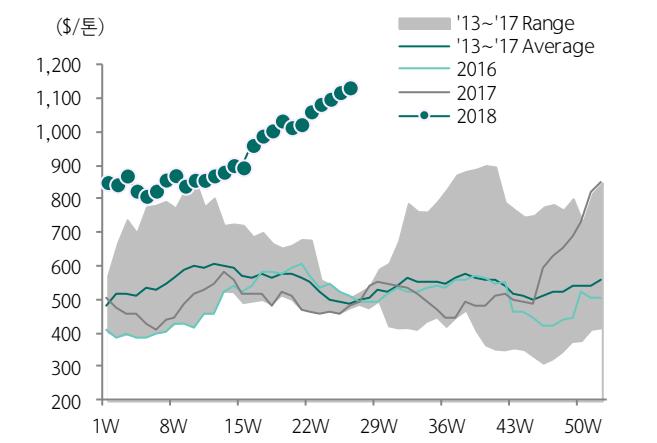
표 3. 금호석유 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2017				FY2018				FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F				
매출액	1,408.2	1,239.1	1,205.2	1,212.3	1,339.9	1,409.7	1,453.7	1,401.7	3,970.4	5,064.8	5,605.1	5,846.0
QoQ(%)	28.8%	-12.0%	-2.7%	0.6%	10.5%	5.2%	3.1%	-3.6%				
YoY(%)	61.6%	22.5%	21.2%	10.9%	-4.9%	13.8%	20.6%	15.6%	0.9%	27.6%	10.7%	4.3%
합성고무	636.2	499.5	463.5	468.9	474.5	548.0	556.1	538.5	1,559.2	2,068.1	2,117.1	2,231.7
합성수지	303.5	293.8	308.9	299.3	299.6	312.6	319.1	302.6	1,035.7	1,205.5	1,234.0	1,285.0
에너지/정밀화학	159.3	150.3	145.4	155.2	149.6	143.0	156.4	155.4	516.0	610.2	604.4	619.7
페놀(금호 P&B)	309.2	295.5	287.3	288.9	416.2	406.2	422.1	405.2	859.5	1,180.9	1,649.6	1,709.6
영업이익	65.7	44.2	57.8	94.9	165.8	150.2	167.9	158.3	157.1	262.6	642.2	699.0
영업이익률(%)	4.7%	3.6%	4.8%	7.8%	12.4%	10.7%	11.5%	11.3%	4.0%	5.2%	11.5%	12.0%
QoQ(%)	200.2%	-32.8%	30.7%	64.4%	74.6%	-9.4%	11.7%	-5.7%				
YoY(%)	42.0%	-32.5%	146.1%	333.5%	152.2%	240.0%	190.6%	66.7%	-4.2%	67.2%	144.5%	8.8%
합성고무	17.1	6.5	11.3	23.4	33.2	30.2	33.3	33.1	29.9	58.3	129.8	158.2
영업이익률(%)	2.7%	1.3%	2.4%	5.0%	7.0%	5.5%	6.0%	6.1%	1.9%	2.8%	6.1%	7.1%
QoQ(%)	흑전	-61.9%	73.5%	108.2%	41.7%	-9.1%	10.4%	-0.7%				
YoY(%)	32.8%	-72.1%	2869.4%	흑전	94.8%	364.8%	196.0%	41.3%	72.0%	94.9%	122.9%	21.8%
합성수지	8.8	10.0	22.9	18.0	24.0	15.6	19.0	19.0	42.9	59.6	77.6	88.6
영업이익률(%)	2.9%	3.4%	7.4%	6.0%	8.0%	5.0%	6.0%	6.3%	4.1%	4.9%	6.3%	6.9%
QoQ(%)	69.5%	13.5%	128.8%	-21.4%	33.5%	-34.8%	21.6%	-0.1%				
YoY(%)	-59.8%	-8.1%	361.2%	245.7%	172.3%	56.6%	-16.8%	5.8%	-18.9%	38.9%	30.2%	14.1%
에너지/정밀화학	29.6	23.6	21.8	39.0	42.0	27.4	35.0	35.0	67.5	114.0	139.4	139.9
영업이익률(%)	18.6%	15.7%	15.0%	25.1%	28.1%	19.2%	22.4%	22.5%	13.1%	18.7%	23.1%	22.6%
QoQ(%)	24.8%	-20.5%	-7.6%	79.3%	7.8%	-34.9%	27.8%	-0.1%				
YoY(%)	137.5%	31.6%	62.5%	64.4%	41.9%	16.3%	60.8%	-10.4%	-20.6%	68.8%	22.3%	0.4%
페놀(금호 P&B)	10.2	4.1	1.9	14.4	66.6	77.0	80.5	71.2	16.1	30.7	295.3	312.3
영업이익률(%)	3.3%	1.4%	0.7%	5.0%	16.0%	19.0%	19.1%	17.6%	1.9%	2.6%	17.9%	18.3%
QoQ(%)	흑전	-59.5%	-54.9%	673.5%	361.0%	15.6%	4.6%	-11.5%				
YoY(%)	흑전	-69.1%	-61.2%	흑전	552.6%	1761.3%	4211.0%	393.2%	27.6%	89.8%	863.5%	5.8%
당기순이익	70.4	37.5	56.7	53.0	143.6	131.0	144.4	145.5	80.8	217.6	564.5	608.9
당기순이익률(%)	5.0%	3.0%	4.7%	4.4%	10.7%	9.3%	9.9%	10.4%	2.0%	4.3%	10.1%	10.4%
QoQ(%)	흑전	-46.8%	51.2%	-6.4%	170.8%	-8.8%	10.2%	0.8%				
YoY(%)	83.5%	-21.8%	207.2%	흑전	103.9%	249.4%	154.8%	174.3%	-33.7%	169.5%	159.4%	7.9%
지배순이익	69.1	36.7	56.5	51.3	132.1	120.5	132.8	133.9	73.2	213.6	519.3	560.1

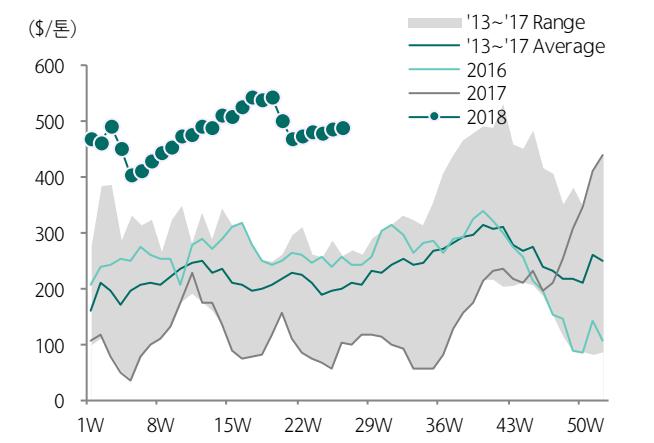
자료: 하나금융투자

그림 5. BPA 마진 추이



자료: Platts, 하나금융투자

그림 6. 폐놀 마진 추이



자료: Platts, 하나금융투자

표 4. 2018년 중국 신규 Polycarbonate(PC) 물량

회사	위치	설비 규모	가동 시작 일정
Lihuayi Group	Shandong	10만톤/년	6월말-7월초
Luxi Group	Shandong	13만톤/년	8월-9월
Sichuan Lutianhua	Sichuan	10만톤/년	9월-10월
Wanhua Chemical	Shandong	13만톤/년	연말

자료: Industry Data, 하나금융투자

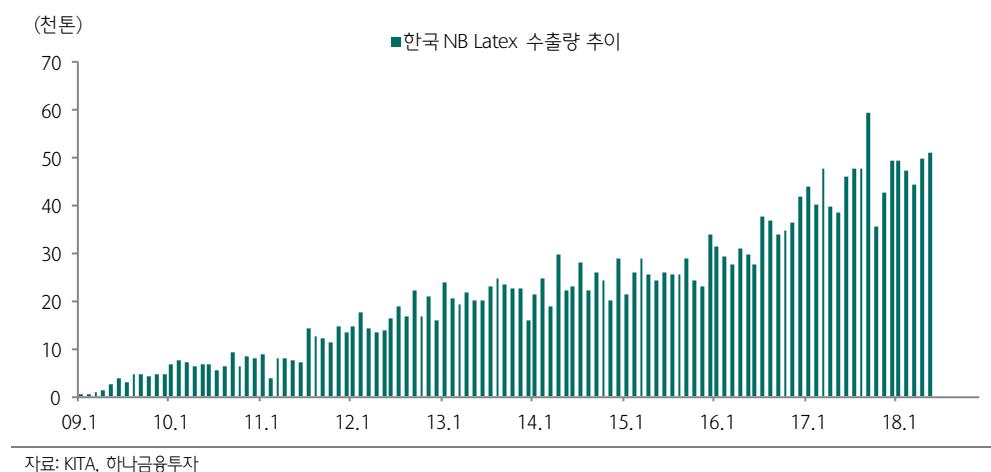
그림 7. 금호석유의 합성고무 Capa 비교



자료: 금호석유, 하나금융투자

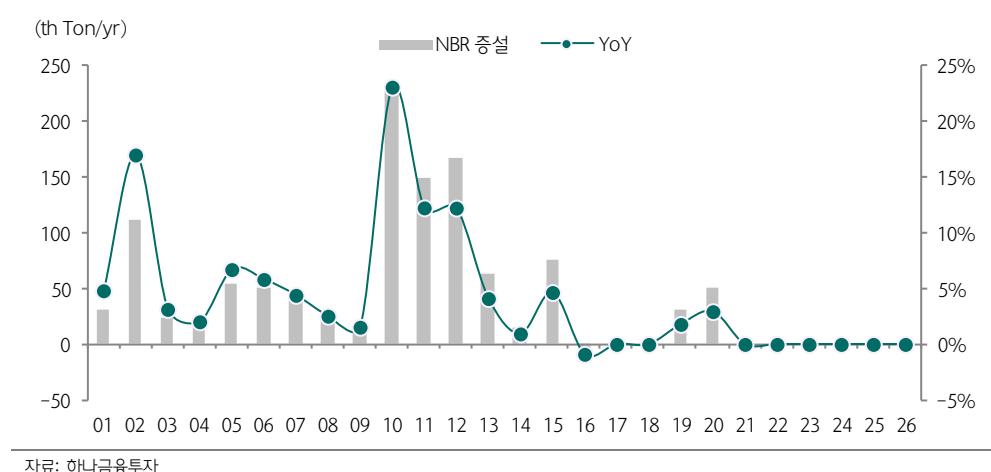
10년 만에 한국의 NB Latex 수출은 16배 폭발적 성장. 2018년 5월 누적 수출량은 YoY +15% 증가. 참고로, NB Latex는 의료용 고무장갑의 주원료로 사용되는 합성라텍스 제품. 금호석유가 글로벌 M/S 30% 수준으로 글로벌 No.1

그림 8. 한국의 NB Latex 수출량 추이



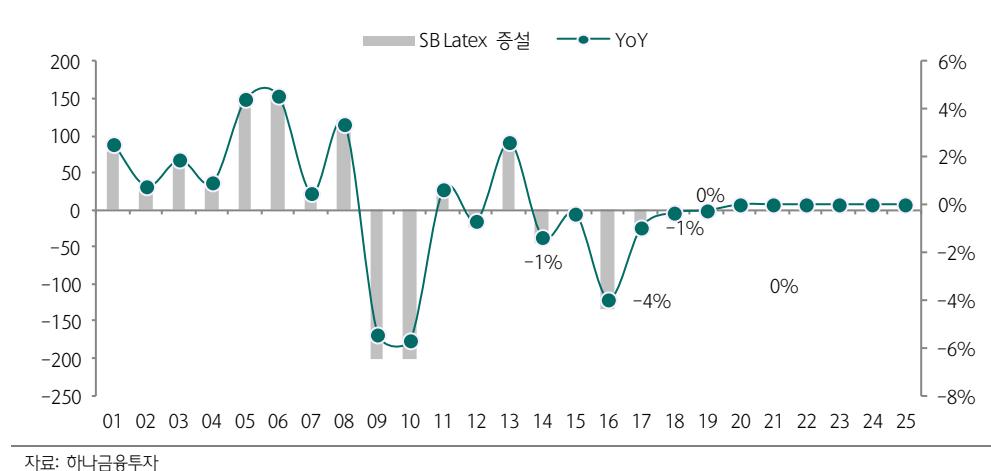
글로벌 NBR 증설은 향후 전무한 구간에 진입. NBR(Acrylonitrile Butadiene Rubber, 아크릴로나이트릴 부타디엔고무)은 다른 합성고무 제품에 비해 내유성(耐油性)이 탁월한 제품으로 패킹, 가스켓, 호스, 신발, 가전제품 등에 사용. 금호석유는 M/S 16% 수준으로 글로벌 No.3

그림 9. 글로벌 NBR 증설 추이



글로벌 SB Latex 증설은 향후 전무한 구간에 진입

그림 10. 글로벌 SB Latex 증설 추이



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

그림 11. 글로벌 BR/SBR 증설물량 추이

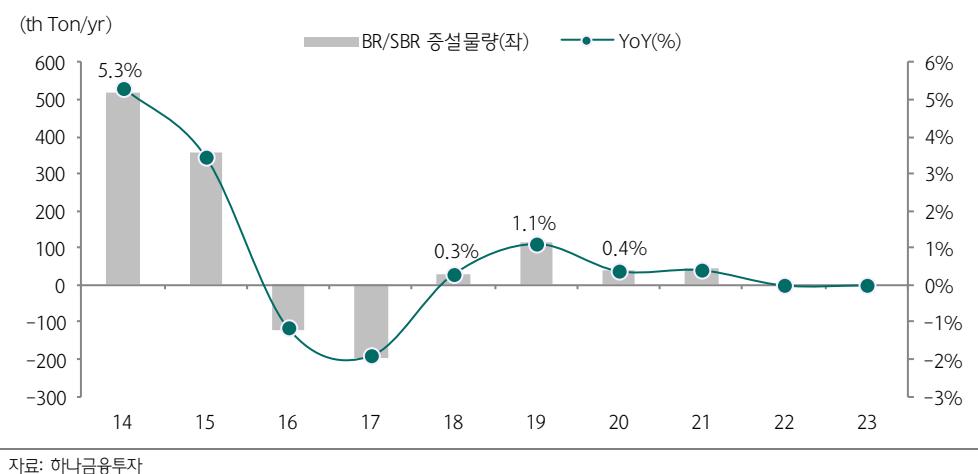


표 5. SBR/BR 규모 기준 글로벌 업체 순위 비교

SBR Capa	기준 순위	2018년 기준(천톤/년)	비중	BR Capa	기준 순위	2018년 기준(천톤/년)	비중
1 금호석유	360	6.84%		1 금호석유	395	7.78%	
2 Lion Copolymer		340	6.46%	2 Lanxess		355	7.00%
3 Arlanxeo		285	5.42%	3 Goodyear		260	5.12%
4 Goodyear		271	5.15%	4 NKNK		200	3.94%
5 Qilu PC		250	4.75%	5 LG화학		196	3.86%
6 Fushun PC		200	3.80%	6 Arlanxeo		175	3.45%
7 Synthos Dwory		185	3.52%	7 Bridg/Firestrn		165	3.25%
8 Shen Hua Chem		180	3.42%	8 PetroChina Daqing PC		160	3.15%
9 Yangzi PC/GPRO		180	3.42%	9 Voronsynkchk		155	3.05%
10 LG화학		160	3.04%	10 Sichuan PC		150	2.96%
기타		2,849	54.16%	기타		2,863	56.42%
총계		5,260	100.00%	총계		5,074	100.00%

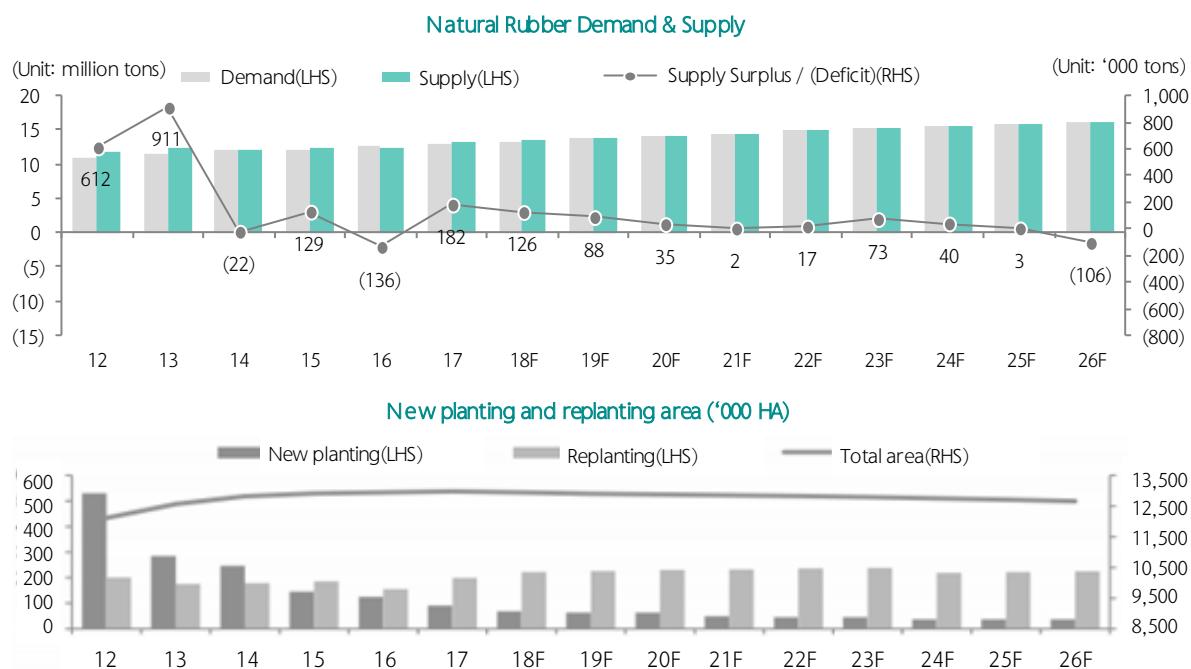
자료: 하나금융투자

표 6. 글로벌 합성고무 증설 추이

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
BR Capa	4,470	4,784	5,006	5,092	5,019	5,074	5,174	5,214	5,257	5,257	5,257
YoY(th Ton/yr)	314	222	86	-73	55	100	40	43	0	0	0
YoY(%)	7%	5%	2%	-1%	1%	2%	1%	1%	0%	0%	0%
SBR	5,282	5,486	5,619	5,411	5,285	5,260	5,275	5,275	5,275	5,275	5,275
YoY(th Ton/yr)	204	133	-208	-126	-25	15	0	0	0	0	0
YoY(%)	4%	2%	-4%	-2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
SSBR	1,468	1,625	1,771	1,869	1,958	2,134	2,291	2,341	2,341	2,341	2,341
YoY(th Ton/yr)	157	146	98	89	176	158	50	0	0	0	0
YoY(%)	11%	9%	6%	5%	9%	7%	2%	0%	0%	0%	0%
BR/SBR 합산	9,752	10,270	10,625	10,503	10,304	10,334	10,449	10,489	10,532	10,532	10,532
YoY(th Ton/yr)	518	355	-122	-199	30	115	40	43	0	0	0
YoY(%)	5%	3%	-1%	-2%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
BR/SBR/SSBR 합산	11,220	12,413	12,751	12,251	12,063	12,498	12,855	12,870	12,916	12,873	12,873
YoY(th Ton/yr)	1,193	338	-500	-188	435	358	15	46	-43	0	0
YoY(%)	11%	3%	-4%	-2%	4%	3%	0%	0%	0%	0%	0%

자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 12. 2018년 이후 천연고무 수급 밸런스는 점진적으로 개선세 예상



자료: Sri Trang, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	3,970.4	5,064.8	5,605.1	5,846.0	6,020.3
매출원가	3,637.5	4,636.5	4,742.8	4,904.5	5,045.7
매출총이익	332.9	428.3	862.3	941.5	974.6
판관비	175.8	165.6	220.1	242.6	234.4
영업이익	157.1	262.6	642.2	699.0	740.2
금융순익	(67.2)	(27.5)	(23.9)	(22.3)	(20.4)
종속/관계기업순익	27.6	89.1	150.0	150.0	150.0
기타영업외순익	(4.6)	(34.4)	(25.5)	(25.5)	(25.5)
세전이익	112.9	289.8	742.8	801.2	844.4
법인세	32.1	72.1	178.3	192.3	202.6
계속사업이익	80.8	217.6	564.5	608.9	641.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	80.8	217.6	564.5	608.9	641.7
비자매주주지분 순이익	7.5	4.1	45.2	48.8	51.4
지배주주순이익	73.2	213.6	519.3	560.1	590.3
지배주주지분포괄이익	87.1	245.0	551.3	594.6	626.6
NOPAT	112.4	197.2	488.1	531.2	562.5
EBITDA	363.0	480.5	853.0	904.1	941.1
성장성(%)					
매출액증가율	0.9	27.6	10.7	4.3	3.0
NOPAT증가율	(4.6)	75.4	147.5	8.8	5.9
EBITDA증가율	6.8	32.4	77.5	6.0	4.1
영업이익증가율	(4.2)	67.2	144.6	8.8	5.9
(지배주주)순이익증가율	(38.4)	191.8	143.1	7.9	5.4
EPS증가율	(38.4)	191.6	143.2	7.9	5.4
수익성(%)					
매출총이익률	8.4	8.5	15.4	16.1	16.2
EBITDA이익률	9.1	9.5	15.2	15.5	15.6
영업이익률	4.0	5.2	11.5	12.0	12.3
계속사업이익률	2.0	4.3	10.1	10.4	10.7

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,187	6,377	15,506	16,725	17,626
BPS	49,559	56,215	70,906	86,794	103,582
CFPS	11,666	15,767	24,770	26,295	27,400
EBITDAPS	10,840	14,347	25,471	26,995	28,100
SPS	118,552	151,227	167,360	174,554	179,759
DPS	800	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	37.5	15.6	7.2	6.6	6.3
PBR	1.7	1.8	1.6	1.3	1.1
PCFR	7.0	6.3	4.5	4.2	4.1
EV/EBITDA	12.5	10.0	5.6	4.7	4.0
PSR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	4.6	12.3	24.9	21.5	18.8
ROA	1.7	4.7	10.5	9.9	9.2
ROIC	3.8	6.7	17.0	18.4	19.3
부채비율	163.1	134.0	112.5	95.7	83.2
순부채비율	107.0	80.2	43.7	18.1	0.1
이자보상배율(배)	2.7	4.0	10.2	10.6	10.7

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,255.3	1,332.7	2,019.9	2,738.0	3,479.7
금융자산	232.6	250.3	831.4	1,463.4	2,118.4
현금성자산	197.0	234.4	813.9	1,445.1	2,099.5
매출채권 등	566.8	621.2	680.9	746.3	818.0
재고자산	445.5	426.8	472.3	492.6	507.3
기타유동자산	10.4	34.4	35.3	35.7	36.0
비유동자산	3,290.8	3,247.1	3,279.4	3,278.8	3,277.4
투자자산	664.7	768.6	850.6	887.2	913.6
금융자산	247.0	280.7	310.6	324.0	333.6
유형자산	2,564.8	2,440.3	2,392.8	2,357.7	2,331.4
무형자산	17.3	14.9	12.6	10.6	9.0
기타비유동자산	44.0	23.3	23.4	23.3	23.4
자산총계	4,546.1	4,579.8	5,299.3	6,016.9	6,757.1
유동부채	2,145.6	1,913.9	2,083.1	2,214.0	2,336.3
금융부채	1,521.1	1,233.2	1,333.9	1,434.3	1,534.5
매입채무 등	596.3	625.6	692.4	722.1	743.6
기타유동부채	28.2	55.1	56.8	57.6	58.2
비유동부채	672.7	709.1	722.1	728.0	732.2
금융부채	560.5	586.9	586.9	586.9	586.9
기타비유동부채	112.2	122.2	135.2	141.1	145.3
부채총계	2,818.2	2,623.0	2,805.3	2,942.0	3,068.5
지배주주지분	1,619.7	1,842.7	2,334.6	2,866.8	3,429.1
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	266.5	266.5	266.5	266.5	266.5
자본조정	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)
기타포괄이익누계액	18.2	46.1	46.1	46.1	46.1
이익잉여금	1,207.9	1,403.0	1,895.0	2,427.1	2,989.4
비자매주주지분	108.2	114.1	159.4	208.1	259.5
자본총계	1,727.9	1,956.8	2,494.0	3,074.9	3,688.6
순금융부채	1,849.0	1,569.8	1,089.4	557.8	3.0

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	296.8	421.0	584.8	598.4	616.3
당기순이익	80.8	217.6	564.5	608.9	641.7
조정	236.2	242.9	44.9	39.3	35.0
감가상각비	206.0	217.9	210.8	205.1	200.9
외환거래손익	16.5	(12.3)	(15.9)	(15.9)	(15.9)
지분법손익	(36.6)	(88.7)	(150.0)	(150.0)	(150.0)
기타	50.3	126.0	0.0	0.1	0.0
영업활동 변동	(20.2)	(39.5)	(24.6)	(49.8)	(60.4)
투자활동 현금흐름	(250.7)	(106.0)	(78.9)	(39.4)	(34.1)
투자자산감소(증가)	29.4	(14.9)	68.0	113.4	123.6
유형자산감소(증가)	(271.1)	(100.8)	(161.1)	(168.0)	(173.0)
기타	(9.0)	9.7	14.2	15.2	15.3
재무활동 현금흐름	103.6	(276.7)	73.5	72.3	72.2
금융부채증가(감소)	165.4	(261.5)	100.8	100.3	100.2
자본증가(감소)	(1.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(38.0)	6.9	0.0	0.0	0.0
배당지급	(22.5)	(22.1)	(27.3)	(28.0)	(28.0)
현금의 증감	149.7	37.5	579.4	631.2	654.4
Unlevered CFO	390.7	528.1	829.6	880.6	917.7
Free Cash Flow	24.0	315.1	423.8	430.3	443.3

2018년 7월 10일

대한유화(006650)

사상최대치에 육박하는 영업이익 대비 과도한 주가하락

2Q18 영업이익 컨센서스 부합 예상

2Q18 영업이익은 1,057억원(QoQ +2%, YoY 흑전)으로 시장 예상치(1,055억원)에 부합하는 실적을 시현할 전망이다. 사상 최대 분기 실적이 1Q17에 기록한 1,078억원이었던 점을 감안하면 사상 최대치에 육박하는 실적이라 할 만하다. 저가 납사 투입과 환율 상승에 따른 긍정적 효과가 반영될 것으로 예상된다. PE 가동률은 75% 내외에서 유지되고 있는 것으로 파악되며, 에틸렌은 꾸준히 연간 20만톤 가량이 외부 판매되고 있는 것으로 추정한다.

3Q18 영업이익은 QoQ +12% 증익. 사상 최대치 전망

3Q18 영업이익은 1,186억원(QoQ +12%, YoY +42%)으로 사상 최대 분기 실적을 재차 갱신할 것으로 전망한다. 현재 증설된 설비의 가동률이 문제없이 100%에서 가동 중에 있으며, 시황 또한 개선될 가능성이 높다. 특히, 에틸렌과 MEG 시황이 기대된다. 에틸렌은 전방 수요 호조로 단기 반등이 나타나고 있다. MEG는 전방 폴리에스터 가동률이 90%에 육박할 정도로 높은 상황이며 재고 또한 고점 대비 낮아지고 위안화 약세도 진정되면서 본격적으로 반등이 나타날 가능성이 높다. 또한 HDPE는 중국 가스관 확장으로 수요 증가의 수혜가 가능하다. 또한 PP는 2020년까지 공급이 제한적이기에 올해부터 중장기 Up-Cycle에 진입할 것으로 판단한다.

과거 Valuation 고점 도달 예상. 2018년 사상 최대 영업이익 기록과 대폭 증익 감안 시 지나친 저평가 국면

BUY를 유지하나, 목표주가는 47만원에서 42만원으로 하향한다. 미중 무역분쟁 등 매크로 리스크를 감안해 이익 추정치를 소폭 하향함에 따른 결과다. NCC 증설에 따른 외형 확대와 적어도 2019년까지 이어질 석유화학 Up-Cycle을 감안하면 2018년은 사상 최대 실적을 재차 갱신할 가능성이 높다. 따라서, 과거 PBR 고점 1.4~1.5배는 충분히 도달 가능한 Valuation이라 판단한다. 2018년 추정 영업이익은 4,284억원으로 전년대비 51% 증가할 것으로 추정한다. 하지만, 현 주가는 2018년 기준 PBR 0.88배, PER 4.7배로 극도의 저평가 상태다. 저가 매수 타이밍이라 판단한다.

Top Picks

BUY
| TP(12M): 470,000원 | CP(7월 6일): 240,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,272.87
52주 최고/최저(원)	342,000/234,000
시가총액(십억원)	1,563.3
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	6,500.0
60일 평균 거래량(천주)	40.3
60일 평균 거래대금(십억원)	10.5
17년 배당금(예상,원)	4,000
17년 배당수익률(예상,%)	1.66
외국인지분율(%)	7.62
주요주주 지분율(%)	
이순규 외 12 인	40.25
국민연금	12.46
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.1) (7.3) (2.6)
상대	0.2 1.8 2.3

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,551.4	2,624.5
영업이익(십억원)	410.1	412.0
순이익(십억원)	321.4	327.8
EPS(원)	49,513	50,408
BPS(원)	285,934	334,351

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,596.4	1,779.4	2,503.6	2,570.3	2,658.3
영업이익	십억원	343.0	284.2	428.4	457.9	476.8
세전이익	십억원	360.2	280.1	440.5	479.2	506.8
순이익	십억원	272.1	214.3	334.8	362.8	383.7
EPS	원	41,867	32,972	51,500	55,823	59,035
증감률	%	35.7	(21.2)	56.2	8.4	5.8
PER	배	6.58	7.99	4.67	4.31	4.07
PBR	배	1.39	1.16	0.87	0.74	0.63
EV/EBITDA	배	4.63	5.07	2.44	1.74	1.09
ROE	%	23.51	15.53	20.56	18.59	16.68
BPS	원	198,414	227,206	274,906	326,928	382,163
DPS	원	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

RA 김정현

02-3771-7617

jeonghyeon.kim@hanafn.com

표 1. 대한유화 2Q18 Preview

(단위: 십억원, %)

	2Q18F	1Q18	2Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	618.2	613.2	223.8	176.2	0.8	644.6	-4.1
영업이익	105.7	103.8	-11.6	1,011.2	1.8	105.5	0.2
세전이익	108.8	106.8	-6.7	1,723.9	1.9	108.4	0.4
순이익	82.7	81.9	-5.0	1,754.0	1.0	85.1	-2.8
영업이익률	17.1	16.9	-5.2	22.3	0.2	16.4	0.7
세전이익률	17.6	17.4	-3.0	20.6	0.2	16.8	0.8
순이익률	13.4	13.4	-2.2	15.6	0.0	13.2	0.2

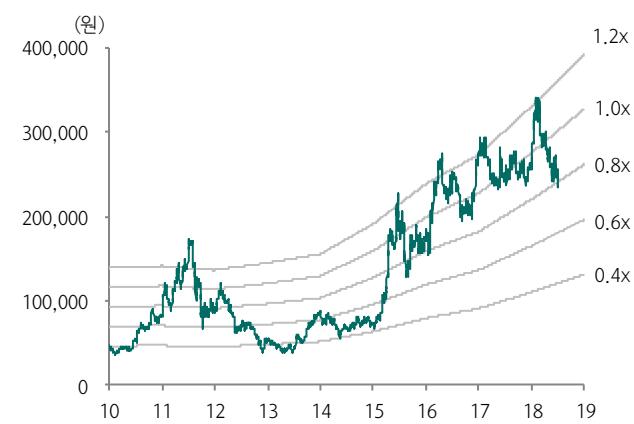
자료: 하나금융투자

표 2. 대한유화 연간 전망치 변경

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	2,503.6	2,570.0	-2.6	2,570.3	2,754.1	-6.7
영업이익	428.4	447.9	-4.4	457.9	475.6	-3.7
세전이익	440.5	458.9	-4.0	479.2	494.0	-3.0
순이익	334.8	348.8	-4.0	362.8	374.0	-3.0
영업이익률	17.1	17.4	-0.3	17.8	17.3	0.5
세전이익률	17.6	17.9	-0.3	18.6	17.9	0.7
순이익률	13.4	13.6	-0.2	14.1	13.6	0.5

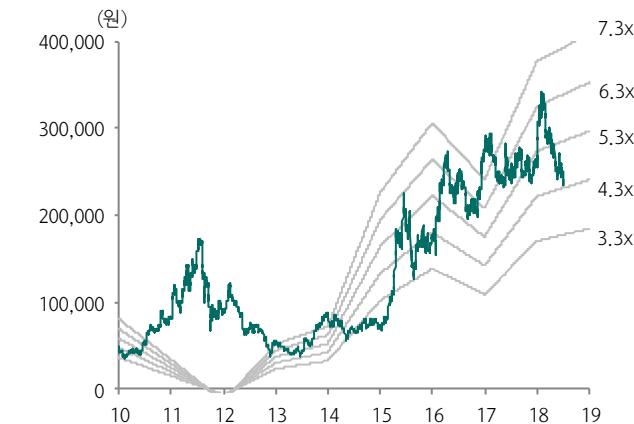
자료: 하나금융투자

그림 1. 대한유화 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 대한유화 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

표 3. 대한유화 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	FY2017	FY2018F	FY2019F
매출액	434.6	223.8	525.8	595.2	613.2	618.2	650.1	622.1	1,779.4	2,503.6	2,570.3
QoQ(%)	-0.5%	-48.5%	134.9%	13.2%	3.0%	0.8%	5.2%	-4.3%			
YoY(%)	10.2%	-44.7%	45.8%	36.3%	41.1%	176.2%	23.6%	4.5%	11.5%	40.7%	2.7%
영업이익	107.8	(11.6)	83.8	104.1	103.8	105.7	118.6	100.4	284.2	428.4	457.9
영업이익률(%)	24.8%	-5.2%	15.9%	17.5%	16.9%	17.1%	18.2%	16.1%	16.0%	17.1%	17.8%
QoQ(%)	10.3%	적전	흑전	24.2%	-0.4%	1.9%	12.2%	-15.3%			
YoY(%)	38.5%	적전	21.7%	6.5%	-3.8%	흑전	41.5%	-3.6%	-17.1%	50.7%	6.9%
당기순이익	76.9	(4.9)	66.5	76.0	81.9	82.7	92.9	77.3	214.5	334.8	364.2
QoQ(%)	-0.8%	적전	흑전	14.4%	7.7%	1.0%	12.3%	-16.8%			
YoY(%)	21.8%	적전	18.9%	-1.9%	6.5%	흑전	39.7%	1.7%	-21.4%	56.1%	8.8%
지배순이익	76.7	-5.0	66.6	76.0	81.9	82.7	92.9	77.3	214.3	334.8	362.8

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,596.4	1,779.4	2,503.6	2,570.3	2,658.3
매출원가	1,200.6	1,444.0	2,017.3	2,055.5	2,121.7
매출총이익	395.8	335.4	486.3	514.8	536.6
판관비	52.8	51.2	57.9	56.9	59.8
영업이익	343.0	284.2	428.4	457.9	476.8
금융순익	0.7	(5.7)	(2.1)	7.2	15.9
종속/관계기업순익	7.5	7.4	7.4	7.4	7.4
기타영업외순익	9.0	(5.8)	6.8	6.8	6.8
세전이익	360.2	280.1	440.5	479.2	506.8
법인세	87.3	65.6	105.7	115.0	121.6
계속사업이익	272.9	214.5	334.8	364.2	385.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	272.9	214.5	334.8	364.2	385.2
비지배주주지분 순이익	0.8	0.1	0.0	1.4	1.4
지배주주순이익	272.1	214.3	334.8	362.8	383.7
지배주주지분포괄이익	275.2	213.9	334.5	364.0	384.9
NOPAT	259.9	217.6	325.6	348.0	362.3
EBITDA	407.4	379.3	558.4	585.7	603.3
성장률(%)					
매출액증가율	(7.6)	11.5	40.7	2.7	3.4
NOPAT증가율	28.3	(16.3)	49.6	6.9	4.1
EBITDA증가율	21.5	(6.9)	47.2	4.9	3.0
영업이익증가율	26.5	(17.1)	50.7	6.9	4.1
(지배주주)순이익증가율	35.7	(21.2)	56.2	8.4	5.8
EPS증가율	35.7	(21.2)	56.2	8.4	5.8
수익성(%)					
매출총이익률	24.8	18.8	19.4	20.0	20.2
EBITDA이익률	25.5	21.3	22.3	22.8	22.7
영업이익률	21.5	16.0	17.1	17.8	17.9
계속사업이익률	17.1	12.1	13.4	14.2	14.5

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	41,867	32,972	51,500	55,823	59,035
BPS	198,414	227,206	274,906	326,928	382,163
CFPS	53,255	47,436	86,499	90,696	93,411
EBITDAPS	62,675	58,356	85,906	90,103	92,818
SPS	245,596	273,758	385,168	395,432	408,967
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가지표(배)					
PER	6.6	8.0	4.7	4.3	4.1
PBR	1.4	1.2	0.9	0.7	0.6
PCFR	5.2	5.6	2.8	2.7	2.6
EV/EBITDA	4.6	5.1	2.4	1.7	1.1
PSR	1.1	1.0	0.6	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	23.5	15.5	20.6	18.6	16.7
ROA	16.5	11.5	15.5	14.4	13.4
ROIC	20.3	14.3	19.9	21.7	22.7
부채비율	36.4	33.8	31.2	26.6	23.2
순부채비율	6.9	14.4	(11.3)	(25.8)	(36.7)
이자보상배율(배)	88.5	63.9	96.3	112.6	117.2

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	428.3	411.7	798.6	1,152.9	1,525.5
금융자산	97.1	9.7	387.5	733.5	1,097.8
현금성자산	87.0	9.7	387.5	733.5	1,097.8
매출채권 등	190.3	223.0	227.4	232.0	236.6
재고자산	138.7	174.2	177.7	181.2	184.9
기타유동자산	2.2	4.8	6.0	6.2	6.2
비유동자산	1,335.4	1,558.9	1,540.4	1,534.2	1,533.4
투자자산	142.9	143.2	147.3	150.3	153.4
금융자산	5.0	3.3	4.6	4.7	4.9
유형자산	1,161.2	1,389.2	1,366.5	1,357.4	1,353.5
무형자산	5.3	5.7	5.7	5.7	5.7
기타비유동자산	26.0	20.8	20.9	20.8	20.8
자산총계	1,763.6	1,970.6	2,338.9	2,687.0	3,058.8
유동부채	318.9	260.2	279.6	284.6	291.2
금융부채	128.5	80.0	45.0	45.0	45.0
매입채무 등	122.3	123.5	173.8	178.4	184.5
기타유동부채	68.1	56.7	60.8	61.2	61.7
비유동부채	151.7	237.2	276.1	279.7	284.4
금융부채	58.0	141.5	141.5	141.5	141.5
기타비유동부채	93.7	95.7	134.6	138.2	142.9
부채총계	470.6	497.4	555.7	564.3	575.6
지배주주지분	1,286.1	1,473.2	1,783.3	2,121.4	2,480.4
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
자본조정	(3.6)	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	984.4	1,173.7	1,483.8	1,821.9	2,180.9
비지배주주지분	7.0	0.0	0.0	1.4	2.8
자본총계	1,293.1	1,473.2	1,783.3	2,122.8	2,483.2
순금융부채	89.4	211.8	(201.0)	(547.0)	(911.3)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	322.6	227.9	544.2	487.6	509.9
당기순이익	272.9	214.5	334.8	364.2	385.2
조정	65.1	93.3	125.2	123.0	121.8
감가상각비	64.4	95.1	130.0	127.8	126.6
외환거래손익	(0.2)	0.1	2.6	2.6	2.6
지분법손익	(7.5)	(7.4)	(7.4)	(7.4)	(7.4)
기타	8.4	5.5	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채 변동	(15.4)	(79.9)	84.2	0.4	2.9
투자활동 현금흐름	(278.0)	(306.3)	(106.7)	(116.9)	(121.0)
투자자산감소(증가)	2.8	7.1	3.2	4.4	4.3
유형자산감소(증가)	(262.7)	(318.2)	(107.3)	(118.6)	(122.7)
기타	(18.1)	4.8	(2.6)	(2.7)	(2.6)
재무활동 현금흐름	(91.9)	1.1	(59.7)	(24.7)	(24.7)
금융부채증가(감소)	(73.9)	35.0	(35.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.5	(9.2)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(18.5)	(24.7)	(24.7)	(24.7)	(24.7)
현금의 증감	(47.3)	(77.4)	377.8	346.1	364.2
Unlevered CFO	346.2	308.3	562.2	589.5	607.2
Free Cash Flow	59.8	(90.5)	436.9	369.0	387.3

2018년 7월 10일

SK이노베이션(096770)

3Q18 감익을 대비할 시점

2Q18 영업이익 컨센 5% 하회 예상. SK종합화학 부진 영향

2Q18 영업이익은 8,286억원(QoQ +16%, YoY +97%)으로 시장 예상치(8,746억원)를 약 5% 가량 하회할 전망이다. 예상치를 하회하는 것은 SK종합화학의 부진(2,263억원, QoQ -21%)에 기인한다. PX, 벤젠 마진이 부진한 흐름을 시현하였기 때문이다. 반면, SK에너지의 실적은 뚜렷한 개선세가 예상(4,855억원, QoQ +49%)된다. CDU(20만b/d) 정기보수 효과(-350억원)에도 불구하고 재고관련이익이 2,000억원 가까이 발생할 것으로 전망되며, 내부 마진 또한 매우 긍정적인 흐름이 나타났기 때문이다. 다만, 6월에는 마진이 급락해 개선폭은 다소 제한될 것으로 보인다. SK루브리컨츠는 유가 상승으로 소폭 감익(QoQ -9%)을 예상한다.

3Q18 영업이익 QoQ -21% 감익 전망

3Q18 영업이익은 6,578억원(QoQ -21%, YoY -32%)을 예상한다. SK에너지가 실적 감익의 주요인으로 작용할 것으로 전망한다. SK에너지의 영업이익은 2,823억원(QoQ -42%)을 추정한다. 전분기에 발생한 유가관련이익 효과가 소멸되고, 신흥국의 통화가치 급락에 따른 구매 수요 약세로 악화된 정제마진이 의미있는 강한 반등을 나타내기 어려울 것으로 전망하기 때문이다. SK종합화학과 SK루브리컨츠는 전분기와 유사한 영업환경이 지속되며 실적 변화는 미미할 것으로 예상한다.

신흥국의 수요 회복이 정제마진 개선의 첫 단추

BUY는 유지하나 TP는 28만원에서 24만원으로 하향한다. 2018~19년 이익추정치를 16~23% 조정했기 때문이다. 하나님 융투자는 그간 국내 정유사의 매출의 절반 이상을 차지하는 등/경유 중심의 정제마진 호조 전망 의견을 지속 제시해왔다. 특히, 인도/인도네시아/브라질/멕시코/호주 등 신흥국의 수요 견인이 그 배경임을 주장했다. 하지만, 최근 미국의 금리인상과 무역분쟁 이슈 등 영향으로 신흥국의 통화가치가 급락하면서 등/경유 수요가 둔화된 것으로 추정된다. 정제마진이 의미있게 반등하는 겨울철이 되기 전에는 배당매력(현 주가기준 4.3% 추정) 이외에 실적 모멘텀은 크지 않을 것으로 예상한다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 240,000원(하향) | CP(7월6일): 193,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,285.80
52주 최고/최저(원)	217,500/159,500
시가총액(십억원)	17,892.1
시가총액비중(%)	1.49
발행주식수(천주)	92,465.6
60일 평균 거래량(천주)	259.5
60일 평균 거래대금(십억원)	52.3
17년 배당금(예상,원)	8,000
17년 배당수익률(예상,%)	4.13
외국인지분율(%)	40.12
주요주주 지분율(%)	
SK 외 2 인	33.42
국민연금	9.71
주가상승률 1M 6M 12M	1M 6M 12M
절대	(7.9) (1.3) 21.3
상대	(1.2) 8.4 26.3

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	51,743.4	53,572.6
영업이익(십억원)	3,088.0	3,338.8
순이익(십억원)	2,166.2	2,375.0
EPS(원)	22,817	24,967
BPS(원)	217,293	235,566

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	39,520.5	46,260.9	53,880.8	56,423.1	58,794.6
영업이익	십억원	3,228.3	3,234.4	2,954.3	3,114.8	3,303.2
세전이익	십억원	2,423.4	3,234.8	2,980.2	3,223.2	3,382.8
순이익	십억원	1,671.3	2,103.8	2,195.9	2,393.2	2,511.8
EPS	원	17,834	22,449	23,432	25,537	26,802
증감률	%	105.1	25.9	4.4	9.0	5.0
PER	배	8.21	9.11	8.26	7.58	7.22
PBR	배	0.80	1.05	0.92	0.85	0.78
EV/EBITDA	배	3.81	5.23	5.25	4.72	4.19
ROE	%	10.13	11.96	11.67	11.74	11.36
BPS	원	183,956	194,441	209,981	227,882	247,049
DPS	원	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

RA 김정현

02-3771-7617

jeonghyeon.kim@hanafn.com

표 1. SK이노베이션 2Q18 Preview

(단위: 십억원, %)

	2Q18F	1Q18	2Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	13,592.4	12,166.1	10,561.1	28.7	11.7	12,937.7	5.1
영업이익	828.6	711.6	421.2	96.7	16.4	874.6	-5.3
세전이익	811.1	678.9	433.2	87.2	19.5	844.2	-3.9
순이익	597.6	458.3	278.4	114.7	30.4	665.1	-10.1
영업이익률	6.1	5.8	4.0	2.1	0.2	6.8	-0.7
세전이익률	6.0	5.6	4.1	1.9	0.4	6.5	-0.6
순이익률	4.4	3.8	2.6	1.8	0.6	5.1	-0.7

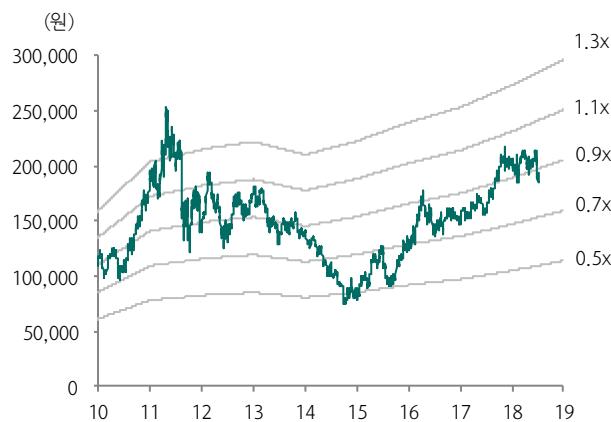
자료: 하나금융투자

표 2. SK이노베이션 연간 전망치 변경

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	53,880.8	52,069.7	3.5	56,423.1	56,006.2	0.7
영업이익	2,954.3	3,519.6	-16.1	3,114.8	4,059.5	-23.3
세전이익	2,980.2	3,621.1	-17.7	3,223.2	4,182.6	-22.9
순이익	2,195.9	2,668.1	-17.7	2,393.2	3,105.6	-22.9
영업이익률	5.5	6.8	-1.3	5.5	7.2	-1.7
세전이익률	5.5	7.0	-1.4	5.7	7.5	-1.8
순이익률	4.1	5.1	-1.0	4.2	5.5	-1.3

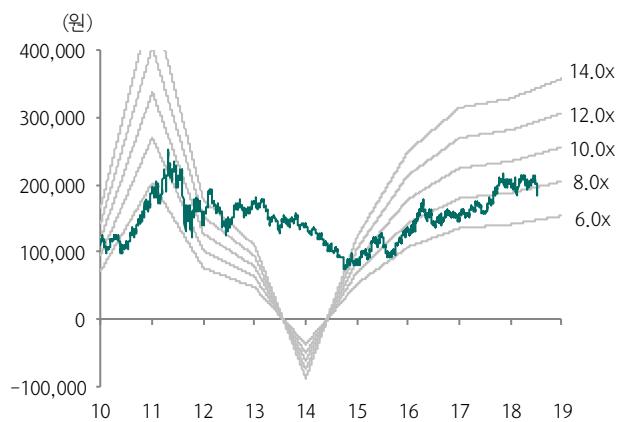
자료: 하나금융투자

그림 1. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

표 3. SK이노베이션 부문별 실적 BreakDown
(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	FY2017	FY2018F	FY2019F
매출액	11,387.1	10,561.0	11,758.9	13,119.5	12,166.1	13,592.4	14,430.3	13,692.0	46,826.5	53,880.8	56,423.1
QoQ(%)	13.0%	-7.3%	11.3%	11.6%	-7.3%	11.7%	6.2%	-5.1%			
YoY(%)	20.4%	2.7%	21.2%	30.2%	6.8%	28.7%	22.7%	4.4%	18.5%	15.1%	4.7%
SK이노베이션	261.6	252.4	288.6	300.5	260.0	327.4	327.2	316.4	1,103.1	1,230.9	1,310.9
E&P	176.5	135.5	150.1	173.7	157.2	204.7	209.7	202.0	635.8	773.6	842.7
연결조정	85.1	116.9	138.5	126.8	102.8	122.7	117.4	114.3	467.3	457.2	468.2
SK에너지	8,063.6	7,387.6	8,428.5	9,457.1	8,687.3	9,955.7	10,637.8	10,088.5	33,336.8	39,369.3	41,251.3
SK종합화학	2,333.3	2,164.2	2,291.7	2,550.0	2,439.0	2,490.1	2,600.2	2,449.2	9,339.2	9,978.5	10,319.2
SK루브리컨츠	728.6	756.8	750.1	811.9	779.8	819.3	865.1	837.9	3,047.4	3,302.1	3,541.6
영업이익	1,004.3	421.2	963.6	845.2	711.6	828.6	657.8	756.3	3,234.3	2,954.3	3,114.8
영업이익률(%)	8.8%	4.0%	8.2%	6.4%	5.8%	6.1%	4.6%	5.5%	6.9%	5.5%	5.5%
QoQ(%)	18.3%	-58.1%	128.8%	-12.3%	-15.8%	16.4%	-20.6%	15.0%			
YoY(%)	18.9%	-62.4%	132.3%	-0.5%	-29.1%	96.7%	-31.7%	-10.5%	0.2%	-8.7%	5.4%
SK이노베이션	0.8	-45.2	-32.9	-72.6	-27.2	-0.6	2.4	-2.4	-149.9	-27.8	10.5
영업이익률(%)	0.3%	-17.9%	-11.4%	-24.2%	-10.5%	-0.2%	0.7%	-0.8%	-13.6%	-2.3%	0.8%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전			
YoY(%)	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	흑전	적지	적지	적지	흑전
E&P	57.3	35.2	44.7	51.2	44.8	71.4	74.4	69.6	188.4	260.2	298.5
연결조정	-56.5	-80.4	-77.6	-123.8	-72.0	-72.0	-72.0	-72.0	-338.3	-288.0	-288.0
SK에너지	453.9	12.5	526.4	509.3	325.4	485.5	282.3	401.9	1,502.1	1,495.1	1,576.7
영업이익률(%)	5.6%	0.2%	6.2%	5.4%	3.7%	4.9%	2.7%	4.0%	4.5%	3.8%	3.8%
QoQ(%)	-25.5%	-97.2%	4111.2%	-3.2%	-36.1%	49.2%	-41.9%	42.3%			
YoY(%)	15.7%	-98.0%	5441.1%	-16.4%	-28.3%	3784.1%	-46.4%	-21.1%	-22.5%	-0.5%	5.5%
SK종합화학	454.7	333.7	326.0	262.8	284.8	226.3	247.7	249.6	1,377.2	1,008.5	1,111.3
영업이익률(%)	19.5%	15.4%	14.2%	10.3%	11.7%	9.1%	9.5%	10.2%	14.7%	10.1%	10.8%
QoQ(%)	108.1%	-26.6%	-2.3%	-19.4%	8.4%	-20.5%	9.5%	0.8%			
YoY(%)	41.0%	-15.2%	9.5%	20.3%	-37.4%	-32.2%	-24.0%	-5.0%	49.9%	-26.8%	10.2%
SK루브리컨츠	94.9	120.2	144.1	145.7	128.6	117.3	125.4	107.2	504.9	478.5	416.2
영업이익률(%)	13.0%	15.9%	19.2%	17.9%	16.5%	14.3%	14.5%	12.8%	16.6%	14.5%	11.8%
QoQ(%)	10.1%	26.7%	19.9%	1.1%	-11.7%	-8.8%	6.8%	-14.5%			
YoY(%)	-28.2%	-9.6%	23.2%	69.0%	35.5%	-2.4%	-13.0%	-26.4%	7.8%	-5.2%	-13.0%
당기순이익	859.9	292.1	696.3	296.7	472.7	616.4	535.5	640.3	2,145.1	2,265.0	2,449.6
당기순이익률(%)	7.6%	2.8%	5.9%	2.3%	3.9%	4.5%	3.7%	4.7%	4.6%	4.2%	4.3%
QoQ(%)	446.0%	-66.0%	138.4%	-57.4%	59.3%	30.4%	-13.1%	19.6%			
YoY(%)	51.9%	-53.3%	87.3%	88.4%	-45.0%	111.0%	-23.1%	115.8%	24.6%	5.6%	8.2%
지배순이익	847.0	278.4	682.8	295.5	458.3	597.6	519.2	620.8	2,103.8	2,195.9	2,393.2

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	39,520.5	46,260.9	53,880.8	56,423.1	58,794.6
매출원가	34,561.7	40,905.2	48,844.0	51,114.5	53,127.2
매출총이익	4,958.8	5,355.7	5,036.8	5,308.6	5,667.4
판관비	1,730.5	2,121.3	2,082.5	2,193.7	2,364.2
영업이익	3,228.3	3,234.4	2,954.3	3,114.8	3,303.2
금융순익	(289.0)	(169.8)	(81.8)	0.6	20.1
종속/관계기업순익	(124.0)	311.3	248.3	248.3	200.0
기타영업외순익	(391.0)	(141.1)	(140.5)	(140.5)	(140.5)
세전이익	2,423.4	3,234.8	2,980.2	3,223.2	3,382.8
법인세	701.9	1,079.1	715.3	773.6	811.9
계속사업이익	1,721.4	2,155.7	2,265.0	2,449.6	2,570.9
중단사업이익	0.0	(10.6)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,721.4	2,145.1	2,265.0	2,449.6	2,570.9
비지배주주지분 순이익	50.1	41.3	69.1	56.4	59.2
지배주주순이익	1,671.3	2,103.8	2,195.9	2,393.2	2,511.8
지배주주지분포괄이익	1,660.8	1,846.7	2,227.0	2,408.6	2,527.9
NOPAT	2,293.2	2,155.4	2,245.3	2,367.3	2,510.4
EBITDA	4,142.7	4,134.4	3,854.3	4,026.8	4,230.3
성장률(%)					
매출액증가율	(18.3)	17.1	16.5	4.7	4.2
NOPAT증가율	92.1	(6.0)	4.2	5.4	6.0
EBITDA증가율	41.3	(0.2)	(6.8)	4.5	5.1
영업이익증가율	63.1	0.2	(8.7)	5.4	6.0
(지배주주)순이익증가율	105.1	25.9	4.4	9.0	5.0
EPS증가율	105.1	25.9	4.4	9.0	5.0
수익성(%)					
매출총이익률	12.5	11.6	9.3	9.4	9.6
EBITDA이익률	10.5	8.9	7.2	7.1	7.2
영업이익률	8.2	7.0	5.5	5.5	5.6
계속사업이익률	4.4	4.7	4.2	4.3	4.4

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	17,834	22,449	23,432	25,537	26,802
BPS	183,956	194,441	209,981	227,882	247,049
CFPS	43,489	44,148	39,464	41,305	43,476
EBITDAPS	44,206	44,118	41,128	42,969	45,141
SPS	421,714	493,640	574,950	602,077	627,384
DPS	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000
주가지표(배)					
PER	8.2	9.1	8.3	7.6	7.2
PBR	0.8	1.1	0.9	0.8	0.8
PCFR	3.4	4.6	4.9	4.7	4.5
EV/EBITDA	3.8	5.2	5.2	4.7	4.2
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	10.1	12.0	11.7	11.7	11.4
ROA	5.2	6.3	6.1	6.2	6.2
ROIC	12.7	11.7	11.5	11.8	12.2
부채비율	78.0	77.3	78.7	74.9	71.1
순부채비율	5.0	6.9	4.3	(1.5)	(7.0)
이자보상배율(배)	12.8	15.7	15.6	16.4	17.4

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	14,987.7	16,219.2	18,614.5	20,518.0	22,490.9
금융자산	5,755.7	4,343.1	4,783.9	6,035.4	7,400.0
현금성자산	2,644.2	2,003.7	2,059.2	3,182.1	4,426.8
매출채권 등	4,403.7	5,467.3	6,367.9	6,668.3	6,948.6
재고자산	4,445.3	5,978.6	6,963.4	7,292.0	7,598.4
기타유동자산	383.0	430.2	499.3	522.3	543.9
비유동자산	17,593.6	18,024.4	18,604.9	18,911.8	19,237.9
투자자산	2,567.3	2,820.3	3,284.9	3,439.9	3,584.4
금융자산	388.8	389.1	453.2	474.6	494.6
유형자산	13,603.5	13,587.2	13,804.2	14,049.6	14,317.7
무형자산	1,272.3	1,520.8	1,419.9	1,326.3	1,239.7
기타비유동자산	150.5	96.1	95.9	96.0	96.1
자산총계	32,581.3	34,243.6	37,219.4	39,429.8	41,728.8
유동부채	8,736.5	9,954.8	11,265.7	11,703.0	12,111.0
금융부채	1,808.4	1,606.1	1,621.0	1,626.0	1,630.7
매입채무 등	6,473.2	7,730.6	9,003.9	9,428.7	9,825.0
기타유동부채	454.9	618.1	640.8	648.3	655.3
비유동부채	5,539.7	4,979.5	5,130.3	5,180.6	5,227.6
금융부채	4,871.5	4,063.8	4,063.8	4,063.8	4,063.8
기타비유동부채	668.2	915.7	1,066.5	1,116.8	1,163.8
부채총계	14,276.3	14,934.3	16,396.0	16,883.7	17,338.6
지배주주지분	17,103.1	18,085.7	19,542.0	21,219.6	23,015.8
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,884.2	5,765.8	5,765.8	5,765.8	5,765.8
자본조정	(136.1)	(136.1)	(136.1)	(136.1)	(136.1)
기타포괄이익누계액	215.7	(54.2)	(54.2)	(54.2)	(54.2)
이익잉여금	10,670.8	12,041.7	13,498.0	15,175.6	16,971.7
비지배주주지분	1,201.9	1,223.6	1,281.4	1,326.5	1,374.4
자본총계	18,305.0	19,309.3	20,823.4	22,546.1	24,390.2
순금융부채	924.2	1,326.7	900.9	(345.6)	(1,705.5)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	3,677.8	2,180.2	2,395.7	2,860.7	3,056.7
당기순이익	1,721.4	2,145.1	2,265.0	2,449.6	2,570.9
조정	1,688.4	1,249.3	638.4	580.5	643.8
감가상각비	914.4	900.1	900.0	912.0	927.1
외환거래손익	29.3	(75.5)	(30.5)	(100.5)	(100.5)
지분법손익	124.0	(311.3)	(248.3)	(248.3)	(200.0)
기타	620.7	736.0	17.2	17.3	17.2
영업활동자산부채 변동	268.0	(1,214.2)	(507.7)	(169.4)	(158.0)
투자활동 현금흐름	(2,056.1)	(1,066.1)	(1,598.3)	(1,009.9)	(1,083.9)
투자자산감소(증가)	337.1	163.6	(227.6)	82.0	44.1
유형자산감소(증가)	(566.6)	(863.9)	(1,015.9)	(1,063.9)	(1,108.6)
기타	(1,826.6)	(365.8)	(354.8)	(28.0)	(19.4)
재무활동 현금흐름	(2,018.6)	(1,670.7)	(724.7)	(710.6)	(711.0)
금융부채증가(감소)	(1,579.4)	(1,010.0)	15.0	5.0	4.7
자본증가(감소)	0.0	(118.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	12.1	214.3	(0.1)	0.0	(0.1)
배당지급	(451.3)	(756.6)	(739.6)	(715.6)	(715.6)
현금의 증감	(375.5)	(640.5)	55.5	1,122.9	1,244.7
Unlevered CFO	4,075.5	4,137.3	3,698.3	3,870.8	4,074.3
Free Cash Flow	3,070.8	1,241.8	1,379.7	1,796.8	1,948.1

2018년 7월 10일

S-Oil(010950)

증설효과보다 정제마진 회복이 3Q18 실적의 관건

2Q18 영업이익 컨센 부합 예상

2Q18 영업이익은 4,161억원(QoQ +63%, YoY +255%)으로 컨센서스(4,182억원)에 부합하며 전분기 대비 큰 폭 증익될 전망이다. 정유부문 영업이익이 2,747억원(QoQ +204%)으로 큰 폭 개선되며 전사 실적을 견인할 것으로 전망한다. 이는 정유부문에 1) 유가 상승에 따른 재고관련이익이 약 1,200억원 가량 반영되었고 2) 4~5월 래깅효과에 따라 내부마진이 매우 좋은 수준을 유지했기 때문이다. 다만, 6월에는 마진이 급락하면서 실적 개선을 다소 제한한 것으로 추정된다. 석유화학 영업이익은 579억원(QoQ -29%)으로 감익될 전망이다. PX, 벤젠 모두 마진이 축소되었기 때문이다. 윤활기유는 가파른 유가 상승에 따라 전분기 대비 개선이 어려워 보인다.

3Q18 영업이익 QoQ -23% 감익 전망

3Q18 영업이익은 3,211억원(QoQ -23%, YoY -42%)을 예상한다. 정유부문이 실적 감익의 주요인이다. 다만, 석유화학부문은 증설효과 반영으로 증익이 가능할 전망이다. 정유부문 영업이익은 1,515억원(QoQ -45%)으로 전분기 대비 큰 폭 감익을 전망한다. 전분기에 발생한 재고관련이익과 긍정적 래깅효과가 제거되기 때문이다. 석유화학 영업이익은 972억원(QoQ +68%)을 예상한다. ODC증설에 따른 PP/PO 증설효과가 점진적으로 반영될 가능성이 높기 때문이다. 윤활기유는 전분기와 유사한 실적 흐름을 예상한다.

신흥국의 수요 회복이 정제마진 개선의 첫 단추

BUY는 유지하나 TP는 18만원에서 14만원으로 하향한다. 2018~19년 이익추정치를 24~25% 조정했기 때문이다. 하나금융투자는 그간 국내 정유사의 매출의 절반 이상을 차지하는 등/경유 중심의 정제마진 호조 전망 의견을 지속 제시해왔다. 특히, 인도/인도네시아/브라질/멕시코/호주 등 신흥국의 수요 견인이 그 배경임을 주장했다. 하지만, 최근 미국의 금리인상과 무역분쟁 이슈 등 영향으로 신흥국의 통화가치가 급락하면서 등/경유 수요가 둔화된 것으로 추정된다. 정제마진이 의미있게 반등하는 겨울철이 되기 전에는 배당매력(현 주가기준 5% 추정) 이외에 실적 모멘텀은 크지 않을 것으로 예상한다.

관심종목

BUY

I TP(12M): 140,000원(하향) I CP(7월6일): 105,500원

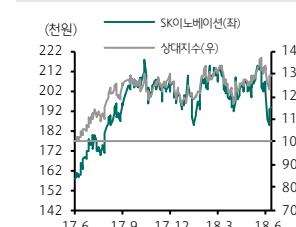
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,285.80
52주 최고/최저(원)	132,000/97,400
시가총액(십억원)	11,877.5
시가총액비중(%)	0.99
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	274.3
60일 평균 거래대금(십억원)	30.2
17년 배당금(예상,원)	5,900
17년 배당수익률(예상,%)	5.59
외국인지분율(%)	76.39
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 9 인	63.46
국민연금	6.07
주가상승률 1M 6M 12M	1M 6M 12M
절대	(5.4) (7.5) 8.3
상대	1.5 1.6 12.8

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	23,666.1	25,707.5
영업이익(십억원)	1,579.7	2,047.8
순이익(십억원)	1,233.0	1,608.5
EPS(원)	10,574	13,794
BPS(원)	62,530	69,565

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	16,321.8	20,891.4	24,592.5	27,789.1	28,726.6
영업이익	십억원	1,616.9	1,373.3	1,384.1	1,905.7	1,960.9
세전이익	십억원	1,575.1	1,644.9	1,450.2	1,967.3	2,026.8
순이익	십억원	1,205.4	1,246.5	1,102.1	1,495.2	1,540.4
EPS	원	10,337	10,690	9,452	12,823	13,210
증감률	%	90.9	3.4	(11.6)	35.7	3.0
PER	배	8.19	10.94	11.16	8.23	7.99
PBR	배	1.54	1.99	1.69	1.52	1.38
EV/EBITDA	배	5.41	9.72	9.55	7.12	6.90
ROE	%	20.46	18.84	15.63	19.51	18.14
BPS	원	54,830	58,698	62,259	69,190	76,508
DPS	원	6,200	5,900	5,900	5,900	5,900



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

RA 김정현

02-3771-7617

jeonghyeon.kim@hanafn.com

표 1. S-Oil 2Q18 Preview

	2Q18F	1Q18	2Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	5,946.2	5,410.9	4,665.0	27.5	9.9	5,860.4	1.5
영업이익	416.1	254.5	117.3	254.7	63.5	418.2	-0.5
세전이익	407.8	258.2	71.1	473.6	57.9	370.6	10.0
순이익	309.9	188.7	66.9	363.2	64.2	311.1	-0.4
영업이익률	7.0	4.7	2.5	4.5	2.3	7.1	-0.1
세전이익률	6.9	4.8	1.5	5.3	2.1	6.3	0.5
순이익률	5.2	3.5	1.4	3.8	1.7	5.3	-0.1

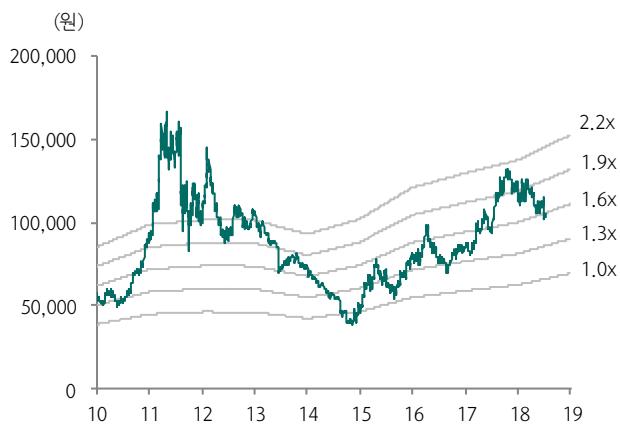
자료: 하나금융투자

표 2. S-Oil 연간 전망치 변경

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	24,592.5	23,981.0	2.5	27,789.1	27,549.2	0.9
영업이익	1,384.1	1,846.0	-25.0	1,905.7	2,523.4	-24.5
세전이익	1,450.2	1,917.1	-24.4	1,967.3	2,593.9	-24.2
순이익	1,102.1	1,457.0	-24.4	1,495.2	1,971.3	-24.2
영업이익률	5.6	7.7	-2.1	6.9	9.2	-2.3
세전이익률	5.9	8.0	-2.1	7.1	9.4	-2.3
순이익률	4.5	6.1	-1.6	5.4	7.2	-1.8

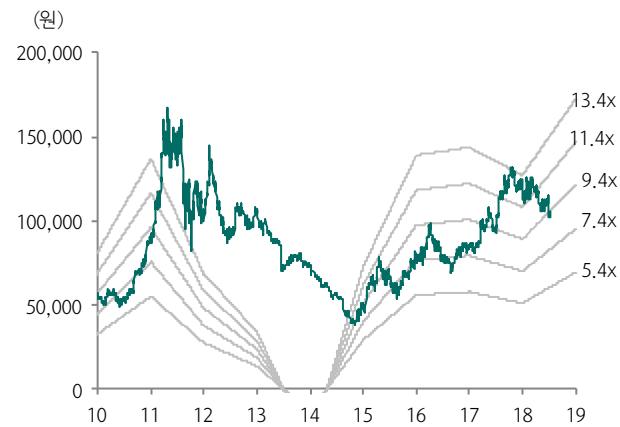
자료: 하나금융투자

그림 1. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. S-Oil 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

표 3. S-Oil 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	FY2017	FY2018F	FY2019F
매출액	5,200.1	4,665.0	5,211.8	5,814.4	5,411.0	5,946.2	6,680.2	6,555.2	20,891.3	24,592.6	27,789.1
QoQ(%)	14.1%	-10.3%	11.7%	11.6%	-6.9%	9.9%	12.3%	-1.9%			
YoY(%)	51.7%	11.1%	26.0%	27.6%	4.1%	27.5%	28.2%	12.7%	28.0%	17.7%	13.0%
정유부문	4,044.0	3,698.6	4,107.4	4,562.4	4,341.3	4,727.0	5,264.6	5,016.7	16,412.4	19,349.5	21,310.6
석유화학부문	771.4	560.6	699.5	832.6	690.2	750.7	916.0	1,049.7	2,864.1	3,406.6	4,359.5
윤활기유부문	384.7	405.8	405.0	419.4	379.5	468.5	499.7	488.8	1,614.9	1,836.5	2,119.0
영업이익	333.5	117.3	553.2	369.3	255.5	416.1	321.1	392.4	1,373.3	1,385.0	1,905.7
영업이익률(%)	6.4%	2.5%	10.6%	6.4%	4.7%	7.0%	4.8%	6.0%	6.6%	5.6%	6.9%
QoQ(%)	-9.4%	-64.8%	371.8%	-33.2%	-30.8%	62.8%	-22.8%	22.2%			
YoY(%)	-32.2%	-81.7%	376.1%	0.3%	-23.4%	254.8%	-42.0%	6.3%	-15.1%	0.9%	37.6%
정유부문	109.7	-84.9	336.4	266.1	90.4	274.7	151.5	199.0	627.3	715.5	1,104.1
영업이익률(%)	2.7%	-2.3%	8.2%	5.8%	2.1%	5.8%	2.9%	4.0%	3.8%	3.7%	5.2%
QoQ(%)	-51.8%	적전	흑전	-20.9%	-66.0%	203.8%	-44.9%	31.4%			
YoY(%)	-50.1%	적전	흑전	16.8%	-17.6%	흑전	-55.0%	-25.2%	-10.3%	14.1%	54.3%
석유화학부문	139.6	72.8	90.5	22.9	81.0	57.9	97.2	132.3	325.8	368.4	584.1
영업이익률(%)	18.1%	13.0%	12.9%	2.7%	11.7%	7.7%	10.6%	12.6%	11.4%	10.8%	13.4%
QoQ(%)	75.5%	-47.9%	24.3%	-74.7%	254.1%	-28.5%	67.8%	36.1%			
YoY(%)	-3.1%	-48.0%	-36.4%	-71.2%	-42.0%	-20.4%	7.4%	478.4%	-35.6%	13.1%	58.5%
윤활기유부문	84.2	129.4	126.3	80.3	84.1	83.5	72.4	61.1	420.2	301.1	217.5
영업이익률(%)	21.9%	31.9%	31.2%	19.2%	22.2%	17.8%	14.5%	12.5%	26.0%	16.4%	10.3%
QoQ(%)	42.4%	53.7%	-2.4%	-36.4%	4.7%	-0.7%	-13.3%	-15.6%			
YoY(%)	-34.0%	1.1%	29.7%	35.9%	-0.1%	-35.5%	-42.7%	-23.9%	2.0%	-28.4%	-27.8%
당기순이익	393.9	66.9	398.7	386.9	188.7	309.9	266.1	337.4	1,246.5	1,102.1	1,495.2
당기순익률(%)	7.6%	1.4%	7.7%	6.7%	3.5%	5.2%	4.0%	5.1%	6.0%	4.5%	5.4%
QoQ(%)	151.4%	-83.0%	495.8%	-3.0%	-51.2%	64.2%	-14.2%	26.8%			
YoY(%)	-9.1%	-84.9%	132.1%	147.0%	-52.1%	363.1%	-33.3%	-12.8%	3.4%	-11.6%	35.7%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	16,321.8	20,891.4	24,592.5	27,789.1	28,726.6
매출원가	14,020.9	18,783.1	22,566.8	25,152.9	25,941.0
매출총이익	2,300.9	2,108.3	2,025.7	2,636.2	2,785.6
판관비	684.1	735.0	641.7	730.5	824.8
영업이익	1,616.9	1,373.3	1,384.1	1,905.7	1,960.9
금융순익	(59.8)	203.4	62.1	57.7	61.9
종속/관계기업순익	6.6	5.1	5.1	5.1	5.1
기타영업외순익	11.4	63.1	(1.1)	(1.1)	(1.1)
세전이익	1,575.1	1,644.9	1,450.2	1,967.3	2,026.8
법인세	369.7	398.4	348.0	472.2	486.4
계속사업이익	1,205.4	1,246.5	1,102.1	1,495.2	1,540.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,205.4	1,246.5	1,102.1	1,495.2	1,540.4
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	1,205.4	1,246.5	1,102.1	1,495.2	1,540.4
지배주주지분포괄이익	1,211.3	1,254.4	1,102.1	1,495.2	1,540.4
NOPAT	1,237.3	1,040.7	1,051.9	1,448.3	1,490.3
EBITDA	1,903.6	1,667.4	1,678.2	2,198.7	2,252.9
성장성(%)					
매출액증가율	(8.8)	28.0	17.7	13.0	3.4
NOPAT증가율	94.8	(15.9)	1.1	37.7	2.9
EBITDA증가율	74.5	(12.4)	0.6	31.0	2.5
영업이익증가율	97.8	(15.1)	0.8	37.7	2.9
(지배주주)순이익증가율	90.9	3.4	(11.6)	35.7	3.0
EPS증가율	90.9	3.4	(11.6)	35.7	3.0
수익성(%)					
매출총이익률	14.1	10.1	8.2	9.5	9.7
EBITDA이익률	11.7	8.0	6.8	7.9	7.8
영업이익률	9.9	6.6	5.6	6.9	6.8
계속사업이익률	7.4	6.0	4.5	5.4	5.4

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,337	10,690	9,452	12,823	13,210
BPS	54,830	58,698	62,259	69,190	76,508
CFPS	16,293	16,002	14,598	19,061	19,526
EBITDAPS	16,326	14,300	14,392	18,856	19,321
SPS	139,976	179,164	210,905	238,319	246,359
DPS	6,200	5,900	5,900	5,900	5,900
주가지표(배)					
PER	8.2	10.9	11.2	8.2	8.0
PBR	1.5	2.0	1.7	1.5	1.4
PCFR	5.2	7.3	7.2	5.5	5.4
EV/EBITDA	5.4	9.7	9.6	7.1	6.9
PSR	0.6	0.7	0.5	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	20.5	18.8	15.6	19.5	18.1
ROA	9.7	8.6	6.9	8.5	8.2
ROIC	18.2	12.1	9.9	12.4	12.2
부채비율	118.4	120.5	132.2	126.1	115.6
순부채비율	8.6	38.4	52.3	42.2	37.0
이자보상배율(배)	28.7	23.6	21.7	27.6	28.1

자료: 하나금융투자

대차대조표

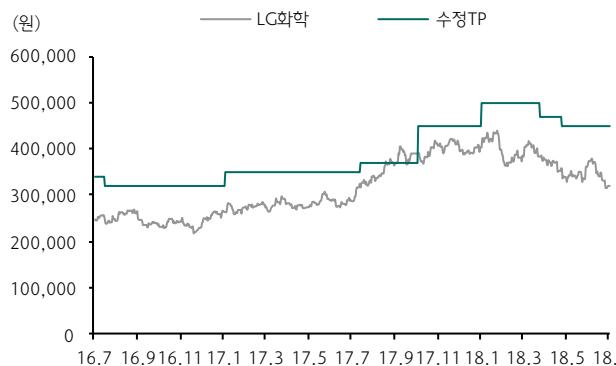
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,974.4	6,774.8	6,606.1	7,295.4	7,570.5
금융자산	4,213.2	2,222.4	1,859.8	2,346.9	2,455.1
현금성자산	767.4	480.1	82.6	534.1	606.0
매출채권 등	1,325.9	1,751.4	1,804.0	1,858.1	1,920.8
재고자산	2,423.4	2,790.7	2,930.3	3,076.8	3,180.6
기타유동자산	11.9	10.3	12.0	13.6	14.0
비유동자산	5,984.6	8,312.6	10,244.6	10,943.3	11,662.3
투자자산	123.4	124.6	146.7	165.8	171.4
금융자산	90.1	92.3	108.6	122.8	126.9
유형자산	5,710.8	7,968.7	9,886.0	10,571.9	11,290.7
무형자산	54.5	105.2	97.7	91.4	86.1
기타비유동자산	95.9	114.1	114.2	114.2	114.1
자산총계	13,959.0	15,087.5	16,850.6	18,238.6	19,232.7
유동부채	4,832.8	4,544.4	5,752.4	6,197.7	6,328.3
금융부채	2,196.7	1,376.9	2,078.2	2,079.3	2,079.6
매입채무 등	2,169.1	2,776.4	3,268.2	3,693.0	3,817.6
기타유동부채	467.0	391.1	406.0	425.4	431.1
비유동부채	2,734.7	3,700.4	3,840.4	3,974.9	3,985.1
금융부채	2,563.6	3,474.7	3,574.7	3,674.7	3,674.7
기타비유동부채	171.1	225.7	265.7	300.2	310.4
부채총계	7,567.4	8,244.8	9,592.8	10,172.6	10,313.3
지배주주지분	6,391.6	6,842.6	7,257.8	8,066.0	8,919.4
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
자본조정	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	25.0	23.4	23.4	23.4	23.4
이익잉여금	4,745.4	5,198.1	5,613.3	6,421.5	7,274.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,391.6	6,842.6	7,257.8	8,066.0	8,919.4
순금융부채	547.1	2,629.1	3,793.1	3,407.1	3,299.3

현금흐름표

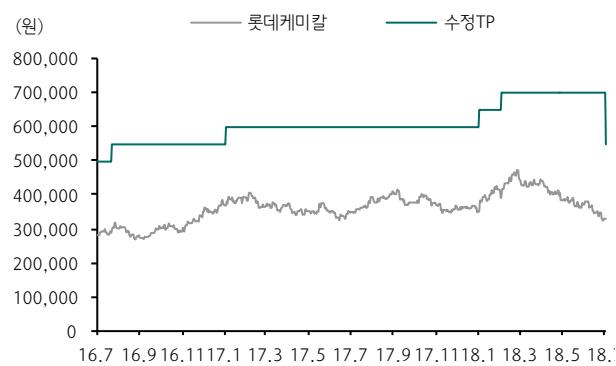
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,722.0	1,143.3	1,683.9	1,999.4	1,740.5
당기순이익	1,205.4	1,246.5	1,102.1	1,495.2	1,540.4
조정	704.8	133.1	228.9	227.7	226.7
감가상각비	286.7	294.2	294.1	293.0	292.0
외환거래손익	98.8	(80.3)	(60.2)	(60.2)	(60.2)
지분법손익	(6.6)	(5.1)	(5.1)	(5.1)	(5.1)
기타	325.9	(75.7)	0.1	(0.0)	(0.0)
영업활동자산부채 변동	(188.2)	(236.3)	352.9	276.5	(26.6)
투자활동 현금흐름	(1,966.9)	(832.2)	(2,195.6)	(961.9)	(982.0)
투자자산감소(증가)	17.4	3.9	(17.0)	(13.9)	(0.5)
유형자산감소(증가)	(1,056.5)	(2,411.5)	(2,204.0)	(972.6)	(1,005.4)
기타	(927.8)	1,575.4	25.4	24.6	23.9
재무활동 현금흐름	811.1	(598.3)	114.3	(585.9)	(686.6)
금융부채증가(감소)	1,154.1	91.2	801.3	101.1	0.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(133.4)	113.9	0.0	0.0	0.1
배당지급	(209.6)	(803.4)	(687.0)	(687.0)	(687.0)
현금의 증감	566.2	(287.4)	(397.5)	451.6	71.9
Unlevered CFO	1,899.8	1,865.9	1,702.1	2,222.6	2,276.8
Free Cash Flow	658.4	(1,270.8)	(520.2)	1,026.7	735.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

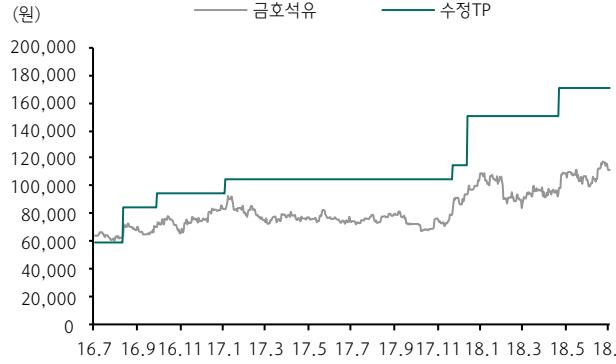
LG화학



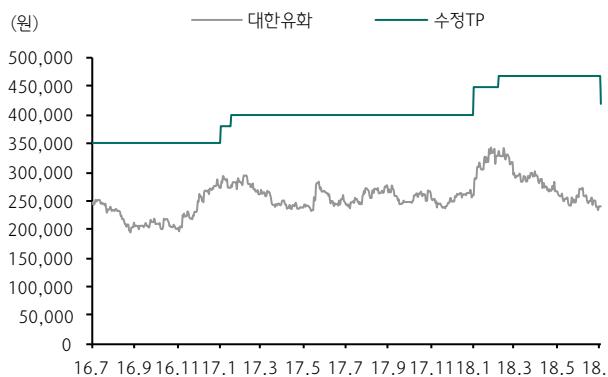
롯데케미칼



금호석유

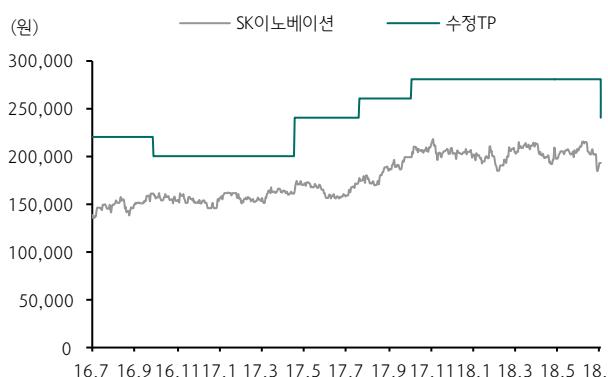


대한유화



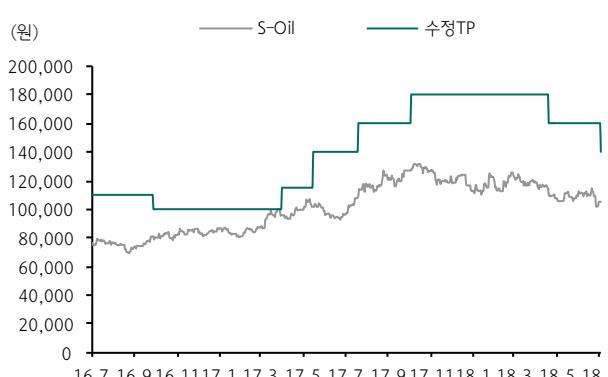
날짜	투자의견	목표주가	고리율	
			평균	최고/최저
18.7.10	BUY	420,000		
18.2.13	BUY	470,000	-41.27%	-27.55%
18.1.8	BUY	450,000	-29.50%	-24.00%
17.1.24	BUY	400,000	-35.82%	-26.63%
17.1.9	BUY	380,000	-25.63%	-23.03%
16.7.27	BUY	350,000	-35.39%	-18.00%
16.1.26	BUY	280,000	-15.88%	-1.96%

SK이노베이션



날짜	투자의견	목표주가	고리율	
			평균	최고/최저
18.7.10	BUY	240,000		
17.10.10	BUY	280,000	-27.33%	-22.32%
17.7.27	BUY	260,000	-29.63%	-23.46%
17.4.25	BUY	240,000	-31.14%	-27.29%
16.10.4	BUY	200,000	-21.42%	-16.00%
16.7.20	BUY	220,000	-31.53%	-26.59%
16.5.29	BUY	250,000	-41.14%	-34.20%

S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	고리율	
			평균	최고/최저
18.7.10	BUY	140,000		
18.4.26	BUY	160,000	-31.91%	-28.13%
17.10.10	BUY	180,000	-32.91%	-26.67%
17.7.26	BUY	160,000	-25.45%	-20.31%
17.5.22	BUY	140,000	-29.01%	-22.50%
17.4.7	BUY	115,000	-13.49%	-6.52%
16.10.4	BUY	100,000	-14.22%	0.50%
16.7.20	BUY	110,000	-31.44%	-26.18%
16.4.22	BUY	130,000	-36.93%	-31.23%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.4%	5.6%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 7월 7일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)은 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 7월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)은 2018년 7월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

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