

[4Q18 Preview]

고민 없을 정유, 생각 많아질 화학

Neutral (Maintain)

커버리지종목

종목명	투자 의견	목표주가
S-Oil(010950)	Buy	125,000
SK이노베이션(096770)	Buy	235,000
LG화학(010950)	Buy	450,000
롯데케미칼(011170)	Buy	340,000
한화케미칼(009830)	Buy	26,000

원민석
(2122-9193)
ethan.won@hi-ib.com



CONTENTS

4Q18 Preview: 고민 없을 정유, 생각 많아질 화학

[산업분석]

I. 국제유가

- 6 1. 결론 : '19년 강보합 전망, WTI Band \$45-60/bbl 제시
- 7 2. 이란 경제제재에 대한 실효성 논란으로 하락했던 유가
- 10 3. OPEC+의 감산합의와 사우디의 수출량 감축 선언으로 반등
- 11 4. 향후 미국이 국제유가의 급락/급등을 제한할 것이다

II. 정유

- 12 1. 결론 : '19년 업종 추가/실적 모멘텀 확인. IMO 수혜와 정제마진의 정상화
- 13 2. '19년에는 정제마진의 정상화를 기대
- 14 3. 2020 IMO SOx 규제에 대한 Penalty 확정시 추가 모멘텀 강화

III. 화학

- 16 1. 결론 : 미-중 무역분쟁 해소 시 역내 수혜 집중 전망, 턴어라운드 시그널은 미약
- 17 2. 턴어라운드 시그널은 아직까지 미약하다
- 20 3. 무역분쟁 해소 시 역내 업체로 수혜 단기 집중 전망

[기업분석]

IV. 기업분석

- 24 S-Oil(010950)_보릿고개를 넘는 중
- 30 SK이노베이션(096770)_바닥을 지나는 중
- 36 LG화학(010950)_지속적으로 강화될 배터리 모멘텀
- 42 롯데케미칼(011170)_더 이상 나빠질 수 없다
- 48 한화케미칼(009830)_바닥을 짚고 돌아설 태양광

Summary

■ 국제유가 : '19년 강보합 전망, WTI Band \$45~60/bbl 제시

당사는 '19년 국제유가의 강보합, 급등/급락이 없는 완만한 상승세를 전망한다. 중동의 감산으로 인한 유가 상승을 미국이 생산량/생산여력을 늘리며 제한할 것이기 때문이다.

미국 주요 Shale 분지 BEP 유가 수준인 \$45/bbl 을 기준으로 Band 바닥을 형성할 것이다. 최근 OPEC+의 120 만 bbl/d 감산 선언에 더해 사우디가 \$80/bbl 을 목표로 수출량을 감축하겠다고 언급한 점이 유가 상승 모멘텀으로 작용 중이다. 2H19 부터는 2020 IMO 황산화물 규제 강화에 따른 원유 수요 증가 기대감도 유가에 더해질 것이다.

반면 지난 11 월 미국의 이란 경제제재 발효 시점에 8 개 국가가 열외국으로 지정되어 실효성이 감소하였으며, 미국의 원유 생산량 증가에 더해 DUC 가 증가하며 생산여력도 확대되었음은 유가의 급등을 제한하는 요인이다 [DUC 가동시 예상되는 증산 규모는 570 만 bbl/d].

최근의 유가 회복은 정유업종의 실적 회복에 긍정적인 소식이다 [1M Lag Crack Margin 반등, 원유재고평가이익 발생]. 화학업종도 저가 원료 투입으로 실적 개선을 기대해 볼 수 있으나 [1M Lag 제품 Spread 반등], 여전히 수요가 부진해 주요 화학 제품의 Spot Spread는 여전히 바닥권에 위치해 있다.

■ 정유 : '19년 업종 추가/실적 모멘텀 확인. IMO 수해와 정제마진의 정상화

4Q18 정유업종 실적은 1) 국제유가 하락에 따른 원유재고평가손실 인식, 2) 경질유 Crack Margin 축소에 따른 복합정제마진 하락으로 인해 q/q 크게 악화될 것으로 전망한다. PX Margin 은 전분기에 이어 견조한 수준을 유지하였을 것이나, 1Q19 에는 q/q 악화될 가능성이 높다.

반면 '19년은 1) 정제마진의 정상화와 2) IMO 수해 기대감이 정유업종 추가에 반영될 것으로 전망한다. 3 월은 미국, 4 월은 중국의 CDU 정기보수가 예정되어 있어, 석유제품 공급량이 감소하며 정제마진에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 2H19 부터는 1) 미국의 Pipeline 증설에 따른 Dubai-WTI gap 축소로 경질유 Crack Margin 이 정상화 될 것이며, 2) 2020 IMO SOx 규제 강화에 앞서 저유황유 수요가 증가함에 따라 정제마진의 추가적인 개선을 기대해 볼 수 있다. 2020 IMO SOx 관련 Penalty 도 2 월 PPR, 5 월 MEPC 정기 회의를 통해 논의/확정될 가능성이 있어 긍정적이다.

■ 화학 : 무역분쟁 해소 시 역내 업체 수혜 집중 전망, 턴어라운드 시그널은 미약

4Q18 화학업종 실적은 1) 주요 화학제품 Spread 축소, 2) 정기보수 시행으로 인한 일회성 비용 발생 등으로 인해 q/q 크게 악화될 것으로 전망한다.

미-중 무역분쟁 영향으로 인해 1) 대부분의 제품 Spread 가 크게 악화되었으며, 2) 재고 Restocking 수요가 실종되었다. 무역분쟁 장기화 시 '19년의 업황 둔화가 불가피 하나, 종결 시에는 우리나라를 포함한 역내 업체에 수혜가 집중될 것이다. '17년 기준 중국의 플라스틱 수입액에서 미국이 차지하는 비중은 10.1%였는데, 관세부과로 인해 미국의 비중이 축소되고 기존 중국 내 M/S 가 높았던 국가들 [한국, 일본, 대만 등]에게 유리한 환경이 조성될 것이기 때문이다 <그림 29>. '19년 1월 7~9일 무역협상 이후 1) 22~25일 다보스포럼 혹은 2) 30~31일 중국 류허 경제담당 부총리의 미국 방문을 통해 향후 협상 윤곽이 잡힌다면, 무역분쟁 해소 기대감을 기반으로 양호한 주가 흐름을 기대해 볼 수 있다 <그림 30>.

그림 1. 커버리지 업종 4Q18 실적 Preview Table

S-Oil	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Revenue	5,200.2	4,665.0	5,211.9	5,814.4	5,411.0	6,003.1	7,187.9	6,814.2
정유부문	4,044.0	3,698.6	4,107.4	4,562.4	4,341.3	4,754.1	5,728.1	5,259.9
석유화학부문	771.4	560.6	699.5	832.6	690.2	829.3	1,050.4	1,131.7
운할기유부문	384.8	405.8	405.0	419.4	379.5	419.7	409.4	422.6
Operating Income	333.5	117.2	553.2	369.4	255.5	402.6	315.7	-151.3
정유부문	109.7	-84.9	336.4	266.1	90.4	305.2	170.4	-265.4
석유화학부문	139.6	72.8	90.5	22.9	81.0	16.5	102.1	73.8
운할기유부문	84.2	129.4	126.3	80.4	84.1	80.9	43.2	40.3

SK이노베이션	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Revenue	11,387.1	10,561.0	11,758.9	13,119.5	12,166.1	13,438.0	14,958.7	13,770.7
정유부문	8,063.6	7,387.6	8,428.5	9,457.1	8,687.3	9,772.7	10,900.1	10,081.7
석유화학부문	2,333.3	2,164.2	2,291.7	2,550.0	2,439.0	2,531.6	2,886.1	2,676.6
운할유부문	728.6	756.8	750.1	811.9	779.8	817.9	822.7	674.5
석유개발부문	176.5	135.5	136.5	173.7	157.2	184.9	193.2	181.3
기타	85.1	116.9	152.1	126.8	102.8	130.9	156.6	156.6
Operating Income	1,004.3	421.2	963.6	845.2	711.6	851.6	835.9	-255.6
정유부문	453.9	12.5	526.4	509.3	325.4	533.4	408.4	-556.9
석유화학부문	454.7	333.7	326.0	262.8	284.8	237.7	345.5	189.4
운할유부문	94.9	120.2	144.1	145.7	128.6	126.1	132.0	134.6
석유개발부문	57.3	35.2	44.7	51.2	44.8	59.3	71.8	67.4
기타	-56.5	-80.4	-77.6	-123.8	-72.0	-104.9	-121.8	-90.0

LG화학	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Revenue	6,486.7	6,382.1	6,397.1	6,432.2	6,553.6	7,051.9	7,234.9	6,526.9
기초소재	4,495.3	4,318.6	4,316.0	4,297.0	4,359.1	4,671.2	4,648.9	3,705.1
전지	999.4	1,119.8	1,188.8	1,252.6	1,244.5	1,494.0	1,704.3	1,940.3
정보전자소재	726.0	747.3	787.3	801.2	759.8	764.6	847.2	862.2
생명과학	129.4	135.2	138.8	148.0	131.1	150.9	135.3	148.0
팜한농	253.9	185.7	96.7	67.5	236.9	187.6	92.1	64.3
연결조정	-117.3	-124.5	-130.5	-134.1	-177.8	-216.4	-192.9	-192.9
Operating Income	796.9	726.9	789.7	615.0	650.8	703.3	602.4	308.9
기초소재	733.7	685.5	755.3	633.6	636.9	704.5	547.7	278.6
전지	-10.4	7.5	18.1	13.7	2.1	27.0	84.3	75.1
정보전자소재	29.3	23.4	40.8	17.9	-9.7	-21.9	11.8	12.0
생명과학	20.6	18.9	13.2	0.9	7.0	15.8	13.2	4.4
팜한농	50.4	13.6	-9.7	-18.9	45.4	11.4	-18.8	-25.4
연결조정	-26.7	-22.0	-28.0	-32.2	-30.9	-33.5	-35.8	-35.8

롯데케미칼	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Revenue	3,996.0	3,853.3	3,990.2	4,035.0	4,123.3	4,330.2	4,247.6	3,833.5
Olefin	2,170.2	1,931.2	1,973.6	2,039.9	2,092.0	2,221.1	2,034.4	1,746.6
Aromatics	724.1	750.7	735.5	754.2	779.9	801.8	832.9	837.5
롯데첨단소재	705.2	709.6	767.2	712.1	763.2	788.6	814.9	731.3
LC Titan	495.8	457.0	532.9	559.2	596.6	626.5	669.1	621.9
LC US	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결조정	-99.3	4.8	-19.0	-30.4	-108.5	-107.8	-103.7	-103.7
Operating Income	814.8	632.2	766.2	716.5	662.0	701.3	503.6	184.8
Olefin	600.7	398.4	502.8	450.2	412.8	470.3	311.9	108.0
Aromatics	102.3	113.7	112.4	89.0	108.8	100.4	96.8	40.8
롯데첨단소재	70.6	78.3	101.0	82.6	90.1	77.9	59.0	33.6
LC Titan	69.2	52.7	66.2	93.0	71.9	69.2	48.7	15.1
LC US	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결조정	-28.0	-10.9	-16.2	1.7	-21.6	-16.5	-12.8	-12.8

한화케미칼	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Revenue	2,191.4	2,485.6	2,313.0	2,351.9	2,076.1	2,250.5	2,311.9	2,252.3
기초소재	1,052.7	1,064.5	1,102.5	1,107.9	1,094.1	1,153.7	1,130.3	940.6
태양광	751.5	872.4	837.5	953.3	827.4	806.4	817.7	1,033.0
가공소재	263.0	232.3	243.4	243.7	231.2	257.1	274.4	274.7
리테일	167.2	159.8	184.6	203.8	177.5	177.6	159.7	207.9
기타	374.8	521.5	329.1	254.9	242.8	269.9	268.2	257.4
연결조정	-417.9	-365.0	-384.1	-411.7	-496.9	-414.2	-338.5	-461.3
Operating Income	196.6	218.8	215.2	125.8	172.1	184.4	93.8	35.4
기초소재	167.3	161.2	182.2	120.4	148.3	181.7	87.9	9.8
태양광	10.7	15.3	5.2	-16.9	35.0	-4.3	-0.3	23.5
가공소재	7.5	-1.3	2.8	-6.8	-6.1	2.0	-1.5	-1.4
리테일	-1.3	-11.3	16.7	18.8	4.8	1.3	1.5	14.6
기타	17.4	52.1	11.9	-6.0	1.8	7.2	7.9	-1.1
연결조정	-5.0	2.8	-3.6	16.3	-11.7	-3.5	-1.7	-10.0

Comment
▼ 정유부문 : 1) 국제유가 급락으로 원유재고평가 손실 반영 [-2,400억 추정] 2) 휘발유 Crack Margin 축소로 인한 정제마진 악화 영향 = 석유화학부문 : 건조한 PX Spread 유지, Benzene Spread 추가 악화 = 운할기유부문 : 전분기와 비슷한 영업환경으로 P/Q 큰 차이 없음 ① Bunker-C 대비 휘발유 가격의 과도한 하락으로 RUC/ODC 증설 효과 반영 시점 지연

- 배당 : 배당성향 기준 40~60%, 감익 감안시 배당규모 축소 전망

Comment
▼ 정유부문 : 1) 국제유가 급락으로 원유재고평가 손실 반영 [-4,000억 추정] 2) 휘발유 Crack Margin 축소로 인한 정제마진 악화 영향 ▼ 석유화학부문 : 주요제품 Spread 축소로 인해 실적 악화 = 운할기유부문 : 전분기와 비슷한 영업환경으로 P/Q 큰 차이 없음 ① EV 배터리 모멘텀 강화 전망 : 지난 3Q18 실적 발표 당시 동사의 EV 배터리 생산능력 Guidance는 '20년 20GWh, '25년 50GWh였음. 이후 Analyst Meeting을 통해 '22년 55GWh로 배터리 생산능력 증설 목표를 확대 [사산 4.7GWh, 중국 20GWh (청저후 '19년 7.5GWh), 유럽 20GWh (형리자 코마를 22년 7.2GWh), 미국 루이지애나 '22년 9.8GWh]

- 배당 : '17년 DPS 8,000원, '18년 동일한 DPS 유지 예상

Comment
▼ 기초소재 : PE/PP/ABS 등의 주요 제품 Spread 축소 영향 = 전지 : 소형 실적 소폭 악화, EV배터리 BEP 달성, ESS 전분기 대비 flat = 정보전자소재 : 전분기와 크게 다르지 않은 영업환경 ▼ 생명과학/팜한농 : 비수기로 인해 전분기 대비 크게 악화 ① EV 배터리 모멘텀 강화 전망 : 지난 3Q18 실적 발표 당시 동사의 EV 배터리 매출 Guidance는 '20년 기준 8조원에서 10조원으로 강화됨. 수주잔고도 '18년 상반기 기준 60조원이었는데, 대규모 신규 프로젝트 수주 및 기존 프로젝트 수주 증량으로 인해 큰 폭으로 증가하였을 것. ESS 전지도 생산능력이 빠르게 확대되고 있어, '19년의 매출은 전년 대비 2배 가까이 성장할 것. 최근 전기차 배터리 가격 인상 소식을 감안하면, 실적/Capa Guidance의 추가적인 상향 가능성 존재

- 배당 : '17년 DPS 6,000원, 과거 DPS 감소 없었음을 감안하면 유지 예상

Comment
▼ Olefin : PE/PP/MEG 등의 주요 제품 Spread 축소 영향 ▼ Aromatics : 분기 평균으로 PX/TPA Spread가 양호한 수준을 유지하였으나, Benzene 등의 주요 제품 Spread 축소로 인해 실적 악화 = 롯데첨단소재 : 부진한 ABS Spread 지속으로 인해 전분기와 비슷한 실적 ▼ LC Titan : 주요 제품 Spread 축소에 더해 정보기수 일정이 12월 중순으로 앞당겨지며 실적 악화 ① 7-8월 베이징에서 개최될 미-중 무역협상을 통해 무역분쟁 해소 시 수요 회복 기간에서 역대 업체로 수혜 집중될 것. 미국의 중국 向 합성수지 수출 비중은 10% 중반에서 5%대로 급락한 반면, 한국의 중국 向 수출 비중은 60% 이상의 수준을 유지하고 있음

- 배당 : '17년 DPS 10,500원 [단독기준 배당성향 22.0%], 롯데그룹사 배당성향 목표 30% 감안시 유지 예상

Comment
▼ 기초소재 : 1) 주요 제품 Spread 축소 및 2) 폴리실리콘 설비 정비보수 [11월 5일~, 40일간] 영향 ▲ 태양광 : 자본법으로 인식되었던 큐셀코리아의 실적이 11월부터 연결로 인식되며 실적 개선 = 가공소재 : 국내 완성차 업체들의 판매 부진 지속 ▲ 리테일 : 성수기 진입으로 실적 개선 ▼ 자본법이익 : 여전NCC와 한화종합화학의 정비보수 영향 ① 13.5계획 조정 및 Top-Runner Program으로 태양광 수요의 점진적인 회복 전망. 13.5계획을 통해 설정된 태양광 설비용량 목표는 110GW였는데, 이미 '17년말 130GW, '18.6월 155GW로 초과 달성 중. 또한 중국이 동종 기술 내 최고 수준의 출력을 보유한 태양광 모듈만 사용할 수 있도록 하는 Top-Runner Program을 운영함에 따라, 신규 태양광 패널에 대한 수요가 회복 중

- 배당 : '17년 DPS 350원, 유지 예상

자료:하이투자증권

I. 국제유가 전망

1. 결론 : '19 년 강보합 전망. WTI Band \$45-60/bbl 제시

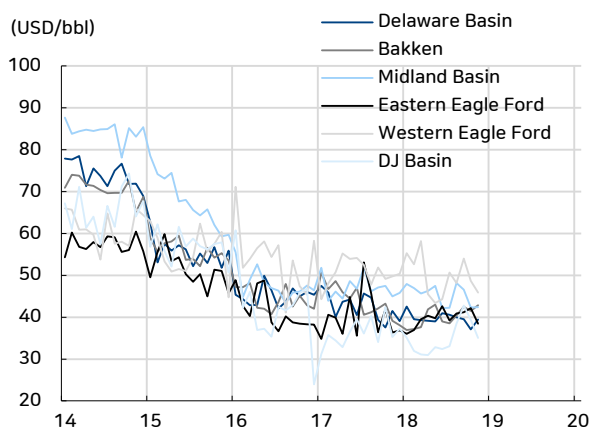
당사는 '19 년 국제유가의 강보합, 급등/급락이 없는 완만한 상승세를 전망한다. 중동의 감산 영향으로 인한 유가 상승세를 미국이 원유 생산량/생산여력을 늘리며 제한할 것이기 때문이다.

미국 주요 Shale 분지 BEP 유가 수준인 \$45/bbl 을 기준으로 Band 바닥을 형성할 것이다 <그림 2>. 최근 OPEC+의 120 만 bbl/d 감산 선언에 더해 사우디가 \$80/bbl 을 목표로 수출량을 감축하겠다고 언급한 점이 유가 상승 모멘텀으로 작용 중이다. 2H19 부터는 2020 IMO 황산화물 규제 강화에 따른 원유 수요 증가 기대감도 유가에 더해질 것이다.

반면 지난 11 월 미국의 이란 경제제재 발효 시점에 8 개 국가가 열외국으로 지정되어 실효성이 감소하였으며, 미국의 원유 생산량 증가에 더해 DUC 가 증가하며 생산여력도 확대되었음은 유가의 급등을 제한하는 요인이다 [DUC 완결/가동시 예상되는 증산 규모는 570 만 bbl/d] <그림 3>.

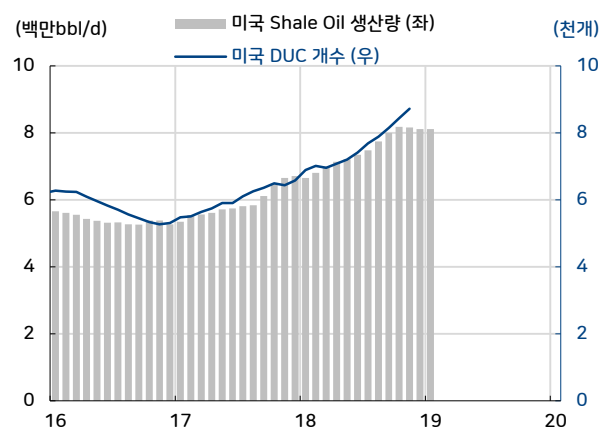
최근의 유가 회복은 정유업종의 실적 회복에 긍정적인 소식이다 [1M Lag Crack Margin 반등, 원유재고평가이익 발생]. 화학업종도 저가 원료 투입으로 실적 개선을 기대해 볼 수 있으나 [1M Lag 제품 Spread 반등], 여전히 수요가 부진해 주요 화학 제품의 Spot Spread 는 여전히 바닥권에 위치해 있다.

그림 2. 미국의 주요 Shale 생산지 BEP 유가 추이



자료:하이투자증권

그림 3. 미국 Shale Oil 생산량 및 DUC 개수 추이



자료:하이투자증권

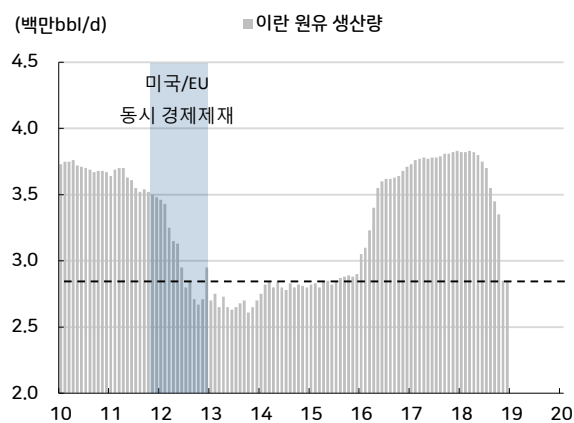
2. 이란 경제제재에 대한 실효성 논란으로 하락했던 유가

과거 국내외 연구기관들에서 제시했던 국제유가 \$100/bbl 전망은 주로 1) 이란/리비아/베네수엘라의 원유 공급량 감소 우려감, 2) 2020 IMO SOx 선박연료 규제 강화에 따른 원유 수요 증가 가능성에 기반을 두고 있었다. 그러나 이란의 경제제재에 대한 실효성 논란이 이어지며 유가는 급락하였다.

2-1) 이란 원유 생산량 감소 우려감은 희석되었다

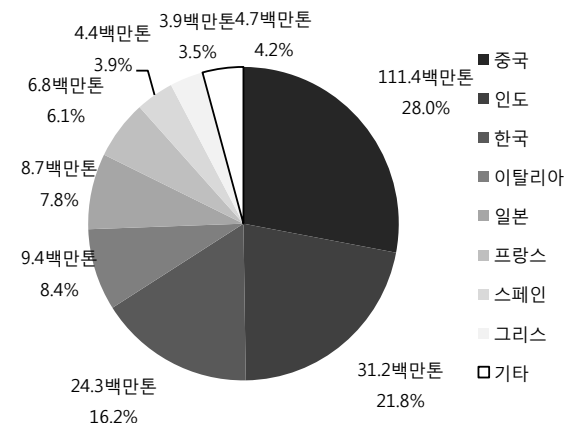
지난 '18년 11월 미국의 이란 대상 제2차 경제제재가 발효 되었으나, 8개 국가가 열외국으로 지정되며 실효성에 대한 논란이 일었다. 해당 국가 목록에 이란의 국가별 원유 수출 비중 1,2,3 위 국가들이 포함 [중국, 인도, 한국, 일본 등] 되었기 때문이다 <그림 4,5>. 발효 이전에는 과거 380 만 bbl/d 에 달했던 이란의 원유 생산량이, 미국의 경제제재로 인해 급격히 감소할 것이라는 우려감이 유가에 반영되었었다. 그러나 발효 이후 경제제재의 실효성 감소 논란으로 인해 유가는 약세를 보였다.

그림 4. 이란의 원유 생산량 추이



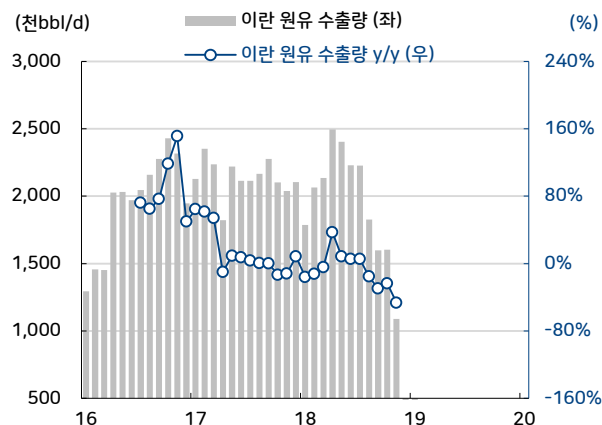
자료:하이투자증권

그림 5. '17년 기준 이란의 국가별 원유 수출량 및 비중



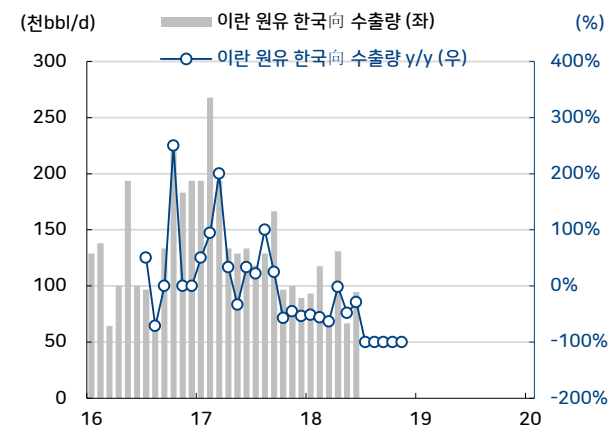
자료:하이투자증권

그림 6. 이란의 원유 수출량 및 y/y 추이



자료:하이투자증권

그림 7. 이란의 원유 한국향 수출량 및 y/y 추이



자료:하이투자증권

반면 베네수엘라의 원유 생산량은 꾸준히 감소하고 있다 <그림 8,9>. 하이퍼 인플레이션 및 외화 부족으로 인한 경제위기 때문이다. 차베즈 정권 집권 이후 석유자산의 강제 국영화가 글로벌 IOC 들의 가동중단을 유도하였고, 이에 따라 원유 생산량/수출량이 급감하며 경제가 악화되었다. 과거 240 만 bbl/d 에 달했던 원유 생산량이 123 만 bbl/d 수준으로 반토막 났고, Platts 를 비롯한 분석기관에서는 100 만 bbl/d 수준까지 생산량이 감소할 수 있다고 전망하고 있다.

그림 8. 베네수엘라 원유 생산량 추이

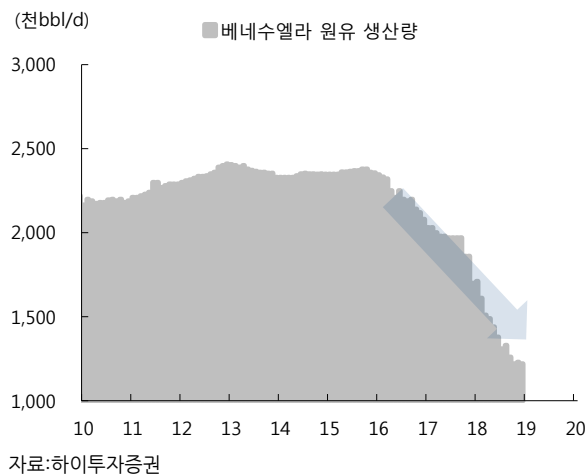
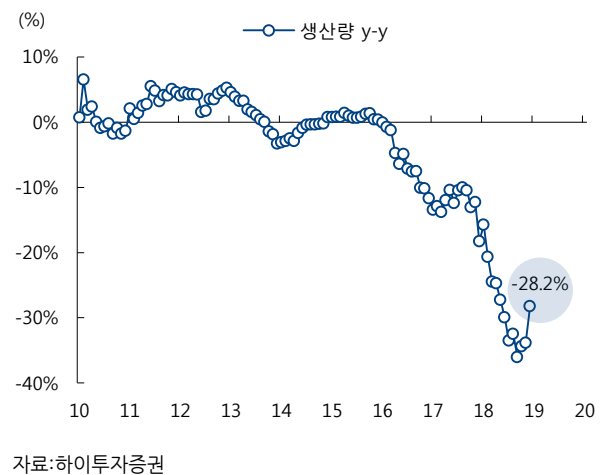


그림 9. 베네수엘라 원유 생산량 y/y 추이



리비아도 여전히 원유 생산량 변동성이 확대된 상태이다 <그림 10,11>. '17 년부터 꾸준히 원유 생산량이 회복세를 보였으나, 최근 리비아 NOC 가 지역 무장단체의 공격을 이유로 리비아 El Sharara 및 El Feel 등 주요 유전의 수출 불이행을 선언해 향후 감산 가능성이 대두되고 있다. 참고로 El Sharara 의 생산량은 31.3 만 bbl/d, El Feel 은 7.3 만 bbl/d 수준이다.

그림 10. 리비아 원유 생산량 추이

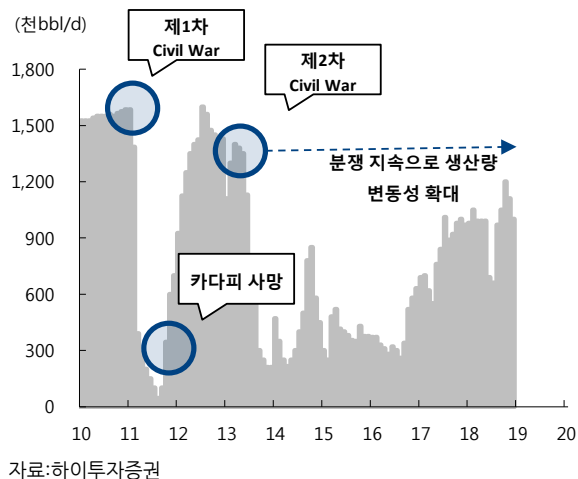
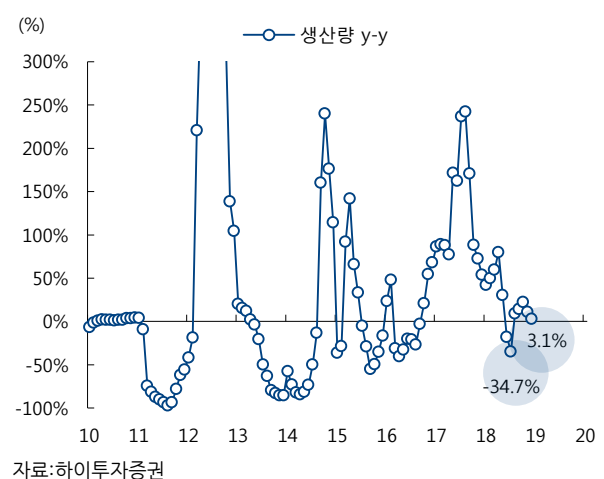


그림 11. 리비아 원유 생산량 y/y 추이

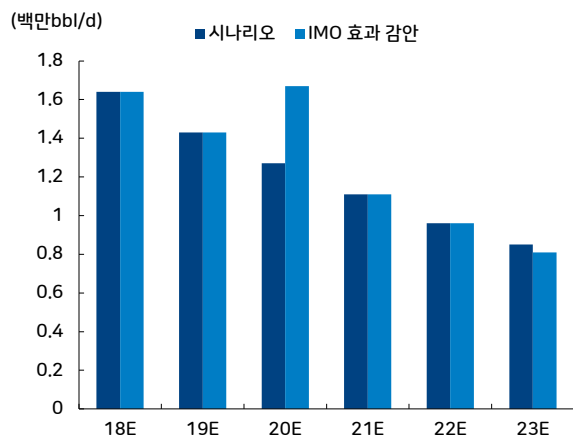


2-2) IMO 선박연료 SOx 규제 강화로 인한 원유 수요 증가는 여전히 유효

2020 IMO 선박연료 SOx 규제 강화로 인한 원유 수요 증가는 여전히 유효하다. OPEC은 동 규제 강화로 인한 원유 수요 증대 효과가 40만 bbl/d에 달할 것으로 전망하고 있다 <그림 12>. 또한 글로벌 정제 수요 증가도 '18년 165만 bbl/d, '19년 145만 bbl/d로 소폭 둔화되다가, '20년에 170만 bbl/d로 크게 확대될 것으로 언급하고 있다 <그림 13>.

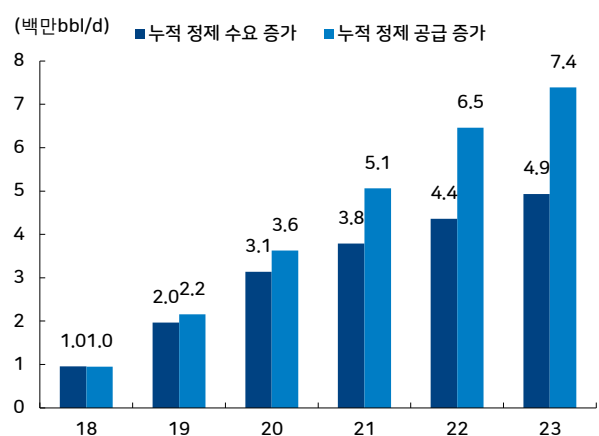
참고로, IMO 규제에 대해 선주들이 선택할 수 있는 선택지는 3가지로, 1) Scrubber 설치 + 고유황유 사용, 2) 저유황유(MGO/LSFO) 사용, 3) LNG 선박으로의 대체이다 <그림 14>. 글로벌 Scrubber 설치능력은 연간 2,500대 수준으로, 2020년에 전체 선대에서 Scrubber가 설치된 선박이 차지하는 비중은 5~10% 내외일 것으로 전망한다. 따라서 저유황유의 수요가 자연스레 증가할 수밖에 없고, 이후 Scrubber/LNG 선박이 수요를 대체할 것이다 <그림 15>.

그림 12. OPEC의 글로벌 원유 수요 증가 시나리오



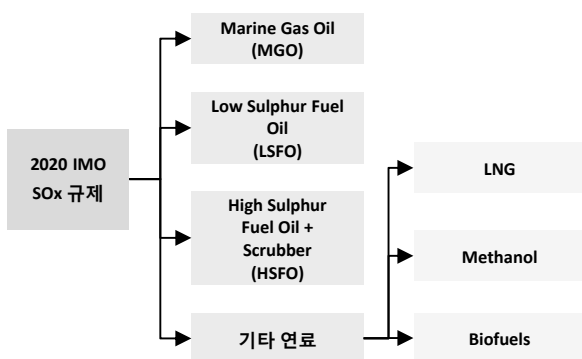
자료:하이투자증권

그림 13. OPEC의 글로벌 누적 정제 수요/공급 증가 전망



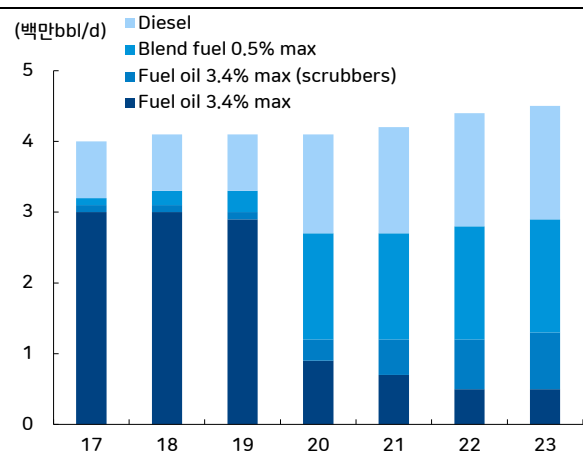
자료:하이투자증권

그림 14. 2020 IMO 선박연료 규제 강화에 대해 선주들이 선택할 수 있는 선택지



자료:하이투자증권

그림 15. OPEC의 해양연료 수요 전망



자료:하이투자증권

3. OPEC+의 감산합의와 사우디의 수출량 감축 선언으로 반등

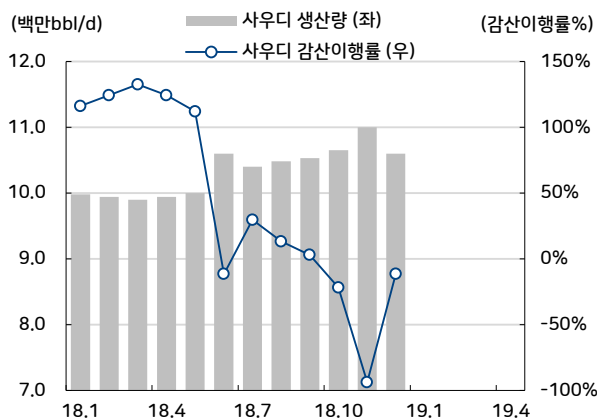
이란 경제제재 실효성 감소로 인해 약세를 보였던 유가는 OPEC+의 감산합의와 사우디의 추가적인 수출량 감축 선언으로 인해 반등에 성공하였다.

지난 '18 년 12 월 175 차 정기 회담을 통해 OPEC+는 120 만 bbl/d 감산합의에 도달하였다. 이 중 OPEC 의 감산 규모는 80 만 bbl/d [사우디 25 만 bbl/d 수준], 非 OPEC 국가의 감산규모는 40 만 bbl/d [러시아 20 만 bbl/d 수준]으로 결정되었다. 참고로, 이란은 감산 대상에서 제외되었다.

그런데 최근 사우디가 \$80/bbl 을 목표로 원유 수출 물량을 710 만 bbl/d 로 감축할 것이라 밝혔다. 이는 평균 수출 물량 대비 -80 만 bbl/d 감소한 수준이다. 전술한 OPEC+ 120 만 bbl/d 감산합의에서 사우디가 밝힌 감산 규모인 25 만 bbl/d 대비 크게 높은 수준이며, 유가 상승 요인으로 작용하고 있다 <그림 16>.

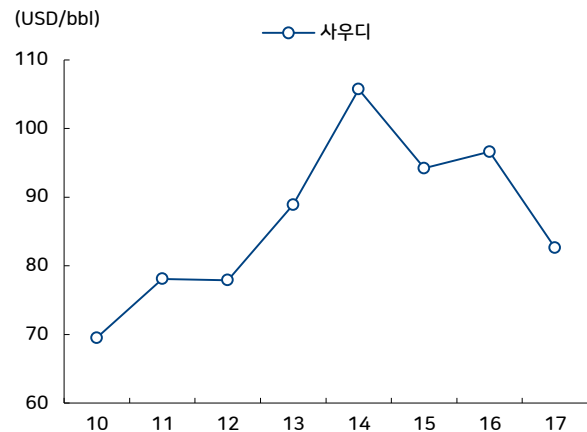
사우디가 \$80/bbl 을 목표로 설정한 이유는, <그림 17>에서 볼 수 있 듯이 사우디의 Fiscal Breakeven Oil Price 가 \$80/bbl 수준이기 때문이다. 현 수준의 유가에서 사우디는 재정 적자를 맞이할 가능성이 크다.

그림 16. 사우디의 원유 생산량과 감산이행률 추이



자료:하이투자증권

그림 17. 사우디의 Fiscal Breakeven Oil Price

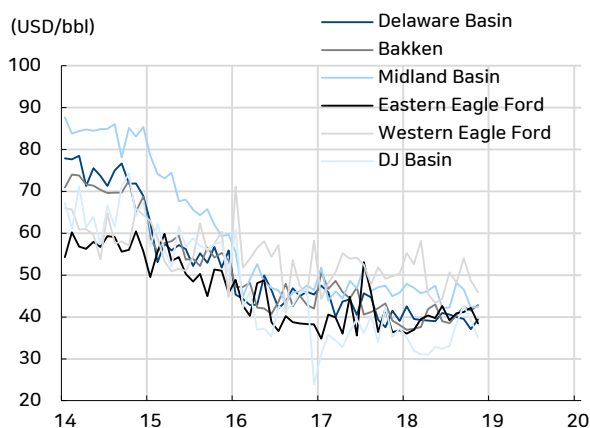


자료:하이투자증권

4. 향후 미국이 국제유가의 급락/급등을 제한할 것이다

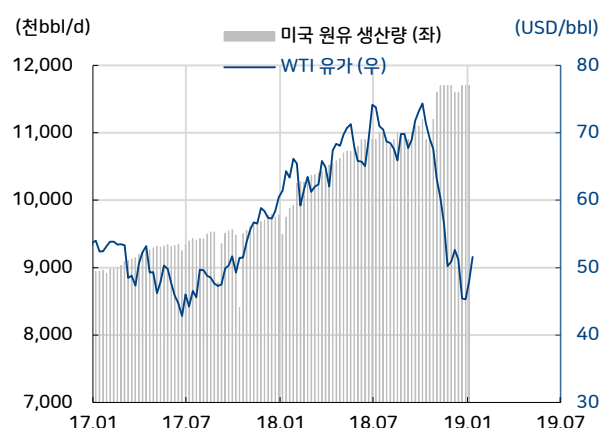
WTI 유가 Band 로 \$45-60/bbl 을 제시하였는데, 이는 향후 미국이 공급량 조절을 통해 국제유가의 급락/급등을 제한할 것이라 전망하기 때문이다. 먼저 미국의 주요 Shale 생산지 BEP 유가는 \$45/bbl 수준인데, 이를 기반으로 국제유가 Band 는 바닥을 형성할 것이다 <그림 18>. 반면 미국의 원유 생산량 규모는 1,170 만 bbl/d 수준으로 고점을 갱신하고 있고, Pipeline 부족으로 인해 재고는 쌓여가고 있어 국제유가의 상단을 제한할 것으로 판단한다 <그림 19,20>. 생산량 뿐만 아니라, 미국 내 주요 원유 매장 지역의 DUC 완결 시 증산 규모는 570 만 bbl/d 로 추정되어 생산여력도 꾸준히 늘어나고 있는 것으로 보인다 [Bakken 1,500bbl/d, Eagleford 1,400bbl/d, Niobrara 1,200bbl/d, Permian 500bbl/d 가점] <그림 21>.

그림 18. 미국의 주요 Shale 생산지 BEP 유가 추이



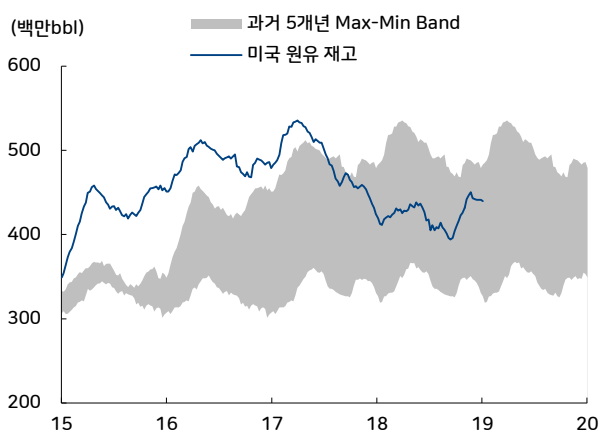
자료:하이투자증권

그림 19. WTI 유가 및 미국 원유 생산량 추이



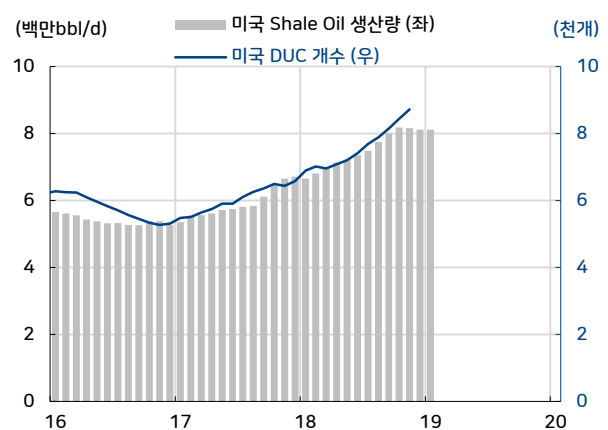
자료:하이투자증권

그림 20. 미국 원유 재고 및 과거 5개년 Max-Min Band



자료:하이투자증권

그림 21. 미국 Shale Oil 생산량 및 DUC 개수 추이



자료:하이투자증권

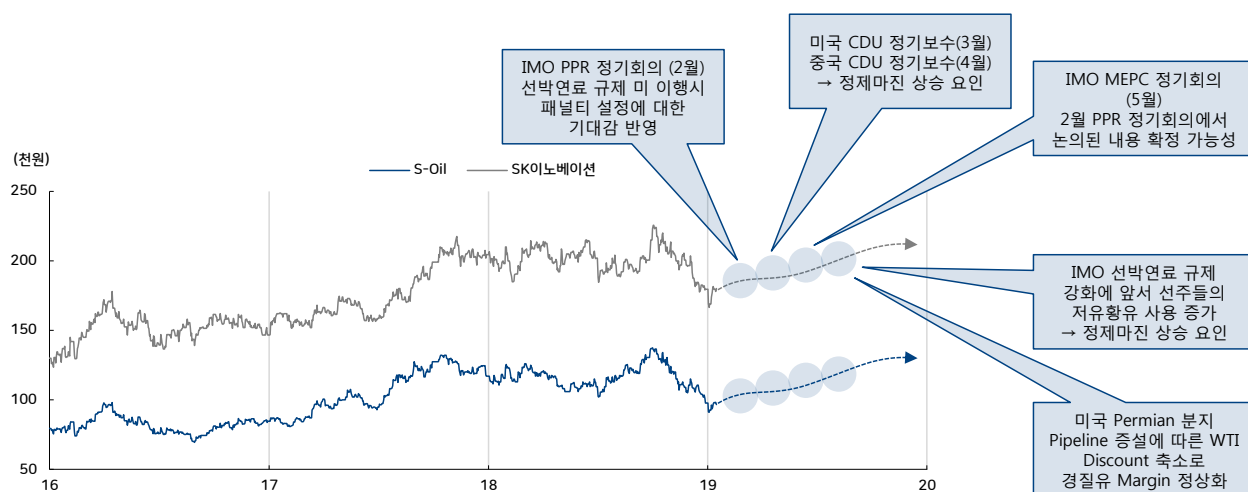
II. 정유

1. 결론 : '19년 업종 주가/실적 모멘텀 확인. IMO 수해와 정제마진의 정상화

4Q18 정유업종 실적은 1) 국제유가 하락에 따른 원유재고평가손실 인식, 2) 경질유 Crack Margin 축소에 따른 복합정제마진 하락으로 인해 q/q 크게 악화될 것으로 전망한다. PX Margin은 전분기에 이어 견조한 수준을 유지하였을 것이나, 1Q19에는 q/q 악화될 가능성이 높다.

반면 '19년은 1) 정제마진의 정상화와 2) IMO 수해 기대감이 정유업종 주가에 반영될 것으로 전망한다 <그림 22>. 3월은 미국, 4월은 중국의 CDU 정기보수가 예정되어 있어, 석유제품 공급량이 감소하며 정제마진에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 2H19부터는 1) 미국의 Pipeline 증설에 따른 Dubai-WTI gap 축소로 경질유 Crack Margin이 정상화 될 것이며, 2) 2020 IMO SOx 규제 강화에 앞서 저유황유 수요가 증가함에 따라 정제마진의 추가적인 개선을 기대해 볼 수 있다. 2020 IMO SOx 관련 Penalty도 2월 PPR, 5월 MEPC 정기 회의를 통해 논의/확정될 가능성이 있어 긍정적이다.

그림 22. 정유업종 주가 추이 및 전망



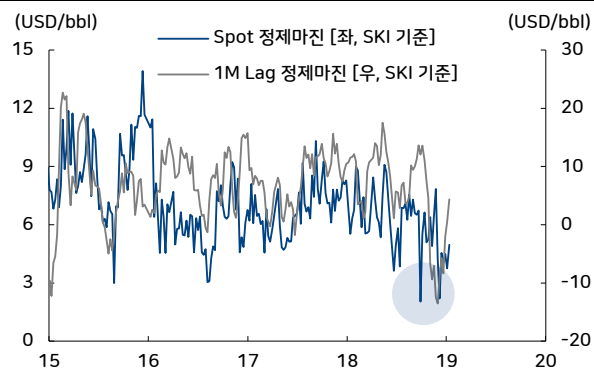
자료:하이투자증권

2. '19년에는 정제마진의 점진적인 정상화를 기대

'19년에는 정제마진의 점진적인 개선을 기대한다. 3월에는 미국의 CDU 정기보수, 4월에는 중국의 CDU 정기보수가 예정되어 있어, 석유제품 공급량 감소로 정제마진이 개선될 것이다. 2H19에는 1) 2020 IMO SOx 규제 강화에 앞서 선주들의 저유황유 수요가 증가함에 따라 경유 Crack Margin에 긍정적인 영향을 미칠 것이고, 2) 미국 Pipeline의 증설이 집중적으로 이루어짐에 따라 Dubai-WTI gap이 축소되며 경질유 Crack Margin이 정상화 될 것이다.

'18 연말 정제마진의 급락은 휘발유를 필두로 한 경질유 Crack Margin의 축소에 근거한다 <그림 23>. 미국의 정유사들이 가동률을 95% 이상으로 높은 수준을 유지함에 따라 경질유 공급량이 늘어났음이 주요 원인이다 <그림 24>. Dubai 원유 대비 WTI 원유의 가격이 크게 discount를 받음에 따라 미국의 정유사들이 양호한 수익성을 기반으로 가동률을 높일 수 있었고, WTI는 경질원유이기에 상대적으로 경질유의 수율이 높았다 <그림 25>. Dubai-WTI gap이 확대된 이유는 미국의 Pipeline 부족에 따른 Bottleneck 현상 때문이다 <그림 26>. 원유 생산량은 늘어났으나, 역외로 수출할 방법이 없다 보니 Local 정유사들에게 염가로 공급됨에 따라 WTI 가격이 상대적으로 약세를 보였다.

그림 23. 복합정제마진 추이 [SKI 기준]



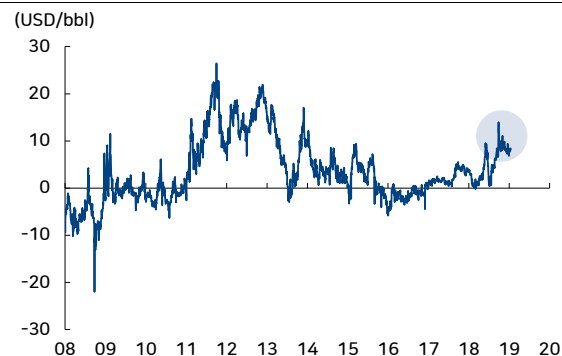
자료:하이투자증권

그림 24. 미국의 정제 가동률 추이



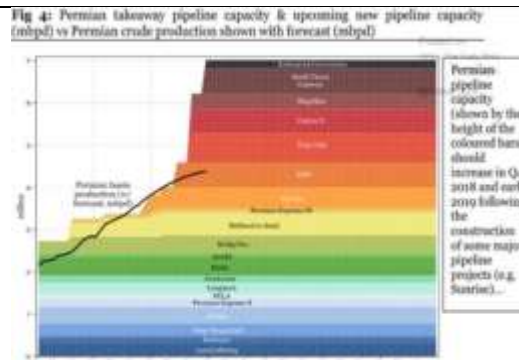
자료:하이투자증권

그림 25. Dubai-WTI 유가 Gap 추이



자료:하이투자증권

그림 26. 미국 Permian 분지 Pipeline 증설 계획



자료:하이투자증권

3. 2020 IMO SOx 규제에 대한 Penalty 확정 시 주가 모멘텀 강화

2020 IMO SOx 규제 미이행에 대한 Penalty 가 설정된다면, 주가 모멘텀 강화 요인으로 작용할 수 있을 것으로 판단한다. 현재는 IMO SOx 규제 미이행에 대한 Penalty 가 설정되어 있지 않아, 이행률에 대한 의구심이 남아있는 상태이다. OPEC 도 2020 년 IMO 규제 이행률을 75%로 전망하고 있다 [‘23 년 90%].

IMO 는 산하기관인 PPR(Pollution Prevention and Response)에 2020 IMO SOx 규제 강화 시행 방안 도출에 대해 주도적인 역할을 위임하였다. 다가오는 2 월 18-22 일 PPR 6th 정기회의에서 Enforcement 에 대한 부분이 상세히 논의되고, 5 월 13-17 일 MEPC 74th 정기회의를 통해 확정될 가능성이 높아 보인다 <그림 27>.

그림 27. IMO 정기 회의 일정

Forthcoming Meetings

2019

February

- Sub-Committee on Ship Design and Construction (SDC)
4-8 February - 6th session
- Sub-Committee on Pollution Prevention and Response (PPR)
18-22 February - 6th session

March

- Sub-Committee on Ship Systems and Equipment (SSE)
4-8 March - 6th session
- Legal Committee (LEG)
27-29 March - 106th session

April

- Facilitation Committee (FAL)
8-12 April - 43rd session
- Sub-Committee on Human Element, Training and Watchkeeping (HTW)
29 April-3 May - 6th session

May

- Marine Environment Protection Committee (MEPC)
13-17 May - 74th session

자료:하이투자증권

III. 화학

1. 결론 : 미-중 무역분쟁 해소 시 역내 업체로 수혜 집중 전망하나, 업황 Turn-around 시그널은 아직까지 미약하다

미-중 무역분쟁 영향으로 인해 1) 대부분의 제품 Spread 가 크게 악화되었으며, 2) 재고 Restocking 수요가 실종되었다. 무역분쟁 장기화 시 '19 년에도 업황 둔화가 불가피 하나, 종결 시에는 우리나라를 포함한 역내 업체에 수혜가 집중될 것이다. '17 년 기준 중국의 플라스틱 수입액에서 미국이 차지하는 비중은 10.1%였는데, 관세부과로 인해 미국의 비중이 축소되고 기존 중국 내 M/S 가 높았던 국가들 [한국, 일본, 대만 등]에게 유리한 환경이 조성될 것이기 때문이다 <그림 29>. '19 년 1 월 7~9 일 무역협상 이후 1) 22~25 일 다보스포럼 혹은 2) 30~31 일 중국 류히 경제담당 부총리의 미국 방문을 통해 향후 협상 윤곽이 잡힌다면, 무역분쟁 해소 기대감을 기반으로 양호한 주가 흐름을 기대해 볼 수 있다 <그림 30>.

그림 28. 미국의 국가별 플라스틱(HSC 39) 수입액 및 비중

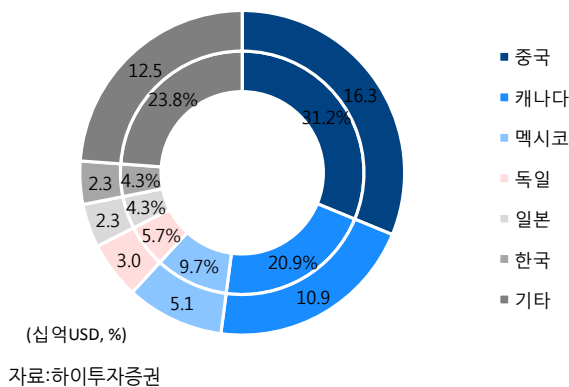


그림 29. 중국의 국가별 플라스틱(HSC 39) 수입액 및 비중

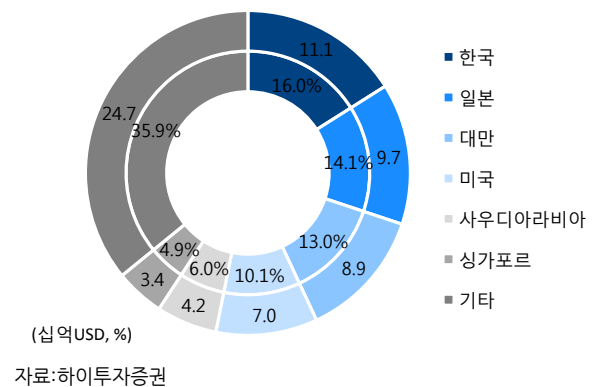


그림 30. 미-중 무역분쟁 관련 주요 이벤트

제제국가	날짜	주요내용	제제규모
미국	2018-03-23	중국산 철강, 알루미늄에 관세 부과	30억달러
중국	2018-04-02	미국산 농산물 등 128개 품목에 보복관세 부과	30억달러
미국	2018-04-03	중국산 수입품 1333개 항목에 25% 관세 검토	460억달러
중국	2018-04-04	미국산 대두, 자동차 등 106개 항목에 보복관세 검토	500억달러
미국	2018-04-05	중국산 수입품에 추가 관세 지시	1000억달러
미국	2018-04-16	ZTE 통신장비 기업에 미국 부품을 7년간 수출 금지	-
중국	2018-04-17	미국산 사탕수수에 178.6% 관세 부과	10억달러
중국	2018-04-17	운수장비 산업에 대한 외국인 투자 제한 폐지	-
미국	2018-05-29	재차 중국에 관세 부과 성명	-
미국	2018-06-15	중국산 818개 항목(340억달러)에 25% 관세 부과, 284개 항목 보류	500억달러
중국	2018-06-16	미국산 수입품 545개 항목(340억달러)에 25% 보복 관세 부과 지시	500억달러
미국	2018-06-29	중국산 수입품에 10% 관세 부과 경고	2000억달러
중국	2018-07-02	미국 반도체 대기업 마이크론의 중국 내 판매 금지	-
중국	2018-07-06	대미 관세 강행 (1차 340억달러 품목 부과, 160억달러는 7월 안에 부과)	500억달러
미국	2018-07-10	추가 10%의 관세 부과 절차 시작하라고 지시	2000억달러
미국	2018-08-01	관세율을 10%에서 25%로 인상할 것을 검토하라고 지시	2000억달러
중국	2018-08-03	미국산 제품 5207개 품목에 5~25% 차별화 보복관세 부과 경고	600억달러
미국	2018-09-18	2000억달러 중국산 제품에 10% 관세 부과	-
미국	2018-11-20	신기술 수출 신규 규제안에 대한 의결수행안 시행	-

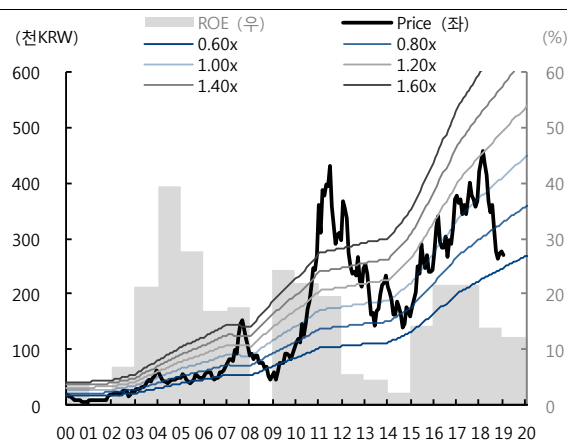
자료:하이투자증권

2. 턀어라운드 시그널은 아직까지 미약하다

당사는 아직까지 화학 업황 턀어라운드 시그널은 미약한 것으로 판단한다. 1) 2 월 춘절을 앞두고 PE, PP, PVC 등의 주요 제품에 대한 Restocking 수요가 아직 미약하고 <그림 32,33,34>, 2) 대부분의 화학제품 Spot Spread 가 부진한 상황이다 [PVC(중국 공장 폭발로 인한 공급차질 이슈), PX/TPA(폴리에스터 업황 호조/중국의 폐플라스틱 수입 중단 영향) 제외].

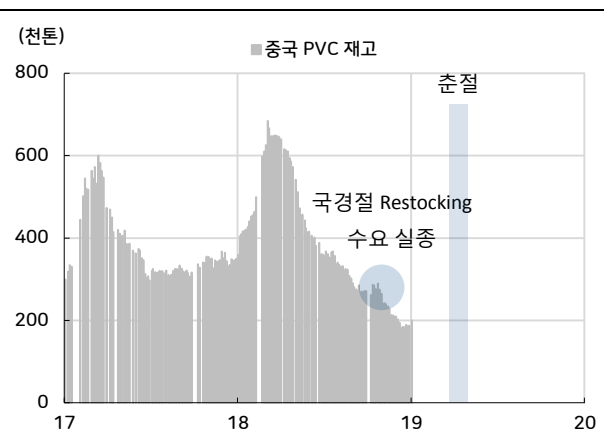
화학업종 주가 Valuation 이 역사적 저점에 근접하였음은 매력적이다 <그림 31>. 그러나 업종에 대한 투자 시점은 1 월 22~25 일 다보스 포럼 및 30~31 일 중국 류히 경제부총리의 미국 방문을 통한 미-중 무역분쟁 해소 가능성 타진 이후를 적정 시점으로 제시한다. 수요 부진의 핵심은 미-중 무역분쟁에 따른 불확실성이기 때문이다.

그림 31. 롯데케미칼의 PBR/ROE Band Chart



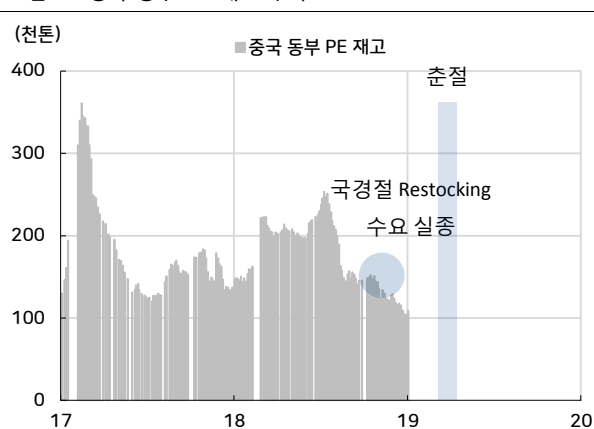
자료:하이투자증권

그림 32. 중국 PVC 재고 추이



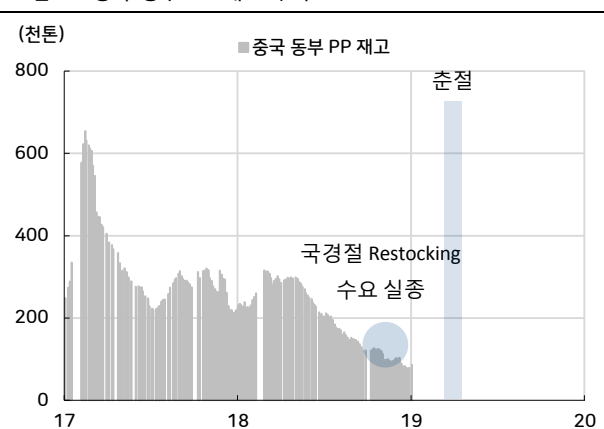
자료:하이투자증권

그림 33. 중국 동부 PE 재고 추이



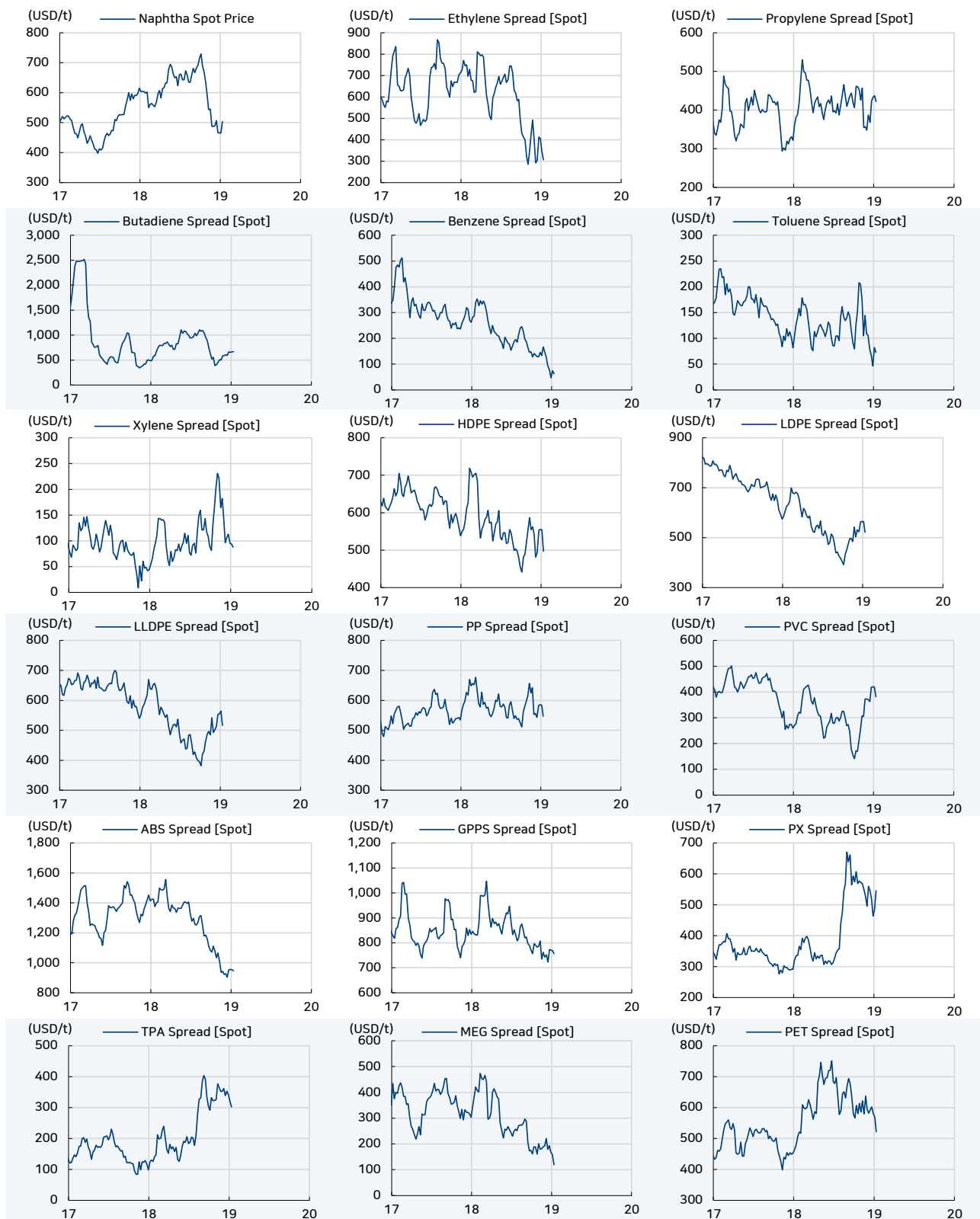
자료:하이투자증권

그림 34. 중국 동부 PP 재고 추이



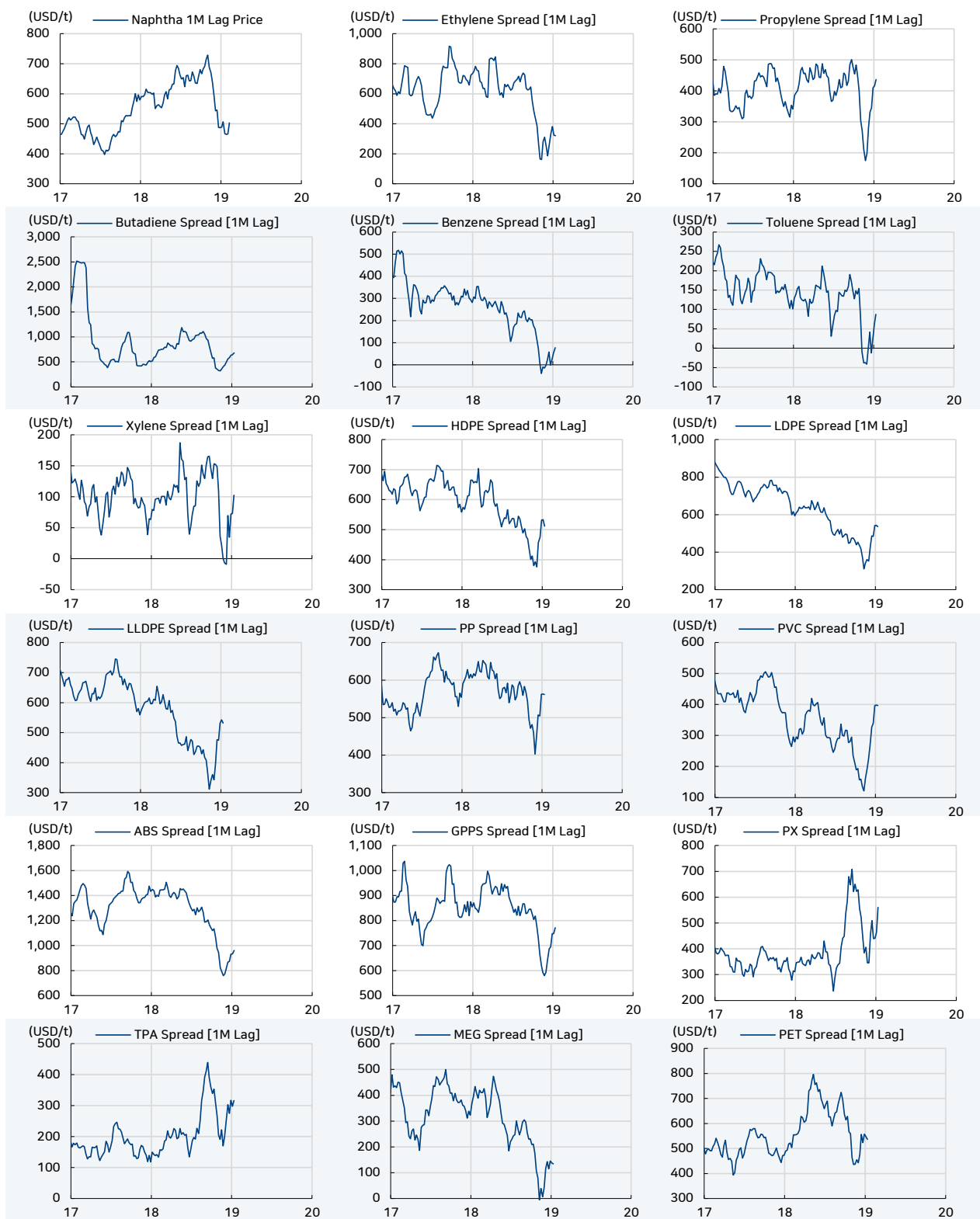
자료:하이투자증권

그림 35. 주요 화학제품 - Naptha Spread 추이 [Spot]



자료:하이투자증권

그림 36. 주요 화학제품 - Naptha Spread 추이 [1M Lag]



자료:하이투자증권

3. 무역분쟁 해소 시 역내 업체로 수혜 단기 집중 전망

미-중 무역분쟁 해소 시에 중국 내 M/S 확대에 성공한 역내 업체들에게 수혜가 단기적으로 집중될 것으로 판단한다. 중국의 플라스틱 수입액에서 미국이 차지하는 비중은 10.1%인데, 관세 부과로 인해 미국의 비중이 축소되며 역내 업체들이 중국 내 M/S를 확대할 수 있는 기회가 될 것이기 때문이다.

이를 뒷받침하듯 한국의 중국向 HDPE 수출 비중은 지난 '18년 8월 이후 50% 이상을 꾸준히 유지하고 있으며 <그림 37>, LDPE/LLDPE 수출 비중도 높은 수준을 계속 유지하고 있다 <그림 38>. 반면 미국의 중국向 HDPE 수출 비중은 '18년 8월 10.9%에서 10월 5.0%로 축소되었다 <그림 39>. 0.0%에 가까웠던 미국의 베트남/벨기에/말레이시아 向 수출 비중은 5.0% 수준으로 확대되어, 미국산 합성수지 원료 물량이 중국 대신 타지역으로 집중되고 있음을 알 수 있다 <그림 40>.

그림 37. 한국의 중국向 HDPE 수출 비중 추이

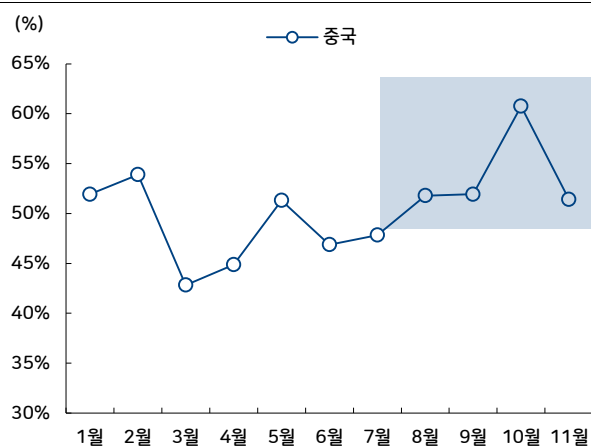


그림 38. 한국의 중국向 LDPE/LLDPE 수출 비중 추이

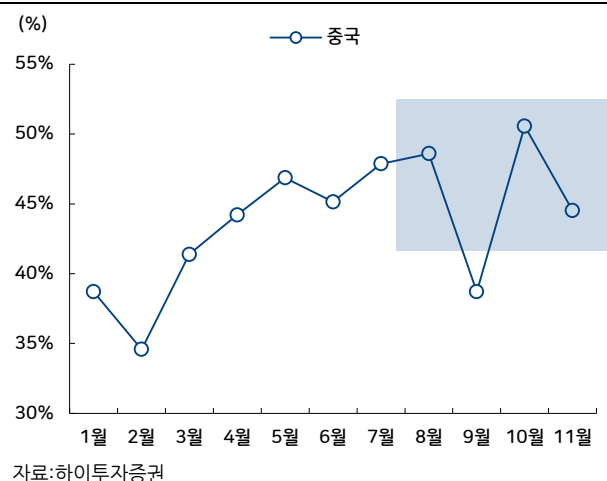


그림 39. 미국의 중국向 HDPE 수출 비중 추이

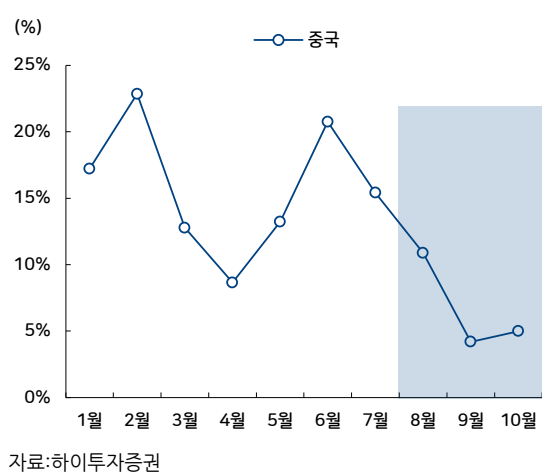
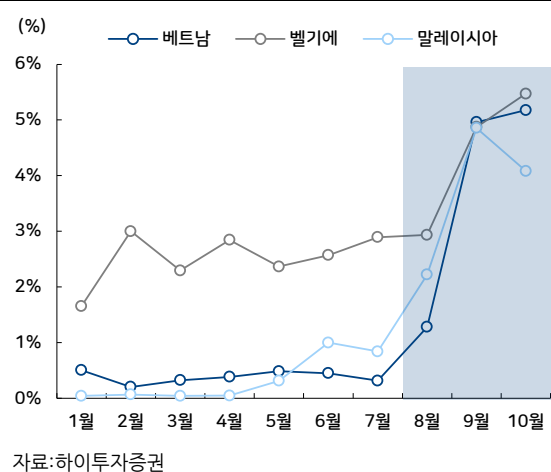


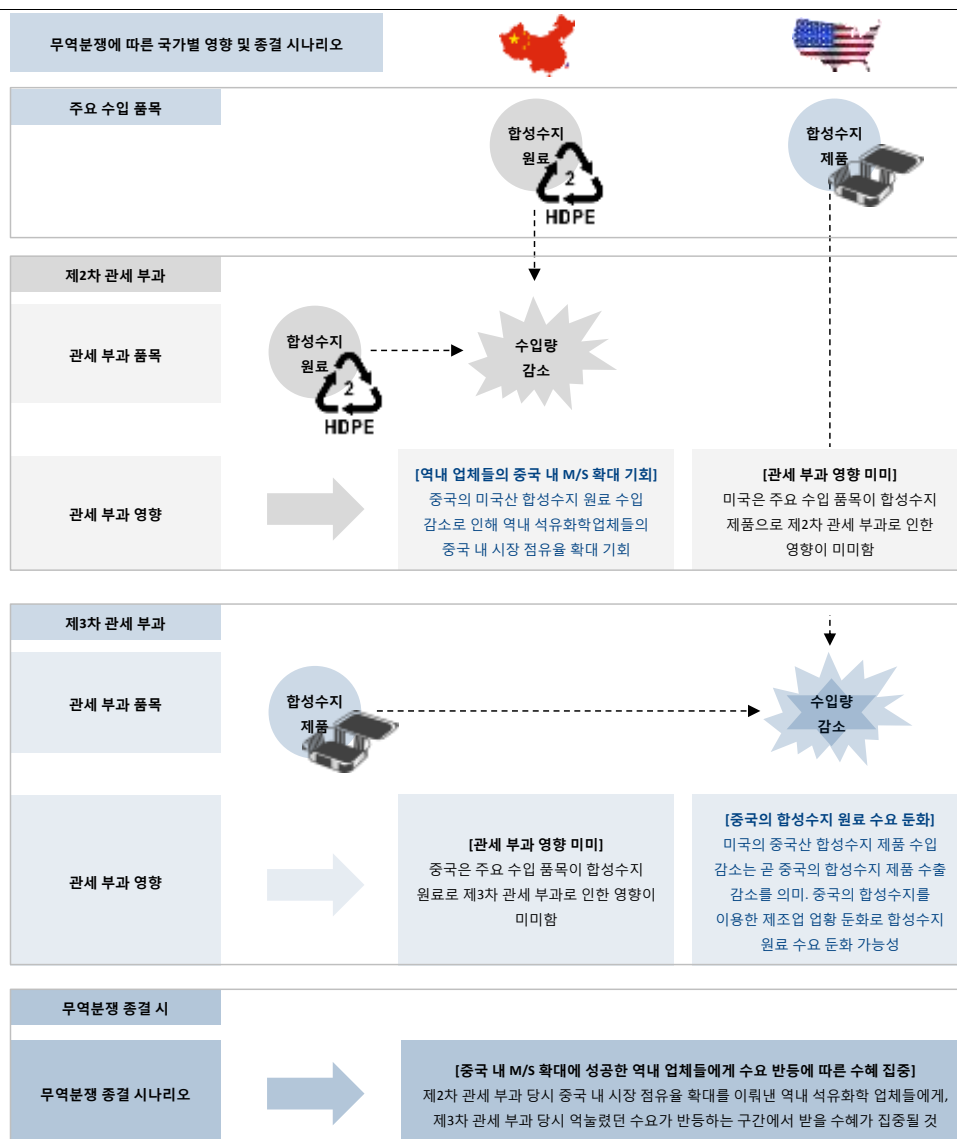
그림 40. 미국의 베트남/벨기에/말레이시아向 HDPE 수출 비중



미-중간의 무역은 기본적으로 중국은 미국산 합성수지 원료(HDPE, PVC 등)를 구매하여, 합성수지 제품(플라스틱 용기 등)으로 가공해 미국으로 역수출하는 구조이다.

지난 '18 년 8 월 발효된 제 2 차 관세는 합성수지 원료에 부과되다 보니 중국의 미국산 합성수지 원료 수입량이 감소할 수 밖에 없었고, 이는 역내 업체들의 중국 내 M/S 확대 기회가 되었을 것이다. '18 년 9 월 발효된 제 3 차 관세는 합성수지 제품에 부과되었기 때문에, 미국의 중국산 합성수지 제품 수입량이 감소로 이어질 수 밖에 없다. 이는 곧 중국 제조업의 둔화 및 중국으로 합성수지 원료를 수출하는 화학 업체들의 업황 둔화를 의미해, 최근 화학제품 Spread 악화에 일조했을 것이다 <그림 42>.

그림 41. 무역분쟁에 따른 국가별 영향 및 종결 시나리오



자료:하이투자증권

기업분석

- 24 S-Oil(010950)_보릿고개를 넘는 중
- 30 SK 이노베이션(096770)_바닥을 지나는 중
- 36 LG 화학(010950)_지속적으로 강화될 배터리 모멘텀
- 42 롯데케미칼(011170)_더 이상 나빠질 수 없다
- 48 한화케미칼(009830)_바닥을 짚고 돌아설 태양광

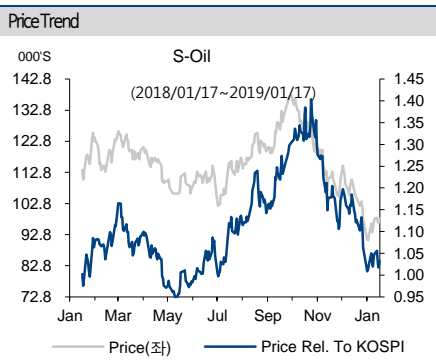
S-Oil (010950)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	125,000 원(하향)
종가(2019/01/17)	98,000 원

Stock Indicator	
자본금	292 십억원
발행주식수	11,660 만주
시가총액	11,296 십억원
외국인지분율	78.6%
52 주 주가	91,000~137,500 원
60 일평균거래량	306,979 주
60 일평균거래대금	33.1 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.4	-26.6	-15.2	-13.7
상대수익률	-10.1	-23.8	-6.8	2.6



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	20,891	25,416	25,538	25,650
영업이익(십억원)	1,373	822	1,238	1,390
순이익(십억원)	1,246	686	1,002	1,119
EPS(원)	10,690	5,880	8,590	9,596
BPS(원)	58,682	61,527	66,081	71,667
PER(배)	10.9	16.7	11.4	10.2
PBR(배)	2.0	1.6	1.5	1.4
ROE(%)	18.8	9.8	13.5	13.9
배당수익률(%)	8.1	7.9	8.9	8.9
EV/EBITDA(배)	9.7	14.2	8.8	7.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유·화학·유틸리티] 원민석
(2122-9193)
ethan.won@hi-ib.com

보릿고개를 넘는 중

4Q18 Preview : 국제유가 급락으로 큰 폭의 감익 불가피

동사의 4Q18 실적은 매출 6 조 8142 억원 (q/q -5.2%, Cons. 6 조 4,678 억원), 영업적자 -1,513 억원 (q/q 적자전환, Cons. -1,070 억원)으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 전분기 대비 실적 악화의 주요 원인은 1) 국제유가 하락에 따른 원유 재고 평가손실 [2,400 억 추정] 발생 및 2) 휘발유 Crack Margin 축소로 인한 정제마진 악화이다.

정유부문 영업적자는 -2,654 억원 (q/q 적자전환)으로 전분기 대비 크게 악화될 것이다. 1) 국제유가 하락 [Dubai 기준 9 월 평균 \$78.4/bbl → 12 월 평균 \$56.8/bbl]로 인한 원유 재고평가손실 발생 및 2) 휘발유 Crack Margin 축소 [그림 x]에 따른 정제마진 악화가 주요 이유이다. 석유화학부문 영업이익은 738 억원 (q/q -27.7%)으로 전분기 대비 소폭 악화될 것인데, 분기 평균으로 PX Spread 가 견조한 수준을 유지하였으나 Benzene Spread 가 크게 축소되었기 때문이다. 윤활기유부문 영업이익은 403 억원 (q/q -6.8%)으로 전분기와 비슷한 실적을 유지할 것이다.

지난 '18 년 11 월부터 RUC/ODC 가 상업가동을 개시하였으나, Bunker-C 유 대비 휘발유 가격의 상대적인 약세로 인해 실적 개선폭은 시장 기대치 대비 낮았을 것으로 추정한다. RUC/ODC 증설로 인한 의미 있는 실적개선은 '19 년 중순 휘발유 Crack Margin 회복 시점에 기대해 볼 수 있을 것이다. 현재의 휘발유 Crack Margin 약세는 구조적인 문제에서 기인하는데, '19 년에 미국 Permian 분지 Pipeline 증설이 본격화되며 개선될 가능성이 높다 [美 Pipeline Bottleneck → WTI discount → WTI 사용 비중 확대에 따른 휘발유 수출 상승, 공급량 증가].

동사의 배당은 배당성향 기준 40~60%대에서 결정된다. '18 년은 감익을 가정한다면 배당규모가 축소될 가능성이 있다. 그러나 '19 년은 RUC/ODC 프로젝트 종결로 인해 CAPEX 가 전년 대비 1.5~1.6 조 정도 감소할 것이기에, RUC/ODC 증설효과가 발현된다면 향후 배당여력은 충분할 것으로 판단한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 125,000 원으로 하향

동사에 대한 투자의견 Buy 를 유지하나, 실적추정치 조정에 따라 목표주가를 125,000 원으로 하향한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 61,387 원에 Target PBR 2.09x [12M Fwd ROE 14.2%, 12M Fwd COE 6.8%]를 적용하여 산정하였다.

Earnings : 보릿고개를 넘는 중

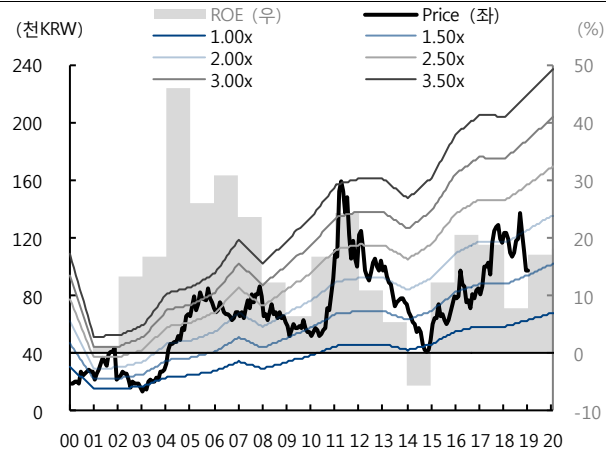
그림 42. S-Oil의 부문별 실적 추정

S-Oil [010950]	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
주요 가정												
두바이 유가 [Avg]	USD/bbl	53.4	49.8	50.7	59.4	64.4	72.2	74.7	67.5	53.3	69.7	56.0
두바이 유가 [Avg, 1M Lag]	USD/bbl	54.5	51.5	48.2	58.1	64.7	68.9	73.1	70.2	53.1	69.2	56.0
두바이 유가 [End]	USD/bbl	51.9	46.5	55.8	64.0	65.5	75.3	84.9	53.5	64.0	53.5	56.0
사우디 OSP [Avg, 1M Lag]	USD/bbl	-0.2	-0.2	-0.5	0.2	1.5	1.3	2.0	1.3	-0.2	1.5	1.1
KRW/USD 환율 [Avg]	KRW/USD	1,152.1	1,128.9	1,131.8	1,105.5	1,071.4	1,079.2	1,120.1	1,126.8	1,129.6	1,099.4	1,126.8
KRW/USD 환율 [End]	KRW/USD	1,116.7	1,144.4	1,144.3	1,066.4	1,060.3	1,113.9	1,110.0	1,113.3	1,066.4	1,113.3	1,113.3
매출액	십억원	5,200.2	4,665.0	5,211.9	5,814.4	5,411.0	6,003.1	7,187.9	6,814.2	20,891.5	25,416.2	25,538.4
정유	십억원	4,044.0	3,698.6	4,107.4	4,562.4	4,341.3	4,754.1	5,728.1	5,259.9	16,412.4	20,083.4	19,507.7
석유화학	십억원	771.4	560.6	699.5	832.6	690.2	829.3	1,050.4	1,131.7	2,864.1	3,701.6	4,354.0
윤활유	십억원	384.8	405.8	405.0	419.4	379.5	419.7	409.4	422.6	1,615.0	1,631.2	1,676.6
영업이익	십억원	333.5	117.2	553.2	369.4	255.5	402.6	315.7	-151.3	1,373.4	822.5	1,238.5
정유	십억원	109.7	-84.9	336.4	266.1	90.4	305.2	170.4	-265.4	627.3	300.6	449.2
석유화학	십억원	139.6	72.8	90.5	22.9	81.0	16.5	102.1	73.8	325.8	273.4	442.7
윤활유	십억원	84.2	129.4	126.3	80.4	84.1	80.9	43.2	40.3	420.3	248.5	346.6
영업이익률	%	6.4%	2.5%	10.6%	6.4%	4.7%	6.7%	4.4%	-2.2%	6.6%	3.2%	4.8%
정유	%	2.7%	-2.3%	8.2%	5.8%	2.1%	6.4%	3.0%	-5.0%	3.8%	1.5%	2.3%
석유화학	%	18.1%	13.0%	12.9%	2.8%	11.7%	2.0%	9.7%	6.5%	11.4%	7.4%	10.2%
윤활유	%	21.9%	31.9%	31.2%	19.2%	22.2%	19.3%	10.6%	9.5%	26.0%	15.2%	20.7%
세전이익	십억원	519.9	71.1	527.0	526.9	258.2	214.5	315.5	116.5	1,644.9	904.7	1,321.7
당기순이익	십억원	393.9	66.9	398.7	386.9	188.7	163.2	229.9	103.8	1,246.5	685.6	1,001.6
지배주주순이익	십억원	393.9	66.9	398.7	386.9	188.7	163.2	229.9	103.8	1,246.5	685.6	1,001.6

자료:하이투자증권

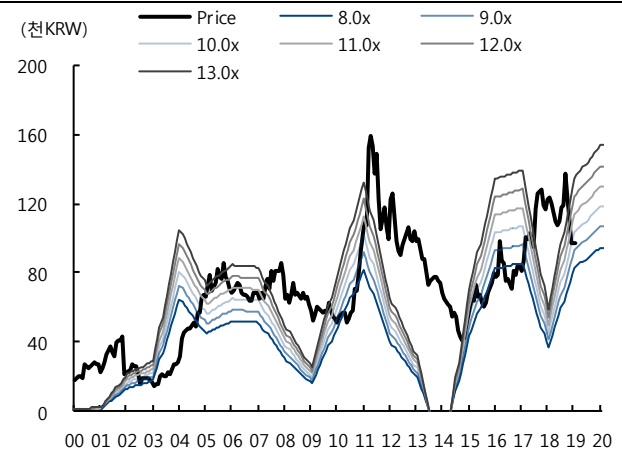
Multiple Band Charts & Consensus

그림 43. S-OIL PBR/ROE Band Chart



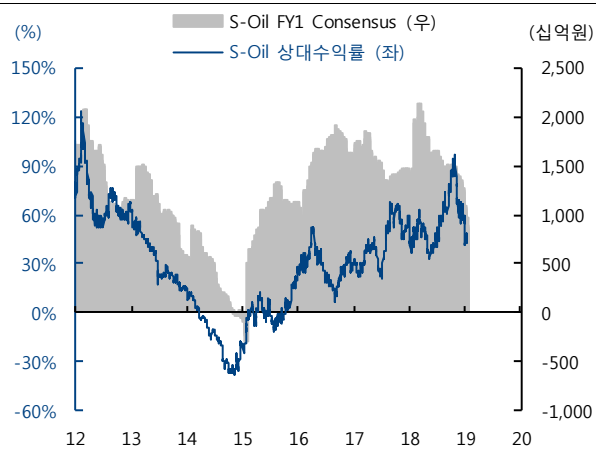
자료:하이투자증권

그림 44. S-OIL PER Band Chart



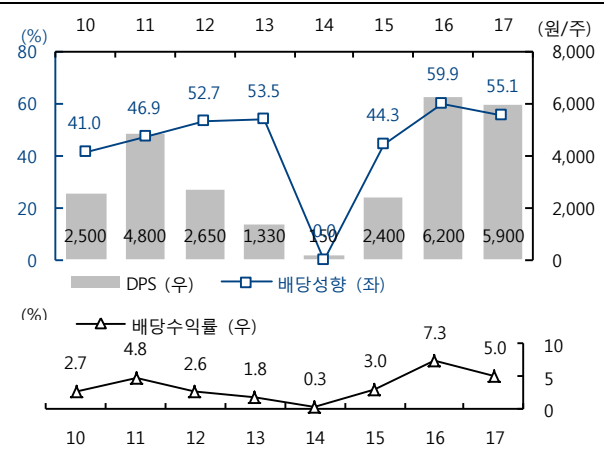
자료:하이투자증권

그림 45. S-OIL의 상대수익률 및 FY1 Consensus 추이



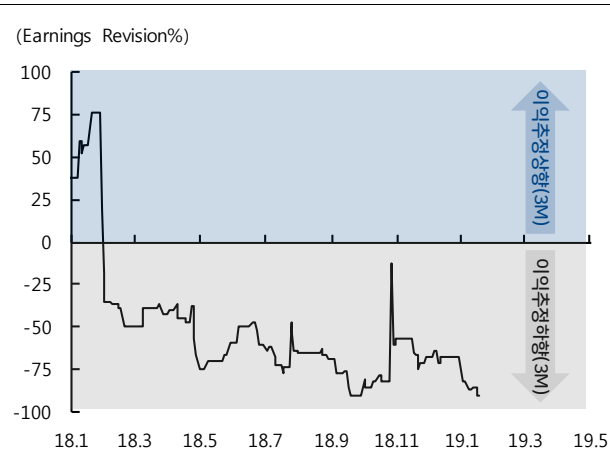
자료:하이투자증권

그림 46. S-OIL의 DPS, 배당성향, 배당수익률 추이



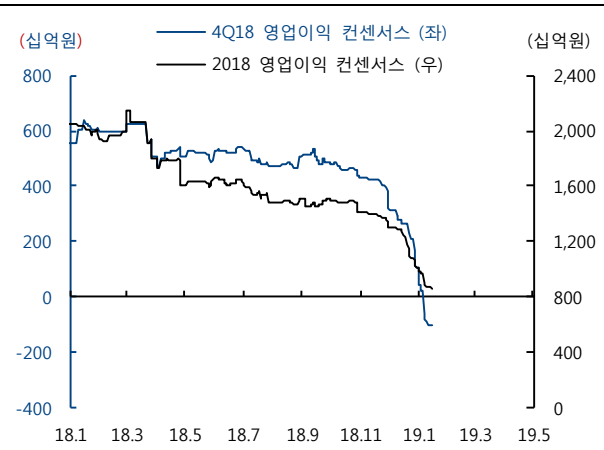
자료:하이투자증권

그림 47. S-OIL의 Earning Revision(3M) 추이



자료:하이투자증권

그림 48. S-OIL의 4Q18/2018 영업이익 Consensus(1M)



자료:하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,775	6,860	6,551	6,373
현금 및 현금성자산	480	444	545	564
단기금융자산	1,742	881	445	225
매출채권	1,772	2,153	2,166	2,177
재고자산	2,791	3,395	3,412	3,426
비유동자산	8,313	10,157	10,281	10,393
유형자산	7,969	9,808	9,925	10,030
무형자산	105	97	91	85
자산총계	15,087	17,017	16,832	16,766
유동부채	4,544	4,940	4,820	4,700
매입채무	1,733	2,109	2,119	2,128
단기차입금	1,355	1,355	1,205	1,055
유동성장기부채	14	15	16	17
비유동부채	3,700	4,903	4,306	3,709
사채	2,670	3,270	2,970	2,670
장기차입금	804	1,404	1,104	804
부채총계	8,245	9,843	9,126	8,409
자배주지분	6,843	7,174	7,705	8,357
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	5,198	5,523	6,052	6,698
기타자본항목	21	28	31	36
비자배주지분	-	-	-	-
자본총계	6,843	7,174	7,705	8,357

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,143	498	1,325	1,569
당기순이익	1,246	686	1,002	1,119
유형자산감가상각비	285	296	520	534
무형자산상각비	9	8	7	5
지분법관련손실(이익)	5	5	5	5
투자활동 현금흐름	-832	-1,404	-332	-549
유형자산의 처분(취득)	-2,411	-2,135	-637	-638
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	4	-4	-4	-4
재무활동 현금흐름	-598	514	-1,109	-1,222
단기금융부채의증감	-	1	-149	-149
장기금융부채의증감	205	1,200	-600	-600
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-7	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	-287	-36	101	19
기초현금및현금성자산	767	480	444	545
기말현금및현금성자산	480	444	545	564

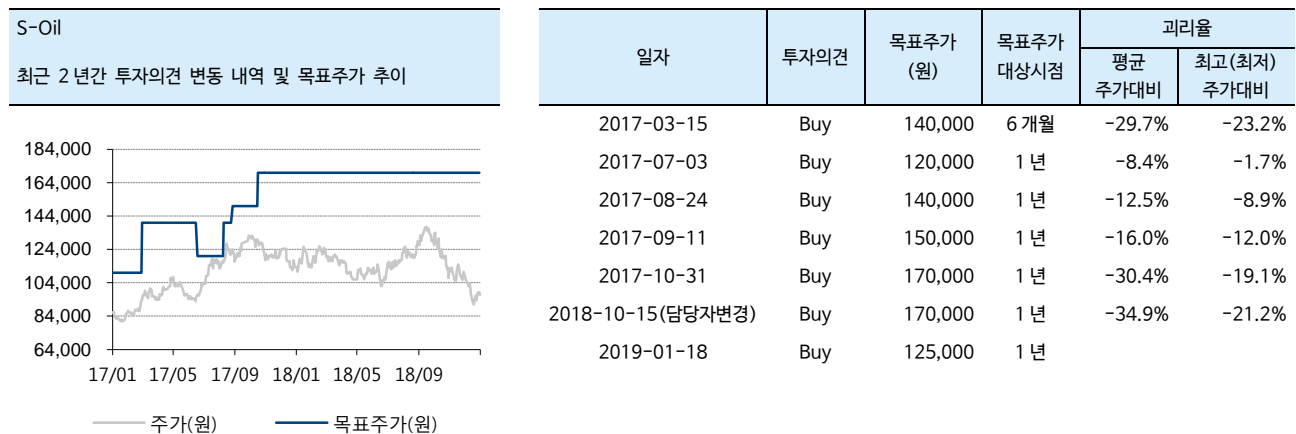
포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	20,891	25,416	25,538	25,650
증가율(%)	28.0	21.7	0.5	0.4
매출원가	18,783	24,013	23,632	23,603
매출총이익	2,108	1,403	1,906	2,047
판매비와관리비	735	582	668	657
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,373	822	1,238	1,390
증가율(%)	-15.1	-40.2	50.7	12.2
영업이익률(%)	6.6	3.2	4.8	5.4
이자수익	52	31	23	19
이자비용	58	73	64	55
지분법이익(손실)	5	5	5	5
기타영업외손익	63	-1	-2	-4
세전계속사업이익	1,645	905	1,322	1,477
법인세비용	398	219	320	358
세전계속이익률(%)	7.9	3.6	5.2	5.8
당기순이익	1,246	686	1,002	1,119
순이익률(%)	6.0	2.7	3.9	4.4
지배주주귀속 순이익	1,246	686	1,002	1,119
기타포괄이익	8	7	3	6
총포괄이익	1,254	692	1,004	1,124
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	10,690	5,880	8,590	9,596
BPS	58,682	61,527	66,081	71,667
CFPS	13,213	8,481	13,106	14,218
DPS	11,825	8,925	9,925	9,925
Valuation(배)				
PER	10.9	16.4	11.3	10.1
PBR	2.0	1.6	1.5	1.3
PCR	8.9	11.4	7.4	6.8
EV/EBITDA	9.7	14.1	8.8	7.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	18.8	9.8	13.5	13.9
EBITDA 이익률	8.0	4.4	6.9	7.5
부채비율	120.5	137.2	118.4	100.6
순부채비율	38.3	65.8	55.9	45.0
매출채권회전율(x)	13.4	13.0	11.8	11.8
재고자산회전율(x)	8.0	8.2	7.5	7.5

자료 : S-Oil, 하이투자증권 리서치센터



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 원민석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	90.9%	9.1%	-

SK 이노베이션 (096770)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	235,000 원(하향)
종가(2019/01/17)	182,500 원

Stock Indicator	
자본금	469 십억원
발행주식수	9,371 만주
시가총액	17,020 십억원
외국인지분율	38.1%
52 주 주가	166,500~225,500 원
60 일평균거래량	240,115 주
60 일평균거래대금	45.8 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.0	-16.7	-5.4	-7.8
상대수익률	-1.7	-13.9	2.9	8.4

Price Trend



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	46,261	54,334	45,174	45,354
영업이익(십억원)	3,234	2,143	2,619	2,847
순이익(십억원)	2,104	1,392	1,705	1,845
EPS(원)	22,449	14,856	18,189	19,691
BPS(원)	192,989	197,465	205,274	214,586
PER(배)	9.1	12.3	10.0	9.3
PBR(배)	1.1	0.9	0.9	0.9
ROE(%)	12.0	7.6	9.0	9.4
배당수익률(%)	6.3	7.0	7.0	7.0
EV/EBITDA(배)	4.9	6.8	5.6	5.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유·화학·유틸리티] 원민석
(2122-9193)
ethan.won@hi-ib.com

바닥을 지나는 중

4Q18 Preview : 국제유가 급락으로 큰 폭의 감익 불가피

동사의 4Q18 실적은 매출 13조 7,707억원 (q/q -7.9%, Cons. 13조 6,276억원), 영업적자 -2,556억원 (q/q 적자전환, Cons. 141억원)으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 전분기 대비 실적 악화의 주요 원인은 1) 국제유가 하락에 따른 원유 재고 평가손실 [4,000억 추정] 발생 및 2) 휘발유 Crack Margin 축소로 인한 정제마진 악화이다.

정유부문 영업이익은 -5,569억원 (q/q 적자전환)으로 전분기 대비 크게 악화될 것이다. 1) 국제유가 하락 [Dubai 기준 9월 평균 \$78.4/bbl → \$56.8/bbl]로 인한 원유 재고평가손실 발생 [4,000억 추정] 및 2) 경질유 Crack Margin 축소에 따른 정제마진 악화가 주요 이유이다. 석유화학부문 영업이익은 1,894억원 (q/q -45.2%)으로 전분기 대비 악화될 것인데, 분기 평균으로 PX Spread가 견조한 수준을 유지하였으나 Benzene 등의 주요 제품 Spread가 크게 축소되었기 때문이다. 윤활기유부문 영업이익은 1,346억원 (q/q +1.9%)으로 전분기와 영업환경이 크게 다르지 않아 비슷한 수준을 유지할 것으로 전망한다. 석유개발부문도 영업이익 674억원 (q/q -6.1%)로 전분기와 비슷한 수준을 유지할 것으로 전망한다.

지속적으로 강화될 배터리 모멘텀

동사는 '22년 기준 EV 배터리 생산능력 목표를 55GWh로 상향하였다 [기준 Guidance '20년 20GWh, '25년 50GWh]. 최근 서산 배터리 제2동 [Line #4,5,6,7, +2.8GWh] 가동으로 동사의 국내 EV 배터리 생산능력은 4.7GWh로 증가하였다. 향후 해외법인 설립을 통해 추가적인 증설이 계획되어 있다. 중국 ['19년 창저후 7.5GWh → 최종 20GWh], 유럽 ['22년 헝가리 코마롬 7.2GWh → 최종 20GWh], 미국 ['22년 루이지애나 9.8GWh]의 증설을 통해 목표를 달성할 것으로 전망한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 235,000원으로 하향

동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하나, 실적추정치 조정에 따라 목표주가를 235,000원으로 하향한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 205,274원에 Target PBR 1.16x [12M Fwd ROE 9.0%, 12M Fwd COE 7.8%]를 적용하여 산정하였다.

Earnings : 바닥을 지나는 중

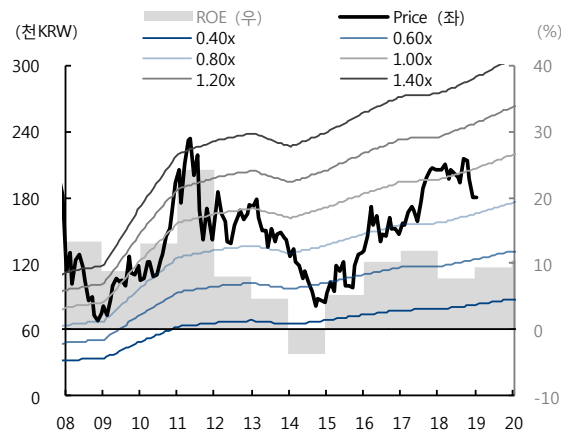
그림 49. SK 이노베이션의 부문별 실적 추정

SK이노베이션 [096770]	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
주요 가정												
두바이 유가 [Avg]	USD/bbl	53.4	49.8	50.7	59.4	64.4	72.2	74.7	67.5	53.3	69.7	56.0
두바이 유가 [Avg, 1M Lag]	USD/bbl	54.5	51.5	48.2	58.1	64.7	68.9	73.1	70.2	53.1	69.2	56.0
두바이 유가 [End]	USD/bbl	51.9	46.5	55.8	64.0	65.5	75.3	84.9	53.5	64.0	53.5	56.0
사우디 OSP [Avg, 1M Lag]	USD/bbl	-0.2	-0.2	-0.5	0.2	1.5	1.3	2.0	1.3	-0.2	1.5	1.1
KRW/USD 환율 [Avg]	KRW/USD	1,152.1	1,128.9	1,131.8	1,105.5	1,071.4	1,079.2	1,120.1	1,126.8	1,129.6	1,099.4	1,126.8
KRW/USD 환율 [End]	KRW/USD	1,116.7	1,144.4	1,144.3	1,066.4	1,060.3	1,113.9	1,110.0	1,113.3	1,066.4	1,113.3	1,113.3
매출액	십억원	11,387.1	10,561.0	11,758.9	13,119.5	12,166.1	13,438.0	14,958.7	13,770.7	46,826.5	54,333.5	45,173.6
정유	십억원	8,063.6	7,387.6	8,428.5	9,457.1	8,687.3	9,772.7	10,900.1	10,081.7	33,336.8	39,441.8	33,414.6
석유화학	십억원	2,333.3	2,164.2	2,291.7	2,550.0	2,439.0	2,531.6	2,886.1	2,676.6	9,339.2	10,533.3	8,801.7
윤활유	십억원	728.6	756.8	750.1	811.9	779.8	817.9	822.7	674.5	3,047.4	3,094.9	1,695.5
석유개발	십억원	176.5	135.5	136.5	173.7	157.2	184.9	193.2	181.3	622.2	716.6	635.4
영업이익	십억원	1,004.3	421.2	963.6	845.2	711.6	851.6	835.9	-255.6	3,234.3	2,143.5	2,619.0
정유	십억원	453.9	12.5	526.4	509.3	325.4	533.4	408.4	-556.9	1,502.1	710.3	1,041.4
석유화학	십억원	454.7	333.7	326.0	262.8	284.8	237.7	345.5	189.4	1,377.2	1,057.4	1,158.4
윤활유	십억원	94.9	120.2	144.1	145.7	128.6	126.1	132.0	134.6	504.9	521.3	543.0
석유개발	십억원	57.3	35.2	44.7	51.2	44.8	59.3	71.8	67.4	188.4	243.3	236.1
영업이익률	%	8.8%	4.0%	8.2%	6.4%	5.8%	6.3%	5.6%	-1.9%	6.9%	3.9%	5.8%
정유	%	5.6%	0.2%	6.2%	5.4%	3.7%	5.5%	3.7%	-5.5%	4.5%	1.8%	3.1%
석유화학	%	19.5%	15.4%	14.2%	10.3%	11.7%	9.4%	12.0%	7.1%	14.7%	10.0%	13.2%
윤활유	%	13.0%	15.9%	19.2%	17.9%	16.5%	15.4%	16.0%	20.0%	16.6%	16.8%	32.0%
석유개발	%	32.5%	26.0%	32.7%	29.5%	28.5%	32.1%	37.2%	37.2%	30.3%	33.9%	37.2%
세전이익	십억원	1,163.0	433.2	977.2	661.4	678.9	738.6	684.2	40.5	3,234.8	2,142.2	2,622.8
당기순이익	십억원	860.0	292.1	696.3	296.7	472.7	512.6	459.4	-9.6	2,145.1	1,435.3	1,757.3
지배주주순이익	십억원	847.1	278.4	682.8	295.5	458.3	499.2	444.3	-9.6	2,103.8	1,392.2	1,704.6

자료:하이투자증권

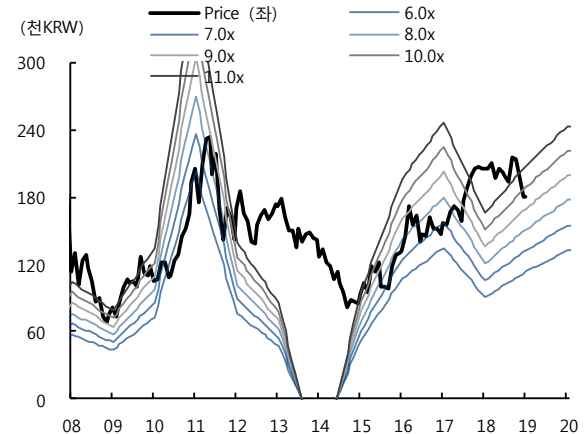
Multiple Band Charts & Consensus

그림 50. SK 이노베이션 PBR/ROE Band Chart



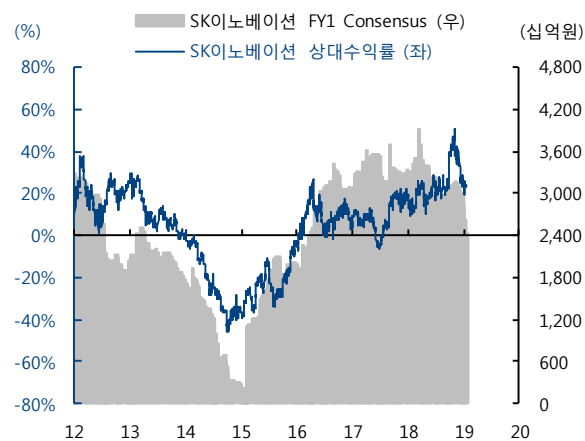
자료:하이투자증권

그림 51. SK 이노베이션 PER Band Chart



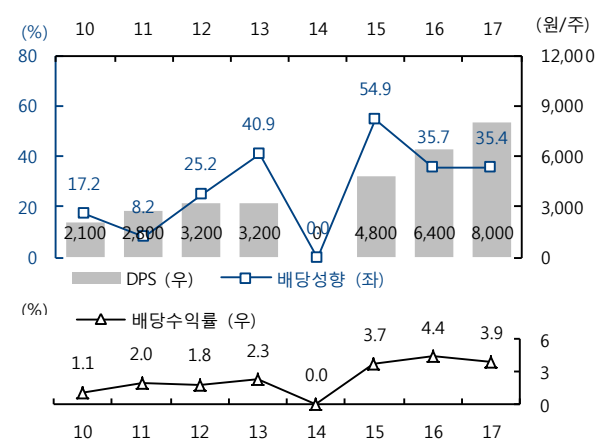
자료:하이투자증권

그림 52. SK 이노베이션의 상대수익률 및 FY1 Consensus 추이



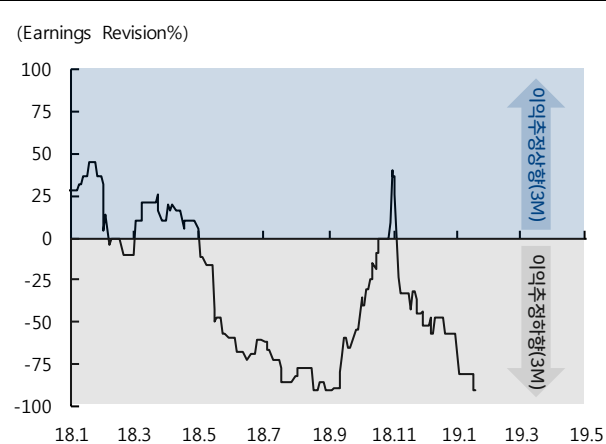
자료:하이투자증권

그림 53. SK 이노베이션의 DPS, 배당성향, 배당수익률 추이



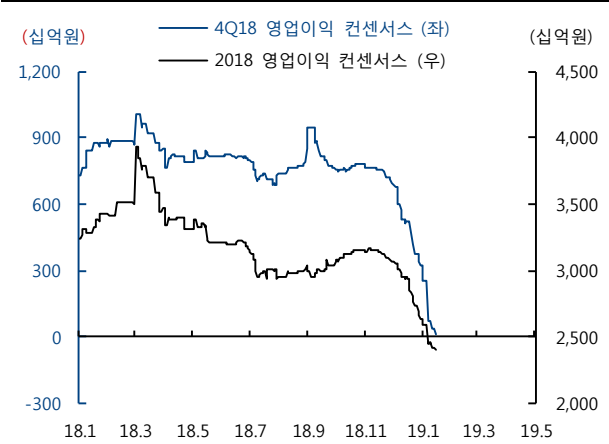
자료:하이투자증권

그림 54. SK 이노베이션의 Earning Revision (3M) 추이



자료:하이투자증권

그림 55. SK 이노베이션의 4Q18/2018 영업이익 Consensus(1M)



자료:하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	16,219	17,977	16,116	15,635
현금 및 현금성자산	2,004	2,292	3,074	2,810
단기금융자산	2,339	1,759	1,322	994
매출채권	5,467	6,422	5,339	5,360
재고자산	5,979	7,022	5,838	5,861
비유동자산	18,024	19,926	21,825	23,573
유형자산	13,587	15,425	17,151	18,725
무형자산	1,521	1,405	1,400	1,395
자산총계	34,244	37,902	37,941	39,209
유동부채	9,955	11,097	10,297	10,581
매입채무	5,265	6,184	5,142	5,162
단기차입금	243	245	247	249
유동성장기부채	1,272	1,272	1,272	1,272
비유동부채	4,979	7,033	7,087	7,141
사채	3,233	5,233	5,233	5,233
장기차입금	830	880	930	980
부채총계	14,934	18,130	17,385	17,722
자배주지분	18,086	18,505	19,237	20,110
자본금	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,766	5,766	5,766
이익잉여금	12,042	12,728	13,727	14,867
기타자본항목	-190	-457	-724	-991
비자배주지분	1,224	1,267	1,319	1,376
자본총계	19,309	19,772	20,556	21,486

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	2,180	1,433	4,189	3,250
당기순이익	2,145	1,435	1,757	1,902
유형자산감가상각비	791	766	928	1,080
무형자산상각비	109	117	107	107
지분법관련손실(이익)	171	171	171	171
투자활동 현금흐름	-1,066	-3,000	-3,293	-3,401
유형자산의 처분(취득)	-864	-2,604	-2,654	-2,654
무형자산의 처분(취득)	-70	-2	-102	-102
금융상품의 증감	67	-3	-2	-1
재무활동 현금흐름	-1,671	1,303	-657	-657
단기금융부채의증감	223	2	2	2
장기금융부채의증감	-1,134	2,050	50	50
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-41	-41	-41	-41
현금및현금성자산의증감	-640	288	783	-264
기초현금및현금성자산	2,644	2,004	2,292	3,074
기말현금및현금성자산	2,004	2,292	3,074	2,810

포괄손익계산서

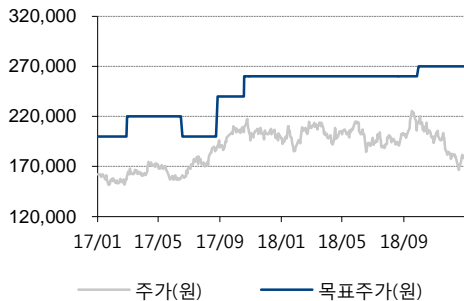
(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	46,261	54,334	45,174	45,354
증가율(%)	17.1	17.5	-16.9	0.4
매출원가	40,905	50,344	40,425	40,420
매출총이익	5,356	3,990	4,749	4,934
판매비와관리비	2,121	1,846	2,130	2,087
연구개발비	291	342	284	285
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	3,234	2,143	2,619	2,847
증가율(%)	0.2	-33.7	22.2	8.7
영업이익률(%)	7.0	3.9	5.8	6.3
이자수익	76	71	77	67
이자비용	206	281	283	285
지분법이익(손실)	171	171	171	171
기타영업외손익	-141	71	71	71
세전계속사업이익	3,235	2,142	2,623	2,839
법인세비용	1,079	707	866	937
세전계속이익률(%)	7.0	3.9	5.8	6.3
당기순이익	2,145	1,435	1,757	1,902
순이익률(%)	4.6	2.6	3.9	4.2
지배주주귀속 순이익	2,104	1,392	1,705	1,845
기타포괄이익	-267	-267	-267	-267
총포괄이익	1,878	1,168	1,490	1,635
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	22,449	14,856	18,189	19,691
BPS	192,989	197,465	205,274	214,586
CFPS	32,053	24,284	29,236	32,352
DPS	16,050	16,050	16,050	16,050
Valuation(배)				
PER	9.1	12.1	9.9	9.1
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8
PCR	6.4	7.4	6.2	5.6
EV/EBITDA	4.9	6.7	5.5	5.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	12.0	7.6	9.0	9.4
EBITDA 이익률	8.9	5.6	8.1	8.9
부채비율	77.3	91.7	84.6	82.5
순부채비율	6.4	18.1	16.0	18.3
매출채권회전율(x)	9.4	9.1	7.7	8.5
재고자산회전율(x)	8.9	8.4	7.0	7.8

자료 : SK 이노베이션, 하이투자증권 리서치센터

SK 이노베이션
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-03-15	Buy	220,000	6개월	-25.3%	-20.7%
2017-07-03	Buy	200,000	1년	-12.9%	-5.3%
2017-09-11	Buy	240,000	1년	-16.7%	-12.5%
2017-11-03	Buy	260,000	1년	-22.3%	-13.3%
2018-10-15(담당자변경)	Buy	270,000	1년	-28.1%	-18.5%
2019-01-18	Buy	235,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 본 연구원은 지난 '18년 11월 16일 SK 이노베이션으로부터 비용을 지원받아 서산공장 투어를 다녀온 바 있습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 원민석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.9%	9.1%	-

LG 화학 (010950)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	450,000 원(상향)
종가(2019/01/17)	360,000 원

Stock Indicator	
자본금	391 십억원
발행주식수	7,828만주
시가총액	26,951 십억원
외국인지분율	37.7%
52 주 주가	307,000~441,500 원
60 일평균거래량	218,577 주
60 일평균거래대금	75.4 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.3	11.8	8.5	-17.5
상대수익률	-0.1	14.0	17.4	-0.7



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	25,698	27,367	28,058	32,115
영업이익(십억원)	2,928	2,265	2,542	2,979
순이익(십억원)	1,945	1,503	1,680	1,968
EPS(원)	24,854	19,203	21,460	25,141
BPS(원)	206,544	218,005	231,722	249,120
PER(배)	16.3	18.5	16.6	14.2
PBR(배)	2.0	1.6	1.5	1.4
ROE(%)	12.9	9.0	9.5	10.5
배당수익률(%)	3.0	3.4	3.4	3.4
EV/EBITDA(배)	7.1	7.6	6.8	6.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유·화학·유틸리티] 원민석
(2122-9193)
ethan.won@hi-ib.com

지속적으로 강화될 배터리 모멘텀

4Q18 Preview : 기초소재 부문 실적 악화

동사의 4Q18 실적은 매출 6 조 5,269 억원 (q/q -9.8%, Cons. 6 조 8,078 억원), 영업이익 3,089 억원 (q/q -48.7%, Cons. 3,169 억원)으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 전 분기 대비 큰 폭의 실적 악화는 주로 기초소재 부문의 실적 악화에 기인한다.

기초소재 부문 영업이익은 2,786 억원 (q/q -49.1%)으로 전 분기 대비 크게 악화될 것이다. PE/PP/ABS 등의 주요 제품 Spread 가 축소되었음에 기인한다. 전지부문 영업이익은 751 억원 (q/q -10.9%)으로 중대형배터리의 수익성 BEP 달성이 견조한 실적 유지에 기여했을 것으로 판단한다. 정보전자소재 영업이익은 120 억원 (q/q +1.2%)으로, 전 분기와 크게 다르지 않은 영업환경으로 비슷한 실적을 전망한다. 팜한농 영업이익은 643 억원 (q/q -66.4%)을 전망하는데, 비성수기 영향으로 실적이 전분기 대비 크게 악화될 것으로 전망한다.

지속적으로 강화될 배터리 모멘텀

동사는 지난 3Q18 실적 발표 당시 '20 년 중대형전지(EV) 매출 Guidance 를 기준 8 조원에서 10 조원으로 상향해 제시하였다. 생산능력도 기존 90GWh 목표에서 10~20% 증량될 것으로 언급하였다. 수주잔고는 지난 '18 년 상반기 기준 60 조원이었는데, 대규모 신규 프로젝트 수주 및 기존 프로젝트 수주 증량으로 인해 큰 폭으로 증가하였을 것으로 추정한다. ESS 전지도 생산능력이 빠르게 확대되고 있어 '19 년의 매출은 전년 대비 2 배 가까이 성장할 것으로 예상하고 있다. 최근 전기차 배터리 가격 인상 소식을 감안해, 실적/생산능력 Guidance 의 추가적인 상향을 기대한다.

투자의견 Buy, 목표주가 450,000 원으로 상향

동사에 대한 투자의견 Buy 를 유지하며, 목표주가를 40 만원에서 45 만원으로 상향한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 231,722 원에 Target PBR 1.74x [12M Fwd ROE 9.5%, 12M Fwd COE 4.9%]를 적용해 산출하였다.

Earnings : 업황 둔화 속 강화될 배터리 모멘텀

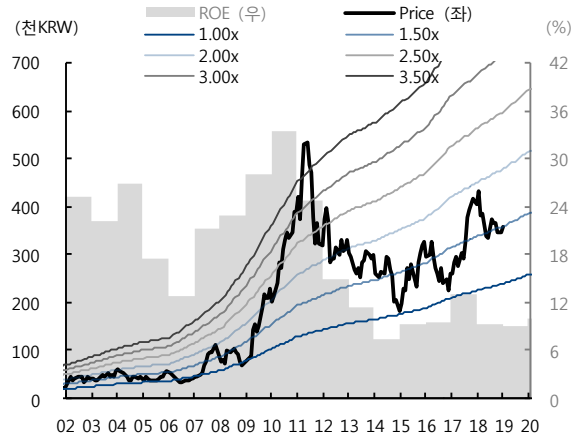
그림 56. LG 화학의 부문별 실적 추정

LG화학 [051910]	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
주요 가정												
두바이 유가 [Avg]	USD/bbl	53.4	49.8	50.7	59.4	64.4	72.2	74.7	67.5	53.3	69.7	56.0
두바이 유가 [Avg, 1M Lag]	USD/bbl	54.5	51.5	48.2	58.1	64.7	68.9	73.1	70.2	53.1	69.2	56.0
두바이 유가 [End]	USD/bbl	51.9	46.5	55.8	64.0	65.5	75.3	84.9	53.5	64.0	53.5	56.0
사우디 OSP [Avg, 1M Lag]	USD/bbl	-0.2	-0.2	-0.5	0.2	1.5	1.3	2.0	1.3	-0.2	1.5	1.1
KRW/USD 환율 [Avg]	KRW/USD	1,152.1	1,128.9	1,131.8	1,105.5	1,071.4	1,079.2	1,120.1	1,126.8	1,129.6	1,099.4	1,126.8
KRW/USD 환율 [End]	KRW/USD	1,116.7	1,144.4	1,144.3	1,066.4	1,060.3	1,113.9	1,110.0	1,113.3	1,066.4	1,113.3	1,113.3
매출액	십억원	6,486.7	6,382.1	6,397.1	6,432.2	6,553.6	7,051.9	7,234.9	6,526.9	25,698.0	27,367.2	28,058.3
기초소재	십억원	4,495.3	4,318.6	4,316.0	4,297.0	4,359.1	4,671.2	4,648.9	3,705.1	17,426.9	17,384.3	14,110.6
전지	십억원	999.4	1,119.8	1,188.8	1,252.6	1,244.5	1,494.0	1,704.3	1,940.3	4,560.6	6,383.1	10,121.2
정보전자소재	십억원	726.0	747.3	787.3	801.2	759.8	764.6	847.2	862.2	3,061.8	3,233.8	3,479.8
생명과학	십억원	129.4	135.2	138.8	148.0	131.1	150.9	135.3	148.0	551.4	565.3	565.3
팜한농	십억원	253.9	185.7	96.7	67.5	236.9	187.6	92.1	64.3	603.8	580.9	553.3
영업이익	십억원	796.9	726.9	789.7	615.0	650.8	703.3	602.4	308.9	2,928.5	2,265.4	2,541.8
기초소재	십억원	733.7	685.5	755.3	633.6	636.9	704.5	547.7	278.6	2,808.1	2,167.7	1,987.1
전지	십억원	-10.4	7.5	18.1	13.7	2.1	27.0	84.3	75.1	28.9	188.5	562.9
정보전자소재	십억원	29.3	23.4	40.8	17.9	-9.7	-21.9	11.8	12.0	111.4	-7.8	48.5
생명과학	십억원	20.6	18.9	13.2	0.9	7.0	15.8	13.2	4.4	53.6	40.4	48.1
팜한농	십억원	50.4	13.6	-9.7	-18.9	45.4	11.4	-18.8	-25.4	35.4	12.6	38.5
영업이익률	십억원	12.3%	11.4%	12.3%	9.6%	9.9%	10.0%	8.3%	4.7%	11.4%	8.3%	9.1%
기초소재	십억원	16.3%	15.9%	17.5%	14.7%	14.6%	15.1%	11.8%	7.5%	16.1%	12.5%	14.1%
전지	십억원	-1.0%	0.7%	1.5%	1.1%	0.2%	1.8%	4.9%	3.9%	0.6%	3.0%	5.6%
정보전자소재	십억원	4.0%	3.1%	5.2%	2.2%	-1.3%	-2.9%	1.4%	1.4%	3.6%	-0.2%	1.4%
생명과학	십억원	15.9%	14.0%	9.5%	0.6%	5.3%	10.5%	9.8%	3.0%	9.7%	7.2%	8.5%
팜한농	십억원	19.9%	7.3%	-10.0%	-28.0%	19.2%	6.1%	-20.4%	-39.6%	5.9%	2.2%	7.0%
세전이익	십억원	698.3	729.6	702.4	433.6	653.2	644.3	485.1	220.7	2,563.9	2,003.3	2,238.7
당기순이익	십억원	548.1	590.3	545.5	338.1	552.7	493.4	346.6	169.8	2,022.0	1,562.5	1,746.1
지배주주순이익	십억원	531.5	577.1	521.0	315.8	531.4	477.7	343.4	150.8	1,945.3	1,503.3	1,679.9

자료:하이투자증권

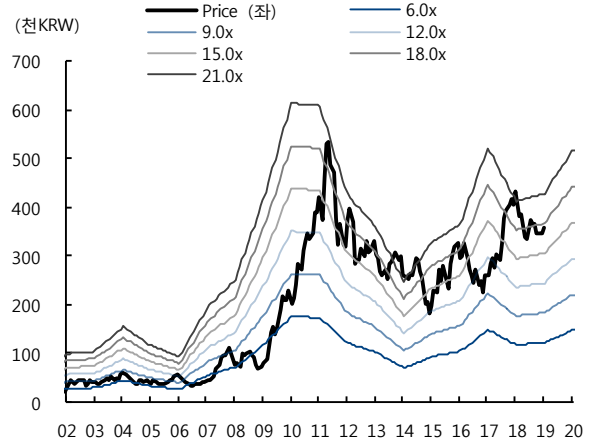
Multiple Band Charts & Consensus

그림 57. LG 화학 PBR/ROE Band Chart



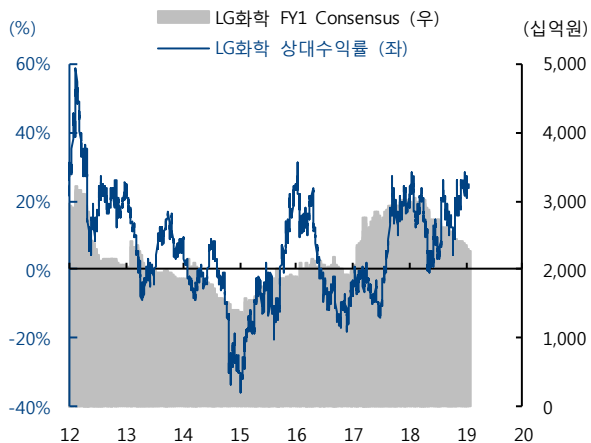
자료:하이투자증권

그림 58. LG 화학 PER Band Chart



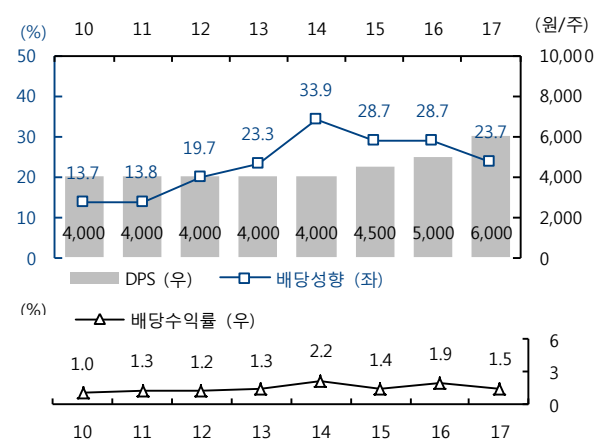
자료:하이투자증권

그림 59. LG 화학의 상대수익률 및 FY1 Consensus 추이



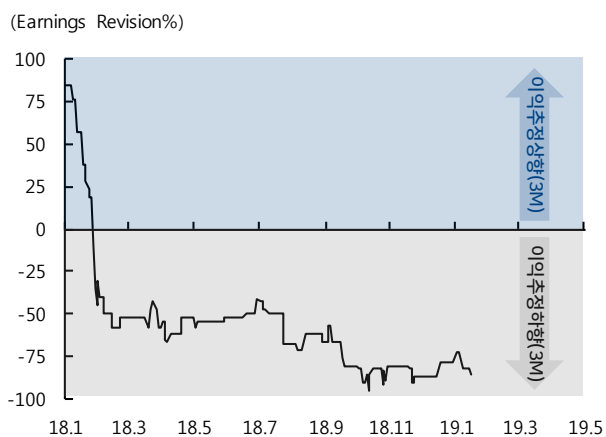
자료:하이투자증권

그림 60. LG 화학의 DPS, 배당성향, 배당수익률 추이



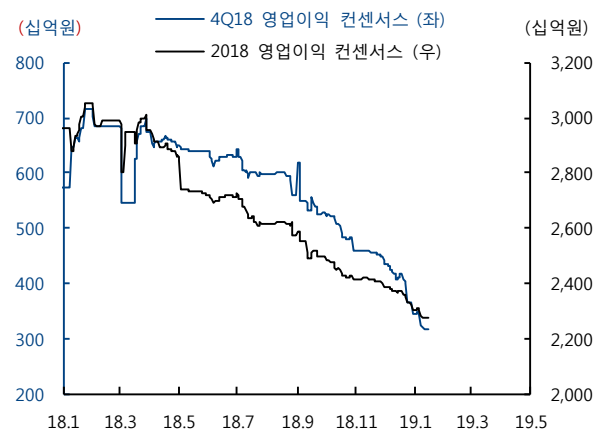
자료:하이투자증권

그림 61. LG 화학의 Earning Revision(3M) 추이



자료:하이투자증권

그림 62. LG 화학의 4Q18/2018 영업이익 Consensus(1M)



자료:하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	11,206	11,703	11,921	13,348
현금 및 현금성자산	2,249	2,228	2,126	2,061
단기금융자산	530	372	261	184
매출채권	4,752	5,058	5,186	5,929
재고자산	3,352	3,570	3,660	4,190
비유동자산	13,836	16,341	18,432	20,177
유형자산	11,211	13,822	15,993	17,798
무형자산	1,823	1,674	1,551	1,448
자산총계	25,041	28,043	30,353	33,525
유동부채	6,645	6,682	6,642	6,866
매입채무	2,015	2,146	2,200	2,518
단기차입금	958	960	962	964
유동성장기부채	493	497	501	505
비유동부채	2,058	4,067	5,276	6,785
사채	1,047	3,047	4,247	5,747
장기차입금	519	522	525	528
부채총계	8,703	10,749	11,918	13,651
자배주지분	16,169	17,066	18,139	19,501
자본금	391	391	391	391
자본잉여금	2,274	2,274	2,274	2,274
이익잉여금	14,039	15,082	16,302	17,810
기타자본항목	-537	-683	-829	-975
비자배주지분	170	229	296	373
자본총계	16,339	17,295	18,435	19,875

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	25,698	27,367	28,058	32,115
증가율(%)	24.4	6.5	2.5	14.5
매출원가	20,134	22,162	22,619	26,246
매출총이익	5,564	5,205	5,439	5,869
판매비와관리비	2,635	2,940	2,897	2,890
연구개발비	147	156	160	183
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,928	2,265	2,542	2,979
증가율(%)	47.0	-22.6	12.2	17.2
영업이익률(%)	11.4	8.3	9.1	9.3
이자수익	30	28	26	24
이자비용	100	166	206	255
지분법이익(손실)	7	5	6	4
기타영업외손익	-292	-122	-122	-122
세전계속사업이익	2,564	2,003	2,239	2,623
법인세비용	542	441	493	577
세전계속이익률(%)	10.0	7.3	8.0	8.2
당기순이익	2,022	1,563	1,746	2,046
순이익률(%)	7.9	5.7	6.2	6.4
지배주주귀속 순이익	1,945	1,503	1,680	1,968
기타포괄이익	-146	-146	-146	-146
총포괄이익	1,876	1,416	1,600	1,900
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

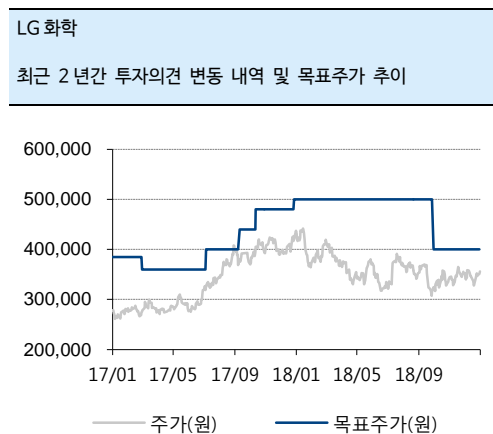
현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	3,181	5,608	6,373	6,144
당기순이익	2,022	1,563	1,746	2,046
유형자산감가상각비	1,305	1,405	1,844	2,210
무형자산상각비	97	150	125	104
지분법관련손실(이익)	7	5	6	4
투자활동 현금흐름	-1,640	-3,819	-3,866	-3,899
유형자산의 처분(취득)	-1,850	-4,015	-4,015	-4,015
무형자산의 처분(취득)	-90	-1	-1	-1
금융상품의 증감	3	-32	-32	-32
재무활동 현금흐름	-737	1,549	749	1,049
단기금융부채의증감	-	6	6	6
장기금융부채의증감	-349	2,003	1,203	1,503
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-11	-11	-11	-11
현금및현금성자산의증감	775	-21	-103	-65
기초현금및현금성자산	1,474	2,249	2,228	2,126
기말현금및현금성자산	2,249	2,228	2,126	2,061

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	24,854	19,203	21,460	25,141
BPS	206,544	218,005	231,722	249,120
CFPS	42,767	39,059	46,612	54,695
DPS	12,050	12,050	12,050	12,050
Valuation(배)				
PER	16.3	18.5	16.6	14.2
PBR	2.0	1.6	1.5	1.4
PCR	9.5	9.1	7.6	6.5
EV/EBITDA	7.1	7.6	6.8	6.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	12.9	9.0	9.5	10.5
EBITDA 이익률	16.9	14.0	16.1	16.5
부채비율	53.3	62.1	64.6	68.7
순부채비율	1.5	14.0	20.9	27.7
매출채권회전율(x)	5.9	5.6	5.5	5.8
재고자산회전율(x)	8.1	7.9	7.8	8.2

자료 : LG 화학, 하이투자증권 리서치센터



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-03-15(담당자변경)	Buy	360,000	6개월	-19.9%	-9.3%
2017-07-20	Buy	400,000	1년	-10.0%	1.9%
2017-09-25	Buy	440,000	1년	-12.8%	-10.1%
2017-10-27	Buy	480,000	1년	-15.2%	-11.4%
2018-01-11	Buy	500,000	1년	-26.4%	-11.7%
2018-10-15(담당자변경)	Buy	400,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 원민석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.9%	9.1%	-

롯데케미칼 (011170)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	340,000 원(유지)
종가(2019/01/17)	282,500 원

Stock Indicator	
자본금	171 십억원
발행주식수	3,428만주
시가총액	9,683 십억원
외국인지분율	31.1%
52 주 주가	254,000~474,500 원
60 일평균거래량	152,766 주
60 일평균거래대금	42.3 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.9	4.2	-15.0	-27.5
상대수익률	1.2	7.0	-6.7	-11.2

Price Trend



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	15,875	16,535	17,236	17,375
영업이익(십억원)	2,930	2,052	1,974	1,997
순이익(십억원)	2,244	1,760	1,709	1,736
EPS(원)	65,466	51,352	49,861	50,636
BPS(원)	335,215	363,570	390,434	418,073
PER(배)	5.6	5.5	5.7	5.6
PBR(배)	1.1	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	21.5	14.7	13.2	12.5
배당수익률(%)	2.9	3.7	3.7	3.7
EV/EBITDA(배)	3.3	3.2	3.0	2.7

주-K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유·화학·유틸리티] 원민석
(2122-9193)
ethan.won@hi-ib.com

더 이상 나빠질 수 없다

4Q18 Preview : 업황 둔화에 일회성 비용까지

동사의 4Q18 실적은 매출 3 조 8,335 억원 (q/q -9.7%, Cons. 3 조 6,801 억원), 영업이익 1,848 억원 (q/q -63.3%, Cons. 2,027 억원)으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 1) 주요 제품 Spread 축소 및 2) 정기보수 영향이 전분기 대비 실적 악화의 주요 요인이다.

Olefin 부문 영업이익이 1,080 억원 (q/q -65.4%)으로 전분기 대비 악화된 실적을 기록할 것으로 전망하는데, PE/PP/MEG 등의 주요 제품 Spread 축소에 기인한다. Aromatics 부문 영업이익도 408 억원 (q/q -57.9%)로 전분기 대비 소폭 악화될 것으로 전망하는데, PX/TPA Spread 가 전분기와 비슷한 수준을 유지하였음에도 Benzene Spread 가 지속적으로 악화되었기 때문이다. 롯데첨단소재의 영업이익도 336 억원 (q/q -43.0%)로, 부진한 ABS Spread 지속으로 인해 전분기 대비 악화된 실적을 기록할 것으로 전망한다. Titan 영업이익은 151 억원 (q/q -68.9%)을 기록할 것으로 전망하는데, 정기보수 일정이 12 월중순으로 앞당겨지며 실적에 부정적인 영향을 미쳤을 것이다.

동 분기 예상되는 일회성 비용은 1,000 억원 이상으로 추정된다 [여수 정기보수 - 500 억원, 12 월 가동중단 영향 -200 억원, 울산 정기보수 -200 억원, Titan 정기보수 영향 등].

미국 ECC 가동개시와 인도네시아 Titan 가동률 회복

미-중 무역분쟁 영향으로 화학업황이 크게 악화되었으나, '19 년에 동사에게 기대해 볼 수 있는 실적 개선 요인이 3 가지 존재한다. 1) 미국 ECC 상업가동 : 1 월초 MEG 가동 이후 1~2 개월의 격차를 두고 ECC 가 가동 예정이며, 예상되는 매출액은 8~9,000 억, 영업이익은 1,500 억 수준이다. 2) 인도네시아 Titan 가동률 회복 : 12 월 중순-1Q19 까지 이어지는 안전점검/보수를 마치고 가동률이 회복됨에 따라 영업이익 1,500 억원 수준의 개선이 가능하다. 3) 여수 Revamping : 증설 규모는 Ethylene 20 만톤, Propylene 10 만톤 수준으로, 매출 5,000 억원에 영업이익은 400 억원 정도의 개선 효과가 있을 것으로 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 340,000 원 유지

동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 340,000 원을 유지한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 390,434 원에 Target PBR 0.76x [12M Fwd ROE 13.2%, 12M Fwd COE 15.0%] 적용해 산출하였다.

Earnings : 더 이상 나빠질 수 없다

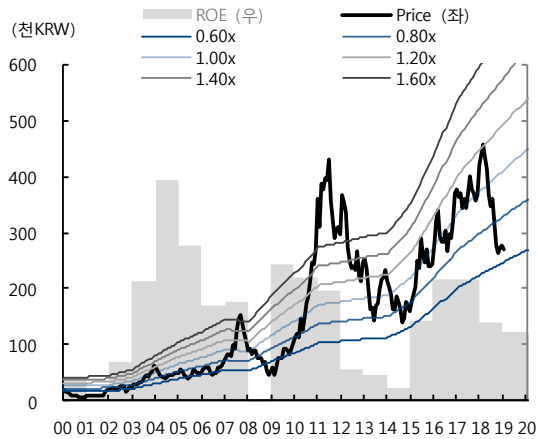
그림 63. 롯데케미칼의 부문별 실적 추정

롯데케미칼 [011170]	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
주요 가정												
두바이 유가 [Avg]	USD/bbl	53.4	49.8	50.7	59.4	64.4	72.2	74.7	67.5	53.3	69.7	56.0
두바이 유가 [Avg, 1M Lag]	USD/bbl	54.5	51.5	48.2	58.1	64.7	68.9	73.1	70.2	53.1	69.2	56.0
두바이 유가 [End]	USD/bbl	51.9	46.5	55.8	64.0	65.5	75.3	84.9	53.5	64.0	53.5	56.0
사우디 OSP [Avg, 1M Lag]	USD/bbl	-0.2	-0.2	-0.5	0.2	1.5	1.3	2.0	1.3	-0.2	1.5	1.1
KRW/USD 환율 [Avg]	KRW/USD	1,152.1	1,128.9	1,131.8	1,105.5	1,071.4	1,079.2	1,120.1	1,126.8	1,129.6	1,099.4	1,126.8
KRW/USD 환율 [End]	KRW/USD	1,116.7	1,144.4	1,144.3	1,066.4	1,060.3	1,113.9	1,110.0	1,113.3	1,066.4	1,113.3	1,113.3
매출액	십억원	3,996.0	3,853.3	3,990.2	4,035.0	4,123.3	4,330.2	4,247.6	3,833.5	15,874.5	16,534.6	17,236.4
Olefin	십억원	2,170.2	1,931.2	1,973.6	2,039.9	2,092.0	2,221.1	2,034.4	1,746.6	8,114.9	8,094.1	8,225.8
Aromatics	십억원	724.1	750.7	735.5	754.2	779.9	801.8	832.9	837.5	2,964.5	3,252.1	3,504.2
롯데첨단소재	십억원	705.2	709.6	767.2	712.1	763.2	788.6	814.9	731.3	2,894.1	3,098.0	3,048.8
Titan	십억원	495.8	457.0	532.9	559.2	596.6	626.5	669.1	621.9	2,044.9	2,514.1	2,045.0
US ECC	십억원	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	827.4
영업이익	십억원	814.8	632.2	766.2	716.5	662.0	701.3	503.6	184.8	2,929.7	2,051.8	1,974.4
Olefin	십억원	600.7	398.4	502.8	450.2	412.8	470.3	311.9	108.0	1,952.1	1,303.0	1,113.8
Aromatics	십억원	102.3	113.7	112.4	89.0	108.8	100.4	96.8	40.8	417.4	346.8	311.9
롯데첨단소재	십억원	70.6	78.3	101.0	82.6	90.1	77.9	59.0	33.6	332.5	260.6	207.7
Titan	십억원	69.2	52.7	66.2	93.0	71.9	69.2	48.7	15.1	281.1	204.9	226.6
US ECC	십억원	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	165.5
영업이익률	십억원	20.4%	16.4%	19.2%	17.8%	16.1%	16.2%	11.9%	4.8%	18.5%	12.4%	11.5%
Olefin	십억원	27.7%	20.6%	25.5%	22.1%	19.7%	21.2%	15.3%	6.2%	24.1%	16.1%	13.5%
Aromatics	십억원	14.1%	15.1%	15.3%	11.8%	14.0%	12.5%	11.6%	4.9%	14.1%	10.7%	8.9%
롯데첨단소재	십억원	10.0%	11.0%	13.2%	11.6%	11.8%	9.9%	7.2%	4.6%	11.5%	8.4%	6.8%
Titan	십억원	14.0%	11.5%	12.4%	16.6%	12.1%	11.0%	7.3%	2.4%	13.7%	8.2%	11.1%
US ECC	십억원	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.0%
세전이익	십억원	863.8	686.3	832.8	701.8	744.5	817.9	597.4	278.3	3,084.7	2,438.2	2,367.4
당기순이익	십억원	641.4	515.5	631.0	496.7	543.2	579.0	454.3	215.5	2,284.6	1,792.0	1,740.0
지배주주순이익	십억원	640.2	515.3	616.2	472.2	526.9	555.4	434.9	242.9	2,243.9	1,760.1	1,709.0

자료:하이투자증권

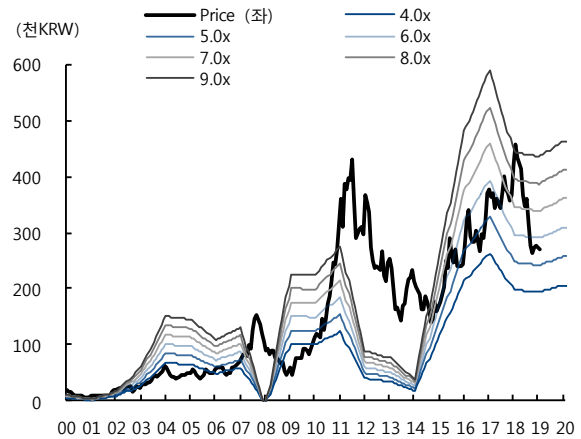
Multiple Band Charts & Consensus

그림 64. 롯데케미칼 PBR/ROE Band Chart



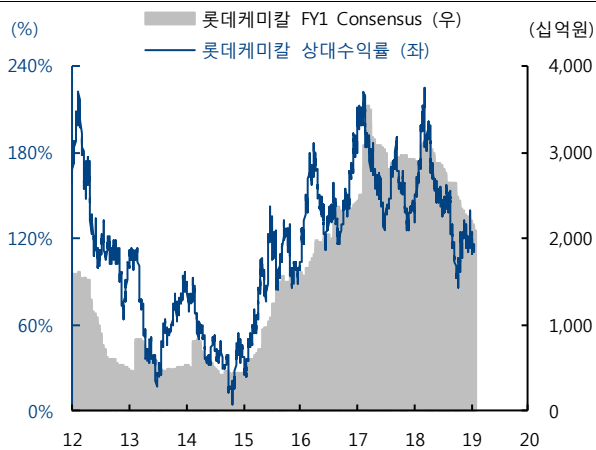
자료:하이투자증권

그림 65. 롯데케미칼 PER Band Chart



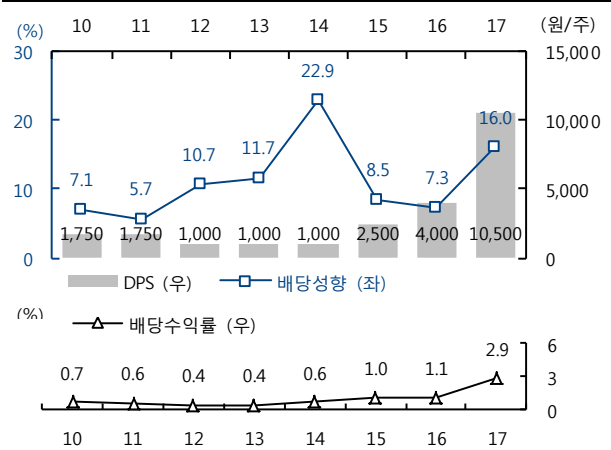
자료:하이투자증권

그림 66. 롯데케미칼의 상대수익률 및 FY1 Consensus 추이



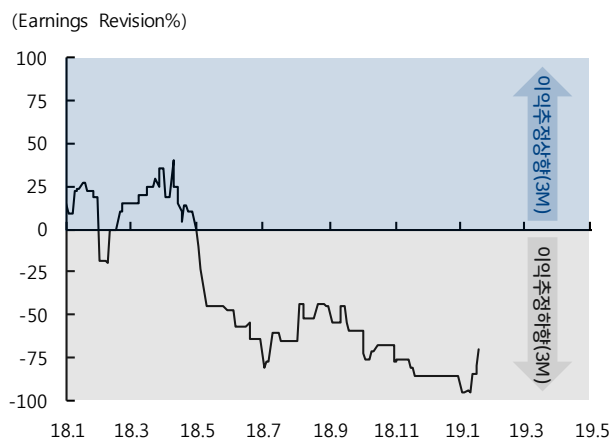
자료:하이투자증권

그림 67. 롯데케미칼의 DPS, 배당성향, 배당수익률 추이



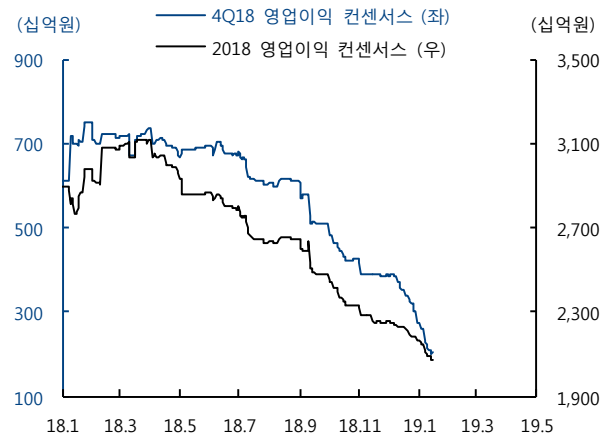
자료:하이투자증권

그림 68. 롯데케미칼의 Earning Revision(3M) 추이



자료:하이투자증권

그림 69. 롯데케미칼의 4Q18/2018 영업이익 Consensus(1M)



자료:하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	8,225	8,446	8,547	8,684
현금 및 현금성자산	1,685	1,793	1,769	1,893
단기금융자산	3,194	3,194	3,194	3,194
매출채권	1,682	1,752	1,827	1,841
재고자산	1,536	1,600	1,668	1,681
비유동자산	11,326	12,386	13,321	14,157
유형자산	6,716	7,366	7,889	8,310
무형자산	1,711	1,734	1,755	1,776
자산총계	19,551	20,832	21,868	22,841
유동부채	3,791	4,069	4,254	4,449
매입채무	1,186	1,235	1,288	1,298
단기차입금	703	703	603	403
유동성장기부채	795	795	795	795
비유동부채	3,505	3,504	3,403	3,202
사채	1,288	1,288	1,238	1,138
장기차입금	1,415	1,415	1,365	1,265
부채총계	7,296	7,573	7,658	7,651
자배주주지분	11,490	12,462	13,382	14,330
자본금	171	171	171	171
자본잉여금	881	881	881	881
이익잉여금	10,582	11,982	13,331	14,707
기타자본항목	-145	-573	-1,001	-1,430
비자배주주지분	765	797	828	860
자본총계	12,255	13,259	14,210	15,189

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	15,875	16,535	17,236	17,375
증가율(%)	20.0	4.2	4.2	0.8
매출원가	12,082	13,679	14,439	14,543
매출총이익	3,793	2,855	2,797	2,832
판매비와관리비	863	804	823	836
연구개발비	92	96	100	100
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,930	2,052	1,974	1,997
증가율(%)	15.2	-30.0	-3.8	1.1
영업이익률(%)	18.5	12.4	11.5	11.5
이자수익	63	100	99	102
이자비용	107	107	102	92
지분법이익(손실)	284	320	322	324
기타영업외손익	-109	10	9	8
세전계속사업이익	3,085	2,438	2,367	2,404
법인세비용	800	646	627	637
세전계속이익률(%)	19.4	14.7	13.7	13.8
당기순이익	2,285	1,792	1,740	1,767
순이익률(%)	14.4	10.8	10.1	10.2
지배주주귀속 순이익	2,244	1,760	1,709	1,736
기타포괄이익	-428	-428	-428	-428
총포괄이익	1,856	1,364	1,312	1,339
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

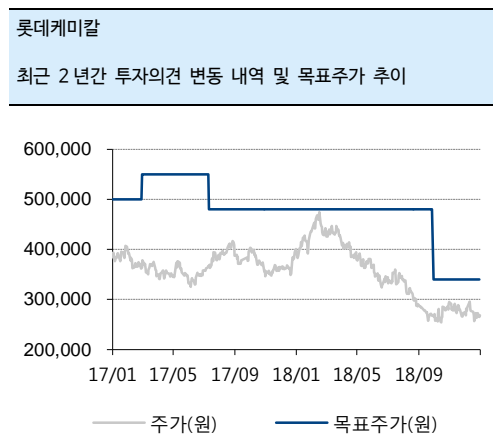
현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	3,129	2,645	2,717	3,068
당기순이익	2,285	1,792	1,740	1,767
유형자산감가상각비	606	682	809	911
무형자산상각비	85	79	80	82
지분법관련손실(이익)	284	320	322	324
투자활동 현금흐름	-4,718	-1,582	-1,586	-1,590
유형자산의 처분(취득)	-2,017	-1,332	-1,332	-1,332
무형자산의 처분(취득)	-2	-102	-102	-102
금융상품의 증감	-199	-381	-385	-389
재무활동 현금흐름	1,115	486	286	86
단기금융부채의증감	-576	-	-100	-200
장기금융부채의증감	766	-	-100	-200
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-518	108	-24	124
기초현금및현금성자산	2,203	1,685	1,793	1,769
기말현금및현금성자산	1,685	1,793	1,769	1,893

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	65,466	51,352	49,861	50,636
BPS	335,215	363,570	390,434	418,073
CFPS	85,631	73,543	75,812	79,615
DPS	10,500	10,500	10,500	10,500
Valuation(배)				
PER	5.6	5.2	5.4	5.3
PBR	1.1	0.7	0.7	0.6
PCR	4.3	3.7	3.5	3.4
EV/EBITDA	3.3	3.0	2.9	2.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	21.5	14.7	13.2	12.5
EBITDA 이익률	22.8	17.0	16.6	17.2
부채비율	59.5	57.1	53.9	50.4
순부채비율	-5.5	-5.9	-6.8	-9.8
매출채권회전율(x)	9.8	9.6	9.6	9.5
재고자산회전율(x)	10.5	10.5	10.5	10.4

자료 : 롯데케미칼, 하이투자증권 리서치센터



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-03-15(담당자변경)	Buy	550,000	6개월	-35.7%	-31.2%
2017-07-26	Buy	480,000	1년	-19.2%	-1.1%
2018-10-15(담당자변경)	Buy	340,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 원민석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.9%	9.1%	-

한화케미칼 (009830)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	26,000 원(상향)
종가(2019/01/17)	21,500 원

Stock Indicator	
자본금	830 십억원
발행주식수	16,423만주
시가총액	3,520 십억원
외국인지분율	23.6%
52 주 주가	15,300~36,200 원
60 일평균거래량	1,103,397 주
60 일평균거래대금	20.7 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.4	25.0	5.4	-36.5
상대수익률	1.6	27.8	13.7	-20.2



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	9,342	8,891	9,333	9,387
영업이익(십억원)	756	486	509	515
순이익(십억원)	825	574	563	549
EPS(원)	4,970	3,497	3,428	3,343
BPS(원)	36,250	39,457	42,273	45,002
PER(배)	6.4	6.1	6.3	6.4
PBR(배)	0.9	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	14.6	9.2	8.4	7.7
배당수익률(%)	2.4	3.5	3.5	3.5
EV/EBITDA(배)	7.1	7.8	7.9	8.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유·화학·유틸리티] 원민석
(2122-9193)
ethan.won@hi-ib.com

바닥을 짚고 돌아설 태양광

4Q18 Preview : 한화큐셀코리아 연결 인식으로 태양광 부문 실적 개선

동사의 4Q18 실적은 매출 2 조 2,523 억원 (q/q -2.6%, Cons. 2 조 2,634 억원), 영업이익 354 억원 (q/q -62.3%, Cons. 388 억원)으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 전 분기 대비 큰 폭의 실적 악화는 주로 기초소재 부문의 실적 악화에 기인한다.

기초소재 부문 영업이익은 98 억원 (q/q -88.9%)으로 전 분기 대비 크게 악화될 것이다. 1) 주요 제품 Spread 축소 및 2) 폴리실리콘 설비 정기보수 [11 월 5 일~ 40 일간]가 실적 악화의 주요 원인이다. 태양광 부문 영업이익은 235 억원 (q/q 흑자전환)으로 전분기 대비 개선될 것인데, 지분법이었던 큐셀코리아의 실적이 11 월부터 연결로 인식되었기 때문이다. 가공소재부문 영업적자는 -14 억원 (q/q 적자지속)으로 전분기와 크게 다르지 않을 것이나, 리테일부문 영업이익은 146 억원 (q/q +870.1%)으로 성수기 효과를 누리며 전분기 대비 개선될 것으로 전망한다. 지분법 이익은 여천 NCC/한화종합화학의 정기보수 영향으로 전분기 대비 악화될 것으로 전망한다.

13.5 계획 조정 및 Top-Runner Program 으로 태양광 수요 회복 기대

13.5 계획 조정 및 Top-Runner Program 으로 태양광 수요의 점진적인 회복을 전망한다. 13.5 계획을 통해 설정된 태양광 설비 목표는 100GW 였는데, 이미 '17 년말 130GW, '18 년 6 월 155GW 를 기록하며 초과 달성 중이다. 이에 13.5 계획의 조정이 또한 중국이 동중 기술 내 최고 수준의 출력을 보유한 태양광 모듈만 사용할 수 있도록 하는 Top-Runner Program 을 운영함에 따라, 신규 태양광 패널에 대한 수요도 회복될 것이다.

투자이견 Buy 유지, 목표주가 26,000 원으로 상향

동사에 대한 투자이견 Buy 를 유지하며, 목표주가를 21,000 원에서 26,000 원으로 상향한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 42,273 원에 Target PBR 0.62x [12M Fwd ROE 8.4%, 12M Fwd COE 13.6%]를 적용하여 산출하였다.

Earnings : 바닥을 짚고 돌아설 태양광

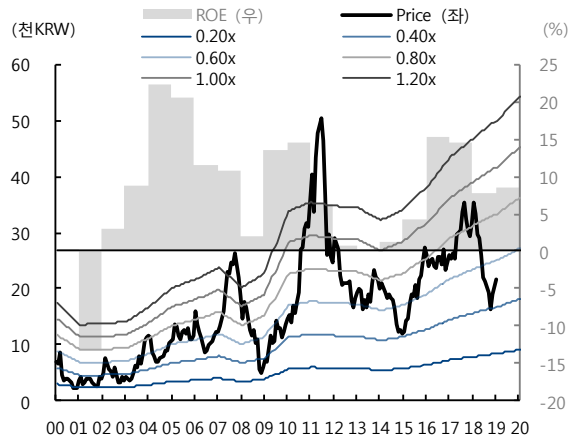
그림 70. 한화케미칼의 부문별 실적 추정

한화케미칼 [009830]	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
주요 가정												
두바이 유가 [Avg]	USD/bbl	53.4	49.8	50.7	59.4	64.4	72.2	74.7	67.5	53.3	69.7	56.0
두바이 유가 [Avg, 1M Lag]	USD/bbl	54.5	51.5	48.2	58.1	64.7	68.9	73.1	70.2	53.1	69.2	56.0
두바이 유가 [End]	USD/bbl	51.9	46.5	55.8	64.0	65.5	75.3	84.9	53.5	64.0	53.5	56.0
사우디 OSP [Avg, 1M Lag]	USD/bbl	-0.2	-0.2	-0.5	0.2	1.5	1.3	2.0	1.3	-0.2	1.5	1.1
KRW/USD 환율 [Avg]	KRW/USD	1,152.1	1,128.9	1,131.8	1,105.5	1,071.4	1,079.2	1,120.1	1,126.8	1,129.6	1,099.4	1,126.8
KRW/USD 환율 [End]	KRW/USD	1,116.7	1,144.4	1,144.3	1,066.4	1,060.3	1,113.9	1,110.0	1,113.3	1,066.4	1,113.3	1,113.3
매출액	십억원	2,191.4	2,485.6	2,313.0	2,351.9	2,076.1	2,250.5	2,311.9	2,252.3	9,341.8	8,890.8	9,333.3
기초소재	십억원	1,052.7	1,064.5	1,102.5	1,107.9	1,094.1	1,153.7	1,130.3	940.6	4,327.6	4,318.7	3,731.6
태양광	십억원	751.5	872.4	837.5	953.3	827.4	806.4	817.7	1,033.0	3,414.7	3,484.5	4,557.9
가공소재	십억원	263.0	232.3	243.4	243.7	231.2	257.1	274.4	274.7	982.4	1,037.4	1,169.6
리테일	십억원	167.2	159.8	184.6	203.8	177.5	177.6	159.7	207.9	715.4	722.7	737.1
영업이익	십억원	196.6	218.8	215.2	125.8	172.1	184.4	93.8	35.4	756.4	485.6	508.9
기초소재	십억원	167.3	161.2	182.2	120.4	148.3	181.7	87.9	9.8	631.1	427.7	330.0
태양광	십억원	10.7	15.3	5.2	-16.9	35.0	-4.3	-0.3	23.5	14.3	53.9	162.4
가공소재	십억원	7.5	-1.3	2.8	-6.8	-6.1	2.0	-1.5	-1.4	2.2	-7.0	-0.7
리테일	십억원	-1.3	-11.3	16.7	18.8	4.8	1.3	1.5	14.6	22.9	22.2	20.0
영업이익률	%	9.0%	8.8%	9.3%	5.4%	8.3%	8.2%	4.1%	1.6%	8.1%	5.5%	5.5%
기초소재	%	15.9%	15.1%	16.5%	10.9%	13.6%	15.7%	7.8%	1.0%	14.6%	9.9%	8.8%
태양광	%	1.4%	1.8%	0.6%	-1.8%	4.2%	-0.5%	0.0%	2.3%	0.4%	1.5%	3.6%
가공소재	%	2.9%	-0.6%	1.2%	-2.8%	-2.6%	0.8%	-0.5%	-0.5%	0.2%	-0.7%	-0.1%
리테일	%	-0.8%	-7.1%	9.0%	9.2%	2.7%	0.7%	0.9%	7.0%	3.2%	3.1%	2.7%
세전이익	십억원	392.5	305.2	331.9	36.3	366.7	260.8	-2.6	141.6	1,065.9	766.5	751.5
당기순이익	십억원	324.2	249.4	252.1	8.9	292.5	185.1	-34.7	132.0	834.5	574.9	563.6
지배주주순이익	십억원	321.3	236.4	252.7	14.4	296.6	186.0	-22.7	114.4	824.7	574.3	563.0

자료:하이투자증권

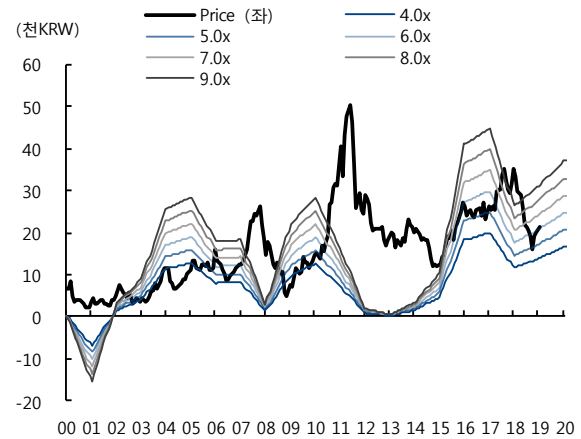
Multiple Band Charts & Consensus

그림 71. 한화케미칼 PBR/ROE Band Chart



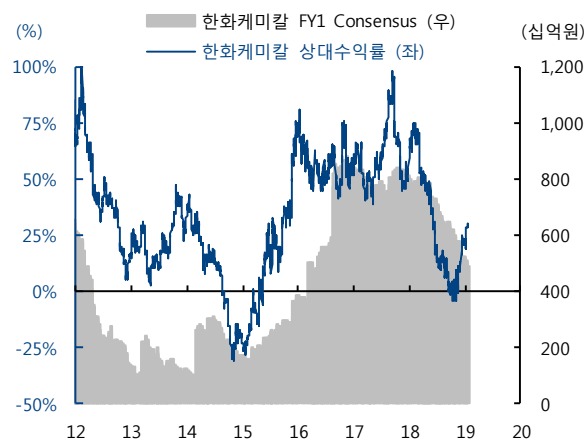
자료:하이투자증권

그림 72. 한화케미칼 PER Band Chart



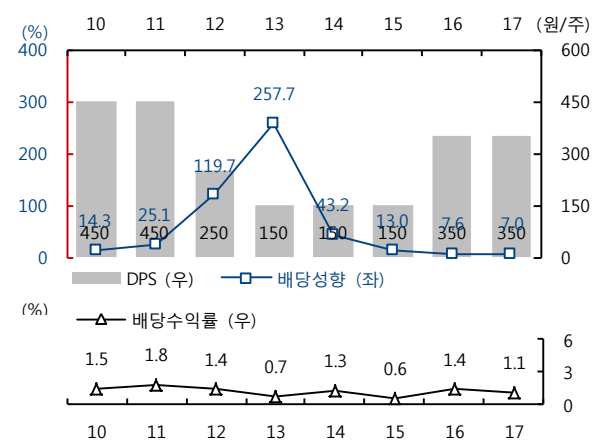
자료:하이투자증권

그림 73. 한화케미칼의 상대수익률 및 FY1 Consensus 추이



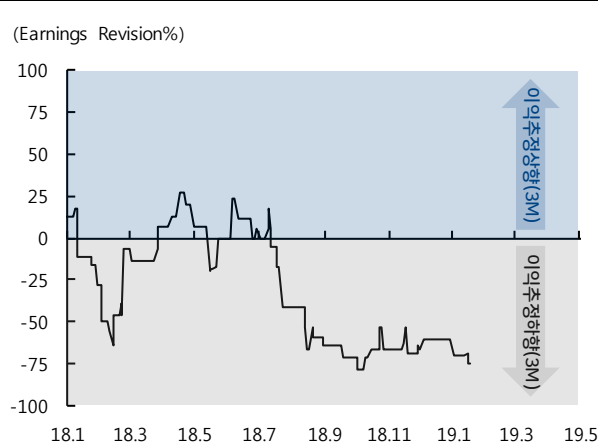
자료:하이투자증권

그림 74. 한화케미칼의 DPS, 배당성향, 배당수익률 추이



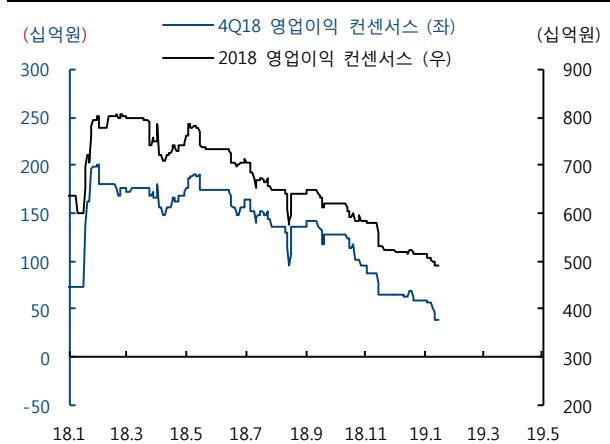
자료:하이투자증권

그림 75. 한화케미칼의 Earning Revision(3M) 추이



자료:하이투자증권

그림 76. 한화케미칼의 4Q18/2018 영업이익 Consensus(1M)



자료:하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,222	4,154	4,480	4,900
현금 및 현금성자산	805	750	707	727
단기금융자산	366	549	824	1,237
매출채권	1,723	1,643	1,726	1,738
재고자산	1,144	1,089	1,143	1,149
비유동자산	9,427	10,269	11,076	11,849
유형자산	5,588	5,779	6,098	6,380
무형자산	422	418	415	412
자산총계	13,649	14,423	15,557	16,749
유동부채	4,894	4,698	4,665	4,605
매입채무	1,305	1,242	1,304	1,312
단기차입금	2,012	2,012	2,012	2,012
유동성장기부채	630	632	634	636
비유동부채	2,568	3,072	3,776	4,580
사채	1,039	1,339	1,839	2,439
장기차입금	737	937	1,137	1,337
부채총계	7,462	7,770	8,441	9,184
자배주지분	6,015	6,480	6,943	7,391
자본금	830	821	821	821
자본잉여금	829	829	829	829
이익잉여금	4,365	4,881	5,387	5,878
기타자본항목	-8	-51	-94	-138
비자배주지분	172	173	173	174
자본총계	6,187	6,653	7,116	7,565

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,342	8,891	9,333	9,387
증가율(%)	0.9	-4.8	5.0	0.6
매출원가	7,386	7,280	7,639	7,698
매출총이익	1,956	1,611	1,694	1,689
판매비와관리비	1,199	1,125	1,185	1,174
연구개발비	81	77	81	81
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	756	486	509	515
증가율(%)	-2.9	-35.8	4.8	1.2
영업이익률(%)	8.1	5.5	5.5	5.5
이자수익	15	17	20	26
이자비용	149	166	189	216
지분법이익(손실)	593	465	300	300
기타영업외손익	-152	-37	110	106
세전계속사업이익	1,066	766	751	733
법인세비용	231	192	188	183
세전계속이익률(%)	11.4	8.6	8.1	7.8
당기순이익	835	575	564	550
순이익률(%)	8.9	6.5	6.0	5.9
지배주주귀속 순이익	825	574	563	549
기타포괄이익	-43	-43	-43	-43
총포괄이익	791	532	520	506
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

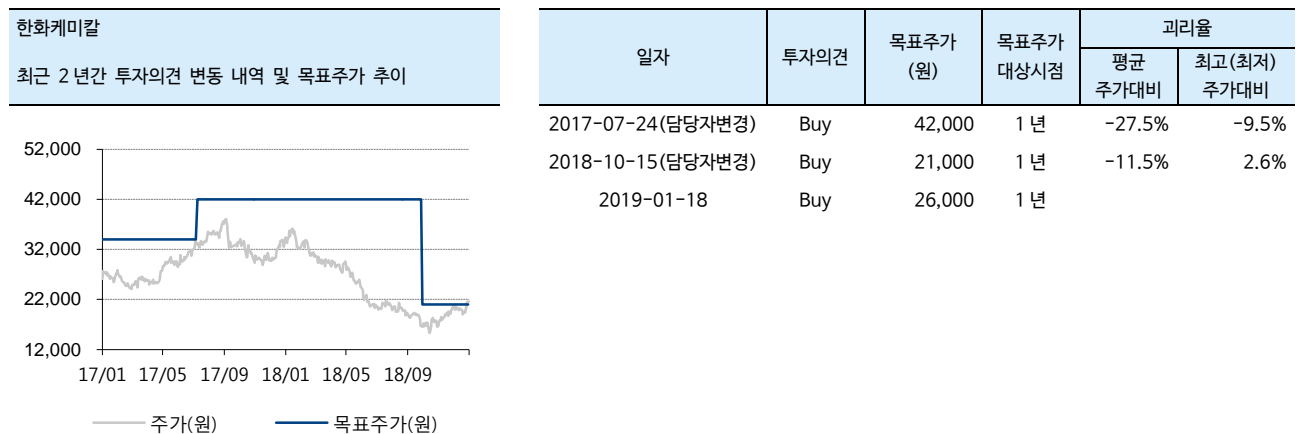
현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	916	1,858	1,906	2,008
당기순이익	835	575	564	550
유형자산감가상각비	420	412	434	471
무형자산상각비	16	15	14	14
지분법관련손실(이익)	593	465	300	300
투자활동 현금흐름	-403	-1,193	-1,287	-1,427
유형자산의 처분(취득)	-468	-753	-753	-753
무형자산의 처분(취득)	16	-11	-11	-11
금융상품의 증감	235	-182	-184	-186
재무활동 현금흐름	-686	261	470	570
단기금융부채의증감	-	2	2	2
장기금융부채의증감	-453	500	700	800
자본의증감	-	-8	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-207	-55	-43	19
기초현금및현금성자산	1,012	805	750	707
기말현금및현금성자산	805	750	707	727

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	4,970	3,497	3,428	3,343
BPS	36,250	39,457	42,273	45,002
CFPS	7,595	6,096	6,159	6,297
DPS	750	750	750	750
Valuation(배)				
PER	6.4	6.1	6.3	6.4
PBR	0.9	0.5	0.5	0.5
PCR	4.2	3.5	3.5	3.4
EV/EBITDA	7.1	7.8	7.9	8.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.6	9.2	8.4	7.7
EBITDA 이익률	12.8	10.3	10.3	10.7
부채비율	120.6	116.8	118.6	121.4
순부채비율	52.5	54.4	57.5	59.0
매출채권회전율(x)	5.7	5.3	5.5	5.4
재고자산회전율(x)	7.3	8.0	8.4	8.2

자료 : 한화케미칼, 하이투자증권 리서치센터



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 원민석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.9%	9.1%	-