

정유(Overweight)/화학(Neutral)

3Q19 Preview: 대형 화학주 둔화 예상

▶ Issue

정유/화학업종 3Q19 실적 Preview 및 투자판단 점검

▶ Pitch

3Q19 실적은 대형주 중심 컨센 하회 추정. 정유/배터리는 4Q19 및 내년 호전 예상. 정제마진 개선 및 IMO 효과 감안해 S-oil Top pick. 화학은 전방 수요 우려 등 고려해 중립 의견. 다만 실적 양호한 효성화학, 4Q 및 내년 호전 예상되는 SKC/코오롱인더 관심 필요

▶ Rationale

- 정유: 사우디 피격 사태로 이의 정제설비 가동률 하락. 4Q IMO 효과 본격화와 함께 정제마진 개선세 지속 전망. 향후 증동산 원유, 특히 Arab Light 중심 수급 타이트로 수출 프리미엄(OSP) 상승 우려되나, 경유 및 LSFO 중심 수요 증가, 사우디 공급 차질 등으로 정유사 4Q 실적 호전 가능성. 2020년에는 IMO 규제 시행으로 정제마진 강세 전망
- 화학: 미중 무역분쟁(관세 부과)에 따른 전방산업 수요 부진과 신증설 여파로 아로마틱, MEG, PE, ABS, 페놀/BPA, TDI/MDI 등 마진 급락. LG화학은 화학 및 ESS 부진으로 컨센 하회 추정. 금호석유도 페놀유도체 급락으로 컨센 하회 전망. 롯데/한켄/대한유화는 각각 미국공장 가동, PVC 개선, 기저효과 등으로 컨센 근접 예상. 효성화학/롯데정밀은 주력제품 마진 확대, 기타제품 기여도 증가 등으로 전년대비 개선 전망. SKC/코오롱인더는 사업재편 및 원료가 하향 안정세 영향으로 내년 실적 양호할 듯

(단위: 원, 십억원)

회사명	SK 이노베이션	S-Oil	LG화학	롯데 케미칼	한화 케미칼	금호석유	대한유화	OCI	SKC	코오롱 인더	롯데 정밀화학	효성 화학	송원 산업
코드	(096770)	(010950)	(051910)	(011170)	(009830)	(011780)	(006650)	(010060)	(011790)	(120110)	(004000)	(298000)	(004430)
투자 의견	BUY 유지	BUY 유지	BUY 유지	BUY 유지	BUY 유지	HOLD 하향	BUY 유지	HOLD 하향	BUY 유지	BUY 유지	BUY 유지	BUY 유지	BUY 유지
목표주가	220,000 유지	125,000 유지	460,000 하향	330,000 유지	26,000 유지	90,000 하향	175,000 유지	88,000 하향	55,000 상향	58,000 유지	67,000 하향	220,000 유지	27,000 하향
상승여력%	30.2	25.4	40.5	32.5	42.1	23.5	35.7	24.5	27.3	42.7	38.4	37.5	41.0
변경 후 (3Q19)													
매출액	13,009.0	6,277.5	7,571.1	4,091.5	2,448.7	1,199.1	543.9	656.7	621.4	1,091.4	338.9	489.0	229.3
영업이익	218.7	193.4	357.4	340.7	112.2	79.8	50.6	(37.9)	42.2	42.1	54.1	54.4	24.6
순이익	139.7	144.6	242.7	311.9	113.4	73.6	48.6	(36.3)	30.3	16.9	54.6	32.6	18.1
변경 전													
매출액	13,812.7	6,607.5	7,916.0	4,173.7	2,503.0	1,263.7	551.9	700.0	700.2	1,105.2	345.4	527.4	219.1
영업이익	422.3	269.4	486.6	361.9	123.3	99.9	50.3	(0.5)	55.4	44.7	54.4	45.6	25.9
순이익	259.6	204.0	343.6	325.1	125.7	89.1	48.5	(4.3)	36.4	18.9	54.8	29.2	20.7
컨센서스													
매출액	13,055.5	6,295.5	7,881.7	3,955.8	2,503.0	1,298.5	579.4	700.0	683.0	1,091.0	354.8	481.2	228.7
영업이익	410.5	208.0	454.6	361.6	109.0	110.6	49.5	(14.2)	49.1	40.0	51.0	54.2	25.9
순이익	213.0	147.0	289.0	315.5	104.9	81.0	42.0	(24.2)	36.9	19.8	45.5	32.5	18.3
변경전·후 변화율(%)													
매출액	-5.8	-5.0	-4.4	-2.0	-2.2	-5.1	-1.5	-6.2	-11.3	-1.3	-1.9	-7.3	4.6
영업이익	-48.2	-28.2	-26.5	-5.8	-9.0	-20.1	0.5	n/a	-24.0	-5.7	-0.5	19.2	-4.9
순이익	-46.2	-29.1	-29.4	-4.1	-9.8	-17.4	0.4	n/a	-16.6	-10.4	-0.4	11.3	-12.8
전년 동기 대비 (YoY,%)													
매출액	-13.0	-12.7	4.6	-3.7	5.9	-17.3	-15.7	-14.2	-9.9	-3.7	-1.6	-0.6	12.2
영업이익	-73.8	-38.8	-40.7	-32.4	19.7	-47.2	-42.2	적전	-21.9	91.1	10.6	49.7	41.6
순이익	-69.6	-37.1	-30.0	-31.3	흑전	-40.0	-34.5	적전	-30.3	흑전	-0.3	39.1	37.8
전분기 대비 (QoQ,%)													
매출액	-0.7	0.3	5.5	1.4	3.1	-7.6	34.4	0.4	-2.8	-5.0	2.6	0.2	5.0
영업이익	-56.0	흑전	33.6	-1.6	15.1	-42.6	흑전	적지	-12.6	-31.6	3.7	9.6	5.9
순이익	-17.3	흑전	189.5	15.0	393.5	-33.6	흑전	적지	102.2	11.0	36.5	13.7	41.0

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

<이슈 분석>

사우디 생산 축소 여파는?

드론 공격(9/14일)의 여파로 사우디 원유 생산 절반(570만bpd) 중단. 이에 따라 사우디 석유정제(CAPA 283만bpd)와 석유화학(글로벌 에틸렌 10.4% 비중) 시설의 가동률도 하락. 피격 초기 사우디의 정유공장 가동은 100만bpd 내외에 그쳤고, 석유화학 원료(에탄) 공급은 30~50% 내외 급감한 것으로 알려짐. 다만 지난 주 초 사우디는 중단된 원유 생산 중 200만bpd 내외를 재가동한 것으로 보이고, 9월말까지는 피격 이전 수준의 석유 생산이 가능할 것이라고 밝힘. 이에 따라 석유화학 원료 공급 부족분도 20~30% 내외로 축소된 것으로 알려짐

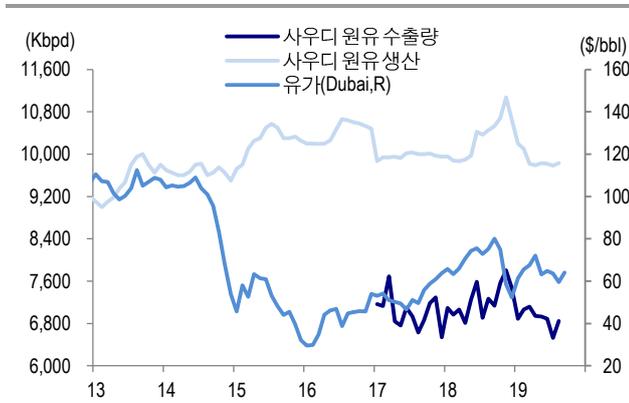
정제마진 강제 요인
4분기부터 IMO 효과 본격화
정유업종, S-oil Top pick

사우디의 석유/화학 생산 중단의 여파로 지난 주 석유 정제마진 급등 및 석유화학 제품가격 일부 반등세 전환. 향후 추이는 사우디의 복구 시기에 따라 결정될 전망. 사우디 발표와 같이 9월말 석유 처리 시설 및 정유/화학 설비 가동률이 정상화된다면 역내 제품 가격은 재차 안정화 예상. 특히 북미, 동남아(말레이) 등에서 신증설 가동이 다수 예정되어 있는 석유화학은 가격 조정 가능성. 다만 사우디의 원유 수출이 조기 정상화된다고 해도 손상된 석유처리설비(Stabilisation Tower, 가스 분리)의 완전한 복구에는 보다 많은 시간 필요할 듯. 따라서 일부 등급의 원유(Arab Light)는 공급 부족 지속 예상되고, 이의 수출을 유지하기 위해 사우디 국내 정유공장 가동률 조정이 지속될 가능성 존재. 특히 금년 4분기부터 내년 IMO 규제 시행에 따른 경유/LSFO 수요 본격화 예상된다는 점까지 감안한다면 석유정제마진 개선세 이어질 전망. 정유업종 비중확대 유망. 금년 상반기 보수 원료 후 신설 고도화설비 풀가동 중인 S-oil은 이에 따른 수혜 폭 커질 듯. 사우디 석유 수출 조기 정상화 및 자회사 우선 배분 가능성 등을 감안하면 원유 수급에 대한 우려는 크지 않을 전망

석유화학은 사우디 영향
제한적일 듯

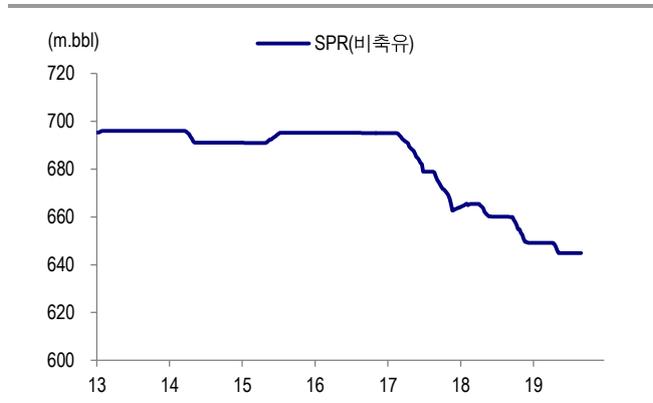
사우디 석유화학 가동률 축소로 가장 수혜 폭이 클 수 있는 제품은 MEG. 사우디가 글로벌 공급의 1/4 내외를 차지하고 있고 특히 중국 수입시장에서는 약 45% 내외 비중. 미국의 MEG 신증설이 올해 본격화되고 있으나 미중 무역전쟁으로 중국 시장 내 사우디 영향력 절대적. 지난 주 중국 MEG 재고가 71만톤 내외로 고점대비 절반 급감했다는 점도 마진 개선 모멘텀. 다만 4분기경 미국, 말레이 등의 신증설 가동 예정, 중국 CT-MEG(석탄) 가동률 재상향 가능성 등을 감안하면 본격 턴어라운드느 어려울 듯. PE 시장은 공급 여력 많다는 점에서 사우디 영향 제한적일 듯

Fig. 01: 사우디 원유 생산/수출량 및 유가 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 02: 미국 전략비축유(SPR) 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 03: 유가와 석유정제마진 추이



Source: Petronet, KTB투자증권

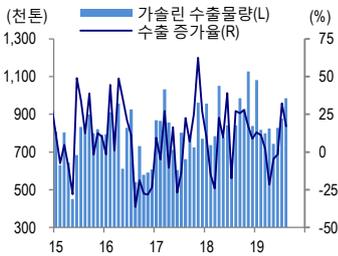
Fig. 04: 디젤/가솔린 스프레드



Fig. 05: 벵커C/나프타 스프레드



Fig. 06: 가솔린 수출 추이



Source: KITA, KTB투자증권

Fig. 07: 디젤 수출 추이

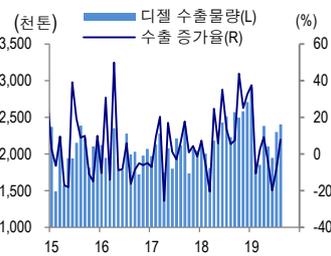


Fig. 08: 제트유 수출 추이

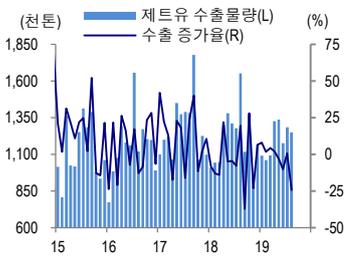
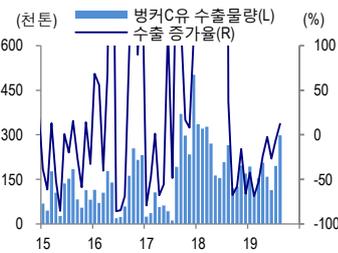


Fig. 09: 벵커C유 수출 추이



Source: KITA, KTB투자증권

Fig. 010: 윤활기유 수출 추이

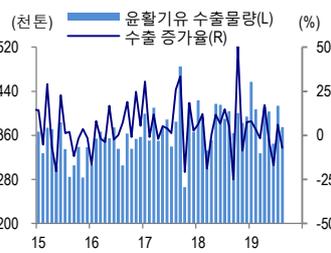


Fig. 011: 나프타 수입 추이

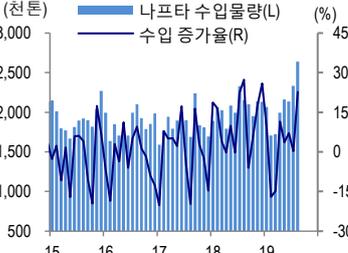
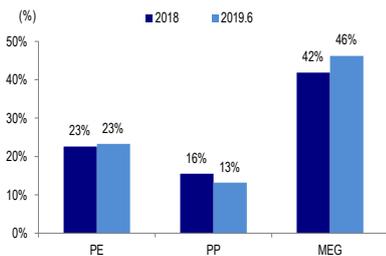


Fig. 012: 중국 화학 수입 중 사우디 비중



Source: KITA, KTB투자증권

Fig. 013: 중국 MEG 수입 중 중동 비중

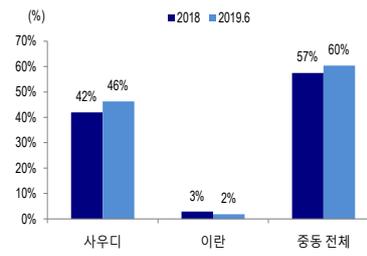


Fig. 014: 중국 HDPE 수입 중 중동비중

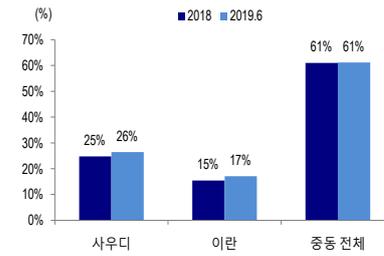


Fig. 015: 나프타/에탄/프로판 주간 가격



Source: 씨스کم, KTB투자증권

Fig. 016: HDPE/PP 스프레드



Fig. 017: ABS/PVC 스프레드



Fig. 018: P-X/벤젠 스프레드



Source: 씨스کم, KTB투자증권

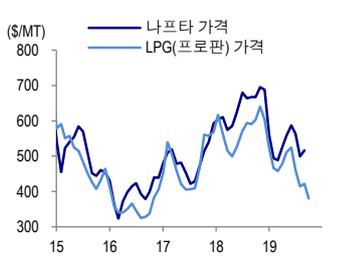
Fig. 019: 페놀/BPA 스프레드



Fig. 020: 가성소다/ECH 가격



Fig. 021: 나프타 및 프로판 수입가격



Source: KITA, KTB투자증권

Fig. 022: 나프타 가격 및 래깅마진

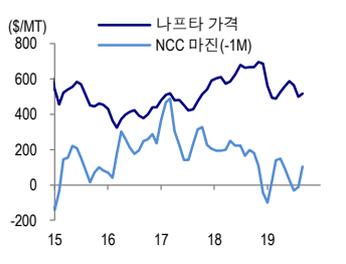


Fig. 023: BD/프로필렌/벤젠 수출가격

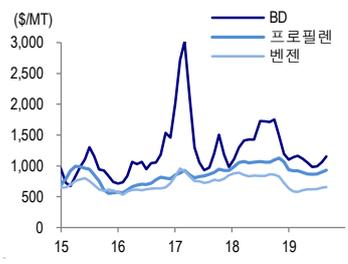
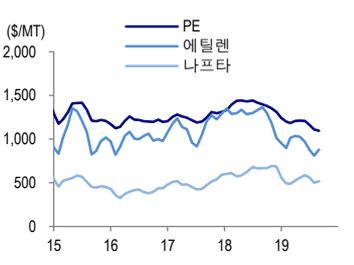


Fig. 024: PE/에틸렌/나프타 가격



Source: KITA, KTB투자증권

Fig. 025: HDPE/LDPE 래깅마진

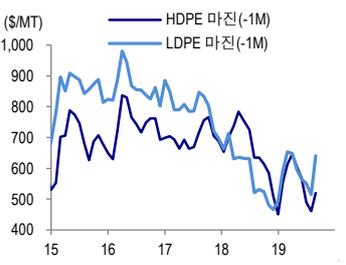


Fig. 026: PP/프로필렌 수출, PP 수입가격

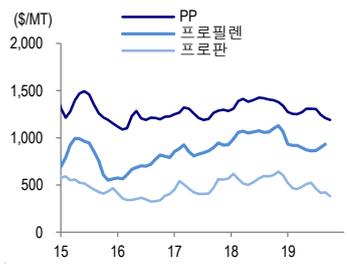
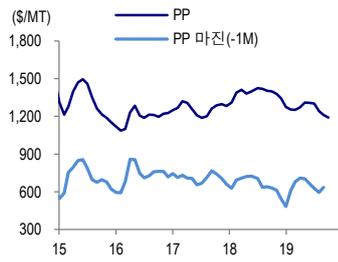


Fig. 027: PP 가격 및 래깅마진



Source: KITA, KTB투자증권

Fig. 028: PP 가격 및 프로판 대비 마진

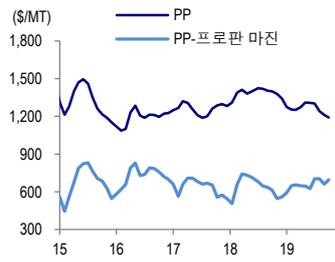


Fig. 029: PVC 가격 및 래깅마진

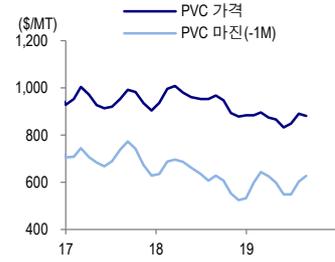
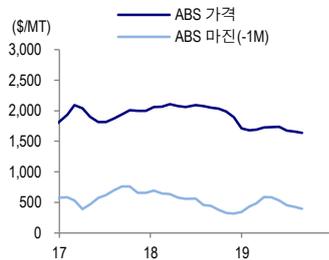


Fig. 030: ABS 가격 및 래깅마진



Source: KITA, KTB투자증권

Fig. 031: PC수지 가격 및 래깅마진

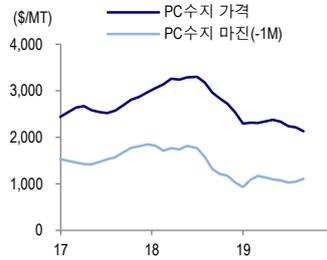


Fig. 032: BPA/페놀/아세톤 가격

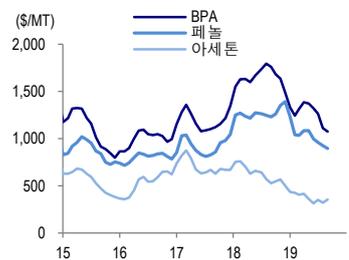
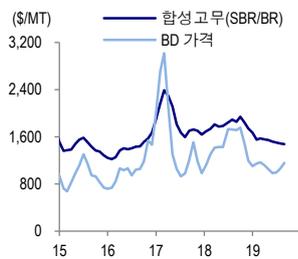


Fig. 033: BD/합성고무 수출가격



Source: KITA, KTB투자증권

Fig. 034: 합성고무 수출가격 및 래깅마진

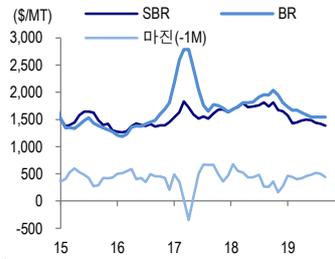
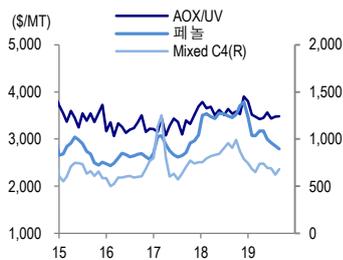


Fig. 035: 합성고무/천연고무 가격



Fig. 036: 산화방지제/페놀/C4 가격



Source: KITA, KTB투자증권

Fig. 037: 타이어코드/에어백 수출가격

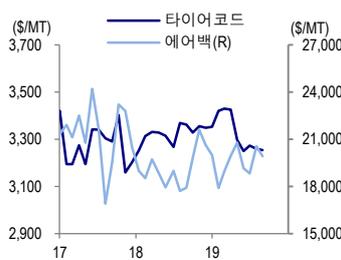


Fig. 038: 타이어코드/TPA 수출가격

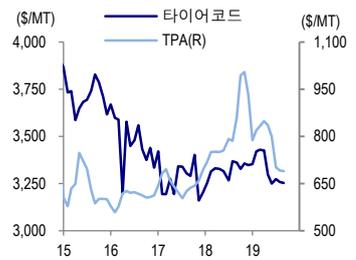


Fig. 039: 폴리실리콘/태양광모듈 수출가격



Source: KITA, KTB투자증권

Fig. 040: 2차전지/코발트 가격



Fig. 041: 편광판 수출 및 TAC 필름 수입가격



Fig. 042: 에폭시/ECH/C3 수출가격



Source: KITA, KTB투자증권

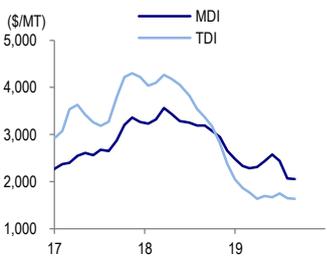
Fig. 043: 가성소다/가성칼륨 수출가격



Fig. 044: 스펀덱스 수출가격



Fig. 045: MDI/TDI 수출가격



Source: KITA, KTB투자증권

Fig. 046: PPG/PO/프로필렌 수출가격

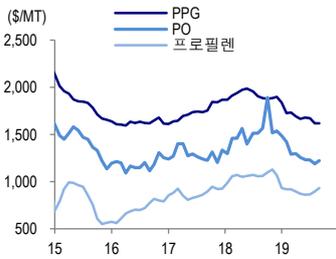


Fig. 047: PPG/PO 마진 추이



SK이노베이션 (096770)

3Q19 Preview: 재고이익 소멸 및 아로마틱 약세로 실적 둔화 전망

Investment Point

- 3Q 매출 13.0조원, OP 2,187억원으로 시장 컨센 하회 추정
- 정제마진 개선 등에도 불구하고 지난 분기 재고관련이익 및 기타 이익 소멸로 정유부문 실적 부진 예상. 2분기말 유가 급락에 따른 재고손실 부담이 약 1,500억 내외 반영될 수 있고 석유 기타 이익(트레이딩 이익 등)도 축소 가능성. 다만 사우디 원유 생산 감소에 따른 여파로 9월 중 유가 반등세 보이고 있어 분기 재고손익 변동 가능성은 존재
- P-X 가격 및 스프레드가 추가 하락세를 보이고 있고 PE/PP 가격도 약세라는 점에서 화학부문 실적도 부진할 듯. 한편 기타 부문에서 배터리 관련 손실액도 매출 확대 영향으로 전분기대비 확대될 전망. 배터리 관련 CAPEX 증가는 재무구조 상 부담 요인
- 다만 4분기부터 재차 실적 개선 전망. 최근 사우디 정유설비 가동률 하락으로 정제마진이 높아지고 있다는 점은 (+) 요인. 특히 4Q부터 IMO 효과 가시화로 정제마진 개선세 본격화될 수 있다는 점은 긍정적

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	220,000		유지
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	10.1	19.4	12.6
PBR(배)	1.0	1.0	0.9
EV/EBITA(배)	6.6	8.1	7.1
배당수익률(%)	4.5	3.8	4.1

Fig. 048: SK이노베이션 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	13,009.0	13,812.7	(5.8)	14,958.7	(13.0)	13,103.6	(0.7)	13,055.5	(0.4)	
영업이익	218.7	422.3	(48.2)	835.8	(73.8)	497.6	(56.0)	410.5	(46.7)	
순이익	139.7	259.6	(46.2)	459.4	(69.6)	169.0	(17.3)	213.0	(34.4)	
이익률(%)										
영업이익	1.7	3.1		5.6		3.8		3.1		
순이익	1.1	1.9		3.1		1.3		1.6		
이익률 차이(%P)										
영업이익		(1.4)		(3.9)		(2.1)		(1.5)		
순이익		(0.8)		(2.0)		(0.2)		(0.6)		

Note: K-IFRS 연결

Source: SK이노베이션, KTB투자증권

Fig. 049: SK이노베이션 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	13,812.7	13,829.6	13,646.3	13,646.3	13,009.0	13,359.6	13,052.5	12,919.5	(5.8)	(3.4)	(4.4)	(5.3)
영업이익	422.3	580.1	617.8	617.8	218.7	494.3	595.5	564.3	(48.2)	(14.8)	(3.6)	(8.7)
영업이익률(%)	3.1	4.2	4.5	4.5	1.7	3.7	4.6	4.4	(1.4)	(0.5)	0.0	(0.2)
EBITDA	683.1	849.5	895.4	903.6	478.8	762.6	871.5	847.9	(29.9)	(10.2)	(2.7)	(6.2)
EBITDA이익률(%)	4.9	6.1	6.6	6.6	3.7	5.7	6.7	6.6	(1.3)	(0.4)	0.1	(0.1)
순이익	259.6	400.8	410.4	406.4	139.7	346.6	393.4	366.5	(46.2)	(13.5)	(4.1)	(9.8)

Note: K-IFRS 연결

Source: SK이노베이션, KTB투자증권

Fig. 050: SK이노베이션의 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

(십억원, %)	<분기실적>								<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	12,166	13,438	14,959	13,948	12,849	13,104	13,009	13,360	54,511	52,321	52,077
(QoQ, YoY)	-7.3%	10.5%	11.3%	6.3%	-7.9%	2.0%	-0.7%	2.7%	18.1%	-4.0%	-0.5%
석유	8,687	9,773	10,900	9,833	8,760	9,464	9,421	9,633	39,194	37,277	37,279
화학	2,439	2,532	2,886	2,828	2,502	2,420	2,342	2,274	10,684	9,538	8,903
윤활유	780	818	823	846	757	847	788	829	3,266	3,220	3,482
석유개발	157	185	193	220	176	164	149	163	755	652	662
영업이익	712	852	836	-281	331	498	219	494	2,118	1,542	2,005
(QoQ, YoY)	-15.8%	19.7%	-1.9%	적전	흑전	50.3%	-56.0%	126.0%	-34.3%	-27.2%	30.0%
석유	325	533	408	-554	-6	279	94	400	713	767	1,678
화학	285	238	346	250	320	185	129	102	1,118	736	462
윤활유	129	126	132	74	47	78	73	73	461	271	308
석유개발	45	59	72	80	55	51	46	57	256	210	205
영업이익률	5.8%	6.3%	5.6%	-2.0%	2.6%	3.8%	1.7%	3.7%	3.9%	2.9%	3.8%
석유	3.7%	5.5%	3.7%	-5.6%	-0.1%	3.0%	1.0%	4.2%	1.8%	2.1%	4.5%
화학	11.7%	9.4%	12.0%	8.8%	12.8%	7.6%	5.5%	4.5%	10.5%	7.7%	5.2%
윤활유	16.5%	15.4%	16.0%	8.8%	6.2%	9.2%	9.3%	8.8%	14.1%	8.4%	8.8%
석유개발	28.5%	32.1%	37.2%	36.4%	31.5%	31.1%	31.0%	35.0%	33.9%	32.2%	31.0%
기타	-70.0%	-80.1%	-77.8%	-57.9%	-41.3%	-45.6%	-40.0%	-30.0%	-70.2%	-37.3%	-37.0%

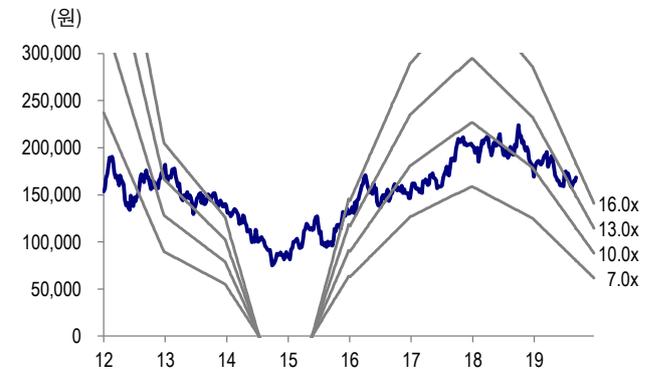
Source: SK이노베이션, KTB투자증권

Fig. 051: SK이노베이션의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

Fig. 052: SK이노베이션의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

재무제표 (SK이노베이션 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	16,220.2	16,752.4	17,303.3	17,211.0	17,197.5
현금성자산	4,343.1	4,646.2	5,105.4	5,206.0	5,056.1
매출채권	5,297.5	5,155.9	5,563.4	5,465.7	5,528.3
재고자산	5,979.6	6,179.8	5,856.3	5,753.3	5,819.3
비유동자산	18,029.9	19,333.0	22,001.3	23,991.3	25,918.7
투자자산	2,932.3	3,527.8	4,343.5	4,360.9	4,378.4
유형자산	13,596.2	13,798.2	15,482.6	17,303.9	19,069.5
무형자산	1,501.4	2,007.0	2,175.2	2,326.5	2,470.8
자산총계	34,250.1	36,085.4	39,304.5	41,202.3	43,116.2
유동부채	9,954.8	8,940.6	9,755.7	10,268.0	10,828.1
매입채무	5,712.1	5,115.6	5,124.2	5,034.2	5,091.9
유동성이자부채	1,606.1	1,431.1	2,235.2	2,835.2	3,335.2
비유동부채	4,986.0	7,816.8	9,446.9	10,196.5	10,948.1
비유동이자부채	4,063.8	6,648.8	8,213.9	8,913.9	9,613.9
부채총계	14,940.8	16,757.4	19,202.6	20,464.5	21,776.2
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,765.8	5,765.8	5,765.8	5,765.8	5,765.8
이익잉여금	12,041.7	12,930.3	13,171.7	13,807.5	14,409.6
자본조정	(190.3)	(1,040.2)	(926.7)	(926.7)	(926.7)
자기주식	(136.1)	(1,137.9)	(1,137.9)	(1,137.9)	(1,137.9)
자본총계	19,309.3	19,328.0	20,102.0	20,737.8	21,339.9
투하자본	17,928.5	19,617.8	22,302.1	24,124.6	26,064.1
순차입금	1,326.7	3,433.7	5,343.6	6,543.0	7,892.9
ROA	6.4	4.9	2.3	3.2	3.1
ROE	12.2	9.4	4.7	6.8	6.7
ROIC	12.4	8.0	5.3	6.3	6.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	2,180.2	1,728.1	1,052.7	2,388.9	2,341.5
당기순이익	2,145.1	1,710.0	866.7	1,283.5	1,297.1
자산상각비	900.1	938.9	1,059.3	1,149.4	1,268.5
운전자본증감	(1,214.2)	(1,154.2)	(506.8)	105.3	(76.4)
매출채권감소(증가)	(957.1)	206.7	(295.5)	97.8	(62.7)
재고자산감소(증가)	(1,501.0)	(480.9)	580.0	102.9	(66.0)
매입채무증가(감소)	1,272.8	(628.6)	(823.9)	(90.1)	57.7
투자현금	(1,066.1)	(2,476.8)	(3,097.7)	(2,214.8)	(3,122.1)
단기투자자산감소	(16.9)	9.4	1,085.6	764.2	(86.6)
장기투자증권감소	0.0	0.0	110.9	147.8	147.8
설비투자	(938.4)	(1,278.9)	(2,644.9)	(2,864.2)	(2,920.5)
유무형자산감소	4.8	(172.0)	(248.7)	(257.8)	(257.8)
재무현금	(1,670.7)	586.1	2,381.3	690.8	543.9
차입금증가	(910.6)	2,408.9	1,784.2	1,300.0	1,200.0
자본증가	(756.6)	(822.2)	(110.8)	(609.2)	(656.1)
배당금지급	756.6	822.2	708.3	609.2	656.1
현금 증감	(640.5)	(147.8)	351.6	864.9	(236.6)
총현금흐름(Gross CF)	4,137.3	3,723.4	1,644.1	2,283.6	2,417.9
(-) 운전자본증가(감소)	1,224.5	1,068.3	80.7	(105.3)	76.4
(-) 설비투자	938.4	1,278.9	2,644.9	2,864.2	2,920.5
(+) 자산매각	4.8	(172.0)	(248.7)	(257.8)	(257.8)
Free Cash Flow	1,856.9	92.4	(1,960.4)	174.1	(780.6)
(-) 기타투자	0.0	0.0	(110.9)	(147.8)	(147.8)
잉여현금	1,856.9	92.4	(1,849.5)	321.9	(632.8)

자료: KTB 투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	46,162.7	54,510.9	52,320.8	52,077.3	53,100.9
증가율 (Y-Y,%)	16.8	18.1	(4.0)	(0.5)	2.0
영업이익	3,221.8	2,117.6	1,541.7	2,004.7	2,067.4
증가율 (Y-Y,%)	(0.2)	(34.3)	(27.2)	30.0	3.1
EBITDA	4,121.8	3,056.5	2,601.0	3,154.2	3,335.9
영업외손익	1.9	284.8	(330.5)	(246.5)	(290.6)
순이자수익	(121.7)	(162.0)	(251.9)	(306.9)	(349.8)
외화관련손익	102.0	(100.9)	(99.0)	20.0	20.0
지분법손익	311.3	155.2	160.4	160.4	160.4
세전계속사업손익	3,223.7	2,402.4	1,211.1	1,758.3	1,776.8
당기순이익	2,145.1	1,710.0	866.7	1,283.5	1,297.1
지배기업당기순이익	2,103.8	1,651.5	814.4	1,245.0	1,258.2
증가율 (Y-Y,%)	24.6	(20.3)	(49.3)	48.1	1.1
NOPLAT	2,146.0	1,495.8	1,103.2	1,463.4	1,509.2
(+) Dep	900.1	938.9	1,059.3	1,149.4	1,268.5
(-) 운전자본투자	1,224.5	1,068.3	80.7	(105.3)	76.4
(-) Capex	938.4	1,278.9	2,644.9	2,864.2	2,920.5
OpFCF	883.1	87.5	(563.0)	(146.1)	(219.2)
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	(11.2)	4.1	9.8	4.1	(0.9)
영업이익증가율(3Yr)	n/a	2.3	(21.8)	(14.6)	(0.8)
EBITDA증가율(3Yr)	89.9	1.4	(14.4)	(8.5)	3.0
순이익증가율(3Yr)	n/a	25.4	(20.4)	(15.7)	(8.8)
영업이익률(%)	7.0	3.9	2.9	3.8	3.9
EBITDA마진(%)	8.9	5.6	5.0	6.1	6.3
순이익률(%)	4.6	3.1	1.7	2.5	2.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	22,752	17,860	8,720	13,370	13,512
BPS	176,968	171,986	173,977	179,147	184,032
DPS	8,000	8,000	6,500	7,000	7,000
Multiples(x, %)					
PER	9.0	10.1	19.4	12.6	12.5
PBR	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/ EBITDA	5.0	6.6	8.1	7.1	7.1
배당수익률	3.9	4.5	3.8	4.1	4.1
PCR	4.6	4.5	9.6	6.9	6.6
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	77.4	86.7	95.5	98.7	102.0
Net debt/Equity	6.9	17.8	26.6	31.6	37.0
Net debt/EBITDA	32.2	112.3	205.4	207.4	236.6
유동비율	162.9	187.4	177.4	167.6	158.8
이자보상배율	26.5	13.1	6.1	6.5	5.9
이자비용/매출액	0.4	0.5	0.7	0.8	0.8
자산구조					
투하자본(%)	71.1	70.6	70.2	71.6	73.4
현금+투자자산(%)	28.9	29.4	29.8	28.4	26.6
자본구조					
차입금(%)	22.7	29.5	34.2	36.2	37.8
자기자본(%)	77.3	70.5	65.8	63.8	62.2

S-Oil (010950)

3Q19 Preview: 정제마진 호전 & 정기보수 완료로 향후 전망 긍정적

Investment Point

- 3Q 매출 6.28조원, OP 1,933억원으로 시장 컨센스에 근접할 전망
- 동사는 금년 2분기에 RFCC, PX 등에서 대규모 정기보수 실시. 이에 따른 판매 위축 및 비용 증가 영향으로 정제마진 약세와 함께 영업 적자 기록. 하지만 정기보수 마무리에 따른 기저효과가 3Q에 반영되면서 전분기대비 실적 회복 예상. 장기간 T/A 예정되어 있던 No.2 PX 공장(연산 100만톤)도 7월 중순 조기 재가동하면서 실적 기여
- 석유화학은 PX 중심 마진 급락했으나 벤젠 등은 전분기대비 반등. 특히 PO-PP 신증설 라인 가동 본격화로 하반기 실적 회복 전망. 윤활유는 저원가 효과로 실적 반등 예상
- 사우디 석유(처리) 설비 가동 중단 여파는 당분간 지속될 전망. 동사가 아람코 자회사라는 점에서 원유 공급 상 유리 판단. Arab Light 등의 수출 프리미엄 상승 가능성은 부담. 다만 사우디 정제설비 가동을 하락으로 이의 석유제품 수입이 늘고 있다는 점은 역내 정제마진에 (+) 요인. 4분기에는 IMO 효과가 본격화될 수 있다는 점에서 향후 동사 이익 흐름은 매우 견조할 듯. 업종 내 Top pick 판단

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	125,000		유지
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	42.6	31.5	11.0
PBR(배)	1.8	1.7	1.5
EV/EBITA(배)	17.1	13.3	7.8
배당수익률(%)	0.8	1.6	4.5

Fig. 053: S-Oil 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	6,277.5	6,607.5	(5.0)	7,187.9	(12.7)	6,257.3	0.3	6,295.5	(0.3)	
영업이익	193.4	269.4	(28.2)	315.7	(38.8)	(90.5)	흑전	208.0	(7.0)	
순이익	144.6	204.0	(29.1)	229.9	(37.1)	(147.4)	흑전	147.0	(1.6)	
이익률(%)										
영업이익	3.1	4.1		4.4		(1.4)		3.3		
순이익	2.3	3.1		3.2		(2.4)		2.3		
이익률 차이(%P)										
영업이익		(1.0)		(1.3)		4.5		(0.2)		
순이익		(0.8)		(0.9)		4.7		(0.0)		

Note: K-IFRS 연결

Source: S-Oil, KTB투자증권

Fig. 054: S-Oil 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	6,607.5	6,801.9	6,394.0	6,394.0	6,277.5	6,484.9	6,155.1	6,338.9	(5.0)	(4.7)	(3.7)	(0.9)
영업이익	269.4	353.3	398.6	398.6	193.4	330.4	383.9	399.2	(28.2)	(6.5)	(3.7)	0.1
영업이익률(%)	4.1	5.2	6.2	6.2	3.1	5.1	6.2	6.3	(1.0)	(0.1)	0.0	0.1
EBITDA	414.2	498.9	544.4	544.6	338.0	475.7	529.3	544.8	(18.4)	(4.7)	(2.8)	0.0
EBITDA이익률(%)	6.3	7.3	8.5	8.5	5.4	7.3	8.6	8.6	(0.9)	0.0	0.1	0.1
순이익	204.0	270.4	277.2	277.1	144.6	252.3	265.8	277.5	(29.1)	(6.7)	(4.1)	0.1

Note: K-IFRS 연결

Source: S-Oil, KTB투자증권

Fig. 055: S-Oil의 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

(십억원, %)	<분기실적>								<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	5,411	6,003	7,188	6,861	5,426	6,257	6,278	6,485	25,463	24,446	25,113
(QoQ, YoY)	-6.9%	10.9%	19.7%	-4.5%	-20.9%	15.3%	0.3%	3.3%	21.9%	-4.0%	2.7%
정유	4,341	4,754	5,728	5,303	4,074	5,002	4,963	5,144	20,127	19,183	19,714
석유화학	690	829	1,050	1,132	987	911	975	986	3,701	3,860	3,962
윤활기유	380	420	409	427	365	344	339	355	1,635	1,403	1,437
영업이익	255	403	316	-333	270	-91	193	330	639	704	1,500
(QoQ, YoY)	-31.1%	243.3%	-21.6%	적전	흑전	적전	흑전	70.9%	-53.4%	10.0%	113.2%
정유	89	305	170	-532	96	-136	74	206	33	240	958
석유화학	81	17	102	151	148	4	73	84	351	309	369
윤활기유	84	81	43	47	27	41	46	41	256	155	173
영업이익률	4.7%	6.7%	4.4%	-4.9%	5.0%	-1.4%	3.1%	5.1%	2.5%	2.9%	6.0%
정유	2.1%	6.4%	3.0%	-10.0%	2.3%	-2.7%	1.5%	4.0%	0.2%	1.3%	4.9%
석유화학	11.8%	2.0%	9.7%	13.4%	14.9%	0.5%	7.5%	8.5%	9.5%	8.0%	9.3%
윤활기유	22.2%	19.3%	10.6%	11.1%	7.5%	12.0%	13.5%	11.5%	15.6%	11.1%	12.0%

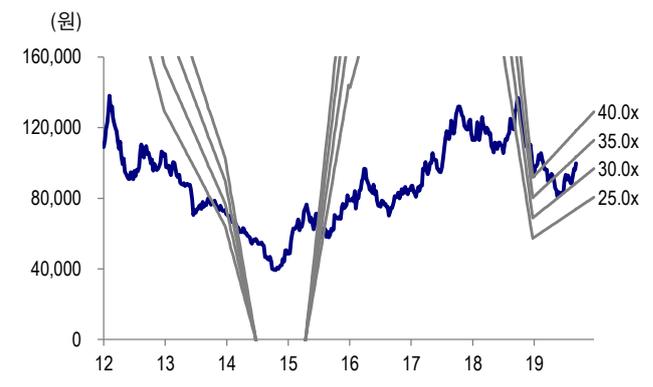
Source: S-Oil, KTB투자증권

Fig. 056: S-Oil의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

Fig. 057: S-Oil의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

재무제표 (S-Oil 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,774.8	5,854.5	5,639.8	5,854.3	6,003.4
현금성자산	2,222.4	726.5	325.4	541.4	714.0
매출채권	1,744.5	1,934.1	1,989.9	1,867.6	1,859.0
재고자산	2,790.7	3,139.1	3,269.1	3,389.4	3,373.8
비유동자산	8,312.6	10,100.5	10,373.1	10,434.2	10,736.4
투자자산	238.8	255.4	383.3	398.9	415.1
유형자산	7,968.7	9,740.7	9,892.6	9,945.1	10,237.5
무형자산	105.2	104.4	97.2	90.3	83.9
자산총계	15,087.5	15,955.0	16,012.8	16,288.6	16,739.8
유동부채	4,544.4	5,789.0	5,963.1	5,779.6	5,750.4
매입채무	2,246.4	2,164.8	2,416.3	2,351.8	2,341.0
유동성이자부채	1,376.9	2,948.2	2,913.5	2,813.5	2,813.5
비유동부채	3,700.4	3,696.8	3,235.7	2,844.7	2,854.0
비유동이자부채	3,474.7	3,464.6	2,964.4	2,564.4	2,564.4
부채총계	8,244.8	9,485.8	9,198.8	8,624.3	8,604.4
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
이익잉여금	5,198.1	4,823.1	5,168.6	6,018.8	6,489.9
자본조정	21.5	23.2	22.5	22.5	22.5
자기주식	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
자본총계	6,842.6	6,469.2	6,814.0	7,664.3	8,135.4
투하자본	9,389.6	12,077.3	12,337.2	12,470.1	12,767.4
순차입금	2,629.1	5,686.3	5,552.4	4,836.4	4,663.8
ROA	8.6	1.7	2.3	6.4	6.0
ROE	18.8	3.9	5.5	14.3	12.6
ROIC	12.8	4.6	4.4	9.3	8.7

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	1,143.3	(288.2)	870.9	1,544.0	1,591.5
당기순이익	1,246.5	258.0	363.1	1,037.0	996.4
자산상각비	294.2	354.2	575.4	582.8	594.1
운전자본증감	(236.3)	(881.9)	196.4	(82.0)	(5.7)
매출채권감소(증가)	(400.6)	(111.6)	(155.5)	122.3	8.6
재고자산감소(증가)	(368.7)	(590.5)	131.6	(120.3)	15.5
매입채무증가(감소)	616.0	(289.6)	460.9	(64.5)	(10.8)
투자현금	(832.2)	(415.2)	(748.6)	(643.1)	(895.6)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(1.4)	(1.9)	(2.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	1.2	1.5	1.5
설비투자	(2,414.1)	(2,041.4)	(718.0)	(627.8)	(879.6)
유무형자산감소	1.3	0.5	(0.2)	(0.5)	(0.5)
재무현금	(598.3)	887.8	(510.2)	(686.8)	(525.3)
차입금증가	205.1	1,506.3	(502.2)	(500.0)	0.0
자본증가	(803.4)	(617.1)	(87.4)	(186.8)	(525.3)
배당금지급	803.4	617.1	87.4	186.8	525.3
현금 증감	(287.4)	184.5	(386.8)	214.1	170.6
총현금흐름(Gross CF)	1,865.9	1,056.6	702.9	1,626.0	1,597.2
(-) 운전자본증가(감소)	259.8	902.2	(22.4)	82.0	5.7
(-) 설비투자	2,414.1	2,041.4	718.0	627.8	879.6
(+) 자산매각	1.3	0.5	(0.2)	(0.5)	(0.5)
Free Cash Flow	797.4	(240.5)	150.6	900.9	695.9
(-) 기타투자	0.0	0.0	(1.2)	(1.5)	(1.5)
잉여현금	797.4	(240.5)	151.7	902.4	697.4

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	20,891.4	25,463.3	24,445.8	25,113.0	25,131.6
증가율 (Y-Y,%)	28.0	21.9	(4.0)	2.7	0.1
영업이익	1,373.3	639.5	703.6	1,499.9	1,436.4
증가율 (Y-Y,%)	(15.1)	(53.4)	10.0	113.2	(4.2)
EBITDA	1,667.4	993.6	1,279.0	2,082.7	2,030.5
영업외손익	271.6	(307.7)	(233.3)	(144.3)	(133.9)
순이자수익	(4.7)	(47.0)	(112.2)	(126.4)	(115.9)
외환관련손익	241.6	(130.5)	(64.3)	0.0	0.0
지분법손익	5.1	4.1	2.7	2.7	2.7
세전계속사업손익	1,644.9	331.8	470.3	1,355.5	1,302.5
당기순이익	1,246.5	258.0	363.1	1,037.0	996.4
지배기업당기순이익	1,246.5	258.0	363.1	1,037.0	996.4
증가율 (Y-Y,%)	3.4	(79.3)	40.7	185.6	(3.9)
NOPLAT	1,040.7	497.3	543.2	1,147.4	1,098.9
(+) Dep	294.2	354.2	575.4	582.8	594.1
(-) 운전자본투자	259.8	902.2	(22.4)	82.0	5.7
(-) Capex	2,414.1	2,041.4	718.0	627.8	879.6
OpFCF	(1,339.0)	(2,092.1)	423.0	1,020.3	807.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(9.9)	12.5	14.4	6.3	(0.4)
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(7.9)	(24.2)	3.0	31.0
EBITDA증가율(3Yr)	221.9	(3.1)	(12.4)	7.7	26.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	(25.8)	(33.0)	(5.9)	56.9
영업이익률(%)	6.6	2.5	2.9	6.0	5.7
EBITDA마진(%)	8.0	3.9	5.2	8.3	8.1
순이익률(%)	6.0	1.0	1.5	4.1	4.0

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	11,072	2,292	3,166	9,045	8,684
BPS	57,780	54,584	57,604	64,954	69,050
DPS	5,900	750	1,600	4,510	4,520
Multiples(x,%)					
PER	10.6	42.6	31.5	11.0	11.5
PBR	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/ EBITDA	9.7	17.1	13.3	7.8	7.9
배당수익률	5.0	0.8	1.6	4.5	4.5
PCR	7.3	10.8	16.5	7.1	7.3
PSR	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5
재무건전성 (%)					
부채비율	120.5	146.6	135.0	112.5	105.8
Net debt/Equity	38.4	87.9	81.5	63.1	57.3
Net debt/EBITDA	157.7	572.3	434.1	232.2	229.7
유동비율	149.1	101.1	94.6	101.3	104.4
이자보상배율	295.1	13.6	6.3	11.9	12.4
이자비용/매출액	0.3	0.3	0.5	0.6	0.5
자산구조					
투하자본(%)	79.2	92.5	94.6	93.0	91.9
현금+투자자산(%)	20.8	7.5	5.4	7.0	8.1
자본구조					
차입금(%)	41.5	49.8	46.3	41.2	39.8
자기자본(%)	58.5	50.2	53.7	58.8	60.2

LG화학 (051910)

3Q19 Preview: ABS 부진 및 ESS 회복 지연 등으로 추정치 하회 전망

Investment Point

- 3Q 매출 7.57조원, OP 3,574억원으로 시장 컨센 재차 하회 추정
- 이는 석유화학과 ESS 실적 둔화에 기인. 석유화학은 PVC 등 일부 반등 불구 ABS, PE, 페놀유도체, 합성고무 등의 부진세 심화되면서 전분기대비 감익 예상. 특히 무역분쟁 여파로 ABS/PC, 페놀/BPA 등의 수요가 침체되고 있다는 점이 화학부문 실적 악화 요인. 미중 무역분쟁이 해소되지 않는다면 화학부문의 추세적인 개선은 당분간 쉽지 않을 듯
- 배터리는 3Q19에 소형전지 성수기 효과, EV 전지 매출 확대 및 유럽공장 수출 개선, ESS 해외 매출 확대 등으로 흑자 전환 예상. 다만 국내 화재사고 재발로 ESS 관련 총당금 우려가 다시 부각되고 있다는 점은 동 부문 실적에 부담 요인으로 작용할 전망
- 실적 추정치 일부 조정 등을 반영해 동사 목표주가를 46만원으로 다소 하향 조정. 다만 4분기에는 EV(전기차) 배터리 매출이 급증하면서 양호한 마진을 기록할 전망이어서 재차 추가 모멘텀 예상. 유럽공장 수출 90% 이상 달성이 관건. 글로벌 최고 기술경쟁력 바탕으로 배터리 수주액이 계속 확대될 수 있다는 점도 긍정적

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	460,000	490,000	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	16.6	30.3	15.8
PBR(배)	1.8	1.7	1.6
EV/EBITA(배)	7.7	9.1	6.8
배당수익률(%)	1.7	1.8	1.8

Fig. 058: LG화학 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	7,571.1	7,916.0	(4.4)	7,234.9	4.6	7,177.4	5.5	7,881.7	(3.9)	
영업이익	357.4	486.6	(26.5)	602.4	(40.7)	267.5	33.6	454.6	(21.4)	
순이익	242.7	343.6	(29.4)	346.6	(30.0)	83.8	189.5	289.0	(16.0)	
이익률(%)										
영업이익	4.7	6.1		8.3		3.7		5.8		
순이익	3.2	4.3		4.8		1.2		3.7		
이익률 차이(%P)										
영업이익		(1.4)		(3.6)		1.0		(1.0)		
순이익		(1.1)		(1.6)		2.0		(0.5)		

Note: K-IFRS 연결

Source: LG화학, KTB투자증권

Fig. 059: LG화학 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	7,916.0	8,512.1	9,068.4	9,068.4	7,571.1	8,098.7	8,106.4	8,654.3	(4.4)	(4.9)	(10.6)	(4.6)
영업이익	486.6	628.1	668.1	668.1	357.4	451.4	395.8	506.8	(26.5)	(28.1)	(40.7)	(24.1)
영업이익률(%)	6.1	7.4	7.4	7.4	4.7	5.6	4.9	5.9	(1.4)	(1.8)	(2.5)	(1.5)
EBITDA	1,045.4	1,224.8	1,331.1	1,359.1	914.2	1,043.5	1,016.9	1,155.1	(12.6)	(14.8)	(23.6)	(15.0)
EBITDA이익률(%)	13.2	14.4	14.7	15.0	12.1	12.9	12.5	13.3	(1.1)	(1.5)	(2.1)	(1.6)
순이익	343.6	464.7	492.5	473.1	242.7	326.4	282.0	348.1	(29.4)	(29.8)	(42.7)	(26.4)

Note: K-IFRS 연결

Source: LG화학, KTB투자증권

Fig. 060: LG화학의 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

(십억원, %)	<분기실적>								<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	6,553.6	7,051.9	7,234.9	7,342.7	6,639.1	7,177.4	7,571.1	8,098.7	28,183.0	29,486.3	35,238.1
(QoQ, YoY)	1.9%	7.6%	2.6%	67.5%	-9.6%	8.1%	5.5%	7.0%	9.7%	4.6%	19.5%
석유화학	4,100.3	4,402.5	4,384.4	4,100.5	3,748.8	3,936.4	3,796.1	3,767.6	16,987.7	15,248.9	15,054.3
전지	1,244.5	1,494.0	1,704.3	2,076.9	1,650.1	2,009.4	2,584.9	3,125.3	6,519.6	9,369.6	15,051.6
첨단소재	1,107.0	1,136.8	1,221.7	1,247.2	1,233.9	1,253.5	1,307.2	1,309.6	4,712.7	5,104.2	5,231.8
생명과학	131.1	150.9	135.3	157.8	143.5	154.0	139.7	161.7	575.1	598.9	667.8
팜한농	236.9	187.6	92.1	83.1	228.0	169.6	88.6	80.0	599.8	566.2	614.3
(연결조정)	-266.2	-319.9	-302.9	-322.8	-365.2	-345.5	-345.5	-345.5	-1,211.9	-1,401.6	-1,381.8
영업이익	650.8	703.3	602.4	289.6	275.4	267.5	357.4	451.4	2,246.1	1,351.8	2,210.5
(QoQ, YoY)	5.8%	8.1%	-14.3%	-51.9%	-4.9%	-2.9%	33.6%	26.3%	-23.3%	-39.8%	63.5%
석유화학	598.4	662.8	528.4	241.8	398.6	382.2	294.2	286.3	2,031.4	1,361.3	1,266.8
전지	2.1	27.0	84.3	95.8	-147.9	-128.0	77.5	181.3	209.2	-17.1	898.7
첨단소재	28.8	19.7	31.1	-8.3	3.5	19.0	20.9	19.6	71.3	63.1	82.4
생명과학	7.0	15.8	13.2	13.5	11.8	10.9	9.1	9.9	49.5	41.6	50.1
팜한농	45.4	11.4	-18.8	-22.7	38.2	9.1	-18.6	-20.0	15.4	8.7	15.3
(연결조정)	-30.9	-33.4	-35.8	-30.5	-28.8	-25.7	-25.7	-25.7	-130.6	-105.9	-102.7
영업이익률	9.9%	10.0%	8.3%	3.9%	4.1%	3.7%	4.7%	5.6%	8.0%	4.6%	6.3%
석유화학	14.6%	15.1%	12.1%	5.9%	10.6%	9.7%	7.8%	7.6%	12.0%	8.9%	8.4%
전지	0.2%	1.8%	4.9%	4.6%	-9.0%	-6.4%	3.0%	5.8%	3.2%	-0.2%	6.0%
첨단소재	2.6%	1.7%	2.5%	-0.7%	0.3%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	1.2%	1.6%
생명과학	5.3%	10.5%	9.8%	8.6%	8.2%	7.1%	6.5%	6.1%	8.6%	7.0%	7.5%
팜한농	19.2%	6.1%	-20.4%	-27.3%	16.8%	5.4%	-21.0%	-25.0%	2.6%	1.5%	2.5%

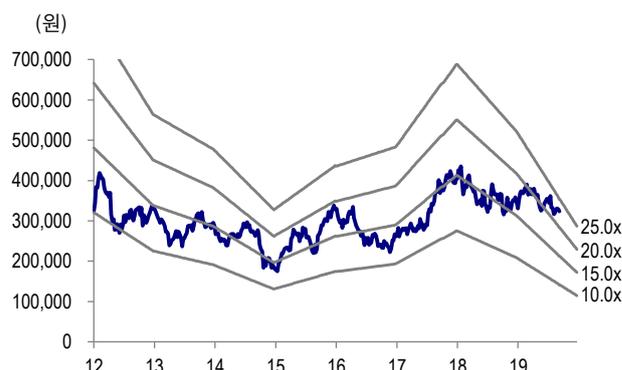
Source: LG화학, KTB투자증권

Fig. 061: LG화학의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

Fig. 062: LG화학의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

재무제표 (LG화학 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	11,205.6	12,088.5	11,386.4	12,788.5	13,003.3
현금성자산	2,779.0	2,556.6	2,152.7	2,581.8	2,013.6
매출채권	4,636.0	4,623.9	4,437.7	4,736.4	5,005.6
재고자산	3,352.5	4,289.5	4,171.4	4,839.4	5,346.9
비유동자산	13,835.6	16,855.6	21,425.2	24,007.2	26,952.8
투자자산	801.0	1,010.2	1,108.4	1,153.4	1,200.2
유형자산	11,211.5	13,839.2	17,884.5	20,017.3	22,533.2
무형자산	1,823.2	2,006.2	2,432.3	2,836.5	3,219.4
자산총계	25,041.2	28,944.1	32,811.7	36,795.7	39,956.1
유동부채	6,644.7	7,273.5	6,990.2	7,710.1	8,259.3
매입채무	3,862.0	4,717.4	4,437.7	5,148.3	5,688.1
유동성이자부채	1,451.3	1,631.6	1,630.7	1,630.7	1,630.7
비유동부채	2,058.0	4,348.5	8,006.9	10,235.0	11,264.2
비유동이자부채	1,593.6	3,738.4	7,305.5	9,505.5	10,505.5
부채총계	8,702.6	11,622.0	14,997.2	17,945.1	19,523.5
자본금	391.4	391.4	391.4	391.4	391.4
자본잉여금	2,274.4	2,274.6	2,274.6	2,274.6	2,274.6
이익잉여금	14,039.3	14,994.3	15,340.7	16,376.8	17,958.8
자본조정	(536.5)	(577.2)	(458.6)	(458.6)	(458.6)
자기주식	(354.9)	(354.9)	(354.9)	(354.9)	(354.9)
자본총계	16,338.6	17,322.1	17,814.5	18,850.6	20,432.6
투하자본	16,316.6	19,792.1	24,231.8	27,023.9	30,158.6
순차입금	265.9	2,813.4	6,783.5	8,554.4	10,122.6
ROA	8.9	5.6	2.8	4.5	5.5
ROE	13.4	9.1	5.0	8.6	10.9
ROIC	15.0	9.7	4.4	6.6	8.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	3,180.7	2,125.0	2,739.2	3,906.8	4,871.2
당기순이익	2,563.9	1,940.0	932.5	1,552.8	2,115.6
자산상각비	1,402.0	1,487.3	2,077.6	2,651.9	3,049.9
운전자본증감	(714.8)	(1,264.4)	(380.5)	(253.2)	(233.7)
매출채권감소(증가)	(971.5)	52.1	253.3	(298.8)	(269.1)
재고자산감소(증가)	(395.8)	(958.7)	170.1	(668.0)	(507.5)
매입채무증가(감소)	328.3	165.4	(261.2)	710.6	539.8
투자현금	(1,640.4)	(3,639.0)	(6,591.6)	(5,208.5)	(5,970.4)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.7)	(1.0)	(1.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	8.9	11.4	10.8
설비투자	(2,252.6)	(4,219.4)	(6,104.0)	(5,638.1)	(5,398.0)
유무형자산감소	312.7	334.4	(495.9)	449.3	(550.7)
재무현금	(736.5)	1,793.8	3,450.1	1,729.9	529.9
차입금증가	(348.6)	2,241.5	3,450.1	2,200.0	1,000.0
자본증가	(385.7)	(493.9)	(460.1)	(470.1)	(470.1)
배당금지급	385.7	493.9	460.1	470.1	470.1
현금 증감	775.0	264.4	(385.0)	428.1	(569.2)
총현금흐름(Gross CF)	4,431.2	4,152.2	3,149.6	4,159.9	5,105.0
(-) 운전자본증가(감소)	(531.2)	656.8	(15.8)	253.2	233.7
(-) 설비투자	2,252.6	4,219.4	6,104.0	5,638.1	5,398.0
(+) 자산매각	312.7	334.4	(495.9)	449.3	(550.7)
Free Cash Flow	2,076.1	(751.2)	(3,822.5)	(1,301.8)	(1,099.1)
(-) 기타투자	0.0	0.0	(8.9)	(11.4)	(10.8)
잉여현금	2,076.1	(751.2)	(3,813.6)	(1,290.4)	(1,088.4)

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	25,698.0	28,183.0	29,486.3	35,238.1	41,523.4
증가율 (Y-Y,%)	24.4	9.7	4.6	19.5	17.8
영업이익	2,928.5	2,246.1	1,351.8	2,210.5	2,980.3
증가율 (Y-Y,%)	47.0	(23.3)	(39.8)	63.5	34.8
EBITDA	4,330.5	3,733.3	3,429.3	4,862.4	6,030.2
영업외손익	(364.6)	(306.0)	(149.7)	(194.0)	(232.8)
순이자수익	(69.3)	(87.6)	(139.5)	(201.8)	(240.4)
외화관련손익	(60.6)	(69.5)	6.0	0.0	0.0
지분법손익	6.2	5.1	26.2	26.2	26.2
세전계속사업손익	2,563.9	1,940.0	1,202.1	2,016.6	2,747.5
당기순이익	2,022.0	1,519.3	864.8	1,552.8	2,115.6
지배기업당기순이익	1,945.3	1,472.6	809.7	1,506.2	2,052.1
증가율 (Y-Y,%)	57.8	(24.9)	(43.1)	79.5	36.2
NOPLAT	2,309.5	1,759.0	972.5	1,702.1	2,294.8
(+) Dep	1,402.0	1,487.3	2,077.6	2,651.9	3,049.9
(-) 운전자본투자	(531.2)	656.8	(15.8)	253.2	233.7
(-) Capex	2,252.6	4,219.4	6,104.0	5,638.1	5,398.0
OpFCF	1,990.1	(1,629.9)	(3,038.1)	(1,537.2)	(287.1)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	4.4	11.7	12.6	11.1	13.8
영업이익증가율(3Yr)	30.7	7.2	(12.1)	(8.9)	9.9
EBITDA증가율(3Yr)	20.7	6.6	1.0	3.9	17.3
순이익증가율(3Yr)	33.3	9.8	(12.3)	(8.4)	11.7
영업이익률(%)	11.4	8.0	4.6	6.3	7.2
EBITDA마진(%)	16.9	13.2	11.6	13.8	14.5
순이익률(%)	7.9	5.4	2.9	4.4	5.1

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	27,633	20,861	10,811	20,677	28,411
BPS	183,255	192,598	193,096	201,168	216,487
DPS	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
Multiples(x, %)					
PER	14.7	16.6	30.3	15.8	11.5
PBR	2.2	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/ EBITDA	7.1	7.7	9.1	6.8	5.7
배당수익률	1.5	1.7	1.8	1.8	1.8
PCR	7.1	6.5	8.1	6.2	5.0
PSR	1.2	1.0	0.9	0.7	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	53.3	67.1	84.2	95.2	95.6
Net debt/Equity	1.6	16.2	38.1	45.4	49.5
Net debt/EBITDA	6.1	75.4	197.8	175.9	167.9
유동비율	168.6	166.2	162.9	165.9	157.4
이자보상배율	42.2	25.7	9.7	11.0	12.4
이자비용/매출액	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7
자산구조					
투하자본(%)	82.0	84.7	88.1	87.9	90.4
현금+투자자산(%)	18.0	15.3	11.9	12.1	9.6
자본구조					
차입금(%)	15.7	23.7	33.4	37.1	37.3
자기자본(%)	84.3	76.3	66.6	62.9	62.7

롯데케미칼 (011170)

3Q19 Preview: 미국 신규 가동 효과로 우려보다는 건조할 듯

Investment Point

- 3Q 매출은 4.09조원, OP는 3,407억원으로 시장 컨센 근접 추정
- PX-PTA, MEG, PE, ABS 등 주력제품 약세로 당초 전분기 실적을 하회할 것으로 예상 되었으나, 사우디 생산 중단 등의 영향으로 MEG, PE 가격 등이 반등세 보이고 있어 전 분기와 유사한 수익성 가능할 전망
- 특히 미국 공장(ECC/MEG) 신규 가동 효과로 실적 방어 가능할 전망. 미국공장 OPM 25% 예상. MEG 신증설 공장은 지난 5월부터, 에탄크래커(에틸렌 100만톤)는 8월 중순 부터 풀가동. 최근 미국 에탄(원료) 반등 불구 엑손모빌 등의 트러블 여파로 에틸렌 가격 상승 폭 크다는 점에서 ECC 기여도 높아질 듯. 또한 MEG는 최근 사우디 생산 감축으 로 가격이 강세 흐름을 보이고 있어 동사 실적에 (+) 요인 예상. 지난 주 중국 MEG 재 고는 71.1만톤(WoW -9.2%)으로 연초 이후 가장 낮은 수준 기록
- 미중 무역분쟁 우려, 4Q 대산 NCC 정기보수(비용 500억) 등은 부담 요인. 다만 사우디 생산 감축 지속 시 동사 수혜 폭 커질 수 있다는 점은 긍정적. 글로벌 경영 확대로 과거 대비 실적 방어력 높아지고 있다는 점도 (+) 요인

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	330,000		유지
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	6.0	8.1	7.3
PBR(배)	0.7	0.6	0.6
EV/EBITA(배)	3.6	4.5	4.3
배당수익률(%)	3.8	3.4	3.4

Fig. 063: 롯데케미칼 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	4,091.5	4,173.7	(2.0)	4,247.6	(3.7)	4,034.6	1.4	3,955.8	3.4	
영업이익	340.7	361.9	(5.8)	503.6	(32.4)	346.1	(1.6)	361.6	(5.8)	
순이익	311.9	325.1	(4.1)	454.3	(31.3)	271.3	15.0	315.5	(1.1)	
이익률(%)										
영업이익	8.3	8.7		11.9		8.6		9.1		
순이익	7.6	7.8		10.7		6.7		8.0		
이익률 차이(%P)										
영업이익		(0.3)		(3.5)		(0.3)		(0.8)		
순이익		(0.2)		(3.1)		0.9		(0.4)		

Note: K-IFRS 연결

Source: 롯데케미칼, KTB투자증권

Fig. 064: 롯데케미칼 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	4,173.7	4,156.7	4,271.8	4,271.8	4,091.5	4,160.9	4,194.9	4,186.6	(2.0)	0.1	(1.8)	(2.0)
영업이익	361.9	385.9	386.2	386.2	340.7	304.2	300.5	324.4	(5.8)	(21.2)	(22.2)	(16.0)
영업이익률(%)	8.7	9.3	9.0	9.0	8.3	7.3	7.2	7.7	(0.3)	(2.0)	(1.9)	(1.3)
EBITDA	554.2	582.9	587.1	590.9	532.9	501.1	501.2	528.7	(3.8)	(14.0)	(14.6)	(10.5)
EBITDA이익률(%)	13.3	14.0	13.7	13.8	13.0	12.0	11.9	12.6	(0.3)	(2.0)	(1.8)	(1.2)
순이익	325.1	343.5	344.6	343.3	311.9	286.2	284.5	300.4	(4.1)	(16.7)	(17.5)	(12.5)

Note: K-IFRS 연결

Source: 롯데케미칼, KTB투자증권

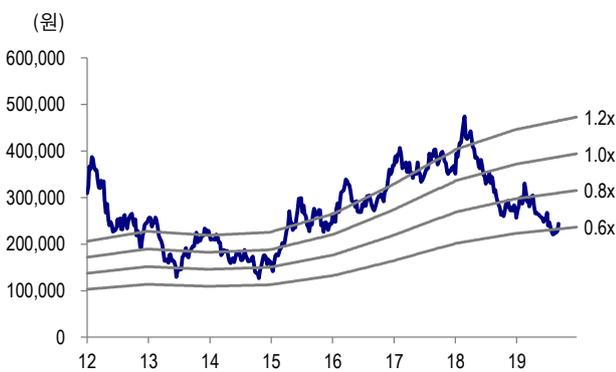
Fig. 065: 롯데케미칼의 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

(십억원, %)	<분기실적>								<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액 (QoQ, YoY)	4,123.2	4,330.2	4,247.6	3,844.0	3,721.8	4,034.6	4,091.5	4,160.9	16,545.0	16,008.9	16,695.5
	2.2%	5.0%	-1.9%	-9.5%	-3.2%	-6.8%	1.4%	1.7%	4.2%	-3.2%	4.3%
Olefin 부문	2,092.0	2,221.1	2,034.4	1,843.2	1,791.0	2,019.8	2,174.0	2,197.7	8,190.7	8,182.6	8,707.4
Aromatic 부문	779.9	801.8	832.9	692.5	718.2	729.7	684.0	704.6	3,107.1	2,836.5	2,831.5
Titan Chemical(76%)	596.6	626.5	669.1	634.4	591.9	602.5	581.9	621.7	2,526.6	2,398.0	2,547.3
롯데첨단소재	763.2	788.6	814.9	704.0	705.0	766.6	735.8	721.1	3,070.7	2,928.6	2,946.3
영업이익 (QoQ, YoY)	662.0	701.3	503.6	100.4	295.7	346.1	340.7	304.2	1,968.6	1,286.8	1,313.2
	-7.3%	5.9%	-28.2%	-80.1%	194.5%	-50.6%	-1.6%	-10.7%	-32.8%	-34.6%	2.1%
Olefin 부문	412.8	470.3	311.9	88.4	190.6	225.2	256.5	241.8	1,283.4	914.1	978.2
Aromatic 부문	108.8	100.4	96.8	22.8	57.8	50.4	20.5	10.6	328.8	139.3	95.3
Titan Chemical(76%)	71.9	69.2	48.7	-5.3	26.2	20.6	17.5	18.7	184.5	82.9	86.0
롯데첨단소재	90.1	77.9	59.0	8.8	31.4	58.8	55.2	43.3	235.8	188.7	191.8
영업이익률	16.1%	16.2%	11.9%	2.6%	7.9%	8.6%	8.3%	7.3%	11.9%	8.0%	7.9%
Olefin 부문	19.7%	21.2%	15.3%	4.8%	10.6%	11.1%	11.8%	11.0%	15.7%	11.2%	11.2%
Aromatic 부문	14.0%	12.5%	11.6%	3.3%	8.0%	6.9%	3.0%	1.5%	10.6%	4.9%	3.4%
Titan Chemical(76%)	12.1%	11.0%	7.3%	-0.8%	4.4%	3.4%	3.0%	3.0%	7.3%	3.5%	3.4%
롯데첨단소재	11.8%	9.9%	7.2%	1.3%	4.5%	7.7%	7.5%	6.0%	7.7%	6.4%	6.5%

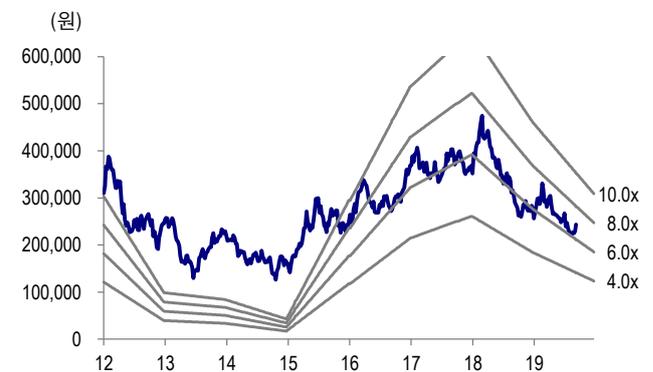
Source: 롯데케미칼, KTB투자증권

Fig. 066: 롯데케미칼의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

Fig. 067: 롯데케미칼의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

재무제표 (롯데케미칼 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	8,225.5	8,143.9	8,054.2	8,004.5	8,308.5
현금성자산	4,875.9	4,702.8	4,370.4	4,291.2	4,612.5
매출채권	1,667.6	1,536.5	1,732.8	1,769.8	1,689.4
재고자산	1,536.0	1,777.3	1,824.0	1,815.2	1,877.1
비유동자산	11,325.5	12,655.2	13,811.2	14,777.1	15,728.9
투자자산	2,895.9	2,963.3	3,521.7	3,807.1	4,096.2
유형자산	6,716.2	8,036.1	8,610.9	9,371.2	10,109.7
무형자산	1,710.6	1,653.0	1,678.7	1,598.9	1,523.0
자산총계	19,551.0	20,799.1	21,865.3	22,781.7	24,037.4
유동부채	3,790.9	3,961.4	4,199.2	4,199.4	4,504.0
매입채무	1,420.8	1,103.2	1,322.4	1,316.0	1,314.0
유동성이자부채	1,514.4	2,196.5	2,216.4	2,216.4	2,516.4
비유동부채	3,505.3	3,293.4	3,324.3	3,350.9	3,378.6
비유동이자부채	2,752.7	2,649.5	2,668.5	2,668.5	2,668.5
부채총계	7,296.2	7,254.8	7,523.5	7,550.3	7,882.7
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	880.7	880.9	880.8	880.8	880.8
이익잉여금	10,582.1	11,784.7	12,477.3	13,366.8	14,290.2
자본조정	(144.6)	(102.2)	(20.8)	(20.8)	(20.8)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	12,254.8	13,544.3	14,341.9	15,231.3	16,154.8
투하자본	9,003.3	10,978.3	11,902.3	12,608.6	13,245.6
순차입금	(608.8)	143.2	514.5	593.7	572.5
ROA	12.9	8.1	5.1	5.5	5.3
ROE	21.9	13.6	8.3	8.7	8.4
ROIC	24.8	14.4	7.9	7.8	7.7

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	3,097.5	1,398.0	1,779.9	1,682.3	1,825.4
당기순이익	2,284.6	1,641.9	1,093.1	1,217.3	1,252.3
자산상각비	691.2	685.0	742.7	824.2	881.1
운전자본증감	38.5	(526.2)	224.0	(29.3)	21.9
매출채권감소(증가)	(172.6)	122.3	(44.1)	(37.1)	80.4
재고자산감소(증가)	(101.0)	(258.1)	(10.6)	8.8	(61.9)
매입채무증가(감소)	314.2	(328.1)	245.5	(6.3)	(2.1)
투자현금	(4,730.9)	(1,726.4)	(941.7)	(1,587.4)	(1,634.8)
단기투자자산감소	(2,799.9)	39.1	518.4	(117.2)	(122.0)
장기투자증권감소	35.8	0.0	29.1	57.6	54.9
설비투자	(2,019.9)	(1,846.4)	(1,273.8)	(1,502.6)	(1,541.6)
유무형자산감소	0.6	13.5	0.8	(2.1)	(2.1)
재무현금	1,159.4	(8.9)	(680.5)	(291.3)	8.7
차입금증가	234.6	479.6	(662.3)	0.0	300.0
자본증가	78.6	(411.5)	(359.9)	(291.3)	(291.3)
배당금지급	134.8	411.5	359.9	291.3	291.3
현금 증감	(517.7)	(355.2)	153.4	(196.4)	199.3
총현금흐름(Gross CF)	3,649.4	2,749.2	1,647.2	1,711.6	1,803.5
(-) 운전자본증가(감소)	(415.5)	603.0	24.9	29.3	(21.9)
(-) 설비투자	2,019.9	1,846.4	1,273.8	1,502.6	1,541.6
(+) 자산매각	0.6	13.5	0.8	(2.1)	(2.1)
Free Cash Flow	(1,043.1)	496.6	929.5	94.9	190.6
(-) 기타투자	(35.8)	0.0	(29.1)	(57.6)	(54.9)
잉여현금	(1,007.3)	496.6	958.6	152.6	245.5

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	15,874.5	16,545.0	16,008.9	16,695.5	17,128.4
증가율 (Y-Y,%)	20.0	4.2	(3.2)	4.3	2.6
영업이익	2,929.7	1,967.4	1,286.8	1,313.2	1,362.8
증가율 (Y-Y,%)	15.2	(32.8)	(34.6)	2.1	3.8
EBITDA	3,620.9	2,652.4	2,029.5	2,137.4	2,243.9
영업외손익	155.0	285.3	269.9	354.3	352.7
순이자수익	(43.6)	22.7	27.6	32.5	30.8
외화관련손익	36.6	(17.8)	0.2	0.0	0.0
지분법손익	284.4	244.7	312.6	320.0	320.0
세전계속사업손익	3,084.7	2,252.7	1,556.7	1,667.6	1,715.5
당기순이익	2,284.6	1,641.9	1,093.1	1,217.3	1,252.3
지배기업당기순이익	2,243.9	1,579.2	1,058.0	1,180.8	1,214.8
증가율 (Y-Y,%)	24.4	(28.1)	(33.4)	11.4	2.9
NOPLAT	2,169.8	1,434.0	903.6	958.7	994.9
(+) Dep	691.2	685.0	742.7	824.2	881.1
(-) 운전자본투자	(415.5)	603.0	24.9	29.3	(21.9)
(-) Capex	2,019.9	1,846.4	1,273.8	1,502.6	1,541.6
OpFCF	1,256.5	(330.4)	347.6	250.9	356.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.2	12.2	6.6	1.7	1.2
영업이익증가율(3Yr)	102.9	6.9	(20.3)	(23.5)	(11.5)
EBITDA증가율(3Yr)	62.6	8.1	(13.8)	(16.1)	(5.4)
순이익증가율(3Yr)	151.5	18.3	(15.9)	(18.9)	(8.6)
영업이익률(%)	18.5	11.9	8.0	7.9	8.0
EBITDA마진(%)	22.8	16.0	12.7	12.8	13.1
순이익률(%)	14.4	9.9	6.8	7.3	7.3

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	65,466	46,074	30,867	34,450	35,441
BPS	335,215	371,541	394,125	420,075	447,016
DPS	10,500	10,500	8,500	8,500	9,000
Multiples(x, %)					
PER	5.6	6.0	8.1	7.3	7.1
PBR	1.1	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/ EBITDA	3.3	3.6	4.5	4.3	4.1
배당수익률	2.9	3.8	3.4	3.4	3.6
PCR	3.5	3.5	5.2	5.0	4.8
PSR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
재무건전성 (%)					
부채비율	59.5	53.6	52.5	49.6	48.8
Net debt/Equity	n/a	1.1	3.6	3.9	3.5
Net debt/EBITDA	n/a	5.4	25.4	27.8	25.5
유동비율	217.0	205.6	191.8	190.6	184.5
이자보상배율	67.2	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
자산구조					
투하자본(%)	53.7	58.9	60.1	60.9	60.3
현금+투자자산(%)	46.3	41.1	39.9	39.1	39.7
자본구조					
차입금(%)	25.8	26.4	25.4	24.3	24.3
자기자본(%)	74.2	73.6	74.6	75.7	75.7

한화케미칼 (009830)

3Q19 Preview: 태양광/화학 개선으로 예상치 부합 전망

Investment Point

- 3Q 매출 2,450억원, OP 1,122억원으로 시장 컨센 부합 추정
- 기초소재(화학) 및 태양광 실적이 호전되면서 전분기대비 실적 개선 전망. 기초소재는 TDI, PE, 가성소다, 폴리실리콘 등의 가격 약세에도 불구하고 주력제품인 PVC 가격 및 마진 반등 효과로 타사와 달리 실적 반등 추정. 나프타/에틸렌 등 원료가격 인하 효과 반영될 듯. PVC는 성수기 효과, 인도 및 동남아 등 수요 견조해 상대적으로 가격 유지
- 지난 분기 감익으로 예상치 하회했던 태양광 부문은 3Q에 판매량 확대 및 모노라인 수출 안정화 등으로 실적 반등 전망. 미국 주거용 태양광(모듈) 시장에서 동사 점유율은 1/4 내외로 상승. 외형 확대 효과로 R&D 및 소송 비용 등 불구 수익성 개선 가능할 듯
- 가공소재는 현대기아차 국내공장 수요 증가 등으로 부진세 탈피 가능성. 리테일은 일시 비용(종부세) 소멸에도 불구하고 면세점 부진 등으로 전분기와 유사할 듯. 다만 4Q에는 면세점 손실 종료 등으로 리테일부문 실적 본격 개선 가능성.
- 향후 태양광 부문의 이익 확장세 지속 시 주가 모멘텀 요인으로 작용할 전망

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	26,000		유지
Earnings			유지

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	17.7	8.9	6.4
PBR(배)	0.6	0.5	0.5
EV/EBITA(배)	9.8	8.9	7.9
배당수익률(%)	1.0	1.1	1.1

Fig. 068: 한화케미칼 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	2,448.7	2,503.0	(2.2)	2,311.9	5.9	2,374.1	3.1	2,503.0	(2.2)	
영업이익	112.2	123.3	(9.0)	93.8	19.7	97.5	15.1	109.0	3.0	
순이익	113.4	125.7	(9.8)	(34.7)	흑전	23.0	393.5	104.9	8.1	
이익률(%)										
영업이익	4.6	4.9		4.1		4.1		4.4		
순이익	4.6	5.0		(1.5)		1.0		4.2		
이익률 차이(%P)										
영업이익		(0.3)		0.5		0.5		0.2		
순이익		(0.4)		6.1		3.7		0.4		

Note: K-IFRS 연결

Source: 한화케미칼, KTB투자증권

Fig. 069: 한화케미칼 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	2,503.0	2,592.9	2,515.3	2,515.3	2,448.7	2,482.1	2,432.8	2,508.2	(2.2)	(4.3)	(3.3)	(0.3)
영업이익	123.3	120.4	136.8	136.8	112.2	101.8	126.5	124.7	(9.0)	(15.4)	(7.5)	(8.8)
영업이익률(%)	4.9	4.6	5.4	5.4	4.6	4.1	5.2	5.0	(0.3)	(0.5)	(0.2)	(0.5)
EBITDA	250.0	250.0	267.9	269.4	238.7	231.1	257.2	256.9	(4.5)	(7.6)	(4.0)	(4.6)
EBITDA이익률(%)	10.0	9.6	10.7	10.7	9.7	9.3	10.6	10.2	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.5)
순이익	125.7	69.3	140.2	131.0	113.4	77.8	132.2	121.8	(9.8)	12.2	(5.7)	(7.1)

Note: K-IFRS 연결

Source: 한화케미칼, KTB투자증권

Fig. 070: 한화케미칼의 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

(십억원, %)	<분기실적>								<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	2,076	2,251	2,312	2,408	2,236	2,374	2,449	2,482	9,046	9,541	9,996
(QoQ, YoY)	-11.7%	8.4%	2.7%	4.1%	7.7%	6.2%	3.1%	1.4%	-3.2%	5.5%	4.8%
기초소재	1,094	1,154	1,130	994	912	995	1,000	1,019	4,372	3,925	3,995
태양광	827	806	818	1,171	1,265	1,395	1,498	1,526	3,623	5,684	6,126
가공소재	231	257	274	285	232	252	269	271	1,048	1,024	1,034
리테일	178	178	160	189	172	176	158	180	704	685	706
기타	243	270	268	243	253	302	280	254	1,024	1,089	1,034
(연결조정)	-497	-414	-338	-475	-597	-745	-756	-768	-1,724	-2,865	-2,900
영업이익	172	184	94	-96	98	98	112	102	354	410	536
(QoQ, YoY)	36.8%	7.1%	-49.1%	-202.2%	-42.8%	-0.8%	15.1%	-9.3%	-53.2%	15.7%	30.8%
기초소재	148	182	88	-51	54	50	65	56	367	225	284
태양광	35	-4	0	-41	49	33	45	41	-11	168	210
가공소재	-6	2	-2	-8	-8	-3	0	0	-13	-11	5
리테일	5	1	2	12	7	-7	-7	16	19	9	40
기타	2	7	8	-12	13	21	13	-9	5	38	10
(연결조정)	-12	-4	-2	5	-17	3	-4	-3	-13	-20	-13
영업이익률	8.3%	8.2%	4.1%	-4.0%	4.4%	4.1%	4.6%	4.1%	3.9%	4.3%	5.4%
기초소재	13.6%	15.7%	7.8%	-5.1%	5.9%	5.0%	6.5%	5.5%	8.4%	5.7%	7.1%
태양광	4.2%	-0.5%	0.0%	-3.5%	3.9%	2.3%	3.0%	2.7%	-0.3%	3.0%	3.4%
가공소재	-2.6%	0.8%	-0.5%	-2.7%	-3.3%	-1.1%	-0.1%	-0.1%	-1.3%	-1.1%	0.5%
리테일	2.7%	0.7%	0.9%	6.1%	4.1%	-3.8%	-4.5%	9.0%	2.7%	1.4%	5.6%
기타	0.7%	2.7%	2.9%	-5.1%	5.2%	6.9%	4.7%	-3.5%	0.4%	3.5%	1.0%

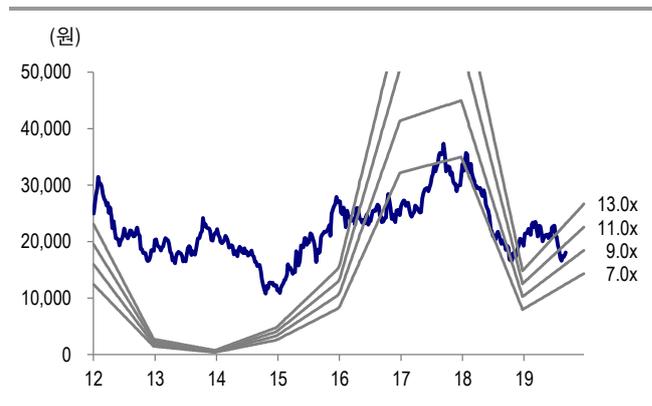
Source: 한화케미칼, KTB투자증권

Fig. 071: 한화케미칼의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

Fig. 072: 한화케미칼의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

재무제표 (한화케미칼 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,222.5	5,012.5	4,202.4	4,098.2	4,095.0
현금성자산	1,156.5	1,423.6	786.9	644.9	568.7
매출채권	1,706.8	1,758.6	1,686.5	1,692.8	1,730.7
재고자산	1,143.8	1,467.5	1,387.3	1,415.3	1,447.0
비유동자산	9,427.0	10,219.0	11,220.5	11,832.6	12,392.5
투자자산	3,416.7	3,055.6	3,416.6	3,676.4	3,956.7
유형자산	5,588.2	6,684.1	7,285.9	7,618.8	7,879.4
무형자산	422.0	479.4	518.1	537.5	556.3
자산총계	13,649.5	15,231.5	15,422.9	15,930.8	16,487.5
유동부채	4,894.2	5,132.5	4,784.4	4,822.2	4,864.5
매입채무	1,631.9	1,479.7	1,713.7	1,748.3	1,787.5
유동성이자부채	2,647.5	2,923.2	2,756.6	2,756.6	2,756.6
비유동부채	2,567.8	3,871.9	4,184.5	4,219.1	4,255.1
비유동이자부채	1,811.6	2,999.1	3,331.5	3,331.5	3,331.5
부채총계	7,462.0	9,004.4	8,968.9	9,041.3	9,119.6
자본금	829.7	821.2	821.2	821.2	821.2
자본잉여금	829.0	857.0	810.8	810.8	810.8
이익잉여금	4,364.7	4,496.5	4,788.7	5,224.2	5,702.5
자본조정	(8.2)	(84.7)	(86.4)	(86.4)	(86.4)
자기주식	0.0	0.0	(32.7)	(32.7)	(32.7)
자본총계	6,187.5	6,227.1	6,454.0	6,889.5	7,367.8
투하자본	6,566.9	8,023.2	8,860.8	9,199.7	9,495.9
순차입금	3,302.7	4,498.7	5,301.2	5,443.1	5,519.4
ROA	6.1	1.1	2.2	3.0	3.2
ROE	14.8	2.7	5.4	7.1	7.3
ROIC	9.0	2.7	3.6	4.5	4.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	900.7	759.3	527.0	695.1	729.1
당기순이익	1,065.9	288.3	371.0	468.4	511.2
자산상각비	435.5	440.1	516.7	531.8	552.4
운전자본증감	(213.1)	(114.2)	266.0	(0.0)	(30.7)
매출채권감소(증가)	(45.5)	667.1	114.6	(6.3)	(37.9)
재고자산감소(증가)	233.4	(171.0)	59.2	(28.0)	(31.7)
매입채무증가(감소)	131.7	(550.4)	177.9	34.6	39.2
투자현금	(394.6)	(434.4)	(940.5)	(804.1)	(772.4)
단기투자자산감소	8.6	7.4	(1.9)	0.0	0.0
장기투자증권감소	8.2	0.0	74.7	101.2	81.5
설비투자	(492.4)	(720.1)	(1,059.3)	(849.6)	(797.4)
유무형자산감소	40.4	56.7	(33.4)	(34.5)	(34.5)
재무현금	(678.7)	(102.4)	(225.2)	(32.9)	(32.9)
차입금증가	(446.6)	141.4	(76.7)	0.0	0.0
자본증가	(57.5)	(57.5)	(32.9)	(32.9)	(32.9)
배당금지급	57.5	57.5	32.9	32.9	32.9
현금 증감	(207.3)	219.1	(627.2)	(142.0)	(76.3)
총현금흐름(Gross CF)	1,265.7	958.1	322.6	695.1	759.8
(-) 운전자본증가(감소)	240.2	560.2	8.1	0.0	30.7
(-) 설비투자	492.4	720.1	1,059.3	849.6	797.4
(+) 자산매각	40.4	56.7	(33.4)	(34.5)	(34.5)
Free Cash Flow	658.0	409.5	(351.9)	(109.1)	(43.3)
(-) 기타투자	(8.2)	0.0	(74.7)	(101.2)	(81.5)
잉여현금	666.2	409.5	(277.2)	(7.9)	38.2

자료: KTB 투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	9,341.8	9,046.0	9,541.2	9,995.7	10,356.1
증가율 (Y-Y,%)	0.9	(3.2)	5.5	4.8	3.6
영업이익	756.4	354.3	409.9	536.0	591.9
증가율 (Y-Y,%)	(2.9)	(53.2)	15.7	30.8	10.4
EBITDA	1,191.9	794.4	926.6	1,067.8	1,144.3
영업외손익	309.4	(66.0)	42.9	80.4	80.8
순이자수익	(131.8)	(135.6)	(195.0)	(194.1)	(193.1)
외환관련손익	41.8	(77.1)	(1.1)	0.0	0.0
지분법손익	593.8	358.2	338.1	339.8	339.8
세전계속사업손익	1,065.9	288.3	452.9	616.4	672.6
당기순이익	834.5	160.4	333.9	468.4	511.2
지배기업당기순이익	824.7	186.7	334.6	468.4	511.2
증가율 (Y-Y,%)	8.2	(80.8)	108.1	40.3	9.1
NOPLAT	592.2	197.2	302.3	407.3	449.8
(+) Dep	435.5	440.1	516.7	531.8	552.4
(-) 운전자본투자	240.2	560.2	8.1	0.0	30.7
(-) Capex	492.4	720.1	1,059.3	849.6	797.4
OpFCF	295.2	(643.1)	(248.4)	89.5	174.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.1	4.0	1.0	2.3	4.6
영업이익증가율(3Yr)	74.9	1.7	(19.3)	(10.8)	18.6
EBITDA증가율(3Yr)	28.4	0.2	(8.9)	(3.6)	12.9
순이익증가율(3Yr)	318.4	(3.8)	(24.3)	(17.5)	47.1
영업이익률(%)	8.1	3.9	4.3	5.4	5.7
EBITDA마진(%)	12.8	8.8	9.7	10.7	11.0
순이익률(%)	8.9	1.8	3.5	4.7	4.9

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	5,004	1,140	2,050	2,870	3,132
BPS	33,707	34,162	35,414	37,948	40,745
DPS	350	200	200	200	200
Multiples(x,%)					
PER	6.3	17.7	8.9	6.4	5.8
PBR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/ EBITDA	7.2	9.8	8.9	7.9	7.4
배당수익률	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
PCR	4.1	3.5	9.3	4.3	4.0
PSR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	120.6	144.6	139.0	131.2	123.8
Net debt/Equity	53.4	72.2	82.1	79.0	74.9
Net debt/EBITDA	277.1	566.3	572.1	509.8	482.3
유동비율	86.3	97.7	87.8	85.0	84.2
이자보상배율	5.7	2.6	2.1	2.8	3.1
이자비용/매출액	1.6	1.8	2.3	2.2	2.1
자산구조					
투하자본(%)	58.9	64.2	67.8	68.0	67.7
현금+투자자산(%)	41.1	35.8	32.2	32.0	32.3
자본구조					
차입금(%)	41.9	48.7	48.5	46.9	45.2
자기자본(%)	58.1	51.3	51.5	53.1	54.8

금호석유화학 (011780)

3Q19 Preview: 페놀유도체 등 부진으로 예상치 하회 전망

Investment Point

- 3Q 매출 1.2조원, OP 798억원으로 시장 컨센 하회 추정
- 미중 무역전쟁 및 수요 둔화 영향으로 페놀유도체(페놀/아세톤/BPA) 가격이 급락세를 보이면서 동 부문 3분기 수익성 악화 예상. 페놀 가동률은 현재 70%대로 낮아진 상황. 벤젠 등 원가 강세도 부담 요인. 이에 따라 동사 전체 실적도 당초 예상치 하회 전망
- 합성수지도 미중 무역분쟁에 따른 영향으로 판가 및 수익성 부진 예상. 합성고무는 주원료인 BD(부타디엔) 가격이 강세를 보이면서 원가 상승으로 마진 둔화 추정. NB라텍스 신증설 라인은 판매율이 아직 높지 않아 본격 실적 기여에는 시간 필요할 듯. 다만 내년에는 글로벌 BD 신증설이 중국을 중심으로 크게 늘어날 수 있다는 점에서 원료가 안정 효과 가능성. NB라텍스 등 고부가 제품 비중도 점진적 기여도 확대 전망
- 밸류에이션 상 저점 수준이지만 당분간 실적모멘텀 부재할 수 있다는 점에서 동사에 대한 투자 의견 및 목표주가 하향 조정. 다만 Cash Flow가 개선되고 있고 향후 배당성향 상승 가능성도 있다는 점은 주가 반등 요인. 연말경 배당정책 확정 여부 중요할 듯

HOLD

	현재	직전	변동
투자 의견	HOLD	BUY	하향
목표주가	90,000	120,000	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	5.4	6.0	6.9
PBR(배)	1.3	0.9	0.8
EV/EBITA(배)	5.3	5.0	5.2
배당수익률(%)	1.5	2.3	2.3

Fig. 072: 금호석유 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	1,199.1	1,263.7	(5.1)	1,450.6	(17.3)	1,297.2	(7.6)	1,298.5	(7.7)	
영업이익	79.8	99.9	(20.1)	151.0	(47.2)	138.9	(42.6)	110.6	(27.8)	
순이익	73.6	89.1	(17.4)	122.5	(40.0)	110.7	(33.6)	81.0	(9.1)	
이익률(%)										
영업이익	6.7	7.9		10.4		10.7		8.5		
순이익	6.1	7.0		8.4		8.5		6.2		
이익률 차이(%P)										
영업이익		(1.3)		(3.8)		(4.1)		(1.9)		
순이익		(0.9)		(2.3)		(2.4)		(0.1)		

Note: K-IFRS 연결

Source: 금호석유, KTB투자증권

Fig. 073: 금호석유 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	1,263.7	1,289.9	1,322.2	1,322.2	1,199.1	1,203.5	1,200.5	1,159.9	(5.1)	(6.7)	(9.2)	(12.3)
영업이익	99.9	124.2	128.3	128.3	79.8	84.5	91.0	86.3	(20.1)	(32.0)	(29.0)	(32.7)
영업이익률(%)	7.9	9.6	9.7	9.7	6.7	7.0	7.6	7.4	(1.3)	(2.6)	(2.1)	(2.3)
EBITDA	152.6	177.1	181.4	181.7	132.4	137.3	143.9	139.3	(13.2)	(22.5)	(20.7)	(23.4)
EBITDA이익률(%)	12.1	13.7	13.7	13.7	11.0	11.4	12.0	12.0	(1.0)	(2.3)	(1.7)	(1.7)
순이익	89.1	107.5	108.7	107.3	73.6	76.9	79.9	74.8	(17.4)	(28.5)	(26.5)	(30.3)

Note: K-IFRS 연결

Source: 금호석유, KTB투자증권

Fig. 074: 금호석유의 부문별 실적 추정

(단위 : 억원)

(억원, %)	(분기실적)								<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	13,399.2	14,418.0	14,505.7	13,526.2	12,750.6	12,971.8	11,990.6	12,034.8	55,849	49,748	46,678
(QoQ, YoY)	10.5%	7.6%	0.6%	-6.8%	-5.7%	1.7%	-7.6%	0.4%	10.3%	-10.9%	-6.2%
합성고무	4,745.0	5,166.0	5,395.0	4,848.0	4,773.0	4,999.0	5,126.7	5,178.0	20,154	20,077	18,663
합성수지	2,996.0	3,241.0	3,207.0	2,813.0	2,882.0	3,116.0	2,832.0	2,832.0	12,257	11,662	11,045
에너지/정밀화학	1,496.0	1,482.0	1,368.0	1,530.0	1,432.0	1,277.0	1,381.7	1,468.8	5,876	5,559	5,542
페놀유도체(금호P&B)	4,162.0	4,529.0	4,536.0	4,335.0	3,664.0	3,579.0	2,650.2	2,556.0	17,562	12,449	11,428
영업이익	1,658	1,535	1,510	843	1,442	1,389	798	845	5,542	4,474	3,792
(QoQ, YoY)	74.7%	-7.4%	-1.7%	-44.1%	71.0%	-9.5%	-42.6%	6.0%	111.0%	-19.3%	-15.3%
합성고무	336.9	427.7	280.5	53.3	498.3	599.9	435.8	367.6	1,110	1,902	1,698
합성수지	242.7	162.1	102.6	-83.5	182.7	191.6	85.0	85.0	409	544	413
에너지/정밀화학	403.9	251.9	355.7	430.4	395.9	268.2	290.2	367.2	1,442	1,321	1,251
페놀유도체(금호P&B)	674.2	692.9	771.1	439.1	362.7	329.3	-13.3	25.6	2,577	704	429
영업이익률	12.4%	10.6%	10.4%	6.2%	11.3%	10.7%	6.7%	7.0%	9.9%	9.0%	8.1%

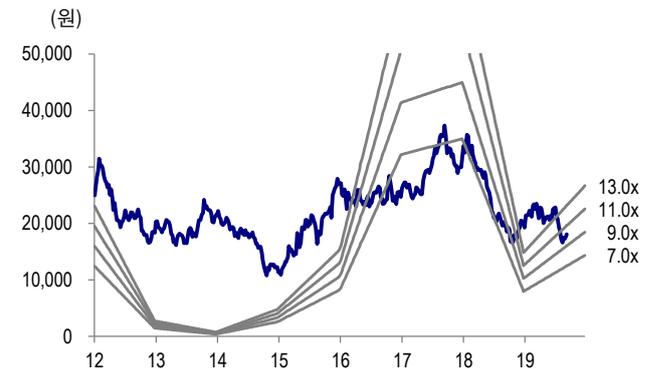
Source: 금호석유화학, KTB투자증권

Fig. 075: 금호석유의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

Fig. 076: 금호석유의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

재무제표 (금호석유 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,332.7	1,348.7	1,480.6	1,394.7	1,519.3
현금성자산	250.3	200.0	302.9	224.0	311.7
매출채권	620.9	667.0	712.2	722.7	740.6
재고자산	426.8	471.6	456.0	438.4	457.3
비유동자산	3,247.1	3,268.0	3,306.5	3,361.0	3,404.8
투자자산	792.0	888.2	923.5	961.0	1,000.0
유형자산	2,440.3	2,365.6	2,370.1	2,388.9	2,395.3
무형자산	14.9	14.3	12.9	11.0	9.5
자산총계	4,579.8	4,616.7	4,787.1	4,755.6	4,924.2
유동부채	1,913.9	1,758.9	1,686.0	1,367.9	1,191.0
매입채무	562.2	493.6	514.4	494.5	515.8
유동성이자부채	1,233.2	1,085.3	996.4	696.4	496.4
비유동부채	792.0	509.7	429.7	435.3	441.0
비유동이자부채	586.9	372.4	292.9	292.9	292.9
부채총계	2,623.0	2,268.6	2,115.7	1,803.2	1,632.0
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	266.5	356.6	356.5	356.5	356.5
이익잉여금	1,403.0	1,924.6	2,259.6	2,540.7	2,880.4
자본조정	5.7	(101.3)	(113.0)	(113.0)	(113.0)
자기주식	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)
자본총계	1,956.8	2,348.1	2,671.4	2,952.5	3,292.2
투하자본	2,783.0	2,775.7	2,832.8	2,859.3	2,876.4
순차입금	1,569.8	1,257.7	986.4	765.3	477.5
ROA	4.8	10.9	8.0	6.9	8.0
ROE	12.6	24.0	15.0	11.7	12.4
ROIC	6.9	16.3	12.4	10.3	12.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	421.0	484.6	524.6	454.9	511.6
당기순이익	217.6	503.1	375.1	328.7	387.3
자산상각비	217.9	209.4	208.0	211.9	212.5
운전자본증감	(39.5)	(201.7)	(38.5)	(11.1)	(13.8)
매출채권감소(증가)	(60.7)	(49.0)	(41.7)	(10.5)	(17.9)
재고자산감소(증가)	18.8	(44.9)	15.7	17.6	(18.9)
매입채무증가(감소)	20.9	(82.4)	54.4	(19.9)	21.3
투자현금	(106.0)	(190.7)	(164.3)	(188.4)	(178.5)
단기투자자산감소	10.0	(63.3)	48.5	(2.1)	(2.1)
장기투자증권감소	(3.3)	0.0	40.7	46.5	45.1
설비투자	(106.0)	(134.1)	(250.4)	(228.7)	(217.2)
유무형자산감소	4.4	5.9	(0.1)	(0.1)	(0.1)
재무현금	(276.7)	(426.4)	(210.2)	(347.5)	(247.5)
차입금증가	(251.4)	(354.8)	(210.1)	(300.0)	(200.0)
자본증가	(22.1)	(27.3)	(36.7)	(47.5)	(47.5)
배당금지급	22.1	27.3	36.7	47.5	47.5
현금 증감	37.5	(132.6)	150.5	(81.0)	85.6
총현금흐름(Gross CF)	528.1	780.3	547.9	466.0	525.4
(-) 운전자본증가(감소)	3.3	73.4	13.0	11.1	13.8
(-) 설비투자	106.0	134.1	250.4	228.7	217.2
(+) 자산매각	4.4	5.9	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Free Cash Flow	382.5	388.0	345.1	266.5	333.1
(-) 기타투자	3.3	0.0	(40.7)	(46.5)	(45.1)
잉여현금	379.2	388.0	385.8	313.0	378.3

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,064.8	5,584.9	4,974.8	4,667.8	4,827.3
증가율 (Y-Y,%)	27.6	10.3	(10.9)	(6.2)	3.4
영업이익	262.6	554.6	447.4	379.2	446.6
증가율 (Y-Y,%)	67.2	111.2	(19.3)	(15.3)	17.8
EBITDA	480.5	764.1	655.5	591.1	659.1
영업외손익	27.2	62.3	35.2	47.7	56.3
순이자수익	(58.1)	(46.8)	(40.0)	(34.5)	(25.9)
외화관련손익	40.9	(5.8)	(1.2)	0.0	0.0
지분법손익	88.7	118.1	75.2	80.0	80.0
세전계속사업손익	289.8	616.9	482.7	426.9	502.9
당기순이익	217.6	503.1	375.1	328.7	387.3
지배기업당기순이익	213.6	491.2	375.0	328.6	387.2
증가율 (Y-Y,%)	169.5	131.1	(25.4)	(12.4)	17.8
NOPLAT	197.2	452.3	347.8	292.0	343.9
(+) Dep	217.9	209.4	208.0	211.9	212.5
(-) 운전자본투자	3.3	73.4	13.0	11.1	13.8
(-) Capex	106.0	134.1	250.4	228.7	217.2
OpFCF	305.9	454.2	292.5	264.0	325.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.0	12.4	7.8	(2.7)	(4.7)
영업이익증가율(3Yr)	12.4	50.1	41.8	13.0	(7.0)
EBITDA증가율(3Yr)	9.9	31.0	21.8	7.1	(4.8)
순이익증가율(3Yr)	35.1	60.4	66.8	14.7	(8.4)
영업이익률(%)	5.2	9.9	9.0	8.1	9.3
EBITDA마진(%)	9.5	13.7	13.2	12.7	13.7
순이익률(%)	4.3	9.0	7.5	7.0	8.0

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	7,010	16,123	12,135	10,611	12,503
BPS	54,573	69,662	79,353	87,802	97,991
DPS	1,000	1,350	1,700	1,700	2,000
Multiples(x,%)					
PER	14.2	5.4	6.0	6.9	5.8
PBR	1.8	1.3	0.9	0.8	0.7
EV/ EBITDA	9.8	5.3	5.0	5.2	4.2
배당수익률	1.0	1.5	2.3	2.3	2.7
PCR	6.3	3.7	4.5	5.2	4.6
PSR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
재무건전성 (%)					
부채비율	134.0	96.6	79.2	61.1	49.6
Net debt/Equity	80.2	53.6	36.9	25.9	14.5
Net debt/EBITDA	326.7	164.6	150.5	129.5	72.4
유동비율	69.6	76.7	87.8	102.0	127.6
이자보상배율	4.5	11.9	11.2	11.0	17.2
이자비용/매출액	1.3	1.0	1.0	0.9	0.7
자산구조					
투하자본(%)	72.8	71.8	69.8	70.7	68.7
현금+투자자산(%)	27.2	28.2	30.2	29.3	31.3
자본구조					
차입금(%)	48.2	38.3	32.6	25.1	19.3
자기자본(%)	51.8	61.7	67.4	74.9	80.7

대한유화 (006650)

3Q19 Preview: 기저효과 및 NCC 마진 반등으로 실적 개선 전망

Investment Point

- 3Q19 매출 5,439억원, OP 506억원으로 시장 컨센 부합 추정
- 동사는 2분기에 약 한달간 대규모 정기보수 실시하며 300억원 내외 기회비용 발생, 또한 6월 판가 급락으로 고가원료 투입되면서 영업 적자 기록한 바 있음.
- 하지만 금년 3Q에는 이러한 비용 소멸 등으로 기저 효과 발생하며 이익 회복 예상. 특히 7월 초 이후 기초유분(에틸렌,프로필렌,C4-BD,BTX) 가격이 반등세를 보이고 있어, 타사대비 상대적으로 기초유분 외부 판매가 많은 동사 실적을 견인할 전망
- 동사는 SM 30만톤 신증설 발표. 투자액은 3천억원으로 21년말 완공 예정. 자체 생산제품을 활용한 다운스트림 사업 확충이라는 점에서 긍정적일 듯. 3천억원 전후의 연간 EBITDA 수준 감안하면 동 신규투자 불구 당분간 순현금 확대 예상
- 저점대비 최근 주가 반등 불구 여전히 PBR 0.5x 이하. 보유 부동산 및 투자자산 등 감안한 동사 실질 가치 대비 현재 주가는 여전히 저평가 판단. 매수 유지. 사우디 석유화학 가동 축소에 따른 영향도 당분간 동사에 긍정적일 듯

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	175,000		유지
Earnings			유지

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	3.9	6.1	5.1
PBR(배)	0.6	0.5	0.4
EV/EBITA(배)	2.2	2.5	1.8
배당수익률(%)	2.6	3.1	3.1

Fig. 077: 대한유화 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	543.9	551.9	(1.5)	645.0	(15.7)	404.7	34.4	579.4	(6.1)	
영업이익	50.6	50.3	0.5	87.6	(42.2)	(15.7)	흑전	49.5	2.2	
순이익	48.6	48.5	0.4	74.3	(34.5)	(11.5)	흑전	42.0	15.8	
이익률(%)										
영업이익	9.3	9.1		13.6	(3.9)			8.5		
순이익	8.9	8.8		11.5	(2.8)			7.2		
이익률 차이(%P)										
영업이익		0.2		(4.3)		13.2		0.8		
순이익		0.2		(2.6)		11.8		1.7		

Note: K-IFRS 연결

Source: 대한유화, KTB투자증권

Fig. 078: 대한유화 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	551.9	555.2	563.5	563.5	543.9	539.8	563.2	563.2	(1.5)	(2.8)	(0.0)	(0.0)
영업이익	50.3	45.0	48.2	48.2	50.6	43.7	46.5	46.5	0.5	(2.8)	(3.6)	(3.6)
영업이익률(%)	9.1	8.1	8.5	8.5	9.3	8.1	8.3	8.3	0.2	(0.0)	(0.3)	(0.3)
EBITDA	84.3	78.8	81.9	81.7	84.6	77.5	80.3	80.4	0.3	(1.6)	(1.9)	(1.6)
EBITDA이익률(%)	15.3	14.2	14.5	14.5	15.5	14.4	14.3	14.3	0.3	0.2	(0.3)	(0.2)
순이익	48.5	44.3	40.4	39.6	48.6	43.3	39.1	38.3	0.4	(2.3)	(3.2)	(3.3)

Note: K-IFRS 연결

Source: 대한유화, KTB투자증권

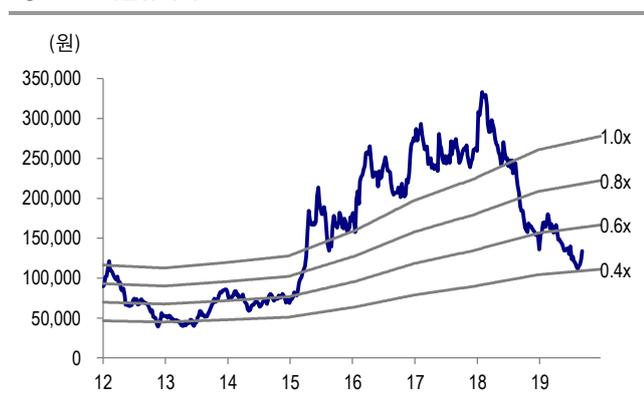
Fig. 079: 대한유화의 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

(십억원, %)	<분기실적>								<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액 (QoQ, YoY)	613	653	645	643	516	405	544	540	2,554	2,005	2,253
	3.0%	6.5%	-1.2%	-0.3%	-19.7%	-21.6%	34.4%	-0.8%	43.5%	-21.5%	12.4%
영업이익 (QoQ, YoY)	104	108	88	19	57	-16	51	44	319	136	186
	-0.3%	4.3%	-19.1%	-78.1%	196.3%	적전	흑전	-13.6%	12.2%	-57.5%	37.2%
영업이익률	16.9%	16.6%	13.6%	3.0%	11.0%	-3.9%	9.3%	8.1%	12.5%	6.8%	8.3%

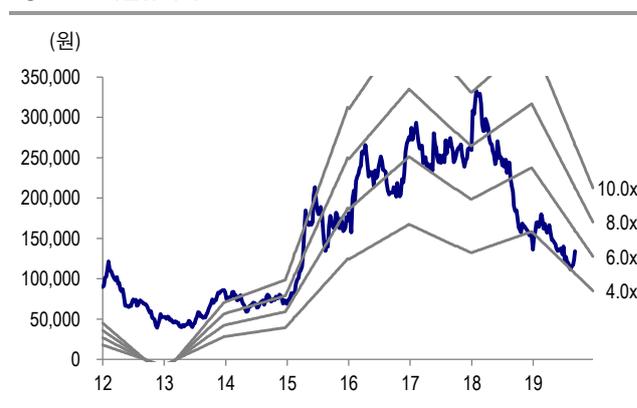
Source: 대한유화, KTB투자증권

Fig. 080: 대한유화의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

Fig. 081: 대한유화의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

재무제표 (대한유화 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	411.7	428.7	649.9	779.6	848.6
현금성자산	9.7	53.7	240.6	340.3	391.8
매출채권	223.0	201.7	207.0	228.4	246.3
재고자산	174.2	167.6	196.8	205.4	204.9
비유동자산	1,558.9	1,555.2	1,526.7	1,544.3	1,613.7
투자자산	164.0	167.4	172.0	179.0	186.2
유형자산	1,389.2	1,381.4	1,348.3	1,358.9	1,420.9
무형자산	5.7	6.4	6.4	6.5	6.5
자산총계	1,970.6	1,983.9	2,176.7	2,324.0	2,462.3
유동부채	260.2	134.8	203.7	208.8	209.2
매입채무	111.2	60.8	100.9	105.3	105.1
유동성이자부채	80.0	5.0	35.0	35.0	35.0
비유동부채	237.2	148.0	161.1	165.5	170.0
비유동이자부채	141.5	51.0	53.8	53.8	53.8
부채총계	497.4	282.8	364.8	374.2	379.2
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
이익잉여금	1,173.7	1,401.6	1,512.3	1,650.2	1,783.6
자본조정	(5.8)	(5.8)	(5.8)	(5.8)	(5.8)
자기주식	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)
자본총계	1,473.2	1,701.1	1,811.8	1,949.7	2,083.1
투하자본	1,545.0	1,558.3	1,511.3	1,543.4	1,619.0
순차입금	211.8	2.3	(151.7)	(251.4)	(303.0)
ROA	11.5	13.0	6.6	7.3	6.7
ROE	15.5	16.2	7.9	8.7	7.9
ROIC	15.6	15.7	7.4	9.2	8.6

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	227.9	350.9	280.3	268.5	276.4
당기순이익	280.1	336.4	142.6	163.9	159.4
자산상각비	95.1	135.5	139.2	135.9	140.2
운전자본증감	(79.9)	(61.1)	3.2	(24.9)	(17.0)
매출채권감소(증가)	(36.9)	19.4	0.8	(21.4)	(17.9)
재고자산감소(증가)	(36.0)	(5.2)	(19.7)	(8.6)	0.5
매입채무증가(감소)	2.3	(59.4)	(6.4)	4.4	(0.3)
투자현금	(306.3)	(116.6)	(98.8)	(142.8)	(198.9)
단기투자자산감소	10.0	0.2	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	2.0	0.0	3.6	4.6	4.4
설비투자	(318.3)	(125.8)	(112.8)	(146.4)	(202.3)
유무형자산감소	(0.3)	9.6	11.2	(0.0)	(0.0)
재무현금	1.1	(190.2)	5.3	(26.0)	(26.0)
차입금증가	35.0	(165.5)	30.0	0.0	0.0
자본증가	(24.7)	(24.7)	(24.7)	(26.0)	(26.0)
배당금지급	24.7	24.7	24.7	26.0	26.0
현금 증감	(77.4)	44.0	186.8	99.7	51.5
총현금흐름(Gross CF)	385.1	484.0	269.3	293.4	293.4
(-) 운전자본증가(감소)	81.0	23.4	(4.5)	24.9	17.0
(-) 설비투자	318.3	125.8	112.8	146.4	202.3
(+) 자산매각	(0.3)	9.6	11.2	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	(1.1)	306.3	173.7	125.7	77.5
(-) 기타투자	(2.0)	0.0	(3.6)	(4.6)	(4.4)
잉여현금	0.9	306.3	177.3	130.4	81.9

자료: KTB 투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,779.4	2,554.0	2,004.6	2,253.0	2,247.2
증가율 (Y-Y,%)	11.5	43.5	(21.5)	12.4	(0.3)
영업이익	284.2	318.8	135.5	185.9	179.8
증가율 (Y-Y,%)	(17.1)	12.2	(57.5)	37.2	(3.3)
EBITDA	379.3	454.3	274.7	321.7	320.0
영업외손익	(4.1)	17.6	29.5	29.7	29.9
순이자수익	(3.0)	(1.7)	0.6	1.1	1.1
외화관련손익	(2.6)	(0.5)	0.5	0.0	0.0
지분법손익	7.4	8.4	10.7	10.7	10.7
세전계속사업손익	280.1	336.4	165.1	215.6	209.7
당기순이익	214.3	257.4	138.3	163.9	159.4
지배기업당기순이익	214.3	257.4	138.3	163.9	159.4
증가율 (Y-Y,%)	(21.4)	20.0	(46.3)	18.5	(2.7)
NOPLAT	217.6	244.0	113.5	141.3	136.6
(+) Dep	95.1	135.5	139.2	135.9	140.2
(-) 운전자본투자	81.0	23.4	(4.5)	24.9	17.0
(-) Capex	318.3	125.8	112.8	146.4	202.3
OpFCF	(86.6)	230.3	144.4	105.8	57.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(4.7)	13.9	7.9	8.2	(4.2)
영업이익증가율(3Yr)	59.6	5.5	(26.6)	(13.2)	(17.4)
EBITDA증가율(3Yr)	53.7	10.7	(12.3)	(5.3)	(11.0)
순이익증가율(3Yr)	49.8	8.6	(20.3)	(8.6)	(14.8)
영업이익률(%)	16.0	12.5	6.8	8.3	8.0
EBITDA마진(%)	21.3	17.8	13.7	14.3	14.2
순이익률(%)	12.1	10.1	6.9	7.3	7.1

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	32,972	39,602	21,274	25,209	24,519
BPS	225,773	260,720	277,753	298,956	319,469
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Multiples(x,%)					
PER	8.0	3.9	6.1	5.1	5.3
PBR	1.2	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/ EBITDA	5.1	2.2	2.5	1.8	1.7
배당수익률	1.5	2.6	3.1	3.1	3.1
PCR	4.4	2.1	3.1	2.9	2.9
PSR	1.0	0.4	0.4	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	33.8	16.6	20.1	19.2	18.2
Net debt/Equity	14.4	0.1	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	55.8	0.5	n/a	n/a	n/a
유동비율	158.2	318.0	319.1	373.4	405.7
이자보상배율	93.8	189.6	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
자산구조					
투하자본(%)	89.9	87.6	78.6	74.8	73.7
현금+투자자산(%)	10.1	12.4	21.4	25.2	26.3
자본구조					
차입금(%)	13.1	3.2	4.7	4.4	4.1
자기자본(%)	86.9	96.8	95.3	95.6	95.9

OCI (010060)

3Q19 Preview: 폴리실리콘 평가 하락 등으로 예상치 하회 전망

Investment Point

- 3Q 매출 6,567억원, OP -379억원 예상되어 시장 컨센 하회 추정
- 보조금 확정 이후 금년 하반기에 기대되었던 중국의 태양광 설치 수요 부진, 역내 신규 공급량 확대 지속 등으로 폴리실리콘 가격은 3분기 들어서 kg당 -\$0.7 내외(국내 수출 평균 기준, QoQ) 하락 예상. 중국 스팟 가격은 7월대 중반 수준 불과
- 여름철 전기료(코스트) 상승, 정기보수 따른 가동률(국내 70%) 하락 등으로 폴리실리콘 출하량 감소. 이에 따라 고정비 부담 늘면서 3Q 적자폭 확대 전망. 발전부문도 국내 발전단가 약세로 정기보수 마무리 불구 당초 예상보다 기여도 낮을 듯
- 금년 4분기에는 중국 태양광 설치량 본격 증가 예상. 최근 중국 폴리실리콘 스팟 가격 반등세. 동사 국내 가동률도 높아지면서 동부문 적자폭 축소 전망. 말레이 공장은 높은 가동률 유지하고 있어 동사 수익성 개선에 (+) 요인.
- 4Q 폴리실리콘 가격 반등 가능성과 인천부지 개발 가치 등은 주가 지지 요인 판단. 다만 본격적인 실적 개선에는 시간 필요하다는 점을 반영해 투자의견 및 목표주가 하향 조정

HOLD

	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	BUY	하향
목표주가	88,000	120,000	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	24.6	n/a	25.1
PBR(배)	0.8	0.5	0.5
EV/EBITA(배)	6.7	11.7	5.7
배당수익률(%)	0.8	0.7	0.9

Fig. 082: OCI 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	656.7	700.0	(6.2)	765.6	(14.2)	653.9	0.4	700.0	(6.2)	
영업이익	(37.9)	(0.5)	n/a	15.6	적전	(19.9)	적지	(14.2)	n/a	
순이익	(36.3)	(4.3)	n/a	8.2	적전	(39.0)	적지	(24.2)	n/a	
이익률(%)										
영업이익	(5.8)	(0.1)		2.0		(3.0)		(2.0)		
순이익	(5.5)	(0.6)		1.1		(6.0)		(3.5)		
이익률 차이(%P)										
영업이익		(5.7)		(7.8)		(2.7)		(3.8)		
순이익		(4.9)		(6.6)		0.4		(2.1)		

Note: K-IFRS 연결

Source: OCI, KTB투자증권

Fig. 083: OCI 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	700.0	813.1	777.7	777.7	656.7	718.7	762.0	762.0	(6.2)	(11.6)	(2.0)	(2.0)
영업이익	(0.5)	38.1	53.3	53.3	(37.9)	(10.5)	26.0	26.0	적지	적전	(51.3)	(51.3)
영업이익률(%)	(0.1)	4.7	6.9	6.9	(5.8)	(1.5)	3.4	3.4	(5.7)	(6.1)	(3.4)	(3.4)
EBITDA	76.3	114.8	129.9	129.8	38.8	65.9	102.3	102.2	(49.2)	(42.6)	(21.3)	(21.3)
EBITDA이익률(%)	10.9	14.1	16.7	16.7	5.9	9.2	13.4	13.4	(5.0)	(4.9)	(3.3)	(3.3)
순이익	(4.3)	29.0	36.4	39.5	(36.3)	(12.8)	15.0	18.4	적지	적전	(58.7)	(53.5)

Note: K-IFRS 연결

Source: OCI, KTB투자증권

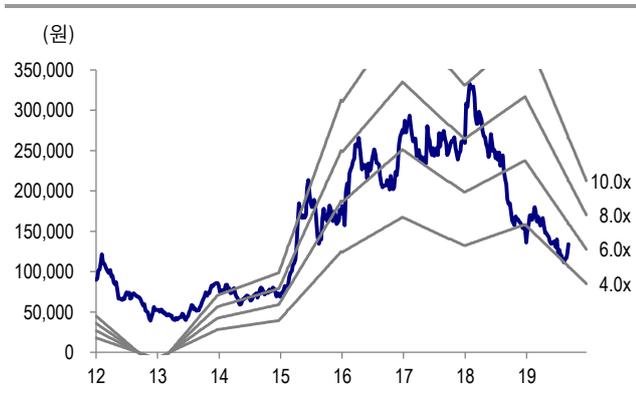
Fig. 084: OCI의 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

(십억원, %)	(분기실적)								<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액 (QoQ, YoY)	857.0	785.1	765.6	704.4	641.8	653.9	656.7	718.7	3,112	2,671	3,048
	0.5%	-8.4%	-2.5%	-8.0%	-8.9%	1.9%	0.4%	9.4%	-14.3%	-14.2%	14.1%
베이지케미칼	427.5	380.8	298.1	294.1	268.5	309.8	271.6	334.6	1,401	1,184	1,459
석유화학/카본소재	409.9	366.7	343.0	306.2	316.9	290.7	304.2	299.1	1,426	1,211	1,241
에너지솔루션	92.1	98.6	168.4	124.3	100.3	92.5	120.0	115.0	483	428	449
기타/연결조정	-72.5	-61.0	-43.9	-20.2	-43.9	-39.1	-39.1	-30.0	-198	-152	-102
영업이익 (QoQ, YoY)	106	80	16	-43	-40	-20	-38	-11	159	-109	104
	4.0%	-24.9%	-80.5%	적전	-7.1%	-50.5%	90.9%	-72.3%	-44.2%	적전	흑전
베이지케미칼	35.7	20.8	-59.2	-62.2	-71.9	-34.8	-64.8	-42.8	-65	-214	-42
석유화학/카본소재	68.1	53.9	53.6	11.5	16.7	21.0	22.8	24.7	187	85	108
에너지솔루션	8.9	14.1	27.2	11.5	23.5	1.8	12.6	12.7	62	51	53
기타/연결조정	-6.3	-8.8	-6.0	-4.0	-8.9	-7.9	-8.6	-5.1	-25	-31	-16
영업이익률	12.4%	10.2%	2.0%	-6.1%	-6.3%	-3.0%	-5.8%	-1.5%	5.1%	-4.1%	3.4%
합성고무	8.4%	5.5%	-19.9%	-21.1%	-26.8%	-11.2%	-23.8%	-12.8%	-4.6%	-18.1%	-2.9%
합성수지	16.6%	14.7%	15.6%	3.8%	5.3%	7.2%	7.5%	8.3%	13.1%	7.0%	8.7%
에너지/정밀화학	9.7%	14.3%	16.2%	9.3%	23.4%	1.9%	10.5%	11.0%	12.8%	11.8%	11.8%
페놀유도체(금호P&B)	8.7%	14.4%	13.7%	19.8%	20.3%	20.2%	22.0%	17.0%	12.7%	20.1%	15.2%

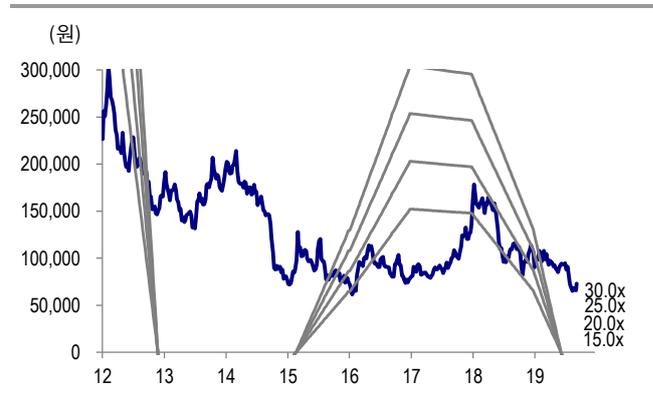
Source: OCI, KTB투자증권

Fig. 085: OCI의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

Fig. 086: OCI의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

재무제표 (OCI 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,098.4	2,018.7	1,884.8	1,972.4	2,117.4
현금성자산	1,035.1	966.8	872.0	877.5	954.4
매출채권	531.8	432.6	449.0	501.0	543.0
재고자산	358.3	544.6	488.3	517.7	543.0
비유동자산	3,979.4	3,640.9	3,635.9	3,633.9	3,655.2
투자자산	645.8	342.0	360.7	375.3	390.6
유형자산	3,290.8	3,257.1	3,225.6	3,188.1	3,175.1
무형자산	42.8	41.8	49.7	70.4	89.5
자산총계	6,077.8	5,659.6	5,520.7	5,606.3	5,772.6
유동부채	1,214.3	1,092.9	790.7	811.2	828.9
매입채무	379.0	332.3	330.8	350.7	367.8
유동성이자부채	755.3	705.8	404.6	404.6	404.6
비유동부채	1,447.8	1,074.1	1,362.5	1,372.2	1,382.3
비유동이자부채	1,162.9	803.0	1,106.1	1,106.1	1,106.1
부채총계	2,662.1	2,167.0	2,153.2	2,183.4	2,211.2
자본금	127.2	127.2	127.2	127.2	127.2
자본잉여금	785.6	785.6	785.5	785.5	785.5
이익잉여금	2,477.4	2,528.8	2,381.7	2,437.1	2,575.6
자본조정	(37.9)	(12.1)	9.8	9.8	9.8
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,415.7	3,492.6	3,367.5	3,422.9	3,561.4
투하자본	4,224.9	3,963.5	3,925.2	3,971.9	4,030.0
순차입금	883.1	541.9	638.7	633.2	556.3
ROA	3.8	1.8	(2.3)	1.2	2.7
ROE	7.1	3.1	(3.8)	2.0	4.5
ROIC	5.4	3.1	(2.0)	2.0	4.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	480.3	676.5	182.8	309.5	407.5
당기순이익	232.6	103.8	(128.9)	67.3	154.0
자산상각비	305.1	302.6	307.6	304.6	304.1
운전자본증감	(48.9)	(174.7)	(7.7)	(61.7)	(50.3)
매출채권감소(증가)	(5.1)	106.1	(12.1)	(52.1)	(42.0)
재고자산감소(증가)	67.0	(225.5)	50.9	(29.4)	(25.3)
매입채무증가(감소)	0.1	13.7	8.7	19.9	17.1
투자현금	415.7	(398.9)	(219.5)	(299.3)	(322.6)
단기투자자산감소	42.8	(136.7)	44.8	(7.2)	(7.5)
장기투자증권감소	24.4	0.0	5.4	7.1	7.0
설비투자	(112.7)	(276.7)	(230.5)	(262.1)	(284.5)
유무형자산감소	442.2	(2.5)	(25.7)	(25.8)	(25.8)
재무현금	(295.1)	(460.2)	(20.2)	(11.9)	(15.5)
차입금증가	(285.7)	(413.8)	(20.2)	0.0	0.0
자본증가	(9.5)	(46.5)	(20.3)	(11.9)	(15.5)
배당금지급	9.5	46.5	20.3	11.9	15.5
현금 증감	575.4	(169.7)	(50.1)	(1.8)	69.4
총현금흐름(Gross CF)	586.6	568.3	200.2	371.2	457.9
(-) 운전자본증가(감소)	(491.6)	60.5	(38.1)	61.7	50.3
(-) 설비투자	112.7	276.7	230.5	262.1	284.5
(+) 자산매각	442.2	(2.5)	(25.7)	(25.8)	(25.8)
Free Cash Flow	953.5	(5.2)	(27.1)	10.2	84.9
(-) 기타투자	(24.4)	0.0	(5.4)	(7.1)	(7.0)
잉여현금	977.8	(5.2)	(21.6)	17.3	91.9

자료: KTB 투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,631.6	3,112.1	2,671.1	3,047.8	3,196.7
증가율 (Y-Y,%)	32.7	(14.3)	(14.2)	14.1	4.9
영업이익	284.4	158.7	(108.5)	103.9	215.3
증가율 (Y-Y,%)	114.7	(44.2)	적전	흑전	107.3
EBITDA	589.6	461.3	199.1	408.5	519.4
영업외손익	(4.8)	(28.2)	(38.6)	(16.4)	(15.2)
순이자수익	(61.7)	(44.9)	(36.9)	(34.4)	(33.3)
외화관련손익	(31.8)	(0.1)	(2.1)	0.0	0.0
지분법손익	8.4	(0.6)	10.4	10.4	10.4
세전계속사업손익	279.7	130.5	(147.1)	87.4	200.1
당기순이익	232.6	103.8	(128.9)	67.3	154.0
지배기업당기순이익	234.9	103.8	(126.5)	67.3	154.0
증가율 (Y-Y,%)	6.0	(55.4)	적전	흑전	128.8
NOPLAT	247.7	127.5	(78.7)	80.0	165.8
(+) Dep	305.1	302.6	307.6	304.6	304.1
(-) 운전자본투자	(491.6)	60.5	(38.1)	61.7	50.3
(-) Capex	112.7	276.7	230.5	262.1	284.5
OpFCF	931.8	93.0	36.5	60.8	135.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	14.5	10.6	(0.8)	(5.7)	0.9
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	(28.5)	10.7
EBITDA증가율(3Yr)	9.4	28.1	(23.1)	(11.5)	4.0
순이익증가율(3Yr)	76.5	(17.1)	n/a	(33.9)	14.1
영업이익률(%)	7.8	5.1	(4.1)	3.4	6.7
EBITDA마진(%)	16.2	14.8	7.5	13.4	16.2
순이익률(%)	6.4	3.3	(4.8)	2.2	4.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	9,849	4,352	(5,304)	2,823	6,459
BPS	138,770	142,044	136,462	137,916	142,923
DPS	1,950	850	500	650	850
Multiples(x,%)					
PER	13.8	24.6	n/a	25.1	11.0
PBR	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/ EBITDA	7.0	6.7	11.7	5.7	4.3
배당수익률	1.4	0.8	0.7	0.9	1.2
PCR	5.5	4.5	8.4	4.5	3.7
PSR	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5
재무건전성 (%)					
부채비율	77.9	62.0	63.9	63.8	62.1
Net debt/Equity	25.9	15.5	19.0	18.5	15.6
Net debt/EBITDA	149.8	117.5	320.8	155.0	107.1
유동비율	172.8	184.7	238.4	243.2	255.5
이자보상배율	4.6	3.5	n/a	3.0	6.5
이자비용/매출액	2.0	2.2	2.1	1.9	1.8
자산구조					
투하자본(%)	71.5	75.2	76.1	76.0	75.0
현금+투자자산(%)	28.5	24.8	23.9	24.0	25.0
자본구조					
차입금(%)	36.0	30.2	31.0	30.6	29.8
자기자본(%)	64.0	69.8	69.0	69.4	70.2

SKC (011790)

3Q19 Preview: 3Q 저점으로 실적 우상향 전환 예상

Investment Point

- 3Q19 매출 6,214억원, OP 422억원 추정. 시장 컨센 하회 예상
- 이는 전방산업(우레탄) 수요 불투명, 비수기 영향 등으로 화학부문 실적이 둔화될 것으로 예상되는 가운데 반도체소재도 단가인하 압력, 고정비 증가 등으로 마진이 저조할 것으로 보이기 때문임. 필름부문은 원재료 약세 등으로 전분기와 유사할 듯
- 다만 동사 실적은 3분기를 저점으로 우상향 전환 전망. 금년 4Q에는 국내 5G 중계기 투자 본격화로 통신장비부문의 실적이 호전되면서 전체 이익 견인 추정. 특히 내년부터는 KCFT 인수 효과로 연결 실적 점프 예상. 연결기준 외형은 +23%, OP는 +63% 추정
- 기존 사업 재편(화학 분할 후 49% 지분 매각, SKC코오롱PI 매각) 효과로 KCFT(동박) 인수(1.2조원) 부담 크지 않을 듯. KCFT 동박(전지박) CAPA는 19년 2.5만톤, 20년 3.2만톤, 21년 4.5만톤, 25년 13만톤으로 급증 예상. 전기차용 수요 급증하고 있고 신증설 제한되고 있다는 점에서 당분간 동박 고마진 지속 전망. 필름부문도 실적 회복 추정
- 2020년 추정 기준 PER 8.5x 수준. 동박, 반도체소재, 폴더블폰 투명필름 등의 높은 성장성 감안해 20E PER 10.9x 수준인 5.5만원으로 동사 TP 상향

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	55,000	51,000	상향
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	11.1	17.7	8.5
PBR(배)	0.9	1.0	0.9
EV/EBITA(배)	8.0	9.2	7.1
배당수익률(%)	2.8	2.3	2.3

Fig. 087: SKC 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	621.4	700.2	(11.3)	689.4	(9.9)	639.0	(2.8)	683.0	(9.0)	
영업이익	42.2	55.4	(24.0)	54.0	(21.9)	48.2	(12.6)	49.1	(14.1)	
순이익	30.3	36.4	(16.6)	43.5	(30.3)	15.0	102.2	36.9	(17.7)	
이익률(%)										
영업이익	6.8	7.9		7.8		7.6		7.2		
순이익	4.9	5.2		6.3		2.3		5.4		
이익률 차이(%P)										
영업이익		(1.1)		(1.0)		(0.8)		(0.4)		
순이익		(0.3)		(1.4)		2.5		(0.5)		

Note: K-IFRS 연결

Source: SKC, KTB투자증권

Fig. 088: SKC 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	700.2	749.3	727.3	727.3	621.4	715.4	682.6	775.8	(11.3)	(4.5)	(6.1)	6.7
영업이익	55.4	60.4	59.1	59.1	42.2	55.7	53.5	71.4	(24.0)	(7.7)	(9.4)	20.8
영업이익률(%)	7.9	8.1	8.1	8.1	6.8	7.8	7.8	9.2	(1.1)	(0.3)	(0.3)	1.1
EBITDA	90.1	95.7	94.7	95.0	76.8	90.5	89.2	108.1	(14.8)	(5.4)	(5.8)	13.8
EBITDA이익률(%)	12.9	12.8	13.0	13.1	12.4	12.6	13.1	13.9	(0.5)	(0.1)	0.0	0.9
순이익	36.4	40.8	41.7	40.4	30.3	40.7	41.6	58.4	(16.6)	(0.1)	(0.3)	44.5

Note: K-IFRS 연결

Source: SKC, KTB투자증권

Fig. 089: SKC의 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

(십억원, %)	<분기실적>								<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	639	726	689	714	604	639	621	715	2,768	2,580	3,179
(QoQ, YoY)	8.8%	18.0%	-6.9%	0.4%	-5.4%	-12.0%	-9.9%	0.2%	4.3%	-6.8%	23.2%
화학	210	229	229	203	192	202	195	199	871	789	793
Industry 소재(Film)	274	291	267	250	249	257	244	245	1,081	996	1,002
KCFT(동박)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	466
신사업(New Biz)	155	206	194	258	163	180	182	271	813	795	918
영업이익	41	53	54	53	36	48	42	56	201	182	298
(QoQ, YoY)	8.9%	20.1%	12.0%	16.0%	-12.0%	-9.0%	-21.9%	5.5%	14.5%	-9.3%	63.3%
화학	37	41	40	32	27	30	24	26	149	107	107
Industry 소재(Film)	-4	2	2	-2	4	12	11	12	-2	38	50
KCFT(동박)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	86
신사업(New Biz)	8	10	13	22	6	7	7	18	54	38	54
영업이익률	6.4%	7.3%	7.8%	7.4%	6.0%	7.6%	6.8%	7.8%	7.3%	7.1%	9.4%
화학	17.5%	17.7%	17.4%	15.9%	14.1%	14.7%	12.2%	13.0%	17.2%	13.5%	13.5%
Industry 소재(Film)	-1.5%	0.7%	0.6%	-0.6%	1.4%	4.6%	4.5%	4.7%	-0.2%	3.8%	5.0%
KCFT(동박)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	18.5%
신사업(New Biz)	5.4%	5.0%	6.5%	8.6%	3.4%	3.7%	4.0%	6.7%	6.6%	4.8%	5.9%

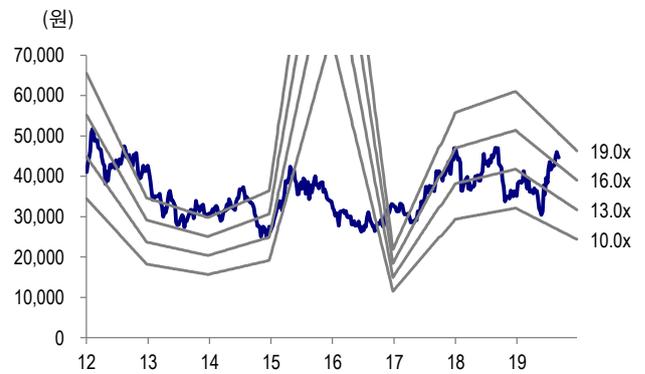
Source: SKC, KTB투자증권

Fig. 090: SKC의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

Fig. 091: SKC의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

재무제표 (SKC 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	897.2	910.1	1,060.5	1,097.1	1,208.5
현금성자산	176.2	162.0	319.2	194.5	309.4
매출채권	367.0	344.1	352.8	405.1	403.2
재고자산	299.3	353.2	337.1	445.6	443.6
비유동자산	2,770.2	2,923.0	3,049.0	3,369.9	3,735.6
투자자산	657.8	711.9	708.6	737.4	767.3
유형자산	1,903.2	1,978.6	2,080.2	2,344.3	2,652.9
무형자산	209.2	232.5	260.2	288.2	315.3
자산총계	3,667.3	3,833.1	4,109.5	4,467.0	4,944.1
유동부채	1,200.8	1,081.5	1,184.2	1,339.2	1,327.6
매입채무	367.3	387.6	392.0	486.2	473.8
유동성이자부채	741.2	614.5	712.0	772.0	772.0
비유동부채	872.9	1,056.8	1,157.6	1,207.6	1,507.6
비유동이자부채	675.8	843.4	940.0	990.0	1,290.0
부채총계	2,073.7	2,138.3	2,341.9	2,546.8	2,835.3
자본금	187.7	187.7	187.7	187.7	187.7
자본잉여금	139.8	140.3	140.5	140.5	140.5
이익잉여금	1,239.0	1,325.4	1,381.2	1,533.9	1,722.5
자본조정	(116.4)	(120.6)	(107.3)	(107.3)	(107.3)
자기주식	(61.6)	(61.6)	(61.6)	(61.6)	(61.6)
자본총계	1,593.6	1,694.8	1,767.6	1,920.2	2,108.9
투하자본	2,291.4	2,395.4	2,508.9	2,872.2	3,221.0
순차입금	1,240.8	1,295.9	1,332.7	1,567.4	1,752.6
ROA	3.8	3.8	2.7	5.3	5.8
ROE	9.5	9.5	7.0	13.6	14.7
ROIC	5.9	6.6	5.7	8.5	8.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	209.3	231.6	285.7	282.8	397.1
당기순이익	136.3	141.0	109.0	228.5	271.7
자산상각비	122.5	126.9	139.9	149.4	169.3
운전자본증감	(13.6)	(31.1)	11.4	(66.4)	(8.1)
매출채권감소(증가)	5.1	21.1	3.8	(52.3)	1.9
재고자산감소(증가)	(11.9)	(52.3)	16.9	(108.5)	2.1
매입채무증가(감소)	(8.7)	22.9	(8.9)	94.1	(12.3)
투자현금	(175.7)	(212.8)	(247.9)	(480.1)	(544.8)
단기투자자산감소	15.1	(0.6)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	0.2	0.1	(16.5)	(33.7)	(34.7)
설비투자	(120.3)	(184.7)	(196.4)	(403.8)	(467.3)
유무형자산감소	(9.8)	(15.8)	(32.8)	(37.8)	(37.8)
재무현금	38.0	(34.8)	117.0	72.5	262.5
차입금증가	85.1	0.1	156.9	110.0	300.0
자본증가	(29.7)	(34.6)	(35.4)	(37.5)	(37.5)
배당금지급	29.7	34.6	35.4	37.5	37.5
현금 증감	71.0	(15.6)	156.1	(124.8)	114.7
총현금흐름(Gross CF)	307.5	341.6	298.1	349.2	405.2
(-) 운전자본증가(감소)	20.3	19.8	(12.1)	66.4	8.1
(-) 설비투자	120.3	184.7	196.4	403.8	467.3
(+) 자산매각	(9.8)	(15.8)	(32.8)	(37.8)	(37.8)
Free Cash Flow	118.1	97.7	61.6	(197.2)	(147.7)
(-) 기타투자	(0.2)	(0.1)	16.5	33.7	34.7
잉여현금	118.3	97.8	45.1	(230.9)	(182.4)

자료: KTB 투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,653.5	2,767.8	2,579.8	3,179.2	3,679.6
증가율 (Y-Y,%)	12.5	4.3	(6.8)	23.2	15.7
영업이익	175.7	201.1	182.3	297.8	354.0
증가율 (Y-Y,%)	17.7	14.5	(9.3)	63.3	18.9
EBITDA	298.1	328.0	322.3	447.2	523.3
영업외손익	5.0	(19.0)	(39.4)	0.9	1.2
순이자수익	(44.8)	(50.8)	0.5	1.2	1.4
외화관련손익	(1.8)	(1.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	92.7	63.3	(1.9)	(9.7)	(9.7)
세전계속사업손익	180.7	182.1	143.0	298.7	355.2
당기순이익	136.3	141.0	109.0	228.5	271.7
지배기업당기순이익	110.0	120.6	91.5	190.2	226.2
증가율 (Y-Y,%)	365.9	3.4	(22.7)	109.6	18.9
NOPLAT	132.6	155.8	139.0	227.8	270.8
(+) Dep	122.5	126.9	139.9	149.4	169.3
(-) 운전자본투자	20.3	19.8	(12.1)	66.4	8.1
(-) Capex	120.3	184.7	196.4	403.8	467.3
OpFCF	114.4	78.1	94.6	(93.0)	(35.3)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(1.8)	3.9	3.0	6.2	10.0
영업이익증가율(3Yr)	4.9	(2.6)	6.9	19.2	20.7
EBITDA증가율(3Yr)	1.0	(3.1)	5.5	14.5	16.9
순이익증가율(3Yr)	46.6	(16.9)	55.0	18.8	24.4
영업이익률(%)	6.6	7.3	7.1	9.4	9.6
EBITDA마진(%)	11.2	11.9	12.5	14.1	14.2
순이익률(%)	5.1	5.1	4.2	7.2	7.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	2,931	3,213	2,439	5,067	6,025
BPS	38,631	40,835	42,685	46,752	51,777
DPS	900	1,000	1,000	1,000	1,000
Multiples(x,%)					
PER	16.0	11.1	17.7	8.5	7.2
PBR	1.2	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/ EBITDA	10.1	8.0	9.2	7.1	6.4
배당수익률	1.9	2.8	2.3	2.3	2.3
PCR	5.7	3.9	5.4	4.6	4.0
PSR	0.7	0.5	0.6	0.5	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	130.1	126.2	132.5	132.6	134.4
Net debt/Equity	77.9	76.5	75.4	81.6	83.1
Net debt/EBITDA	416.2	395.1	413.5	350.5	334.9
유동비율	74.7	84.2	89.5	81.9	91.0
이자보상배율	3.9	4.0	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.7	1.9	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	73.3	73.3	70.9	75.5	74.9
현금+투자자산(%)	26.7	26.7	29.1	24.5	25.1
자본구조					
차입금(%)	47.1	46.2	48.3	47.9	49.4
자기자본(%)	52.9	53.8	51.7	52.1	50.6

코오롱인더 (120110)

3Q19 Preview: 아라미드, 필름 기여로 컨센 부합 추정

Investment Point

- 3Q 매출 1조 914억원, OP 421억원으로 시장 컨센 부합 추정
- 패션부문은 계절적 비수기 및 신규 출시 축소 등으로 판매 둔화되며 수익성 저조 예상. 다만 아라미드 기여도 확대, 원료가격 안정화 효과 등으로 산업자재 실적 개선 전망. 필름도 원료가 안정화 및 스페셜티 제품군 마진 견조해 YoY 실적 개선세 이어갈 듯
- 아라미드는 5G 광케이블용 수요 급증하면서 마진 고공행진 중. 동 제품 CAPA는 연산 5천톤 규모. 20년 3월경 +2,500톤 증설 완료로 내년 매출 2천억 상회 추정되고 이익 기여도 더욱 높아질 전망. 베트남 타이어코드 가동률은 70% 내외로 적자. 4분기경 가동률 90% 상회하며 BEP 달성 예상. 따라서 내년 산업자재 외형 및 이익 호전 전망
- 필름은 스페셜티(MLCC, 태양광, 편광판용) 매출 비중 높아지고 있고 원료가격(PET칩) 하향 안정세로 과거대비 마진 개선. CPI(폴더블폰용 투명PI) 매출은 3Q 일정 둔화 추정. 다만 4Q19에는 화웨이, 내년에는 모토로라, 샤오미 등의 폴더블폰 출시 이어질 전망이어서 동사 CPI 매출도 본격 확대 전망. 이에 따라 동부부문 이익 기여도 상승 가능성
- SKC코오롱PI 매각 시 3천억대 현금 유입 예상. 재무구조 개선 및 그룹 우려 완화 요인

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	58,000		유지
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	23.0	12.8	7.0
PBR(배)	0.9	0.6	0.6
EV/EBITA(배)	10.5	7.3	6.5
배당수익률(%)	1.6	2.1	2.1

Fig. 092: 코오롱인더 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	1,091.4	1,105.2	(1.3)	1,133.1	(3.7)	1,149.1	(5.0)	1,091.0	0.0	
영업이익	42.1	44.7	(5.7)	22.0	91.1	61.6	(31.6)	40.0	5.3	
순이익	16.9	18.9	(10.4)	(3.9)	흑전	15.2	11.0	19.8	(14.7)	
이익률(%)										
영업이익	3.9	4.0		1.9		5.4		3.7		
순이익	1.5	1.7		(0.3)		1.3		1.8		
이익률 차이(%P)										
영업이익		(0.2)		1.9		(1.5)		0.2		
순이익		(0.2)		1.9		0.2		(0.3)		

Note: K-IFRS 연결

Source: 코오롱인더, KTB투자증권

Fig. 093: 코오롱인더 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	1,105.2	1,272.4	1,179.9	1,179.9	1,091.4	1,263.7	1,113.0	1,186.7	(1.3)	(0.7)	(5.7)	0.6
영업이익	44.7	68.4	62.6	62.6	42.1	68.5	55.2	67.5	(5.7)	0.1	(11.9)	7.7
영업이익률(%)	4.0	5.4	5.3	5.3	3.9	5.4	5.0	5.7	(0.2)	0.0	(0.4)	0.4
EBITDA	97.3	120.7	114.7	114.6	94.7	120.7	107.2	119.4	(2.6)	0.1	(6.6)	4.2
EBITDA이익률(%)	8.8	9.5	9.7	9.7	8.7	9.6	9.6	10.1	(0.1)	0.1	(0.1)	0.3
순이익	18.9	32.0	42.0	37.5	16.9	32.1	36.2	41.1	(10.4)	0.1	(13.8)	9.6

Note: K-IFRS 연결

Source: 코오롱인더, KTB투자증권

Fig. 094: 코오롱인더의 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

(십억원, %)	<분기실적>								<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,057	1,098	1,054	1,250	1,058	1,149	1,091	1,264	4,460	4,562	4,704
산업자재	409	438	449	491	451	498	509	538	1,786	1,996	2,126
화학	237	217	224	221	189	199	202	197	900	788	795
필름/전자재료	131	140	144	143	148	153	152	157	558	610	663
패션	246	249	197	354	235	242	187	329	1,046	992	943
의류소재/기타	34	54	40	42	35	57	41	43	170	176	178
영업이익	43	57	30	36	49	62	42	68	167	221	251
산업자재	20	27	25	21	22	25	28	30	91	104	121
화학	23	21	20	20	21	21	20	18	84	80	78
필름/전자재료	-4	-3	-5	-3	4	7	5	8	-14	23	40
패션	8	13	-6	25	8	8	-10	18	40	24	20
의류소재/기타	-3	-1	-3	-26	-5	1	-2	-6	-34	-11	-8
영업이익률	4.1%	5.2%	2.9%	2.9%	4.6%	5.4%	3.9%	5.4%	3.7%	4.8%	5.3%
산업자재	4.8%	6.1%	5.5%	4.2%	4.8%	5.0%	5.5%	5.6%	5.1%	5.2%	5.7%
화학	9.5%	9.8%	9.1%	9.0%	10.8%	10.5%	10.0%	9.1%	9.3%	10.1%	9.8%
필름/전자재료	-2.7%	-1.8%	-3.6%	-2.2%	2.4%	4.4%	3.5%	5.0%	-2.6%	3.8%	6.0%
패션	3.4%	5.4%	-3.3%	7.0%	3.4%	3.3%	-5.3%	5.5%	3.8%	2.4%	2.1%
의류소재/기타	-9.9%	-2.6%	-7.2%	-62.9%	-13.9%	1.9%	-3.6%	-12.8%	-19.9%	-6.1%	-4.2%

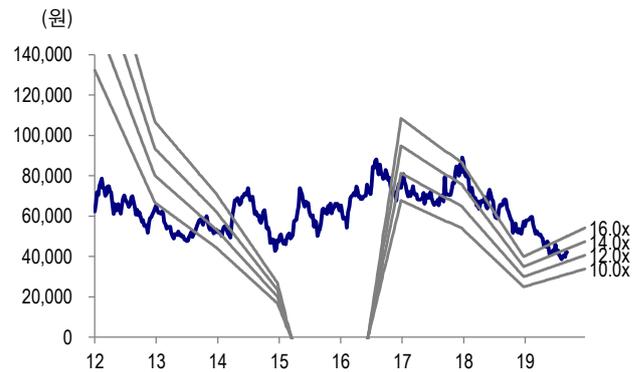
Source: 코오롱인더, KTB투자증권

Fig. 095: 코오롱인더의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

Fig. 096: 코오롱인더의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

재무제표 (코오롱인더 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,094.6	1,955.2	2,001.3	2,071.9	2,204.1
현금성자산	176.7	184.3	263.5	317.0	480.4
매출채권	889.2	818.8	844.8	812.9	824.9
재고자산	799.2	875.8	820.7	868.9	824.9
비유동자산	3,567.3	3,617.6	3,553.7	3,540.6	3,535.6
투자자산	945.9	856.4	875.0	894.5	914.7
유형자산	2,444.3	2,573.5	2,491.5	2,459.6	2,435.0
무형자산	177.2	187.8	187.1	186.5	185.9
자산총계	5,661.9	5,572.9	5,555.0	5,612.5	5,739.7
유동부채	2,126.1	2,324.4	2,238.5	2,148.2	2,098.6
매입채무	689.2	639.8	623.2	630.7	598.8
유동성이자부채	1,221.0	1,438.3	1,388.3	1,288.3	1,268.3
비유동부채	1,213.4	1,040.0	1,048.0	1,056.4	1,065.2
비유동이자부채	889.7	829.7	829.7	829.7	829.7
부채총계	3,339.5	3,364.3	3,286.5	3,204.7	3,163.8
자본금	142.1	148.7	148.7	148.7	148.7
자본잉여금	929.6	990.5	990.5	990.5	990.5
이익잉여금	975.5	988.8	1,048.7	1,188.0	1,356.1
자본조정	33.7	(31.4)	(31.4)	(31.4)	(31.4)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,322.4	2,208.5	2,268.4	2,407.8	2,575.9
투하자본	3,454.3	3,832.3	3,744.3	3,710.7	3,675.2
순차입금	1,934.0	2,083.7	1,954.5	1,801.0	1,617.6
ROA	2.2	0.8	1.5	2.8	3.2
ROE	5.9	2.0	4.0	7.0	7.7
ROIC	4.0	1.9	4.4	5.1	5.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	276.6	341.2	303.7	368.5	404.4
당기순이익	122.7	42.9	84.3	156.8	183.9
자산상각비	201.0	206.4	211.3	207.2	205.1
운전자본증감	(144.5)	(158.8)	14.0	(7.3)	1.6
매출채권감소(증가)	(34.2)	26.4	(25.9)	31.9	(12.1)
재고자산감소(증가)	(32.4)	(72.7)	55.1	(48.2)	44.0
매입채무증가(감소)	33.9	20.6	(16.6)	7.5	(31.9)
투자현금	(498.7)	(295.9)	(143.1)	(188.1)	(194.2)
단기투자자산감소	(31.3)	(191.3)	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	(2.4)	0.0	(14.5)	(13.4)	(14.2)
설비투자	(454.8)	(383.2)	(118.6)	(164.6)	(170.0)
유무형자산감소	1.8	(15.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
재무현금	157.6	(36.1)	(81.4)	(126.9)	(46.9)
차입금증가	237.7	134.8	(50.0)	(100.0)	(20.0)
자본증가	(6.7)	35.0	(31.4)	(26.9)	(26.9)
배당금지급	32.4	33.0	31.4	26.9	26.9
현금 증감	(70.2)	9.6	79.2	53.6	163.3
총현금흐름(Gross CF)	435.8	436.9	289.6	375.9	402.9
(-) 운전자본증가(감소)	(14.6)	(127.9)	2.7	7.3	(1.6)
(-) 설비투자	454.8	383.2	118.6	164.6	170.0
(+) 자산매각	1.8	(15.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
Free Cash Flow	(207.5)	(17.8)	160.6	180.5	210.2
(-) 기타투자	2.4	0.0	14.5	13.4	14.2
잉여현금	(209.8)	(17.8)	146.1	167.0	196.0

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	4,607.0	4,752.6	4,562.3	4,704.2	4,856.6
증가율 (Y-Y,%)	1.0	3.2	(4.0)	3.1	3.2
영업이익	198.0	144.9	220.7	251.5	284.1
증가율 (Y-Y,%)	(28.5)	(26.8)	52.3	13.9	13.0
EBITDA	399.0	351.3	432.0	458.7	489.3
영업외손익	(18.7)	(54.7)	(66.0)	(45.2)	(42.2)
순이자수익	(54.5)	(55.1)	(47.1)	(43.0)	(39.9)
외화관련손익	25.3	(11.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	51.7	22.7	4.2	6.0	6.0
세전계속사업손익	179.3	90.3	154.8	206.2	241.9
당기순이익	122.7	42.9	84.3	156.8	183.9
영업이익증가율(3Yr)	135.1	65.0	91.3	166.3	195.0
증가율 (Y-Y,%)	(30.3)	(65.0)	96.3	86.1	17.3
NOPLAT	135.6	68.9	168.4	191.2	216.1
(+) Dep	201.0	206.4	211.3	207.2	205.1
(-) 운전자본투자	(14.6)	(127.9)	2.7	7.3	(1.6)
(-) Capex	454.8	383.2	118.6	164.6	170.0
OpFCF	(103.7)	19.9	258.3	226.5	252.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(4.8)	(0.7)	0.0	0.7	0.7
영업이익증가율(3Yr)	5.5	(19.8)	(7.3)	8.3	25.2
EBITDA증가율(3Yr)	3.5	(9.5)	(3.1)	4.8	11.7
순이익증가율(3Yr)	45.8	n/a	(21.8)	8.5	62.4
영업이익률(%)	4.3	3.0	4.8	5.3	5.9
EBITDA마진(%)	8.7	7.4	9.5	9.7	10.1
순이익률(%)	2.7	0.9	1.8	3.3	3.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	5,364	2,495	3,287	6,065	7,131
BPS	70,968	64,168	66,203	70,909	76,579
DPS	1,100	900	900	900	900
Multiples(x,%)					
PER	16.6	23.0	12.8	7.0	5.9
PBR	1.3	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/ EBITDA	10.8	10.5	7.3	6.5	5.7
배당수익률	1.2	1.6	2.1	2.1	2.1
PCR	5.7	3.8	4.3	3.3	3.1
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	143.8	152.3	144.9	133.1	122.8
Net debt/Equity	83.3	94.3	86.2	74.8	62.8
Net debt/EBITDA	484.7	593.2	452.5	392.7	330.6
유동비율	98.5	84.1	89.4	96.4	105.0
이자보상배율	3.6	2.6	4.7	5.8	7.1
이자비용/매출액	1.4	1.5	1.3	1.3	1.2
자산구조					
투하자본(%)	75.5	78.6	76.7	75.4	72.5
현금+투자자산(%)	24.5	21.4	23.3	24.6	27.5
자본구조					
차입금(%)	47.6	50.7	49.4	46.8	44.9
자기자본(%)	52.4	49.3	50.6	53.2	55.1

롯데정밀화학 (004000)

3Q19 Preview: ECH, 셀룰로오스 기여도 확대로 이익 양호할 듯

Investment Point

- 3Q 매출 3,389억원, OP 541억원으로 시장 예상치 충족 추정
- ECH 및 셀룰로오스 기여도 확대, 환율(원화 약세) 효과 등으로 전기료 등 코스트 상승 불구 3분기 실적 개선 전망. ECH는 중국업체 가동 중단에 따른 역대 수급 타이트 및 평균 가격 상승, 국내 전방업체(에폭시수지) 신증설 및 가동을 상승에 따른 효과로 전반기에 이어서 3Q에도 추가 이익 개선 전망. 셀룰로오스제품(메셀로스, 헤셀로스)도 CAPA 확대 후 마케팅 강화로 실적 개선 추정. 다만 가성소다는 PVC 호조로 동반 공급량 증가 하면서 국제가 약세여서 내수가격도 하방 압력 예상
- 한편 ECH는 지난 3월부터 중국 안전점검 강화로 역대 수급 타이트. 하지만 중국 국경절(10월초) 이후 Shandong Haili(13만톤) 등 재가동 예상. 최근 제품가 조정세. 따라서 4Q 실적은 비수기 영향과 함께 다소 둔화 추정
- Peers 밸류에이션 하향세 감안해 동사 목표주가도 6.7만원으로 조정. 다만 배당수익률 높은 편이고 현금흐름 양호하다는 점은 주가 지지 요인 판단

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	67,000	70,000	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	4.9	6.8	5.9
PBR(배)	0.8	0.8	0.7
EV/EBITA(배)	2.8	3.1	2.8
배당수익률(%)	4.1	3.9	4.2

Fig. 097: 롯데정밀화학 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	338.9	345.4	(1.9)	344.5	(1.6)	330.2	2.6	354.8	(4.5)	
영업이익	54.1	54.4	(0.5)	48.9	10.6	52.2	3.7	51.0	6.2	
순이익	54.6	54.8	(0.4)	54.7	(0.3)	40.0	36.5	45.5	20.1	
이익률(%)										
영업이익	16.0	15.8		14.2		15.8		14.4		
순이익	16.1	15.9		15.9		12.1		12.8		
이익률 차이(%P)										
영업이익		0.2		1.8		0.2		1.6		
순이익		0.2		0.2		4.0		3.3		

Note: K-IFRS 연결

Source: 롯데정밀화학, KTB투자증권

Fig. 098: 롯데정밀화학 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	345.4	323.1	363.2	363.2	338.9	317.5	346.6	346.6	(1.9)	(1.7)	(4.6)	(4.6)
영업이익	54.4	48.5	54.6	54.6	54.1	40.7	49.5	49.5	(0.5)	(16.2)	(9.3)	(9.3)
영업이익률(%)	15.8	15.0	15.0	15.0	16.0	12.8	14.3	14.3	0.2	(2.2)	(0.7)	(0.7)
EBITDA	75.9	70.3	76.8	77.1	75.6	62.4	71.6	71.9	(0.4)	(11.2)	(6.7)	(6.7)
EBITDA이익률(%)	22.0	21.8	21.1	21.2	22.3	19.7	20.7	20.7	0.3	(2.1)	(0.5)	(0.5)
순이익	54.8	51.1	55.0	56.0	54.6	45.0	51.0	52.0	(0.4)	(11.9)	(7.2)	(7.1)

Note: K-IFRS 연결

Source: 롯데정밀화학, KTB투자증권

Fig. 099: 롯데정밀화학의 부문별 실적 추정

(단위 : 억원)

(억원, %)	<분기실적>				<연간실적>						
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액 (QoQ, YoY)	3,358	3,554	3,445	3,360	3,266	3,302	3,389	3,175	13,717	13,132	13,866
	39.6%	5.9%	-3.1%	-2.5%	-2.7%	1.1%	2.6%	-6.3%	18.3%	-4.3%	5.6%
염소계열	1,236	1,347	1,298	1,146	1,115	1,188	1,254	1,073	5,027	4,630	4,928
셀룰로스계열	683	760	809	742	716	880	914	805	2,994	3,316	3,564
암모니아계열	1,177	1,201	1,122	1,235	1,205	1,026	982	1,056	4,735	4,269	4,406
전자재료계열	262	246	216	237	230	208	239	241	961	917	968
영업이익 (QoQ, YoY)	498	731	489	389	377	522	541	407	2,107	1,847	1,982
	90.6%	47.0%	-33.1%	-20.4%	-24.3%	38.5%	3.7%	-24.9%	89.6%	-12.3%	7.3%
영업이익률	14.8%	20.6%	14.2%	11.6%	11.5%	15.8%	16.0%	12.8%	15.4%	14.1%	14.3%

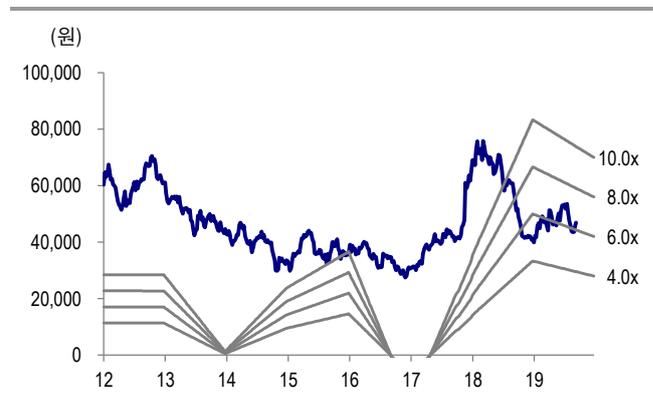
Source: 롯데정밀화학, KTB투자증권

Fig. 0100: 롯데정밀화학의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

Fig. 0101: 롯데정밀화학의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

재무제표 (롯데정밀화학 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	697.0	716.4	853.9	927.7	1,010.5
현금성자산	357.8	317.6	471.2	502.7	570.2
매출채권	190.6	219.8	219.2	246.9	255.9
재고자산	138.6	172.0	156.6	170.9	177.2
비유동자산	944.3	983.7	1,011.5	1,110.5	1,203.5
투자자산	221.1	255.9	247.9	298.4	343.1
유형자산	708.1	702.0	740.1	792.3	843.7
무형자산	15.1	25.8	23.5	19.8	16.7
자산총계	1,641.3	1,700.0	1,865.4	2,038.2	2,214.0
유동부채	354.6	228.5	257.2	271.1	277.8
매입채무	116.2	120.6	140.3	153.1	158.7
유동성이자부채	201.2	1.3	9.2	9.2	9.2
비유동부채	94.0	93.6	93.2	93.7	94.2
비유동이자부채	79.8	79.9	80.5	80.5	80.5
부채총계	448.6	322.1	350.3	364.8	372.0
자본금	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0
자본잉여금	331.1	331.1	331.1	331.1	331.1
이익잉여금	742.2	946.0	1,083.1	1,241.4	1,410.0
자본조정	(9.6)	(28.2)	(28.1)	(28.1)	(28.1)
자기주식	(9.4)	(9.4)	(9.4)	(9.4)	(9.4)
자본총계	1,192.7	1,377.9	1,515.1	1,673.3	1,842.0
투하자본	900.7	887.5	902.6	979.5	1,036.7
순차입금	(76.8)	(236.4)	(381.5)	(413.0)	(480.5)
ROA	5.6	12.9	10.1	10.6	10.4
ROE	7.7	16.7	12.5	12.9	12.5
ROIC	9.5	18.4	15.6	16.2	16.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	177.8	270.5	265.6	200.4	239.5
당기순이익	89.2	214.9	180.4	206.0	220.3
자산상각비	75.6	81.0	86.3	90.1	95.3
운전자본증감	(11.6)	(55.5)	48.2	(28.2)	(8.7)
매출채권감소(증가)	(18.9)	(24.9)	74.5	(27.7)	(9.0)
재고자산감소(증가)	0.7	(32.0)	14.9	(14.4)	(6.2)
매입채무증가(감소)	18.5	9.7	(39.1)	12.9	5.6
투자현금	(242.0)	(178.0)	(136.0)	(121.1)	(120.4)
단기투자자산감소	(197.9)	(85.5)	(34.9)	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.1	0.0	19.5	18.2	24.1
설비투자	(62.9)	(96.5)	(120.2)	(138.7)	(143.7)
유무형자산감소	1.7	1.4	0.1	0.0	0.0
재무현금	(14.1)	(217.4)	(11.6)	(47.7)	(51.6)
차입금증가	(6.4)	(197.1)	(11.6)	0.0	0.0
자본증가	(7.6)	(20.4)	(43.3)	(47.7)	(51.6)
배당금지급	7.6	20.4	43.3	47.7	51.6
현금 증감	(78.4)	(124.9)	118.0	31.5	67.5
총현금흐름(Gross CF)	194.9	300.3	215.5	228.6	248.1
(-) 운전자본증가(감소)	(41.9)	(14.3)	(36.7)	28.2	8.7
(-) 설비투자	62.9	96.5	120.2	138.7	143.7
(+) 자산매각	1.7	1.4	0.1	0.0	0.0
Free Cash Flow	(58.7)	66.8	127.7	79.3	119.1
(-) 기타투자	(0.1)	0.0	(19.5)	(18.2)	(24.1)
잉여현금	(58.6)	66.8	147.3	97.5	143.2

자료: KTB 투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,159.5	1,371.7	1,313.2	1,386.6	1,437.2
증가율 (Y-Y,%)	4.4	18.3	(4.3)	5.6	3.7
영업이익	111.1	210.7	184.7	198.2	216.5
증가율 (Y-Y,%)	273.5	89.6	(12.3)	7.3	9.2
EBITDA	186.8	291.7	271.0	288.3	311.8
영업외손익	(0.4)	64.5	54.4	69.3	69.6
순이자수익	(3.9)	2.0	4.1	3.8	4.1
외화관련손익	(1.2)	0.5	(11.9)	0.0	0.0
지분법손익	24.4	78.8	60.7	68.0	68.0
세전계속사업손익	110.7	275.2	239.1	267.5	286.0
당기순이익	89.2	214.9	180.4	206.0	220.3
지배기업당기순이익	89.2	214.9	180.4	206.0	220.3
증가율 (Y-Y,%)	흑전	140.9	(16.0)	14.2	6.9
NOPLAT	89.6	164.6	139.4	152.6	166.7
(+) Dep	75.6	81.0	86.3	90.1	95.3
(-) 운전자본투자	(41.9)	(14.3)	(36.7)	28.2	8.7
(-) Capex	62.9	96.5	120.2	138.7	143.7
OpFCF	144.3	163.4	142.2	75.8	109.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(1.4)	5.7	5.7	6.1	1.6
영업이익증가율(3Yr)	n/a	335.3	83.8	21.3	0.9
EBITDA증가율(3Yr)	59.6	56.7	34.5	15.6	2.2
순이익증가율(3Yr)	15.0	33.7	n/a	32.2	0.8
영업이익률(%)	9.6	15.4	14.1	14.3	15.1
EBITDA마진(%)	16.1	21.3	20.6	20.8	21.7
순이익률(%)	7.7	15.7	13.7	14.9	15.3

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	3,459	8,330	6,994	7,984	8,537
BPS	45,644	52,406	57,814	64,090	70,746
DPS	800	1,700	1,850	2,000	2,000
Multiples(x,%)					
PER	18.8	4.9	6.8	5.9	5.5
PBR	1.4	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/ EBITDA	8.6	2.8	3.1	2.8	2.4
배당수익률	1.2	4.1	3.9	4.2	4.2
PCR	8.6	3.5	5.7	5.3	4.9
PSR	1.4	0.8	0.9	0.9	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	37.6	23.4	23.1	21.8	20.2
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	196.6	313.5	332.0	342.1	363.7
이자보상배율	28.2	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.9	0.3	0.2	0.2	0.2
자산구조					
투하자본(%)	60.9	60.7	55.7	55.0	53.2
현금+투자자산(%)	39.1	39.3	44.3	45.0	46.8
자본구조					
차입금(%)	19.1	5.6	5.6	5.1	4.6
자기자본(%)	80.9	94.4	94.4	94.9	95.4

효성화학 (298000)

3Q19 Preview: PP/DH 호조세 예상 속 TAC 등도 개선 전망

Investment Point

- 3Q 매출 4,890억원, OP 544억원으로 시장 컨센 부합 추정
- 프로판 가격(사우디 CP 기준)은 2Q19 \$490에서 3Q19 \$365로 톤당 -\$125 하락. PP 가격도 전방산업 경기 둔화로 조정세를 보였지만, 성수기 효과 및 원가 급락 영향으로 동사 PP/DH 실적은 3분기에 뚜렷한 호조세 예상
- 기타부문도 양호한 수준 이어갈 듯. NF3는 전방산업 부진으로 다소 둔화될 전망이다, TAC필름은 판매 증가, 폴리케톤 적자 축소 등으로 기타부문 OP는 전분기와 유사할 듯. TAC필름은 국내 일본산 의존도(80%) 높아 대체효과로 동사 수혜 지속 전망. NF3는 반도체/디스플레이 업황 둔화 불구 고마진 F2N2가스 판매 확대, 중국 네오켄 인수(연말) 등으로 향후 꾸준한 실적 개선 예상. 폴리케톤은 수요처 확대 시 내년경 흑전 가능성
- 사우디 석유설비 가동 차질로 LPG 수급도 타이트 가능성. 다만 조만간 복구 언급되고 있고 특히 미국산의 아시아 도입 비중 높아져 사우디 CP 급등 가능성은 제한적. 내년 IMO 규제 시행 시 C3 체인 수급 타이트 전망. 내년 베트남 PP 30만톤 우선 가동에 따른 일부 (+) 효과 예상

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	220,000		유지
Earnings			상향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	22.2	5.7	5.3
PBR(배)	1.5	1.3	1.1
EV/EBITA(배)	8.8	5.1	5.3
배당수익률(%)	0.7	0.9	1.3

Fig. 0102: 효성화학 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	489.0	527.4	(7.3)	491.8	(0.6)	488.0	0.2	481.2	1.6	
영업이익	54.4	45.6	19.2	36.3	49.7	49.6	9.6	54.2	0.3	
순이익	32.6	29.2	11.3	23.4	39.1	28.6	13.7	32.5	0.2	
이익률(%)										
영업이익	11.1	8.6		7.4		10.2		11.3		
순이익	6.7	5.5		4.8		5.9		6.8		
이익률 차이(%P)										
영업이익		2.5		3.7		1.0		(0.1)		
순이익		1.1		1.9		0.8		(0.1)		

Note: K-IFRS 연결

Source: 효성화학, KTB투자증권

Fig. 0103: 효성화학 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	527.4	541.3	601.9	601.9	489.0	482.0	541.4	560.9	(7.3)	(11.0)	(10.0)	(6.8)
영업이익	45.6	26.3	42.4	42.4	54.4	31.5	34.3	54.7	19.2	19.7	(19.0)	29.0
영업이익률(%)	8.6	4.9	7.0	7.0	11.1	6.5	6.3	9.7	2.5	1.7	(0.7)	2.7
EBITDA	88.0	72.1	86.2	89.2	96.6	77.0	77.8	101.3	9.7	6.8	(9.7)	13.6
EBITDA이익률(%)	16.7	13.3	14.3	14.8	19.8	16.0	14.4	18.1	3.1	2.7	0.1	3.2
순이익	29.2	12.8	25.7	23.1	32.6	14.4	15.3	30.2	11.3	12.2	(40.7)	30.5

Note: K-IFRS 연결

Source: 효성화학, KTB투자증권

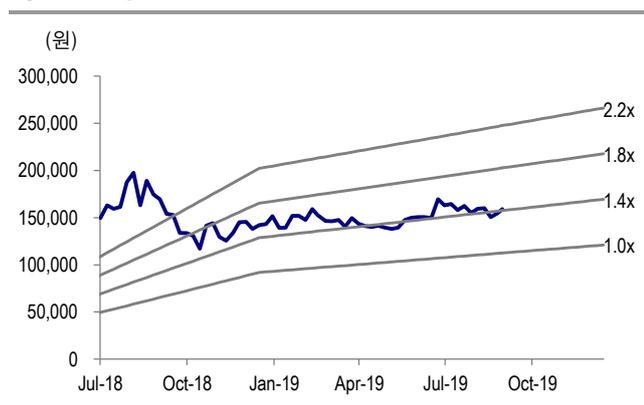
Fig. 0104:효성화학의 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

(십억원, %)	<분기실적>								<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	441	442	492	489	452	488	489	482	1,864	1,911	2,253
(QoQ, YoY)	0.8%	0.4%	11.2%	-0.5%	-7.7%	8.1%	0.2%	-1.4%	11.8%	2.5%	17.9%
PP/DH	238	245	252	248	220	253	254	243	984	971	1,291
기타	202	197	239	241	232	235	235	239	880	940	962
영업이익	19	38	36	16	25	50	54	32	109	160	189
(QoQ, YoY)	-43.1%	137.3%	-13.1%	-6.9%	31.3%	32.2%	9.6%	92.2%	0.4%	46.9%	18.0%
PP/DH	24	43	34	7	21	40	45	19	107	125	139
기타	-5	-5	2	10	4	10	9	12	2	35	51
영업이익률	4.3%	8.5%	7.4%	3.4%	5.5%	10.2%	11.1%	6.5%	5.9%	8.4%	8.4%
PP/DH	10.1%	17.3%	13.5%	2.7%	9.6%	15.7%	17.7%	8.0%	10.9%	12.9%	10.7%
기타	-2.5%	-2.5%	1.0%	4.0%	1.7%	4.2%	4.0%	5.0%	0.2%	3.8%	5.2%

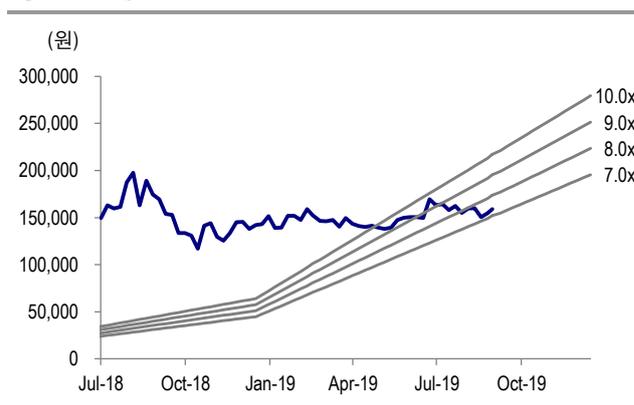
Source: 효성화학, KTB투자증권

Fig. 0105:효성화학의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

Fig. 0106:효성화학의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

재무제표 (호성화학 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	n/a	438.3	639.4	680.9	1,056.7
현금성자산	n/a	82.3	273.1	252.0	534.1
매출채권	n/a	184.4	195.4	233.4	290.4
재고자산	n/a	125.3	124.1	148.2	184.4
비유동자산	n/a	1,214.9	1,557.5	2,008.3	1,855.0
투자자산	n/a	23.2	28.0	29.2	30.3
유형자산	n/a	1,117.6	1,455.1	1,904.4	1,749.5
무형자산	n/a	74.1	74.4	74.7	75.1
자산총계	n/a	1,653.2	2,196.9	2,689.2	2,911.6
유동부채	n/a	686.0	630.2	680.0	754.7
매입채무	n/a	263.3	255.0	304.6	379.0
유동성이자부채	n/a	399.7	352.0	352.0	352.0
비유동부채	n/a	600.0	1,106.3	1,456.9	1,457.6
비유동이자부채	n/a	582.9	1,078.0	1,428.0	1,428.0
부채총계	n/a	1,286.0	1,736.5	2,136.9	2,212.3
자본금	n/a	16.0	16.0	16.0	16.0
자본잉여금	n/a	329.0	329.0	329.0	329.0
이익잉여금	n/a	18.3	104.2	196.0	343.1
자본조정	n/a	4.0	11.3	11.3	11.3
자기주식	n/a	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
자본총계	n/a	367.2	460.4	552.2	699.4
투하자본	n/a	1,261.0	1,608.7	2,071.2	1,936.0
순차입금	n/a	900.4	1,156.9	1,528.0	1,246.0
ROA	n/a	n/a	4.6	4.0	5.5
ROE	n/a	n/a	21.5	19.1	24.5
ROIC	n/a	n/a	8.9	7.9	10.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	n/a	76.7	251.6	274.4	372.9
당기순이익	n/a	27.4	96.4	96.6	153.5
자산상각비	n/a	89.7	166.9	192.8	240.8
운전자본증감	n/a	(45.5)	(8.2)	(12.8)	(19.1)
매출채권감소(증가)	n/a	(50.4)	4.6	(38.0)	(57.0)
재고자산감소(증가)	n/a	(13.2)	3.8	(24.1)	(36.2)
매입채무증가(감소)	n/a	15.5	1.9	49.6	74.4
투자현금	n/a	(144.7)	(508.4)	(641.5)	(85.4)
단기투자자산감소	n/a	0.5	1.2	(0.8)	(0.8)
장기투자증권감소	n/a	0.0	1.3	2.6	2.6
설비투자	n/a	(83.6)	(491.7)	(642.1)	(86.0)
유무형자산감소	n/a	(60.5)	(0.8)	(0.4)	(0.4)
재무현금	n/a	(135.3)	434.8	345.2	(6.4)
차입금증가	n/a	(133.4)	438.0	350.0	0.0
자본증가	n/a	0.0	(3.2)	(4.8)	(6.4)
배당금지급	n/a	0.0	3.2	4.8	6.4
현금 증감	n/a	(196.6)	173.8	(21.9)	281.2
총현금흐름(Gross CF)	n/a	147.6	279.9	287.2	392.0
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	69.8	18.3	12.8	19.1
(-) 설비투자	n/a	83.6	491.7	642.1	86.0
(+) 자산매각	n/a	(60.5)	(0.8)	(0.4)	(0.4)
Free Cash Flow	n/a	(42.6)	(236.7)	(367.1)	287.6
(-) 기타투자	n/a	0.0	(1.3)	(2.6)	(2.6)
잉여현금	n/a	(42.6)	(235.4)	(364.5)	290.2

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	n/a	1,116.8	1,910.5	2,253.1	2,865.2
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	71.1	17.9	27.2
영업이익	n/a	65.0	160.4	189.3	269.3
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	146.8	18.0	42.3
EBITDA	n/a	154.7	327.3	382.1	510.1
영업외손익	n/a	(37.6)	(48.3)	(63.7)	(70.0)
순이자소득	n/a	(21.0)	(37.3)	(64.7)	(70.9)
외화관련손익	n/a	(12.8)	(0.5)	0.0	0.0
지분법손익	n/a	(7.0)	3.2	3.0	3.0
세전계속사업손익	n/a	27.4	112.1	125.5	199.4
당기순이익	n/a	20.4	89.1	96.6	153.5
지배기업당기순이익	n/a	20.4	89.1	96.6	153.5
증가율 (Y-Y,%)	n/a	적지	336.8	8.5	58.8
NOPLAT	n/a	48.3	127.5	145.7	207.4
(+) Dep	n/a	89.7	166.9	192.8	240.8
(-) 운전자본투자	n/a	69.8	18.3	12.8	19.1
(-) Capex	n/a	83.6	491.7	642.1	86.0
OpFCF	n/a	(15.4)	(215.5)	(316.3)	343.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	36.9
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	60.6
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	48.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	96.0
영업이익률(%)	n/a	5.8	8.4	8.4	9.4
EBITDA마진(%)	n/a	13.8	17.1	17.0	17.8
순이익률(%)	n/a	1.8	4.7	4.3	5.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	n/a	6,393	27,925	30,296	48,118
BPS	n/a	91,878	121,003	149,682	195,684
DPS	n/a	1,000	1,500	2,000	5,000
Multiples(x,%)					
PER	n/a	22.2	5.7	5.3	3.3
PBR	n/a	1.5	1.3	1.1	0.8
EV/ EBITDA	n/a	8.8	5.1	5.3	3.4
배당수익률	n/a	0.7	0.9	1.3	3.1
PCR	n/a	3.1	1.8	1.8	1.3
PSR	n/a	0.4	0.3	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	350.2	377.2	387.0	316.3
Net debt/Equity	n/a	245.2	251.3	276.7	178.2
Net debt/EBITDA	n/a	582.2	353.4	399.9	244.3
유동비율	n/a	63.9	101.5	100.1	140.0
이자보상배율	n/a	3.1	4.3	2.9	3.8
이자비용/매출액	n/a	1.9	2.0	2.9	2.5
자산구조					
투하자본(%)	n/a	92.3	84.2	88.0	77.4
현금+투자자산(%)	n/a	7.7	15.8	12.0	22.6
자본구조					
차입금(%)	n/a	72.8	75.6	76.3	71.8
자기자본(%)	n/a	27.2	24.4	23.7	28.2

송원산업 (004430)

3Q19 Preview: 양호한 사업경쟁력 및 제품마진 유지 전망

Investment Point

- 3Q 매출 2,293억원, OP 246억원으로 시장 기대치 부합 추정
- 주력제품인 산화방지제(AOX) 수출량은 전분기와 유사한 수준 예상. 글로벌 2위인 동사 경쟁력이 유지되고 있는 가운데 주요 수요처와의 공급 계약 확대로 안정적 판매 추정. 합성수지 등의 가격 및 마진 하락 불국 미국, 중동 등지의 에탄크래커(ECC) 가동률은 상대적으로 견조할 듯. 사우디 석유화학 가동률 조정에 따른 일시 영향 가능성. 다만 제품 마진 견조하고 미국 등에서 신규 크래커 가동 예상된다는 점에서 수요 꾸준할 듯
- 윤활유 첨가제 외형 성장은 당초 기대보다 크지 않을 전망. 이는 경기 둔화 등으로 수요처 확대가 제한되고 있기 때문
- 미중 무역분쟁 등으로 전반적인 경기 불확실성 존재한다는 점과 업종 Multiple 하향세 등을 감안해 동사 목표주가를 2.7만원으로 소폭 조정. 다만 글로벌 산화방지제 시장에서 바스프에 이어 확고한 2위 시장 지배력 보유하고 있고, 꾸준한 증설 및 수직계열화 투자로 경쟁력도 향상되고 있다는 점에서 상대적 주가메리트 존재 판단

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	27,000	28,000	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	12.0	8.4	6.5
PBR(배)	1.2	1.0	0.9
EV/EBITA(배)	7.6	5.5	4.5
배당수익률(%)	0.8	0.8	0.8

Fig. 0107 송원산업 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	229.3	219.1	4.6	204.4	12.2	218.5	5.0	228.7	0.3	
영업이익	24.6	25.9	(4.9)	17.4	41.6	23.3	5.9	25.9	(4.9)	
순이익	18.1	20.7	(12.8)	13.1	37.8	12.8	41.0	18.3	(1.2)	
이익률(%)										
영업이익	10.7	11.8		8.5		10.7		11.3		
순이익	7.9	9.5		6.4		5.9		8.0		
이익률 차이(%P)										
영업이익		(1.1)		2.2		0.1		(0.6)		
순이익		(1.6)		1.5		2.0		(0.1)		

Note: K-IFRS 연결

Source: 송원산업, KTB투자증권

Fig. 0108 송원산업 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	219.1	214.9	230.7	230.7	229.3	207.9	214.9	234.4	4.6	(3.2)	(6.8)	1.6
영업이익	25.9	23.0	25.4	25.4	24.6	21.5	19.3	25.2	(4.9)	(6.5)	(24.3)	(1.1)
영업이익률(%)	11.8	10.7	11.0	11.0	10.7	10.3	9.0	10.7	(1.1)	(0.4)	(2.1)	(0.3)
EBITDA	34.4	31.5	33.9	33.8	33.1	30.0	27.7	33.5	(3.6)	(4.7)	(18.3)	(0.9)
EBITDA이익률(%)	15.7	14.6	14.7	14.7	14.5	14.4	12.9	14.3	(1.2)	(0.2)	(1.8)	(0.4)
순이익	20.7	18.5	22.8	17.3	18.1	15.7	16.4	15.7	(12.8)	(15.2)	(28.2)	(9.1)

Note: K-IFRS 연결

Source: 송원산업, KTB투자증권

Fig. 0109 송원산업의 부문별 실적 추정

(단위 : 억원)

(억원, %)	<분기실적>								<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액 (QoQ, YoY)	1,905	1,978	2,044	1,960	1,904	2,185	2,293	2,079	7,887	8,461	9,232
	8.9%	3.9%	3.3%	-4.1%	-2.9%	14.7%	5.0%	-9.3%	8.8%	7.3%	9.1%
산화방지제(AOX)	1,331	1,386	1,454	1,372	1,215	1,442	1,547	1,395	5,543	5,599	6,150
PVC안정제+PU	212	188	197	220	203	208	212	207	816	831	822
Tin	187	238	194	205	177	184	176	180	824	717	749
기타(신규사업등)	176	167	199	163	309	350	358	297	705	1,314	1,511
영업이익 (QoQ, YoY)	153	114	174	102	138	233	246	215	543	832	963
	79.6%	-25.0%	52.0%	-41.6%	35.3%	69.1%	5.9%	-12.7%	-0.3%	53.3%	15.8%
산화방지제(AOX)	146	137	150	107	116	220	232	209	540	777	874
PVC안정제+PU	6	6	-3	-3	-3	-3	-3	-3	6	-12	-12
Tin	7	12	6	0	5	6	5	2	25	18	11
기타(신규사업등)	-7	-40	21	-2	20	10	13	7	-28	50	91
영업이익률	8.0%	5.8%	8.5%	5.2%	7.2%	10.7%	10.7%	10.3%	6.9%	9.8%	10.4%
산화방지제(AOX)	11.0%	9.9%	10.3%	7.8%	9.5%	15.3%	15.0%	15.0%	9.7%	13.9%	14.2%
PVC안정제+PU	3.0%	3.0%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	0.7%	-1.5%	-1.5%
Tin	4.0%	5.0%	3.0%	0.1%	3.0%	3.0%	3.0%	1.0%	3.1%	2.5%	1.5%
기타(신규사업등)	-4.0%	-23.9%	10.4%	-1.1%	6.4%	2.9%	3.5%	2.5%	-4.0%	3.8%	6.0%

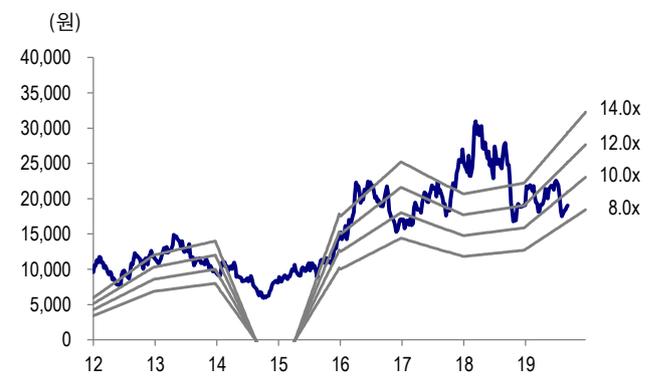
Source: 송원산업, KTB투자증권

Fig. 0110 송원산업의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

Fig. 0109 송원산업의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

재무제표 (송원산업 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	377.5	391.6	473.3	544.0	640.5
현금성자산	75.5	68.7	121.2	170.0	238.1
매출채권	130.8	115.9	141.3	139.7	146.9
재고자산	166.6	201.4	205.1	228.6	249.7
비유동자산	487.6	480.9	505.3	508.5	517.4
투자자산	24.3	23.8	49.4	51.4	53.5
유형자산	441.7	439.3	441.3	445.3	454.2
무형자산	21.6	17.8	14.6	11.8	9.6
자산총계	865.1	872.5	978.7	1,052.5	1,157.9
유동부채	324.6	376.7	338.4	342.5	361.2
매입채무	84.8	73.3	98.0	116.8	135.1
유동성이자부채	208.8	268.0	204.7	189.7	189.7
비유동부채	162.4	84.7	173.9	176.8	179.8
비유동이자부채	98.8	17.2	102.8	102.8	102.8
부채총계	487.0	461.3	512.3	519.4	541.1
자본금	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
자본잉여금	24.4	24.4	22.4	22.4	22.4
이익잉여금	349.3	380.5	432.0	498.7	582.4
자본조정	(4.8)	(4.9)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	378.1	411.2	466.4	533.1	616.8
투하자본	594.0	620.9	645.6	648.3	663.6
순차입금	232.0	216.4	186.2	122.5	54.4
ROA	4.1	4.4	6.0	7.0	7.9
ROE	9.4	9.5	12.6	14.2	15.3
ROIC	7.3	7.3	9.7	11.6	14.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	54.8	58.1	97.4	102.9	112.8
당기순이익	34.7	37.8	55.4	70.6	87.5
자산상각비	32.3	33.8	35.7	33.5	33.4
운전자본증감	(25.1)	(16.1)	(2.2)	(2.7)	(9.7)
매출채권감소(증가)	(16.3)	16.7	(17.8)	1.6	(7.2)
재고자산감소(증가)	(18.4)	(28.3)	(0.7)	(23.5)	(21.1)
매입채무증가(감소)	10.5	(4.3)	(3.0)	18.8	18.3
투자현금	(49.7)	(14.9)	(29.0)	(35.5)	(41.1)
단기투자자산감소	0.0	(0.1)	0.0	(0.2)	(0.2)
장기투자증권감소	0.6	0.0	0.5	1.0	1.0
설비투자	(43.5)	(28.9)	(28.9)	(34.2)	(39.7)
유무형자산감소	(0.5)	(1.3)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
재무현금	4.9	(37.6)	(15.9)	(18.8)	(3.8)
차입금증가	17.6	(24.6)	(7.5)	(15.0)	0.0
자본증가	(3.4)	(3.4)	(3.8)	(3.8)	(3.8)
배당금지급	3.4	3.4	3.8	3.8	3.8
현금 증감	6.1	7.9	54.1	48.6	67.9
총현금흐름(Gross CF)	91.6	81.8	103.6	105.7	122.6
(-) 운전자본증가(감소)	15.8	28.1	4.2	2.7	9.7
(-) 설비투자	43.5	28.9	28.9	34.2	39.7
(+) 자산매각	(0.5)	(1.3)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Free Cash Flow	16.8	50.8	72.4	67.4	71.8
(-) 기타투자	(0.6)	0.0	(0.5)	(1.0)	(1.0)
잉여현금	17.4	50.8	72.9	68.5	72.8

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	724.9	788.7	846.1	923.2	1,072.3
증가율 (Y-Y,%)	4.4	8.8	7.3	9.1	16.1
영업이익	54.5	54.3	83.2	96.3	117.5
증가율 (Y-Y,%)	(28.7)	(0.3)	53.3	15.8	21.9
EBITDA	86.8	88.1	118.9	129.8	150.8
영업외손익	(10.3)	(7.9)	(8.5)	(5.8)	(5.3)
순이자수익	(8.7)	(9.1)	(4.0)	(7.5)	(7.0)
외화관련손익	(2.1)	(1.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.2	1.4	1.2	1.3	1.3
세전계속사업손익	44.2	46.3	74.7	90.5	112.2
당기순이익	34.7	37.8	55.4	70.6	87.5
영업이익당기순이익	35.4	38.1	55.3	70.6	87.5
증가율 (Y-Y,%)	(17.8)	8.9	46.5	27.5	23.9
NOPLAT	42.8	44.3	61.6	75.2	91.6
(+) Dep	32.3	33.8	35.7	33.5	33.4
(-) 운전자본투자	15.8	28.1	4.2	2.7	9.7
(-) Capex	43.5	28.9	28.9	34.2	39.7
OpFCF	15.8	21.0	64.2	71.7	75.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.9	6.4	6.8	8.4	10.8
영업이익증가율(3Yr)	152.1	3.2	2.9	20.9	29.4
EBITDA증가율(3Yr)	33.9	1.6	2.2	14.4	19.6
순이익증가율(3Yr)	n/a	9.7	9.4	26.7	32.3
영업이익률(%)	7.5	6.9	9.8	10.4	11.0
EBITDA마진(%)	12.0	11.2	14.0	14.1	14.1
순이익률(%)	4.8	4.8	6.5	7.6	8.2

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	1,475	1,587	2,304	2,942	3,646
BPS	14,969	16,420	18,765	21,663	25,240
DPS	140	160	160	160	160
Multiples(x,%)					
PER	18.3	12.0	8.4	6.5	5.3
PBR	1.8	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/ EBITDA	10.1	7.6	5.5	4.5	3.4
배당수익률	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8
PCR	7.1	5.6	4.5	4.4	3.8
PSR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	128.8	112.2	109.9	97.4	87.7
Net debt/Equity	61.4	52.6	39.9	23.0	8.8
Net debt/EBITDA	267.5	245.8	156.7	94.3	36.1
유동비율	116.3	104.0	139.9	158.8	177.3
이자보상배율	6.3	5.9	21.0	12.8	16.8
이자비용/매출액	1.4	1.3	0.5	0.9	0.8
자산구조					
투하자본(%)	85.6	87.0	79.1	74.5	69.5
현금+투자자산(%)	14.4	13.0	20.9	25.5	30.5
자본구조					
차입금(%)	44.9	40.9	39.7	35.4	32.2
자기자본(%)	55.1	59.1	60.3	64.6	67.8

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 88.1% HOLD : 11.3% SELL : 0.6%

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

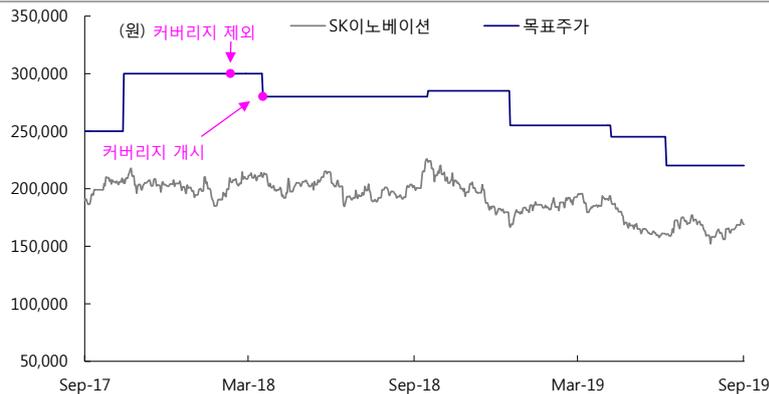
- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 당사의 투자 의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자 의견과 다를 수 있음.
 • Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
 • Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
 • Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경내용

SK이노베이션 (096770)



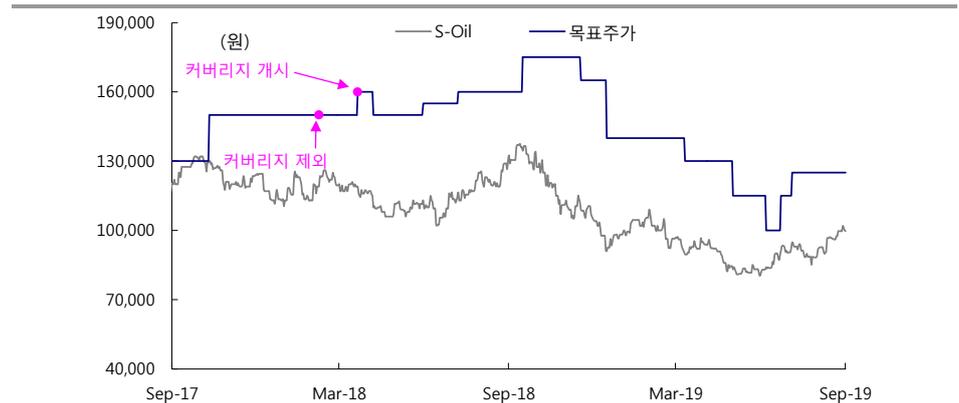
일자	2017.11.3	2018.3.2	커버리지	2018.4.5	2018.10.4	2019.1.7
투자 의견	BUY	커버리지	개시	BUY	BUY	BUY
목표주가	300,000원	제외		280,000원	285,000원	255,000원
일자	2019.4.26	2019.6.27				
투자 의견	BUY	BUY				
목표주가	245,000원	220,000원				

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2017.11.03	300,000원	203,418원	217,500원	-32.19	-27.5
	2018.04.05	280,000원	200,314원	225,500원	-28.46	-19.46
	2018.10.04	285,000원	197,782원	224,000원	-30.6	-21.4
	2019.01.07	255,000원	186,160원	195,500원	-27	-23.33
	2019.04.26	245,000원	166,841원	187,000원	-31.9	-23.67
	2019.06.27	220,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 9월 19일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

S-Oil (010950)



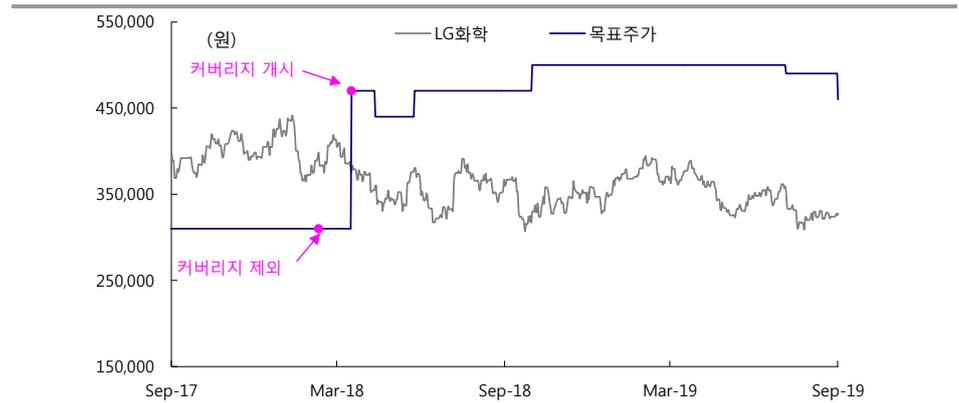
일자	2017.10.31	2018.3.2	커버리지	2018.4.10	2018.4.26	2018.6.19
투자의견	BUY	커버리지	개시	BUY	BUY	BUY
목표주가	150,000원	제외		160,000원	150,000원	155,000원
일자	2018.7.27	2018.10.4	2018.12.10	2019.1.7	2019.4.1	2019.5.21
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	160,000원	175,000원	165,000원	140,000원	130,000원	115,000원
일자	2019.6.27	2019.7.12	2019.7.24			
투자의견	HOLD	BUY	BUY			
목표주가	100,000원	115,000원	125,000원			

목표주가 대비 실제주가 괴리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2017.10.31	150,000원	120,023원	130,000원	-19.98	-13.33
	2018.04.10	160,000원	115,625원	117,500원	-27.73	-26.56
	2018.04.26	150,000원	109,167원	113,000원	-27.22	-24.67
	2018.06.19	155,000원	110,143원	116,500원	-28.94	-24.84
	2018.07.27	160,000원	123,089원	137,500원	-23.07	-14.06
	2018.10.04	175,000원	118,667원	136,500원	-32.19	-22
	2018.12.10	165,000원	102,741원	110,500원	-37.73	-33.03
	2019.01.07	140,000원	99,034원	109,000원	-29.26	-22.14
	2019.04.01	130,000원	90,871원	96,600원	-30.1	-25.69
	2019.05.21	115,000원	82,546원	85,000원	-28.22	-26.09
	2019.06.27	100,000원	87,218원	91,300원	-12.78	-8.7
	2019.07.12	115,000원	92,200원	94,800원	-19.83	-17.57
	2019.07.24	125,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 19일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

LG화학 (051910)



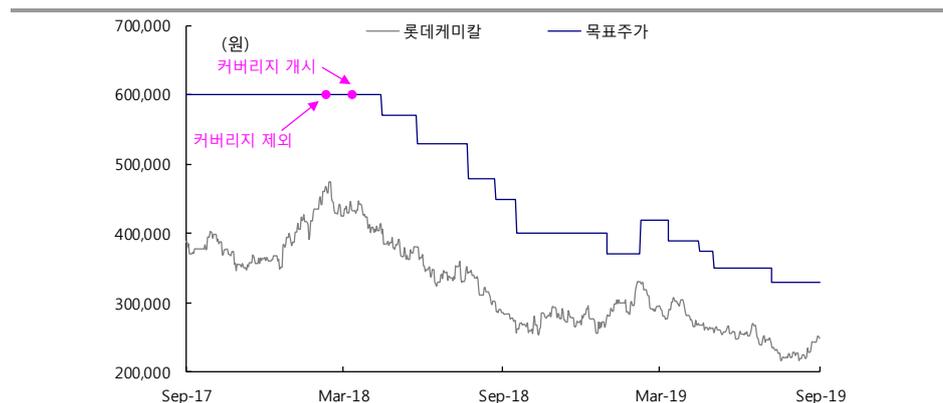
일자	2018.3.2	커버리지	2018.4.5	2018.5.2	2018.6.14	2018.10.22
투자의견	커버리지	개시	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	제외		470,000원	440,000원	470,000원	500,000원
일자	2019.7.25	2019.9.23				
투자의견	BUY	BUY				
목표주가	490,000원	460,000원				

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2018.04.05	470,000원	369,444원	383,500원	-21.39	-18.4
실제주가 괴리율	2018.05.02	440,000원	348,944원	380,500원	-20.69	-13.52
	2018.06.14	470,000원	349,953원	391,000원	-25.54	-16.81
	2018.10.22	500,000원	355,157원	394,500원	-28.97	-21.1
	2019.07.25	490,000원	324,216원	337,500원	-33.83	-31.12
	2019.09.23	460,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 9월 19일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

롯데케미칼 (011170)



일자	2018.4.2	2018.5.3	2018.6.14	2018.8.13	2018.9.11	2018.10.4
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	600,000원	570,000원	530,000원	480,000원	450,000원	400,000원
일자	2019.1.18	2019.2.26	2019.4.1	2019.5.7	2019.5.21	2019.7.30
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	370,000원	420,000원	390,000원	375,000원	350,000원	330,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2018.04.02	600,000원	418,932원	447,000원	-30.18	-25.5
	2018.05.03	570,000원	379,462원	406,000원	-33.43	-28.77
	2018.06.14	530,000원	343,060원	369,500원	-35.27	-30.28
	2018.08.13	480,000원	318,925원	347,000원	-33.56	-27.71
	2018.09.11	450,000원	281,286원	290,500원	-37.49	-35.44
	2018.10.04	400,000원	274,831원	295,500원	-31.29	-26.13
	2019.01.18	370,000원	302,313원	331,000원	-18.29	-10.54
	2019.02.26	420,000원	295,870원	329,500원	-29.55	-21.55
	2019.04.01	390,000원	288,125원	307,500원	-26.12	-21.15
	2019.05.07	375,000원	263,600원	271,000원	-29.71	-27.73
	2019.05.21	350,000원	254,418원	270,500원	-27.31	-22.71
	2019.07.30	330,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 19일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

한화케미칼 (009830)



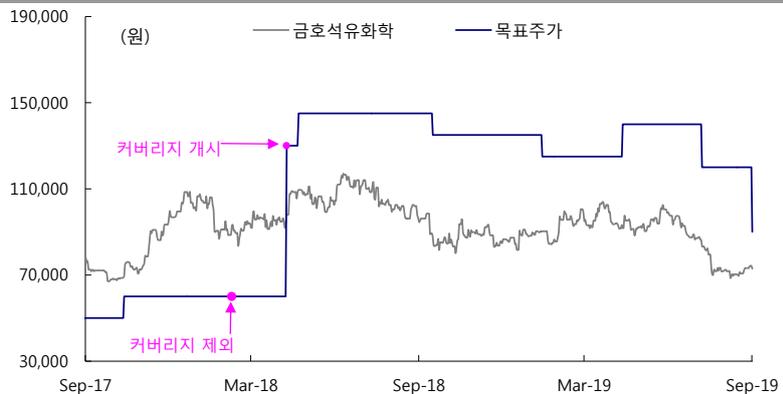
일자	커버리지	2018.11.29	2019.1.16	2019.2.21	2019.8.8
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		25,000원	28,000원	32,000원	26,000원

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2018.11.29	25,000원	19,929원	21,550원	-20.28	-13.8
실제주가	2019.01.16	28,000원	21,820원	23,200원	-22.07	-17.14
괴리율	2019.02.21	32,000원	21,615원	23,800원	-32.45	-25.63
	2019.08.08	26,000원	-	-	-	-

* 괴리를 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 9월 19일)

** 괴리를 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

금호석유 (011780)



일자	2017.11.1	2018.3.2	커버리지	2018.4.30	2018.5.14	2018.10.4
투자의견	REDUCE	커버리지	개시	BUY	BUY	BUY
목표주가	60,000원	제외		130,000원	145,000원	135,000원
일자	2019.2.7	2019.5.2	2019.7.30	2019.9.23		
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD		
목표주가	125,000원	140,000원	120,000원	90,000원		

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2017.11.01	60,000원	92,543원	108,500원	54.24	80.83
실제주가	2018.04.30	130,000원	108,313원	109,500원	-16.68	-15.77
괴리율	2018.05.14	145,000원	105,021원	117,000원	-27.57	-19.31
	2018.10.04	135,000원	87,633원	95,900원	-35.09	-28.96
	2019.02.07	125,000원	94,784원	104,000원	-24.17	-16.8
	2019.05.02	140,000원	92,944원	102,500원	-33.61	-26.79
	2019.07.30	120,000원	72,729원	82,300원	-39.39	-31.42
	2019.09.23	90,000원	-	-	-	-

* 괴리를 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 9월 19일)

** 괴리를 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

대한유화 (006650)



일자	커버리지 개시	2017.11.14	2018.3.2	커버리지 개시	2018.4.2	2018.6.7
투자의견	개시	BUY	커버리지 제외	개시	BUY	BUY
목표주가		400,000원			370,000원	350,000원
일자	2018.7.26	2018.8.13	2018.9.11	2018.10.4	2018.11.14	2018.12.10
투자의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	BUY
목표주가	330,000원	315,000원	250,000원	230,000원	200,000원	200,000원
일자	2019.1.29	2019.4.1	2019.5.21			
투자의견	BUY	BUY	BUY			
목표주가	235,000원	210,000원	175,000원			

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2017.11.14	400,000원	287,516원	342,000원	-28.12	-14.5
실제주가 괴리율	2018.04.02	370,000원	267,818원	301,000원	-27.62	-18.65
	2018.06.07	350,000원	247,279원	272,000원	-29.35	-22.29
	2018.07.26	330,000원	240,875원	251,000원	-27.01	-23.94
	2018.08.13	315,000원	225,800원	249,000원	-28.32	-20.95
	2018.09.11	250,000원	184,357원	192,000원	-26.26	-23.2
	2018.10.04	230,000원	163,056원	175,500원	-29.11	-23.7
	2018.11.14	200,000원	157,902원	172,000원	-21.05	-14
	2019.01.29	235,000원	168,513원	184,000원	-28.29	-21.7
	2019.04.01	210,000원	154,221원	166,500원	-26.56	-20.71
	2019.05.21	175,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 19일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

OCI (010060)



일자	2017.11.2	2018.3.2	커버리지	2018.4.25	2018.6.14	2018.7.26
투자의견	HOLD	커버리지	개시	BUY	BUY	커버리지
목표주가	120,000원	제외		210,000원	135,000원	제외
일자	커버리지	2019.7.02	2019.9.23			
투자의견	개시	BUY	HOLD			
목표주가		120,000원	88,000원			

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2017.11.02	120,000원	148,653원	186,500원	23.88	55.42
실제주가	2018.04.25	210,000원	144,532원	164,500원	-31.18	-21.67
괴리율	2018.06.14	135,000원	100,570원	120,500원	-25.5	-10.74
	2019.07.02	120,000원	76,685원	96,300원	-36.1	-19.75
	2019.09.23	88,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 19일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

SKC (011790)



일자	커버리지	2018.6.21	2018.11.14	2019.4.1	2019.7.30	2019.9.23
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		55,000원	50,000원	47,000원	51,000원	55,000원

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2018.06.21	55,000원	42,042원	47,350원	-23.56	-13.91
실제주가	2018.11.14	50,000원	37,292원	42,100원	-25.42	-15.8
괴리율	2019.04.01	47,000원	36,348원	44,100원	-22.66	-6.17
	2019.07.30	51,000원	43,490원	46,900원	-14.73	-8.04
	2019.09.23	55,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 19일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

코오롱인더 (120110)



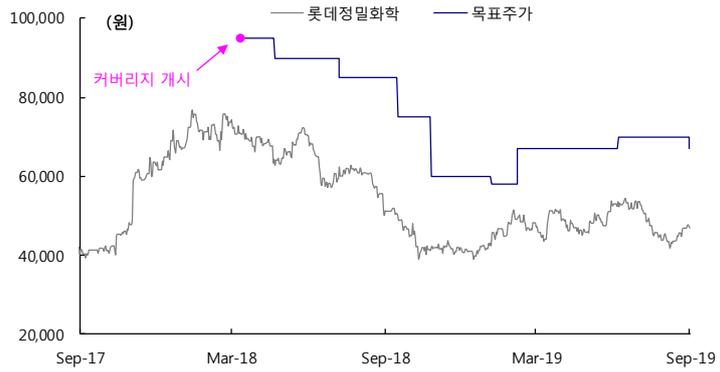
일자	커버리지	2018.5.14	2018.8.10	2018.11.14	2019.2.20	2019.4.1
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		87,000원	83,000원	80,000원	75,000원	70,000원
일자		2019.5.14	2019.8.12			
투자의견		BUY	BUY			
목표주가		65,000원	58,000원			

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2018.05.14	87,000원	64,489원	74,000원	-25.87	-14.94
실제주가 괴리율	2018.08.10	83,000원	61,539원	70,000원	-25.86	-15.66
	2018.11.14	80,000원	55,636원	61,300원	-30.46	-23.38
	2019.02.20	75,000원	52,578원	55,800원	-29.9	-25.6
	2019.04.01	70,000원	48,212원	51,300원	-31.13	-26.71
	2019.05.14	65,000원	42,452원	47,950원	-34.69	-26.23
	2019.08.12	58,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 19일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

롯데정밀화학 (004000)



일자	커버리지	2018.4.2	2018.5.14	2018.7.27	2018.10.4	2018.11.14
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		95,000원	90,000원	85,000원	75,000원	60,000원
일자		2019.1.25	2019.2.26	2019.6.27	2019.9.23	
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	
목표주가		58,000원	67,000원	70,000원	67,000원	

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2018.04.02	95,000원	68,346원	71,900원	-28.06	-24.32
실제주가 괴리율	2018.05.14	90,000원	64,227원	72,300원	-28.64	-19.67
	2018.07.27	85,000원	57,918원	62,800원	-31.86	-26.12
	2018.10.04	75,000원	43,989원	48,950원	-41.35	-34.73
	2018.11.14	60,000원	41,670원	43,750원	-30.55	-27.08
	2019.01.25	58,000원	47,332원	51,500원	-18.39	-11.21
	2019.02.26	67,000원	48,538원	53,800원	-27.56	-19.7
	2019.06.27	70,000원	48,234원	54,400원	-31.09	-22.29
	2019.09.23	67,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 19일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

효성화학 (298000)



일자	커버리지	2018.7.31	2018.8.13	2018.10.4	2018.10.31	2019.01.11
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		220,000원	235,000원	220,000원	200,000원	220,000원

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2018.07.31	220,000원	172,722원	187,500원	-21.49	-14.77
실제주가 괴리율	2018.08.13	235,000원	168,691원	197,500원	-28.22	-15.96
	2018.10.04	220,000원	130,559원	139,500원	-40.66	-36.59
	2018.10.31	200,000원	140,143원	150,500원	-29.93	-24.75
	2019.01.11	220,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 19일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

승원산업 (004430)



일자	커버리지	2018.7.3	2018.11.14	2019.1.7	2019.9.23
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		34,000원	26,000원	28,000원	27,000원

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2018.07.03	34,000원	23,428원	27,950원	-31.09	-17.79
실제주가	2018.11.14	26,000원	18,813원	19,900원	-27.64	-23.46
괴리율	2019.01.07	28,000원	20,271원	24,200원	-27.6	-13.57
	2019.09.23	27,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 19일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 www.ktb.co.kr

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대릉서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.