

화학업종 (Neutral)

3Q19 Review: 다운스트림 업체는 실적 호전

► Issue

화학업종 3Q19 실적 Review 및 투자판단 점검

► Pitch

이번 3Q 어닝 시즌에는 코오롱인더, 효성티앤씨, 효성화학, 롯데정밀 등 다운스트림 업체 중심 실적 호전. 업스트림은 일부 개선 불구 지속성 여부 불투명. 반면 다운스트림 중에서 업황 턴어라운드 가능한 종목군은 내년에도 실적 호조세 유지 전망. 관심 확대 필요

► Rationale

- 코오롱인더: 산업자재와 필름 등으로 컨센 강화. 내년 아라미드, 타이어코드, CPI 필름 (폴더블폰) 등을 중심으로 성장성 및 증익 추세 강화 전망
- 금호석유: 폐놀유도체 실적 부진 심화. 합성고무도 연말까지 재고 부담. 다만 내년에는 저가 원료 투입 및 고부가(NB라텍스) 판매 확대로 합성고무 중심 실적 회복 예상
- 대한유화: 3Q 실적 양호했으나 4Q부터 판가 급락 영향권. 내년 중국 신증설 부담
- 롯데정밀: 중국 ECH의 대규모 가동중단 수혜는 연말까지 지속 전망될 듯. 배당률 관심
- 송원산업: 북미 등 판매량 둔화 속 고정비 상승으로 이익 급감. 컨센 큰 폭 하회. 올해 개선 어려울 듯. 다만 내년 전방업체 재고 확충 수요로 회복 예상. 신규 제품 확대 전망
- 효성화학: LPG 약세로 3Q 실적 호전. 4Q는 판가 약세 및 원가 상승 영향 예상
- 휴켄스: 3Q 전방업체 가동률 상승 및 배출권 현물(고가) 판매 증대로 실적 호전

(단위: 원, 십억원)

회사명	금호석유	대한유화	롯데정밀화학	코오롱인더	송원산업	효성화학	휴켄스
코드	(011780)	(006650)	(004000)	(120110)	(004430)	(298000)	(069260)
투자의견	BUY 상향	HOLD 하향	BUY 유지	BUY 유지	BUY 유지	BUY 유지	BUY 유지
목표주가	95,000 상향	140,000 하향	65,000 하향	67,000 유지	22,000 하향	220,000 유지	28,000 유지
상승여력%	30.0	16.7	41.6	34.0	38.8	37.5	27.6
잠정실적 (3Q19P)							
매출액	1,220.0	587.0	324.7	1,067.2	208.4	455.9	177.8
영업이익	68.7	60.8	51.4	51.5	14.0	55.1	36.0
순이익	47.6	49.3	48.7	15.7	7.3	36.6	27.4
컨센서스							
매출액	1,264.8	547.4	352.5	1,102.5	230.4	474.8	177.2
영업이익	78.6	50.0	51.5	40.9	26.1	54.9	33.2
순이익	60.7	43.2	47.0	18.7	18.7	31.8	23.3
컨센서스 대비							
매출액	-3.5	7.2	-7.9	-3.2	-9.6	-4.0	0.4
영업이익	-12.6	21.6	-0.2	26.0	-46.2	0.3	8.3
순이익	-21.6	14.1	3.7	-16.0	-61.0	15.2	17.5
전년동기 대비 (YoY, %)							
매출액	-15.9	-9.0	-5.7	-5.8	1.9	-7.3	-11.8
영업이익	-54.5	-30.6	5.0	133.9	-19.3	51.7	-9.2
순이익	-61.2	-33.6	-11.0	흑전	-44.3	56.6	-14.6
전분기 대비 (QoQ, %)							
매출액	-6.0	45.1	-1.7	-7.1	-4.6	-6.6	17.4
영업이익	-50.6	흑전	-1.5	-16.3	-39.7	11.0	31.3
순이익	-57.0	흑전	21.8	3.4	-43.1	27.9	32.2

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

금호석유화학 (011780)

3Q19 Review: 페놀유도체 등 부진. 내년 합성고무/수지 중심 회복 예상

Investment Point

- 3Q 매출 1.22조원, OP 687억원으로 시장 컨센 하회
- 합성고무와 합성수지는 미중 무역분쟁 등에 따른 전방 수요 부진으로 전분기대비 감익. 특히 페놀유도체는 수요 침체로 페놀공장 가동률이 70% 수준에 머물면서 적자 전환. 에너지 부문도 SMP(계통가격) 약세로 QoQ 감익 시현. 4Q19에도 페놀 부진 지속 예상되며 합성고무/수지도 판가, 원료가 동반 약세 속 고가 재고 부담으로 전체 회복 어려울 듯
- 다만 내년에는 원료가 약세 효과 및 고마진 특수고무 판매 비중 확대로 합성고무 중심 실적 반등 예상. 하반기 완공한 NB라텍스(15만톤)의 점진 가동률 상승으로 동 제품의 이익 기여도 높아질 듯(내년 상반기말 풀 가동 목표). 범용고무(SBR/BR)와 NB라텍스 CAPA 규모 비슷. 향후 합성고무 이익률은 구조적 레벨업 가능성. 특히 내년에 BD는 중국 중심 신증설(+100만톤) 과다로 약세 예상되어, 이를 원료로 사용하는 동사 유리
- 잉여FCF와 별도 실적 개선세 감안하면 배당확대 여력 충분. 12월 배당정책 확정 계획
- 자사주(18.4%) 등 감안한 밸류에이션은 저평가 판단. 금년 하반기 실적 부진은 주가에 기 반영 판단되어 투자의견(Buy)과 TP(9.5만원) 상향 조정

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	HOLD	상향
목표주가	95,000	90,000	상향
Earnings			상향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	5.4	7.0	7.5
PBR(배)	1.3	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	5.3	5.3	5.5
배당수익률(%)	1.5	2.7	2.7

Fig. 01: 금호석유 3Q19 Review

(단위 : 십억원)

	회사 실적			당사 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(P)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)
매출액	1,220.0	1,199.1	1.7	1,450.6	(15.9)	1,297.2	(6.0)	1,264.8	(3.5)		
영업이익	68.7	79.8	(13.9)	151.0	(54.5)	138.9	(50.6)	78.6	(12.6)		
순이익	47.6	73.6	(35.3)	122.5	(61.2)	110.7	(57.0)	60.7	(21.6)		
이익률(%)											
영업이익	5.6	6.7		10.4		10.7		6.2			
순이익	3.9	6.1		8.4		8.5		4.8			
이익률 차이(%P)											
영업이익		(1.0)		(4.8)		(5.1)		(0.6)			
순이익		(2.2)		(4.5)		(4.6)		(0.9)			

Note: K-IFRS 연결

Source: 금호석유, KTB투자증권

Fig. 02: 금호석유 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%, %P)			
	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09
매출액	1,140.9	1,198.2	1,192.0	1,213.8	1,143.6	1,200.0	1,192.1	1,210.1	0.2	0.2	0.0	(0.3)
영업이익	62.1	75.2	80.1	90.0	65.1	90.4	89.9	90.8	4.9	20.3	12.2	0.9
영업이익률(%)	5.4	6.3	6.7	7.4	5.7	7.5	7.5	7.5	0.3	1.3	0.8	0.1
EBITDA	114.8	128.0	133.1	143.1	117.8	143.2	142.9	143.9	2.6	11.9	7.4	0.6
EBITDA이익률(%)	10.1	10.7	11.2	11.8	10.3	11.9	12.0	11.9	0.2	1.3	0.8	0.1
순이익	48.4	62.8	65.1	71.8	50.6	74.1	72.3	72.4	4.6	17.9	11.1	0.8

Note: K-IFRS 연결

Source: 금호석유, KTB투자증권

Fig. 03: 금호석유의 부문별 실적 추정

(단위 : 억원)

(억원, %)	(분기실적)												<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액 (QoQ, YoY)	13,399.2	14,418.0	14,505.7	13,526.2	12,750.6	12,971.8	12,199.7	11,435.7	12,000.4	11,920.6	12,101.3	12,261.1	55,849	49,358	48,284
	10.5%	7.6%	0.6%	-6.8%	-5.7%	1.7%	-6.0%	-6.3%	4.9%	-0.7%	1.5%	1.3%	10.3%	-11.6%	-2.2%
합성고무	4,745.0	5,166.0	5,395.0	4,848.0	4,773.0	4,999.0	4,858.0	4,542.4	4,796.0	4,891.9	4,989.7	5,114.5	20,154	19,172	19,792
합성수지	2,996.0	3,241.0	3,207.0	2,813.0	2,882.0	3,116.0	2,921.0	2,815.3	2,845.1	2,799.2	2,764.9	2,775.7	12,257	11,734	11,185
에너지/정밀화학	1,496.0	1,482.0	1,368.0	1,530.0	1,432.0	1,277.0	1,353.0	1,468.8	1,446.3	1,289.8	1,366.5	1,410.0	5,876	5,531	5,513
페놀유도체(금호P&B)	4,162.0	4,529.0	4,536.0	4,335.0	3,664.0	3,579.0	3,068.0	2,609.2	2,913.0	2,939.7	2,980.2	2,960.9	17,562	12,920	11,794
영업이익 (QoQ, YoY)	1,658	1,535	1,510	843	1,442	1,389	687	651	904	899	908	1,031	5,542	4,169	3,742
	74.7%	-7.4%	-1.7%	-44.1%	71.0%	-9.5%	-50.6%	-5.2%	38.9%	-0.6%	1.0%	13.5%	111.0%	-24.8%	-10.2%
합성고무	336.9	427.7	280.5	53.3	498.3	599.9	436.2	331.6	479.6	538.1	538.9	537.0	1,110	1,866	2,094
합성수지	242.7	162.1	102.6	-83.5	182.7	191.6	84.7	81.6	113.8	126.0	118.9	111.0	409	541	470
에너지/정밀화학	403.9	251.9	355.7	430.4	395.9	268.2	215.1	315.8	339.9	232.2	232.3	338.4	1,442	1,195	1,143
페놀유도체(금호P&B)	674.2	692.9	771.1	439.1	362.7	329.3	-46.0	-78.3	-29.1	2.9	17.9	44.4	2,577	568	36
영업이익률	12.4%	10.6%	10.4%	6.2%	11.3%	10.7%	5.6%	5.7%	7.5%	7.5%	7.5%	8.4%	9.9%	19.2%	17.9%
	7.1%	8.3%	5.2%	1.1%	10.4%	12.0%	9.0%	7.3%	10.0%	11.0%	10.8%	10.5%	5.5%	9.7%	10.6%
합성고무	8.1%	5.0%	3.2%	-3.0%	6.3%	6.2%	2.9%	2.9%	4.0%	4.5%	4.3%	4.0%	3.3%	4.6%	4.2%
에너지/정밀화학	27.0%	17.0%	26.0%	28.1%	27.7%	21.0%	15.9%	21.5%	23.5%	18.0%	17.0%	24.0%	24.5%	21.6%	20.7%
페놀유도체(금호P&B)	16.2%	15.3%	17.0%	10.1%	9.9%	9.2%	-1.5%	-3.0%	-1.0%	0.1%	0.6%	1.5%	14.7%	4.4%	0.3%

Source: 금호석유화학, KTB투자증권

Fig. 04: 금호석유 12MF PBR Band



Source: 금호석유화학, KTB투자증권

Fig. 05: 금호석유 12MF PER Band



Source: 금호석유화학, KTB투자증권

재무제표 (금호석유 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,332.7	1,348.7	1,404.6	1,332.4	1,408.1
현금성자산	250.3	200.0	285.1	92.3	157.9
매출채권	620.9	667.0	676.7	765.9	767.0
재고자산	426.8	471.6	433.3	464.6	473.6
비유동자산	3,247.1	3,268.0	3,304.7	3,366.8	3,417.5
투자자산	792.0	888.2	923.5	961.0	1,000.0
유형자산	2,440.3	2,365.6	2,368.2	2,394.8	2,408.0
무형자산	14.9	14.3	12.9	11.0	9.5
자산총계	4,579.8	4,616.7	4,709.3	4,699.2	4,825.7
유동부채	1,913.9	1,758.9	1,660.4	1,397.4	1,209.3
매입채무	562.2	493.6	488.8	524.0	534.2
유동성이자부채	1,233.2	1,085.3	996.4	696.4	496.4
비유동부채	709.1	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	2,090.1	1,832.7	1,650.4
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	2,207.3	2,454.7	2,763.5
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	2,619.1	2,866.5	3,175.3
투하자본	2,783.0	2,775.7	2,798.4	2,905.0	2,913.4
순차입금	1,569.8	1,257.7	1,004.2	896.9	631.4
ROA	4.8	10.9	6.9	6.4	7.7
ROE	12.6	24.0	13.0	11.1	12.1
ROIC	6.9	16.3	11.4	9.7	11.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	421.0	484.6	532.3	369.4	517.5
당기순이익	217.6	503.1	322.9	303.3	364.7
자산상각비	217.9	209.4	208.0	212.0	213.4
운전자본증감	(39.5)	(201.7)	(5.9)	(83.5)	1.7
매출채권감소(증가)	(60.7)	(49.0)	(6.2)	(89.2)	(1.1)
재고자산감소(증가)	18.8	(44.9)	38.4	(31.3)	(9.0)
매입채무증감(감소)	20.9	(82.4)	28.8	35.3	10.1
투자현금	(106.0)	(190.7)	(189.8)	(208.3)	(198.3)
단기투자자산감소	10.0	(63.3)	48.5	(2.1)	(2.1)
장기투자증권감소	(3.3)	0.0	13.3	34.5	33.1
설비투자	(106.0)	(134.1)	(248.5)	(236.6)	(225.0)
유무형자산감소	4.4	5.9	(0.1)	(0.1)	(0.1)
재무현금	(276.7)	(426.4)	(210.2)	(355.9)	(255.9)
차입금증가	(251.4)	(354.8)	(210.1)	(300.0)	(200.0)
자본증가	(22.1)	(27.3)	(36.7)	(55.9)	(55.9)
배당금지급	22.1	27.3	36.7	55.9	55.9
현금 증감	37.5	(132.6)	132.7	(194.8)	63.4
총현금흐름(Gross CF)	528.1	780.3	523.0	452.9	515.8
(-) 운전자본증가(감소)	3.3	73.4	(19.6)	83.5	(1.7)
(-) 설비투자	106.0	134.1	248.5	236.6	225.0
(+) 자산매각	4.4	5.9	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Free Cash Flow	382.5	388.0	327.3	161.1	319.3
(-) 기타투자	3.3	0.0	(13.3)	(34.5)	(33.1)
잉여현금	379.2	388.0	340.6	195.6	352.4

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,064.8	5,584.9	4,935.8	4,828.4	4,999.3
증가율 (Y-Y, %)	27.6	10.3	(11.6)	(2.2)	3.5
영업이익	262.6	554.6	416.9	374.2	448.3
증가율 (Y-Y, %)	67.2	111.2	(24.8)	(10.2)	19.8
EBITDA	480.5	764.1	624.9	586.3	661.8
영업외손익	27.2	62.3	7.6	35.6	44.4
순이자수익	(58.1)	(46.8)	(40.0)	(34.4)	(25.6)
외화관련손익	40.9	(5.8)	(1.2)	0.0	0.0
지분법손익	88.7	118.1	47.8	68.0	68.0
세전계속사업손익	289.8	616.9	424.5	409.8	492.8
당기순이익	217.6	503.1	322.9	303.3	364.7
영업이익당기순이익	213.6	491.2	322.8	303.3	364.7
증가율 (Y-Y, %)	169.5	131.1	(35.8)	(6.1)	20.2
NOPLAT	197.2	452.3	317.1	276.9	331.8
(+) Dep	217.9	209.4	208.0	212.0	213.4
(-) 운전자본투자	3.3	73.4	(19.6)	83.5	(1.7)
(-) Capex	106.0	134.1	248.5	236.6	225.0
OpFCF	305.9	454.2	296.2	168.9	321.9
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	2.0	12.4	7.5	(1.6)	(3.6)
영업이익증가율(3Yr)	12.4	50.1	38.5	12.5	(6.8)
EBITDA증가율(3Yr)	9.9	31.0	19.8	6.9	(4.7)
순이익증가율(3Yr)	35.1	60.4	58.7	11.7	(10.2)
영업이익률(%)	5.2	9.9	8.4	7.8	9.0
EBITDA마진(%)	9.5	13.7	12.7	12.1	13.2
순이익률(%)	4.3	9.0	6.5	6.3	7.3

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	7,010	16,123	10,390	9,749	11,733
BPS	54,573	69,662	77,793	85,236	94,502
DPS	1,000	1,350	2,000	2,000	2,300
Multiples(x, %)					
PER	14.2	5.4	7.0	7.5	6.2
PBR	1.8	1.3	0.9	0.9	0.8
EV/ EBITDA	9.8	5.3	5.3	5.5	4.5
배당수익률	1.0	1.5	2.7	2.7	3.1
PCR	6.3	3.7	4.7	5.4	4.7
PSR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
재무건전성 (%)					
부채비율	134.0	96.6	79.8	63.9	52.0
Net debt/Equity	80.2	53.6	38.3	31.3	19.9
Net debt/EBITDA	326.7	164.6	160.7	153.0	95.4
유동비율	69.6	76.7	84.6	95.3	116.4
이자보상배율	4.5	11.9	10.4	10.9	17.5
이자비용/매출액	1.3	1.0	1.0	0.9	0.7
자산구조					
투하자본(%)	72.8	71.8	69.8	73.4	71.6
현금+투자자산(%)	27.2	28.2	30.2	26.6	28.4
자본구조					
차입금(%)	48.2	38.3	33.0	25.7	19.9
자기자본(%)	51.8	61.7	67.0	74.3	80.1

대한유화 (006650)

3Q19 Review: 3Q 실적은 양호했으나 4Q 둔화 예상

Investment Point

- 3Q19 매출 5,870억원, OP 608억원으로 시장 컨센스 상회
- 약 한달간의 정기보수(2Q) 이후 풀 가동하면서 매출/이익 개선. 특히 기초유분(에틸렌, 프로필렌, C4-BD, BTX) 가격 반등과 환율 효과 등으로 이익은 예상치 상회
- 하지만 9월 이후 재차 주요 제품가격이 뚜렷한 하락세 시현하면서 동사 4Q 실적도 부진할 것으로 예상
- 만약 미중 무역협정이 미니딜 형식으로 타결된다면 일부 개선 요인 발생할 듯. 다만 중국 등을 중심으로 내년부터 대규모 신증설 예상되고 미국의 에틸렌 수출 여력도 늘어난다는 점 등은 부담 요인
- 한편 동사는 SM 30만톤 신증설 발표. 투자액 3천억원으로 21년말 완공 예정. 자체 생산품을 활용한 다운스트림 사업 확충
- PBR 0.5x 이하이고 재무구조 호조세(순현금 구조) 등을 감안하면 단순 저평가. 다만 내년 이익모멘텀 부재 가능성 등을 감안하여 투자 의견 및 목표가 하향 조정함

HOLD

	현재	직전	변동
투자 의견	HOLD	BUY	하향
목표주가	140,000	175,000	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	3.9	6.5	6.9
PBR(배)	0.6	0.4	0.4
EV/EBITA(배)	2.2	2.8	2.6
배당수익률(%)	2.6	3.3	3.3

Fig. 06: 대한유화 3Q19 Review

(단위 : 십억원)

	회사 잠정	당사 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(P)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)
매출액	587.0	543.9	7.9	645.0	(9.0)	404.7	45.1	547.4	7.2
영업이익	60.8	50.6	20.2	87.6	(30.6)	(15.7)	흑전	50.0	21.6
순이익	49.3	48.6	1.4	74.3	(33.6)	(11.5)	흑전	43.2	14.1
이익률(%)									
영업이익	10.4	9.3		13.6	(3.9)			9.1	
순이익	8.4	8.9		11.5	(2.8)			7.9	
이익률 차이(%P)									
영업이익		1.1		(3.2)		14.2		1.2	
순이익		(0.5)		(3.1)		11.2		0.5	

Note: K-IFRS 연결

Source: 대한유화, KTB투자증권

Fig. 07: 대한유화 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09
매출액	539.8	563.2	563.2	563.2	548.1	545.5	552.0	548.7	1.5	(3.2)	(2.0)	(2.6)
영업이익	43.7	46.5	46.5	46.5	29.6	38.2	41.4	30.2	(32.3)	(17.8)	(10.9)	(35.1)
영업이익률(%)	8.1	8.3	8.3	8.3	5.4	7.0	7.5	5.5	(2.7)	(1.3)	(0.8)	(2.8)
EBITDA	77.5	80.3	80.4	80.5	64.4	73.2	76.7	65.8	(17.0)	(8.8)	(4.6)	(18.2)
EBITDA이익률(%)	14.4	14.3	14.3	14.3	11.7	13.4	13.9	12.0	(2.6)	(0.8)	(0.4)	(2.3)
순이익	43.3	39.1	38.3	43.2	24.5	32.0	34.6	26.3	(43.4)	(18.1)	(9.5)	(39.1)

Note: K-IFRS 연결

Source: 대한유화, KTB투자증권

Fig. 08: 대한유화의 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

(십억원, %)	<분기실적>												<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	613	653	645	643	516	405	587	548	545	552	549	548	2,554	2,056	2,194
(QoQ.YoY)	3.0%	6.5%	-1.2%	-0.3%	-19.7%	-21.6%	45.1%	-6.6%	-0.5%	1.2%	-0.6%	-0.1%	43.5%	-19.5%	6.7%
영업이익	104	108	88	19	57	-16	61	30	38	41	30	25	319	132	134
(QoQ.YoY)	-0.3%	4.3%	-19.1%	-78.1%	196.3%	-127.6%	-487.2%	-51.3%	29.0%	8.4%	-27.1%	-18.3%	12.2%	-58.7%	2.1%
영업이익률	16.9%	16.6%	13.6%	3.0%	11.0%	-3.9%	10.4%	5.4%	7.0%	7.5%	5.5%	4.5%	12.5%	6.4%	6.1%

Source: 대한유화, KTB투자증권

Fig. 09: 대한유화 12MF PBR Band



Source: 대한유화, KTB투자증권

Fig. 010: 대한유화 12MF PER Band



Source: 대한유화, KTB투자증권

재무제표 (대한유화 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	411.7	428.7	569.8	611.4	649.9
현금성자산	9.7	53.7	101.8	113.2	148.4
매출채권	223.0	201.7	222.2	252.3	254.0
재고자산	174.2	167.6	240.3	240.3	241.9
비유동자산	1,558.9	1,555.2	1,564.5	1,616.0	1,675.1
투자자산	164.0	167.4	171.9	178.9	186.2
유형자산	1,389.2	1,381.4	1,386.8	1,431.4	1,483.2
무형자산	5.7	6.4	5.8	5.7	5.7
자산총계	1,970.6	1,983.9	2,134.3	2,227.5	2,325.1
유동부채	260.2	134.8	174.9	175.6	176.9
매입채무	111.2	60.8	102.1	102.1	102.8
유동성이자부채	80.0	5.0	5.0	5.0	5.0
비유동부채	237.2	148.0	169.6	174.3	179.2
비유동이자부채	141.5	51.0	53.6	53.6	53.6
부채총계	497.4	282.8	344.4	349.9	356.1
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	1,490.4	1,578.1	1,669.4
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	1,789.9	1,877.6	1,968.9
투하자본	1,545.0	1,558.3	1,597.8	1,668.2	1,718.0
순차입금	211.8	2.3	(43.2)	(54.6)	(89.8)
ROA	11.5	13.0	5.8	5.2	5.2
ROE	15.5	16.2	6.9	6.2	6.1
ROIC	15.6	15.7	6.8	6.2	6.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	227.9	350.9	222.6	224.9	261.1
당기순이익	280.1	336.4	124.0	113.8	117.3
자산상각비	95.1	135.5	135.1	141.9	146.8
운전자본증감	(79.9)	(61.1)	(3.3)	(29.5)	(1.9)
매출채권감소(증가)	(36.9)	19.4	(21.4)	(30.1)	(1.7)
재고자산감소(증가)	(36.0)	(5.2)	(70.2)	(0.1)	(1.6)
매입채무증가(감소)	2.3	(59.4)	52.9	0.0	0.7
투자현금	(306.3)	(116.6)	(149.8)	(187.5)	(199.9)
단기투자자산감소	10.0	0.2	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	2.0	0.0	0.0	(0.1)	(0.3)
설비투자	(318.3)	(125.8)	(161.0)	(186.5)	(198.7)
유무형자산감소	(0.3)	9.6	11.8	0.0	0.0
재무현금	1.1	(190.2)	(24.7)	(26.0)	(26.0)
차입금증가	35.0	(165.5)	0.0	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	48.1	11.4	35.2
총현금흐름(Gross CF)	385.1	484.0	263.1	254.4	263.1
(-) 운전자본증가(감소)	81.0	23.4	53.0	29.5	1.9
(-) 설비투자	318.3	125.8	161.0	186.5	198.7
(+) 자산매각	(0.3)	9.6	11.8	0.0	0.0
Free Cash Flow	(1.1)	306.3	110.0	37.4	61.2
(-) 기타투자	(2.0)	0.0	(0.0)	0.1	0.3
잉여현금	0.9	306.3	110.1	37.3	60.9

자료: KTB 투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,779.4	2,554.0	2,056.1	2,194.4	2,207.3
증가율 (Y-Y, %)	11.5	43.5	(19.5)	6.7	0.6
영업이익	284.2	318.8	131.6	134.4	139.0
증가율 (Y-Y, %)	(17.1)	12.2	(58.7)	2.1	3.4
EBITDA	379.3	454.3	266.7	276.3	285.9
영업외손익	(4.1)	17.6	16.5	16.3	16.3
순이자소득	(3.0)	(1.7)	1.4	2.8	2.8
외화관련손익	(2.6)	(0.5)	0.5	0.0	0.0
지분법손익	7.4	8.4	7.1	6.0	6.0
세전계속사업손익	280.1	336.4	148.1	150.7	155.4
당기순이익	214.5	257.4	120.2	113.8	117.3
영업이익당기순이익	214.3	257.4	120.2	113.8	117.3
증가율 (Y-Y, %)	(21.4)	20.0	(53.3)	(5.3)	3.1
NOPLAT	217.6	244.0	106.8	101.5	105.0
(+) Dep	95.1	135.5	135.1	141.9	146.8
(-) 운전자본투자	81.0	23.4	53.0	29.5	1.9
(-) Capex	318.3	125.8	161.0	186.5	198.7
OpFCF	(86.6)	230.3	27.9	27.3	51.2
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	(4.7)	13.9	8.8	7.2	(4.7)
영업이익증가율(3Yr)	59.6	5.5	(27.3)	(22.1)	(24.2)
EBITDA증가율(3Yr)	53.7	10.7	(13.2)	(10.0)	(14.3)
순이익증가율(3Yr)	49.8	8.6	(23.9)	(19.1)	(23.0)
영업이익률(%)	16.0	12.5	6.4	6.1	6.3
EBITDA마진(%)	21.3	17.8	13.0	12.6	13.0
순이익률(%)	12.1	10.1	5.8	5.2	5.3

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	32,972	39,602	18,488	17,501	18,049
BPS	225,773	260,720	274,475	287,982	302,038
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Multiples(x, %)					
PER	8.0	3.9	6.5	6.9	6.6
PBR	1.2	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/ EBITDA	5.1	2.2	2.8	2.6	2.4
배당수익률	1.5	2.6	3.3	3.3	3.3
PCR	4.4	2.1	3.0	3.1	3.0
PSR	1.0	0.4	0.4	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	33.8	16.6	19.2	18.6	18.1
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	325.9	348.3	367.4
이자보상배율	93.8	189.6	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.1	0.0	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	89.9	87.6	85.4	85.1	83.7
현금+투자자산(%)	10.1	12.4	14.6	14.9	16.3
자본구조					
차입금(%)	13.1	3.2	3.2	3.0	2.9
자기자본(%)	86.9	96.8	96.8	97.0	97.1

롯데정밀화학 (004000)

3Q19 Review: ECH, 셀룰로스 기여도 확대

Investment Point

- 3Q19 매출 3,247억원, OP 514억원으로 시장 예상치 부합
- ECH 및 셀룰로스 기여도 확대, 환율(원화 약세) 효과 등으로 전기료 등 코스트 상승 불구 3분기 실적 개선. ECH는 중국업체 가동 중단에 따른 역대 수급 타이트로 가격이 강세를 보였고, 국내 에폭시수지 신증설 등으로 판매 물량도 견조. 셀룰로스제품(메셀로스, 헤셀로스)도 CAPA 확대 후 마케팅 강화로 실적 개선세 지속. 가성소다는 PVC 호조로 공급량 같이 늘면서 국제가 약세
- ECH는 중국 국경절 이후 예정되어 있던 Shandong Haili(13만톤) 등 재가동이 연말 이후로 연기되면서 최근 재차 가격 강세. 따라서 4분기 실적도 전년대비 견조한 수준 기록할 것으로 추정
- 배당수익률 높은 편이고 현금흐름 양호. 기존 투자의견 유지

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	65,000	67,000	하향
Earnings			유지

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	4.9	6.7	6.0
PBR(배)	0.8	0.8	0.7
EV/EBITA(배)	2.8	3.0	2.7
배당수익률(%)	4.1	4.0	4.4

Fig. 011: 롯데정밀화학 3Q19 Review

(단위 : 십억원)

	회사 실적			당사 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(P)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)
매출액	324.7	338.9	(4.2)	344.5	(5.7)	330.2	(1.7)	352.5	(7.9)		
영업이익	51.4	54.1	(5.1)	48.9	5.0	52.2	(1.5)	51.5	(0.2)		
순이익	48.7	54.6	(10.8)	54.7	(11.0)	40.0	21.8	47.0	3.7		
이익률(%)											
영업이익	15.8	16.0		14.2		15.8		14.6			
순이익	15.0	16.1		15.9		12.1		13.3			
이익률 차이(%P)											
영업이익		(0.1)		1.6		0.0		1.2			
순이익		(1.1)		(0.9)		2.9		1.7			

Note: K-IFRS 연결

Source: 롯데정밀화학, KTB투자증권

Fig. 012: 롯데정밀화학 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09
매출액	317.5	346.6	346.6	346.6	331.3	322.5	332.2	338.4	4.4	(7.0)	(4.2)	(2.4)
영업이익	40.7	49.5	49.5	49.5	44.2	44.2	49.9	51.8	8.5	(10.8)	0.7	4.5
영업이익률(%)	12.8	14.3	14.3	14.3	13.3	13.7	15.0	15.3	0.5	(0.6)	0.7	1.0
EBITDA	62.4	71.6	71.9	72.2	65.9	66.2	72.2	74.4	5.6	(7.5)	0.3	2.9
EBITDA이익률(%)	19.7	20.7	20.7	20.8	19.9	20.5	21.7	22.0	0.2	(0.1)	1.0	1.1
순이익	45.0	51.0	52.0	51.1	47.7	45.3	50.7	51.4	5.9	(11.1)	(2.6)	0.6

Note: K-IFRS 연결

Source: 롯데정밀화학, KTB투자증권

Fig. 013: 롯데정밀화학의 부문별 실적 추정

(단위 : 억원)

(억원, %)	<분기실적>												<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	3,358	3,554	3,445	3,360	3,266	3,302	3,247	3,313	3,225	3,322	3,384	3,362	13,717	13,128	13,293
(QoQ.YoY)	39.6%	5.9%	-3.1%	-2.5%	-2.7%	1.1%	-1.7%	2.0%	-1.3%	3.0%	1.9%	-0.7%	18.3%	-4.3%	1.3%
염소계열	1,236	1,347	1,298	1,146	1,115	1,188	1,254	1,210	1,162	1,135	1,176	1,109	5,027	4,767	4,582
셀룰로오스계열	683	760	809	742	716	880	914	882	786	975	1,013	970	2,994	3,392	3,744
암모니아계열	1,177	1,201	1,122	1,235	1,205	1,026	982	983	1,042	974	956	1,042	4,735	4,196	4,016
전자재료계열	262	246	216	237	230	208	239	238	235	238	239	240	961	915	952
영업이익	498	731	489	389	377	522	514	442	442	499	518	487	2,107	1,854	1,946
(QoQ.YoY)	90.6%	47.0%	-33.1%	-20.4%	-24.3%	38.5%	-1.5%	-14.1%	0.1%	12.9%	3.8%	-6.0%	89.6%	-12.0%	5.0%
영업이익률	14.8%	20.6%	14.2%	11.6%	11.5%	15.8%	15.8%	13.3%	13.7%	15.0%	15.3%	14.5%	15.4%	14.1%	14.6%

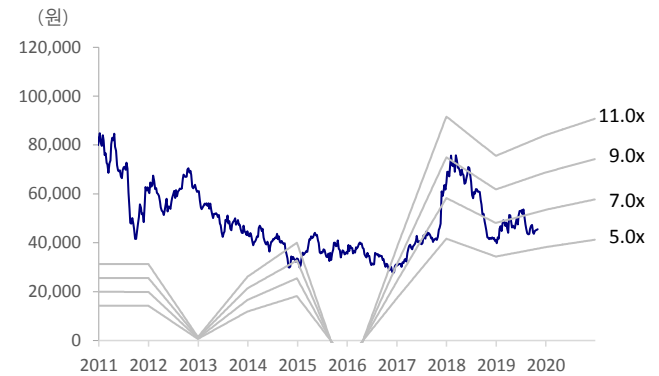
Source: 롯데정밀화학, KTB투자증권

Fig. 014: 롯데정밀 12MF PBR Band



Source: 롯데정밀, KTB투자증권

Fig. 015: 롯데정밀 12MF PER Band



Source: 롯데정밀, KTB투자증권

재무제표 (롯데정밀화학 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	697.0	716.4	856.8	916.2	994.8
현금성자산	357.8	317.6	457.7	503.8	569.7
매출채권	190.6	219.8	228.7	239.5	247.0
재고자산	138.6	172.0	163.4	165.8	171.0
비유동자산	944.3	983.7	1,011.5	1,105.2	1,194.1
투자자산	221.1	255.9	247.9	298.4	343.1
유형자산	708.1	702.0	740.1	787.0	834.3
무형자산	15.1	25.8	23.5	19.8	16.7
자산총계	1,641.3	1,700.0	1,868.3	2,021.4	2,188.8
유동부채	354.6	228.5	263.3	266.5	272.3
매입채무	116.2	120.6	146.4	148.5	153.2
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	356.4	360.2	366.5
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	1,079.9	1,229.2	1,390.4
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	1,511.8	1,661.2	1,822.4
투하자본	900.7	887.5	912.8	966.2	1,017.6
순차입금	(76.8)	(236.4)	(368.0)	(414.1)	(480.0)
ROA	5.6	12.9	9.9	10.1	10.1
ROE	7.7	16.7	12.3	12.4	12.2
ROIC	9.5	18.4	15.5	16.0	16.7

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	177.8	270.5	252.0	217.3	240.8
당기순이익	89.2	214.9	177.2	197.1	212.8
자산상각비	75.6	81.0	86.2	89.7	94.5
운전자본증감	(11.6)	(55.5)	37.9	(10.0)	(7.0)
매출채권감소(증가)	(18.9)	(24.9)	65.0	(10.7)	(7.5)
재고자산감소(증가)	0.7	(32.0)	8.1	(2.4)	(5.2)
매입채무증가(감소)	18.5	9.7	(33.0)	2.2	4.6
투자현금	(242.0)	(178.0)	(135.9)	(123.4)	(123.3)
단기투자자산감소	(197.9)	(85.5)	(34.9)	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.1	0.0	19.5	10.2	16.1
설비투자	(62.9)	(96.5)	(120.2)	(132.9)	(138.7)
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)	104.5	46.1	65.9
총현금흐름(Gross CF)	194.9	300.3	212.2	227.3	247.8
(-) 운전자본증가(감소)	(41.9)	(14.3)	(26.5)	10.0	7.0
(-) 설비투자	62.9	96.5	120.2	132.9	138.7
(+) 자산매각	1.7	1.4	0.1	0.0	0.0
Free Cash Flow	(58.7)	66.8	114.3	93.9	117.5
(-) 기타투자	(0.1)	0.0	(19.5)	(10.2)	(16.1)
잉여현금	(58.6)	66.8	133.8	104.1	133.5

자료: KTB 투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,159.5	1,371.7	1,312.8	1,329.3	1,386.7
증가율 (Y-Y,%)	4.4	18.3	(4.3)	1.3	4.3
영업이익	111.1	210.7	185.4	194.6	214.8
증가율 (Y-Y,%)	273.5	89.6	(12.0)	5.0	10.4
EBITDA	186.8	291.7	271.7	284.3	309.3
영업외손익	(0.4)	64.5	50.5	61.3	61.5
순이자수익	(3.9)	2.0	4.1	3.6	3.9
외화관련손익	(1.2)	0.5	(11.9)	0.0	0.0
지분법손익	24.4	78.8	60.7	60.0	60.0
세전계속사업손익	110.7	275.2	236.0	255.9	276.4
당기순이익	89.2	214.9	177.2	197.1	212.8
증가율 (Y-Y,%)	89.2	214.9	177.2	197.1	212.8
흑전	140.9	(17.5)	11.2	8.0	8.0
NOPLAT	89.6	164.6	139.3	149.9	165.4
(+) Dep	75.6	81.0	86.2	89.7	94.5
(-) 운전자본투자	(41.9)	(14.3)	(26.5)	10.0	7.0
(-) Capex	62.9	96.5	120.2	132.9	138.7
OpFCF	144.3	163.4	131.8	96.6	114.2
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	(1.4)	5.7	5.7	4.7	0.4
영업이익증가율(3Yr)	n/a	335.3	84.0	20.5	0.6
EBITDA증가율(3Yr)	59.6	56.7	34.6	15.0	2.0
순이익증가율(3Yr)	15.0	33.7	n/a	30.2	(0.3)
영업이익률(%)	9.6	15.4	14.1	14.6	15.5
EBITDA마진(%)	16.1	21.3	20.7	21.4	22.3
순이익률(%)	7.7	15.7	13.5	14.8	15.3

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	3,459	8,330	6,869	7,639	8,248
BPS	45,644	52,406	57,689	63,619	69,987
DPS	800	1,700	1,850	2,000	2,000
Multiples(x, %)					
PER	18.8	4.9	6.7	6.0	5.6
PBR	1.4	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/ EBITDA	8.6	2.8	3.0	2.7	2.3
배당수익률	1.2	4.1	4.0	4.4	4.4
PCR	8.6	3.5	5.6	5.2	4.8
PSR	1.4	0.8	0.9	0.9	0.9
재무건전성 (%)					
부채비율	37.6	23.4	23.6	21.7	20.1
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	325.4	343.8	365.4
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	56.4	54.6	52.7
현금+투자자산(%)	39.1	39.3	43.6	45.4	47.3
자본구조					
차입금(%)	19.1	5.6	5.6	5.1	4.7
자기자본(%)	80.9	94.4	94.4	94.9	95.3

코오롱인더 (120110)

3Q19 Review: 산업자재(아라미드) 및 필름 호조로 컨센 상회

Investment Point

- 3Q 매출 1조 672억원, OP 515억원으로 시장 컨센 상회. 패션부문의 비수기 및 YoY 적자 확대에도 불구하고 산업자재와 필름부문이 호조세를 보이며 예상치 상회
- 산업자재는 타이어코드, 에어백 등의 판매물량이 증가세 보인 가운데 글로텍 등도 매출 증가하면서 적자 축소. 특히 아라미드는 폴 생산/폴 판매 속 고부가가치의 Mix 개선으로 이익 기여도 추가 확대. 내년에도 아라미드 신증설(2월 +2,500톤), 베트남 타이어코드 폴 가동 등으로 산업자재 호조세 이어갈 전망. 아라미드 매출은 내년에 +25% 내외, OPM은 20~30% 내외 수준으로 추정
- 필름은 연초 들어서 흑자 전환된 이후 이익률(3Q 5.9%) 꾸준히 높아지고 있음. 스페셜티(MLCC/태양광/편광판용) 비중 확대 속 원료가(PET칩) 하향 안정세에 기인. CPI(폴더블폰 투명PI) 실적은 화웨이/모토로라 등의 출시 임박으로 4Q부터 본격 호전 전망. 한편 CPI 조기 판매 확대 시 추가 라인 신규 투자 단행될 듯
- 화학은 경쟁 불구 안정적인 판매 유지 중. 패션은 부진하나 4Q 성수기 효과 전망
- SKC코오롱PI 매각 시 3천억대 현금 유입 예상. 재무구조 개선 및 그룹 우려 완화 예상

BUY

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

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	23.0	13.8	8.9
PBR(배)	0.9	0.8	0.7
EV/EBITA(배)	10.5	7.6	6.8
배당수익률(%)	1.6	1.9	2.2

Fig. 016: 코오롱인더 3Q19 Review

(단위 : 십억원)

	회사잠정	당사 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(P)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)
매출액	1,067.2	1,091.4	(2.2)	1,133.1	(5.8)	1,149.1	(7.1)	1,102.5	(3.2)
영업이익	51.5	42.1	22.4	22.0	133.9	61.6	(16.3)	40.9	26.0
순이익	15.7	16.9	(7.0)	(3.9)	흑전	15.2	3.4	18.7	(16.0)
이익률(%)									
영업이익	4.8	3.9		1.9		5.4		3.7	
순이익	1.5	1.5		(0.3)		1.3		1.7	
이익률 차이(%P)									
영업이익		1.0		2.9		(0.5)		1.1	
순이익		(0.1)		1.8		0.1		(0.2)	

Note: K-IFRS 연결

Source: 코오롱인더, KTB투자증권

Fig. 017: 코오롱인더 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%P)			
	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09
매출액	1,263.7	1,113.0	1,186.7	1,125.6	1,243.5	1,113.0	1,186.7	1,100.2	(1.6)	0.0	0.0	(2.3)
영업이익	68.5	55.2	67.5	54.9	71.6	53.5	72.6	55.8	4.5	(3.0)	7.6	1.7
영업이익률(%)	5.4	5.0	5.7	4.9	5.8	4.8	6.1	5.1	0.3	(0.1)	0.4	0.2
EBITDA	120.7	107.2	119.4	106.6	124.0	105.7	124.6	107.6	2.7	(1.4)	4.4	1.0
EBITDA이익률(%)	9.6	9.6	10.1	9.5	10.0	9.5	10.5	9.8	0.4	(0.1)	0.4	0.3
순이익	32.1	36.2	41.1	33.9	42.0	30.9	43.2	31.1	31.1	(14.5)	5.0	(8.5)

Note: K-IFRS 연결

Source: 코오롱인더, KTB투자증권

Fig. 018: 코오롱인더의 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

(십억원, %)	<분기실적>												<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	1,057	1,098	1,054	1,250	1,058	1,149	1,067	1,243	1,113	1,187	1,100	1,257	4,460	4,518	4,657
산업자재	409	438	449	491	451	498	490	523	498	532	515	544	1,786	1,962	2,090
화학	237	217	224	221	189	199	200	199	193	201	201	199	900	788	795
필름/전자재료	131	140	144	143	148	153	147	150	160	163	161	165	558	598	650
패션	246	249	197	354	235	242	185	329	225	232	177	306	1,046	990	941
의류소재/기타	34	54	40	42	35	57	46	43	36	57	46	43	170	181	182
영업이익	43	57	30	36	49	62	52	72	54	73	56	75	167	233	257
산업자재	20	27	25	21	22	25	30	32	25	35	34	38	91	108	133
화학	23	21	20	20	21	21	22	19	18	20	19	18	84	82	75
필름/전자재료	-4	-3	-5	-3	4	7	9	10	8	11	11	9	-14	29	40
패션	8	13	-6	25	8	8	-11	15	5	7	-9	15	40	20	17
의류소재/기타	-3	-1	-3	-26	-5	1	2	-4	-3	1	1	-6	-34	-6	-8
영업이익률	4.1%	5.2%	2.9%	2.9%	4.6%	5.4%	4.8%	5.8%	4.8%	6.1%	5.1%	6.0%	3.7%	5.2%	5.5%
산업자재	4.8%	6.1%	5.5%	4.2%	4.8%	5.0%	6.0%	6.1%	5.1%	6.5%	6.7%	7.0%	5.1%	5.5%	6.3%
화학	9.5%	9.8%	9.1%	9.0%	10.8%	10.5%	10.9%	9.5%	9.5%	9.9%	9.5%	9.0%	9.3%	10.4%	9.5%
필름/전자재료	-2.7%	-1.8%	-3.6%	-2.2%	2.4%	4.4%	5.9%	7.0%	5.2%	6.8%	6.9%	5.8%	-2.6%	4.9%	6.2%
패션	3.4%	5.4%	-3.3%	7.0%	3.4%	3.3%	-5.8%	4.5%	2.0%	2.8%	-5.3%	4.9%	3.8%	2.0%	1.8%
의류소재/기타	-9.9%	-2.6%	-7.2%	-62.9%	-13.9%	1.9%	5.1%	-10.5%	-8.4%	0.9%	1.1%	-12.7%	-19.9%	-3.3%	-4.1%

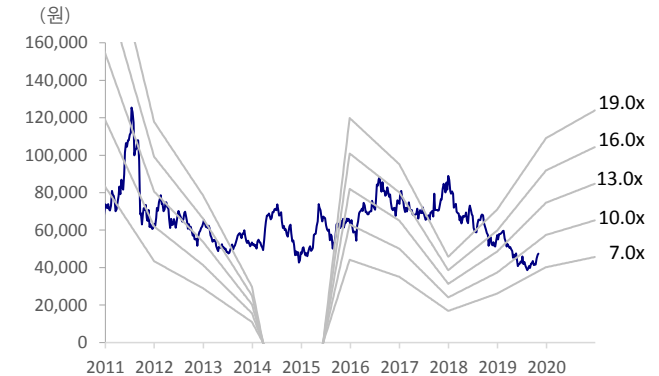
Source: 코오롱인더, KTB투자증권

Fig. 019: 코오롱인더 12MF PBR Band



Source: 코오롱인더, KTB투자증권

Fig. 020: 코오롱인더 12MF PER Band



Source: 코오롱인더, KTB투자증권

재무제표 (코오롱인더 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,094.6	1,955.2	2,135.8	2,189.5	2,303.9
현금성자산	176.7	184.3	239.3	462.9	597.7
매출채권	889.2	818.8	919.4	799.2	816.2
재고자산	799.2	875.8	904.8	854.3	816.2
비유동자산	3,567.3	3,617.6	3,429.9	3,412.6	3,403.8
투자자산	945.9	856.4	743.3	764.1	785.8
유형자산	2,444.3	2,573.5	2,500.3	2,466.1	2,439.3
무형자산	177.2	187.8	186.3	182.4	178.6
자산총계	5,661.9	5,572.9	5,565.8	5,602.1	5,707.7
유동부채	2,126.1	2,324.4	2,374.9	2,277.3	2,232.0
매입채무	689.2	639.8	619.9	620.1	592.4
유동성이자부채	1,221.0	1,438.3	1,528.0	1,428.0	1,408.0
비유동부채	1,213.4	1,040.0	968.1	975.4	983.0
비유동이자부채	889.7	829.7	777.1	777.1	777.1
부채총계	3,339.5	3,364.3	3,343.0	3,252.8	3,215.0
자본금	142.1	148.7	148.7	148.7	148.7
자본잉여금	929.6	990.5	990.2	990.2	990.2
이익잉여금	975.5	988.8	1,079.3	1,205.8	1,349.2
자본조정	33.7	(31.4)	(101.0)	(101.0)	(101.0)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,322.4	2,208.5	2,222.8	2,349.3	2,492.7
투하자본	3,454.3	3,832.3	3,775.3	3,557.4	3,524.3
순차입금	1,934.0	2,083.7	2,065.8	1,742.2	1,587.4
ROA	2.2	0.8	1.7	2.7	3.1
ROE	5.9	2.0	4.4	7.0	7.5
ROIC	4.0	1.9	4.5	5.2	5.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	276.6	341.2	215.9	536.3	377.8
당기순이익	122.7	42.9	93.0	151.9	172.5
자산상각비	201.0	206.4	224.0	207.7	205.2
운전자본증감	(144.5)	(158.8)	(94.4)	172.4	(5.0)
매출채권감소(증가)	(34.2)	26.4	(121.3)	120.2	(17.0)
재고자산감소(증가)	(32.4)	(72.7)	(33.7)	50.5	38.1
매입채무증가(감소)	33.9	20.6	66.3	0.2	(27.6)
투자현금	(498.7)	(295.9)	(37.1)	(184.3)	(190.4)
단기투자자산감소	(31.3)	(191.3)	71.9	0.0	0.0
장기투자증권감소	(2.4)	0.0	(7.1)	(14.8)	(15.7)
설비투자	(454.8)	(383.2)	(121.7)	(163.0)	(168.2)
유무형자산감소	1.8	(15.0)	(6.0)	(6.5)	(6.5)
재무현금	157.6	(36.1)	(89.0)	(128.4)	(52.6)
차입금증가	237.7	134.8	(20.4)	(100.0)	(20.0)
자본증가	(6.7)	35.0	(26.9)	(28.4)	(32.6)
배당금지급	32.4	33.0	26.9	28.4	32.6
현금 증감	(70.2)	9.6	91.4	223.6	134.8
총현금흐름(Gross CF)	435.8	436.9	378.2	363.9	382.8
(-) 운전자본증가(감소)	(14.6)	(127.9)	164.8	(172.4)	5.0
(-) 설비투자	454.8	383.2	121.7	163.0	168.2
(+) 자산매각	1.8	(15.0)	(6.0)	(6.5)	(6.5)
Free Cash Flow	(207.5)	(17.8)	246.7	352.0	187.4
(-) 기타투자	2.4	0.0	7.1	14.8	15.7
잉여현금	(209.8)	(17.8)	239.6	337.1	171.7

자료: KTB 투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	4,607.0	4,752.6	4,518.0	4,657.2	4,805.2
증가율 (Y-Y, %)	1.0	3.2	(4.9)	3.1	3.2
영업이익	198.0	144.9	233.2	257.0	281.6
증가율 (Y-Y, %)	(28.5)	(26.8)	60.9	10.2	9.6
EBITDA	399.0	351.3	457.2	464.7	486.8
영업외손익	(18.7)	(54.7)	(74.4)	(53.1)	(50.1)
순이자수익	(54.5)	(55.1)	(54.5)	(48.3)	(45.1)
외화관련손익	25.3	(11.2)	0.3	0.0	0.0
지분법손익	51.7	22.7	(3.5)	6.0	6.0
세전계속사업손익	179.3	90.3	158.8	203.9	231.6
당기순이익	122.7	42.9	93.0	151.9	172.5
지배기업당기순이익	135.1	65.0	100.8	154.9	176.0
증가율 (Y-Y, %)	(30.3)	(65.0)	116.7	63.3	13.6
NOPLAT	135.6	68.9	171.6	191.5	209.8
(+) Dep	201.0	206.4	224.0	207.7	205.2
(-) 운전자본투자	(14.6)	(127.9)	164.8	(172.4)	5.0
(-) Capex	454.8	383.2	121.7	163.0	168.2
OpFCF	(103.7)	19.9	109.1	408.5	241.8
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	(4.8)	(0.7)	(0.3)	0.4	0.4
영업이익증가율(3Yr)	5.5	(19.8)	(5.5)	9.1	24.8
EBITDA증가율(3Yr)	3.5	(9.5)	(1.3)	5.2	11.5
순이익증가율(3Yr)	45.8	n/a	(19.1)	7.4	59.0
영업이익률(%)	4.3	3.0	5.2	5.5	5.9
EBITDA마진(%)	8.7	7.4	10.1	10.0	10.1
순이익률(%)	2.7	0.9	2.1	3.3	3.6

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	5,364	2,495	3,633	5,625	6,394
BPS	70,968	64,168	64,910	69,297	74,242
DPS	1,100	900	950	1,100	1,200
Multiples(x, %)					
PER	16.6	23.0	13.8	8.9	7.8
PBR	1.3	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/ EBITDA	10.8	10.5	7.6	6.8	6.2
배당수익률	1.2	1.6	1.9	2.2	2.4
PCR	5.7	3.8	3.9	4.1	3.9
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	143.8	152.3	150.4	138.5	129.0
Net debt/Equity	83.3	94.3	92.9	74.2	63.7
Net debt/EBITDA	484.7	593.2	451.8	374.9	326.1
유동비율	98.5	84.1	89.9	96.1	103.2
이자보상배율	3.6	2.6	4.3	5.3	6.2
이자비용/매출액	1.4	1.5	1.7	1.4	1.3
자산구조					
투하자본(%)	75.5	78.6	79.3	74.4	71.8
현금+투자자산(%)	24.5	21.4	20.7	25.6	28.2
자본구조					
차입금(%)	47.6	50.7	50.9	48.4	46.7
자기자본(%)	52.4	49.3	49.1	51.6	53.3

송원산업 (004430)

3Q19 Review: 북미 등 출하량 둔화로 예상치 큰 폭 하회

Investment Point

- 3Q 매출 2,084억원, OP 140억원으로 시장 컨센스 큰 폭 하회
- 미중 무역분쟁 등에 따른 영향으로 전방업체 수요와 주력제품 산화방지제(AOX) 출하량이 8월 이후 둔화세 전환. 이에 따라 동사 외형도 전분기대비 감소하였고, 특히 영업익은 고정비 부담 증가 영향 등으로 전분기대비 급감. 판매량 줄면서 원료가 하락 및 환율 효과 거의 반영 안됨. 기타 PVC안정제 등도 부진
- 10월 들어서 미중 미니딜 합의 가능성 등이 거론되면서 판매량이 다소 회복되고 있는 것으로 보이거나 통상 북미 등에서 연말 재고조정(재고세 부담 회피) 예상된다는 점에서 당분간 실적 회복 쉽지 않을 듯
- 이러한 상황과 실적 전망치 하향 등을 반영해 동사 목표주가를 기존 2.7만원에서 2.2만원으로 하향 조정. 다만 글로벌 산화방지제 2위 업체라는 점과 내년에 북미, 중동 등 수요 회복 예상된다는 점, 난연제 등 추가 판매로 실적 개선 여지 있다는 점 등을 감안해 기존 매수 의견은 유지. 내년 초 이후 계약 확대 및 출하량 회복 여부가 관건

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	22,000	27,000	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	12.0	10.8	7.4
PBR(배)	1.2	0.9	0.8
EV/EBITA(배)	7.6	6.0	4.9
배당수익률(%)	0.8	1.0	1.0

Fig. 021: 송원산업 3Q19 Review

(단위 : 십억원)

	회사 잠정			당사 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(P)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)
매출액	208.4	229.3	(9.1)	204.4	1.9	218.5	(4.6)	230.4	(9.6)		
영업이익	14.0	24.6	(43.0)	17.4	(19.3)	23.3	(39.7)	26.1	(46.2)		
순이익	7.3	18.1	(59.6)	13.1	(44.3)	12.8	(43.1)	18.7	(61.0)		
이익률(%)											
영업이익	6.7	10.7		8.5		10.7		11.3			
순이익	3.5	7.9		6.4		5.9		8.1			
이익률 차이(%P)											
영업이익		(4.0)		(1.8)		(3.9)		(4.6)			
순이익		(4.4)		(2.9)		(2.4)		(4.6)			

Note: K-IFRS 연결

Source: 송원산업, KTB투자증권

Fig. 022: 송원산업 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09
매출액	207.9	214.9	234.4	242.1	191.5	201.3	222.6	226.8	(7.9)	(6.3)	(5.0)	(6.3)
영업이익	21.5	19.3	25.2	26.0	11.8	14.7	22.3	23.1	(45.0)	(23.4)	(11.4)	(11.4)
영업이익률(%)	10.3	9.0	10.7	10.8	6.2	7.3	10.0	10.2	(4.2)	(1.6)	(0.7)	(0.6)
EBITDA	30.0	27.7	33.5	34.4	20.3	23.1	30.6	31.4	(32.4)	(16.4)	(8.7)	(8.8)
EBITDA이익률(%)	14.4	12.9	14.3	14.2	10.6	11.5	13.8	13.8	(3.8)	(1.4)	(0.6)	(0.4)
순이익	15.7	16.4	15.7	19.3	6.5	9.2	14.9	15.5	(58.4)	(44.1)	(5.4)	(19.5)

Note: K-IFRS 연결

Source: 송원산업, KTB투자증권

Fig. 023: 송원산업의 부문별 실적 추정

(단위 : 억원)

(억원, %)	<분기실적>												<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	1,905	1,978	2,044	1,960	1,904	2,185	2,084	1,915	2,013	2,226	2,268	2,203	7,887	8,088	8,710
(QoQ YoY)	8.9%	3.9%	3.3%	-4.1%	-2.9%	14.7%	-4.6%	-8.1%	5.1%	10.6%	1.9%	-2.9%	8.8%	2.5%	7.7%
산화방지제(AOX)	1,331	1,386	1,454	1,372	1,215	1,442	1,367	1,230	1,272	1,432	1,493	1,465	5,543	5,254	5,661
PVC안정제+PU	212	188	197	220	203	208	212	207	203	206	209	205	816	831	822
Tin	187	238	194	205	177	184	176	180	184	186	187	192	824	717	749
기타(신규사업등)	176	167	199	163	309	350	329	297	355	403	379	342	705	1,285	1,478
영업이익	153	114	174	102	138	233	140	118	147	223	231	183	543	629	784
(QoQ YoY)	79.6%	-25.0%	52.0%	-41.6%	35.3%	69.1%	-39.7%	-15.7%	24.7%	51.0%	3.6%	-20.8%	-0.3%	15.9%	24.6%
산화방지제(AOX)	146	137	150	107	116	220	132	119	141	209	216	173	540	587	738
PVC안정제+PU	6	6	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	6	-12	-12
Tin	7	12	6	0	5	6	5	1	3	3	3	3	25	17	11
기타(신규사업등)	-7	-40	21	-2	20	10	6	1	7	14	15	10	-28	37	47
영업이익률	8.0%	5.8%	8.5%	5.2%	7.2%	10.7%	6.7%	6.2%	7.3%	10.0%	10.2%	8.3%	6.9%	7.8%	9.0%
산화방지제(AOX)	11.0%	9.9%	10.3%	7.8%	9.5%	15.3%	9.7%	9.7%	11.1%	14.6%	14.5%	11.8%	9.7%	11.2%	13.0%
PVC안정제+PU	3.0%	3.0%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-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%	0.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	3.1%	2.4%	1.5%
기타(신규사업등)	-4.0%	-23.9%	10.4%	-1.1%	6.4%	2.9%	1.8%	0.5%	2.0%	3.5%	4.0%	3.0%	-4.0%	2.9%	3.2%

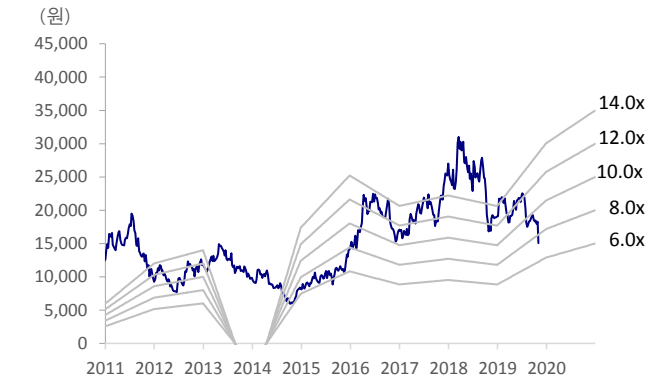
Source: 송원산업, KTB투자증권

Fig. 024: 송원산업 12MF PBR Band



Source: 송원산업, KTB투자증권

Fig. 025: 송원산업 12MF PER Band



Source: 송원산업, KTB투자증권

재무제표 (송원산업 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	377.5	391.6	447.0	502.3	564.5
현금성자산	75.5	68.7	101.3	124.7	173.8
매출채권	130.8	115.9	136.4	140.0	141.1
재고자산	166.6	201.4	203.6	231.8	243.7
비유동자산	487.6	480.9	504.0	505.4	509.6
투자자산	24.3	23.8	49.4	51.4	53.5
유형자산	441.7	439.3	440.0	442.2	446.5
무형자산	21.6	17.8	14.6	11.8	9.6
자산총계	865.1	872.5	951.0	1,007.7	1,074.1
유동부채	324.6	376.7	330.6	336.8	344.1
매입채무	84.8	73.3	90.3	111.1	118.0
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	504.6	513.6	523.9
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	412.0	459.7	515.8
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	446.4	494.1	550.2
투하자본	594.0	620.9	645.6	654.5	661.2
순차입금	232.0	216.4	206.2	167.7	118.6
ROA	4.1	4.4	3.9	5.3	5.8
ROE	9.4	9.5	8.3	11.0	11.5
ROIC	7.3	7.3	6.9	9.1	10.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	54.8	58.1	76.0	75.7	88.8
당기순이익	34.7	37.8	35.4	51.5	59.9
자산상각비	32.3	33.8	35.6	33.3	33.0
운전자본증감	(25.1)	(16.1)	(3.6)	(10.7)	(5.7)
매출채권감소(증가)	(16.3)	16.7	(12.9)	(3.6)	(1.1)
재고자산감소(증가)	(18.4)	(28.3)	0.8	(28.2)	(11.9)
매입채무증가(감소)	10.5	(4.3)	(10.8)	20.8	6.9
투자현금	(49.7)	(14.9)	(27.6)	(33.5)	(36.1)
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)	(27.6)	(32.2)	(34.6)
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	34.1	23.3	48.9
총현금흐름(Gross CF)	91.6	81.8	83.6	86.4	94.6
(-) 운전자본증가(감소)	15.8	28.1	5.5	10.7	5.7
(-) 설비투자	43.5	28.9	27.6	32.2	34.6
(+) 자산매각	(0.5)	(1.3)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Free Cash Flow	16.8	50.8	52.4	42.2	52.8
(-) 기타투자	(0.6)	0.0	(0.5)	(1.0)	(1.0)
잉여현금	17.4	50.8	53.0	43.2	53.8

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	724.9	788.7	808.8	871.0	936.4
증가율 (Y-Y, %)	4.4	8.8	2.5	7.7	7.5
영업이익	54.5	54.3	62.9	78.4	89.1
증가율 (Y-Y, %)	(28.7)	(0.3)	15.9	24.6	13.7
EBITDA	86.8	88.1	98.5	111.7	122.1
영업외손익	(10.3)	(7.9)	(11.9)	(10.1)	(9.7)
순이자수익	(8.7)	(9.1)	(4.0)	(7.6)	(7.1)
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	51.0	68.2	79.4
당기순이익	34.7	37.8	35.4	51.5	59.9
지배기업당기순이익	35.4	38.1	35.4	51.5	59.9
증가율 (Y-Y, %)	(17.8)	8.9	(6.3)	45.4	16.4
NOPLAT	42.8	44.3	43.7	59.2	67.3
(+) Dep	32.3	33.8	35.6	33.3	33.0
(-) 운전자본투자	15.8	28.1	5.5	10.7	5.7
(-) Capex	43.5	28.9	27.6	32.2	34.6
OpFCF	15.8	21.0	46.2	49.6	59.9
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	2.9	6.4	5.2	6.3	5.9
영업이익증가율(3Yr)	152.1	3.2	(6.3)	12.9	18.0
EBITDA증가율(3Yr)	33.9	1.6	(4.0)	8.8	11.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	9.7	(5.7)	14.1	16.6
영업이익률(%)	7.5	6.9	7.8	9.0	9.5
EBITDA마진(%)	12.0	11.2	12.2	12.8	13.0
순이익률(%)	4.8	4.8	4.4	5.9	6.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	1,475	1,587	1,473	2,146	2,497
BPS	14,969	16,420	17,934	20,036	22,464
DPS	140	160	160	160	160
Multiples(x, %)					
PER	18.3	12.0	10.8	7.4	6.3
PBR	1.8	1.2	0.9	0.8	0.7
EV/ EBITDA	10.1	7.6	6.0	4.9	4.1
배당수익률	0.5	0.8	1.0	1.0	1.0
PCR	7.1	5.6	4.5	4.4	4.0
PSR	0.9	0.6	0.5	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	128.8	112.2	113.0	104.0	95.2
Net debt/Equity	61.4	52.6	46.2	33.9	21.6
Net debt/EBITDA	267.5	245.8	209.2	150.2	97.2
유동비율	116.3	104.0	135.2	149.2	164.0
이자보상배율	6.3	5.9	15.8	10.3	12.5
이자비용/매출액	1.4	1.3	0.6	1.0	0.9
자산구조					
투하자본(%)	85.6	87.0	81.1	78.8	74.4
현금+투자자산(%)	14.4	13.0	18.9	21.2	25.6
자본구조					
차입금(%)	44.9	40.9	40.8	37.2	34.7
자기자본(%)	55.1	59.1	59.2	62.8	65.3

효성화학 (298000)

3Q19 Review: 저가 LPG 투입 효과로 PP/DH 호전

Investment Point

- 3Q19 매출 4,559억원, OP 551억원으로 시장 컨센 부합
- 외형은 판가 하락 등으로 다소 둔화되었으나, 원료인 프로판 가격(사우디 CP)이 2Q19 \$490에서 3Q19 \$365로 톤당 -\$125 하락하면서 마진 급등. 기타부문도 NF3 등 부진 불구 TAC필름 개선 등으로 전분기와 유사한 OP 기록
- 4Q에는 PP 등 판가 하락과 프로판(LPG) 가격 상승(+\$48), 비수기 영향 등으로 마진 줄면서 감익 예상
- 베트남 PP 30만톤 우선 가동으로 내년 외형 성장 예상. 다만 21년 PDH(60만톤) 완공 이전까지는 프로필렌 외부 구매 등으로 큰 이익 기여도 없을 듯. 내년 이후 신증설 효과 본격 가시화 전망
- 내년에는 IMO 규제 효과로 정유업체 프로필렌 공급 줄어든 수 있으나 중국 NCC/PDH 대규모 신증설 예상된다는 점은 다소 부담 요인. 다만 NF3, F2N2, TAC 등 반도체/디스플레이 소재 수요 회복으로 기타 부문 실적 개선 예상

BUY

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

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	22.2	5.3	6.1
PBR(배)	1.5	1.3	1.1
EV/EBITA(배)	8.8	5.0	5.5
배당수익률(%)	0.7	0.9	1.3

Fig. 026: 효성화학 3Q19 Review

(단위 : 십억원)

	회사 실적	당사 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	455.9	489.0	(6.8)	491.8	(7.3)	488.0	(6.6)	474.8	(4.0)
영업이익	55.1	54.4	1.3	36.3	51.7	49.6	11.0	54.9	0.3
순이익	36.6	32.6	12.6	23.4	56.6	28.6	27.9	31.8	15.2
이익률(%)									
영업이익	12.1	11.1		7.4		10.2		11.6	
순이익	8.0	6.7		4.8		5.9		6.7	
이익률 차이(%P)									
영업이익		1.0		4.7		1.9		0.5	
순이익		1.4		3.3		2.2		1.3	

Note: K-IFRS 연결

Source: 효성화학, KTB투자증권

Fig. 027: 효성화학 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09
매출액	482.0	541.4	560.9	575.1	451.4	517.5	535.7	549.7	(6.4)	(4.4)	(4.5)	(4.4)
영업이익	31.5	34.3	54.7	62.0	32.8	31.6	48.8	55.6	4.2	(7.9)	(10.8)	(10.4)
영업이익률(%)	6.5	6.3	9.7	10.8	7.3	6.1	9.1	10.1	0.7	(0.2)	(0.6)	(0.7)
EBITDA	77.0	77.8	101.3	111.8	77.7	74.4	94.5	104.4	0.9	(4.4)	(6.7)	(6.7)
EBITDA이익률(%)	16.0	14.4	18.1	19.4	17.2	14.4	17.6	19.0	1.2	0.0	(0.4)	(0.5)
순이익	14.4	15.3	30.2	35.0	18.2	13.2	25.6	30.1	26.5	(13.6)	(15.1)	(14.1)

Note: K-IFRS 연결

Source: 효성화학, KTB투자증권

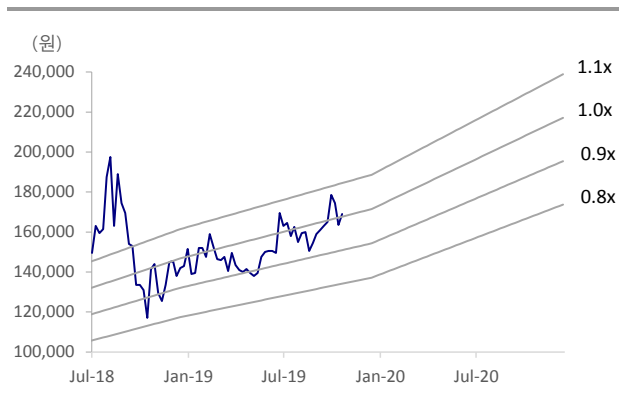
Fig. 028: 효성화학의 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

(십억원, %)	<분기실적>												<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	441	442	492	489	452	488	456	451	518	536	550	551	1,864	1,847	2,154
(QoQ.YoY)	0.8%	0.4%	11.2%	-0.5%	-7.7%	8.1%	-6.6%	-1.0%	14.7%	3.5%	2.6%	0.3%	11.8%	-0.9%	16.6%
PP/DH	238	245	252	248	220	253	247	220	284	299	302	293	984	940	1,177
기타	202	197	239	241	232	235	209	232	233	237	248	259	880	907	977
영업이익	19	38	36	16	25	50	55	33	32	49	56	36	109	162	172
(QoQ.YoY)	-43.1%	137.3%	-13.1%	-6.9%	31.3%	32.2%	11.0%	100.2%	26.8%	-1.6%	1.0%	10.8%	0.4%	48.7%	6.1%
PP/DH	24	43	34	7	21	40	46	19	23	37	42	22	107	126	124
기타	-5	-5	2	10	4	10	9	14	9	11	13	14	2	37	48
영업이익률	4.3%	8.5%	7.4%	3.4%	5.5%	10.2%	12.1%	7.3%	6.1%	9.1%	10.1%	6.6%	5.9%	8.8%	8.0%
PP/DH	10.1%	17.3%	13.5%	2.7%	9.6%	15.7%	18.5%	8.8%	8.0%	12.5%	14.0%	7.5%	10.9%	13.4%	10.6%
기타	-2.5%	-2.5%	1.0%	4.0%	1.7%	4.3%	4.5%	5.8%	3.8%	4.8%	5.4%	5.6%	0.2%	4.1%	4.9%

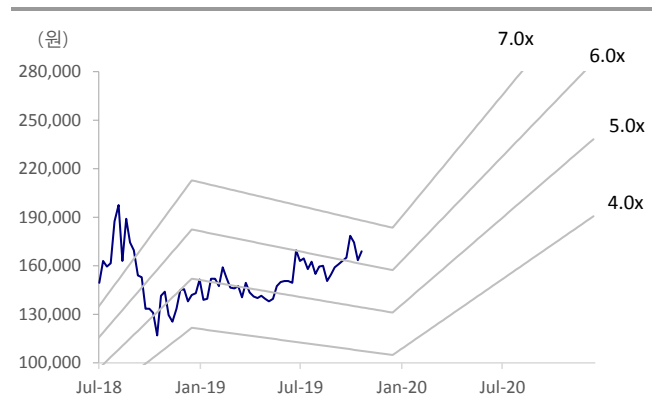
Source: 효성화학, KTB투자증권

Fig. 029: 효성화학 12MF PBR Band



Source: 효성화학, KTB투자증권

Fig. 030: 효성화학 12MF PER Band



Source: 효성화학, KTB투자증권

재무제표 (호성화학 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	n/a	438.3	650.0	706.1	1,105.5
현금성자산	n/a	82.3	304.0	293.5	555.2
매출채권	n/a	184.4	183.0	223.5	307.4
재고자산	n/a	125.3	116.2	141.9	195.2
비유동자산	n/a	1,214.9	1,538.6	1,965.0	1,821.6
투자자산	n/a	23.2	28.0	29.2	30.3
유형자산	n/a	1,117.6	1,436.2	1,861.1	1,716.2
무형자산	n/a	74.1	74.4	74.7	75.1
자산총계	n/a	1,653.2	2,188.6	2,671.1	2,927.2
유동부채	n/a	686.0	614.0	667.1	776.8
매입채무	n/a	263.3	238.8	291.7	401.2
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	1,720.3	2,124.0	2,234.4
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	112.1	190.9	336.5
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	468.3	547.1	692.8
투하자본	n/a	1,261.0	1,585.7	2,024.7	1,908.2
순차입금	n/a	900.4	1,126.0	1,486.5	1,224.8
ROA	n/a	n/a	5.0	3.4	5.4
ROE	n/a	n/a	23.2	16.5	24.5
ROIC	n/a	n/a	9.3	7.4	10.5

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	n/a	1,116.8	1,846.7	2,154.2	3,032.6
증가율 (Y-Y, %)	n/a	적지	65.4	16.6	40.8
영업이익	n/a	65.0	162.4	172.4	267.4
증가율 (Y-Y, %)	n/a	적지	149.9	6.1	55.1
EBITDA	n/a	154.7	328.4	361.4	503.2
영업외손익	n/a	(37.6)	(42.8)	(63.8)	(69.9)
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	119.6	108.6	197.4
당기순이익	n/a	20.4	97.0	83.6	152.0
지배기업당기순이익	n/a	20.4	97.0	83.6	152.0
증가율 (Y-Y, %)	n/a	적지	375.6	(13.8)	81.8
NOPLAT	n/a	48.3	131.7	132.7	205.9
(+) Dep	n/a	89.7	166.0	189.0	235.9
(-) 운전자본투자	n/a	69.8	14.2	13.6	27.9
(-) Capex	n/a	83.6	471.9	613.9	91.0
OpFCF	n/a	(15.4)	(188.4)	(305.8)	322.8
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	39.5
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	60.2
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	48.2
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	95.3
영업이익률(%)	n/a	5.8	8.8	8.0	8.8
EBITDA마진(%)	n/a	13.8	17.8	16.8	16.6
순이익률(%)	n/a	1.8	5.3	3.9	5.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	n/a	76.7	262.7	256.7	357.7
당기순이익	n/a	27.4	104.3	83.6	152.0
자산상각비	n/a	89.7	166.0	189.0	235.9
운전자본증감	n/a	(45.5)	(4.1)	(13.6)	(27.9)
매출채권감소(증가)	n/a	(50.4)	17.0	(40.5)	(83.9)
재고자산감소(증가)	n/a	(13.2)	11.7	(25.7)	(53.3)
매입채무증가(감소)	n/a	15.5	(14.3)	52.8	109.5
투자현금	n/a	(144.7)	(488.6)	(613.3)	(90.4)
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)	(471.9)	(613.9)	(91.0)
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)	204.6	(11.3)	260.9
총현금흐름(Gross CF)	n/a	147.6	286.9	270.3	385.6
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	69.8	14.2	13.6	27.9
(-) 설비투자	n/a	83.6	471.9	613.9	91.0
(+) 자산매각	n/a	(60.5)	(0.8)	(0.4)	(0.4)
Free Cash Flow	n/a	(42.6)	(205.8)	(356.5)	267.3
(-) 기타투자	n/a	0.0	(1.3)	(2.6)	(2.6)
잉여현금	n/a	(42.6)	(204.5)	(353.9)	269.9

자료: KTB투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	n/a	6,393	30,405	26,213	47,655
BPS	n/a	91,878	123,482	148,078	193,616
DPS	n/a	1,000	1,500	2,000	5,000
Multiples(x, %)					
PER	n/a	22.2	5.3	6.1	3.4
PBR	n/a	1.5	1.3	1.1	0.8
EV/ EBITDA	n/a	8.8	5.0	5.5	3.4
배당수익률	n/a	0.7	0.9	1.3	3.1
PCR	n/a	3.1	1.8	1.9	1.3
PSR	n/a	0.4	0.3	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	350.2	367.4	388.2	322.5
Net debt/Equity	n/a	245.2	240.5	271.7	176.8
Net debt/EBITDA	n/a	582.2	342.8	411.3	243.4
유동비율	n/a	63.9	105.9	105.9	142.3
이자보상배율	n/a	3.1	4.4	2.7	3.8
이자비용/매출액	n/a	1.9	2.0	3.0	2.3
자산구조					
투하자본(%)	n/a	92.3	82.7	86.3	76.5
현금+투자자산(%)	n/a	7.7	17.3	13.7	23.5
자본구조					
차입금(%)	n/a	72.8	75.3	76.5	72.0
자기자본(%)	n/a	27.2	24.7	23.5	28.0

휴켄스 (069260)

3Q19 Review: 탄소배출권 판매 확대에 예상치 상회

Investment Point

- 3Q19 매출 1,778억원, OP 360억원으로 시장 컨센 상회
- 3분기에는 전방업체 가동률 상승 등에 따른 판매량 확대(MNB, 질산) 등으로 외형과 함께 영업이익도 전분기대비 고른 개선세 시현
- 특히 탄소배출권 판매량이 65만톤 내외로 늘어난 가운데 전량 현물(Spot) 가격으로 매출이 시현되면서 수익성 개선 폭 컸음. 탄소배출권 시장 가격은 연초 이후 꾸준한 상승 흐름. 현물가보다 낮은 수준인 계열 물량 대부분 내년 만기 도래. 따라서 향후 계약 조건에 따라 동 부문 기여도 추가 가능성 존재
- 한편 2023년 완공 목표로 질산 +40만톤 설비 투자(1,500억원) 결정. 수요처 확보 등으로 향후 동사 성장에 기여할 듯
- 신규 투자 불구 CF 양호하고 재무구조 우수. 연말로 갈수록 배당 메리트 부각 예상

BUY

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

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	9.4	10.6	10.9
PBR(배)	1.5	1.3	1.3
EV/EBITA(배)	4.0	4.0	3.8
배당수익률(%)	5.0	5.5	5.5

Fig. 031: 휴켄스 3Q19 Review

(단위 : 십억원)

	회사 잠경		당사 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	177.8		183.5	(3.1)	201.6	(11.8)	151.5	17.4	177.2	0.4
영업이익	36.0		25.5	41.2	39.6	(9.2)	27.4	31.3	33.2	8.3
순이익	27.4		18.1	51.3	32.1	(14.6)	20.7	32.2	23.3	17.5
이익률(%)										
영업이익	20.2		13.9		19.6		18.1		18.7	
순이익	15.4		9.9		15.9		13.7		13.1	
이익률 차이(%P)										
영업이익			6.3		0.6		2.1		1.5	
순이익			5.5		(0.5)		1.7		2.2	

Note: K-IFRS 연결

Source: 휴켄스, KTB투자증권

Fig. 032: 휴켄스 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09
매출액	174.7	199.8	199.8	199.8	173.6	174.0	167.7	189.7	(0.7)	(12.9)	(16.0)	(5.0)
영업이익	28.3	29.4	29.4	29.4	21.1	25.4	29.5	31.5	(25.5)	(13.8)	0.1	6.8
영업이익률(%)	16.2	14.7	14.7	14.7	12.1	14.6	17.6	16.6	(4.0)	(0.2)	2.8	1.8
EBITDA	34.9	36.1	36.2	36.2	28.2	32.5	36.5	38.5	(19.1)	(10.0)	1.0	6.3
EBITDA이익률(%)	20.0	18.1	18.1	18.1	16.3	18.7	21.8	20.3	(3.7)	0.6	3.7	2.2
순이익	20.1	20.7	21.3	21.3	15.4	18.4	21.9	24.1	(23.7)	(11.2)	2.6	13.4

Note: K-IFRS 연결

Source: 휴켄스, KTB투자증권

Fig. 033: 휴켄스의 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

(십억원, %)	<분기실적>												<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	191.5	200.9	201.6	168.9	167.5	151.5	177.8	173.6	174.0	167.7	189.7	176.1	762.9	670.4	707.5
(QoQ.YoY)	17.3%	4.9%	0.4%	-16.2%	-0.8%	-9.6%	17.4%	-2.4%	0.2%	-3.6%	13.1%	-7.2%	6.6%	-12.1%	5.5%
NT계열	134.8	138.2	149.2	111.5	100.5	87.9	110.3	108.2	112.1	99.5	125.0	111.0	533.6	406.8	447.6
NA계열	47.1	47.7	42.3	45.6	51.9	45.4	46.2	43.5	46.3	43.3	46.1	45.1	182.7	187.1	180.9
기타	9.6	15.1	10.1	11.8	15.1	18.2	21.3	21.9	15.6	24.9	18.6	20.0	46.6	76.5	79.1
영업이익	40.3	47.6	39.6	11.7	28.8	27.4	36.0	21.1	25.4	29.5	31.5	24.2	139.2	113.2	110.5
(QoQ.YoY)	29.1%	18.2%	-16.9%	-70.5%	146.7%	-4.8%	31.3%	-41.4%	20.5%	16.1%	6.7%	-23.0%	-8.8%	-18.7%	-2.4%
영업이익률	21.0%	23.7%	19.6%	6.9%	17.2%	18.1%	20.2%	12.1%	14.6%	17.6%	16.6%	13.8%	18.2%	16.9%	15.6%

Source: 휴켄스, KTB투자증권

재무제표 (휴켄스 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	505.7	529.6	584.7	620.4	663.8
현금성자산	371.6	410.8	435.4	469.0	510.8
매출채권	88.9	72.7	100.2	101.7	102.8
재고자산	30.9	30.8	33.6	34.0	34.4
비유동자산	375.8	335.1	366.0	366.0	367.1
투자자산	124.2	109.2	137.9	143.5	149.3
유형자산	243.8	217.5	219.6	214.0	209.1
무형자산	7.8	8.4	8.4	8.5	8.6
자산총계	881.6	864.7	950.6	986.5	1,030.9
유동부채	172.9	100.7	171.4	173.1	174.4
매입채무	101.3	62.7	95.9	97.3	98.4
유동성이자부채	36.8	9.8	47.0	47.0	47.0
비유동부채	109.8	98.0	78.4	79.4	80.4
비유동이자부채	105.8	85.4	54.5	54.5	54.5
부채총계	282.8	198.7	249.8	252.5	254.8
자본금	40.9	40.9	40.9	40.9	40.9
자본잉여금	185.3	190.4	190.4	190.4	190.4
이익잉여금	408.7	455.6	492.9	526.1	568.2
자본조정	(53.9)	(39.5)	(42.4)	(42.4)	(42.4)
자기주식	(49.8)	(31.5)	(34.9)	(34.9)	(34.9)
자본총계	598.8	666.1	700.8	734.0	776.1
투하자본	335.7	306.0	311.5	308.8	306.8
순차입금	(228.9)	(315.6)	(334.0)	(367.6)	(409.3)
ROA	13.5	12.0	9.3	8.5	9.0
ROE	20.5	17.1	12.7	11.8	12.4
ROIC	30.5	32.4	27.3	26.7	29.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	156.4	116.6	122.9	118.8	127.2
당기순이익	110.1	105.1	84.5	82.2	91.2
자산상각비	30.1	29.1	28.9	28.2	27.5
운전자본증감	(1.3)	(15.4)	5.9	(0.4)	(0.3)
매출채권감소(증가)	1.9	16.0	(27.7)	(1.5)	(1.1)
재고자산감소(증가)	(6.9)	(0.2)	(2.7)	(0.5)	(0.4)
매입채무증감(감소)	6.7	(26.9)	25.0	1.4	1.1
투자현금	(171.5)	(19.1)	(53.0)	(51.1)	(52.1)
단기투자자산감소	(54.5)	40.4	21.8	(15.0)	(15.7)
장기투자증권감소	1.4	0.0	(5.0)	(10.1)	(10.2)
설비투자	(19.5)	(24.2)	(26.5)	(22.4)	(22.6)
유무형자산감소	(0.2)	16.8	(0.1)	(0.2)	(0.2)
재무현금	15.5	(74.8)	(42.5)	(49.1)	(49.1)
차입금증가	40.4	(26.9)	(2.0)	0.0	0.0
자본증가	(19.3)	(57.5)	(47.1)	(49.1)	(49.1)
배당금지급	19.3	57.5	47.1	49.1	49.1
현금 증감	0.2	22.6	27.5	18.6	26.1
총현금흐름(Gross CF)	178.9	170.2	133.2	119.2	127.5
(-) 운전자본증가(감소)	(26.0)	29.9	(3.1)	0.4	0.3
(-) 설비투자	19.5	24.2	26.5	22.4	22.6
(+) 자산매각	(0.2)	16.8	(0.1)	(0.2)	(0.2)
Free Cash Flow	6.1	135.8	86.1	67.7	75.1
(-) 기타투자	(1.4)	0.0	5.0	10.1	10.2
잉여현금	7.5	135.8	81.1	57.6	64.9

자료: KTB 투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	715.8	762.9	670.4	707.5	712.2
증가율 (Y-Y, %)	19.6	6.6	(12.1)	5.5	0.7
영업이익	152.6	139.2	113.2	110.5	122.4
증가율 (Y-Y, %)	98.5	(8.8)	(18.7)	(2.4)	10.7
EBITDA	182.8	168.4	142.1	138.7	149.9
영업외손익	(5.4)	1.5	0.4	(0.7)	(0.7)
순이자수익	(1.7)	5.7	6.5	5.4	5.5
외화관련손익	(2.1)	0.6	0.4	0.0	0.0
지분법손익	6.1	(6.9)	(8.2)	(7.9)	(7.9)
세전계속사업손익	147.2	140.7	113.6	109.8	121.7
당기순이익	110.1	105.1	84.5	82.2	91.2
지배기업당기순이익	114.4	104.5	84.4	82.2	91.2
증가율 (Y-Y, %)	175.8	(4.5)	(19.5)	(2.7)	10.8
NOPLAT	114.1	103.9	84.3	82.8	91.6
(+) Dep	30.1	29.1	28.9	28.2	27.5
(-) 운전자본투자	(26.0)	29.9	(3.1)	0.4	0.3
(-) Capex	19.5	24.2	26.5	22.4	22.6
OpFCF	150.8	79.0	89.8	88.1	96.3
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	(0.0)	8.3	3.9	(0.4)	(2.3)
영업이익증가율(3Yr)	42.5	47.3	13.8	(10.2)	(4.2)
EBITDA증가율(3Yr)	26.9	28.1	8.6	(8.8)	(3.8)
순이익증가율(3Yr)	42.5	45.3	28.4	(9.3)	(4.6)
영업이익률(%)	21.3	18.2	16.9	15.6	17.2
EBITDA마진(%)	25.5	22.1	21.2	19.6	21.0
순이익률(%)	15.4	13.8	12.6	11.6	12.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	2,798	2,556	2,066	2,012	2,230
BPS	14,020	15,631	16,473	17,283	18,310
DPS	1,500	1,200	1,200	1,200	1,200
Multiples(x, %)					
PER	8.8	9.4	10.6	10.9	9.8
PBR	1.8	1.5	1.3	1.3	1.2
EV/ EBITDA	4.2	4.0	4.0	3.8	3.3
배당수익률	6.1	5.0	5.5	5.5	5.5
PCR	5.6	5.8	6.7	7.5	7.0
PSR	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
재무건전성 (%)					
부채비율	47.2	29.8	35.7	34.4	32.8
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	292.5	525.9	341.1	358.5	380.5
이자보상배율	87.6	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.1	0.5	0.5	0.5	0.5
자산구조					
투하자본(%)	40.4	37.0	35.2	33.5	31.7
현금+투자자산(%)	59.6	63.0	64.8	66.5	68.3
자본구조					
차입금(%)	19.2	12.5	12.6	12.1	11.6
자기자본(%)	80.8	87.5	87.4	87.9	88.4

▶ 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 주권사로 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 : 89.6% **HOLD :** 9.8% **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 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

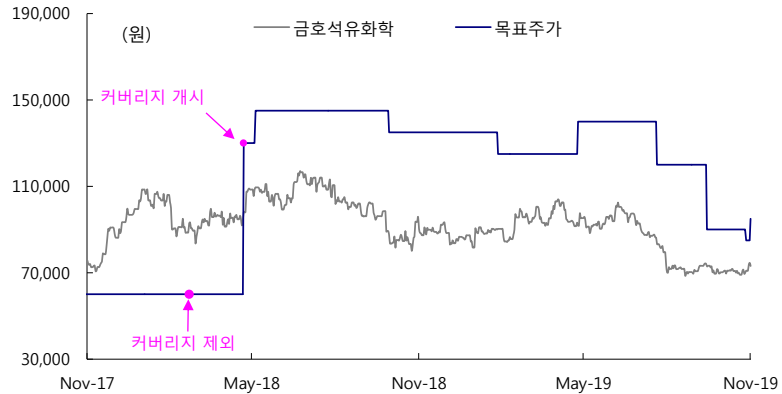
- **STRONG BUY:** 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- **BUY:** 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- **REDUCE:** 추천기준일 종가대비 -5%미만.
- **HOLD:** 추천기준일 종가대비 -5%이상~ +15%미만.
- **SUSPENDED:** 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

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 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 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 투자의견 및 목표주가 변경내용

금호석유 (011780)



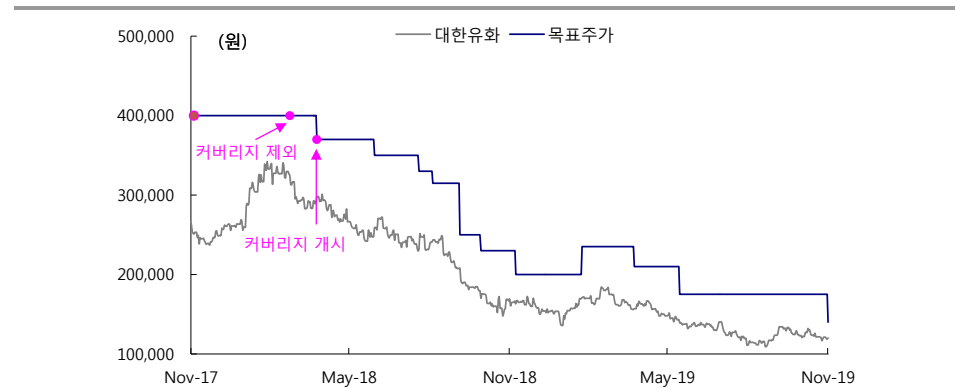
일자	투자의견	목표주가
2018.4.30	BUY	130,000원
2018.5.14	BUY	145,000원
2018.10.4	BUY	135,000원
2019.2.7	BUY	125,000원
2019.5.2	BUY	140,000원
2019.7.30	BUY	120,000원
2019.9.23	HOLD	90,000원
2019.11.7	BUY	95,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2018.04.30	130,000원	108,313원	109,500원	-16.68	-15.77
	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	72,742원	82,300원	-39.38	-31.42
	2019.09.23	90,000원	70,930원	74,600원	-21.19	-17.11
	2019.11.07	95,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 11월 6일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

대한유화 (006650)



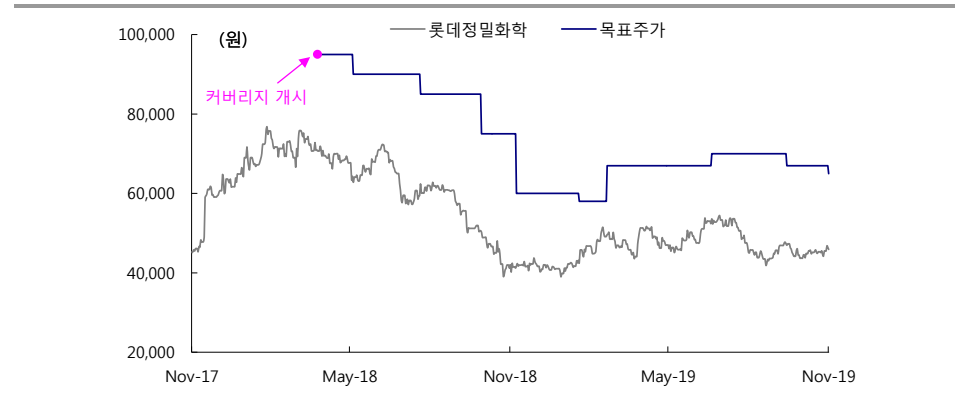
일자	커버리지	2017.11.14	2018.3.2	커버리지	2018.4.2	2018.6.7
투자의견	개시	BUY	커버리지	개시	BUY	BUY
목표주가		400,000원	제외		370,000원	350,000원
일자	2018.7.26	2018.8.13	2018.9.11	2018.10.4	2018.11.14	2018.12.10
투자의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	BUY
목표주가	330,000원	315,000원	250,000원	230,000원	200,000원	200,000원
일자	2019.1.29	2019.4.1	2019.5.21	2019.11.7		
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD		
목표주가	235,000원	210,000원	175,000원	140,000원		

목표주가 대비 실제주가 과리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 과리율(%)	최고가 과리율(%)
	2017.11.14	400,000원	287,516원	342,000원	-28.12	-14.5
	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	126,135원	140,000원	-27.92	-20
	2019.11.07	140,000원	-	-	-	-

* 과리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 11월 6일)

** 과리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

롯데정밀화학 (004000)



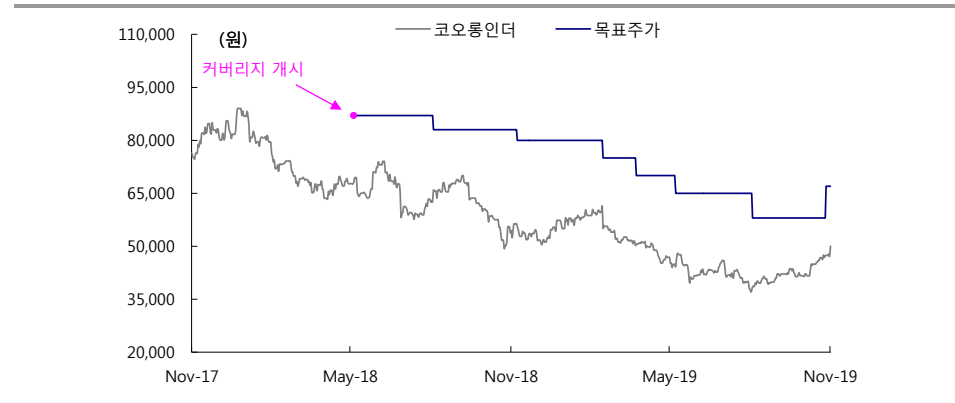
일자	커버리지	2018.4.2	2018.5.14	2018.7.27	2018.10.4	2018.11.14
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		95,000원	90,000원	85,000원	75,000원	60,000원
일자	2019.1.25	2019.2.26	2019.6.27	2019.9.23	2019.11.7	
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
목표주가	58,000원	67,000원	70,000원	67,000원	65,000원	

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2018.04.02	95,000원	68,346원	71,900원	-28.06	-24.32
	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	48,219원	54,400원	-31.12	-22.29
	2019.09.23	67,000원	45,153원	46,800원	-32.61	-30.15
2019.11.07	65,000원	-	-	-	-	

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 11월 6일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

코오롱인더 (120110)



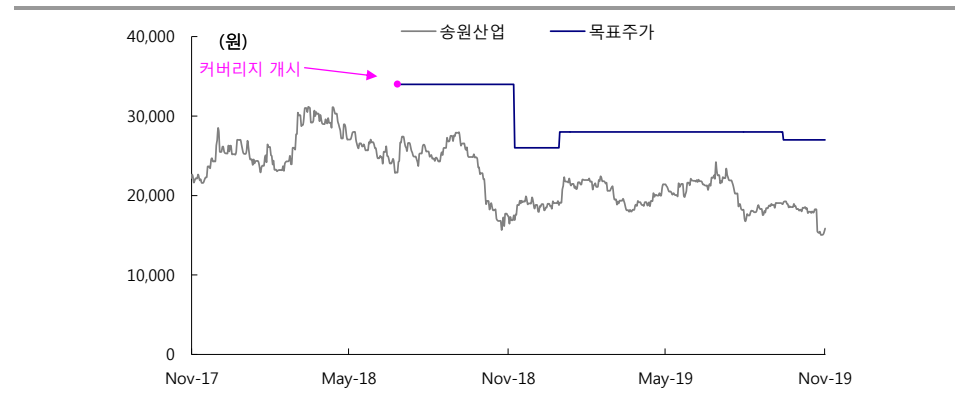
일자	커버리지 개시	2018.5.14	2018.8.10	2018.11.14	2019.2.20	2019.4.1
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		87,000원	83,000원	80,000원	75,000원	70,000원
일자	2019.5.14	2019.8.12	2019.11.5			
투자의견	BUY	BUY	BUY			
목표주가	65,000원	58,000원	67,000원			

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2018.05.14	87,000원	64,489원	74,000원	-25.87	-14.94
	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	42,587원	47,800원	-26.57	-17.59
	2019.11.05	67,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 11월 6일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

송원산업 (004430)



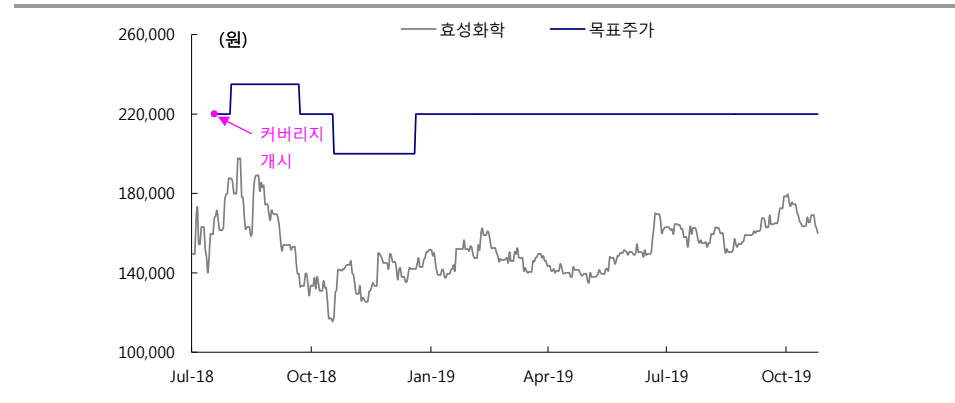
일자	커버리지 개시	2018.7.3	2018.11.14	2019.1.7	2019.9.23	2019.11.7
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		34,000원	26,000원	28,000원	27,000원	22,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2018.07.03	34,000원	23,428원	27,950원	-31.09	-17.79
	2018.11.14	26,000원	18,813원	19,900원	-27.64	-23.46
	2019.01.07	28,000원	20,265원	24,200원	-27.63	-13.57
	2019.09.23	27,000원	17,627원	18,950원	-34.71	-29.81
	2019.11.07	22,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 11월 6일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

효성화학 (298000)



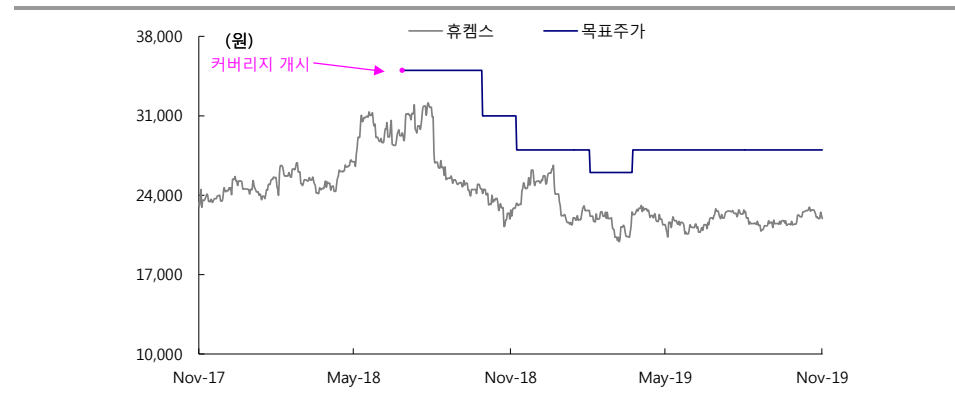
일자	커버리지	2018.7.31	2018.8.13	2018.10.4	2018.10.31	2019.01.11
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		220,000원	235,000원	220,000원	200,000원	220,000원

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2018.07.31	220,000원	172,722원	187,500원	-21.49	-14.77
실제주가	2018.08.13	235,000원	168,691원	197,500원	-28.22	-15.96
괴리율	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 11월 6일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

휴켄스 (069260)



일자	커버리지	2018.7.5	2018.10.4	2018.11.14	2019.2.8	2019.4.1
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY
목표주가		35,000원	31,000원	28,000원	26,000원	28,000원

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2018.07.05	35,000원	27,534원	32,150원	-21.33	-8.14
실제주가	2018.10.05	31,000원	22,944원	24,500원	-25.99	-20.97
괴리율	2018.11.14	28,000원	23,805원	26,600원	-14.98	-5
	2019.02.08	26,000원	21,439원	22,550원	-17.54	-13.27
	2019.04.01	28,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 11월 6일)

** 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.