

2020년 하반기 전망 시리즈

meritz 정유/화학

7

기저 효과

기저 효과



정유/화학
Analyst 노우호
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

정유 Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
SK이노베이션(096770)	Buy	130,000원
S-Oil(010950)	Buy	82,000원

화학 Neutral

Top Picks	투자판단	적정주가
LG화학 (051910)	Buy	480,000원
한화솔루션(009830)	Buy	25,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
롯데케미칼(011170)	Hold	220,000원
금호석유(011780)	Hold	80,000원
대한유화(006650)	Hold	115,000원
한국알콜(017890)	Not Rated	-

Contents

Part I	Oil, From Fear to Recovery	9
Part II	정유, 미워도 다시 한번 Overweight	23
Part III	석유화학, 설부른 회복론을 경계	31
Part IV	석유화학, Cycle 바닥을 다져가는 중	35
기업분석	SK이노베이션(096770) 2Q20 바닥잡기	70
	S-Oil(010950) 바닥은 통과 중	73
	LG화학(051910) EV배터리 헤게모니 Winner	76
	한화솔루션(009830) 강화되는 이익 체력	79
	롯데케미칼(011170) 저유가 수혜, 그 이후는?	82
	금호석유(011780) 더 좋아질까?	85
	대한유화(006650) 저유가로 기사회생	88
	한국알콜(017890) 물 만난 물고기	91

Summary

정유/화학 _ 기저효과

Part I Oil From Fear to Recovery	19년 중국에서 촉발된 Covid-19는 글로벌 전 지역 확산 및 Lockdown이 장기화되며 글로벌 경기에 충격을 미치는 중 - Covid-19 글로벌 물동량을 마비시킨 가운데, 3월 OPEC+의 감산합의 불확실성으로 유가 충격 - 유가의 회복논리를 제시하나, 과거로 회귀하기 어려운 WTI 38~42달러/배럴의 저유가 New Normal의 도래 예상
Part II 정유 미워도 다시 한번 Overweight	2020년을 전망하며 유가 상승과 IMO2020 환경규제에 따른 수익성 개선을 근거, 정유업종 비중확대 전략을 제시함 - Covid-19 확산으로 정유업종 가정 수정: (1) 2020년 WTI 38달러/배럴, (2) 정제마진 4.8달러/배럴, (3) 배당 여력 급감 - Covid-19가 불러온 정유업종 쇼크는 해소 중: (1) 유가의 반등, (2) (-) OSP에 따른 수익성 개선, (3) 제품별 수요 정상화 - Post-Lockdown 이후 정유업종은 Risk-off 여건으로 화학 대비 이익창출 여력이 큰 점에서 비중확대 전략을 재차 제시
Part III 석유화학 유가 쇼크를 기회삼은 NCC는 기사회생 대외변수 불확실성 높은 점은 부담 2H20 투자의견 Neutral 제시	- 연초 NCC 위기론에서 5월 현재는 주가 Re-rating까지: 2020년 상반기 cycle의 바닥을 경험 - 기존 2020년 석유화학 투자 의견은 비중축소 전략을 제시함. 수정된 석유화학 투자 의견은 Neutral로 기존 대비 상향 - 국내 NCC들은 3월 주가 저점 PBR 0.4배 확인, 반등 성공. 단, 비중확대 전략에는 대외변수 불확실성이 큰 점이 부담 - 현 시점 설부른 Cycle 반등을 경계하는 바는 (1) 유가 반등으로 제한적 Spread-play, (2) 수급 불균형 기조 여전하여 주가의 추가 상승여력은 높지 않아 Neutral 투자 의견을 제시 - 반면 NCC Cycle 속 추가 프리미엄이 가능한 LG화학(EV향 전지)과 한화솔루션(태양광)을 최선호주로 제시
Part IV 최선호주 영업이익 기저효과가 예상되는 정유 및 NCC 대비 Hybrid 기업을 선호	1) SK이노베이션(Buy / 적정주가 13만원) 2Q20 바닥잡기 2) S-Oil(Buy / 적정주가 8.2만원) 바닥은 통과 중 3) LG화학 (Buy / 적정주가 48만원) EV배터리 헤게모니의 Winner 4) 한화솔루션 (Buy / 적정주가 2.5만원) 강화되는 이익 체력 5) 한국알콜(Not Rated) 물만난 물고기

2020년 하반기 전망 시리즈 **7**

정유/화학

기저효과

Part I

Oil, From Fear to Recovery

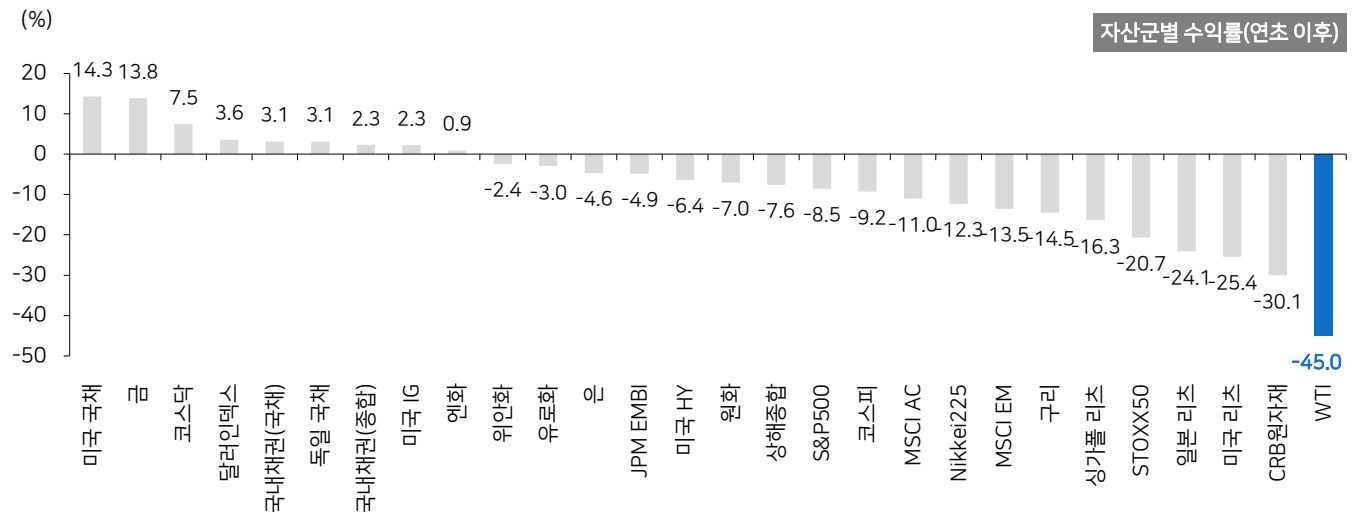
Meritz Research 9

Covid-19 & Oil Shock: Panic Sell

20년 유가 -45% YTD 급락

- 20.3월 이후 Covid-19의 글로벌 지역별 확산으로 안전자산을 제외한 위험자산 회피 선호 뚜렷
- Covid-19 방지 차원에서 국가적 차원의 사회적 거리두기의 이동제한 "Lock down" 영향
- 특히 국가간, 지역간 이동 제한 시행으로 운송용 수요 비중이 높은 원유 수요 급감하며 유가 급락

2020년 글로벌 주요 자산 YTD performance: 유가, 리츠 낙폭



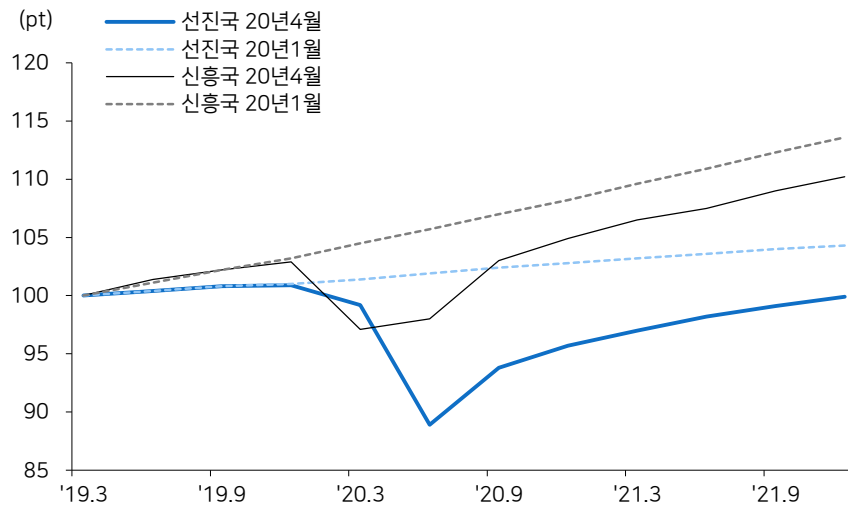
자료: 메리츠증권 리서치센터

경기 전망의 컨센서스는 회복의 키워드

2H20 경기 수요 회복의 낙관론

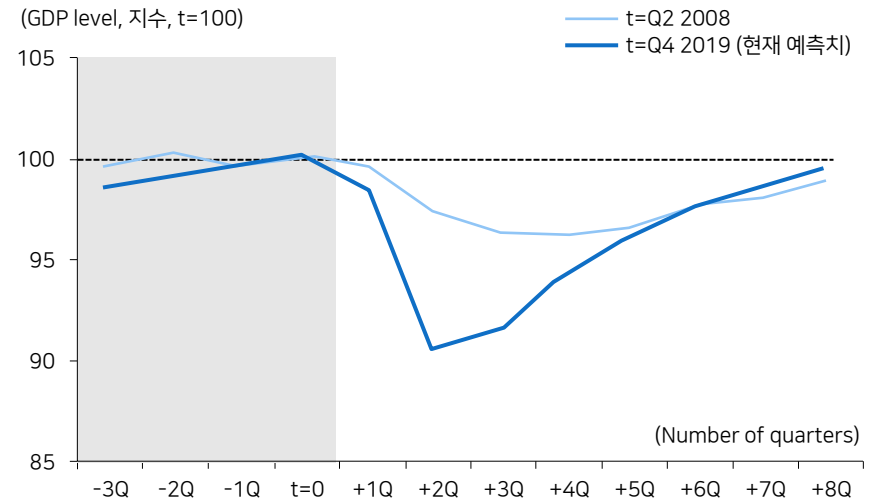
- 올해 1월 IMF가 제시했던 경기 성장궤도는 Covid-19 확산으로 큰 폭의 수정 발생
→ 전망의 컨센서스: 2Q20 바닥, 3Q20 반등 예상. 회복 강도에 대한 의견은 다양
- Covid-19 충격 강도는 과거 08년 금융위기 충격강도 보다 큰 편, Covid-19 완화 시기에 동반하는 경기 회복력 또한 빠른 전망

IMF의 성장 궤도: 4월 Covid-19 변수 감안한 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

무디스의 미국 경기 성장 전망: 회복을 기대



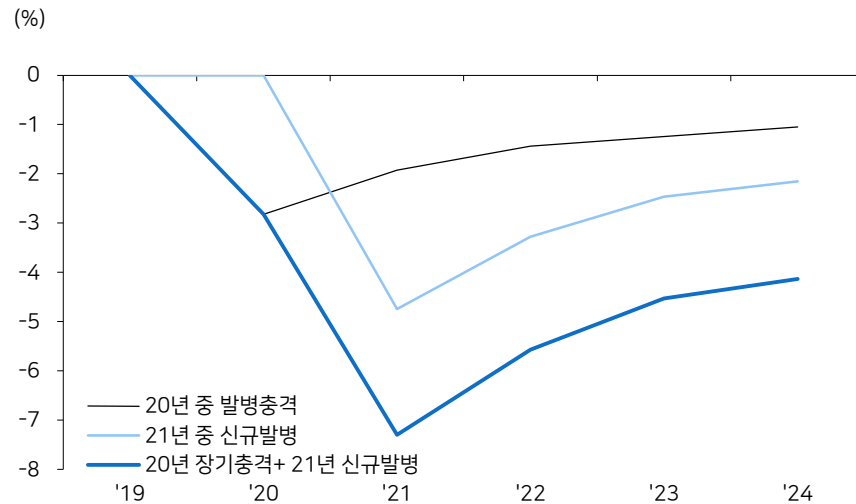
자료: Moody's Investor Service 재인용, 메리츠증권 리서치센터

경기 전망의 컨센서스는 회복의 키워드

2020년 'V'자형 경기회복 궤적

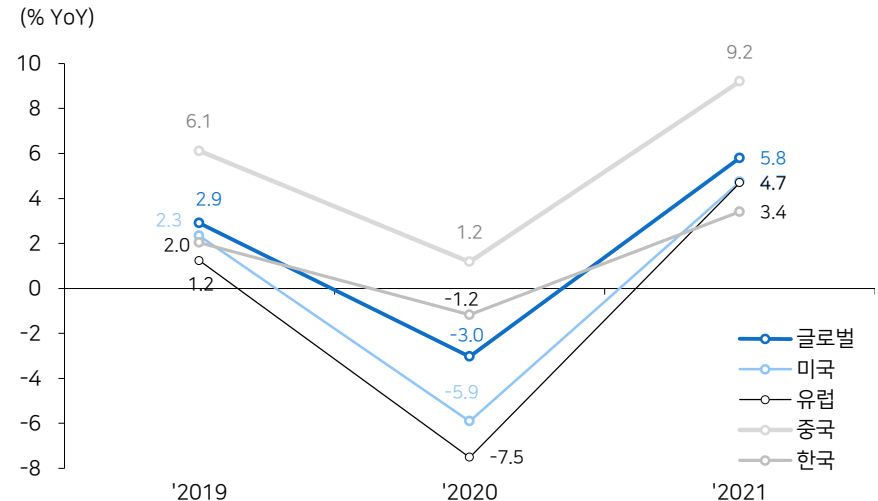
- COVID가 1)연내충격 Case와 2)내년 재확산 Case, 3)올해에서 내년까지 내내 위기 Case 시나리오
→ 최악은 내년까지 2년에 걸쳐 글로벌 성장률의 7%나 날아가는 위기까지 가정
- 그럼에도 base 시나리오에는 2020년 Covid-19 충격 복원, 2021년 경기 회복의 'V'자 경기 반등 궤적
- 과거 경기 충격 이후 회복 패턴을 감안하면 'V'자형 경기회복 궤적 전망에 무리는 없다는 판단

IMF 추정 전염병 공포 올해 그칠 경우 신규 재유행, 지속적 위험 시나리오



자료: 메리츠증권 리서치센터

주요 국가별 경기 성장률: 2020년의 경기 기저효과 발생 전망

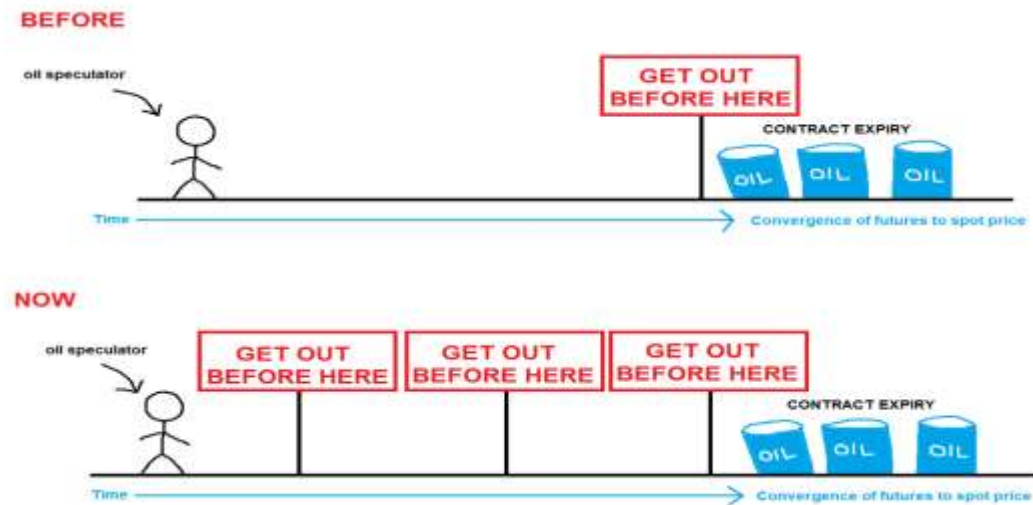


자료: 메리츠증권 리서치센터

4월 WTI 마이너스 기록

- 2020년 Dubai-WTI 스프레드 축소 & WTI의 뚜렷한 상대적 가격 약세 현상
- 전방 운송용 수요가 위축/급감한 상황에서 원유 현물 인도에 대한 두려움으로 WTI (-)를 기록한 점
- WTI의 선물 거래 가격 형성지역 미국 Cushing 지역은 내륙 지역, 저장 공간 포화 상태에 가깝기 때문

선물 투자자들의 행태 변화: 현물 인도의 공포로 '선물만기'에 대한 민감도가 더욱 확대 중



자료: 메리츠증권 리서치센터

Covid-19 & Oil Shock: 저장능력(Storage) 소진율 해소 여부

현물 인도 공포가 드리운 유가

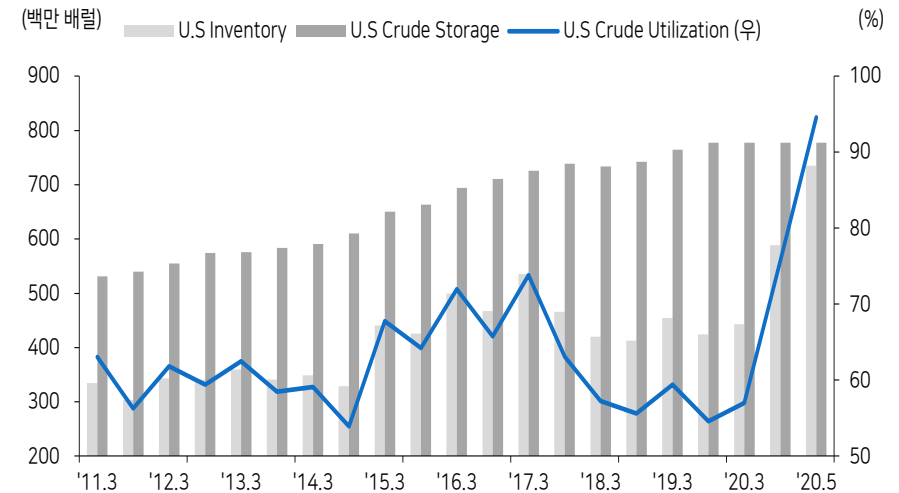
- 3~4월 유가 급락 배경으로 원유 현물 저장 공간이 충분하지 못한 점도 한 몫
- Genscape는 WTI선물 인수도 지점 오클라호마 Cushing의 원유 저장능력 소진율 80% 추정
- 해당 저장 능력 한계치는 5월 이후 대다수 소진 가능성 높아
- 2H20 전방 수요 회복에 맞춘 유가 반등을 지지할 전망

미국 오클라호마 지역의 원유 저장 시설



자료: 메리츠증권 리서치센터

20.5월 미국 원유 저장 능력 한계치에 도달 전망



주: 3월은 EIA 주간 데이터 활용, 4월, 5월은 코로나19 영향으로 미국 원유 수요 20% 감소(중국 Case) 가정한 Bloomberg 추정치
 자료: 메리츠증권 리서치센터

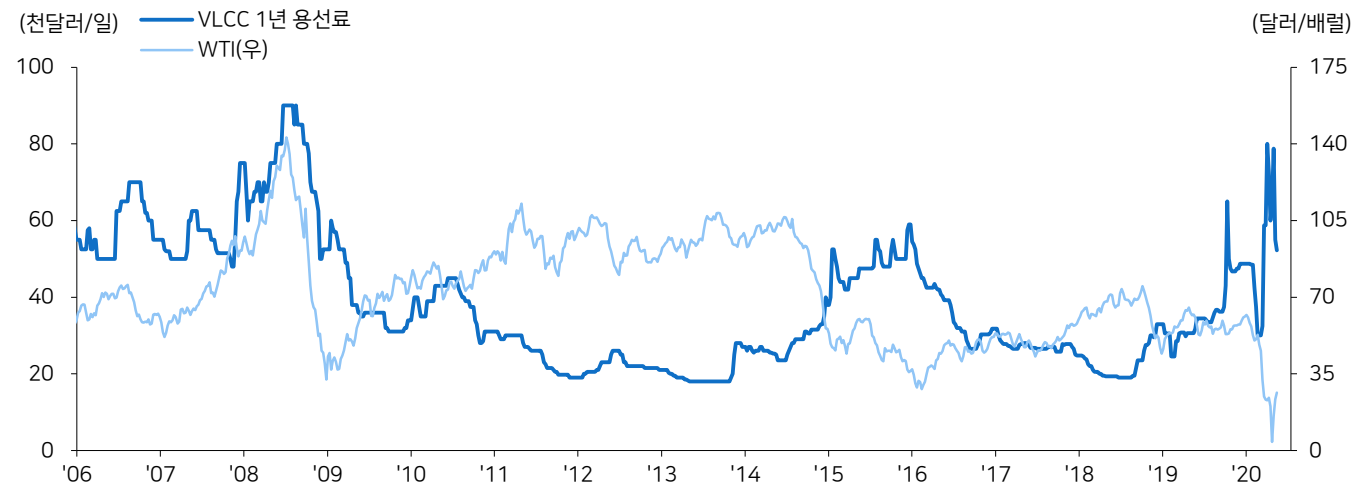
Covid-19 & Oil Shock: 유가 공급과잉 해소 Proxy '용선료'

2020년 하반기 전망 시리즈 7
정유/화학

VLCC 용선료 안정화 선결조건

- 원유 공급과잉 심화→ 내륙/해상재고 증가는 유조선의 용선료 가격 상승으로 이어져
- 내륙/해상재고의 저장탱크 수요 증가는 전방 수요의 급감에서 나타난 결과물
- 용선료 가격 안정화를 원유 공급과잉의 Proxy로 해석

선물 투자자들의 행태 변화: 현물 인도의 공포로 '선물만기'에 대한 민감도가 더욱 확대 중



주: WTI 가격은 주간 평균 가격 적용
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Covid-19 & Oil Shock: 국가별 저장탱크 가동률

2020년 하반기 전망 시리즈 7
정유/화학

국가	유효 저장 능력(a)	명목 저장 능력(b)	여유(a-b)	가동률(%)
글로벌	1,645	1,921	276	85.6
미국	419	534	115	78.5
중국	262	422	160	62.1
인도	57	57	0	100.0
사우디	51	51	0	100.0
이태리	48	51	3	94.1
UAE	47	48	1	97.9
네덜란드	43	47	4	91.5
프랑스	41	43	2	95.3
쿠웨이트	40	41	1	97.6
일안	39	40	1	97.5
한국	32	39	7	82.1
일본	31	32	1	96.9
베네수엘라	29	31	2	93.5
영국	27	29	2	93.1
브라질	27	27	0	100.0
싱가폴	27	27	0	100.0
캐나다	26	26	0	100.0
이집트	22	22	0	100.0
리비아	19	19	0	100.0
태국	18	18	0	100.0
남아공	18	18	0	100.0
독일	16	16	0	100.0
기타	306	283	-23	108.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

Covid-19 & Oil Shock: '탱커' 호황

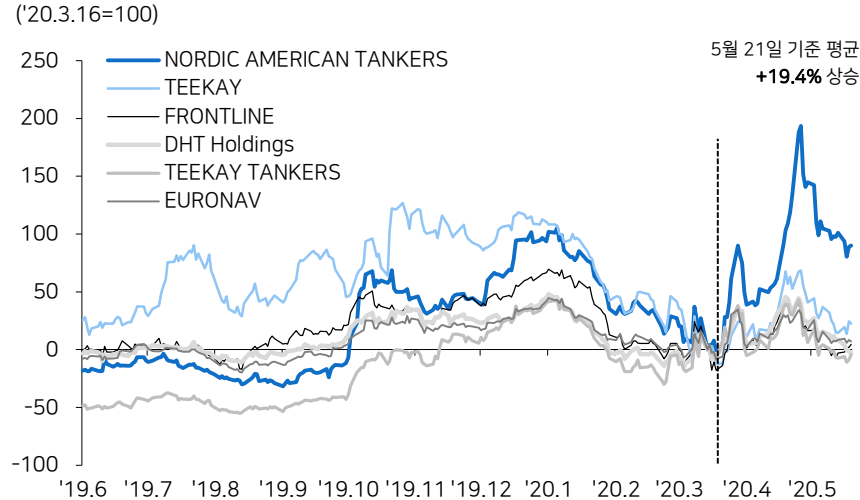
2020년 하반기 전망 시리즈 7
정유/화학

Tanker 업체들 때아닌 성수기

■ Nordic American Tankers CEO, Herbiorn Hansson,

“우리는 지금 많은 돈을 벌고 있으며, 재무 건전성도 빠르게 개선되고 있다. 지금껏 이런 호황을 본 적이 없다.”

미국 Tanker 업체들의 주가 상승은 원유 저장 수요 급증에 기인



자료: 메리츠증권 리서치센터

주요 Tanker 기업들의 VLCC, Suezmax급 용선료 현황

	VLCC			Suezmax		
	Spot (%)	Fixed (%)	용선료 (달러/일)	Spot (%)	Fixed (%)	용선료 (달러/일)
DHT Holdings	42	58	81,600	NA	NA	NA
Frontline	17	83	90,300	25	75	71,900
Nordic American Tankers	NA	NA	NA	30	70	53,000
International Seaways	26	74	75,000	29	71	57,700
Euronav	40	60	89,200	49	51	57,500
Teekay Tankers	NA	NA	NA	77	23	51,700
Average	31	69	84,025	42	58	58,360

주: 가격은 2019년 4분기 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

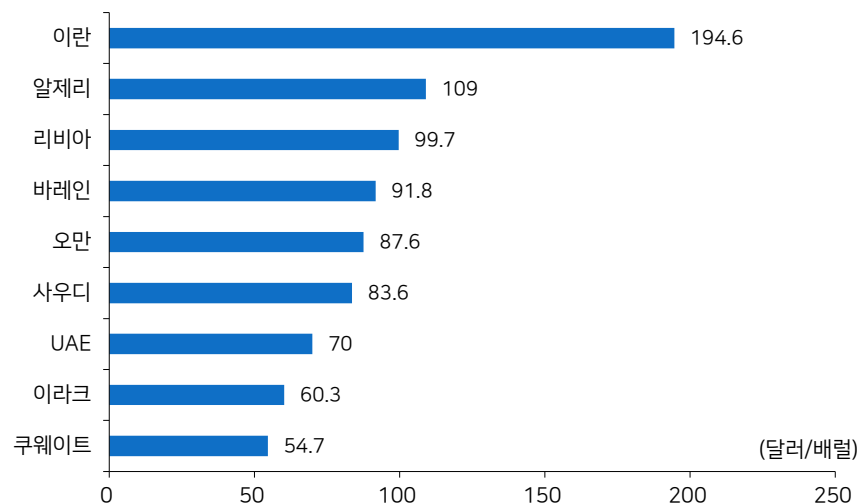
Covid-19 & Oil Shock: 저유가의 휴유증 '산유국 재정 악화'

2020년 하반기 전망 시리즈 **7**
정유/화학

중동, 그들의 선택은
결국 유가 부양

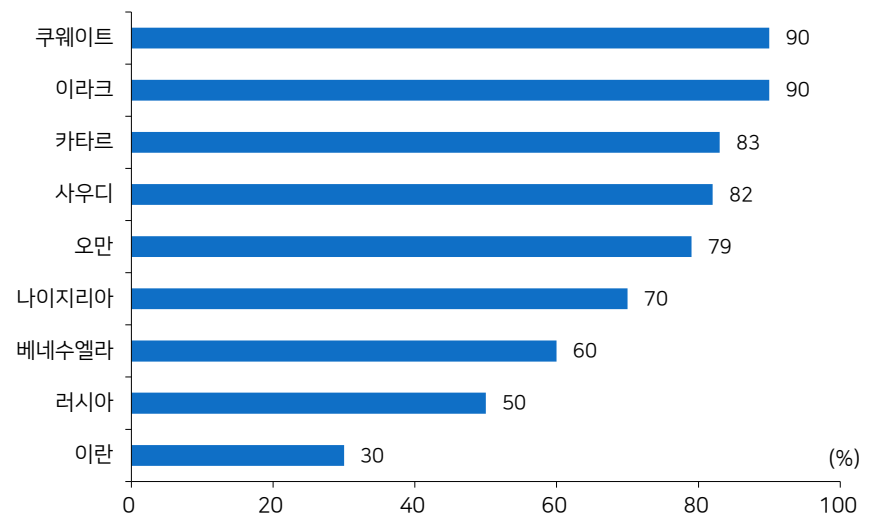
- 전통 에너지 수요였던 OIL의 패러다임의 변화 시그널
- 현재 Dubai 기준 40달러/배럴 미만 장기화는 산유국들의 재정 악화 견인

주요 산유국들의 재정수지 균형을 위한 유가 수준



자료: 메리츠증권 리서치센터

주요 산유국들의 E&P 재정수입 비중



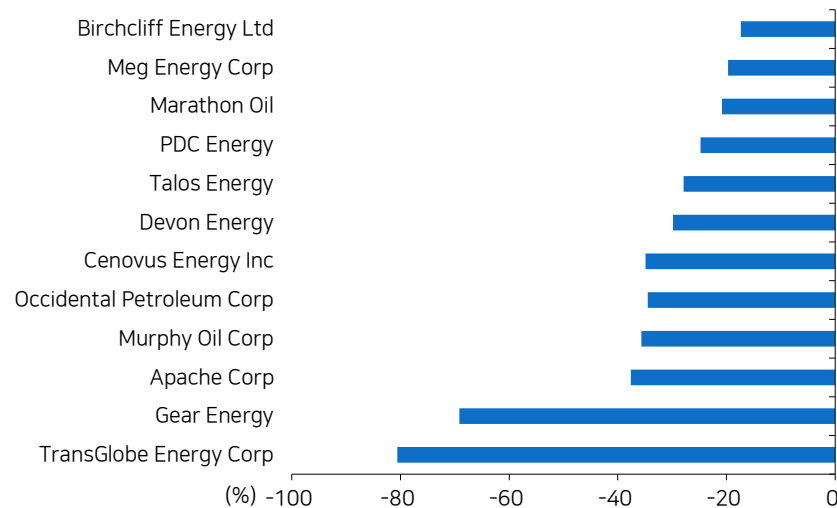
자료: 메리츠증권 리서치센터

Covid-19 & Oil Shock: 미국 E&P 보수적 경영전략

2H20 미국 산유량 -130만배럴/일 감소 전망

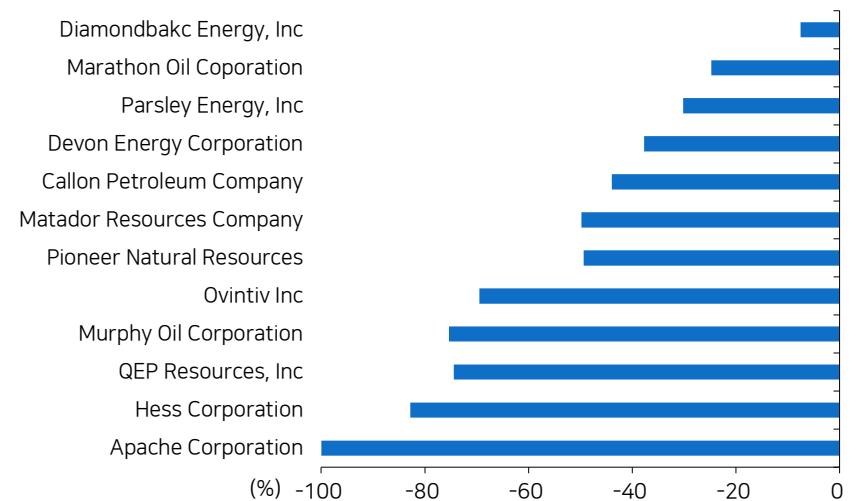
- 20년 3~4월 유가 급락 충격으로 북미 E&P 기업들은 capex 축소와 운영 rigs 감소를 발표
- 독립계 E&P 기업 Apache Corp., Murphy Oil, Devon Energy는 Capex 기존 대비 -30% 감축
- Major E&P 기업들의 보수적 경영전략으로 선화: Chevron 생산량 가이드스 -20% 하향
- S&P Global은 ExxonMobil의 신용등급 기존 AA+에서 AA로 하향
- Rystad Energy는 2020년 Capex 감축 총액은 650억달러, 신규시추 수는 계획 대비 -50% 감소 전망

2020년 북미 E&P Capex 축소 발표 기업들



자료: 메리츠증권 리서치센터

2020년 북미 Rigs 감축운영 발표 기업들



자료: 메리츠증권 리서치센터

Covid-19 & Oil Shock: 미국 E&P 건전성 악화

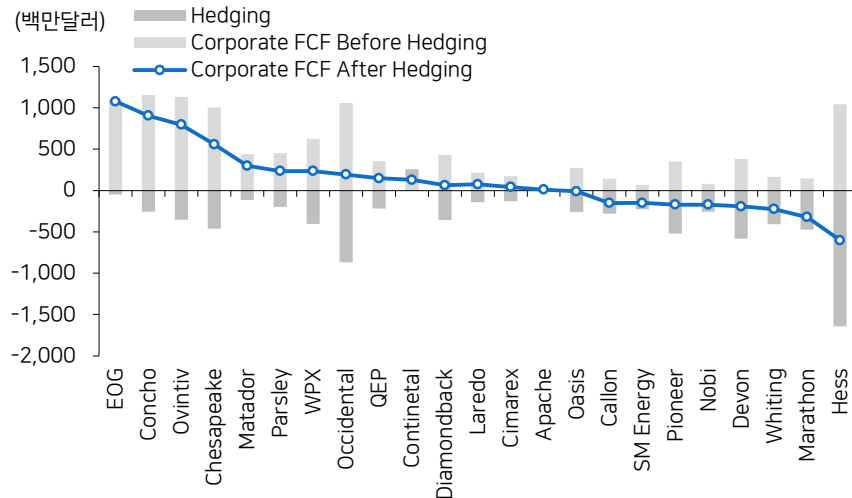
북미 E&P

신규시추 손실

유가 hedge 수익성 일부 보장

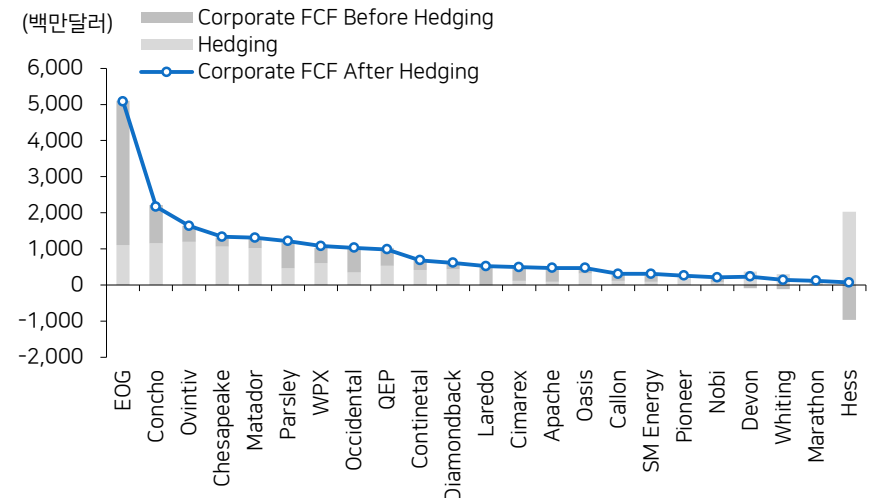
- Rystad Energy는 20.3월 "Low Oil Price? No Problem. Us shale Firms are set to save up billions in record-high hedging gains" → 장기 저유가를 우려한 일부 기업들은 21년 산유량에 대해 헷징 전략 수립
- 북미 E&P 기업들의 현금 흐름 악화: PUD(Proved Undeveloped) vs PDP(Proved Developed) 신규시추 활동에 필요한 유가 손익분기 수준은 WTI 46~52달러/배럴
- 북미 E&P 생존 전략의 핵심은 bep 하향 여부: (1) 비용 절감/효율성 개선(시추/유정완결 비용 14년 공당 7백만달러, 17년 5백만달러로 감소), (2) 기술진보와 효율성 개선(수압파쇄의 경우 다운타임비율 50%)
- IEA는 E&P 기업들은 향후 기업간 합병(Consolidation)과 효율성 개선(Further Efficiency Gain)이 관건이 생존 전략 핵심임을 발표

북미 PDP와 PUD 운영 시 현금흐름 현금흐름 감소



자료: 메리츠증권 리서치센터

북미 PDP 운영 시 현금흐름 상대적으로 증가



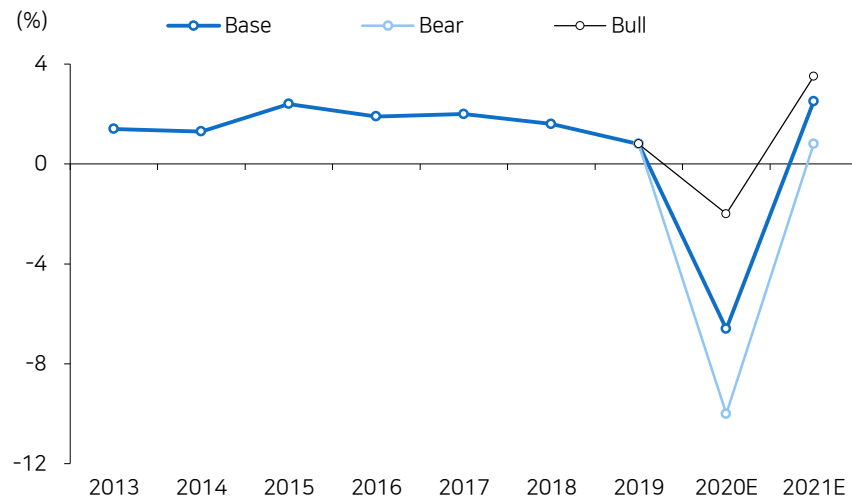
자료: 메리츠증권 리서치센터

2020년 연말 평균 WTI 38달러/배럴 전망

2020년 하반기 전망 시리즈 7
정유/화학

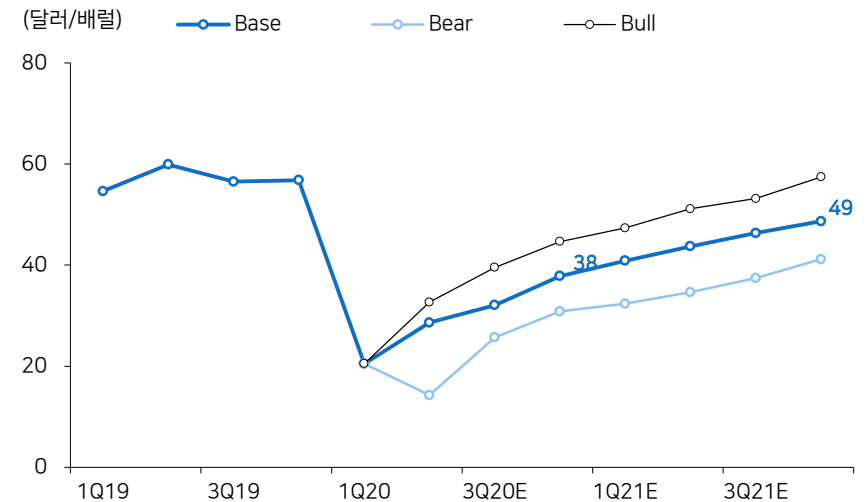
(백만배럴/일)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
OPEC											
Saudi Arabia	9.6	9.4	9.5	10.1	10.4	10	10.3	9.8	10	9.8	9.7
Iran	3	2.7	2.8	2.9	3.5	3.8	3.6	2.4	2.1	2.4	2.1
Non-OPEC											
Russia	10.7	10.9	10.9	11	11.3	11.4	11.5	11.2	11.4	11.2	11.5
United States	9	10.3	11.8	12.8	12.5	13.2	15.3	17.1	17.8	17.0	15.8
글로벌 총 공급량(A)	88.44	90.87	91.57	93.29	96.3	96.82	97.28	99.68	100.15	101.67	100.92
수요(B)	88.88	89.99	91.8	92.42	94.54	96.25	97.94	99.21	100.12	93.1	95.4
수요 성장률(% YoY)	0.6	1.2	2	0.7	2.3	1.8	1.8	1.6	1.3	-7.0	2.5
공급과잉량(A-B)	-0.4	0.9	-0.2	0.9	1.7	0.6	-0.7	0.5	0	8.5	5.5

원유 수요 전망치



자료: 메리츠증권 리서치센터

WTI 유가 전망



주: 전망치는 분기 평균 유가 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

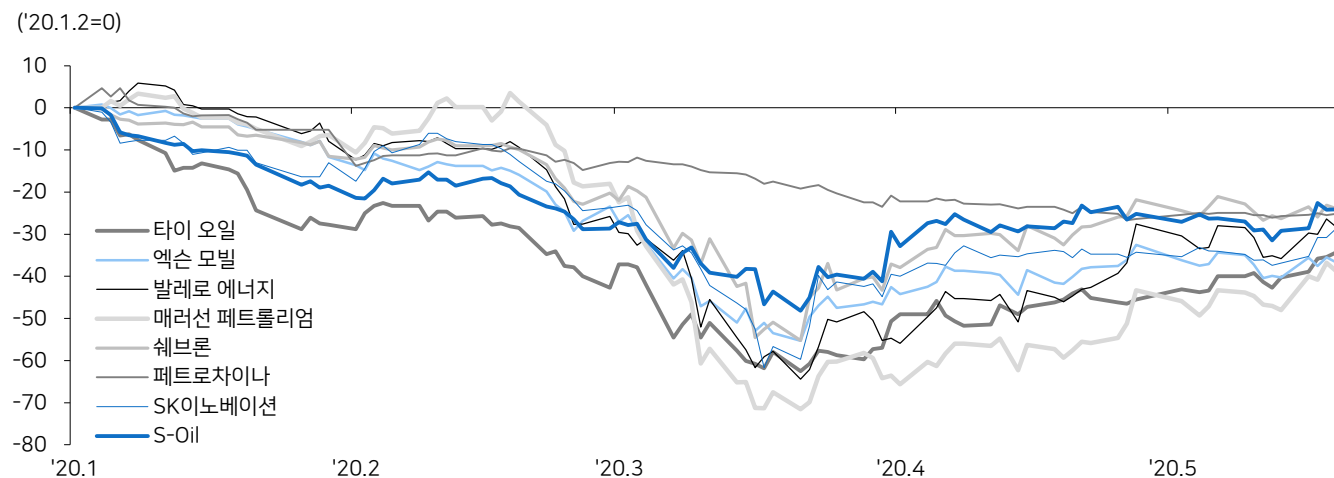
Part II

정유, 미워도 다시 한번 Overweight

유가 급락 & 수요 절벽

- 2H20 정유업종에 대한 비중확대 전략(기저효과)을 제시
 - (1) 유가 반등으로 연초 발생한 재고손실규모 상쇄
 - (2) 경기 회복으로 위축된 상업생산 정상화, 물동량(Q) 정상화
 - (3) 역사상 가장 강력한 환경규제 IMO2020 황규제 시행으로 저유황유 마진 개선
- 정유업종 주가 하락은 Covid-19 확산 & 수요 부진 반영 → 2H20 주가 정상화 전망, 기저효과가 가미된
- 최선호주는 SK이노베이션과 S-Oil 동반 제시

2020년 글로벌 지역별 정유사들의 주가 흐름(YTD)



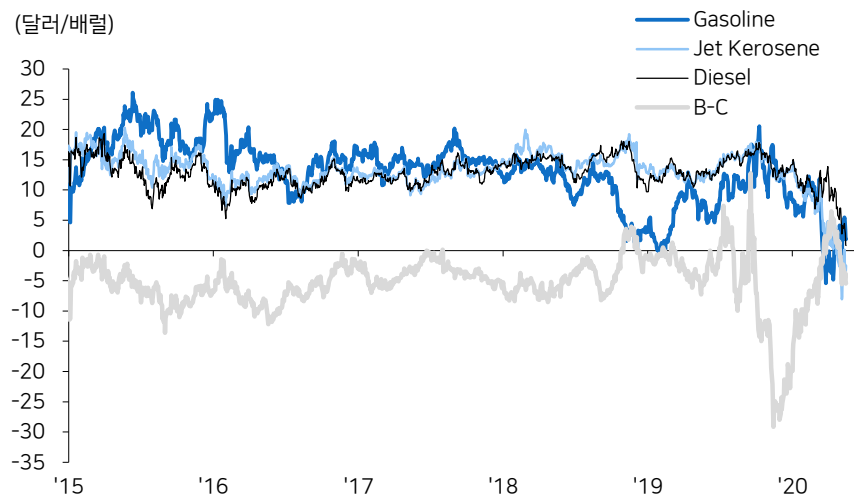
자료: 메리츠증권 리서치센터

[정유] Lockdown Shock, 부진

정유업종 보릿고개

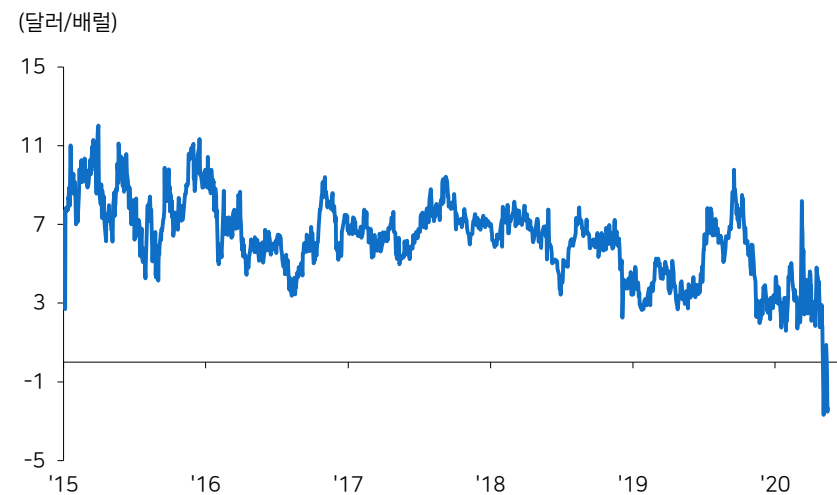
- Covid-19 확산으로 Recession에 유사한 수요 위축: 글로벌 4월 PMI 26.5(08년 금융위기 36.9 하회)
- 국가-지역간 Lockdown(이동제한) 영향으로 생산활동 위축과 글로벌 교역량 감소를 초래
- 정유업종 부진 근거는 (1) 유가 급락에 따른 재고손실 반영, (2) 주요 제품별 수요 급감으로 마진 악화
- 국내 정유 2개사 연간 영업이익 컨센서스 적자 전환
당사는 2020년 SK이노베이션 -1.5조원, S-Oil 영업적자 -3,195억원 추정(양사 모두 하반기 흑자전환)

석유제품별 마진 동향



자료: 메리츠증권 리서치센터

국내 정유사 정제마진 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

[정유] 공포에서 회복으로

Post-Lockdown 정상화를 대비할 시점

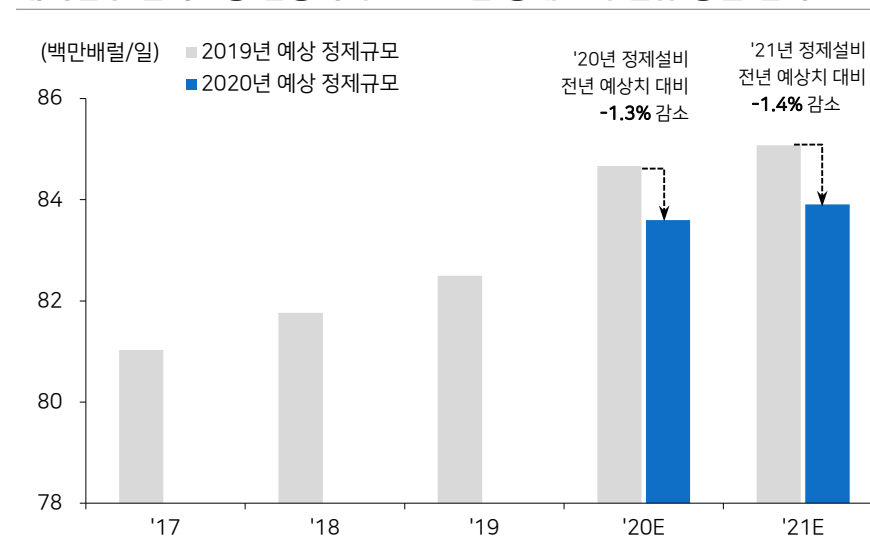
- 2020년 정유업 기존 전망은 (1) 유가의 완만한 상승, (2) IMO2020 규제 시행 & 저유황유 수요 증가
- 2020년 대외변수 불확실성 확대되며 정제설비 증설 스케줄 변경 사례 발생
(18~19년 정제설비 순증가규모는 기존 전망대비 18년 -25만배럴/일, 19년 -35만배럴/일 수정)

연간 글로벌 순증가량 기존 전망

(백만배럴)	2018	2019	2020E	2021E
정제설비	0.72	0.65	1.10	-0.76
휘발유/나프타	0.22	0.25	0.40	0.27
중질유	0.41	0.39	0.91	0.59
HSFO	-0.24	-0.37	-0.28	-0.20

자료: 메리츠증권 리서치센터

대외변수 불확실성 반영되며 20~21년 정제설비 신규 공급 변화



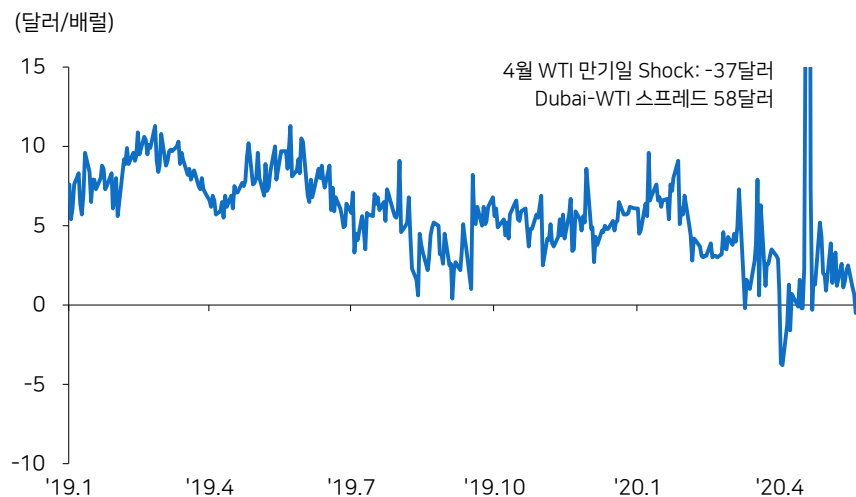
자료: 메리츠증권 리서치센터

[정유] 회복의 여건 마련

Post-Lockdown 정상화를 대비할 시점

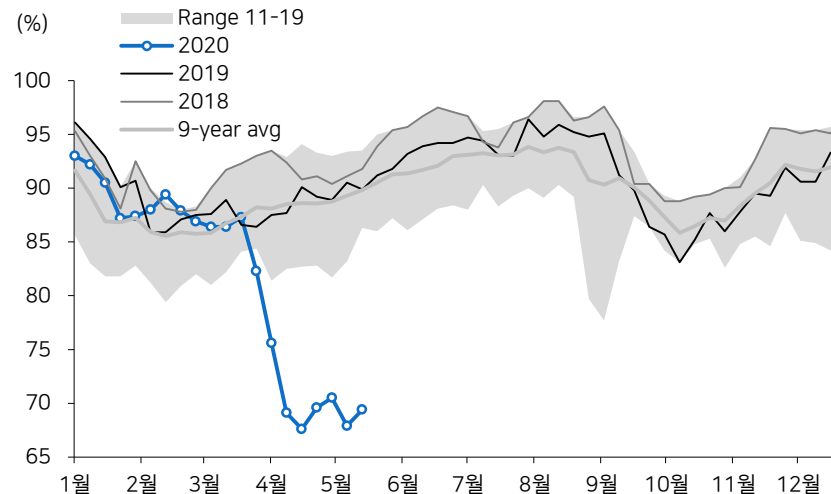
- 사우디 Aramco의 OSP 인하의 함의
 - (1) WTI 대비 Dubai의 상대적 강세 축소 의지
 - (2) 신규 고객사 확보를 위한 저가 원유 공세
- 국내 정유사들 OSP 파격 할인으로 원가 부담 축소는 긍정적, 반면 미국 정유사들은 원가 수혜 소멸
- 국내 정유사 현 시점이 수익성 바닥, 투자 심리 개선이 필요

Dubai-WTI 스프레드는 축소



자료: 메리츠증권 리서치센터

미국 정유사 가동률



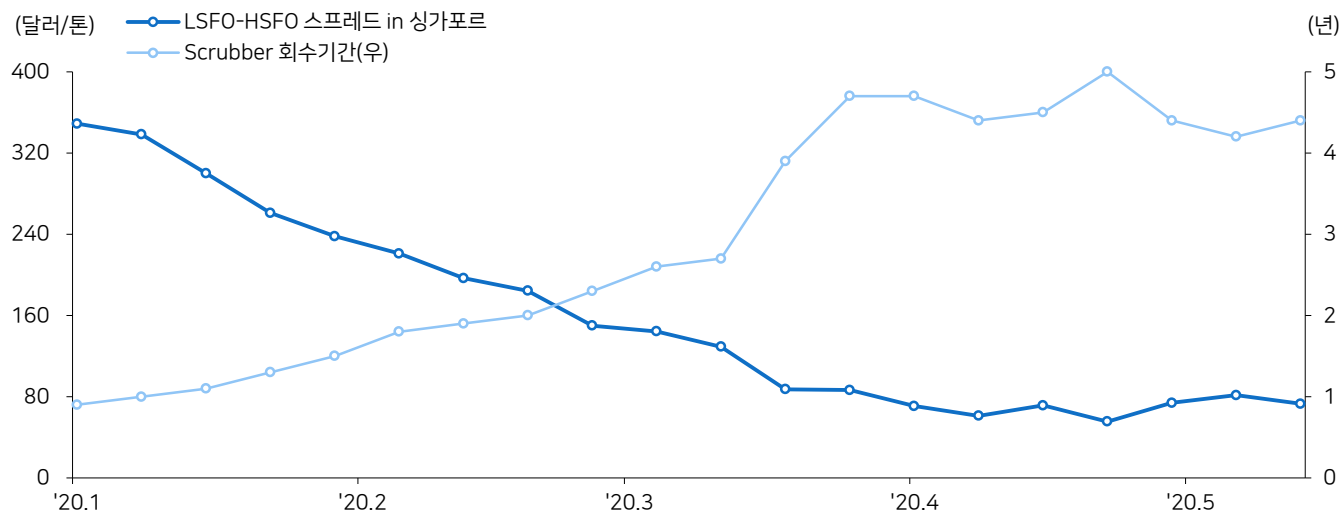
자료: 메리츠증권 리서치센터

[정유] IMO2020, 미워도 다시 한번

Post-Lockdown IMO2020 황규제 이행률 상승

- 2020년 정유업 기존 전망은 (1) 유가의 완만한 상승, (2) IMO2020 규제 시행 & 저유황유 수요 증가
- 금번 유가 급락은 되레 IMO 선박연료 규제 이행수단 저유황유 수요 증가 개연성을 높인 계기
(1) 저유황유-고황유 스프레드 축소, (2) Scrubber 투자 회수기간 증가
- 2H20 국가-지역간 Lockdown 해제와 경기회복 국면에서 글로벌 해상 물동량(Q)의 증가 예상
- 필연적으로 IMO2020 이행률 높아지며, 규제 이행 우선순위는 저유황유 > LNG > 탈황설비로 판단
- 2020년 정유업종에 대한 기존의 투자 포인트를 상기할 필요가 있음

LSFO-HSFO 스프레드 축소: 선주들의 운임비용 부담 완화. 반면, 스크러버 투자회수 기간은 기존 전망 대비 연장



자료: 메리츠증권 리서치센터

[정유] 국내 정유사 주요 가정

2020년 하반기 전망 시리즈 **7**
정유/화학

(달러/배럴, 십억원)	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
Dubai	34.7	31.6	35.1	40.8	43.9	46.7	49.3	51.7	63.4	35.5	47.9
HSFO마진	-3.0	-8.0	2.0	0.0	3.0	3.1	3.3	3.4	-5.0	-2.3	3.2
LSFO 마진	5.0	5.0	14.0	13.0	11.0	11.5	12.0	12.6	8.1	9.3	11.8
휘발유 마진	6.9	7.4	8.0	8.7	8.0	9.0	9.4	9.8	9.0	7.7	9.1
LSFO-HSFO 스프레드	8.0	13.0	12.0	13.0	8.0	8.4	8.8	9.1	19	11.5	8.6
복합정제마진	3.4	2.2	7.7	7.0	6.5	7.9	8.1	8.9	6.1	4.8	7.8
SK이노베이션 정유이익	-1,636.0	-657.6	279.1	353.4	67.9	350.7	375.1	473.3	450.3	-1,661.1	1,267.0
S-Oil 정유이익	-1,190.0	-294.5	161.8	235.2	153.4	167.8	167.9	172.6	-20.4	-1,087.4	661.7

주: 국내 정유 2개사 정유부문 영업이익 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

[정유] P-X Down-cycle 장기화

P-X 수급 불균형

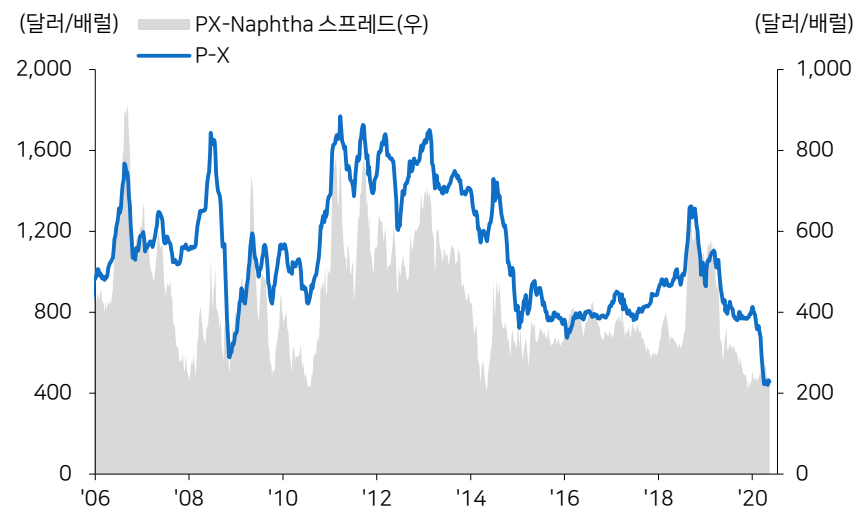
- 2020년 P-X 침체구간의 기존 전망을 유지: (1) 역내 P-X 공급량 증가, (2) 화석체인 수요 부진
- 19~21 P-X 증설 규모 19년 1,160만톤, 20년 690만톤, 21년 256만톤
→ P-X 잉여공급량 19년 585.7만톤, 20년 317.6만톤, 21년 258.7만톤으로 추정
- Covid-19 확산으로 전방 의류제품 수요 부진과 P-X 잉여공급량 증가로 화석체인 부진 지속

중국 P-X 신규 증설 규모

국가	회사	캐파(만톤/연)	실질 캐파	가동일정
중국	Fujian Fuhaichuang Petrochem 2	80	60	2Q19
사우디	Saudi Aramco	80	46.7	2Q19
이란	NPC	-6	-6	1Q20
중국	Heng Li Petrochemical 1	225	168.7	2Q20
중국	Sinopec Hainan Refining 2	80	40	3Q20
중국	Zhejiang Petrochemical	160	80.7	3Q20
중국	Heng li Petrochemical 2	225	225	
중국	Zhejiang Petrochemical	160	133.3	1Q21
중국	CNOOC Kings	96	48	3Q21
브루나이	Zhejiang Hengyi	150	75	2H21

자료: 메리츠증권 리서치센터

P-X 스프레드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

Part III

석유화학, 선부른 회복론을 경계

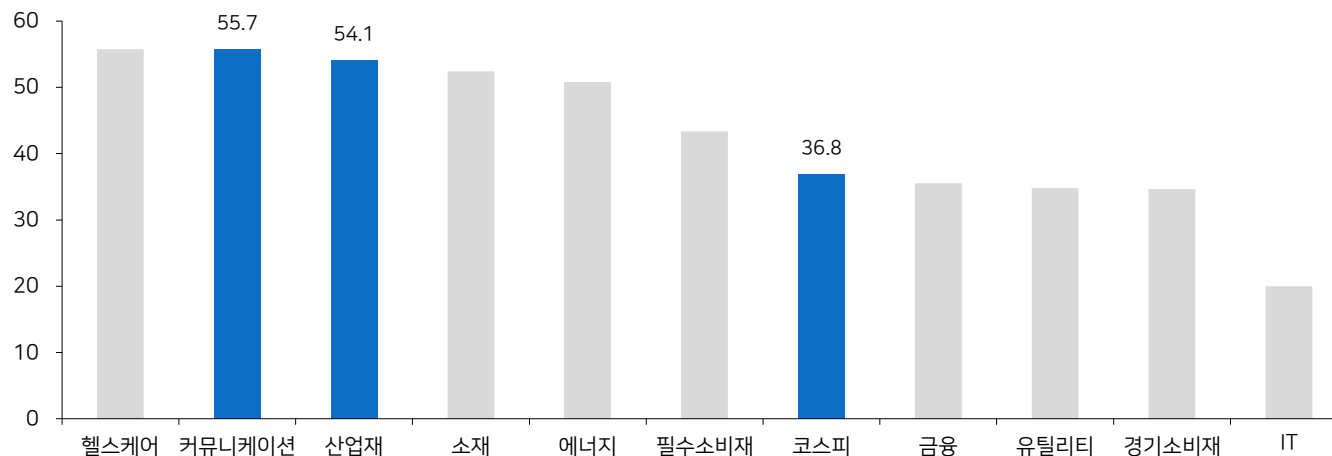
[화학] Post-Lockdown 경기회복 낙관론에 근거한 주가 상승

3/19 이후 석유화학업종
+50% 주가 반등

- 20.3월 Covid-19 공포심리 절정으로 치닫으며 KOSPI 업종 주가 낙폭
- 3월 주가 낙폭 이후 주가 반등폭을 살펴보면
의료장비 헬스케어 > 의료용 수요 및 경기회복 낙관론에 근거한 화학 순으로 회복, IT 업종 수익률 압도

3월 KOSPI 연중 저점 이후 산업별 주가 반등폭 점검

(%) KOSPI 연중 저점 3/19 이후 산업분류별 주가 반등폭



자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] 1H20 석유화학 불확실성이 해소, 단기 주가 Rally

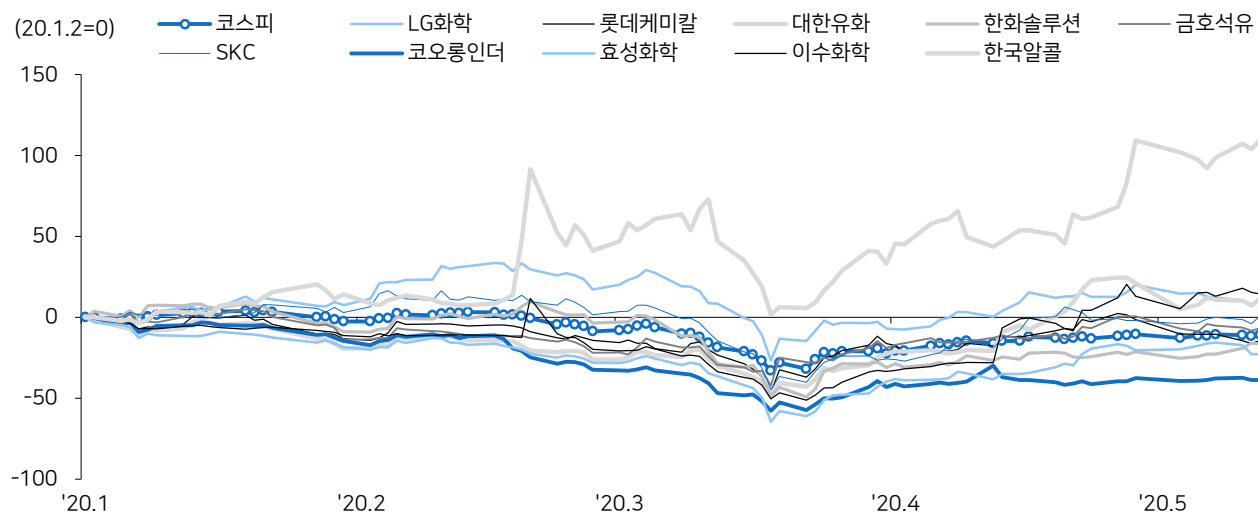
주가 Re-rating 여건

(1) 유가 하락 수혜

(2) Covid-19 수혜 품목 원재료

- 20년 상반기 기업별 주가 흐름
한국알콜(+97.4%)> LG화학(+20.1%)> 대한유화(+8.2%)> 이수화학(+5.8%)> SKC(+4.2%)
- LG화학: EV향 전지 출하량 증가 및 수익성 개선으로 국내 화학 경쟁사 대비 멀티플 프리미엄
- 대한유화: Covid-19 확산에 따른 PP 수요 증가 및 유가 급락에 따른 원가 개선으로 주가 re-rating
- SKC: KCFT 100% 인수 마무리 및 동박 프리미엄 반영
- 한국알콜: Covid-19 확산으로 전방 손세정제 수요 증가에 따른 주정사업부문 이익 개선

국내 석유화학 주가 흐름(2020년 YTD)



자료: 메리츠증권 리서치센터

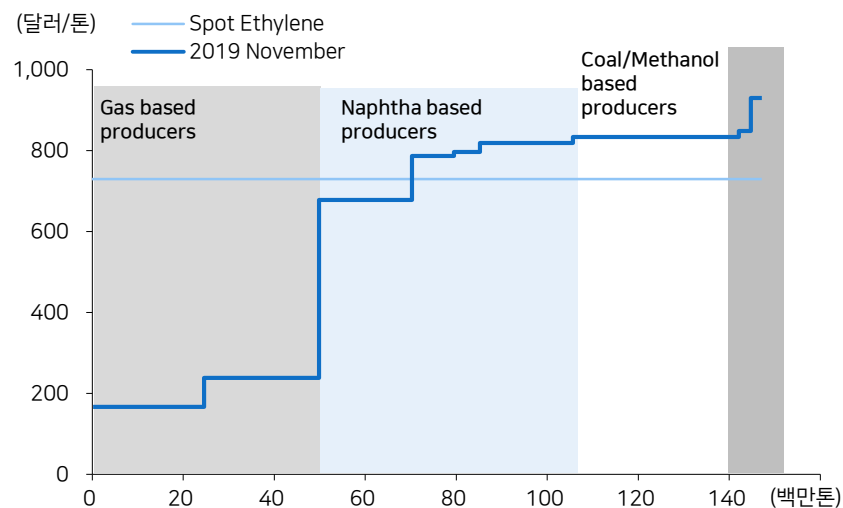
[화학] 20년 NCC 위기로 부각: 대외변수 불확실성 확대

(1) 유가 변동성 확대

(2) 불확실성에 따른 수요 관망

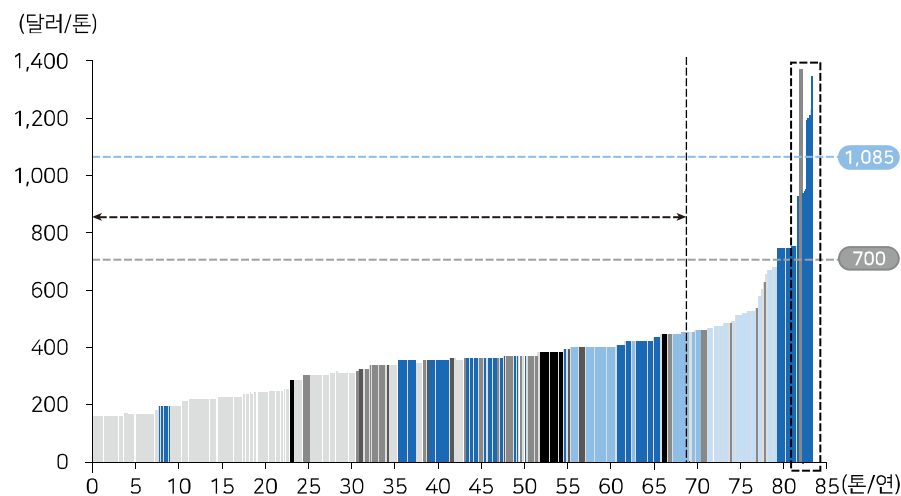
- 2020년 연초 대외변수 불확실성 확산: (1) 중동 Risk에 따른 유가 급등, (2) 수요 불확실성
- 글로벌 석유화학 설비별 수익성 체감온도 뚜렷: NCC 마진 악화, ECC 마진 우위
- 2020.3월 동북아 에틸렌 평균 가격 777달러/톤으로 하락, 이는 설비 BEP 하회 수준
당시 Dubai 유가 35달러/배럴, 나프타 가격 300달러/톤 → 1Q20 에틸렌 스프레드 226달러/톤(-30.8%)

2020년 YTD 평균 동북아 에틸렌 거래가격 630\$/ton



자료: 메리츠증권 리서치센터

동북아 NCC들의 수익성 악화: 중국>일본>한국 순서



자료: 메리츠증권 리서치센터

Part IV

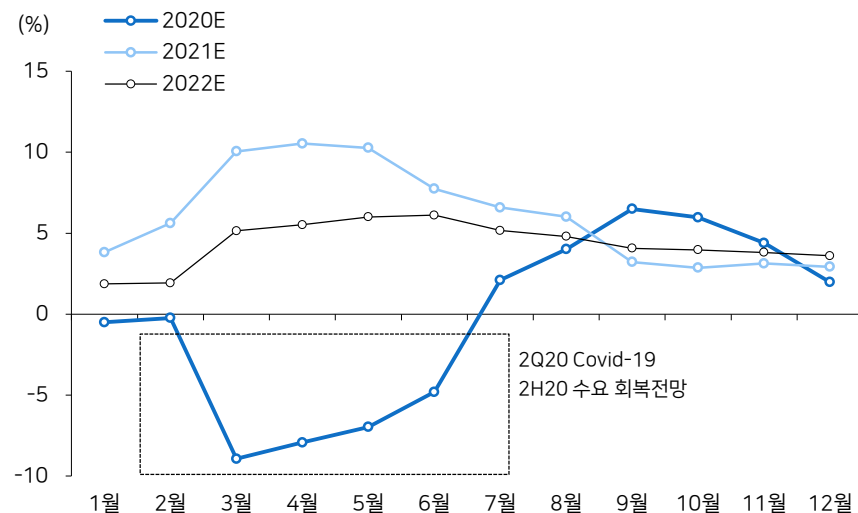
석유화학, Cycle 바닥을 다져가는 중

[화학] 2Q20 수요 절벽 예상

2Q20 불확실성 극대화

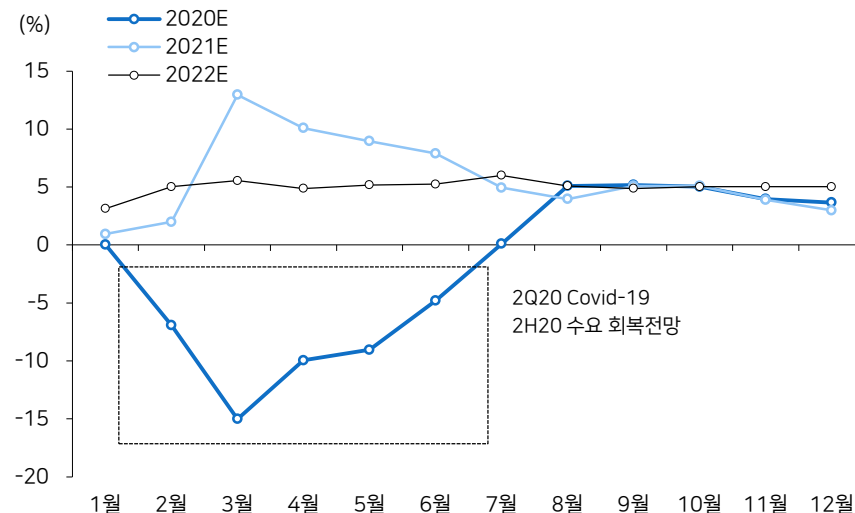
- 3월 말 Covid-19 글로벌 전 지역 확산(미국/유럽)으로 국가-지역간 이동 제한(Lock Down) 규제
- Covid-19 충격으로 실물경기와 생산활동 위축 발생 → 수요 절벽 및 주요 설비 가동 중단 사례
- 2Q20 Covid-19에서 빠른 회복력을 보인 중국과 달리, 중국 외 지역의 생산활동 위축 지속되며 수요 절벽 확인할 가능성이 높음
- 2020년 연간 에틸렌 수요는 기존 전망치 대비 1천만톤 감소(-7% 수정)

글로벌 에틸렌 수요 YoY 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

글로벌 프로필렌 수요 YoY 변화



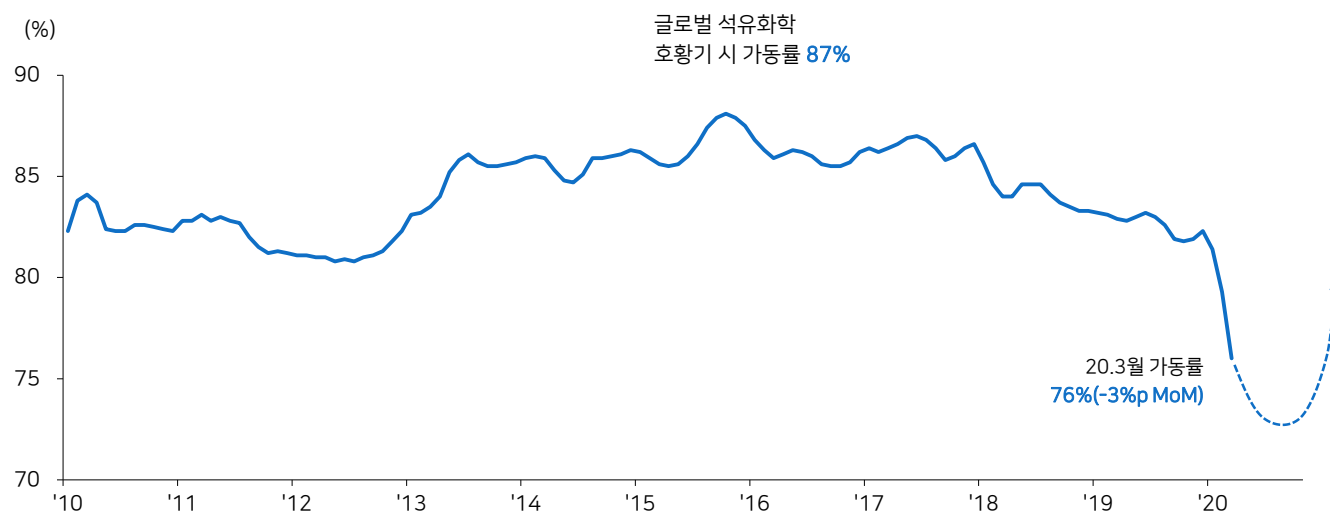
자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] 08년 금융위기 수준에 버금가는 글로벌 석유화학 가동률

4~5월 가동률 추가 하락 예상

- 20.3월 글로벌 석유화학 가동률은 과거 08년 금융위기 수준 가동 수준으로 하락
- 과거 가동률 저점은 1982년 68%, 2008년 73%, 20.4~5월 가동률 추가 하락 예상
- 기존 2020년 석유화학 가동률 전망치는 86%. 2020년 Covid-19 영향 반영으로 가동률 80% 하향 조정
- 당사는 2Q20 경기 저점으로 1H21까지 'V'자 회복(기저효과) 전망, 경기 회복론에 기반 글로벌 석유화학 가동률 반등 예상

글로벌 석유화학 설비별 평균 가동률 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] Post-Lockdown, 중국 경기부양의지 확인

중국 경기성장률 목표 4.0%

- 20.5월 중국이 제시한 경기 성장률 목표(3.5~4.0%)는 공격적인 숫자로 긍정적이라 판단
→ 경기 부양을 위한 정책 우선순위는 투자, 시스템 리스크 통제, 방역 통제 중심
- 중국의 경기 부양은 투자가 내수 진작(소비)에 앞선 우선순위로 해석
→ 19년 대비 인프라 자금조달 의지(3.5조위안 특별채) 및 인프라 투자 증가율 10%에 근접할 가능성
- 20.5월 중국 양회회의 시사점은 중국 경기부양 의지가 뚜렷한 점에서 화학이 정유 대비 투자 매력도 우위
단, 철도/공항 등 구형 인프라 프로젝트 투자 가시성이 높은 점은 화학 수요를 자극할 연관성은 적어
- 단, 중국 경기부양책에 따른 국내 석유화학의 단기 Trading 기반을 마련한 점은 긍정적 이벤트

2019~2020년 중국 정부의 주요 경제과업 점검

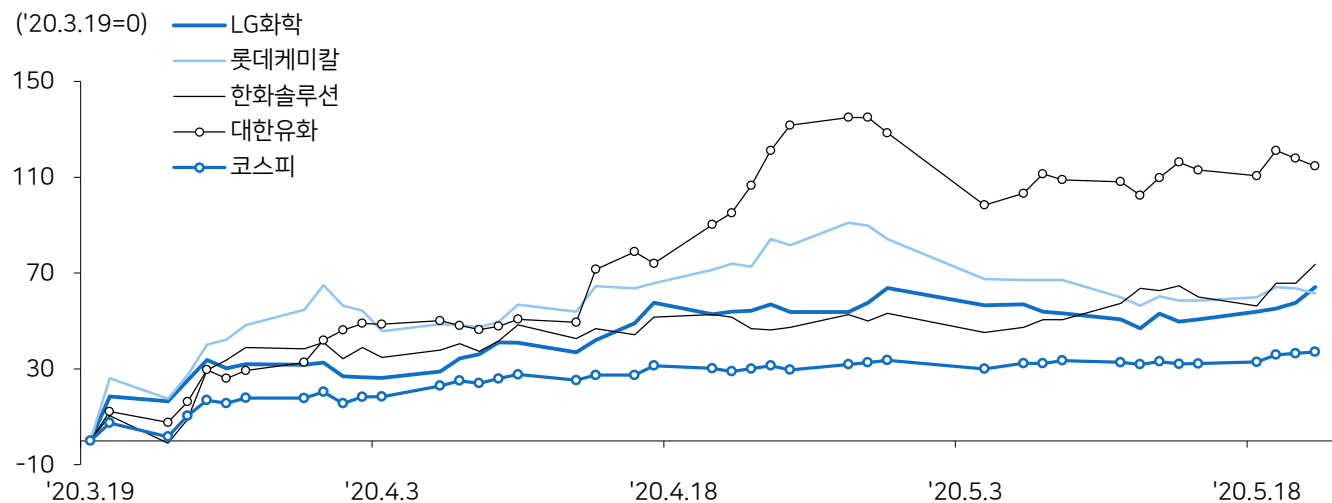
순위	2019년	2020년
1	▪ 공급 개혁: 제조업 고도화, 원가 절감, 민간기업 활성화	▪ 전염병 억제/예방 통제: 전염병 억제 메커니즘 구축
2	▪ 내수시장 육성: 신성장성 산업 육성 및 투자 확대	▪ 빈곤퇴치, 환경규제 등: 유동성 관리, 빈곤/오염퇴치 노력
3	▪ 빈곤퇴치, 환경규제: 디레버리징, 빈곤/환경문제	▪ 내수시장 구축: 소비잠재력 제고, 효율적 투자
4	▪ 혁신국가 이행: 양질의 혁신, 스타트업 지원	▪ 공급 개혁과 산업/공급망 고부가가치: 중소/영세기업 지원 강화
5	▪ 개혁 및 규제완화: 국유기업 개혁, 규제완화, 금융 혜택	▪ 기술 혁신: 핵심기술 이식, 양질의 혁신과 제조업 고도화
6	▪ 고도화된 개방: 일대일로 국제협력, 외국인투자 유지	▪ 개혁/경제개발 역동성: 행정 간소화, 국유기업/핵심산업 개혁
7	▪ 지역간 균형개발: 신형 도시화	▪ 지역간 균형개발: 거점별 개발 및 신형 도시화 가속
8	▪ 민간 삶의 질 제고: 고용/사회안전망 구축, 서비스 질적 향상	▪ 경제개방: 외국인자본 활용, 한-중-일 FTA 추진

자료: 메리츠증권 리서치센터

부정적 요인 단기 해소

- 2020년 1분기 Covid-19 공포심리 확산으로 냉탕과 온탕을 동시에 경험한 국내 석유화학업종 주가
- 3월 이후 빠른 주가 회복력은 (1) 유가 급락에 따른 NCC의 원가 하락 수혜, (2) 국가별 경기부양 의지 : LG화학 +50.7% / 롯데케미칼 +59.8% / 한화솔루션 +57.4% / 대한유화 +108.1%
- 주가의 추가 re-rating 선결조건은
(1) 원가 하락의 수혜 지속성(나프타, 프로판), (2) Covid-19 이후 제품별 수요 성장성(의료용, 포장용)
(3) 2H20 이후 경기 회복 모멘텀이 필요

20.3월 연중 저점 이후 화학기업들의 주가 추이



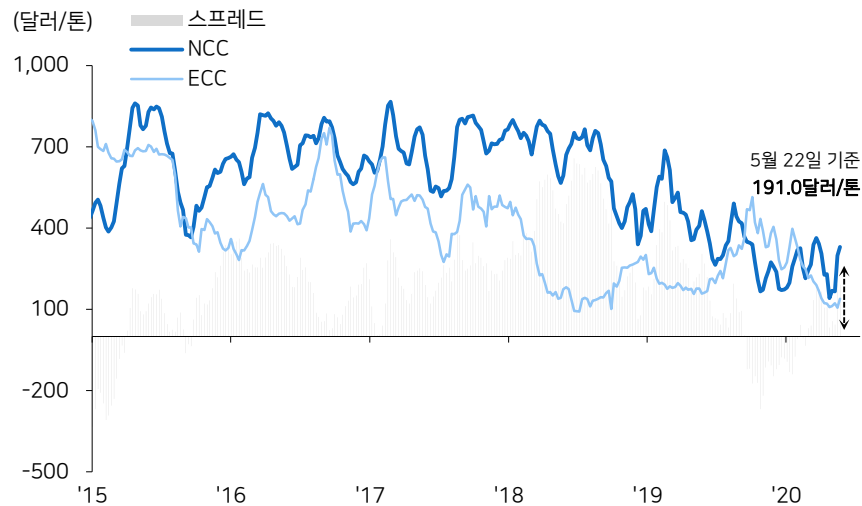
자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] 석유화학 투자심리 개선

투입 원가 하락

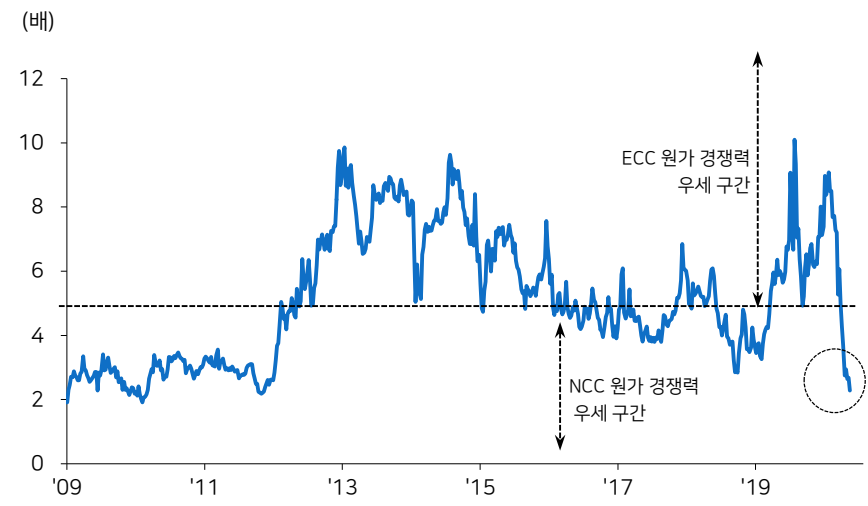
- 대다수 화학 제품은 범용 성격으로, 원가 절감을 통한 수익성 관리가 우선순위
- 연초 유가 급락(나프타-에탄 스프레드 43달러/톤 축소)으로 NCC는 ECC 대비 원가 경쟁력이 부각
- 통상적으로 나프타/에탄 ratio 5배 미만에서는 NCC의 원가 경쟁력이 우월했음
- 2020년 유가 상승폭이 관건. 동사는 20년 WTI 38달러/배럴, 21년 48달러/배럴 전망

석유화학 설비별 투입원가 비교: 에탄 vs 나프타



자료: 메리츠증권 리서치센터

나프타/에탄 Ratio 비교: 5배 이하에서 NCC의 원가 경쟁력 우세



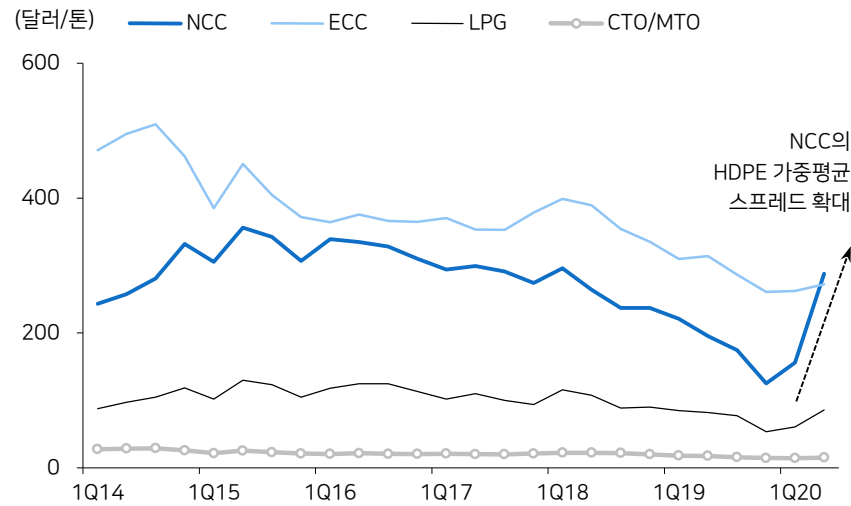
자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] 석유화학 투자심리 개선

투입 원가 하락

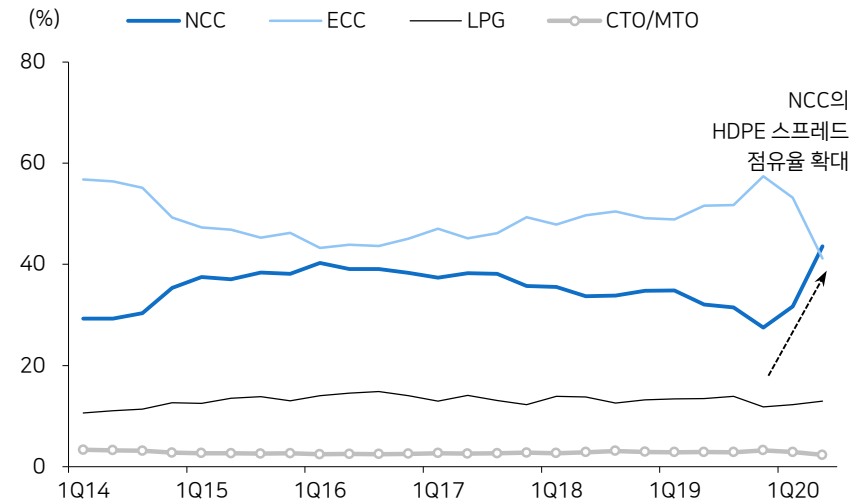
- 글로벌 석유화학 원가 경쟁력은 NCC가 ECC에 버금하는 수준으로 회복
- 2020년 WTI 유가 37달러/배럴 전망→ 점진적 유가 상승 감안한 원가 경쟁력은 ECC 다소 우위
- Covid-19 이후 지역간 고립주의 강화 전망→ 미국의 석유화학 수출 타격 불가피
20.1~2월 미국의 HDPE와 LLDPE 수출 +38% YoY, +45% YoY 증가
동기간 중국의 미국산 HDPE와 LLDPE 수입규모는 +20% YoY 증가

석유화학 설비별 에틸렌 스프레드 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

석유화학 설비별 HDPE 가중평균 스프레드 점유율



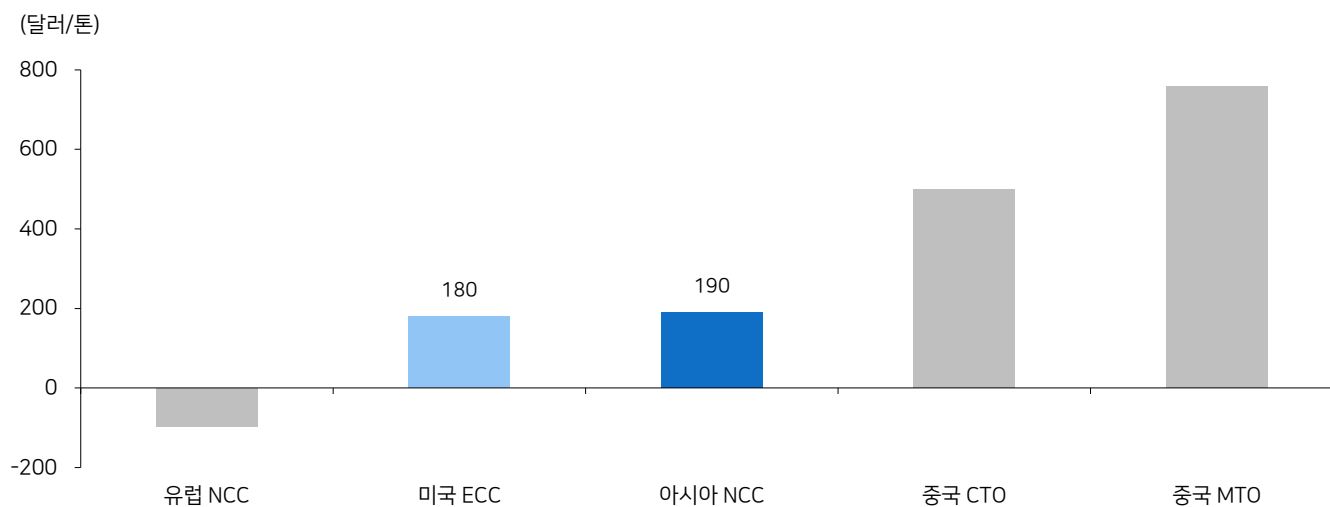
자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] 석유화학 투자심리 개선

투입 원가 하락

- 2개월간의 저유가 기조 유지되며 석유화학 설비별 cash-cost의 변화 발생
- WTI 60\$/bbl → 에틸렌 cash-cost는 ECC 220\$/ton, NCC 390\$/ton
- WTI 23\$/bbl → 에틸렌 cash-cost는 ECC 180\$/ton, NCC 190\$/ton
- 북미 → 아시아 운송비용 150\$/ton 감안하면 NCC와 ECC의 제조 원가 유사
- 석유화학 원가 경쟁력 판단 핵심은 **유가**

석유화학 설비별 에틸렌 제조 cash-cost 점검



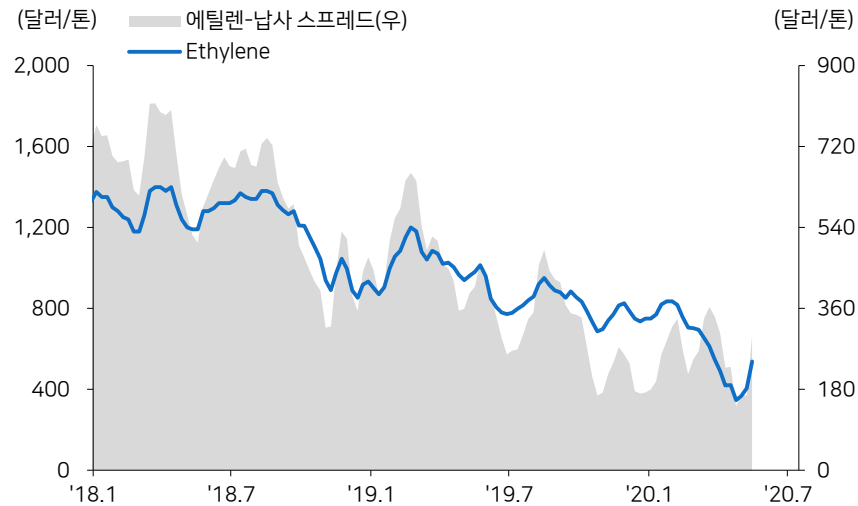
자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] Covid-19의 기회요인 점검

Covid-19 확산으로 기존 제품 수요 증가

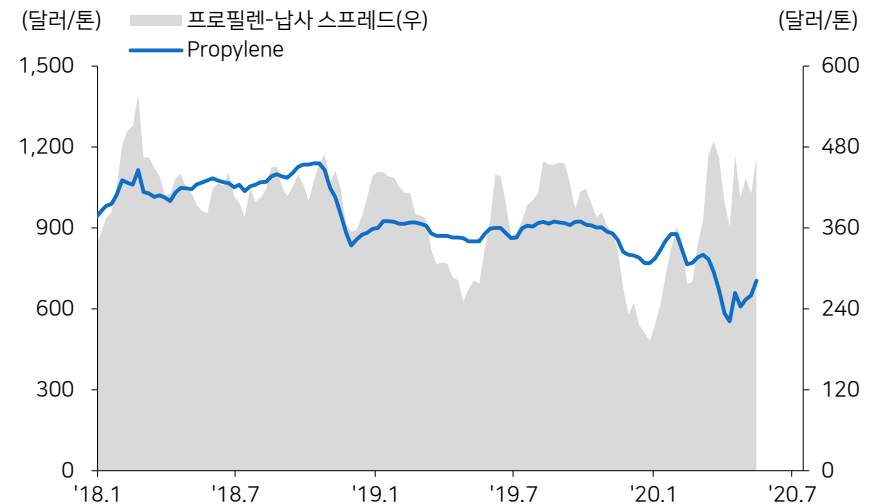
- 2020년 에틸렌 대비 프로필렌의 수급 건전성 부각
(1) 전방 수요: 코팅용/플라스틱용 PP 수요 증가
(2) 프로필렌-PP 공급: 정유사 RFCC 가동률 하락으로 프로필렌 계열 공급량 감소
- ECC 대비 NCC의 경쟁력 부각: (1) 원가, (2) 제품 생산
- NCC의 원가 경쟁력은 저유가 기조에서 발생
- NCC의 제품 생산 경쟁력은 Covid-19 확산에 따른 의료용/포장용 수요 증가
→ HDPE/PP, 아세톤-IPA 등의 수요 창출 효과

동북아 에틸렌 가격/스프레드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

동북아 프로필렌 가격/스프레드 추이



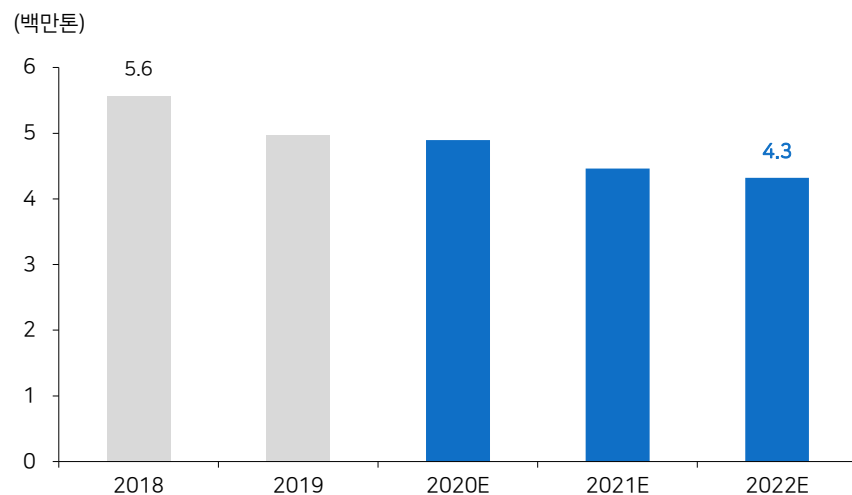
자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] 석유화학 구조적 변화가 나타날까?

북미 에탄 공급량 점진적 감소

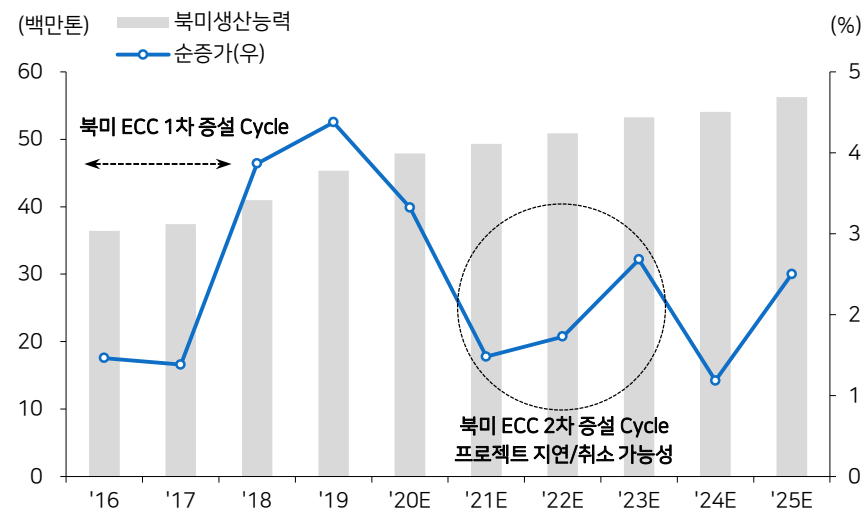
- 기존 국내 NCC에 위협요인은 저가의 원재료 기반 ECC 신규 공급 증가에 따른 NCC들의 수익성 훼손
- Covid-19이 견인한 저유가 기조는 석유화학 원재료 dynamics 상 변화를 유도
(기존) ECC > NCC > CTO/MTO, (변경 후) ECC = NCC > CTO/MTO
- 북미 E&P 기업들의 20~21년 보수적 경영(Capex 축소 및 Rigs수 감소)으로 에탄 공급량 감소 전망
- 특히 18년 이후 북미 에탄의 공급 과잉은 18년 560만톤에서 연평균 -5% 감소 전망

북미 에탄 수급 밸런스 점검: 에탄의 수급 불균형 점진적 해소



자료: 메리츠증권 리서치센터

미국의 에틸렌 생산능력 재점검



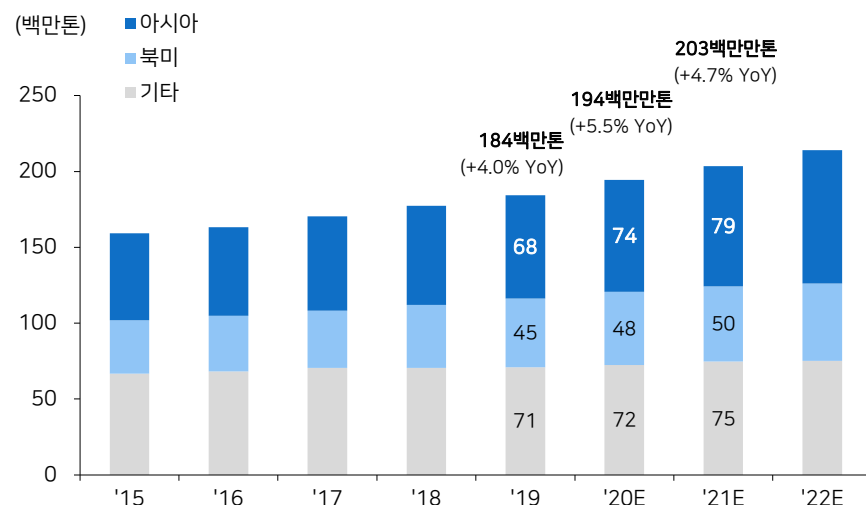
자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] NCC 부진 종료 시점 앞당겨질 전망

2021년 수급 건전성 회복

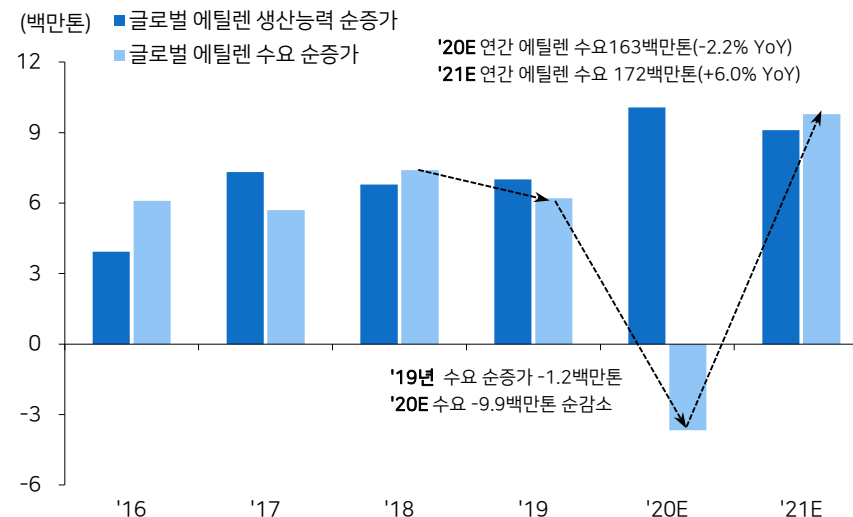
- 기존 2020년 국내 NCC의 Down-cycle 전망의 근거는
(1) 2020년 유가 상승에 따른 NCC들의 ECC 대비 수익성 부담
(2) 19~21년 연간 에틸렌 1천만톤(연 +5%) 증가에 따른 수급 불균형
- 기존 2가지의 부정적 근거 중, 유가 급락 변수는 향후 글로벌 석유화학 수급 변화를 이끌 이벤트로 판단
- Covid-19 영향으로 글로벌 에틸렌 수요 전망은 기존 대비 최대 -12% 감소, 수요 바닥 예상
: Covid-19 종식 시점과 국가별 경기부양책/수요 회복 속도가 관건
- 북미 ECC 2차 증설 프로젝트는 1차 증설 대비 1/3 규모로 축소→ 21년 회복 기조 예상

글로벌 에틸렌 생산능력 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

에틸렌 생산능력 및 수요 순증가 추이



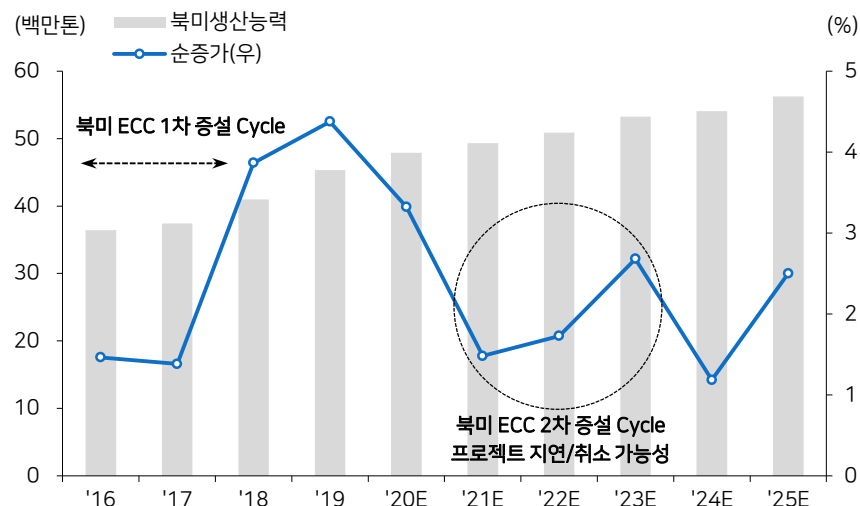
자료: IHS, 메리츠증권 리서치센터

[화학] 북미 ECC 2차 프로젝트 절대적 규모 1차 대비 축소

북미 ECC 2차 프로젝트 에틸렌 300만톤 신규 증가

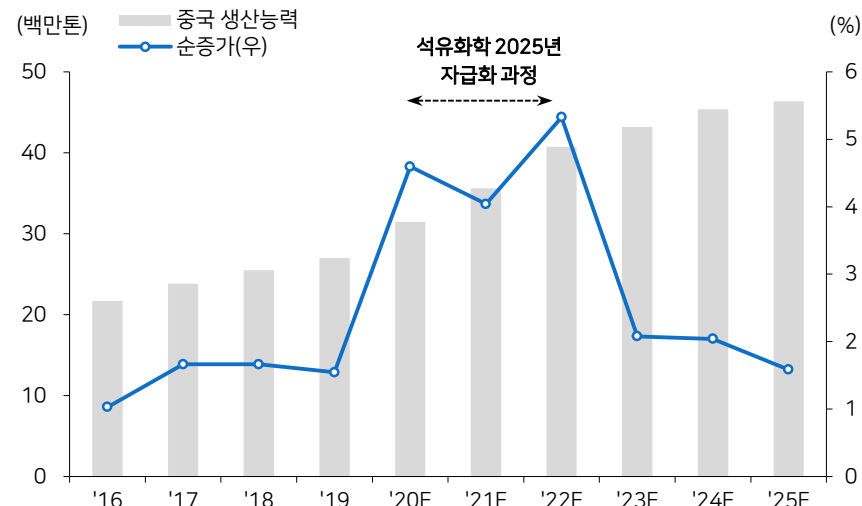
- 2020년 하반기 글로벌 에틸렌 공급 증가 압박은 점진적으로 소멸, 2021년 석유화학 회복 궤적을 전망
- 석유화학 신규 프로젝트의 가장 큰 Risk는 원가 변수
 - 14년 유가 급락으로 북미/중동 ECC의 프로젝트 완공 시점 지연 혹은 발주 취소 사례
 - 2020년 대외변수 불확실성과 Covid-19의 비대면으로 2차 ECC 증설 프로젝트 변경 가능성 높은 점
- 20.1월 기준 글로벌 에틸렌 생산능력은 20년 1.9억만톤, 21년 2.0억만톤, 22년 2.1억만톤

북미 에틸렌 생산능력 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

중국 에틸렌 생산능력 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] 북미 PE 증설 예상 현황

2020년 하반기 전망 시리즈 **7**
정유/화학

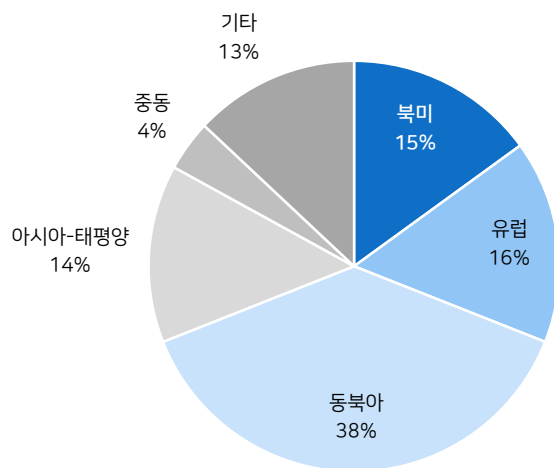
기업	PE 생산규모(만톤)	종류	가동 시점
Sasol	89	LLDPE 47, LDPE 42	1Q19~2Q20
LyondellBasell	50	HDPE	1Q20
Formosa Plastics	80	HDPE 40, LDPE 40	3Q19~2Q20
Total/Borealis	62.5	PE	2021
Shell	160	HDPE/LLDPE(55), HDPE 50	2021
NOVA	43	LLDPE 47, LDPE 42	2022
Sabic/Exxonmobil	미정	미정	1H22
Dow	60	미정	2H22
FG LA LLC- Phase 1	80	LLDPE 40, HDPE 40	2023
PTT GC/대림산업	160	HDPE 70, HDPE/LLDPE 45, LLDPE 45	2024
CP Chem/Qatar Petroleum	200	총 2개 라인 HDPE 100	2024
Motiva	미정	미정	2024

[화학] PE/PP, bottom-out

Covid-19 영향과 PE 수요

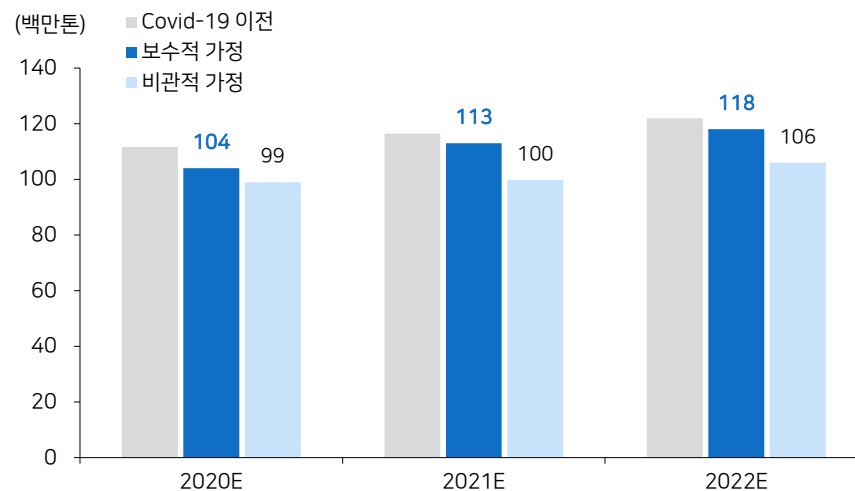
- 19년 기준 중국의 PE 수요는 3,500만톤: 포장필름용 PE 수요는 1,800만톤
- 중국의 PE 평균 가동률 70~80%, 3월 Covid-19 확산으로 평균 가동률 40%
- Covid-19 위기 지속 기간에 따른 PE 수요 전망치 점검
(낙관적) 6월 내 Covid-19 peak-out, 2020년 PE 수요 1.04억만톤(-3% YoY)
(비관적) 연말까지 Covid-19 영향권, 2020년 PE 수요 9.9천만톤(-8% YoY)

2020년 글로벌 PE 국가별 수요 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

연간 PE 수요 전망



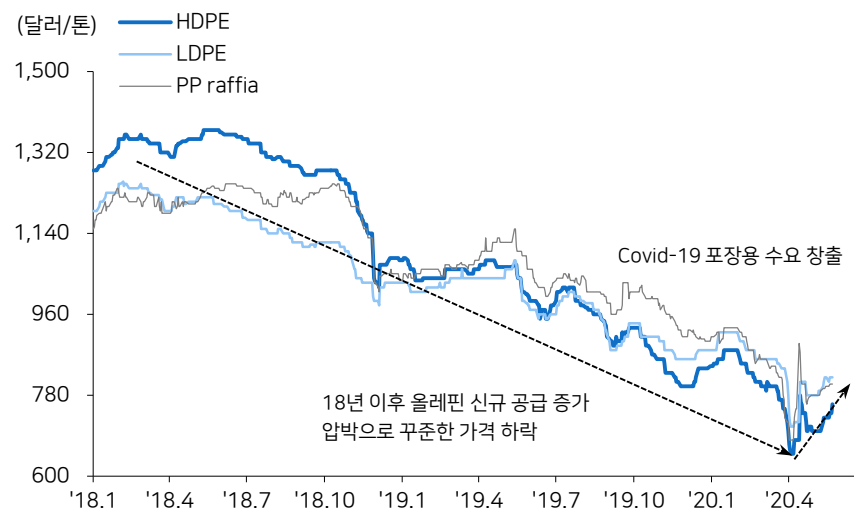
자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] PE/PP, bottom-out

PE/PP 수익성 개선 전망

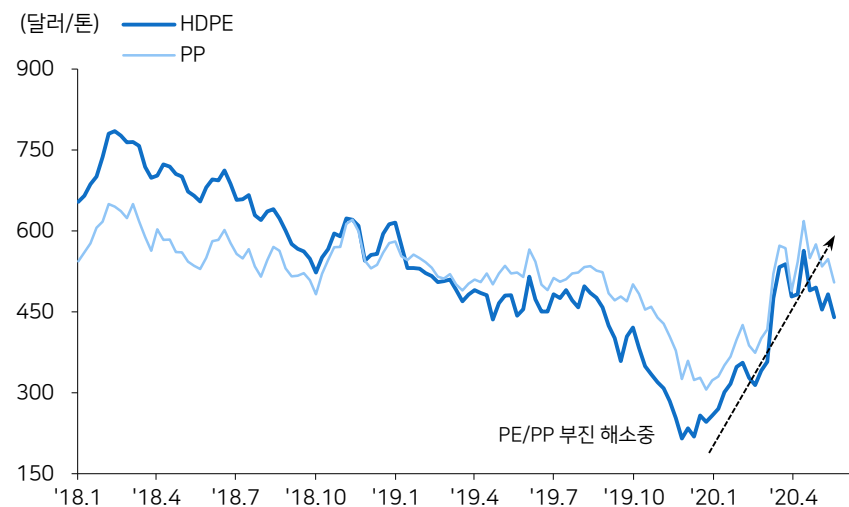
- 2020년 PE 기존 전망은 (1) 글로벌 신규 증설에 따른 가격 약세, (2) 스프레드 바닥 연중 확인 가능
- 기존에서 변경된 의견은 (1) 2020년 유가 안정화로 수익성 바닥 통과, (2) Covid-19 이후 지역간 고립주의 강화는 역내 PE 타이트한 공급 구조를 형성하여 PE 업황 점진적 회복 기조를 예상
- PE의 Cycle 바닥 논리 형성

PE 최악의 상황은 지나가는 중



자료: 메리츠증권 리서치센터

HDPE / PP 스프레드 동향



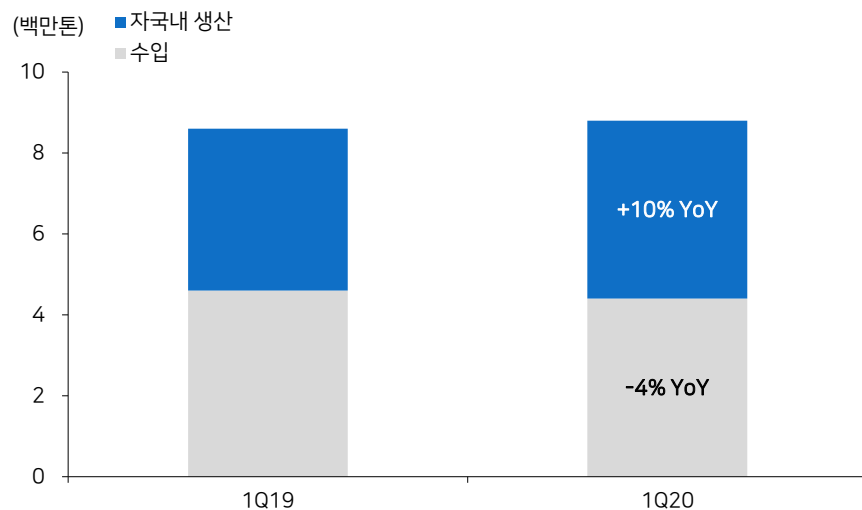
자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] 중국의 PE/PP 조달여력 점검

중국,
1Q20 PE 수입 -4% YoY

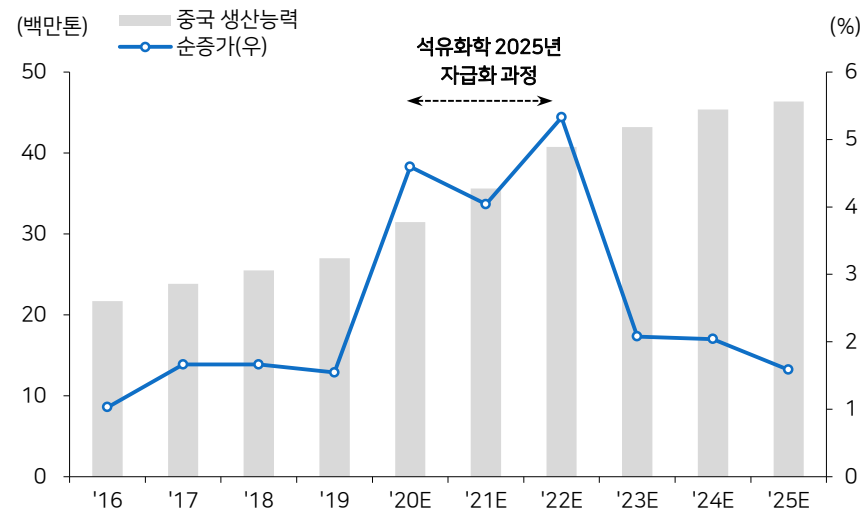
- 중국 제13차 5개년 계획(2016~2020): 안정적 성장을 목표로 하는 석유화학 발전 목표 수립
- 제13차 계획의 핵심은 석유화학산업 공급 구조개혁→ 기술혁신, 화학 신소재 개발 등이 포함
- 중국의 에틸렌 자급률 추이: 15년 49%, 17년 51%, 20년 58%, 22년 70% 이상
- 중국의 PE/PP 수입의존도 감소 중: 1Q20 LLDPE는 자국 내 생산 +14% YoY, 순수입 -7% YoY
동기간 PP는 자국 내 생산 +10% YoY, 순수입 -5% YoY

중국 PE 수요



자료: 메리츠증권 리서치센터

중국 에틸렌 생산능력 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

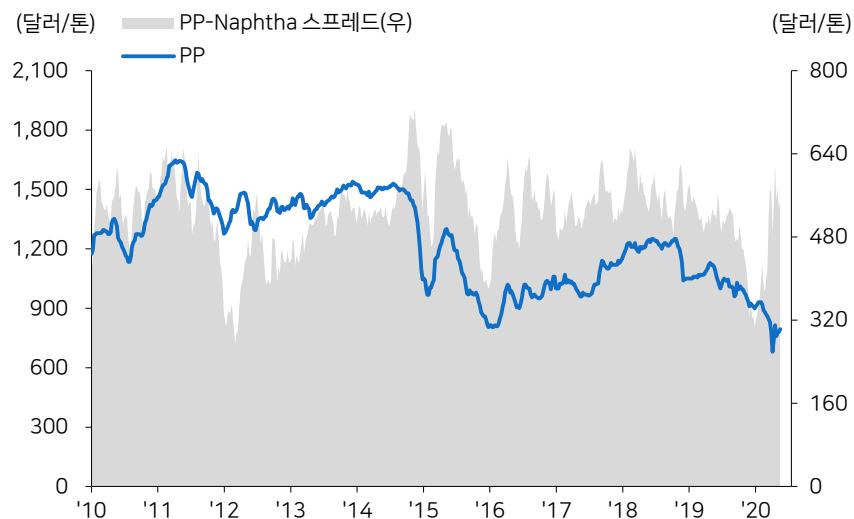
Covid-19 Shock: 중국의 PP 수요 점검

2020년 하반기 전망 시리즈 7
정유/화학

중국 수요 회복 수혜 제품

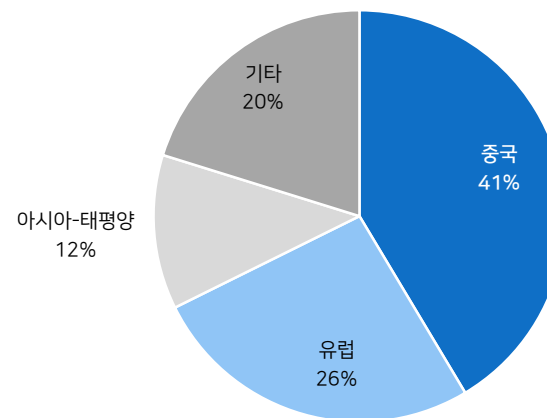
- 2020년 중국의 PP 수급 점검(연간 공급량 +8% YoY)
(보수적 가정) 2020년 PP 수요 3.0천만톤(-3% YoY) / PP 수입 3.8천만톤(-26% YoY)
(비관적 가정) 2020년 PP 수요 2.7천만톤(-4% YoY)
- 2020년 중국 GDP 성장률 4.0% 감안하면 전년대비 PP 수요 성장률 둔화는 불가피

PP-나프타 스프레드 동향



자료: 메리츠증권 리서치센터

PP 수입의 국가별 비중: 중국 의존도 심화



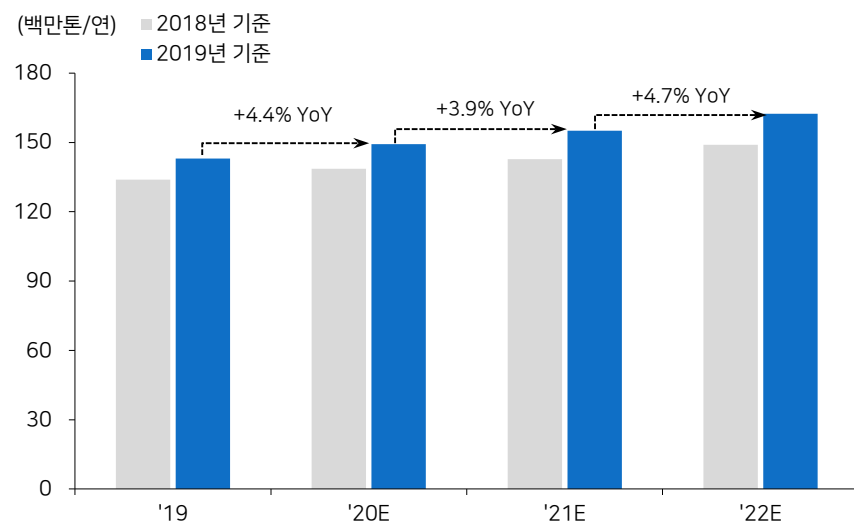
자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] 프로필렌 공급 타이트로 상대적 가격 강세 시현 중

프로필렌은 에틸렌 대비 수급
건전성이 높아

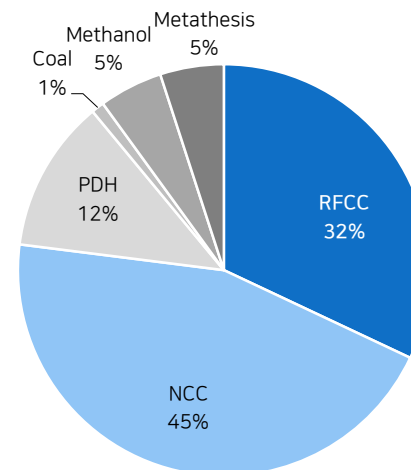
- 에틸렌과 프로필렌의 가격 차별화 심화: 20년 YTD 나프타 -58%, 에틸렌 -28%, 프로필렌 -10%
- 에틸렌 대비 프로필렌의 타이트한 수급 부각: (1) 정유사 RFCC 감산, (2) NCC 가동률 하락

글로벌 프로필렌 생산능력 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

설비별 프로필렌 생산 비중



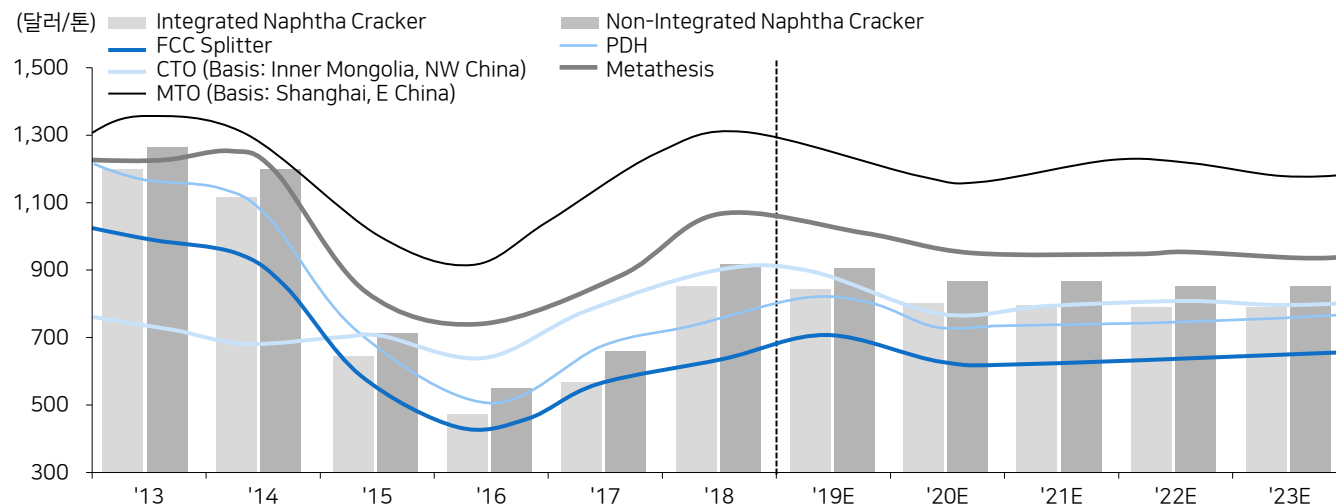
자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] 프로필렌 공급 타이트로 상대적 가격 강세 시현 중

RFCC 가동률 하락으로 프로필렌 타이트한 공급 시현

- 프로필렌 제조 원가 경쟁력은 정유사 RFCC > PDH > CTO > NCC 순
- 2020년 하반기 IMO 선박연료 규제 점진적 이행 움직임으로 RFCC의 주요 원재료(FO) 약세 전환 예상
- 프로필렌 생산비중 32%를 담당하는 RFCC 가동률 하락으로 프로필렌 상대적인 강세 속 수익성 극대화가 가능한 제조설비는 PDH가 해당

동북아 설비별 프로필렌 생산비용 점검: 원가 부담이 가장 적은 RFCC는 생산제품 마진 악화로 가동률 축소



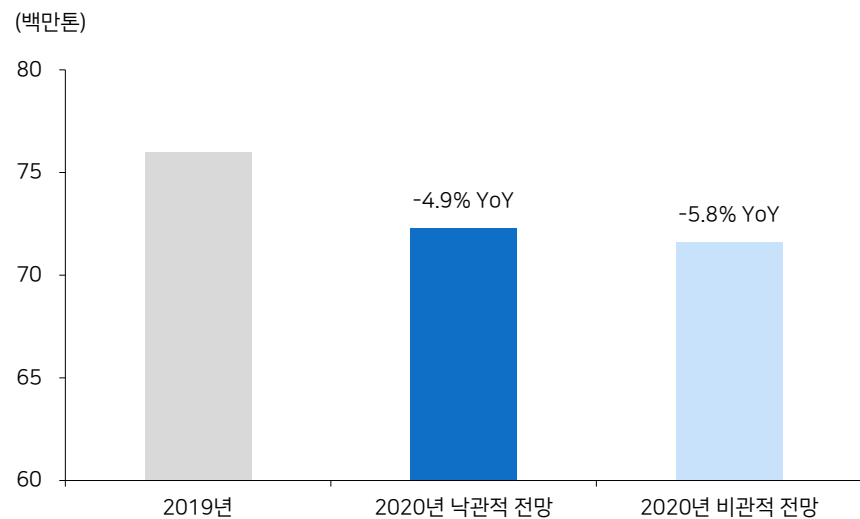
자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] 중국의 PP 수요 점검

중국 수요 회복 수혜 제품

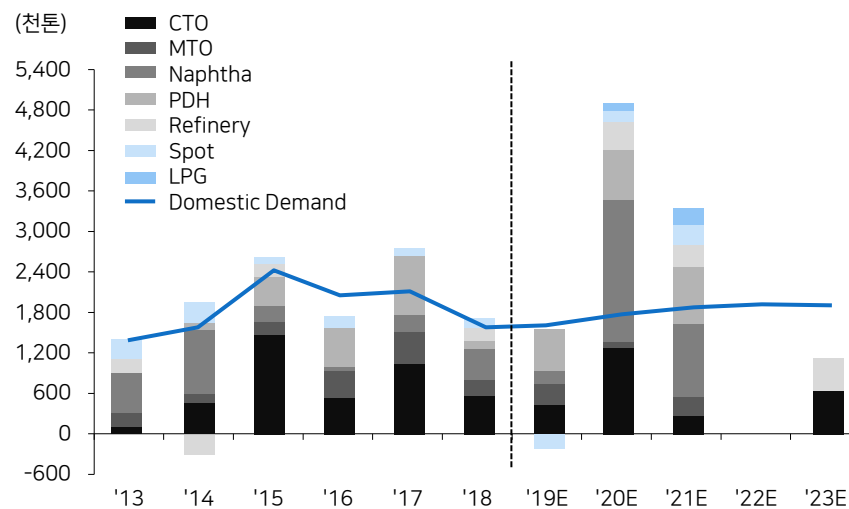
- Covid-19 확산으로 포장용 및 의료용 PP 수요 증가(non-woven PP, PP Fibre Grade)
→ 마스크, 주사기, 보호제 등이 해당됨
- Covid-19 영향으로 중국 수요 침체 Deep, but Short→ 정책 대응을 통한 경제 성장성 회복 전망
- 글로벌 PP 수요는 7.1~7.2천만톤 전망(-6~-5% YoY)
포장용/의료용 PP 외 자동차 소재/건축자재/전자기기용 PP 수요 부진

글로벌 PP 수요 전망 가정



자료: 메리츠증권 리서치센터

중국 내 PP 생산능력 순증가량 전망



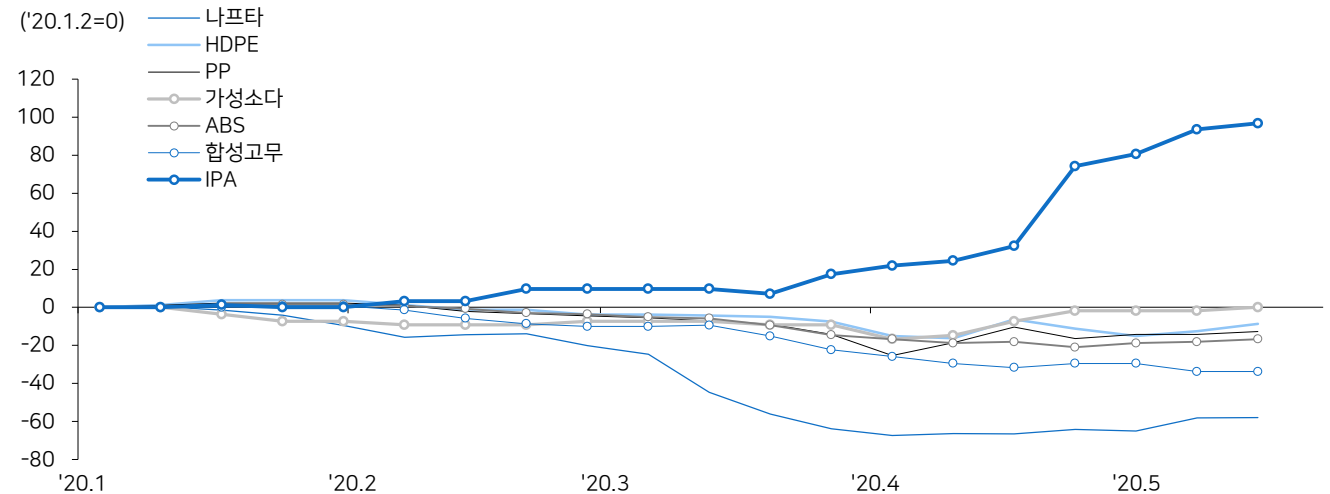
자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] 2020년 이후 제품별 가격 흐름 차별화

Covid-19 수혜 품목 강세

- Covid-19으로 신규 수요가 창출되는 제품군들의 가격 차별화 뚜렷
- Covid-19 수혜로 의료-포장용 수요 효과가 반영된 제품군들의 상대적인 강세
IPA: 전방 손세정제용 수요 증가
PP: 포장용 필름 수요 증가
가성소다: PVC 약세에 따른 염소 체인 가동률 하락

2020년 제품별 가격 흐름



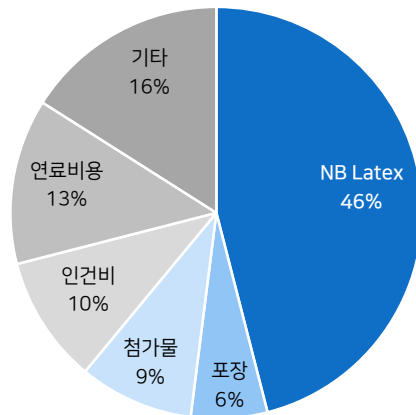
자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] Covid-19 수혜 제품: NB-Latex

전방 고무장갑 수요 증가

- 고무 장갑 원재료 비중 46%는 NB-Latex가 해당: 국내 금호석유화학 58만톤, LG화학 27만톤
- Covid-19 확산으로 글로벌 고무 장갑 수요 증가 예상: 19~21년 연평균 +10% 성장 예상

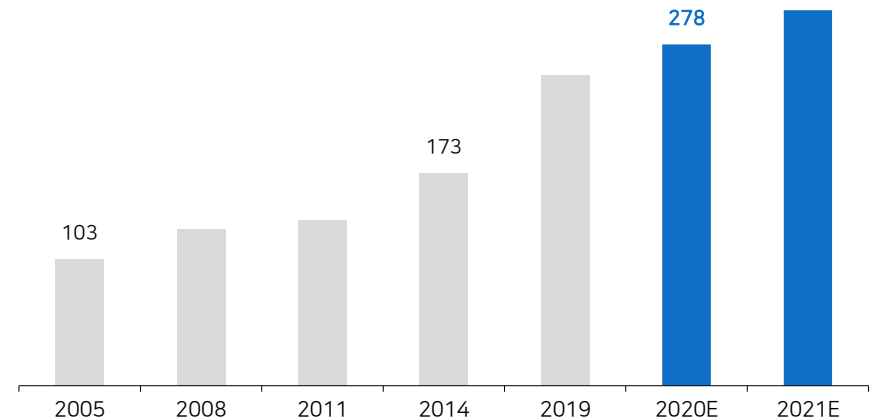
니트릴 고무 원재료 투입 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

글로벌 고무 장갑 수요 전망

(십억개)



자료: 메리츠증권 리서치센터

[화학] Covid-19 수혜 제품: 아세톤-IPA

전방 손소독제 수요 증가

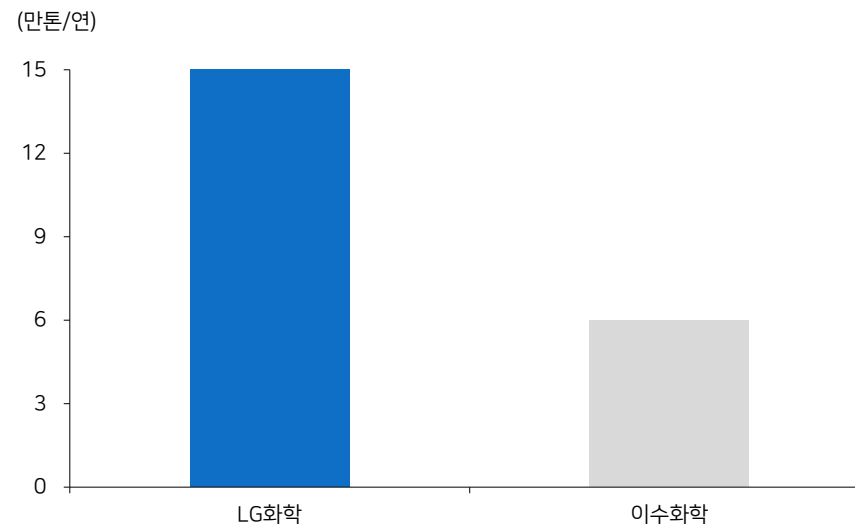
- Covid-19 확산으로 손세정제 수요 증가가 IPA-아세톤과 에탄올 강세를 지지 중
- 손소독제 원재료는 에탄올과 IPA로 구분
- IPA 생산기업은 국내 LG화학(15만톤-아세톤 10.5만톤, 프로필렌 4.5만톤), 이수화학 6만톤(아세톤) 에탄올 생산기업은 국내 한국알콜(주정사업부, 주요 원재료 사탕수수 등)이 해당됨

IPA 가격 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

국내 IPA 생산 규모

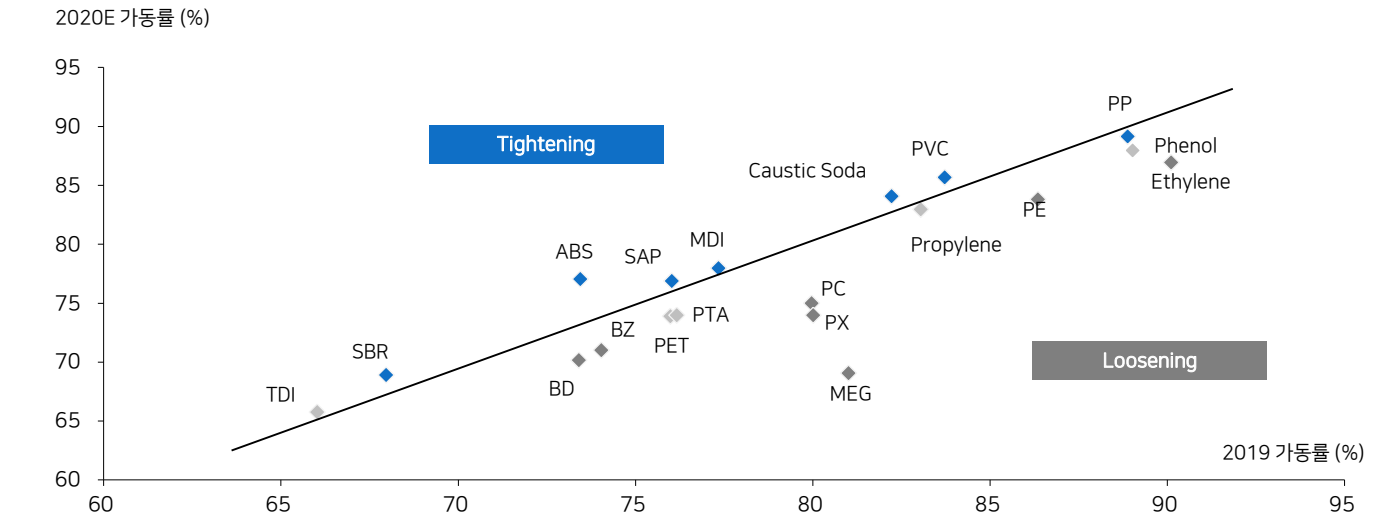


자료: 메리츠증권 리서치센터

Non-에틸렌 계열 선호

- 2020년 'V'자형 수요 회복을 전망: 2Q20 수요 저점 후, 2H20 완만한 수요 회복을 예상
- 당사의 점진적 수요 회복론에 근거, 수급이 건전한 제품 생산 비중이 높은 기업에 선별적 투자 전략 유효
 - (1) PP: 고부가 필름/코팅용, 포장용 수요 증가
 - (2) 가성소다: 중국 경기부양책에 따른 전방 수요 정상화
 - (3) 합성고무(Latex): 동남아 고부가 특수고무(의료용 포함) 수요 증가
 - (4) ABS: 미-중 무역갈등 해소 및 중국 내수 소비 증가 가능성
- 반면 에틸렌 계열(PE, MEG)은 비선호→ 공급 증가 압박으로 기타 제품 대비 가격 상승여력 제한적

2020년 제품군별 선호도 점검



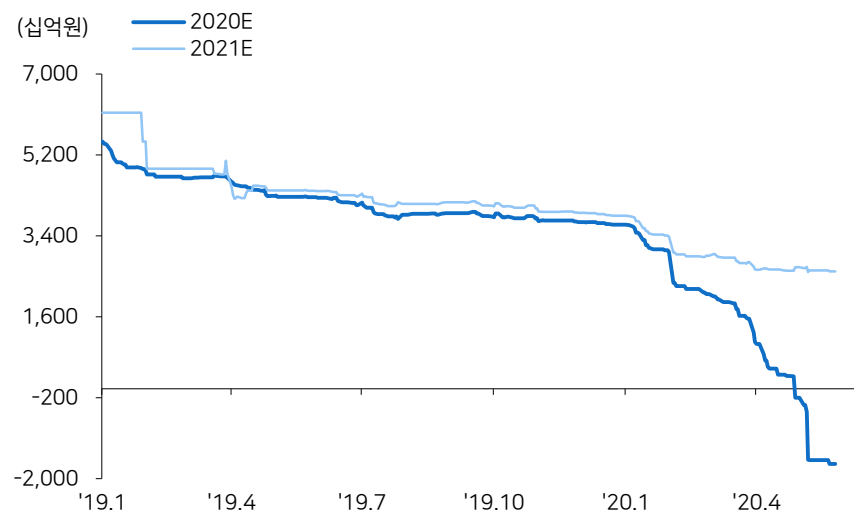
주: X축 2020년 가동률, Y축 2019년 가동률
자료: 메리츠증권 리서치센터

[정유/화학] 대외변수 불확실성 반영으로 연간 이익 감소 불가피

국내 정유/화학 기업 영업이익 추정치 하향

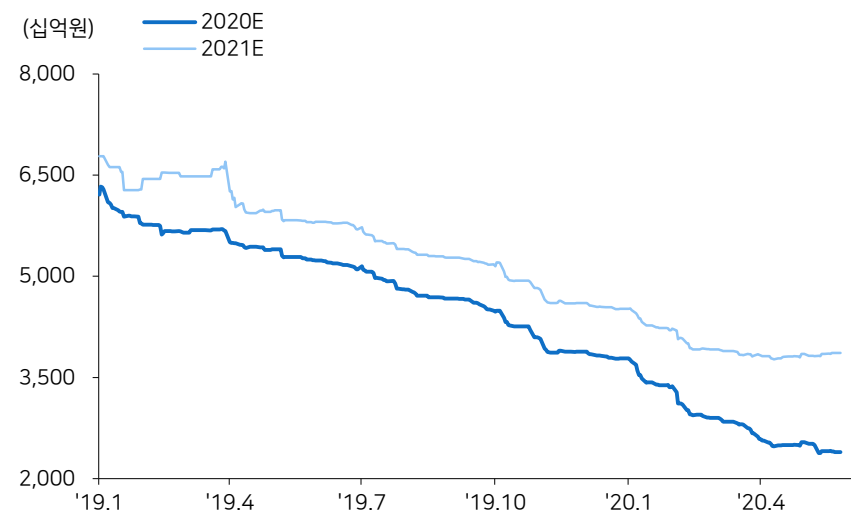
- 2020년 기존 전망
 - (1) 정유: 2020년 Brent 유가 50~55달러/배럴과 IMO의 선박유 황규제 시행으로 정유사의 수익성 개선
 - (2) 화학: 공급 압박 심화 및 유가 상승에 따른 NCC들의 원가 훼손을 전망
- 2020년 수정된 전망
 - (1) 정유: 1Q20 유가 급락에 따른 재고손실 대규모 반영, 국가/지역간 이동제한은 운송용 수요에 부정적
 - (2) 화학: 1Q20 유가 급락으로 NCC들의 점진적 원가 개선, 석유제품 대비 안정적인 수요 유지
- 정유와 NCC들의 연간 영업이익 시장 예상치 차별화: 정유 연간 적자 전환, NCC기업들 흑자기조 유지

국내 정유기업 연간 영업이익의 시장 예상치 변화



주: 국내 정유 2개사 합산 영업이익의 예상치(SK이노베이션, S-Oil)
자료: 메리츠증권 리서치센터

국내 화학기업 연간 영업이익의 시장 예상치 변화



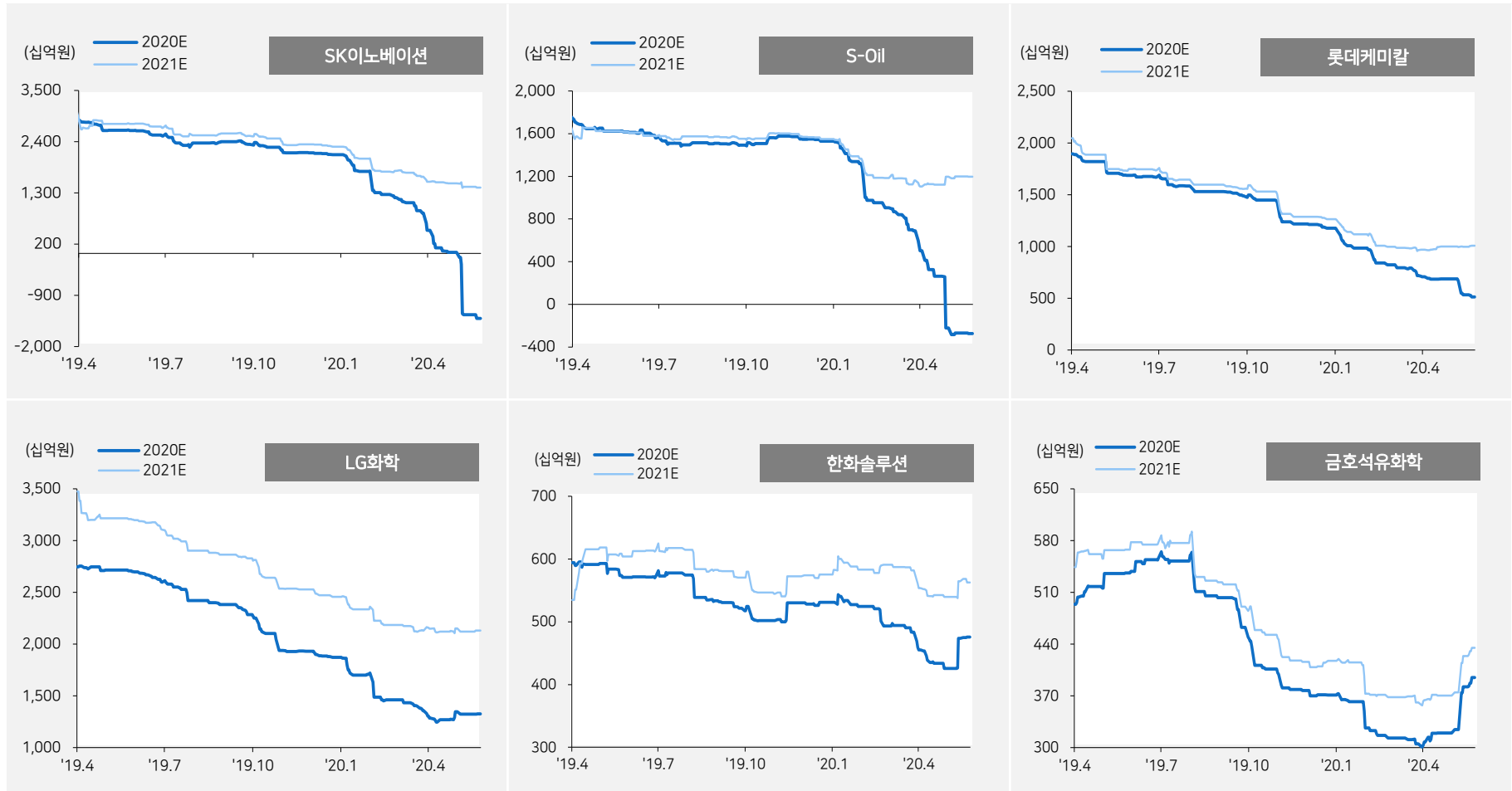
주: 국내 NCC 4개사 합산 영업이익의 예상치(LG화학, 롯데케미칼, 한화솔루션, 대한유화)
자료: 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] NCC 3개사 통합스프레드 현황



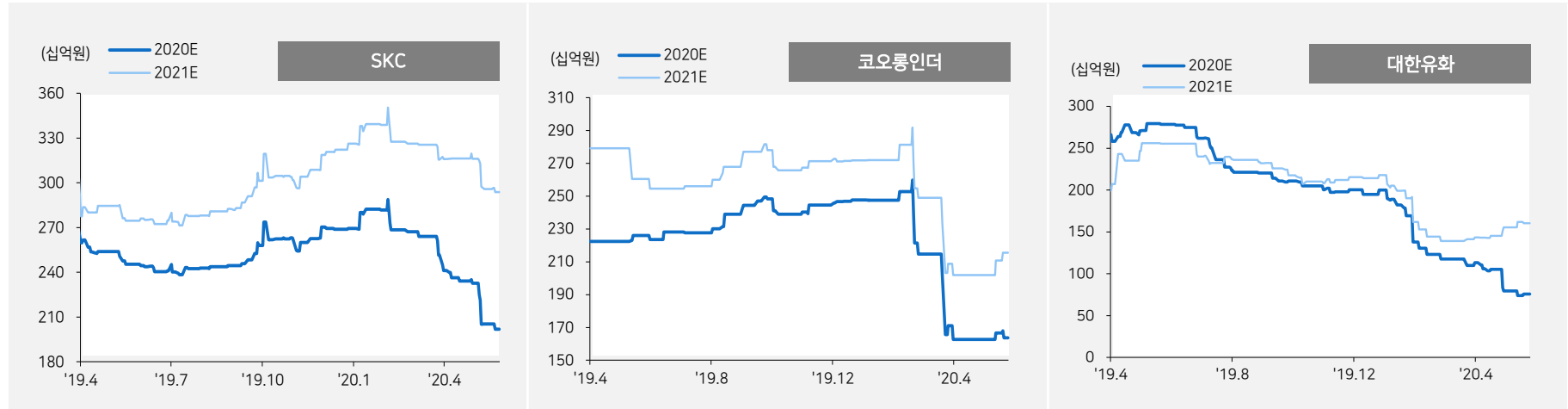
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] 정유/화학 커버리지 기업별 연간 컨센서스 변화



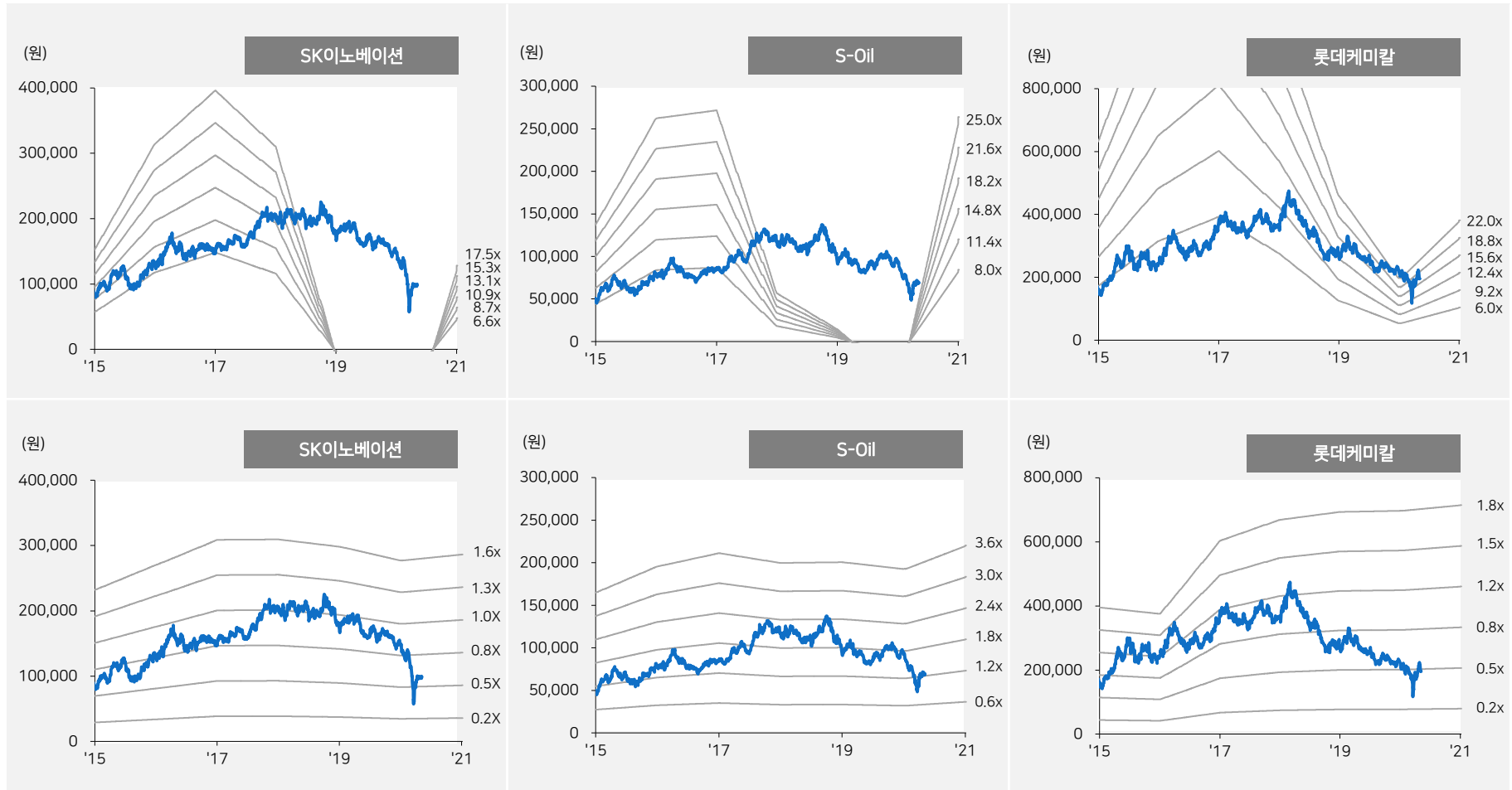
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] 정유/화학 커버리지 기업별 연간 컨센서스 변화



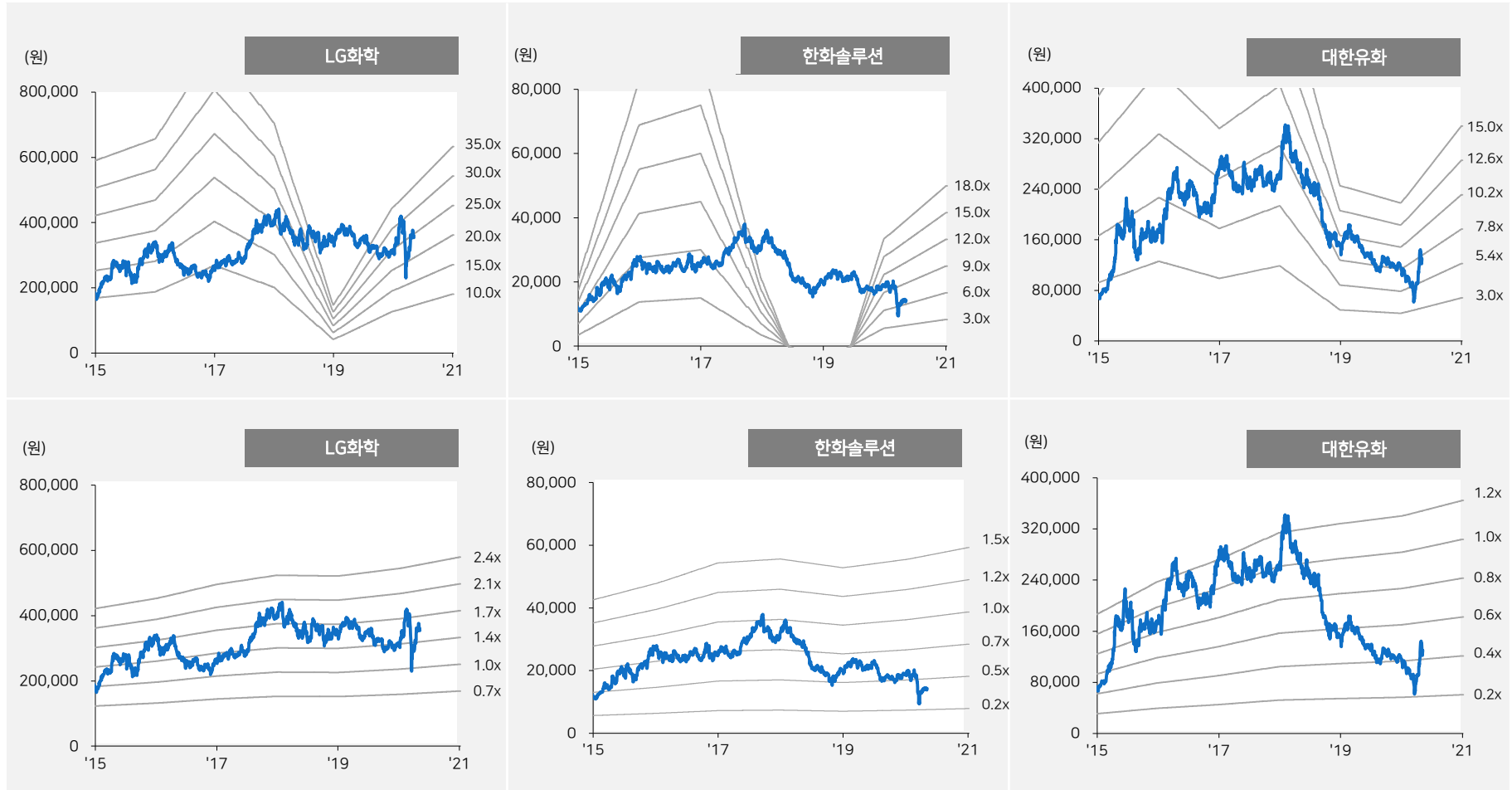
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] 정유/화학 커버리지 기업별 밴드차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

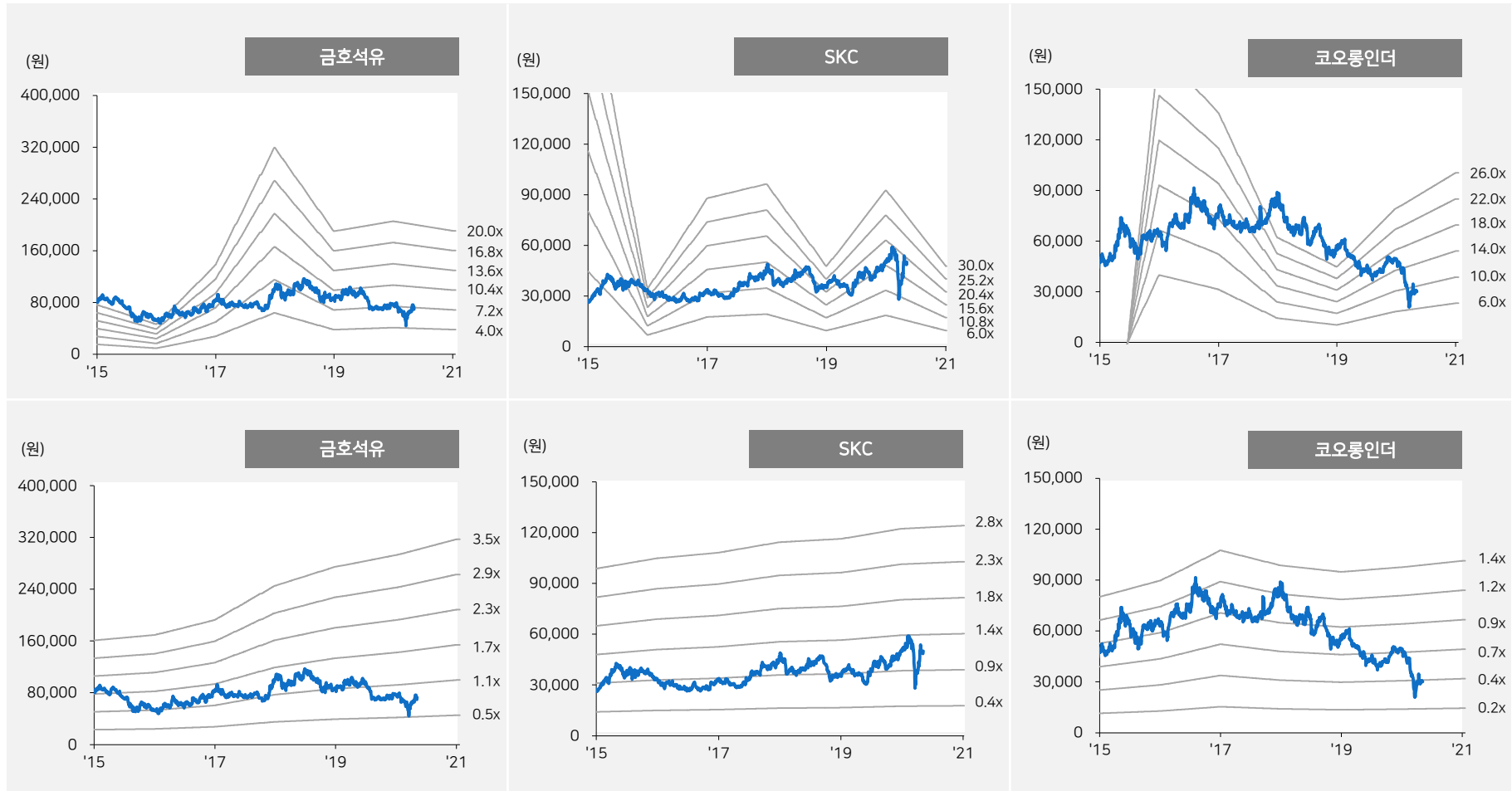
[Appendix] 정유/화학 커버리지 기업별 밴드차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] 정유/화학 커버리지 기업별 밴드차트

2020년 하반기 전망 시리즈 **7**
정유/화학



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[정유]글로벌 정유사 Peer Valuation

2020년 하반기 전망 시리즈 7
정유/화학

국가	기업명	시가총액 (십억원, 백만달러)	PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)	
			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
한국	SK이노베이션	11,188.3	-10.2	14.1	0.6	0.6	-42.3	10.8
	S-Oil	8,184.8	-34.3	6.5	1.3	1.1	35.2	5.8
	GS	3,670.2	11.5	5.6	0.4	0.4	8.8	7.0
유럽	Royal Dutch Shell	110,965.9	33.6	12.6	0.7	0.7	6.1	4.7
	BP	62,804.5	130.8	10.1	0.9	0.9	6.6	5.1
	Total	86,552.2	26.5	13.3	0.8	0.8	6.9	5.1
미국	ExxonMobil	188,578.2	N/A	34.4	1.1	1.1	14.2	9.2
	Chevron	168,550.8	N/A	43.4	1.3	1.3	11.3	8.2
	Valero energy	26,777.6	N/A	15.8	1.4	1.5	18.2	7.2
중국	Petro China	752,582.4	N/A	31.7	0.6	0.6	7.0	5.7
	CNOOC	396,022.9	33.2	12.9	0.8	0.8	4.6	3.5
	SINOPEC	527,422.8	29.9	9.8	0.5	0.5	6.7	5.2
대만	Formosa Petrochemical	853,526.0	33.1	21.4	2.6	2.4	20.1	13.0
일본	JXTG 홀딩스	1,329,261.3	N/A	10.1	0.7	0.6	18.5	7.3
태국	Thai Oil	93,331.3	60.3	11.6	0.8	0.7	12.0	8.0
	ESSO Thailand	20,765.1	N/A	6.7	1.0	0.9	21.7	8.0
인도	Reliance Industries	9,089,964.9	20.4	19.5	2.1	1.8	13.3	12.1
	Indian Oil Corporation	729,126.6	10.0	5.1	0.6	0.6	7.9	4.9
	Bharat Petroleum Corp	687,532.4	14.4	8.6	1.6	1.4	11.2	7.7
	HPCL	278,935.7	8.8	4.9	0.9	0.8	7.4	5.3
	ONGC	976,858.7	4.0	6.6	0.4	0.4	3.0	3.3

주: 국내 기업은 시가총액 단위 십억원, SK이노베이션, S-Oil은 당사 추정치 사용
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

[화학] 글로벌 석유화학 Peer Valuation

국가	기업명	시가총액 (십억원, 백만달러)	PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)	
			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
한국	롯데케미칼	6,426.6	20.5	10.6	0.5	0.5	5.9	5.0
	대한유화	845.0	8.6	5.5	0.4	0.4	2.7	1.8
	LG화학	29,225.2	29.5	20.8	1.7	1.6	9.7	8.4
	한화솔루션	2,717.7	8.5	5.8	0.4	0.4	7.1	6.4
	금호석유화학	2,218.0	6.8	7.4	0.8	0.8	5.1	4.4
	SKC	2,207.0	15.8	30.6	1.1	1.1	10.9	9.6
	코오롱인더스트리	874.1	3.4	8.8	0.4	0.4	7.1	7.3
	휴켄스	711.3	10.0	8.8	1.0	1.0	4.0	3.6
	이수화학	149.3	3.6	5.1	0.5	0.4	10.0	13.0
	효성화학	378.0	6.7	3.1	0.8	0.6	6.6	4.3
	효성첨단소재	383.0	8.0	5.2	1.0	0.8	7.3	6.5
	효성티앤씨	599.4	5.2	4.4	1.0	0.8	4.7	4.5
	송원산업	358.8	7.1	6.6	0.8	0.7	4.9	4.7
유럽	BASF	43,444.0	18.8	13.3	1.1	1.1	8.9	7.5
	Covestro	5,773.7	N/A	20.4	1.2	1.2	8.3	5.6
	Lanxess	4,047.1	14.9	11.6	1.3	1.2	6.8	5.9
	Evonik Industries	10,489.7	15.9	12.6	1.2	1.1	7.0	6.2
	DuPont de Nemours Inc	35,728.6	16.6	14.6	0.9	0.9	11.2	10.4
	Eastman Chemical	8,895.6	11.1	9.5	1.4	1.3	8.5	7.7
	LyondellBasell Industries	20,162.5	12.4	8.0	2.6	2.3	8.3	6.5
중국	SINOPEC	485,423.7	26.8	12.1	0.7	0.7	6.5	5.2
	Rongsheng Petro Chemical	73,228.5	14.3	11.0	2.6	2.1	11.9	9.2
일본	Mitsui Chemical	436,778.5	9.1	13.1	0.7	0.7	7.3	8.6
	Sumitomo Chemical	551,263.6	17.8	15.3	0.6	0.6	8.0	9.4
	Mitsubishi Chemical	938,718.7	12.2	13.8	0.7	0.7	7.5	8.1
	Asahi Kasei	1,147,206.1	9.0	11.6	0.8	0.8	6.1	6.8
	Kuraray	392,479.1	13.0	11.1	0.7	0.7	5.5	4.9
태국	PTT Global Chemical	201,894.7	33.2	15.5	0.7	0.7	11.7	8.8
대만	Formosa Petrochemical	853,526.0	33.1	21.4	2.6	2.4	20.1	13.0
인도	Reliance Industries	9,089,964.9	20.4	19.5	2.1	1.8	13.3	12.1
	IRPC	58,442.4	N/A	16.2	0.7	0.7	13.0	7.5
	Indorama	168,436.6	16.3	12.2	1.3	1.2	10.4	9.1
	Petronas Petrochemical	47,200.0	25.0	18.4	1.5	1.5	10.4	8.3

주: 국내 기업은 시가총액 단위 십억원, 롯데케미칼, 대한유화, LG화학, 한화솔루션, 금호석유화학, SKC, 코오롱인더스트리는 당사 추정치 사용

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 태양광 기업 Peer Valuation

2020년 하반기 전망 시리즈 7
정유/화학

구분		PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
		2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
폴리실리콘	Wacker Chemie	67.5	18.7	1.5	1.4	7.2	5.3	2.2	7.9
	GCL-Poly Energy Holdings	N/A	42.7	0.2	0.2	7.8	7.4	-2.0	0.8
	TBEA	12.2	11.1	0.7	0.7	9.9	9.6	6.0	6.2
	Tongwei Solar	19.1	13.5	2.6	2.2	12.8	9.4	14.0	16.4
	REC silicon	N/A	N/A	N/A	N/A	37.3	35.1	-1,834.1	1,104.1
	평균	32.9	20.2	1.1	1.0	14.4	12.2	-302.8	189.7
웨이퍼	GCL-Poly Energy Holdings	N/A	42.7	0.2	0.2	7.8	7.4	-2.0	0.8
	LONGi Solar	19.5	15.9	3.6	3.0	13.7	11.2	18.7	18.8
	Canadian Solar	8.1	6.7	0.7	0.6	6.2	5.8	11.0	11.4
	평균	13.8	21.8	1.5	1.3	9.2	8.2	9.3	10.3
셀	한화솔루션	10.5	7.2	0.5	0.4	7.7	6.8	4.4	6.0
	Tongwei Solar	19.1	13.5	2.6	2.2	12.8	9.4	14.0	16.4
	Canadian Solar	8.1	6.7	0.7	0.6	6.2	5.8	11.0	11.4
	평균	12.5	9.1	1.2	1.1	8.9	7.4	9.8	11.3
모듈	Canadian Solar	8.1	6.7	0.7	0.6	6.2	5.8	11.0	11.4
	한화솔루션	10.5	7.2	0.5	0.4	7.7	6.8	4.4	6.0
	First solar	15.4	11.8	0.9	0.8	6.9	4.9	6.4	6.8
	Sunpower	N/A	52.9	23.3	12.0	34.5	11.8	111.0	4.2
	평균	11.3	19.6	6.3	3.5	13.8	7.3	33.2	7.1

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기저효과

기업분석

Top Picks	투자판단	적정주가
SK이노베이션 (096770)	Buy	130,000원
S-Oil (010950)	Buy	82,000원
LG화학 (051910)	Buy	480,000원
한화솔루션 (009830)	Buy	25,000원
관심 종목	투자판단	적정주가
롯데케미칼 (011170)	Hold	220,000원
금호석유 (011780)	Hold	80,000원
대한유화 (006650)	Hold	115,000원
한국알콜 (017890)	Not Rated	

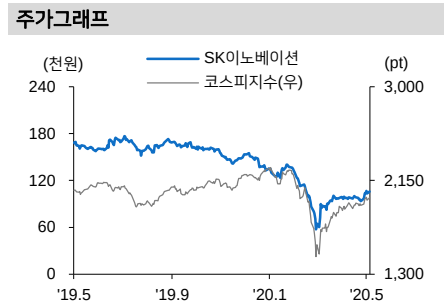
SK이노베이션(096770) 2Q20 바닥잡기

Analyst 노우호 02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	130,000원
현재주가 (5. 26)	121,000원
상승여력	7.4%
KOSPI	2,029.78pt
시가총액	111,883억원
발행주식수	9,247만주
유동주식비율	55.64%
외국인비중	24.69%
52주 최고/최저가	177,000원/57,300원
평균거래대금	993.7억원
주요주주(%)	
SK 외 1 인	33.41
국민연금	10.29

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	24.0	15.4
6개월	-19.1	-15.4
12개월	-26.7	-26.1



1Q20 영업적자 1.7조원의 부작용은 Deep but Short

- 동사는 대외변수 불확실성 확대(유가 변동성, 국내 EV전지 경쟁사와의 조기폐소 가능성)으로 주가 약세
- Covid-19 확산과 Lockdown 파급력은 (1) 유가 Panic Sell, (2) 운송용 수요 부진을 견인

2H20 회복 궤적을 전망. 현 시점부터 상승의 탄력이 높아지는 구간

- 2Q20 영업적자는 -5,769억원을 추정하며 부진한 실적은 다소 부담
- 개선되는 수익성 지표에 주목할 필요: (1) 유가의 반등, (2) 5월부터 OSP 인하 효과 발생하며 정제마진 회복
- 1H20 기저효과 발생 후 향후 이익 회복 궤적에 따른 주가 상승 모멘텀 발휘 전망

투자의견 Buy와 적정주가는 13만원으로 정유업종 최선호주 유지

- 10월 예정된 국내 경쟁사와의 EV배터리 소송 최종판결 불확실성 존재. 현 시점부터 해당 불확실성을 반영하기에는 이른 시점으로 판단
- 현 시점은 본업의 이익 회복 가능성에 초점을 둔 매수 전략 필요
(1) 정유업 공급 불균형 해소, (2) OSP 인하, (3) IMO 이행률 상승으로 이익 회복 가시성 높은 점

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	54,216.5	2,103.2	1,651.1	17,748	-20.9	193,382	10.1	0.9	7.0	9.1	87.0
2019	49,876.5	1,269.3	-35.7	-428	-96.3	186,398	-350.7	0.8	9.0	-0.2	117.1
2020E	48,330.8	-1,511.7	-941.8	-10,186	-1,614.2	173,188	-10.2	0.6	-42.3	-5.6	154.1
2021E	56,319.7	1,227.6	679.9	7,331	-172.0	179,015	14.1	0.6	10.8	4.1	171.5
2022E	65,938.2	1,948.0	1,234.4	13,289	81.3	188,262	7.8	0.5	8.8	7.2	184.6

SK이노베이션(096770) 분기별 실적추정 내역

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	12,848.6	13,103.6	12,372.5	11,551.8	11,163.0	10,816.9	12,839.6	13,511.3	49,876.5	48,330.8	56,319.7
석유	8,759.6	9,463.6	8,682.0	8,463.1	8,033.1	7,800.5	9,591.8	10,172.6	35,368.3	35,598.0	40,731.8
화학	2,501.6	2,419.8	2,457.9	2,163.2	1,972.2	1,875.7	1,982.2	2,010.6	9,542.5	7,840.7	9,276.3
루브리컨츠	756.5	846.8	811.4	699.8	641.8	675.7	746.6	750.6	3,114.5	2,814.7	2,975.6
석유개발	175.6	163.9	164.0	165.2	134.3	28.9	29.6	36.1	668.7	228.9	137.0
기타	206.9	209.5	257.2	297.2	381.6	436.1	489.4	541.5	970.8	1,848.6	3,199.1
영업이익	331.1	497.6	330.1	110.5	-1,775.2	-576.9	362.0	478.4	1,269.3	-1,511.7	1,227.6
%OP	2.6%	3.8%	2.7%	1.0%	-15.9%	-5.3%	2.8%	3.5%	2.5%	-3.1%	2.2%
석유	-6.3	279.3	65.9	111.4	-1,636.0	-657.6	279.1	353.4	450.3	-1,661.1	853.4
화학	320.3	184.5	193.6	7.3	-89.8	206.5	148.9	124.5	705.7	390.1	545.9
루브리컨츠	47.1	78.2	93.6	86.9	28.9	-16.9	26.3	43.1	305.8	81.4	257.1
석유개발	55.4	51.0	48.5	41.2	-45.3	6.9	7.1	8.7	196.1	-22.6	33.0
기타	-85.4	-95.5	-71.5	-124.3	-123.6	-115.8	-99.4	-51.2	-376.7	-390.0	-461.7
세전이익	304.8	258.0	250.3	-436.6	-2,047.2	112.5	295.4	405.1	376.5	-1,234.2	898.0
순이익(지배)	195.8	147.0	152.2	-530.7	-1,558.0	84.7	222.4	309.1	-35.7	-941.8	679.9
% YoY											
매출액	5.6	-2.5	-17.3	-15.4	-13.1	-17.5	3.8	17.0	-8.0	-3.1	16.5
영업이익	-53.5	-41.6	-60.5	흑전	적전	적전	9.7	332.9	-39.6	-219.1	-181.2
세전이익	-55.1	-65.3	-64.1	적전	적전	-56.4	18.0	흑전	-84.3	-427.8	-172.8
순이익(지배)	-57.3	-70.6	-65.7	적전	적전	-42.4	46.1	흑전	-102.2	2,538.1	-172.2
%QoQ											
매출액	-5.9	2.0	-5.6	-6.6	-3.4	-3.1	18.7	5.2			
영업이익	흑전	50.3	-33.7	-66.5	적전	적지	흑전	32.2			
세전이익	6.3	-15.4	-3.0	적전	적지	흑전	162.6	37.1			
순이익(지배)	-21.5	-24.9	3.5	적전	적지	흑전	162.6	39.0			

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	54,216.5	49,876.5	48,330.8	56,319.7	65,938.2
매출액증가율(%)	17.4	-8.0	-3.1	16.5	17.1
매출원가	50,251.2	46,745.6	48,102.5	53,207.4	61,782.8
매출총이익	3,965.3	3,130.9	228.3	3,112.3	4,155.4
판매비와관리비	1,862.2	1,861.6	1,739.9	1,884.8	2,207.4
영업이익	2,103.2	1,269.3	-1,511.7	1,227.6	1,948.0
영업이익률(%)	3.9	2.5	-3.1	2.2	3.0
금융손익	232.1	-547.1	-389.1	-444.5	-434.7
종속/관계기업관련손익	155.2	54.2	135.8	295.0	295.0
기타영업외손익	-102.9	-400.0	545.4	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	2,387.5	376.5	-1,234.2	898.0	1,648.3
법인세비용	701.5	310.7	-295.8	677.4	403.3
당기순이익	1,699.1	65.8	-938.3	677.4	1,229.8
지배주주지분 손이익	1,651.1	-35.7	-941.8	679.9	1,234.4
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	16,634.7	17,352.8	17,735.8	19,563.7	21,770.3
현금및현금성자산	1,825.6	2,196.0	3,388.2	3,563.4	3,895.6
매출채권	4,413.9	4,138.3	4,111.1	4,584.6	5,121.7
재고자산	6,151.9	6,495.2	5,410.7	6,034.0	6,740.9
비유동자산	19,218.7	22,173.3	25,382.0	27,971.7	30,510.4
유형자산	13,685.0	15,462.4	17,682.8	19,761.4	21,709.1
무형자산	2,007.0	1,118.9	1,088.1	1,029.2	973.9
투자자산	3,427.0	4,314.7	5,277.7	5,847.6	6,494.0
자산총계	35,853.4	39,526.1	43,117.8	47,535.4	52,280.7
유동부채	8,866.6	10,456.4	14,466.0	17,181.3	19,895.4
매입채무	4,588.3	4,928.2	4,255.8	4,746.0	5,302.0
단기차입금	153.7	1,132.0	4,675.9	5,395.9	6,035.9
유동성장기부채	1,213.9	1,378.6	1,674.9	2,274.9	2,874.9
비유동부채	7,812.5	10,860.1	11,685.0	12,843.7	14,013.0
사채	5,471.4	7,176.5	7,660.1	8,140.1	8,620.1
장기차입금	1,174.8	1,667.2	2,357.3	2,957.3	3,557.3
부채총계	16,679.1	21,316.4	26,151.0	30,025.0	33,908.4
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,765.8	5,765.8	5,767.5	5,767.5	5,767.5
기타포괄이익누계액	97.0	194.9	434.5	434.5	434.5
이익잉여금	12,928.5	12,175.2	11,107.6	11,653.7	12,520.2
비지배주주지분	1,051.6	741.5	736.7	734.1	729.5
자본총계	19,174.3	18,209.6	16,966.8	17,510.4	18,372.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,699.5	1,825.8	-152.8	1,229.1	1,886.5
당기순이익(손실)	1,699.1	65.8	-938.3	677.4	1,229.8
유형자산감가상각비	833.7	1,083.0	906.8	1,061.4	1,132.3
무형자산상각비	92.9	125.2	64.0	58.9	55.3
운전자본의 증감	-1,158.2	535.3	-561.9	-568.5	-530.9
투자활동 현금흐름	-2,469.4	-3,166.8	-3,632.3	-3,952.9	-4,001.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,271.5	-2,576.6	-3,063.6	-3,140.0	-3,080.0
투자자산의 감소(증가)	-451.6	-833.5	-1,007.2	-569.9	-646.4
재무활동 현금흐름	604.3	1,686.1	4,899.8	2,899.0	2,447.6
차입금증감	2,400.5	4,236.8	5,670.0	2,932.4	2,815.5
자본의증가	0.0	0.0	1.7	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-152.0	370.4	1,192.2	175.3	332.1
기초현금	1,977.6	1,825.6	2,196.0	3,388.2	3,563.4
기말현금	1,825.6	2,196.0	3,388.2	3,563.4	3,895.6
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	586,343	539,407	522,689	609,089	713,111
EPS(지배주주)	17,748	-428	-10,186	7,331	13,289
CFPS	39,974	21,855	10,591	26,810	35,330
EBITDAPS	32,767	26,794	-5,849	25,391	33,911
BPS	193,382	186,398	173,188	179,015	188,262
DPS	8,000	3,000	0	1,600	4,400
배당수익률(%)	4.5	2.0	0.0	1.5	4.3
Valuation(Multiple)					
PER	10.1	-350.7	-10.2	14.1	7.8
PCR	4.5	6.9	9.8	3.9	2.9
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
PBR	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5
EBITDA	3,029.8	2,477.6	-540.8	2,347.8	3,135.6
EV/EBITDA	7.0	9.0	-42.3	10.8	8.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.1	-0.2	-5.6	4.1	7.2
EBITDA이익률	5.6	5.0	-1.1	4.2	4.8
부채비율	87.0	117.1	154.1	171.5	184.6
금융비용부담률	0.5	0.7	0.8	1.0	0.8
이자보상배율(x)	8.1	3.7	-3.7	2.3	3.6
매출채권회전율(x)	11.7	11.7	11.7	13.0	13.6
재고자산회전율(x)	8.9	7.9	8.1	9.8	10.3

S-Oil(010950) 바닥은 통과 중

Analyst 노우호 02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

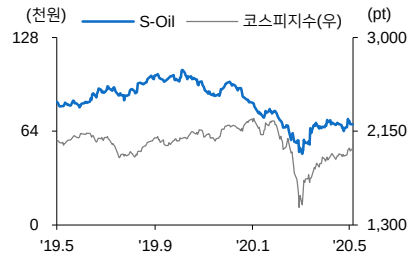
적정주가 (12개월)	82,000원
현재주가 (5. 26)	72,500원
상승여력	13.1%

KOSPI	2,029.78pt
시가총액	81,623억원
발행주식수	11,258만주
유동주식비율	36.55%
외국인비중	74.73%
52주 최고/최저가	106,000원/48,500원
평균거래대금	564.0억원

주요주주(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 11 인	63.45
국민연금	6.91

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	3.1	-4.0
6개월	-19.3	-15.6
12개월	-10.5	-9.8

주가그래프



1Q20 분기 사상 최대 영업적자 기록, 유가 회복세를 감안하면 하반기 Turn-around 전망

- 3~4월 유가 shock 발생으로 동사는 분기사상 최대 1Q20 영업적자 1.0조원을 기록
- 2Q20 부정적 래깅효과 반영으로 영업적자 -1,195억원 추정, 적자폭은 축소 전망

동사를 둘러싼 영업환경 지표는 모두 개선 중, 2H20 이익 모멘텀 가시화

- 이익 개선의 핵심은 (1) OSP 디스카운트 효과, (2) 유가 하락에 따른 발전연료 절감을 제시
- 사우디의 OSP 디스카운트 확대로 동사의 영업이익 증가규모는 +5,110억원 발생

투자의견 Buy와 적정주가 8.2만원을 유지

- 유가 shock에 따른 영업이익 컨센서스 적자전환 부작용으로 주가 약세 전환 및 횡보 중
- 동사는 2Q20를 기점으로 이익 회복 가시성이 높아진 점을 감안. 현 주가는 과거 14년 OSP 할인에 따른 이익 개선 Cycle과 유사한 주가 수준(PBR 1.5배)
- 동사의 과거대비 강화된 이익 체력을 감안하면 Risk-off가 예상되는 2H20 이익 회복 레버리지 효과가 클 점으로 매수의견 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	25,463.3	639.5	258.0	2,266	-79.2	55,480	43.1	1.8	17.1	3.9	146.6
2019	24,394.2	420.1	65.5	574	-74.7	55,715	166.2	1.7	16.5	1.0	151.4
2020E	16,049.5	-319.5	-226.7	-2,015	-451.3	53,497	-34.3	1.3	35.2	-3.6	173.0
2021E	20,612.6	1,450.9	1,198.4	10,552	-623.8	61,175	6.5	1.1	5.8	17.9	162.0
2022E	22,852.1	1,902.2	1,536.9	13,519	28.1	70,558	5.1	1.0	4.0	20.0	136.2

S-Oil(010950) 분기별 실적추정 내역

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	5,426.2	6,257.3	6,234.5	6,476.2	5,198.4	2,926.3	3,843.1	4,081.7	24,394.2	16,049.5	20,612.6
정유	4,074.3	5,001.8	4,869.0	5,063.5	3,956.4	1,748.8	2,544.7	2,741.2	19,008.6	10,991.1	15,267.6
석유화학	986.9	911.2	962.4	1,009.1	808.1	725.0	844.8	876.4	3,869.6	3,254.3	3,557.3
운할기유	365.0	344.3	403.1	403.6	433.9	452.5	453.6	464.0	1,516.0	1,804.0	1,787.8
영업이익	270.4	-90.5	230.7	9.5	-1,007.3	-119.5	364.1	443.2	420.1	-319.5	1,450.9
%OP	5.0%	-1.4%	3.7%	0.1%	-19.4%	-4.1%	9.5%	10.9%	1.7%	-2.0%	7.0%
정유	95.7	-136.1	99.7	-79.7	-1,190.0	-294.5	161.8	235.2	-20.4	-1,087.5	661.7
석유화학	147.5	4.2	79.4	20.1	66.5	82.7	111.0	119.2	251.2	379.4	431.7
운할기유	27.2	41.4	51.6	98.2	116.2	92.2	91.3	88.8	218.4	388.5	357.4
세전이익	157.2	-195.8	74.1	74.8	-1,209.3	-76.5	437.1	511.2	110.3	-337.5	1,597.9
순이익(지배)	113.6	-147.4	51.6	47.7	-880.6	-57.4	327.9	383.4	65.5	-226.7	1,198.4
% YoY											
매출액	0.3	4.2	-13.3	-5.6	-4.2	-53.2	-38.4	-37.0	-4.2	-34.2	28.4
영업이익	6.2	적전	-26.9	흑전	적전	적지	57.8	4,565.3	-34.3	적전	흑전
세전이익	-39.1	적전	-76.5	흑전	적전	적지	489.9	583.4	-66.8	적전	흑전
순이익(지배)	-39.8	적전	-77.6	흑전	적전	적지	535.5	703.8	-74.6	적전	흑전
%QoQ											
매출액	-20.9	15.3	-0.4	3.9	-19.7	-43.7	31.3	6.2			
영업이익	흑전	적전	흑전	-95.9	적전	적지	흑전	21.7			
세전이익	흑전	적전	흑전	0.9	적전	적지	흑전	17.0			
순이익(지배)	흑전	적전	흑전	-7.6	적전	적지	흑전	16.9			

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	25,463.3	24,394.2	16,049.4	20,612.6	22,852.1
매출액증가율(%)	21.9	-4.2	-34.2	28.4	10.9
매출원가	24,200.3	23,346.8	16,048.8	18,837.0	20,589.8
매출총이익	1,263.1	1,047.4	0.6	1,775.8	2,262.3
판매비와관리비	623.6	627.3	320.1	324.9	360.1
영업이익	639.5	420.1	-319.5	1,450.9	1,902.2
영업이익률(%)	2.5	1.7	-2.0	7.0	8.3
금융손익	-120.7	-242.1	29.6	160.0	160.0
중속/관계기업관련손익	4.1	2.6	9.2	12.0	12.0
기타영업외손익	-191.1	-70.2	-56.9	-25.0	-25.0
세전계속사업이익	331.8	110.4	-337.6	1,597.8	2,049.2
법인세비용	73.8	44.9	-110.8	399.5	512.3
당기순이익	258.0	65.4	-226.8	1,198.4	1,536.9
지배주주지분 순이익	258.0	65.4	-226.8	1,198.4	1,536.9
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,854.5	5,628.9	6,513.3	8,417.0	9,155.8
현금및현금성자산	664.5	291.0	2,796.2	3,620.4	4,587.8
매출채권	1,641.5	1,312.3	1,054.4	1,411.5	1,511.4
재고자산	3,139.1	3,196.0	2,072.8	2,775.0	2,971.4
비유동자산	10,100.5	10,704.5	10,517.9	10,270.3	10,277.4
유형자산	9,740.7	10,139.1	9,911.9	9,655.9	9,665.0
무형자산	104.5	101.3	94.3	87.7	81.6
투자자산	120.4	128.6	44.3	59.3	63.5
자산총계	15,955.0	16,333.4	17,031.2	18,687.3	19,433.3
유동부채	5,789.1	5,748.7	5,867.0	6,191.2	6,125.8
매입채무	1,437.3	1,655.2	1,043.2	1,396.6	1,495.4
단기차입금	2,359.2	2,319.7	3,774.3	3,794.3	3,794.3
유동성장기부채	575.6	505.4	460.1	400.1	400.1
비유동부채	3,696.8	4,088.1	4,926.1	5,362.8	5,080.0
사채	2,535.8	2,835.5	3,661.2	3,981.2	3,981.2
장기차입금	864.8	719.3	1,083.0	1,138.0	838.0
부채총계	9,485.8	9,836.8	10,793.2	11,554.0	11,205.8
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
기타포괄이익누계액	25.0	27.3	7.2	7.2	7.2
이익잉여금	4,823.1	4,848.2	4,609.6	5,504.9	6,599.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,469.2	6,496.6	6,238.0	7,133.3	8,227.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-288.2	679.5	426.4	1,366.1	2,920.2
당기순이익(손실)	258.0	65.4	-226.8	1,198.4	1,536.9
유형자산감가상각비	347.1	604.3	706.4	795.9	990.9
무형자산상각비	8.2	8.1	7.1	6.6	6.2
운전자본의 증감	-881.9	105.1	-275.8	-622.9	398.2
투자활동 현금흐름	-415.2	-1,069.5	-175.6	-563.1	-997.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,041.4	-827.3	-470.9	-540.0	-1,000.0
투자자산의 감소(증가)	8.3	-5.6	93.5	-3.0	7.8
재무활동 현금흐름	887.8	16.5	2,255.1	21.3	-954.9
차입금증감	1,561.3	288.0	2,115.9	91.3	-535.4
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	184.5	-373.5	2,505.2	824.2	967.4
기초현금	480.1	664.5	291.0	2,796.2	3,620.4
기말현금	664.5	291.0	2,796.2	3,620.4	4,587.8
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	226,174	216,678	142,557	183,090	202,980
EPS(지배주주)	2,266	574	-2,015	10,552	13,519
CFPS	9,385	6,263	8,511	21,214	26,952
EBITDAPS	8,836	9,171	3,500	20,015	25,753
BPS	55,480	55,715	53,497	61,175	70,558
DPS	750	200	0	2,600	3,800
배당수익률(%)	0.8	0.2	0.0	3.8	5.5
Valuation(Multiple)					
PER	43.1	166.2	-34.3	6.5	5.1
PCR	10.4	15.2	8.1	3.3	2.6
PSR	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3
PBR	1.8	1.7	1.3	1.1	1.0
EBITDA	994.8	1,032.5	394.1	2,253.4	2,899.3
EV/EBITDA	17.1	16.5	35.2	5.8	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.9	1.0	-3.6	17.9	20.0
EBITDA이익률	3.9	4.2	2.5	10.9	12.7
부채비율	146.6	151.4	173.0	162.0	136.2
금융비용부담률	0.3	0.7	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	8.8	2.3			
매출채권회전율(x)	16.0	16.5	13.6	16.7	15.6
재고자산회전율(x)	8.6	7.7	6.1	8.5	8.0

LG화학(051910) EV배터리 헤게모니의 Winner

Analyst 노우호 02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

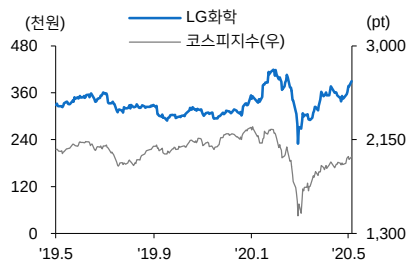
적정주가 (12개월)	480,000원
현재주가 (5.26)	414,000원
상승여력	15.9%

KOSPI	2,029.78pt
시가총액	292,252억원
발행주식수	7,059만주
유동주식비율	64.29%
외국인비중	36.53%
52주 최고/최저가	419,500원/230,000원
평균거래대금	2,057.7억원

주요주주(%)		
LG 외 3 인	33.37	
국민연금	10.36	

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	17.1	9.0
6개월	34.2	40.3
12개월	27.2	28.2

주가그래프



본업 NCC와 EV전지의 Harmony

- 1Q20 동사의 석유화학의 다변화된 포트폴리오의 강점 부각: 국내 경쟁사 대비 홀로 빛난 영업흑자 동사의 주력 제품은 신규 증설 압박 부담이 상대적으로 적고 안정적인 스프레드 유지 중
- 2020년 Post-Lockdown 동사의 EV배터리 시장 지배력 강화될 전망: 글로벌 EV배터리 No.1 생산능력 보유, 폴란드 EV생산기지 수율 개선(YoY)에 따른 영업적자 대규모 축소 반영될 예정

2Q20 유가 하락에 따른 NCC 원가 하락 수혜와 EV향 원통형 전지 출하량 증가 예상

- 2Q20 영업이익 3,770억원을 추정: 석유화학부문 NCC/PO의 스프레드 개선과 폴란드 EV공장 적자 축소

갈수록 부각될 전지부문 프리미엄. 투자의견 Buy와 적정주가 48만원을 유지하며 최선호주 제시

- 6월 Tesla의 신규 배터리 및 내재화 Noise를 매수의 기회로 권고. Tesla가 견인하는 전기차 시장 개화기 및 non-Tesla 진영 동사의 EV배터리 출하량 증가는 동사에게 기회요인으로 작용 전망
- 화학업종 최선호주로 제시, 적정주가는 48만원을 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	28,183.0	2,246.1	1,472.6	20,203	-25.5	218,227	17.2	1.6	7.8	8.9	67.1
2019	28,625.0	895.7	313.4	4,216	-75.5	217,230	75.3	1.5	11.1	1.8	95.7
2020E	33,446.2	1,617.6	917.4	12,773	157.0	226,726	29.5	1.7	9.7	5.3	139.1
2021E	38,243.8	2,023.8	1,292.6	18,087	39.3	241,275	20.8	1.6	8.4	7.1	150.5
2022E	43,465.2	2,239.9	1,351.8	18,926	4.6	256,581	19.9	1.5	7.9	6.9	157.6

LG화학(051910) 분기별 실적추정 내역

2020년 하반기 전망 시리즈 7
정유/화학

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	6,639.1	7,177.4	7,347.3	7,461.2	7,115.7	8,049.4	8,958.8	9,322.2	28,625.0	33,446.1	38,243.9
기초소재	3,748.8	3,936.4	3,964.8	3,898.0	3,695.9	4,499.5	4,859.2	4,901.6	15,548.0	17,956.2	18,595.1
전자소재	1,233.5	1,253.5	1,217.9	1,201.1	1,107.4	1,111.0	1,123.7	1,140.7	4,906.0	4,482.8	4,673.6
전지	1,650.1	2,009.4	2,210.2	2,480.6	2,260.9	2,666.6	2,961.8	3,204.6	8,350.3	11,093.9	14,979.7
팜한농/바이오	371.5	323.6	259.6	263.2	380.5	226.5	219.2	264.7	1,217.9	1,090.9	956.9
영업이익	275.4	267.5	380.3	-27.5	236.5	374.2	505.4	501.6	895.7	1,617.7	2,023.7
%OP	4.1%	3.7%	5.2%	-0.4%	3.3%	4.6%	5.6%	5.4%	3.1%	4.8%	5.3%
기초소재	398.6	382.2	321.2	315.8	242.6	346.9	386.0	392.5	1,417.8	1,368.0	1,464.9
전자소재	3.5	19.0	32.8	8.3	62.1	41.1	36.5	18.0	63.6	157.7	111.1
전지	-147.9	-128.0	71.2	-249.6	-51.8	-31.8	78.4	106.3	-454.3	101.1	393.7
팜한농/바이오	50.0	20.0	5.0	-16.9	58.5	18.0	4.5	-15.2	58.1	65.8	53.9
세전이익	279.6	192.9	243.9	-155.9	151.8	316.2	441.9	433.2	560.5	1,343.1	1,717.9
순이익(지배)	194.5	68.1	128.6	-77.8	21.1	237.9	332.5	325.9	313.4	917.4	1,292.5
% YoY											
매출액	1.3	1.8	1.6	1.6	7.2	12.1	21.9	24.9	1.6	16.8	14.3
영업이익	-57.7	-62.0	-36.9	적전	-14.1	39.9	32.9	흑전	-60.1	80.6	25.1
세전이익	-57.2	-70.1	-49.7	적전	-45.7	63.9	81.2	흑전	-71.1	139.6	27.9
순이익(지배)	-63.4	-85.7	-62.6	적전	-89.2	249.3	158.6	흑전	-78.7	192.7	40.9
%QoQ											
매출액	-9.6	8.1	2.4	1.6	-4.6	13.1	11.3	4.1			
영업이익	-4.9	-2.9	42.2	적전	흑전	58.2	35.1	-0.8			
세전이익	77.5	-31.0	26.4	적전	흑전	108.3	39.8	-2.0			
순이익(지배)	61.9	-65.0	88.8	적전	흑전	1,027.5	39.8	-2.0			

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	28,183.0	28,625.0	33,446.2	38,243.8	43,465.2
매출액증가율(%)	9.7	1.6	16.8	14.3	13.7
매출원가	22,836.8	23,779.2	24,624.9	28,525.2	32,211.0
매출총이익	5,346.2	4,845.8	8,821.3	9,718.6	11,254.2
판매비와관리비	3,100.1	3,950.2	7,203.7	7,694.8	9,014.3
영업이익	2,246.1	895.7	1,617.7	2,023.7	2,239.9
영업이익률(%)	8.0	3.1	4.8	5.3	5.2
금융손익	-157.1	-146.0	-470.6	-277.8	-415.3
종속/관계기업관련손익	5.1	22.2	10.2	12.0	12.0
기타영업외손익	-154.0	-211.3	210.1	-40.0	-40.0
세전계속사업이익	1,940.1	560.6	1,343.1	1,717.9	1,796.6
법인세비용	420.7	184.5	401.4	412.3	431.2
당기순이익	1,519.3	376.1	941.7	1,305.6	1,365.4
지배주주지분 손이익	1,472.6	313.4	917.4	1,292.5	1,351.8
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	12,088.5	11,869.7	18,334.5	20,330.8	22,065.8
현금및현금성자산	2,513.7	1,888.6	3,635.7	4,679.8	4,311.3
매출채권	4,381.2	3,738.2	6,108.6	6,505.2	7,381.2
재고자산	4,289.5	5,033.7	6,989.5	7,443.3	8,445.7
비유동자산	16,855.6	22,154.7	25,112.2	28,070.2	30,816.2
유형자산	13,839.2	18,593.6	21,390.6	24,385.0	27,117.1
무형자산	2,006.2	2,206.2	2,159.5	2,085.5	2,016.4
투자자산	424.1	575.6	659.6	697.2	780.2
자산총계	28,944.1	34,024.4	43,446.7	48,401.0	52,881.9
유동부채	7,273.5	8,941.5	15,175.3	18,617.9	21,455.3
매입채무	2,166.0	2,379.7	3,340.7	3,557.6	4,036.7
단기차입금	1,254.1	771.1	3,270.7	5,070.7	6,670.7
유동성장기부채	359.0	585.0	2,160.6	3,170.6	3,010.6
비유동부채	4,348.5	7,699.1	10,103.5	10,463.2	10,894.9
사채	2,702.9	5,299.2	6,240.5	6,340.5	6,440.5
장기차입금	981.9	1,536.8	2,703.8	2,903.8	3,103.8
부채총계	11,622.0	16,640.6	25,278.8	29,081.1	32,350.2
자본금	391.4	391.4	391.4	391.4	391.4
자본잉여금	2,274.6	2,274.6	2,274.6	2,274.6	2,274.6
기타포괄이익누계액	-203.0	-85.5	48.5	48.5	48.5
이익잉여금	14,994.3	14,798.7	15,408.1	16,547.0	17,745.2
비지배주주지분	239.1	378.8	419.5	432.6	446.2
자본총계	17,322.1	17,383.8	18,167.9	19,319.9	20,531.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	2,125.0	3,121.1	1,606.6	3,924.9	4,027.3
당기순이익(손실)	1,519.3	376.1	941.7	1,305.6	1,365.4
유형자산감가상각비	1,379.3	1,719.6	2,335.8	2,805.7	3,167.9
무형자산상각비	108.0	136.9	95.6	74.0	69.2
운전자본의 증감	-1,264.4	114.6	-1,879.8	-260.4	-575.2
투자활동 현금흐름	-3,639.1	-6,111.4	-5,228.5	-5,837.6	-5,983.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4,219.4	-6,238.2	-5,577.6	-5,800.0	-5,900.0
투자자산의 감소(증가)	-66.6	-129.3	-82.7	-37.6	-83.0
재무활동 현금흐름	1,793.9	2,300.7	5,347.7	2,956.8	1,587.3
차입금증감	2,325.1	3,045.2	6,207.0	3,110.4	1,740.9
자본의증가	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	264.4	-625.1	1,747.1	1,044.1	-368.5
기초현금	2,249.3	2,513.7	1,888.6	3,635.7	4,679.8
기말현금	2,513.7	1,888.6	3,635.7	4,679.8	4,311.3
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	399,236	405,498	473,794	541,756	615,721
EPS(지배주주)	20,203	4,216	12,773	18,087	18,926
CFPS	52,860	50,110	56,117	69,631	76,622
EBITDAPS	52,886	38,986	57,357	69,461	77,586
BPS	218,227	217,230	226,726	241,275	256,581
DPS	6,000	2,000	2,000	2,000	2,000
배당수익률(%)	1.7	0.6	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	17.2	75.3	29.5	20.8	19.9
PCR	6.6	6.3	6.7	5.4	4.9
PSR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
PBR	1.6	1.5	1.7	1.6	1.5
EBITDA	3,733.3	2,752.1	4,049.0	4,903.4	5,476.9
EV/EBITDA	7.8	11.1	9.7	8.4	7.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.9	1.8	5.3	7.1	6.9
EBITDA이익률	13.2	9.6	12.1	12.8	12.6
부채비율	67.1	95.7	139.1	150.5	157.6
금융비용부담률	0.5	0.7	0.9	1.1	1.1
이자보상배율(x)	16.6	4.3	5.2	5.0	4.8
매출채권회전율(x)	6.4	7.1	6.8	6.1	6.3
재고자산회전율(x)	7.4	6.1	5.6	5.3	5.5

한화솔루션(009830) 강화되는 이익 체력

Analyst 노우호 02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	25,000원	
현재주가 (5. 26)	17,000원	
상승여력	47.1%	
KOSPI	2,029.78pt	
시가총액	27,177억 원	
발행주식수	15,986만 주	
유동주식비율	62.32%	
외국인비중	20.72%	
52주 최고/최저가	23,250 원/9,410 원	
평균거래대금	245.8억 원	
주요주주(%)		
한화 외 2 인	37.43	
국민연금	11.41	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	21.4	13.0
6개월	-8.8	-4.7
12개월	-20.0	-19.4
주가그래프		



Covid-19 우려 대비 동사의 영업이익 훼손 제한적

- 1Q20 영업이익 서프라이즈(1,590억원) 달성으로 대외변수 불확실성 우려를 불식시킨 강화된 이익 창출력
- 2Q20 영업이익 886억원 전망: 석유화학 PVC/가성소다 부진, 태양광 설치수요 감소, 리테일 일회성비용

Covid-19 불확실성 감안해도 견조한 태양광 설치수요

- 2020년 변경된 태양광 설치 예상규모는 136Gw, 성장세는 지속 전망
- 19년 동사의 출하량 기준 시장 지배력은 셀 4위 / 모듈 6위로 시장 위상 부각
- 동사는 태양광 셀/모듈 생산에서 다운스트림 EPC 사업까지 확장 예정, 중장기 이익 체력 강화 전망

투자의견 Buy와 적정주가 2.5만원 유지

- 동사의 글로벌 태양광 시장 지배력 감안하면 현 주가는 경쟁사 대비 저평가 상태로 판단
- 19년 동사의 셀/모듈 출하량은 모두 상위 10위권 이내, 특히 태양광 설치 수요가 증가 중인 미국/유럽 내 시장 지배력 강화에 따른 태양광부문 이익 체력 강화

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	9,046.0	354.4	186.7	1,139	-80.7	37,081	17.7	0.5	10.0	3.1	144.6
2019	9,503.3	378.3	-237.6	-1,469	-257.2	35,228	-12.8	0.5	8.7	-4.0	170.1
2020E	8,361.9	481.5	299.7	1,867	-238.2	36,954	8.5	0.4	7.1	5.1	178.7
2021E	8,776.5	537.0	443.5	2,772	48.8	39,509	5.8	0.4	6.4	7.2	168.2
2022E	9,041.5	558.9	446.2	2,789	1.2	42,081	5.7	0.4	6.0	6.8	158.1

한화솔루션(009830) 분기별 실적추정 내역

2020년 하반기 전망 시리즈 7
정유/화학

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	2,236.2	2,374.1	2,441.2	2,451.7	2,248.4	1,867.1	2,127.8	2,118.6	9,503.2	8,361.9	8,776.5
기초소재	845.9	911.1	923.2	846.3	830.4	906.2	1,017.4	989.2	3,526.5	3,743.2	4,107.9
가공소재	191.7	212.0	204.0	200.4	190.5	169.6	187.7	184.4	808.1	732.2	748.4
리테일	161.6	166.4	127.6	138.0	95.9	99.8	160.9	171.3	593.6	527.9	709.7
태양광	794.8	789.1	922.3	1,049.1	905.7	815.1	896.6	914.6	3,555.3	3,532.0	3,755.4
기타	242.2	295.6	264.3	217.9	225.9	250.9	239.8	233.6	1,020.0	950.2	953.3
영업이익	98.3	97.5	152.5	30.0	159.0	88.6	125.8	108.1	378.3	481.5	536.9
%OP	4.4%	4.1%	3.6%	2.8%	4.0%	4.5%	5.2%	3.4%	4.0%	5.8%	6.1%
기초소재	53.7	50.2	75.6	-4.6	55.9	38.9	42.3	13.2	174.9	150.3	175.5
가공소재	-7.7	-2.8	-0.6	-19.6	-5.7	-10.2	-5.6	-3.7	-30.7	-25.2	-9.6
리테일	7.1	-6.7	-0.8	8.0	-5.1	-8.0	-4.8	10.3	7.6	-7.6	-6.9
태양광	48.9	32.7	65.6	76.3	100.9	65.2	87.9	100.6	223.5	354.6	375.5
기타	13.1	20.9	10.5	-5.7	7.4	6.3	11.5	-5.4	38.8	19.8	19.2
세전이익	157.0	44.0	136.0	-555.0	51.2	111.5	111.0	124.0	-218.0	397.7	632.5
순이익(지배주주)	118.0	25.4	113.4	-494.4	64.8	78.4	74.2	82.4	-237.6	299.8	443.6
% YoY											
매출액	7.7	5.5	5.6	1.8	0.5	-21.4	-12.8	-13.6	5.1	-12.0	5.0
영업이익	-42.9	-47.1	62.6	흑전	61.7	-9.1	-17.5	260.3	6.7	27.3	11.5
세전이익	-57.2	-83.1	흑전	적지	-67.4	153.4	-18.4	흑전	적전	흑전	59.0
순이익(지배)	-60.2	-86.3	흑전	적지	-45.1	208.7	-34.6	흑전	적전	흑전	48.0
%QoQ											
매출액	-7.1	6.2	2.8	0.4	-8.3	-17.0	14.0	-0.4			
영업이익	흑전	-0.8	56.4	-80.3	430.0	-44.3	42.0	-14.1			
세전이익	흑전	-72.0	209.1	적전	흑전	117.8	-0.4	11.7			
순이익(지배)	흑전	-78.5	346.5	적전	흑전	21.0	-5.4	11.1			

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	9,046.0	9,503.3	8,361.9	8,776.5	9,041.5
매출액증가율(%)	-3.2	5.1	-12.0	5.0	3.0
매출원가	7,458.6	7,732.1	6,695.8	6,980.5	7,185.5
매출총이익	1,587.5	1,771.2	1,666.1	1,796.1	1,856.0
판매비와관리비	1,233.1	1,392.8	1,184.6	1,259.1	1,297.1
영업이익	354.4	378.3	481.5	536.9	558.9
영업이익률(%)	3.9	4.0	5.8	6.1	6.2
금융손익	-135.6	-198.2	-210.6	-216.9	-215.2
종속/관계기업관련손익	417.8	213.8	99.0	273.3	298.3
기타영업외손익	-348.2	-611.4	29.2	41.0	0.0
세전계속사업이익	288.3	-218.0	397.7	632.5	640.3
법인세비용	127.9	31.4	56.4	126.5	128.1
당기순이익	160.4	-248.9	341.3	506.1	512.2
지배주주지분 손이익	186.7	-237.6	299.7	443.5	446.2
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,012.5	5,322.7	6,223.3	6,455.3	6,863.8
현금및현금성자산	1,024.1	1,084.5	2,329.1	2,431.6	2,731.4
매출채권	1,651.9	1,504.5	1,406.0	1,459.9	1,505.1
재고자산	1,467.5	1,479.9	1,557.1	1,616.8	1,666.8
비유동자산	10,219.0	10,358.5	10,651.1	11,055.0	11,220.5
유형자산	6,684.1	6,594.0	7,134.7	7,455.0	7,551.4
무형자산	479.4	421.2	421.6	412.3	403.6
투자자산	2,790.0	2,845.3	2,456.5	2,549.4	2,627.2
자산총계	15,231.5	15,681.1	16,874.4	17,510.4	18,084.3
유동부채	5,132.5	5,831.0	6,312.9	6,393.6	6,461.2
매입채무	1,158.9	1,207.3	1,099.6	1,141.7	1,177.1
단기차입금	2,238.7	2,675.3	3,329.3	3,329.3	3,329.3
유동성장기부채	654.8	709.3	878.6	878.6	878.6
비유동부채	3,871.9	4,044.3	4,507.7	4,589.1	4,615.3
사채	1,122.8	1,330.1	1,532.6	1,732.6	1,832.6
장기차입금	1,872.2	1,654.0	1,824.1	1,674.1	1,574.1
부채총계	9,004.4	9,875.3	10,820.6	10,982.7	11,076.6
자본금	821.2	821.2	821.2	821.2	821.2
자본잉여금	857.0	804.5	788.4	788.4	788.4
기타포괄이익누계액	-81.3	-70.5	-50.2	-50.2	-50.2
이익잉여금	4,496.5	4,175.9	4,411.1	4,822.4	5,236.4
비지배주주지분	137.1	77.7	104.7	167.3	233.3
자본총계	6,227.1	5,805.9	6,053.8	6,527.7	7,007.8

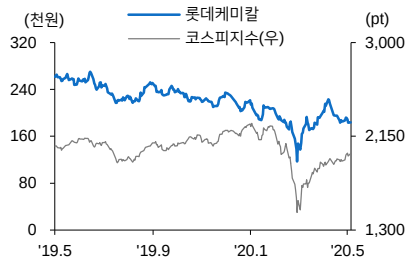
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	726.7	1,206.1	697.2	1,119.8	1,125.9
당기순이익(손실)	160.4	-248.9	341.3	506.1	512.2
유형자산감가상각비	426.5	528.7	608.0	679.6	703.6
무형자산상각비	13.6	32.5	14.6	9.3	8.7
운전자본의 증감	-146.8	285.4	-371.7	-20.7	-17.3
투자활동 현금흐름	-434.6	-1,110.7	-208.0	-788.2	-546.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-720.1	-1,165.3	-1,104.3	-1,000.0	-800.0
투자자산의 감소(증가)	614.8	158.5	487.8	180.5	220.5
재무활동 현금흐름	-69.6	-42.6	740.6	-229.2	-279.9
차입금증감	1,462.8	718.3	1,323.4	53.1	2.6
자본의증가	19.5	-52.5	-16.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	219.1	60.4	1,244.6	102.4	299.9
기초현금	805.0	1,024.1	1,084.5	2,329.1	2,431.6
기말현금	1,024.1	1,084.5	2,329.1	2,431.6	2,731.4
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	55,269	58,687	52,135	54,900	56,557
EPS(지배주주)	1,139	-1,469	1,867	2,772	2,789
CFPS	5,073	6,786	7,302	7,925	7,952
EBITDAPS	4,854	5,802	6,884	7,669	7,952
BPS	37,081	35,228	36,954	39,509	42,081
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	1.0	1.1	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	17.7	-12.8	8.5	5.8	5.7
PCR	4.0	2.8	2.2	2.0	2.0
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDA	794.4	939.5	1,104.1	1,226.0	1,271.3
EV/EBITDA	10.0	8.7	7.1	6.4	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.1	-4.0	5.1	7.2	6.8
EBITDA이익률	8.8	9.9	13.2	14.0	14.1
부채비율	144.6	170.1	178.7	168.2	158.1
금융비용부담률	1.8	2.4	2.9	2.8	2.8
이자보상배율(x)	2.2	1.7	2.0	2.1	2.2
매출채권회전율(x)	5.5	6.0	5.7	6.1	6.1
재고자산회전율(x)	6.9	6.4	5.5	5.5	5.5

롯데케미칼(011170) 저유가수혜, 그 이후는?

Analyst 노우호 02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	220,000원
현재주가 (5. 26)	187,500원
상승여력	17.3%
KOSPI	2,029.78pt
시가총액	64,266억원
발행주식수	3,428만주
유동주식비율	45.66%
외국인비중	28.36%
52주 최고/최저가	270,500원/117,000원
평균거래대금	418.9억원
주요주주(%)	
롯데지주 외 14 인	54.34
국민연금공단	9.73
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-11.8
6개월	-16.7
12개월	-28.2
1개월	-17.9
6개월	-12.9
12개월	-27.6
주가그래프	



Cycle 바닥은 확인했으나, 때 이른 회복의견에는 경계

- 2020년 연초 연이은 악재에 주가 급락: 1~2월 유가 변동성 확대로 스프레드 축소, 3월 대산NCC 화재 발생
- 저가 원재료 투입 효과 반영되는 2Q20 영업이익은 1,147억원 추정: 대산NCC 가동중단 기회손실, 유가 하락의 래깅효과는 5월 이후 반영, 미국ECC 스프레드 축소로 시장의 기대 수준 하회 전망

NCC, Covid-19의 유가 급락이 되레 기회 요인으로 작용. 구조적 변화는 확인 전

- 3월 유가 급락으로 NCC의 제조원가 수준이 ECC 수준에 버금가는 계기가 마련됨(나프타/에탄 ratio 3배)
- 북미 E&P들의 보수적 경영 전략은 점진적 에탄 공급량 감소와 가격 상승을 예상할 수 있는 대목
- NCC들은 원가 경쟁력이 부각된 점 긍정적. 단, 20~21년 공급우위 수급 기조에는 변함이 없어 NCC 우위의 구조적 변화는 이른 시점

동사에 투자의견 Hold와 적정주가 22만원을 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	16,073.1	1,946.2	1,579.2	46,074	-28.1	371,541	6.0	0.7	4.0	13.0	53.6
2019	15,123.4	1,107.2	715.0	20,860	-53.9	385,244	10.7	0.6	4.6	5.5	42.6
2020E	13,099.6	572.9	346.4	8,928	-52.9	387,171	20.5	0.5	5.9	2.3	52.7
2021E	14,744.0	880.1	656.9	17,339	94.2	397,010	10.6	0.5	5.0	4.4	56.6
2022E	15,915.2	1,098.2	837.7	22,112	27.5	411,622	8.3	0.4	4.5	5.5	58.0

롯데케미칼(011170) 분기별 실적추정 내역

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	3,721.8	4,034.6	3,940.0	3,427.0	3,275.6	3,079.1	3,304.7	3,440.2	15,123.4	13,099.6	14,744.0
Olefin	1,791.0	2,019.8	1,922.6	1,740.4	1,603.8	1,539.1	1,696.8	1,769.3	7,473.8	6,609.0	7,601.8
Aromatics	718.2	729.7	667.8	497.5	437.5	422.2	464.8	487.8	2,613.2	1,812.3	1,964.6
LC Titan	591.9	602.5	622.5	555.9	422.6	541.2	565.5	586.2	2,372.8	2,115.5	2,473.9
롯데첨단소재	705.0	766.6	761.7	703.4	808.7	727.8	735.1	749.8	2,936.7	3,021.4	3,296.4
LC USA	0.0	42.2	141.0	126.8	109.2	114.7	117.0	117.1	310.0	458.0	395.7
영업이익	295.7	346.1	314.6	150.8	-86.0	154.6	243.2	261.1	1,107.2	572.9	880.1
%OP	7.9%	8.6%	8.0%	4.4%	-2.6%	5.0%	7.4%	7.6%	7.3%	4.4%	6.0%
Olefin	190.6	225.2	210.2	114.1	-11.7	150.9	172.0	184.8	740.1	496.0	627.6
Aromatics	57.8	50.4	5.4	-27.0	-40.7	-30.4	-23.2	-12.2	86.6	-106.5	-58.7
LC Titan	26.2	20.6	20.7	-2.5	-69.5	-7.6	28.8	34.1	65.0	-14.2	96.8
롯데첨단소재	31.4	58.8	54.7	36.3	41.0	41.7	65.6	54.5	181.2	202.8	214.3
LC USA	0.0	9.8	34.6	32.6	13.9	13.8	21.1	19.9	77.0	68.7	67.9
세전이익	362.9	374.4	315.5	93.6	-127.0	164.8	257.3	277.1	1,146.4	572.2	934.4
순이익(지배)	217.3	260.5	204.4	32.8	-77.5	102.6	156.0	165.3	715.0	346.4	657.0
% YoY											
매출액	-9.7	-6.8	-7.2	1.6	-12.0	-23.7	-16.1	0.4	0.4	-13.4	12.6
영업이익	-55.3	-50.6	-37.5	90.4	적전	-55.3	-22.7	73.1	6.9	-48.3	53.6
세전이익	-51.3	-54.2	-47.2	0.9	적전	-56.0	-18.4	196.0	0.1	-50.1	63.3
순이익(지배)	-58.8	-53.1	-53.0	-47.1	적전	-60.6	-23.7	404.0	-3.9	-51.6	89.7
%QoQ											
매출액	10.4	8.4	-2.3	-13.0	-4.4	-6.0	7.3	4.1			
영업이익	273.4	17.0	-9.1	-52.1	적전	흑전	57.3	7.4			
세전이익	291.1	3.2	-15.7	-70.3	적전	흑전	56.1	7.7			
순이익(지배)	250.5	19.9	-21.5	-84.0	적전	흑전	52.0	6.0			

자료: 메리츠증권 리서치센터

롯데케미칼 (011170)

2020년 하반기 전망 시리즈 **7**
정유/화학

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	16,073.1	15,123.4	13,099.6	14,744.0	15,915.2
매출액증가율(%)	1.3	-5.9	-13.4	12.6	7.9
매출원가	13,368.9	13,208.8	11,918.4	13,255.1	14,160.3
매출총이익	2,704.1	1,914.7	1,181.2	1,488.9	1,754.9
판매비와관리비	758.0	807.5	608.3	608.8	656.7
영업이익	1,946.2	1,107.2	572.9	880.1	1,098.2
영업이익률(%)	12.1	7.3	4.4	6.0	6.9
금융손익	-5.0	-59.3	-75.2	-64.7	-78.8
종속/관계기업관련손익	202.3	184.9	71.0	119.1	161.9
기타영업외손익	65.1	15.7	3.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	2,208.5	1,248.6	572.2	934.5	1,181.3
법인세비용	608.7	390.0	216.2	242.9	299.5
당기순이익	1,641.9	756.7	356.1	691.5	881.8
지배주주지분 순이익	1,579.2	715.0	346.4	657.0	837.7
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	8,143.9	7,220.9	8,016.3	8,261.7	8,611.8
현금및현금성자산	1,330.0	1,352.0	1,111.0	1,018.6	1,176.8
매출채권	1,479.8	1,436.9	1,442.5	1,596.1	1,683.3
재고자산	1,777.3	1,679.7	1,729.9	1,914.1	2,018.7
비유동자산	12,655.2	12,822.3	13,716.6	14,709.9	15,551.4
유형자산	8,036.1	7,505.1	8,302.1	8,991.5	9,677.3
무형자산	1,653.0	1,725.1	1,527.2	1,482.8	1,440.7
투자자산	2,805.2	3,203.3	3,451.6	3,799.9	3,997.6
자산총계	20,799.1	20,043.1	21,732.9	22,971.6	24,163.2
유동부채	3,961.4	2,740.0	3,837.8	4,122.9	4,284.8
매입채무	858.0	947.7	951.4	1,052.7	1,110.2
단기차입금	806.2	586.3	565.3	565.3	565.3
유동성장기부채	1,379.6	593.2	595.2	595.2	595.2
비유동부채	3,293.4	3,249.9	3,662.4	4,181.6	4,586.5
사채	898.5	1,198.1	1,078.2	918.2	758.2
장기차입금	1,702.1	1,124.8	1,699.4	2,299.4	2,819.4
부채총계	7,254.8	5,990.0	7,500.2	8,304.5	8,871.4
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	880.9	880.8	880.7	880.7	880.7
기타포괄이익누계액	-102.2	-6.2	181.5	181.5	181.5
이익잉여금	11,784.7	12,158.4	12,036.9	12,374.2	12,875.0
비지배주주지분	809.6	848.7	962.2	1,059.4	1,183.4
자본총계	13,544.3	14,053.1	14,232.7	14,667.1	15,291.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,380.9	1,277.9	622.5	1,630.2	1,989.7
당기순이익(손실)	1,641.9	756.7	356.1	691.5	881.8
유형자산감가상각비	602.9	636.3	796.3	890.6	974.2
무형자산상각비	82.1	95.3	57.6	44.4	42.1
운전자본의 증감	-543.2	112.3	-721.7	-81.0	-7.1
투자활동 현금흐름	-1,763.1	662.4	-1,130.5	-1,848.2	-1,776.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,846.5	-892.2	-1,388.3	-1,580.0	-1,660.0
투자자산의 감소(증가)	-78.0	-398.1	-252.5	-348.3	-197.8
재무활동 현금흐름	44.8	-1,900.0	224.8	125.7	-54.9
차입금증감	578.9	-1,194.7	793.4	478.9	382.1
자본의증가	0.1	-0.0	-0.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-355.2	22.0	-241.0	-92.4	158.2
기초현금	1,685.2	1,330.0	1,352.0	1,111.0	1,018.6
기말현금	1,330.0	1,352.0	1,111.0	1,018.6	1,176.8
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	468,938	441,234	382,186	430,160	464,332
EPS(지배주주)	46,074	20,860	8,928	17,339	22,112
CFPS	80,208	53,405	46,831	57,011	66,995
EBITDAPS	76,767	53,648	41,629	52,954	61,688
BPS	371,541	385,244	387,171	397,010	411,622
DPS	10,500	6,700	5,500	7,500	7,500
배당수익률(%)	3.8	3.0	3.0	4.1	4.1
Valuation(Multiple)					
PER	6.0	10.7	20.5	10.6	8.3
PCR	3.5	4.2	3.9	3.2	2.7
PSR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EBITDA	2,631.2	1,838.8	1,426.9	1,815.0	2,114.4
EV/EBITDA	4.0	4.6	5.9	5.0	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	5.5	2.3	4.4	5.5
EBITDA이익률	16.4	12.2	10.9	12.3	13.3
부채비율	53.6	42.6	52.7	56.6	58.0
금융비용부담률	0.5	0.7	1.1	1.1	1.1
이자보상배율(x)	24.9	9.8	3.9	5.3	6.1
매출채권회전율(x)	10.4	10.4	9.1	9.7	9.7
재고자산회전율(x)	9.7	8.7	7.7	8.1	8.1

금호석유(011780) 더 좋아질까?

Analyst 노우호 02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Hold

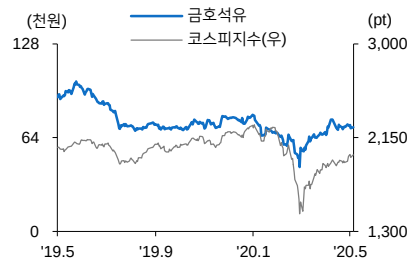
적정주가 (12개월)	80,000원
현재주가 (5. 26)	73,000원
상승여력	9.6%

KOSPI	2,029.78pt
시가총액	22,241억원
발행주식수	3,047만주
유동주식비율	56.78%
외국인비중	29.13%
52주 최고/최저가	102,500원/43,950원
평균거래대금	155.0억원

주요주주(%)		
박철완 외 8 인	24.87	
국민연금	10.01	

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	3.1	-4.0
6개월	-3.6	0.8
12개월	-19.2	-18.6

주가그래프



1Q20 영업이익 서프라이즈는 전방 수요 호조 및 원가 하락의 결과물

- 1Q20 영업이익 1,331억원(+737% QoQ)은 (1) 고무와 합성수지부문 스프레드 개선(BD 급락), (2) 폐놀유도체 흑자전환에 기인함
- 동사는 범용 고무 제품 mix에서 특수 고무 생산비중이 확대된 점 긍정적
특히, 의료용 장갑 원재료 NB-Latex는 3Q19 15만톤 증설 완료, 전분기부터 100% 정상 가동으로 향후 이익 증가를 견인할 수 있는 대목

2Q20 영업이익 723억원 추정, 분기별 큰 변동없는 이익 흐름 예상

- 동사의 주가는 NB-Latex 전방 수요 증가에 따른 이익 모멘텀으로 3월 Covid-19 위기에서 업종 내 주가는 outperform을 기록함
- Covid-19 peak-out 이익 모멘텀 강도는 낮아질 점, 주가의 상승여력 또한 제한적으로 판단

투자의견 Hold와 적정주가 8만원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	5,584.9	554.6	491.2	15,984	132.6	70,088	5.5	1.2	5.3	23.4	96.6
2019	4,977.9	367.8	294.6	9,516	-41.9	78,488	8.1	1.0	6.0	11.8	72.6
2020E	5,007.9	382.0	318.8	10,279	9.3	83,598	6.8	0.8	5.1	11.7	69.1
2021E	5,036.6	378.0	296.4	9,543	-6.4	90,610	7.4	0.8	4.4	10.2	62.8
2022E	5,091.1	356.5	288.3	9,278	-2.8	97,380	7.6	0.7	4.3	9.2	58.4

금호석유(011780) 분기별 실적추정 내역

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	1,275.1	1,297.2	1,220.0	1,185.7	1,225.5	1,250.6	1,268.0	1,263.8	4,978.0	5,007.9	5,036.6
합성고무	476.9	499.4	485.8	455.2	469.0	470.0	479.0	478.0	1,917.3	1,896.0	1,927.0
합성수지	288.2	311.3	292.1	276.2	286.0	330.0	332.0	334.0	1,167.8	1,282.0	1,329.0
기타	510.0	485.1	442.1	454.3	407.0	425.0	432.0	427.0	1,891.5	1,691.0	1,680.0
영업이익	144.2	138.9	68.7	15.9	133.1	72.3	87.5	89.1	367.7	382.0	378.0
%OP	11.3%	10.7%	5.6%	1.3%	10.9%	5.8%	6.9%	7.1%	7.4%	7.6%	7.5%
세전이익	143.5	150.5	68.8	16.5	162.6	76.1	92.8	90.0	379.3	421.5	400.4
순이익(지배)	113.9	115.2	47.6	17.9	127.6	55.9	68.2	67.0	294.6	318.7	296.4
% YoY											
매출액	-4.8	-10.0	-15.9	-12.3	-3.9	-3.6	3.9	6.6	-10.9	0.6	0.6
영업이익	-13.0	-9.5	-54.5	-81.1	-7.7	-47.9	27.4	460.4	-33.7	3.9	-1.0
세전이익	-26.1	-16.9	-57.6	-79.1	13.3	-49.4	34.9	445.5	-38.5	11.1	-5.0
순이익(지배)	-13.8	-34.3	-61.1	-70.8	-42.2	-58.3	14.3	192.2	-40.0	8.2	-7.0
%QoQ											
매출액	-5.7	1.7	-6.0	-2.8	3.4	2.0	1.4	-0.3			
영업이익	71.1	-3.7	-50.5	-76.9	737.1	-45.7	21.0	1.8			
세전이익	81.4	4.9	-54.3	-76.0	885.5	-53.2	21.9	-3.0			
순이익(지배)	85.5	1.1	-58.7	-62.4	267.6	-27.1	13.3	-3.9			

자료: 메리츠증권 리서치센터

금호석유 (011780)

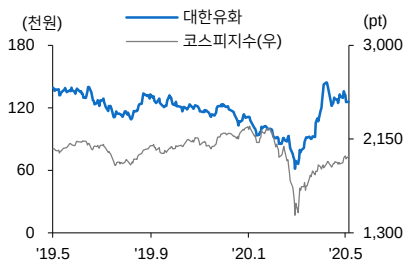
2020년 하반기 전망 시리즈 **7**
정유/화학

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,584.9	4,977.9	5,007.9	5,036.6	5,091.1
매출액증가율(%)	10.3	-10.9	0.6	0.6	1.1
매출원가	4,854.2	4,412.5	4,430.6	4,457.1	4,530.9
매출총이익	730.7	565.5	577.3	579.4	560.2
판매비와관리비	176.1	197.7	195.3	201.5	203.6
영업이익	554.6	367.8	382.0	378.0	356.5
영업이익률(%)	9.9	7.4	7.6	7.5	7.0
금융손익	-62.8	-49.1	-34.4	-24.9	-21.7
종속/관계기업관련손익	118.1	39.0	40.9	47.4	54.7
기타영업외손익	7.0	21.6	9.4	0.0	0.0
세전계속사업이익	616.9	379.3	421.5	400.5	389.6
법인세비용	113.8	84.6	98.8	98.1	95.4
당기순이익	503.1	294.7	322.7	302.4	294.1
지배주주지분 손이익	491.2	294.6	318.8	296.4	288.3
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,348.7	1,261.4	1,526.1	1,748.1	1,941.8
현금및현금성자산	101.8	127.8	309.8	527.8	700.5
매출채권	637.0	540.1	591.5	593.5	603.7
재고자산	471.6	469.5	506.6	508.2	517.0
비유동자산	3,268.0	3,276.6	3,218.0	3,209.4	3,251.5
유형자산	2,365.6	2,296.1	2,237.2	2,228.0	2,260.0
무형자산	14.3	13.6	11.5	9.9	8.6
투자자산	862.8	893.1	856.1	858.3	869.7
자산총계	4,616.7	4,538.0	4,744.0	4,957.4	5,193.3
유동부채	1,758.9	1,275.6	1,276.9	1,279.0	1,289.8
매입채무	319.1	330.4	319.6	320.7	326.2
단기차입금	816.8	470.1	508.6	508.6	508.6
유동성장기부채	268.5	172.6	171.8	171.8	171.8
비유동부채	509.7	632.8	662.5	632.9	625.3
사채	113.1	258.8	230.8	230.8	230.8
장기차입금	258.6	202.6	249.6	219.6	209.6
부채총계	2,268.6	1,908.5	1,939.4	1,911.9	1,915.1
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	356.6	356.5	356.5	356.5	356.5
기타포괄이익누계액	-60.9	-41.6	-95.8	-95.8	-95.8
이익잉여금	1,924.6	2,186.7	2,412.1	2,646.9	2,873.6
비지배주주지분	0.8	0.9	4.9	10.9	16.8
자본총계	2,348.2	2,629.6	2,804.6	3,045.5	3,278.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	484.7	557.7	393.6	550.6	555.9
당기순이익(손실)	503.1	294.7	322.7	302.4	294.1
유형자산감가상각비	207.1	200.6	224.6	259.2	268.0
무형자산상각비	2.3	2.2	1.9	1.6	1.4
운전자본의 증감	-201.7	93.3	-149.7	-12.6	-7.6
투자활동 현금흐름	-190.7	-136.0	-190.6	-252.2	-311.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-134.1	-172.7	-211.2	-250.0	-300.0
투자자산의 감소(증가)	23.5	7.8	46.4	-2.2	-11.4
재무활동 현금흐름	-426.4	-395.7	-21.8	-80.4	-71.4
차입금증감	-362.4	-299.7	24.3	-30.0	-9.9
자본의증가	90.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-132.6	26.0	182.0	218.0	172.7
기초현금	234.4	101.8	127.8	309.8	527.8
기말현금	101.8	127.8	309.8	527.8	700.5
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	183,306	163,384	164,368	165,308	167,098
EPS(지배주주)	15,984	9,516	10,279	9,543	9,278
CFPS	25,612	19,783	21,252	22,520	22,337
EBITDAPS	25,078	18,726	19,973	20,965	20,541
BPS	70,088	78,488	83,598	90,610	97,380
DPS	1,350	1,500	1,800	1,800	1,800
배당수익률(%)	1.5	1.9	2.6	2.6	2.6
Valuation(Multiple)					
PER	5.5	8.1	6.8	7.4	7.6
PCR	3.4	3.9	3.3	3.1	3.2
PSR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	1.2	1.0	0.8	0.8	0.7
EBITDA	764.1	570.5	608.5	638.8	625.8
EV/EBITDA	5.3	6.0	5.1	4.4	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.4	11.8	11.7	10.2	9.2
EBITDA이익률	13.7	11.5	12.2	12.7	12.3
부채비율	96.6	72.6	69.1	62.8	58.4
금융비용부담률	1.0	0.9	0.6	0.6	0.6
이자보상배율(x)	9.7	8.4	11.8	12.1	11.6
매출채권회전율(x)	9.1	8.5	8.9	8.5	8.5
재고자산회전율(x)	12.4	10.6	10.3	9.9	9.9

Hold

적정주가 (12개월)	115,000원
현재주가 (5. 26)	129,000원
상승여력	-10.9%
KOSPI	2,029.78pt
시가총액	8,385억원
발행주식수	650만주
유동주식비율	49.96%
외국인비중	12.00%
52주 최고/최저가	144,500원/61,500원
평균거래대금	86.3억원
주요주주(%)	
이순규 외 12 인	40.14
국민연금	10.84
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-9.5
6개월	11.2
12개월	-6.2
상대주가	-15.8
	16.2
	-5.5
주가그래프	



Cycle 바닥은 확인했으나, 때 이른 회복의견에는 경계

- 1Q20 유가 변동성 확대 및 재고손실 반영되며 영업적자 -457억원 기록
- 2Q20 영업이익 흑자전환 예상(510억원 추정): 주력 제품 HDPE와 PP는 Covid-19 확산의 수혜 제품으로 판단 특히 PP는 포장재와 마스크 필터 원재료로 사용되며 가격 방어력 시현 중

NCC, Covid-19의 유가 급락이 되레 기회 요인으로 작용. 구조적 변화는 확인 전

- 3월 유가 급락으로 NCC의 제조원가 수준이 ECC 수준에 버금가는 계기가 마련됨(나프타/에탄 ratio 3배)
- 북미 E&P들의 보수적 경영 전략은 점진적 에탄 공급량 감소와 가격 상승을 예상할 수 있는 대목
- NCC들은 원가 경쟁력이 부각된 점 긍정적. 단, 20~21년 공급우위 수급 기조에는 변함이 없어 NCC 우위의 구조적 변화는 이른 시점

동사에 투자의견 Hold와 적정주가 11.5만원을 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,554.0	318.8	257.4	39,602	20.0	261,707	3.9	0.6	2.2	16.2	16.6
2019	2,074.3	113.9	106.3	16,360	-58.7	273,632	7.2	0.4	2.8	6.1	13.9
2020E	1,973.4	109.5	94.6	14,560	-11.0	283,453	8.6	0.4	2.7	5.2	13.3
2021E	2,176.4	182.0	147.4	22,682	55.8	303,759	5.5	0.4	1.8	7.7	12.9
2022E	2,332.7	187.9	151.9	23,371	3.0	324,755	5.4	0.4	1.4	7.4	12.3

대한유화(006650) 분기별 실적추정 내역

2020년 하반기 전망 시리즈 7
정유/화학

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	516.3	404.7	587.0	566.3	496.0	486.2	494.0	497.2	2,074.3	1,973.4	2,176.4
영업이익	56.9	-15.7	60.8	11.8	-45.7	51.0	51.9	52.3	113.8	109.5	181.9
%OP	11.0%	-3.9%	10.4%	2.1%	-9.2%	10.5%	10.5%	10.5%	5.5%	5.5%	8.4%
세전이익	62.1	-12.0	65.4	12.2	-40.8	54.0	54.9	55.3	127.7	123.4	193.9
순이익(지배)	57.8	-11.5	49.3	10.7	-30.2	41.0	41.8	42.0	106.3	94.6	147.4
% YoY											
매출액	-15.8	-38.0	-9.0	-11.9	-3.9	20.1	-15.8	-12.2	-18.8	-4.9	10.3
영업이익	-45.2	적전	-30.6	-38.5	적전	흑전	-14.6	343.2	-64.3	-3.8	66.1
세전이익	-41.9	적전	-33.3	-36.8	적전	흑전	-16.1	353.3	-62.0	-3.4	57.1
순이익(지배)	-29.4	적전	-33.6	-39.2	적전	흑전	-15.2	292.5	-58.7	-11.0	55.8
%QoQ											
매출액	-19.7	-21.6	45.0	-3.5	-12.4	-2.0	1.6	0.6			
영업이익	196.4	적전	흑전	-80.6	적전	흑전	1.8	0.8			
세전이익	221.8	적전	흑전	-81.3	적전	흑전	1.7	0.7			
순이익(지배)	228.4	적전	흑전	-78.3	적전	흑전	2.0	0.5			

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,554.0	2,074.3	1,973.4	2,176.4	2,332.7
매출액증가율(%)	43.5	-18.8	-4.9	10.3	7.2
매출원가	2,178.4	1,914.0	1,565.3	1,632.3	1,749.5
매출총이익	375.6	160.3	408.1	544.1	583.2
판매비와관리비	56.8	46.5	298.6	362.1	395.3
영업이익	318.8	113.9	109.5	182.0	187.9
영업이익률(%)	12.5	5.5	5.5	8.4	8.1
금융손익	-2.2	0.1	0.4	0.0	0.0
종속/관계기업관련손익	8.4	7.8	5.8	4.0	4.0
기타영업외손익	11.3	6.0	7.8	8.0	8.0
세전계속사업이익	336.4	127.7	123.5	194.0	199.9
법인세비용	79.0	21.4	28.8	46.6	48.0
당기순이익	257.4	106.3	94.6	147.4	151.9
지배주주지분 손이익	257.4	106.3	94.6	147.4	151.9
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	428.7	464.2	533.5	668.6	785.9
현금및현금성자산	53.7	98.2	175.1	277.8	365.3
매출채권	189.0	186.2	0.0	0.0	0.0
재고자산	167.6	161.4	180.1	193.8	208.6
비유동자산	1,555.2	1,562.3	1,554.7	1,559.8	1,585.7
유형자산	1,381.4	1,382.7	1,355.7	1,360.8	1,386.8
무형자산	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5
투자자산	148.8	154.5	162.8	162.8	162.8
자산총계	1,983.9	2,026.5	2,088.2	2,228.4	2,371.6
유동부채	134.8	91.4	98.1	107.0	116.3
매입채무	9.4	21.8	19.2	21.2	22.8
단기차입금	5.0	6.5	9.5	9.5	9.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	148.0	156.5	147.7	147.0	144.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	51.0	45.0	45.0	35.0	25.0
부채총계	282.8	247.9	245.7	254.0	260.7
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
기타포괄이익누계액	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	1,401.6	1,479.1	1,542.9	1,674.9	1,811.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,701.1	1,778.6	1,842.4	1,974.4	2,110.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	350.9	230.3	234.1	284.4	309.2
당기순이익(손실)	257.4	106.3	94.6	147.4	151.9
유형자산감가상각비	135.5	147.5	154.0	154.9	174.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-61.1	-0.1	-32.3	-13.9	-12.8
투자활동 현금흐름	-116.7	-156.6	-142.4	-156.3	-196.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-125.8	-163.9	-136.7	-160.0	-200.0
투자자산의 감소(증가)	2.8	2.1	-2.5	4.0	4.0
재무활동 현금흐름	-190.2	-29.3	-14.4	-25.4	-25.4
차입금증감	-165.5	6.0	6.5	-10.0	-10.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	44.0	44.4	77.0	102.7	87.5
기초현금	9.7	53.7	98.2	175.1	277.8
기말현금	53.7	98.2	175.1	277.8	365.3
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	392,920	319,123	303,605	334,831	358,873
EPS(지배주주)	39,602	16,360	14,560	22,682	23,371
CFPS	62,323	39,291	49,746	53,060	56,913
EBITDAPS	69,896	40,214	40,538	51,829	55,682
BPS	261,707	273,632	283,453	303,759	324,755
DPS	4,000	2,500	2,500	2,500	2,500
배당수익률(%)	2.6	2.1	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	3.9	7.2	8.6	5.5	5.4
PCR	2.5	3.0	2.5	2.4	2.2
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
PBR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
EBITDA	454.3	261.4	263.5	336.9	361.9
EV/EBITDA	2.2	2.8	2.7	1.8	1.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.2	6.1	5.2	7.7	7.4
EBITDA이익률	17.8	12.6	13.4	15.5	15.5
부채비율	16.6	13.9	13.3	12.9	12.3
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	88.0	78.0			
매출채권회전율(x)	12.8	11.1	21.2		
재고자산회전율(x)	14.9	12.6	11.6	11.6	11.6

한국알콜(017890) 물 만난 물고기

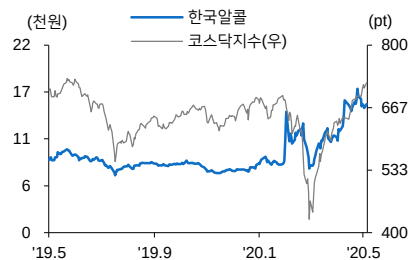
Analyst 노우호 02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (5. 26)	15,650원
상승여력	-
KOSDAQ	729.11pt
시가총액	3,381억원
발행주식수	2,161만주
유동주식비율	54.76%
외국인비중	1.41%
52주 최고/최저가	17,200원/6,850원
평균거래대금	852.4억원
주요주주(%)	
케이씨엔에이 외 2 인	40.49

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	28.3	11.4
6개월	109.2	87.0
12개월	80.9	71.2

주가그래프



Covid-19 수혜 No.1 중소형주로 제시

- Covid-19 확산으로 손세정제 수요 증가는 구조적 변화로 인식, 원재료 생산기업에 대한 관심 필요
- 손세정제 생산에 IPA(국내 이수화학, LG화학)과 에탄올(한국알콜)을 각각 70%, 80% 혼합 생산
- Covid-19 확산에 따른 손세정제 수요 증가로 동사의 주정부문(에탄올) 매출비중 증가(기존 29%→ 36%)
- 손세정제 수요 증가로 동사의 에탄올 업황 고공 행진 중(5월 ASP +50% MoM 상승)→ 2Q20 추가 개선 가능

Covid-19의 나비효과→ 전방 손세정제 수요 증가로 에탄올과 초산에틸부문의 판매가격 상승 중

- 초산에틸 Value-chain 점검: 메탄올→ 초산 + 에탄올→ 초산에틸/부틸, VAM
Lockdown으로 초산 공급이 타이트한 점과 손세정제 에탄올 수요 증가로 원가와 판매가 상승의 수혜
- 2020년 중국 정부는 환경규제 의지가 뚜렷, 중국의 석탄기발 설비들의 감산에 따른 동사의 반사 수혜 예상

Covid-19 위기를 기회로, 동사의 구조적 이익 개선 Story 유효

- 전방 수요 호조에 따른 주력 사업부문 판가 인상으로 분기별 이익 개선 가능
- 지분법회사 이엔에프테크놀로지는 반도체향 소재 출하량 증가 예상, 연간 견조한 이익 흐름 예상
지분가치 감안하면 동사의 주가 저평가 매력 부각 전망

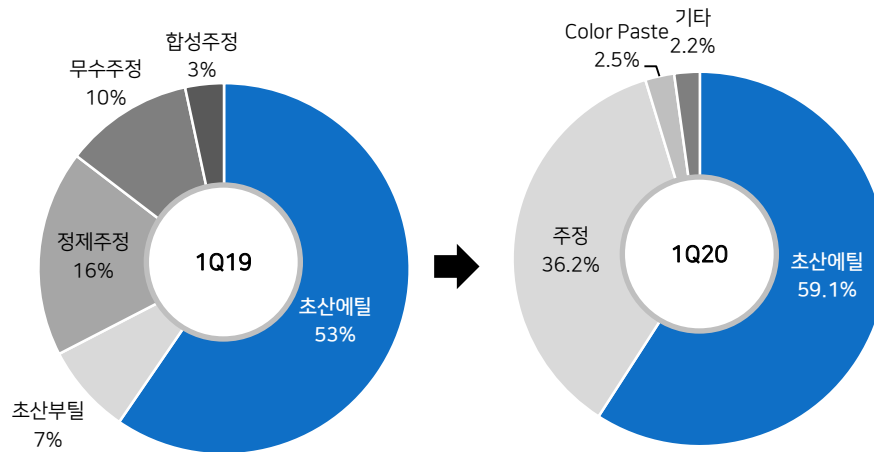
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	254.4	24.1	20.3	939	0.7	12,560	10.9	0.8	6.7	7.7	31.8
2019	306.3	31.6	25.4	1,176	25.3	13,688	8.7	0.7	6.1	9.0	34.0
2020E	370.7	40.3	32.5	1,504	27.9	15,145	9.9	1.0	7.6	10.4	36.2
2021E	448.6	50.1	39.8	1,842	22.5	16,939	8.1	0.9	6.6	11.5	35.6
2022E	542.9	61.3	48.6	2,249	22.1	19,140	6.6	0.8	5.7	12.5	36.8

[한국알콜] 전방 손세정제 수요 증가로 주정부분 매출 기여 증가

Covid-19 수혜: 손세정제

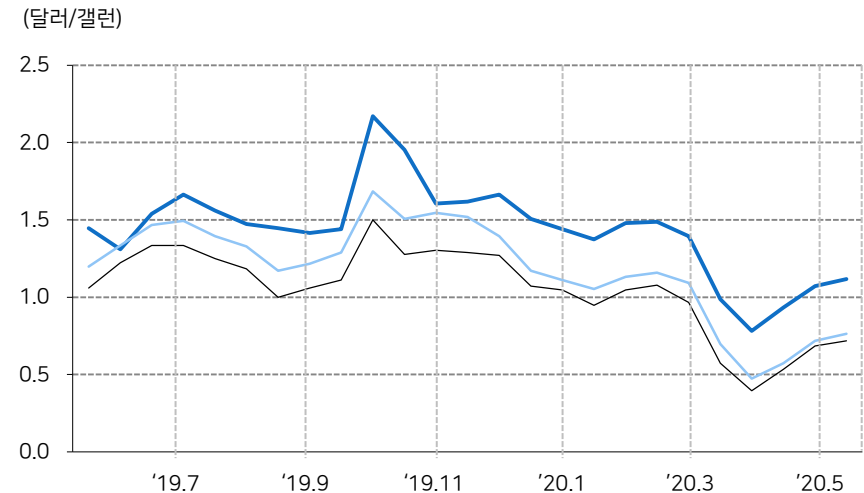
- Covid-19가 견인한 동사의 주력 사업의 변화→ 손세정제 수요 증가로 원재료 에탄올/IPA 수요 증가
(기존) 초산에틸(매출액 비중 53%, 국내 점유율 65%), 주정부분 29%
(1Q20) 초산에틸 59%, 주정부분 36%→ 손세정제 수요 호조가 합성주정(에탄올) 외형 성장성을 견인
- 에탄올의 원재료는 곡물(사탕수수)에서 추출, 전방 수요는 휘발유 첨가제, 손세정제, 주류 등에 사용
- 글로벌 Covid-19 확산 및 손세정제 수요 증가는 동사의 생산제품 에탄올 가격 상승을 견인 중
- 2Q20 역시 주정사업부문의 호실적 지속될 전망

한국알콜 사업부별 매출 비중의 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

북미 에탄올 가격 동향: Pandemic 공포가 드리운 3월 이후 가격 반등



자료: ICIS, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	254.4	306.3	370.7	448.6	542.9
매출액증가율(%)	19.8	20.4	21.0	21.0	21.0
매출원가	207.0	248.9	300.7	363.9	440.4
매출총이익	47.3	57.4	70.0	84.7	102.5
판매비와관리비	23.2	25.8	29.7	34.6	41.2
영업이익	24.1	31.6	40.3	50.1	61.3
영업이익률(%)	9.5	10.3	10.9	11.2	11.3
금융손익	0.1	0.2	0.3	-0.1	-0.5
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	25.7	31.8	40.6	49.9	60.8
법인세비용	5.4	6.4	8.1	10.2	12.2
당기순이익	20.3	25.4	32.5	39.8	48.6
지배주주지분 순이익	20.3	25.4	32.5	39.8	48.6
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	119.9	138.5	158.6	178.2	208.2
현금및현금성자산	25.4	18.8	7.1	-5.1	-13.7
매출채권	69.1	87.5	110.8	134.1	162.3
재고자산	21.5	27.2	34.5	41.7	50.5
비유동자산	237.9	257.8	287.1	318.2	357.5
유형자산	49.3	41.9	36.6	33.1	30.5
무형자산	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
투자자산	102.8	130.1	164.7	199.4	241.3
자산총계	357.8	396.3	445.7	496.4	565.7
유동부채	44.3	54.5	67.5	74.4	90.0
매입채무	30.1	38.1	48.2	58.4	70.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	6.0	6.0	6.0	0.0	0.0
비유동부채	42.1	46.0	51.0	56.0	62.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	27.2	27.2	27.2	27.2	27.2
부채총계	86.4	100.5	118.5	130.5	152.2
자본금	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
자본잉여금	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
기타포괄이익누계액	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	256.0	280.3	311.8	350.6	398.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	271.4	295.7	327.2	366.0	413.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	17.8	21.0	23.1	28.6	33.6
당기순이익(손실)	20.3	25.4	32.5	39.8	48.6
유형자산감가상각비	10.1	7.4	5.3	3.5	2.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-14.5	-11.0	-13.9	-13.9	-16.8
투자활동 현금흐름	-20.3	-26.5	-33.8	-33.8	-41.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-21.6	-27.3	-34.6	-34.6	-41.9
재무활동 현금흐름	-0.2	-1.0	-1.0	-7.0	-1.0
차입금증감	-0.3	0.0	0.0	-6.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-2.8	-6.6	-11.7	-12.2	-8.5
기초현금	28.1	25.4	18.8	7.1	-5.1
기말현금	25.4	18.8	7.1	-5.1	-13.7
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	11,773	14,175	17,155	20,761	25,126
EPS(지배주주)	939	1,176	1,504	1,842	2,249
CFPS	1,673	1,803	2,113	2,479	2,959
EBITDAPS	1,584	1,803	2,113	2,479	2,959
BPS	12,560	13,688	15,145	16,939	19,140
DPS	50	50	50	50	50
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	10.9	8.7	9.9	8.1	6.6
PCR	6.1	5.7	7.1	6.0	5.0
PSR	0.9	0.7	0.9	0.7	0.6
PBR	0.8	0.7	1.0	0.9	0.8
EBITDA	34.2	39.0	45.7	53.6	63.9
EV/EBITDA	6.7	6.1	7.6	6.6	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.7	9.0	10.4	11.5	12.5
EBITDA이익률	13.5	12.7	12.3	11.9	11.8
부채비율	31.8	34.0	36.2	35.6	36.8
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	22.3	29.2	37.3	50.9	69.2
매출채권회전율(x)	4.1	3.9	3.7	3.7	3.7
재고자산회전율(x)	13.2	12.6	12.0	11.8	11.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

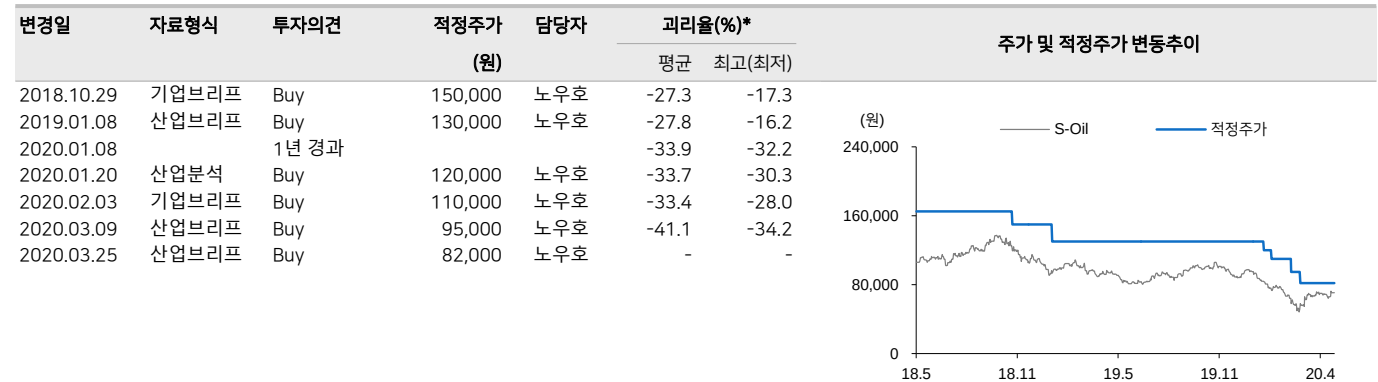
SK이노베이션(096770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.07.03	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-18.4	-10.4	
2018.10.01	산업분석	Buy	275,000	노우호	-27.8	-18.0	
2019.01.08	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-29.4	-18.5	
2020.01.08	1년 경과				-43.0	-41.9	
2020.01.20	산업분석	Buy	210,000	노우호	-38.1	-35.5	
2020.02.03	기업브리프	Buy	180,000	노우호	-29.3	-21.9	
2020.03.09	산업브리프	Buy	155,000	노우호	-48.4	-35.2	
2020.03.25	산업브리프	Buy	135,000	노우호	-30.3	-25.6	
2020.05.06	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-	-	

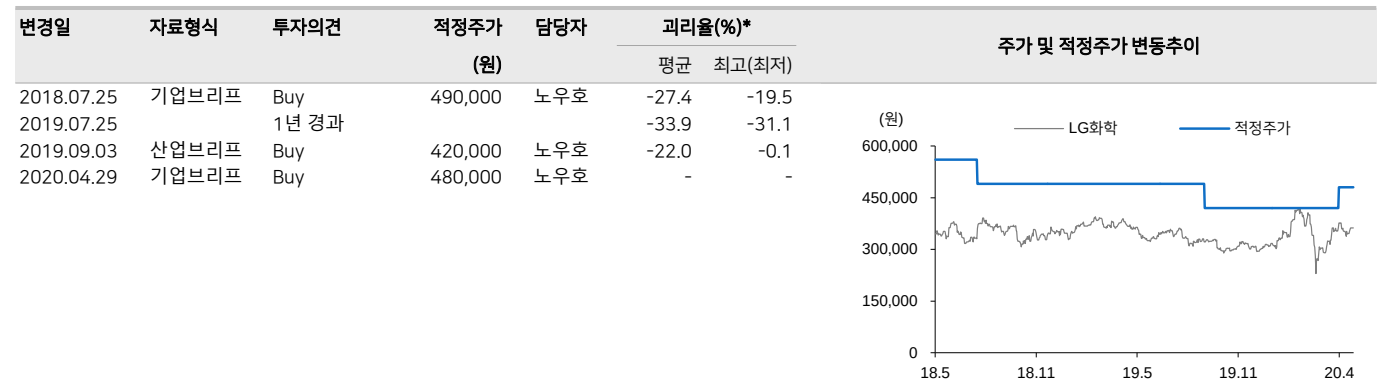
S-Oil(010950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



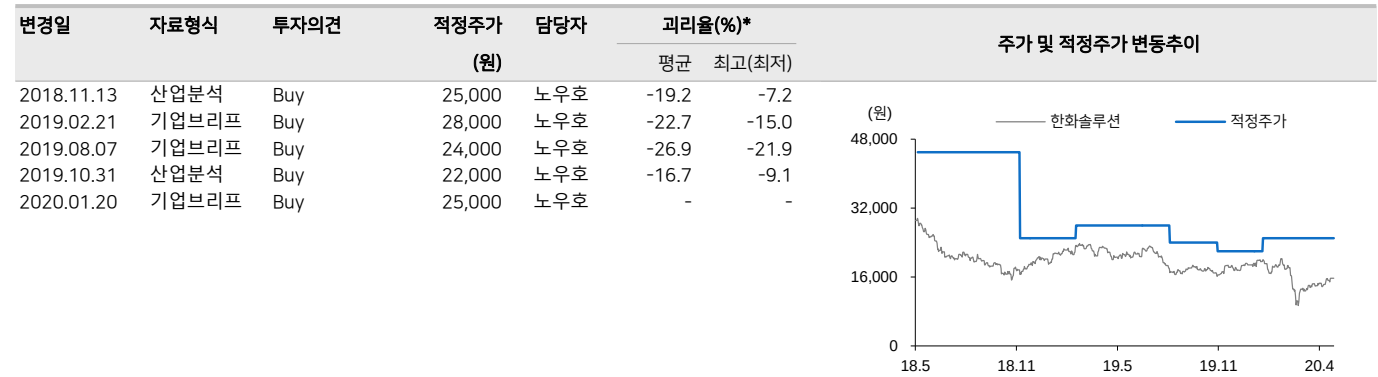
LG화학(051910) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



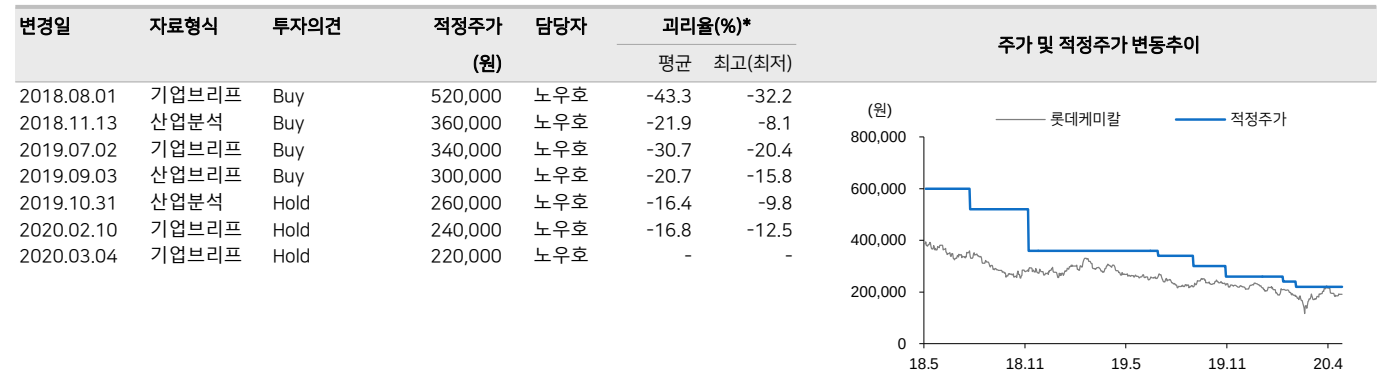
한화솔루션(009830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



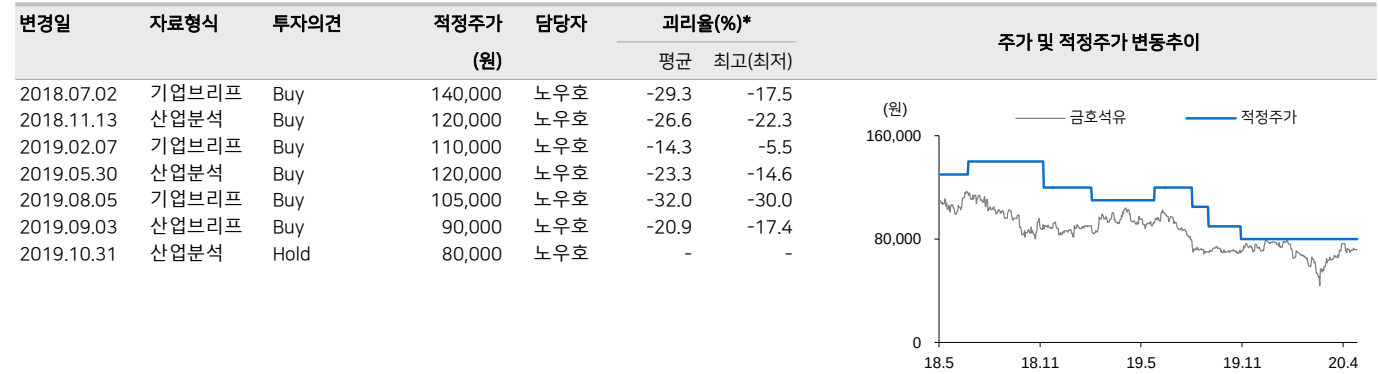
롯데케미칼(011170) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



금호석유(011780) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



대한유화(006650) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

