

글로벌 정유/화학

제한된 공급, 회복하는 수요

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

REOPENING & RECOVERY



CONTENTS

Summary	3
정유[비중확대] – 바닥을 지나 턱어라운드	3
화학[중립] – 증설 < 수요 종목 찾기	3
글로벌 오일[비중확대] – 제한된 공급과 회복하는 수요	3
I. 정유 산업분석	4
1. 투자의견: 비중확대 – 바닥을 지나 턱어라운드	4
2. 리뷰: 두 번의 큰 하락을 겪은 후 빠른 회복세	5
3. 2022 전망: 항공유/경유 위주의 회복 예상	6
4. 3분기 실적 전망	11
II. 화학 산업분석	13
1. 투자의견: 중립 – 증설 < 수요 종목 찾기	13
2. 리뷰: 피크아웃?	15
3. 2022 전망: PVC, 합성고무 포트폴리오 선호	16
4. 3분기 실적 전망	23
III. 글로벌 오일	24
1. 투자의견: 비중확대 – 제한된 공급과 회복하는 수요	24
2. 원자재 가격 강세로 글로벌 에너지 기업들 수혜	24
3. 풍부해지는 현금흐름과 보상받는 주주들	27
Company Analysis	29
S-Oil (010950)	30
LG화학 (051910)	34
SK이노베이션 (096770)	41
롯데케미칼 (011170)	45
금호석유 (011780)	48
코노코필립스 ConocoPhillips (COP US)	51

Summary

정유[비중확대] – 바닥을 지나 턱어라운드

Top Pick: S-Oil

정유 섹터는 정제마진 개선을 주요인으로 비중확대를 제시하고, 최선호주는 S-Oil이다. 최근 글로벌 전력난과 미국 허리케인 아이다 등으로 인해 시작된 정제마진의 회복세는 22년에도 해외여행 확대와 인프라 투자 수요를 통해 지속될 것으로 예상된다. 점차 높아지는 백신 접종률은 글로벌 경제의 리오프닝으로 이어질 것이며, 그동안 소비하지 못했던 해외여행의 증가가 항공유 펜트업 수요의 주요인이다. 국내 상장 정유사들 중 가장 정유업의 비중이 높고 정제마진의 개선 영향을 온전히 반영할 수 있는 S-Oil을 탑픽으로 제시한다.

화학[중립] – 증설 < 수요 종목 찾기

Top Pick: LG화학

22년 화학 업종의 키워드는 증설이다. Covid-19으로 인해 지연되었던 증설 계획들이 점차 확정되고 있고, 이로 인한 공급 과잉은 화학업계 전반에 가격 하락 압력을 가할 것이다. 하지만 그 중에서도 증설 대비 수요가 상대적으로 큰 제품들이 있다. 그 중 PVC 제품군이 인프라 투자 수요 및 글로벌경제 리오프닝 테마로 22년에도 강세를 보일 것으로 예상된다. 따라서 PVC 생산량이 가장 많은 LG화학을 최선호주로 제시한다. LG에너지솔루션의 경우, 1) 글로벌 전기차 침투율 상승 가속화, 2) 테슬라 향 원통형 배터리 가치, 3) 연말/연초 배터리 프로젝트 지속에 주목할 필요가 있다. LG에너지솔루션의 사업가치를 116조원으로 산정한다.

글로벌 오일[비중확대] – 제한된 공급과 회복하는 수요

Top Pick: 코노코필립스

22년 에너지 원자재 강세를 주요인으로 글로벌 오일의 비중확대를 제시하며, 그 중 최선호주로 코노코필립스를 추천한다. 팬데믹 이후 급격한 에너지원의 변화 노력은 오히려 원자재 가격 상승을 부추기고 있으며, 22년 원유 수요는 팬데믹 이전 고점을 넘어설 것으로 전망된다. 하지만 원유 생산자들은 증산에 대한 적극적인 의지를 보이고 있지 않으며, 22년에도 타이트한 수급은 국제유가 강세로 이어질 것으로 예상된다. 코노코필립스는 글로벌 오일메이저들 중에서 비용 절감에 능하고, 상대적으로 주주환원 의지가 강한 기업이며, 향후 국제유가 강세를 보일 때 주가가 상승 흐름을 보일 것으로 예상된다.

표 1. 커버리지 종목: 2022 컨센서스와 추정치

(조원)

	2022 매출액		2022 영업이익		2022 순이익	
	컨센서스	당사 추정치	컨센서스	당사 추정치	컨센서스	당사 추정치
S-Oil	28.0	36.1	2.0	2.1	1.4	1.6
LG화학	49.2	53.8	5.0	5.0	3.3	3.5
SK이노베이션	52.2	55.3	2.1	2.7	1.4	1.8
롯데케미칼	18.3	19.5	1.9	2.2	1.4	1.7
금호석유	8.3	8.1	1.8	2.2	1.4	1.6
코노코필립스(십억달러)	44.3	54.8	11.4	16.0	8.1	11.6

자료: FnGuide, Factset, 미래에셋증권 리서치센터

I. 정유 산업분석

1. 투자이견: 비중확대 – 바닥을 지나 턴어라운드

22년에도 정제마진의 개선은 정유업의 호황으로 이어질 것을 예상한다. 국내 정유 섹터 종목 중 최선호주는 정제마진 개선을 가장 순수하게 반영하는 S-Oil로 제시한다. 3분기까지는 정제마진 약세와 사우디 OSP 인상, 전분기보다 감소할 재고관련이익으로 정유업 실적이 약세를 보일 수 있다. 하지만 이런 약재들은 선반영되었고, 석유제품에 대한 여전한 수요와 정제마진 개선을 통해 주가 상승 기회를 노려볼 수 있다.

정제마진의 개선은 항공유/경유의 수요 확대가 이끌 것이다. 백신 접종 확대로 해외여행의 펜트업 수요가 예상되어 항공유 마진이 확대될 것이고, 미국/중국 등 주요국들의 인프라 투자 증가 기대감으로 경유의 마진 개선이 예상된다.

한국 복합마진은 현재 배럴당 7달러 수준으로 지난 수요 충격으로부터 회복 구간에 있다. 국내 정유사들의 제품 포트폴리오에서 절반 이상을 차지하는 항공유/경유 마진이 현재보다 개선된다면 복합마진이 배럴당 8달러 이상 기록하는 정상화 수준까지 갈 수 있을 것으로 예상된다. 여전히 델타 바이러스로 인한 리스크는 존재하지만 높아지는 백신 접종률과 영국의 선례를 볼 때, 점차 개방되는 글로벌 경제는 석유제품들의 수요를 높여 스프레드 확대에 이어질 것으로 예상된다.

표 2. 국제유가 및 정유 스프레드 추이 및 전망 (USD/bbl)

		2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
국제유가	WTI	64.7	57.1	39.5	69.1	78.8	72.5
	Dubai	69.4	63.5	42.2	70.1	80.8	74.5
스프레드	휘발유	10.1	9.0	4.4	11.2	15.5	14.0
	납사	-2.4	-6.6	-1.8	1.0	1.5	-1.0
	등유/항공유	15.3	13.7	2.5	6.5	13.8	13.0
	경유	13.9	13.7	6.1	7.1	13.8	13.0
	병커	-3.9	-6.0	-3.0	-4.4	-4.0	-4.0
마진	복합마진	6.7	5.8	1.9	3.9	7.8	6.8
	싱가폴마진	5.2	4.9	0.8	2.9	6.5	5.8

자료: 페트로넷, Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

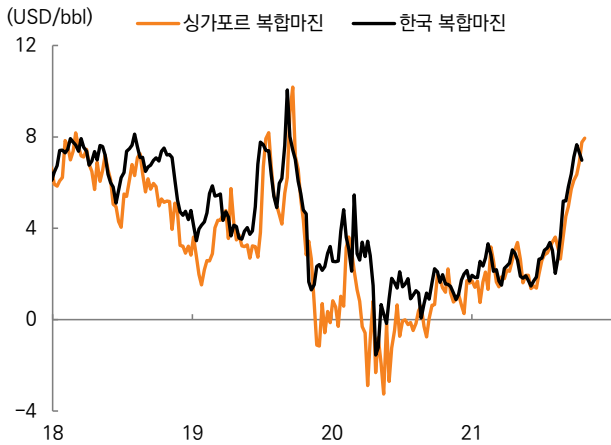
2. 리뷰: 두 번의 큰 하락을 겪은 후 빠른 회복세

정유 산업은 미-중 무역분쟁, IMO2020과 팬데믹으로 인해 하락세를 겪었고 지금은 빠른 회복세를 보이고 있다. 국내 정유사들에 있어 업사이드는 매출 비중이 높은 경유의 상승폭이 컸다는 점이며, 다운사이드는 고유황중유의 스프레드가 커지며 고도화 설비를 갖춘 국내 기업들에게 유리하지 않았다는 점이다.

과거 정제마진이 급격하게 하락하기 시작한 것은 코로나 발생 이전인 2019년부터였다. 19년 11월, 싱가포르 정제마진은 19년 만에 마이너스를 기록했다. 미-중 무역분쟁으로 인한 수요 감소와 IMO 2020 영향에 따른 중유(B-C유 등) 스프레드의 급락 때문이다. 그리고 바로 다음 해인 20년 5월, 코로나19 바이러스로 인한 경기 침체로 석유제품들에 대한 수요가 급격히 줄어들며 싱가포르 정제마진과 국내 정유사들의 복합 마진 모두 마이너스 구간으로 접어들었다. 국내 정유기업들의 영업이익 손익분기점이 한국 복합마진 기준 약 4~5달러 수준이기에, 사실상 2019년말부터 국내 기업들은 정제마진으로 인한 영업이익에서 손익분기점을 넘기지 못했다.

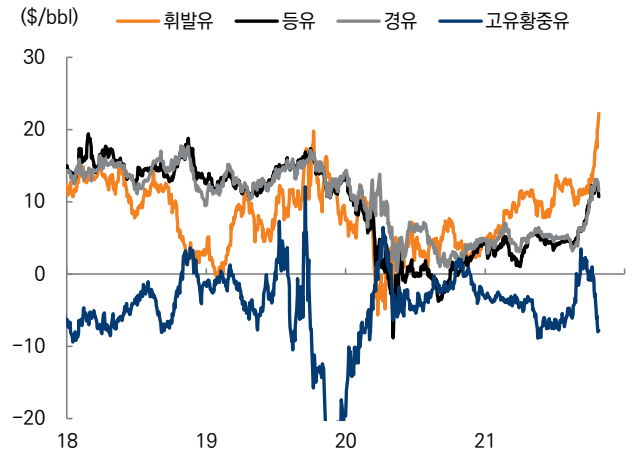
하지만 예상보다 빠르게 경기가 회복되며 정제마진은 회복 중이다. 가장 빠르게 스프레드를 회복하고 있는 석유제품은 휘발유로 경기회복세와 코로나 바이러스로 인한 자차 이용 선호 등으로 수요가 가장 빠르게 올라왔다. 그리고 경유/등유는 휘발유 대비 친환경 트렌드로 인해 회복이 더디었으나, 최근 유럽발 천연가스 가격 폭등으로 인한 대체 수요가 늘어나면서 스프레드가 급격히 확대 중이다.

그림 1. 싱가포르 복합마진과 한국 복합마진 비교



자료: Refinitive, 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 석유제품별 스프레드 추이



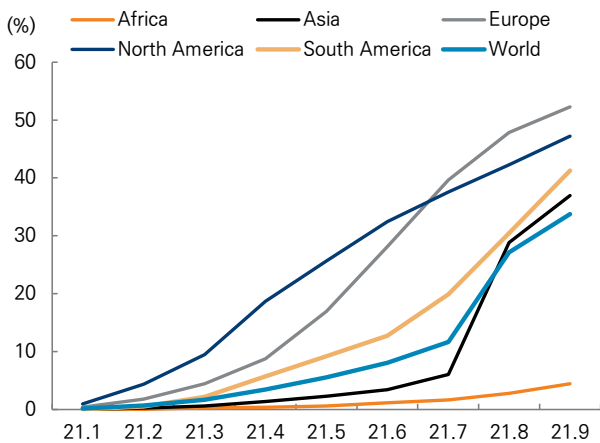
자료: 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

3. 2022 전망: 항공유/경유 위주의 회복 예상

항공유가 22년 정제마진 회복 주도

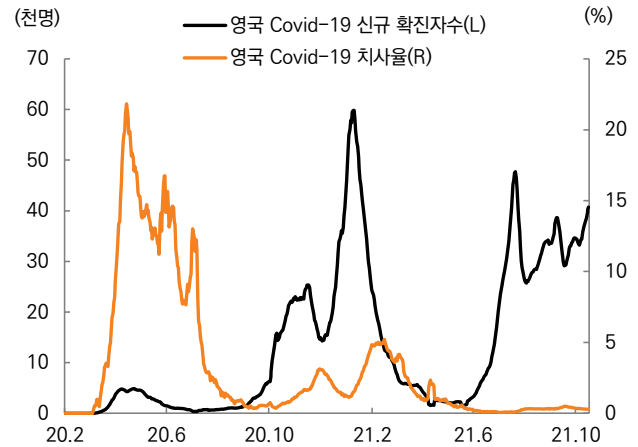
빠르면 1H22부터 항공유 수요 확대와 함께 마진이 빠르게 상승할 것으로 예상된다. 높아지는 백신 접종률과 낮은 치사율로 점차 해외여행 수요가 늘어날 것이기 때문이다. 아직 델타 변이 바이러스에 대한 우려가 있지만, 백신 접종률이 70%가 넘는 영국과 싱가포르의 성공적으로 위드 코로나 방역 체계로 전환했다. 특히 영국의 경우, 신규 확진자 수가 크게 늘었음에도 불구하고 치사율은 0.3% 수준으로 작년 치사율이 20%에 육박했던 것에 대비 뚜렷하게 낮아졌다. 따라서 백신 접종 속도가 빠른 선진국부터 점차 항공 여행에 대한 수요가 늘어날 것이고, 이 시점을 22년 상반기 정도로 예상하고 있다.

그림 3. 지역별 백신 접종완료 비중 추이



자료: Our world in data, 미래에셋증권 리서치센터

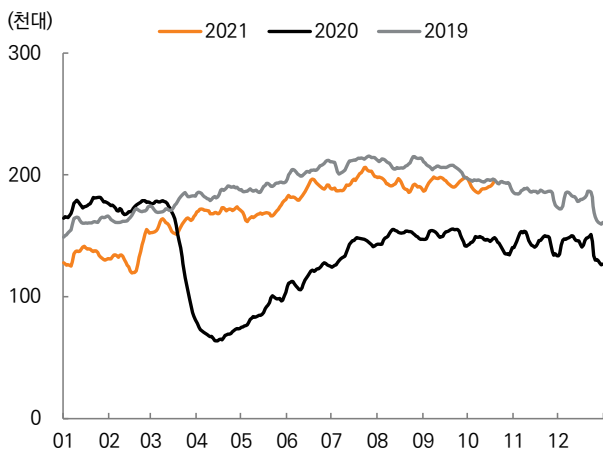
그림 4. 영국 코로나 바이러스로 인한 치사율은 크게 낮아져



주: 데이터는 7일 평균
 자료: Johns Hopkins University, 미래에셋증권 리서치센터

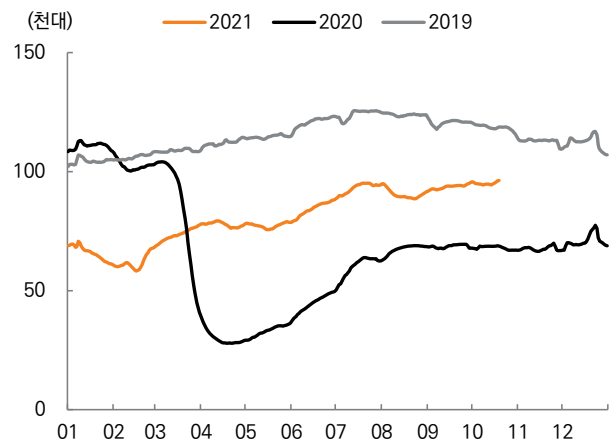
항공유의 수요는 어느 정도 회복한 상황이지만, 펜트업 수요로 인한 추가 추진력을 기대한다. 전체 항공기 운항 수를 보면 화물 운송의 급증에 힘입어 2019년 대비 약 90% 수준까지 회복했고, 이에 따라 미국 항공유 소비량도 5년 평균 수준까지 회복했다. 하지만 여객기 운항 수는 여전히 2019년 동기간 대비 약 70% 수준에 머물고 있다. 미국 유나이티드 항공은 2Q21 운항률이 19년 대비 약 54% 수준이었지만, 3분기 가이드언스는 74% 수준으로 회복될 것으로 전망했다. 아직까지 여객기를 통한 해외여행은 코로나 이전 대비 50%에 못 미치는 상황이다. 백신 접종률이 높아지면서 해외여행이 더 자유로워지면 억눌렸던 수요가 폭발하면서, 항공유 소비량도 크게 늘어날 것으로 예상된다.

그림 5. 월별 전체 항공기 운항수 추이



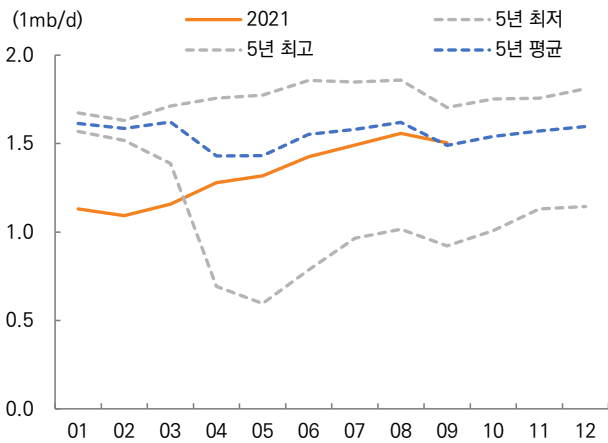
자료: Flightradar24, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 월별 여객기 운항수 추이



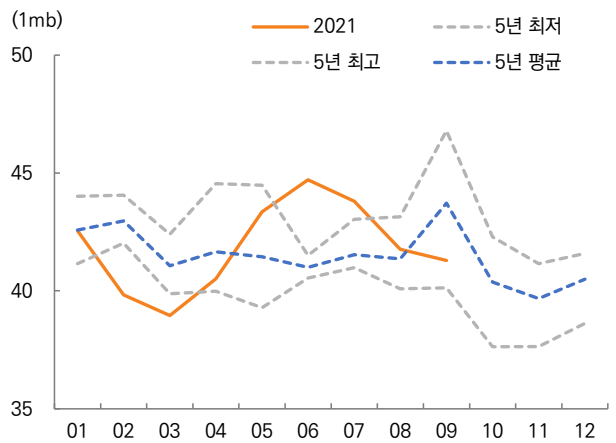
자료: Flightradar24, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 월별 미국 항공유 소비량



자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 월별 미국 항공유 재고



자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

환경 규제에도 경유 수요가 늘어날 수 있는 이유

경유는 장기적으로 소비량이 점차 줄어들 것이나, 22년까지는 제한적인 공급량 내에서 경기 회복으로 인한 수요 증가 영향이 더 클 것으로 전망한다. 전세계가 친환경 트렌드에 맞춰 경유 소비량을 규제하는 정책들이 나오고 있지만, 중국 석유제품 수출 쿼터 규제, 미국 원유생산량 제한 등 공급량 또한 제한되고 있다. 이러한 상황에서 경기 회복으로 인한 수요 증가는 친환경 규제로 인한 수요 감소 영향보다 클 것으로 예상된다.

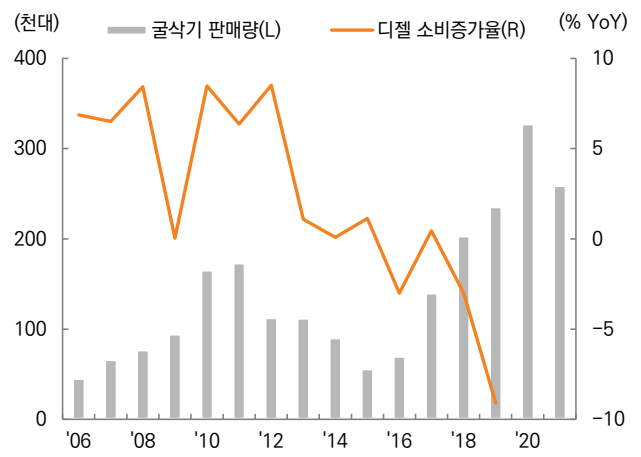
경유 스프레드도 점차 개선될 것으로 전망한다. 경유 스프레드 확대 요인은 1) 미국 등 주요국 인프라 투자로 인한 경유 설비 활용 증가, 2) 21년 상반기 중국 굴삭기 판매 역대 최고 수준 기록, 3) 동남아/인도 지역의 락다운 강도 완화 등이다. 미국 인프라 투자 예산의 프레임워크를 감안해 볼 때, 중장비 활용 증가로 경유 수요도 늘어날 것으로 보인다. 마찬가지로 21년 상반기 중국 굴삭기 판매 역시 크게 늘어, 중국 내 경유 수요도 늘어날 것을 예상할 수 있다. 국내 정유사들은 석유제품 포트폴리오에서 중간유분(경유, 항공유)이 차지하는 비중이 절반을 넘는 특징이 있어, 중간유분 마진이 개선될 때 더 큰 수혜를 받을 것으로 보인다.

그림 9. 바이든 정부 인프라 투자 예산 프레임워크

구분	예산(십억달러)
교통	312
도로, 다리 등 주요 인프라	109
여객 및 화물철도	66
대중교통	49
기타 인프라	266
전력망	73
통신망	65
수도 인프라	55
총합	579

자료: White House, 미래에셋증권 리서치센터

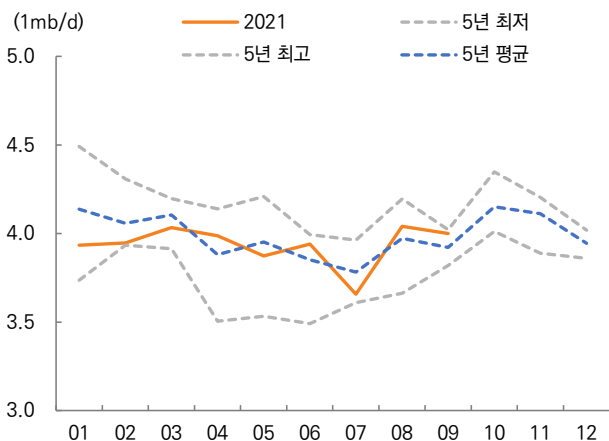
그림 10. 21년 상반기 중국 굴삭기 판매는 역대 최고 수준



주: 21년 굴삭기 판매량은 8월데이터까지 합산

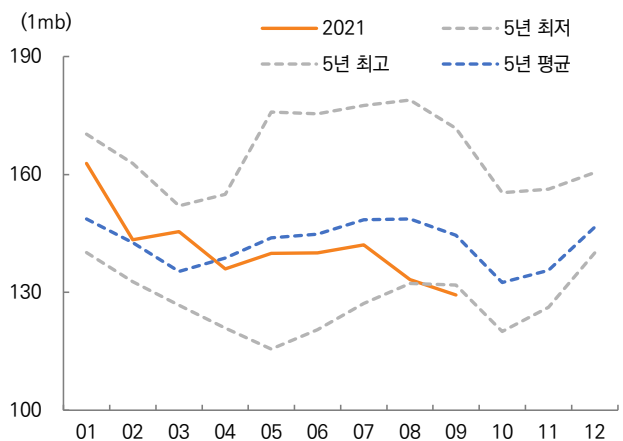
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 월별 미국 경유 소비량



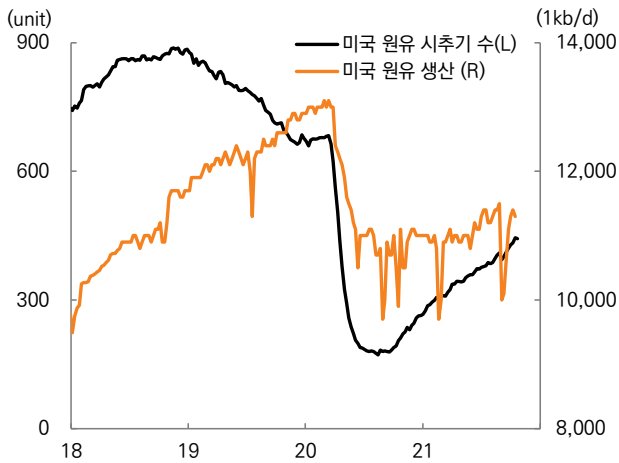
자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 월별 미국 경유 재고



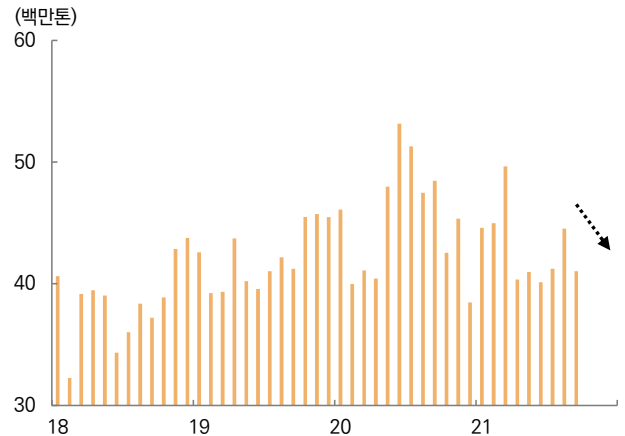
자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 미국 원유생산량과 시추기 수 추이



자료: EIA, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 중국 원유 수입량 규제는 석유제품 공급량 감소로 이어질 것

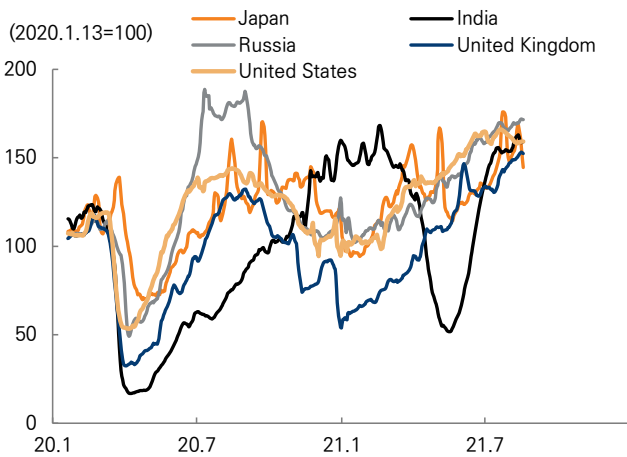


자료: CEIC, General Administration of Customs, 미래에셋증권 리서치센터

휘발유는 주요국의 방역 완화로 안정적인 마진 유지

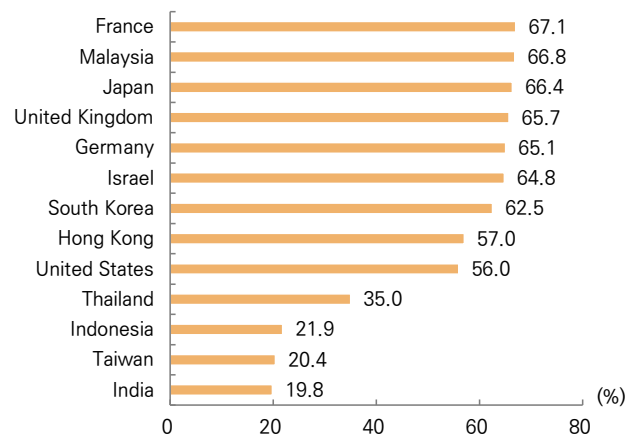
휘발유 마진은 배럴당 10~12달러로 코로나 이전 수준까지 회복되었고, 22년까지도 안정적인 수준을 유지할 것으로 예상된다. 2020년 기준, 휘발유의 최종 수요는 미국 기준으로 대부분(96%)이 운송용(승용차/소형트럭)이다. 따라서 휘발유 소비량은 교통량과 연관성이 높다. 애플에서 발표되는 이동성 트렌드 보고서를 보면, 휘발유 소비량이 높은 국가들 대부분의 교통량이 Covid-19 이전 수준 이상으로 올라온 것을 볼 수 있다. 이렇듯 백신 접종률이 높아지고 점차 위드 코로나 체제가 확대되면서, 향후 신규 확진자 수가 늘어난다고 하더라도 휘발유 수요에 영향을 미칠 가능성은 낮아 보인다.

그림 15. 글로벌 휘발유 소비 주요국 교통량 추이



자료: 애플 이동성 트렌드 보고서, 미래에셋증권 리서치센터

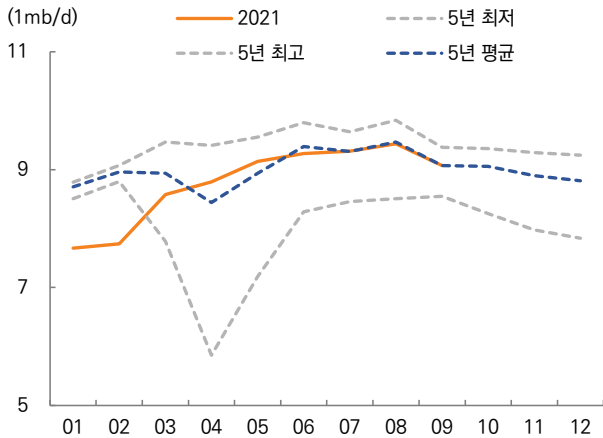
그림 16. 주요국 접종완료 비율



주: 10/14 기준

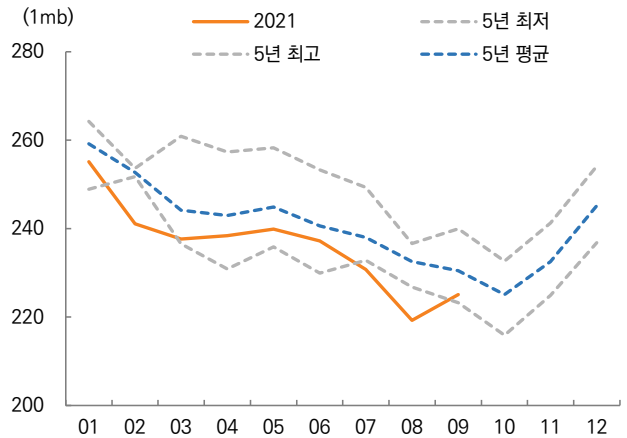
자료: Johns Hopkins University, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 미국 휘발유 소비량



자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 미국 휘발유 재고 추이

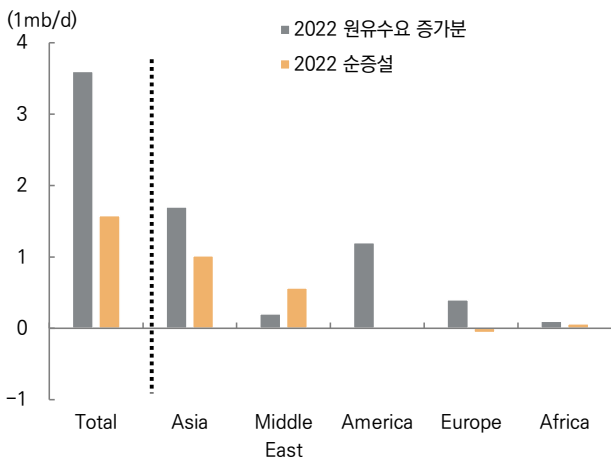


자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

22년 정제설비 증설은 증가하는 수요로 소화 가능

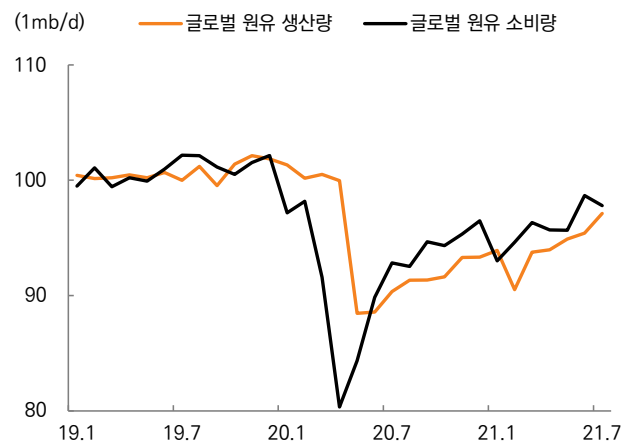
22년 글로벌 정제설비 증설로 인한 초과공급 우려는 크지 않을 것으로 전망한다. 21/22년 전년대비 원유 수요 증가 전망치가 각각 5.3mb/d, 3.6mb/d, 21/22년 글로벌 정제설비 순증설은 각각 -0.4mb/d, 1.6mb/d를 기록할 것으로 예상된다. 작년 시장 상황이 좋지 않았기에 그 영향이 21년까지 이어져 설비 증설이 많지 않았다. 22년에는 시장 상황이 나아진 만큼 증설량이 폐쇄량을 앞설 것으로 예상되고 있다. 22년 증설량은 약 2mb/d, 폐쇄 설비량이 0.6mb/d로 약 1.6mb/d의 순증설이 예상된다. 그러나 22년 순증설량도 시장에서 충분히 소화할 수 있을 정도로 판단한다. 게다가 낮아졌던 가동률도 점차 상승하며 정유 부문의 실적 개선을 기대해 볼 수 있다.

그림 19. 2021/2022 글로벌 정유설비 순증설 계획



자료: 산업 자료, EIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 글로벌 원유 생산량/소비량



자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

4. 3분기 실적 전망

3분기 국내 정유사 실적은 탐라인의 성장과 수익성의 둔화를 전망한다. 매출액의 상승 전망은 최근 유가 상승에 기인한다. 전반적으로 석유제품군들의 절대가격도 함께 올랐고, 수요 역시 늘며 판매량도 늘었을 것으로 추정한다. 반면 수익성 측면에서 델타 바이러스 영향, 환차손, OSP의 상승 등으로 인해 3분기 영업이익은 2분기보다 줄어든 것으로 예상된다. 정제마진이 빠르게 회복되고 있기는 하나, 반등이 시작된 시기는 9월초로서 온전히 이를 반영하는 분기는 4분기가 될 것으로 보인다. 하지만 윤활기유 스프레드는 높은 수준을 유지하는 중이고, 화학 부문 역시 수익성 감소 폭이 크지 않아 수익성 둔화의 폭을 상쇄시켜 줄 것으로 예상된다.

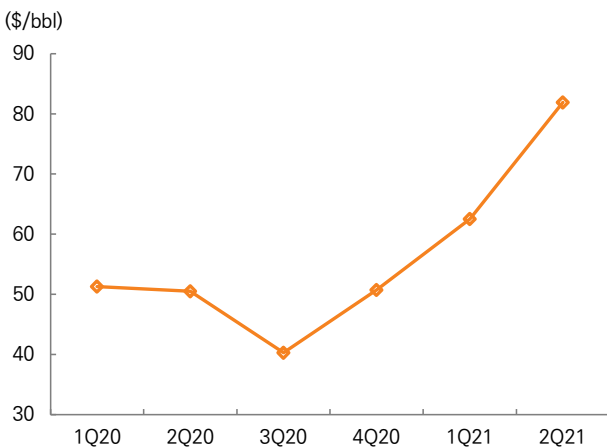
하반기 정유업 실적 둔화를 막아줄 윤활기유

환경규제 강화로 인해 윤활유 수요가 점차 늘어나며 정유사들의 하반기 실적을 방어할 것으로 전망한다. 최근 유로6와 China6 등 글로벌하게 시행되고 있는 환경 관련 정책들은 배기가스 배출량과 연비를 규제한다. 따라서 환경보호를 위한 고급 윤활기유의 수요는 더 늘어날 것으로 예상된다.

윤활기유는 합성 여부와 점도, 황 함유량에 따라 그룹이 나뉘어지는데, 우선 석유를 정제하여 얻는 광유가 Group I, II, III이고, 납사를 원료로 합성하는 합성기유가 Group IV와 Group V로 분류된다. 점도가 높을수록(더 끈적일수록), 그리고 황 함유량이 낮을수록 고급기유로 분류된다. 이 중 국내 정유사들이 특화되어 있는 Group은 II와 III인데, 한 단계 더 높은 합성기유인 Group IV 대비 가격 경쟁력이 뛰어나 최근 각광을 받고 있다. 특히, Group III인 VHVI(Very High Viscosity Index)를 생산하려면 고도화 설비가 필요한데, 국내 정유사들의 고도화 설비 비중이 상대적으로 높기 때문에 하반기에도 경쟁력 있는 모습을 기대할 수 있다.

윤활기유 설비 증설은 21년 말에 일정이 몰려있다. 따라서 22년부터 점차 공급량이 늘어나 스프레드가 축소될 것으로 예상된다. 하반기는 상반기보다 높은 이익 수준을 기대하기는 어렵더라도, 그와 비슷한 수준을 지속할 것으로 예상된다.

그림 21. 윤활기유 스프레드(LBO-HSF0) 추이



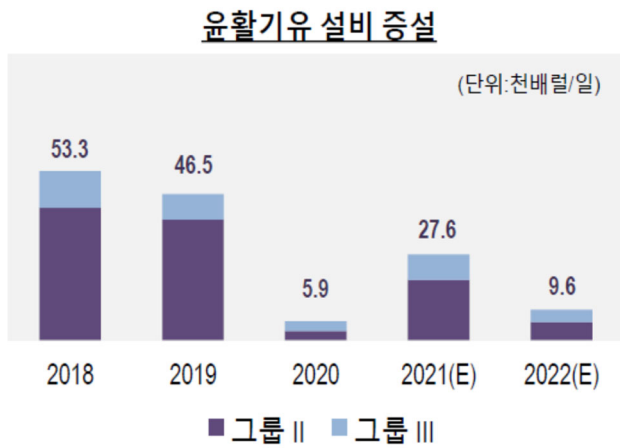
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 윤활기유 그룹 분류

윤활 기유의 그룹 분류			
기유 종류	황(Sulfur) 함유량(%)	포화도(%) (Saturates)	점도지수 (Viscosity Index)
Group I	> 0.03	< 90	80~120
Group II	< 0.03	> 90	80~120
Group III	< 0.03	> 90	> 120
Group IV	PAO 합성기유		
Group V	Group I, II, III, IV에 포함되어 있지 않은 모든 종류의 기유		

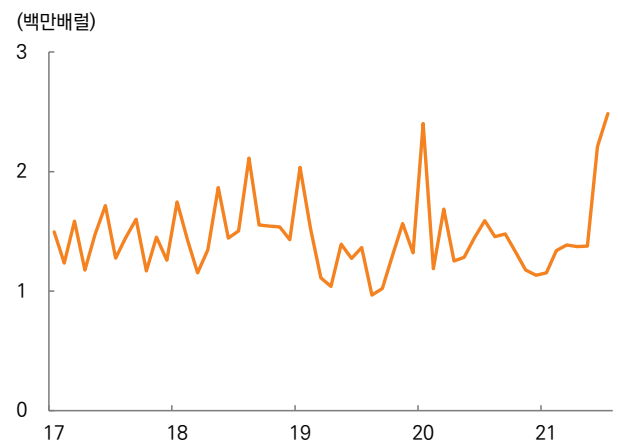
자료: GS Caltex, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 윤활기유 설비 증설 예상



자료: S-Oil, ICIS, Argus, Kline, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 윤활기유 수출량은 점차 늘어나는 추세



자료: 대한석유협회, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 산업분석

1. 투자이견: 중립 - 증설 < 수요 증폭 찾기

모든 제품들의 시황이 개선되는 시기는 지나갔고, 제품별 차별화가 진행되고 있다. 이 중 선호 제품인 PVC 생산업체인 LG화학을 Top Pick으로 제시한다.

전반적인 화학 업종의 투자이견은 중립으로 제시한다. 2022년 화학 업종의 키워드는 증설이다. 대부분의 제품군에서 대규모 증설이 예정되어 있고, 그로 인한 가격 하락 압력이 강해질 것이다. 작년 팬데믹으로 인해 대부분의 화학 관련 제품 증설 계획이 지연되었고, 21년 하반기와 22년에 그 일정들이 물리게 된 탓이다. 따라서 각 제품들의 수요 회복 강도에 따라서 향후 가격 방향이 차별화될 예정이다. 이 중 미국/중국 등 주요국의 인프라 투자가 본격적으로 시작되며 수요가 늘어나는 PVC 제품의 스프레드가 확대될 것으로 예상된다.

최선호주인 LG화학은 PVC 제품의 국내 최대 생산기업으로 22년에도 좋은 흐름을 보일 것으로 예상된다. LG에너지솔루션의 상장으로 인한 주주가치 희석 우려와 GM 볼트 리콜 총담금으로 인해 주가 약세를 보였지만, 파이가 커지는 전기차 시장에서 배터리 및 소재에서 탭티어 기술력을 가진 LG화학의 경쟁력은 지속될 것을 예상된다.

표 3. 화학제품 가격과 스프레드 추이 및 전망

(USD/bbl, USD/tonnes)

			2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	
원재료	국제유가	WTI	65.3	57.0	40.6	68.4	78.8	72.5	
		Dubai	69.3	63.6	43.5	70.0	80.8	74.5	
	납사	Naphtha	615.5	523.6	390.8	641.2	726.8	670.5	
기초유분	올레핀	Ethylene	1,207.6	853.1	725.9	1,013.8	1,061.8	1,063.0	
		Propylene	1,044.9	874.6	798.4	1,019.2	1,049.3	1,070.5	
		Butadiene	1,436.3	1,076.4	754.6	1,043.9	1,214.3	1,270.5	
	아로마틱스	Benzene	824.1	639.8	497.4	927.8	976.8	920.5	
		Toluene	740.6	644.7	449.0	744.7	826.8	770.5	
		Xylene	742.2	655.1	450.0	696.8	814.3	770.5	
중간유분	아로마틱스	SM	1,299.8	978.9	737.2	1,189.0	1,276.8	1,220.5	
		P-X	1,050.9	880.2	569.2	871.2	1,016.8	970.5	
다운스트림	합성수지	HDPE	1,176.5	910.6	824.5	1,075.8	1,126.8	1,070.5	
		LDPE	1,151.9	967.4	985.2	1,370.7	1,239.3	1,170.5	
		PVC	920.3	861.2	876.4	1,381.3	1,588.4	1,185.3	
		PP	1,199.6	1,024.1	916.8	1,174.3	1,226.8	1,170.5	
		PS	1,467.5	1,178.5	1,032.4	1,396.8	1,521.8	1,470.5	
		ABS	1,874.8	1,435.7	1,538.9	2,287.8	2,176.8	2,120.5	
	합성섬유	MEG	901.7	573.6	472.0	703.2	806.8	750.5	
		TPA	857.9	737.3	474.2	688.5	811.7	779.4	
	스프레드	올레핀	Ethylene	592.1	329.5	335.1	372.6	335.0	392.5
			Propylene	429.4	351.0	407.6	378.1	322.5	400.0
			Butadiene	820.7	552.9	363.8	402.7	487.5	600.0
		아로마틱스	Benzene	208.6	116.2	106.6	286.7	250.0	250.0
Toluene			125.1	121.1	58.1	103.5	100.0	100.0	
Xylene			126.7	131.5	59.2	55.7	87.5	100.0	
아로마틱스		SM	475.7	339.1	239.8	261.2	300.0	300.0	
		P-X	435.4	356.6	178.4	230.1	290.0	300.0	
합성수지		HDPE	561.0	387.0	433.6	434.6	400.0	400.0	
		LDPE	536.4	443.8	594.4	729.5	512.5	500.0	
		PVC	612.5	599.4	681.0	1,060.7	1,225.0	850.0	
		PP	584.0	500.6	525.9	533.1	500.0	500.0	
		PS	167.7	199.6	295.2	207.8	245.0	250.0	
		ABS	575.0	456.8	801.7	1,098.7	900.0	900.0	
합성섬유		MEG	286.1	50.0	81.2	62.1	80.0	80.0	
		TPA	122.3	121.1	75.8	78.6	100.0	100.0	

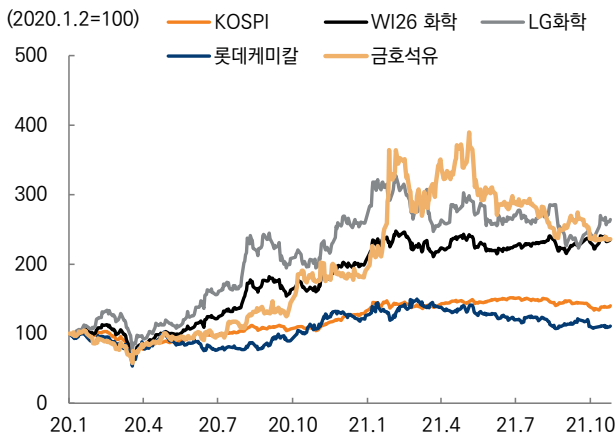
자료: Platts, Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

2. 리뷰: 피크아웃?

국내 화학 업종의 주가는 2분기 이후 실적 악화 우려로 인해 전반적으로 하락세다. 2분기가 넘어서며 실적 악화가 예상되는 원인은 동남아시아 및 인도 지역의 락다운으로 인한 수요 감소와 하반기 예정된 증설로 인한 공급 증가로 인한 초과공급이다. 게다가 높은 해상운임으로 인해 지역적인 초과공급 상황이 해소되지 못하고 있다. 주가 하락의 개별요인으로 LG화학은 GM 볼트 리콜 총당금 이슈가 있었고, 금호석유는 NB-Latex가 4~5월을 피크로 수출량이 감소하며 가격이 하락세다. 플라스틱 내구재 비중이 큰 롯데케미칼의 경우는 PE/PP 스프레드의 축소로 인해 지난 2분기부터 점점 조정을 받았다.

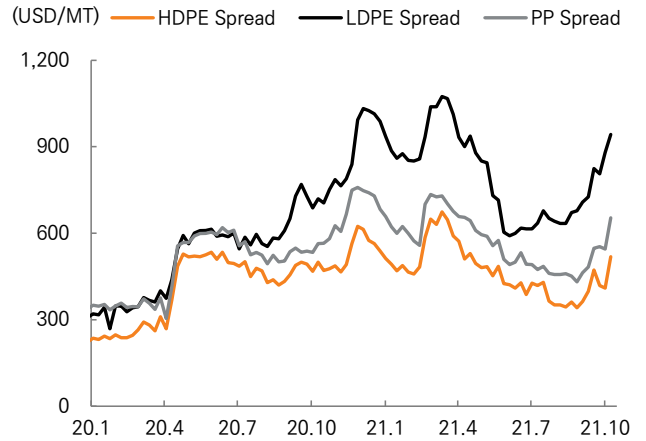
하지만 화학 시황이 온전히 피크아웃 사이클로 접어든 것으로 판단하지는 않는다. 증설 사이클로 접어든 제품군들이 많긴 하지만, 합성고무, PVC, ABS와 같은 제품군들의 스프레드는 여전히 견조한 흐름을 보이고 있다.

그림 25. 미래에셋증권 화학 커버리지 종목 주가 추이



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. PE/PP 스프레드 추이(-1M Lagging)



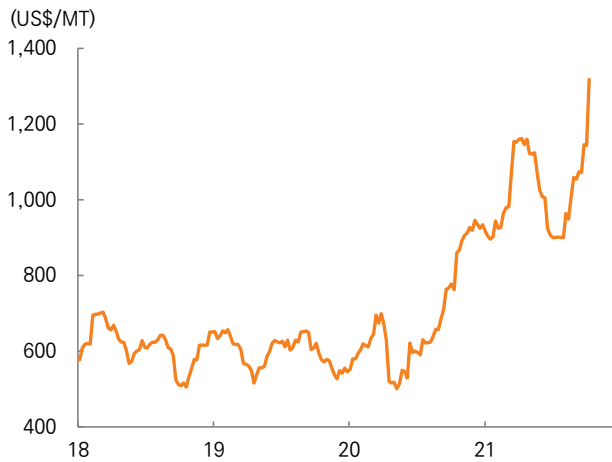
자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터

3. 2022 전망: PVC, 합성고무 포트폴리오 선호

인프라 투자 수혜, PVC

22년 미국/중국의 인프라 투자 수요 확대와 중국 원재료 가격 상승으로 인한 공급량 감소로 PVC 스프레드 강세를 전망한다. 이로 인해 국내 화학업체들 중 PVC 생산량이 가장 많은 LG화학, 한화솔루션이 수혜를 입을 것으로 예상된다. PVC는 건설 업황이 활발해질 때 수요가 늘어나는 건자재용 소재로서, 22년 인프라 투자가 본격적으로 시작되면 수요가 늘어날 예정이다. 바이든표 미국 인프라 투자는 친환경을 지향하지만, 그 과정에서는 전통 산업으로부터의 도움을 받을 수 밖에 없다. 중국 역시 인프라 투자가 지속될 것으로 예상되는데, 경기 다운사이클에서 재정 정책을 통해 주로 경기를 부양하는 방법이 인프라 투자이기 때문이다. 공급 측면에서는 중국 대부분의 PVC 업체들이 카바이드 생산방식을 택하고 있는데, 원재료가 석탄이기 때문에 원가 부담이 더해지고 있다. 원자재 가격 상승 영향이 상대적으로 덜한 에틸렌 원료 PVC 생산업체들에 유리한 환경이 조성될 것이다.

그림 27. PVC 스프레드 추이



자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 중국 발전용 석탄 가격 추이



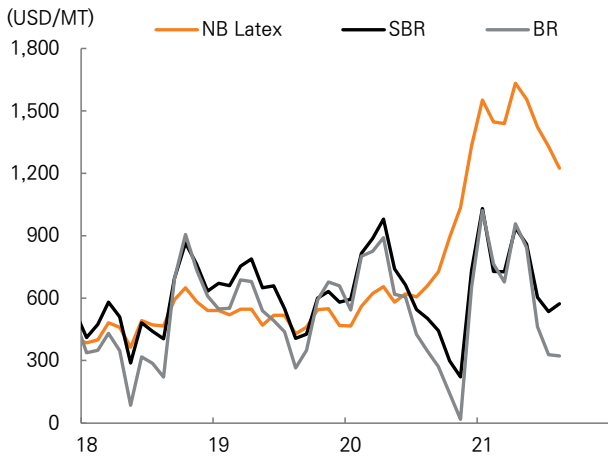
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

22년까지 호실적 기간이 늘어나는 합성고무

전반적인 화학 시황이 둔화되는 와중에도 선방하는 제품군은 고무가 될 것으로 예상된다. 합성고무 제품군의 스프레드는 지난 4월 고점보다는 소폭 감소한 수준이나 NB-Latex나 SBR은 여전히 높은 수준의 스프레드를 유지하고 있다. 게다가 천연고무 가격도 고무나무 경작지의 감소로 인해 높은 가격대를 유지하고 있어 합성고무를 대체하기도 어렵다.

합성고무, 특히 범용고무가 22년에도 견조한 수요를 유지할 것으로 예상된다. 지난 상반기에는 자동차 반도체 부족으로 인한 생산 차질 영향이 있었으나, 4분기부터 그 영향이 점차 줄어들 것으로 예상되고 있다. 또한 자동차 재고는 매우 낮고, 공급 차질로 인한 지연 수요도 22년까지 이어질 것으로 예상되고 있다. 따라서 글로벌 자동차 판매량이 평년 판매량만큼만 올라온다고 가정해도, 합성고무의 수요는 탄탄할 것으로 예상된다.

그림 29. 합성고무 가격 스프레드 추이



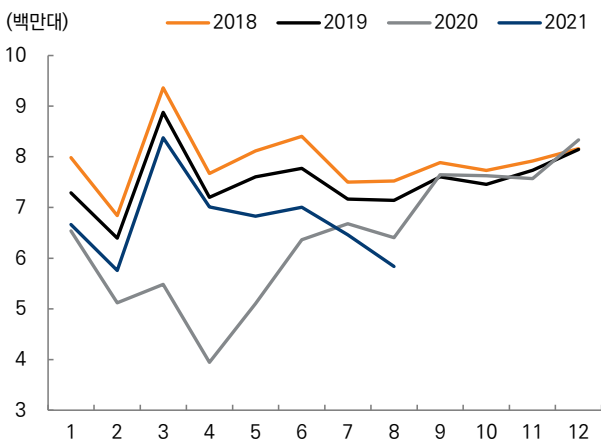
자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 천연고무(SMR20) 가격 추이



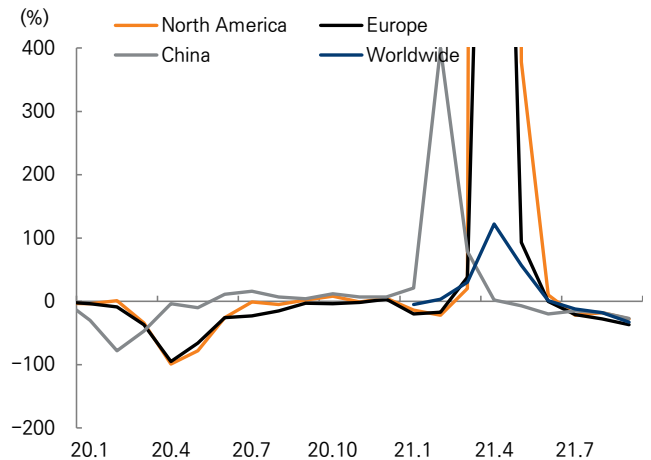
자료: Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 글로벌 자동차 판매량



자료: LMC Automotive, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 지역별 신차용 타이어 판매량



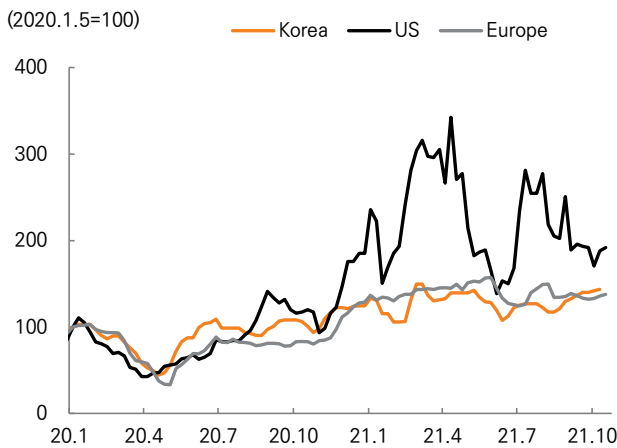
자료: 마쉐린, 미래에셋증권 리서치센터

에틸렌 시장은 공급 과잉 예상

에틸렌 시장은 공급 과잉 시장이 될 것으로 예상하며, 전반적인 에틸렌 계열 제품들의 기대치를 낮춰야한다. 21/22년 글로벌 에틸렌 증설 물량은 각 1,100만톤 정도로 예상되고 있다. 21년 증설계획은 대부분 하반기에 몰려있어 21년 남은 기간 동안 과잉 공급으로 이어질 가능성이 높다. 22년 GDP 성장을 전망치로 계산한 22년 에틸렌 수요 증가량은 대략 930만톤 정도로 예상하는데, 이는 증설 물량 대비 부족해 꾸준한 가격 하락 압력이 있을 것으로 예상된다. 특히 아시아 지역은 22년까지 한국/중국의 에틸렌 증설 물량이 대기 중이다. 동남아시아의 델타 바이러스는 점차 영향이 열리는 중이지만, 증설 물량을 상쇄할 정도로 수요가 빠르게 회복될 가능성은 낮다.

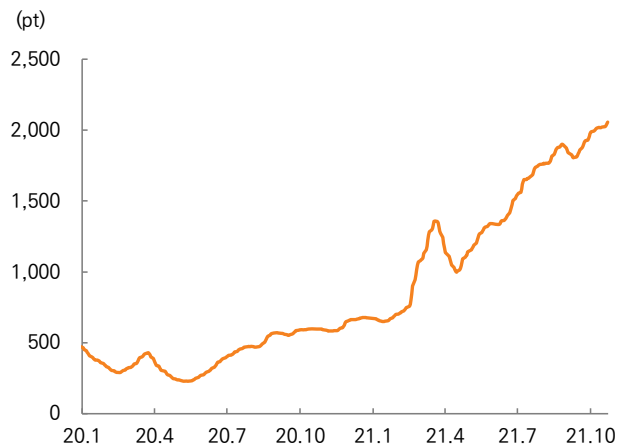
아시아 지역 내 에틸렌 공급 과잉이 쉽게 해소되기 어려운 또 다른 이유는 높은 해상운임이다. 지역별 에틸렌 가격에 차이가 생기면 차익거래 기회가 생기기 마련이지만, 최근 높아진 해상운임으로 인해 지역간 가격 불균형의 해소가 어렵다. 22년에도 해상운임은 높은 수준을 유지할 것으로 보여, 타 지역과 아시아 지역의 에틸렌 가격 불균형은 쉽게 해소되기 어려울 것으로 예상된다.

그림 33. 지역별 에틸렌 가격(지수화) 추이



자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. BDI(Handy Size) 운임지수



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

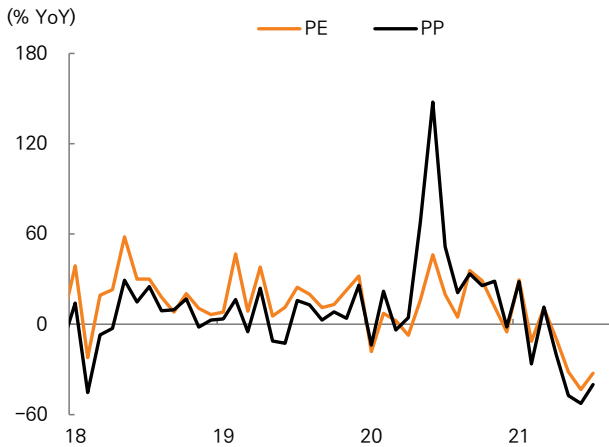
PE/PP 추가 하락 가능성은 낮을 전망

폴리머 스프레드의 추가 하락 가능성은 낮지만, 단기간 내 스프레드의 개선이 될 것이라는 시그널도 찾기 어렵다. 최근 가격 스프레드의 하락 요인은 중국의 합성수지 수요 감소, 22년 예정된 신규 증설량의 증가 추세다. 22년 PE/PP 신규 증설량은 약 9백만/6백만 톤이며 수요 증가량 역시 이와 비슷한 수준으로 예상된다. 다음 두 가지 이유로 스프레드 축소 추세가 멈출 것으로 전망한다.

첫번째로 코로나19 백신 접종률이 높아지면서 산업활동이 늘어나고, 소비도 활발해지며 플라스틱 수요가 늘어날 것이기 때문이다. 델타 바이러스에 대한 우려가 있지만, 예전만큼 치사율도 높지 않다. 워드 코로나에 대한 기대감도 높아지고 있어, 국가 차원에서의 락다운 정책이 점차 해제될 가능성이 높아졌다. 이러한 수요 회복 구간에서는 공급보다 수요가 미치는 더 영향력이 높다.

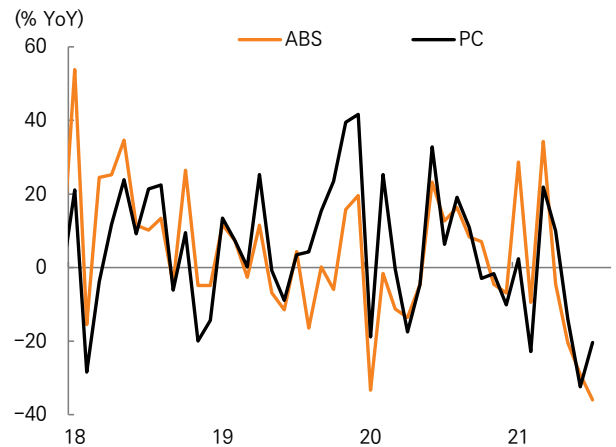
두번째로는 낮은 가격 스프레드 수준이다. PE/PP 스프레드가 현재보다 낮아지면, 세계 GDP 성장률이 2.8%를 기록한 19년 수준으로 돌아가게 된다. 이는 IMF가 전망하는 22년 GDP 성장률 전망치 4.9%보다 한참 낮은 수준이다. 따라서 가격 스프레드가 추가적으로 감소하지 않을 것으로 전망하며, 화학 업체들의 추가적인 추가 하락 가능성도 낮을 것으로 판단한다.

그림 35. 중국 PE/PP 수입량 전년대비 증가율



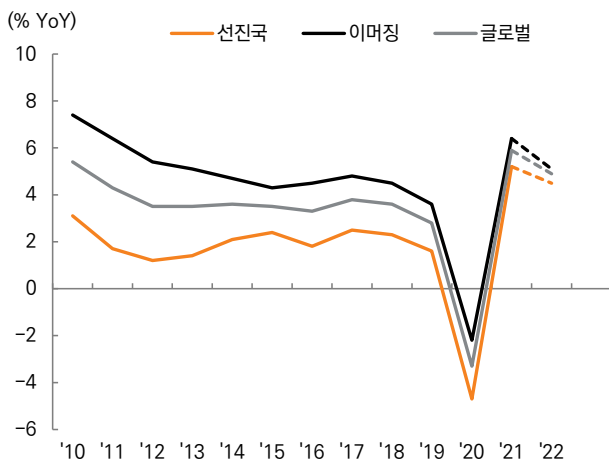
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 중국 ABS/PC 수입량 전년대비 증가율



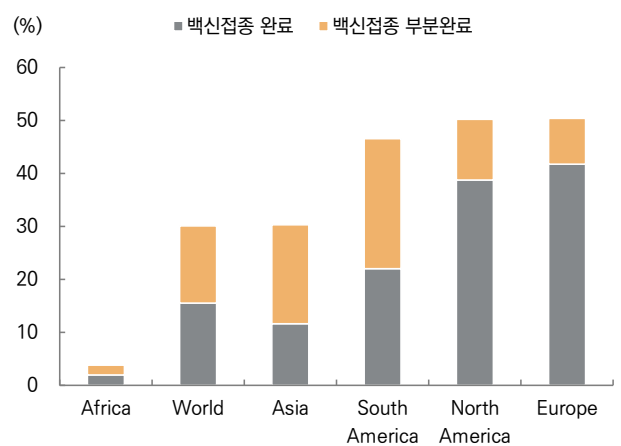
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 글로벌 GDP 성장률 및 전망치 추이(YoY)



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 지역별 백신 접종 비중

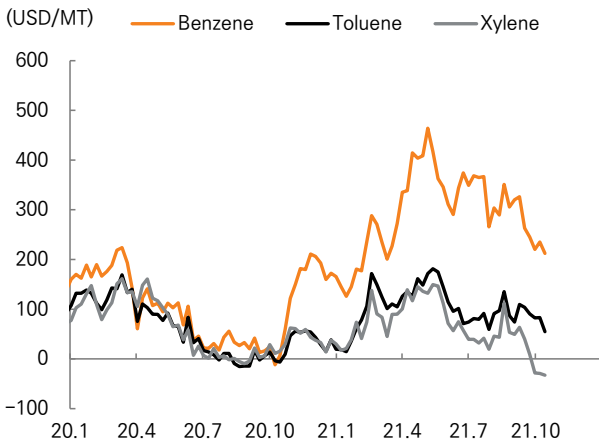


자료: Our World In Data, 미래에셋증권 리서치센터

벤젠은 공급량 증가로 가격 스프레드 감소 전망

벤젠(Benzene)은 미국 공급 차질 문제가 스프레드 상승에 큰 영향을 미쳤다. 벤젠 스프레드는 미국 한파 이전부터 이미 제한적인 수입 물량 및 낮은 재고로 인해 상승 중이었는데, 미국 한파로 인한 공급량 제한 이후 가격이 추가적으로 치솟았다. 예상보다 화학 업체들의 설비 복구가 늦어지면서 벤젠 스프레드의 확대는 지속되었으나, 하반기부터는 가동 중단 시설들의 복귀 및 신증설 물량으로 점차 가격 스프레드가 하락세를 보일 것으로 예상된다.

그림 39. BTX 스프레드 추이



자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. PX 스프레드 추이

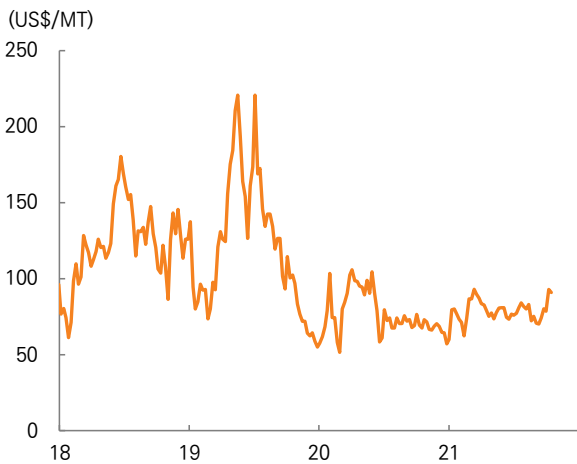


자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터

PTA 증설 → PX 수요 증가

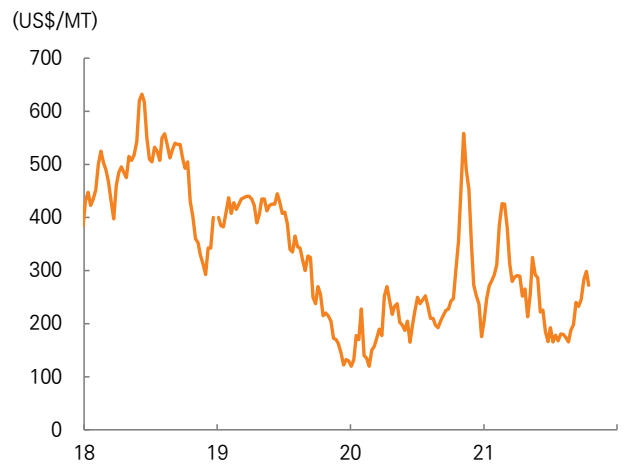
PX 스프레드는 중국의 PTA 대규모 증설로 인한 원재료 수요 증가로 개선세를 전망한다. 중국은 여전히 공격적으로 PTA 증설 중이다. 연간 생산량 기준 20년 720만톤, 1Q21 490만톤에 이어, 하반기에도 660만톤 증설이 예정되어있다. 따라서 PTA의 원료인 PX의 국내 생산 업체들인 한화토탈 및 정유주(S-Oil, SK이노베이션)들에게 기회가 될 것으로 보인다.

그림 41. PTA 스프레드 추이



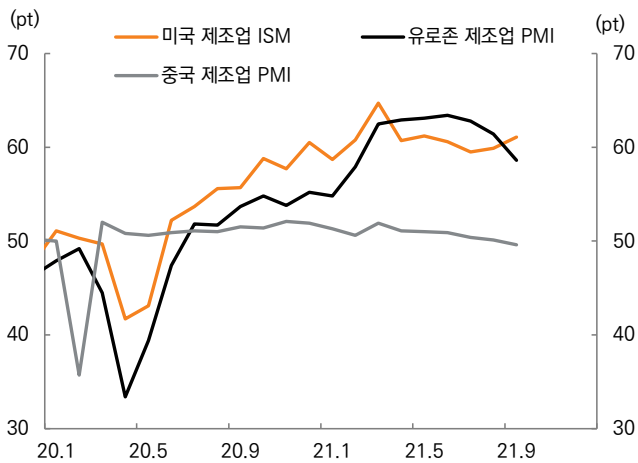
주: 스프레드 = PTA - 0.7PX
 자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. SM 스프레드 추이



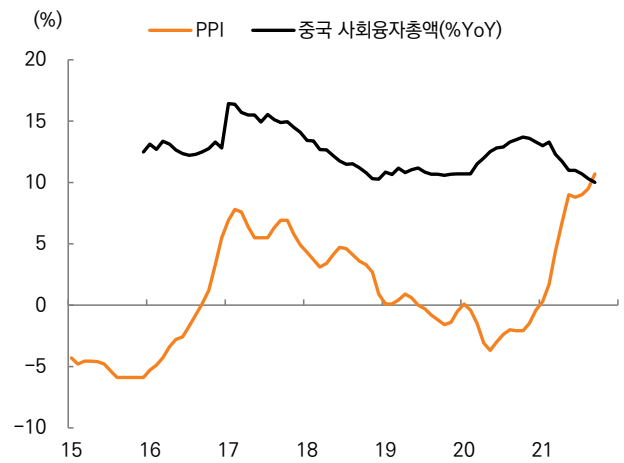
주: 스프레드 = SM - BZ
 자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 주요국 제조업 PMI 추이



자료: Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 중국 PPI와 사회용자총액(TSF) 추이

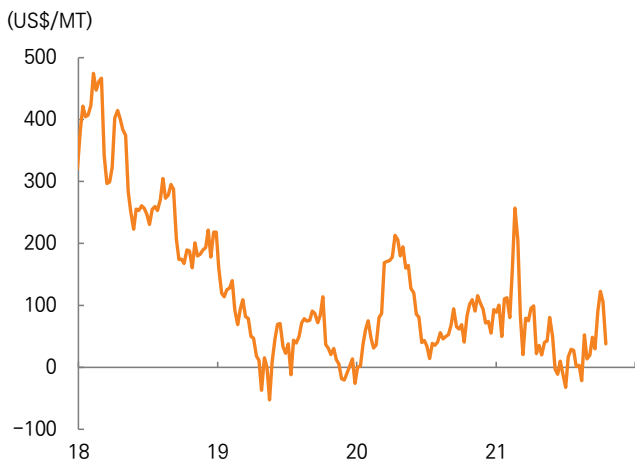


자료: CEIC, Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

MEG/PTA/PET: 낮은 회복 기대감

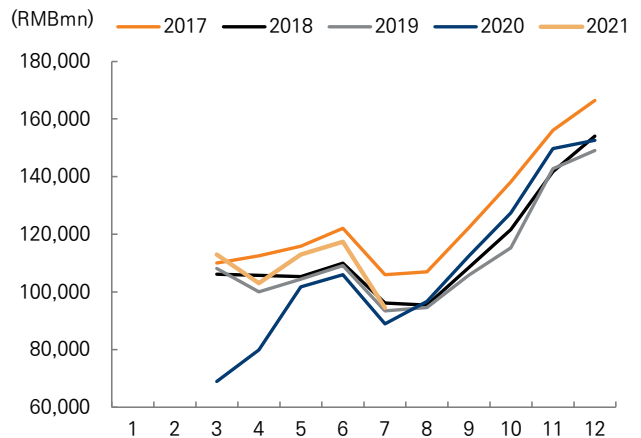
합성 섬유 관련 MEG/PTA/PET 등의 가격 스프레드는 증설 물량의 영향으로 큰 반등이 나올 가능성이 낮다. MEG 스프레드는 최근 소폭 반등했으나, 3분기까지의 평균은 20달러 수준에 가까워 BEP 수준을 기록할 것으로 보인다. 최근의 반등세가 이어진다면 4분기 실적이 되어야 반영이 될 것이다. 계절적으로 한국/중국의 패션 관련 소비는 연말/연초에 활성화되기 때문에, 관련 제품들의 스프레드가 확대되는 경향이 있다. 연말 시즌에 들어서며 MEG 스프레드의 변동성 확대가 일어날 수 있으나, 소비 증가 영향보다도 공급 과잉 물량이 더 클 것으로 예상되고, 중국의 PPI가 높아질수록 유동성을 조일 가능성이 높기에 회복세에 대한 기대감은 낮춰야 한다.

그림 45. MEG 스프레드 추이



자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 중국 패션 소매판매 추이

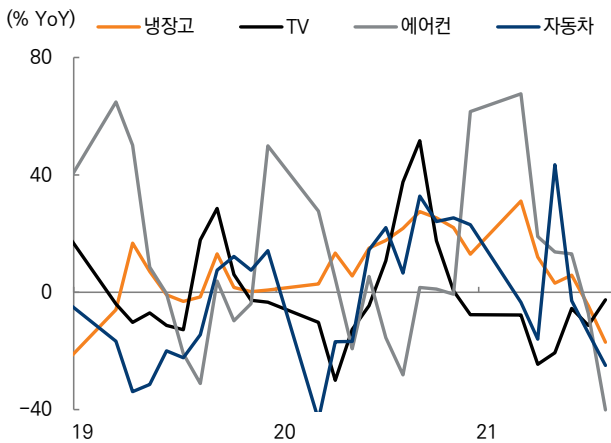


자료: CEIC, National Bureau of Statistics, 미래에셋증권 리서치센터

ABS/PC: 중국 내구재 생산량 감소로 부진 예상

ABS와 PC는 중국의 내구재 생산 감소로 인해 수요가 줄어들어 스프레드는 점차 축소될 것으로 예상된다. 따라서 국내 ABS를 생산하는 LG화학과 롯데케미칼에는 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다. 고기능성 플라스틱인 ABS와 PC는 주로 자동차/가전제품 등에 쓰이는데, 중국 전력난 문제로 인해 공장 가동률이 점차 낮아지고 있다. 게다가 겨울이 다가올수록 전력이 주거 지역에 우선 공급될 가능성이 높아 추가적으로 내구재들의 생산량이 줄어들 가능성이 높다. 이 외에도 재택근무 종료로 인한 가전제품 수요 감소 및 미국 연준 테이퍼링 등 긴축 정책은 내구재 수요에 부정적인 영향을 준다.

그림 47. 중국 내구재 생산량 증가율 추이



자료: NBS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. ABS 가격 스프레드 추이



자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터

4. 3분기 실적 전망

3분기 국내 화학 섹터 실적은 주요 제품 스프레드들의 축소로 부진한 실적을 예상한다. 2분기까지 호실적을 기록할 수 있도록 도왔던 PE/PP 스프레드들이 델타 바이러스의 확산으로 인한 동남아 국가들의 락다운, 지연되었던 증설 물량들의 생산 시작 등으로 인해 축소되었기 때문이다. 9월부터 미국 허리케인 아이다 영향으로 인해 롯데케미칼, LG화학의 주요 플라스틱 내구재 제품들의 스프레드가 반등했다. 하지만 시기가 분기말이었기 때문에 이 영향은 4분기 실적부터 반영될 것으로 예상된다.

당사가 추정한 화학 기업들의 3분기 실적은 컨센서스를 소폭 상회할 것으로 예상하며, 이는 시장의 실적 악화에 대한 우려가 과하다고 판단하기 때문이다. 롯데케미칼과 금호석유 모두 현재 가격대에서 매수 구간으로 판단하고 있으며, 과거 유사한 ROE 수준을 기록했을 때의 PBR을 기반으로 적정 목표주가를 구했다. LG화학은 GM 볼트 리콜 총당금 6,200억원이 3분기 실적에 반영되며 실적이 악화되는 것으로 보일 것이나, 결과적으로 이번 이슈가 일단락되며 불확실성 해소의 의미로 판단해야 할 것이다.

III. 글로벌 오일

1. 투자이전: 비중확대 – 제한된 공급과 회복하는 수요

글로벌 오일 메이저에 추가 상승 기회가 있을 것으로 전망하는 이유는 에너지 원자재 가격이 여전히 강세를 보일 것이며, 뛰어난 현금 흐름에 기반한 주주친화적인 정책을 시행할 것으로 예상하기 때문이다. 글로벌 오일 기업 중에서는 코노코필립스(COP US)를 최선호주로 제시한다.

코노코필립스는 ‘20년 콘초 인수합병과 ‘21년 셸의 페르미안 사업 부문을 인수하면서 덩치를 키운 덕분에, 풍부한 잉여현금흐름과 주주환원을 통해 추가 상승을 이룰 것으로 예상된다. WTI 50달러 가정했을 때, 향후 10년간 영업활동현금흐름 1,650억 달러를 예상하고 있으며, 이 중 750억 달러를 배당 및 자사주 매입 등으로 주주들에게 환원할 것으로 발표했다. 그리고 유가가 강세를 보일 경우, 이 규모는 더 커질 것이다. 유가 강세와 주주환원정책, 이 두가지로 인해 코노코필립스의 주가는 재평가 받을 것으로 예상된다.

표 4. 국제유가 및 정유 스프레드 추이 및 전망 (USD/bbl)

		2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
국제유가	WTI	64.7	57.1	39.5	69.1	78.8	72.5
	Dubai	69.4	63.5	42.2	70.1	80.8	74.5
스프레드	휘발유	10.1	9.0	4.4	11.2	15.5	14.0
	납사	-2.4	-6.6	-1.8	1.0	1.5	-1.0
	등유/항공유	15.3	13.7	2.5	6.5	13.8	13.0
	경유	13.9	13.7	6.1	7.1	13.8	13.0
	병커	-3.9	-6.0	-3.0	-4.4	-4.0	-4.0
마진	복합마진	6.7	5.8	1.9	3.9	7.8	6.8
	싱가폴마진	5.2	4.9	0.8	2.9	6.5	5.8

자료: 페트로넷, Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

2. 원자재 가격 강세로 글로벌 에너지 기업들 수혜

에너지 원자재 수요는 예상보다 강하게 증가하는 반면, 제한적인 공급으로 인해 에너지 원자재 가격 강세는 유지될 것으로 예상된다. 아직 우리에게서는 화석 연료가 필요하다. 전기차가 주행하기 위해서는 전력이 필요하고, 전력 발전의 2/3는 화석연료로 만들어진다. 이를 급하게 신재생에너지로 대체하려다 오히려 가격 급등을 초래할 수도 있다. 이번 유럽 전기요금과 천연가스 가격 폭등이 단적인 예다. 또한 원유 등 다른 원자재들의 상황도 다르지 않다.

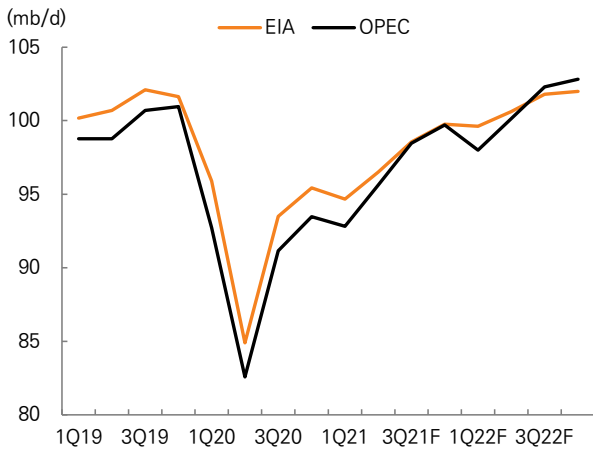
에너지 원자재 가격 강세는 글로벌 에너지 기업들의 수익성 개선으로 이어질 것이다. 특히 원유나 천연가스 등을 생산하는 업스트림 기업들에게 기회가 될 것이다.

2022년 원유 수요, 전 고점 돌파 전망

현 산업구조에서 화석연료가 차지하는 비중이 여전히 높고 단기간에 대체되기는 어렵기 때문에, 22년에는 원유 수요가 다시 팬데믹 이전 수준으로 회복될 것으로 전망한다. 중장기적으로 봤을 때, 기후변화에 대응하는 환경 규제로 점차 신재생에너지의 비중이 늘어나고 화석연료의 비중이 줄어드는 것은 필연적이다. 하지만 휘발유, 경유, 항공유 등의 수요가 대체되는 속도보다, 글로벌 경제가 성장하여 그 수요가 늘어나는 속도가 더 빠를 것으로 예상된다.

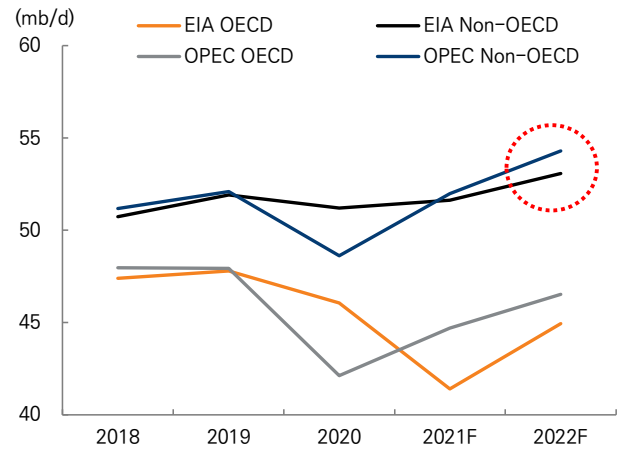
국제 에너지 기구의 전망에 따르면, 22년 글로벌 원유 수요는 팬데믹 이전 수준을 회복할 것으로 예상된다. 경제 성장 속도가 둔화된 데다가 친환경 체제로의 전환에 더 적극적인 OECD 회원국들 보다는 Non-OECD 국가가 그 수요 성장을 리드할 것으로 보인다. 주요 성장 국가는 중국과 인도이며, 2019년말 대비 2022년말 원유 수요는 각각 7.5%, 2.8% 증가할 것으로 예상된다.

그림 49. 글로벌 원유 수요 전망치



자료: EIA, OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 글로벌 원유 수요 회복은 Non-OECD가 주도할 전망



자료: EIA, OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

제한적인 공급은 원자재 가격 상승 유발

수요가 증가하는 만큼 공급이 늘어나지 못해 글로벌 에너지 가격은 높은 수준을 유지할 것이고, 이로 인해 글로벌 오일 메이저는 수혜를 입을 것으로 예상된다. 유럽과 미국, 중국 등에서 기후 변화를 의식한 친환경 규제가 빠르게 이루어지고 있는데, 기존 화석연료에 가해지는 엄격한 규제는 오히려 원자재 가격 급등이라는 부작용을 일으킬 수 있다. 이를 보여주는 이벤트가 최근 유럽의 천연 가스 가격 상승이다.

유럽 천연가스 가격이 연초 대비 3배 이상 급등한 이유는 환경 규제로 인해 추가 생산여력이 줄어든 와중에 공급에 차질이 생겼기 때문이다. 유럽 국가들이 환경 오염 정도가 심한 석탄 발전소를 폐쇄하면서 신재생에너지로 교체하는 중이다. 하지만 바람이 불지않는 이상기후로 풍력 발전소의 전력 생산량이 급격히 줄어든 데다, 전기차 보급의 확대에 의한 추가 전력 수요를 감당하지 못했다.

그림 51. 유럽 천연가스(TTF) 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 유럽 국가들의 전력 가격 추이

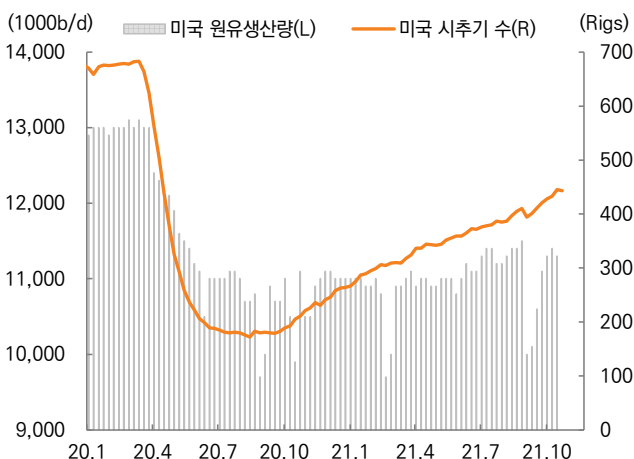


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 오일 메이저는 원유, 천연가스, NGL 등으로 이익을 남기는데, 천연가스 이외에 원유와 NGL도 상황은 유사하다. 바이든 정부는 미국 연방정부 소유 토지에서의 원유와 천연가스 채굴을 금지할 계획이며, 이는 전체 석유 관련 필드의 4분의 1 정도를 차지한다. 게다가 미국 원유 신규생산량의 선행지표인 시추기 수도 아직 팬데믹 이전 대비 60%밖에 회복하지 못해, 앞으로도 공급량이 크게 늘어나기는 힘들 것으로 보인다.

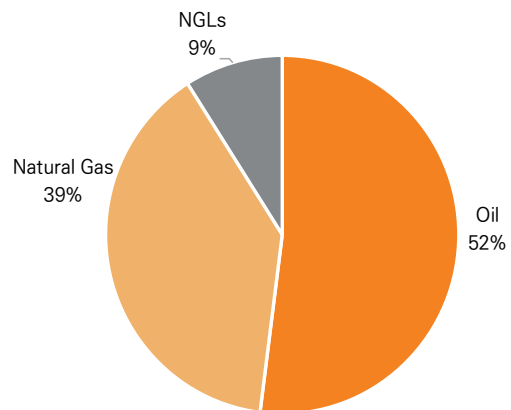
따라서 글로벌 에너지 원자재 가격은 적어도 22년 상반기까지는 하방이 막혀 있고, 상방이 열려 있을 것으로 예상된다. 단기간 내 대체되기 어려운 기존 전통산업에 대한 재평가가 필요한 시기라는 판단이다. 아직도 화석연료는 우리 주위에서 많이 쓰이고 있고, 급하게 대체하려 하다가는 오히려 가격 상승을 부추기는 결과를 가져온다. 제한적인 공급과 여전히 지속되는 수요에서 글로벌 오일 메이저는 추가 상승의 기회를 찾을 것으로 전망한다.

그림 53. 미국 원유 시추기 수는 팬데믹 이전 수준 대비 약 60%



자료: Bloomberg, EIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 코노코필립스 자원별 매출액 비중



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

스태그플레이션이 온다 해도 상대적으로 아웃퍼폼할 업스트림 기업

만약 스태그플레이션이 온다고 하더라도 가격결정력이 강한 원자재 주식들은 시장 대비 아웃퍼폼할 가능성이 높다. 최근 유럽의 가스 가격 폭등, 중국의 전력난 등이 초래한 높은 원자재 가격, 공급망 병목 현상, 노동력 부족 등이 인플레이션으로 이어지고 있다. 최근의 금리 상승은 이러한 트렌드를 반영한 것인데, 결과적으로 금리 상승은 자금 조달 비용이 높아지며 경제성장을 방해하는 요소가 된다. 아직까지 현 상황이 스태그플레이션으로 이어질 것인가에 대한 갑론을박이 있다. 하지만 스태그플레이션에 들어선다고 하더라도 모든 수요의 기본이 되며, 가격결정력이 높은 원자재나 소재, 필수소비재 섹터의 수익성은 다른 섹터 대비 나올 가능성이 높다. 게다가 올해 이미 라니냐가 태평양에서 나타나는 등 이번 겨울이 더 추운 겨울이 될 가능성을 높이고 있어, 화석연료의 수요 확대의 필요성이 높아지고 있다.

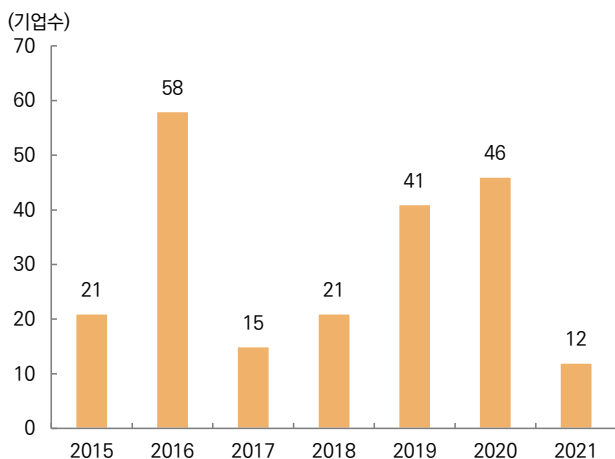
3. 풍부해지는 현금흐름과 보상받는 주주들

오일 메이저들의 M&A 통한 스케일업

팬데믹이 불러온 원자재 가격 하락은 미국 중소 셰일 기업들의 위기로 이어졌지만, 오히려 미국 오일 메이저에게는 기회가 되었다. 작년부터 코노코필립스와 셰브론, 파이오니어 등의 기업들은 꾸준하게 인수합병을 하며 몸집을 불리고 있다. 코노코필립스는 생산 단가가 낮은 페르미안 지역 내 콘초(2020)와 로얄더치셸의 페르미안 사업 부문(2021)을 인수합병했고, 셰브론은 노블 에너지 인수합병을 통해 페르미안 지역뿐만 아니라 유럽의 천연가스 매장지에도 진출하게 되었다.

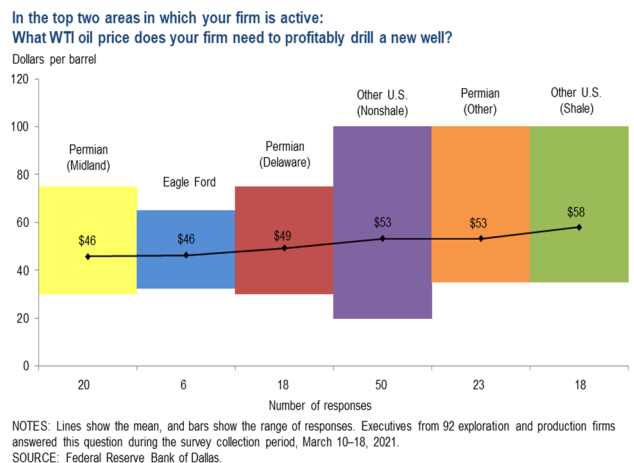
M&A를 통해 생산여력이 충분해진 오일 메이저들은 원자재 강세 국면에서 풍부한 잉여현금흐름을 누릴 수 있을 것이며, 주주들은 기업들의 주주환원정책을 통해 보상 받을 것으로 예상된다.

그림 55. 북미 에너지 기업 파산 추이



주: 21년 6월 기준
 자료: Haynes and Boone, 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. 미국 셰일 기업들의 원유 생산 단가



자료: Dallas Fed, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 북미 지역 에너지 생산 기업들의 대규모 M&A 리스트(2020~)

공시날짜	Buyer	Seller	공시가격
2020-10-19	ConocoPhillips	Concho Resources	133억 달러
2020-07-20	Chevron	Noble Energy	127억 달러
2021-09-20	ConocoPhillips	Royal Dutch Shell (Permian Business)	95억 달러
2021-05-24	Cabot Oil & Gas	Cimarex Energy	88억 달러
2020-10-25	Cenovus Energy	Husky Energy	80억 달러
2020-10-20	Pioneer Natural Resources	Parsley Energy	74억 달러
2021-04-01	Pioneer Natural Resources	DoublePoint Energy	63억 달러
2020-09-28	Devon Energy	WPX Energy	60억 달러

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주주친화적인 정책들

미국 오일 메이저들은 커진 몸집으로 발생하는 영업활동현금흐름을 통해 주주환원 규모를 더 확대할 것으로 전망한다. 코노코필립스의 경우, 10년간 주주환원 예상 금액 규모가 약 750억 달러로 영업활동현금흐름의 약 30%를 배당 및 자사주 매입 등으로 주주들에게 돌려주기로 했다. 750억 달러라는 금액은 WTI 배럴당 50달러를 가정한 금액으로 유가가 더 높게 유지될 경우, 주주환원 금액 규모가 더 커질 수 있다. 셰브론 CEO인 마이크 워스는 셰브론이 신재생에너지인 태양광/풍력에 투자하기보다 주주들에게 환원하여 선택권을 주는 것이 더 낫다고 판단했다고 밝혔다. 오빈티브도 기본 배당에 추가적으로 회사 잉여현금흐름의 25%를 자사주매입 혹은 수시 배당으로 지급하겠다고 밝혀, 주주환원정책을 강화했다.

풍부한 현금흐름 속에서 강화되는 주주환원정책들은 22년까지도 이어질 것으로 예상하며, 에너지 원자재 가격의 강세 속에서 다른 섹터 대비 공격적인 주주환원정책들은 재조명받을 것으로 예상된다.

Company Analysis

S-Oil (010950/매수) 정제마진 개선의 순수한 수혜주

LG화학 (051910/매수) 테슬라 향 원통형 사업 가치에 주목할 시점

SK이노베이션 (096770/매수) 조금 늦었지만 빠르다

롯데케미칼 (011170/매수) 신성장 기회를 찾아서

금호석유 (011780/매수) 우려를 반영해도 매수 구간

코노코필립스 (COP US/매수) 비용절감과 주주환원의 귀감

정제마진 개선의 순수한 수혜주

매수
(신규)

목표가: 140,000원
상승여력: 32.7%

이진호 jinho.lee.z@miraeasset.com

종목 상황

팬데믹 영향은 마무리되어가는 중

- 허리케인 아이다로 인해 미국 멕시코만 정유 설비 90% 이상 가동 중단된 영향으로 최근 복합마진과 주가도 함께 상승
- 팬데믹으로 인해 중단되었던 사힌 프로젝트(원유에서 화학제품 직접 생산 기술)가 2Q21부터 재개됨. 처음 예상했던 7조 투자보다는 투자비가 낮아질 전망
- '20년 매출액 16조원: 정유 76%, 화학 17%, 윤활유 7%

투자포인트

22년에는 더 좋아진다

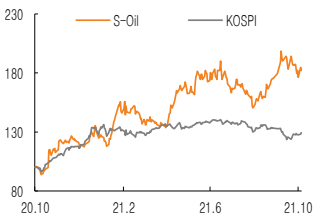
- 1) 정제마진 회복으로 수익성 개선:** 당사 포트폴리오 내 비중이 가장 큰 경유 스프레드 확대와 해외여행 펜트업 효과로 인한 항공유의 수요 회복 기대
- 2) 윤활기유 부문 호실적 지속 기대:** 배기가스 규제로 당사의 강점인 Group II 및 III 윤활기유 수요가 늘어나며 호실적 기록 지속
- 3) 사우디 OSP 인하 전망:** 미국 원유 생산량이 늘기 힘든 상황에서 OPEC+ 공급량만 늘어나기에 점차 OSP는 낮아질 것으로 예상

투자 의견

목표주가 14만원과 매수 의견으로 커버리지 개시

- 22년 BPS 전망치에 PBR 1.9배 적용해 목표주가 산출
- 국제유가 상승세, 정제마진 개선, ROE 레벨 등 상황이 비슷한 17년도 PBR 1.7배에 ROE 차이만큼 할증. 아직 마진 개선이 실적 전망에 온전히 반영되지 않았다고 판단
- 백신 접종 속도에 따라 정제마진 개선이 더터질 수 있는 점, 화학 부문은 증설로 인한 공급 과잉으로 실적 둔화 가능성이 높은 점은 리스크 요인

Key data



현재주가(21/10/26, 원)	105,500	시가총액(십억원)	11,877
영업이익(21F, 십억원)	2,274	발행주식수(백만주)	117
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	2,182	유동주식비율(%)	36.6
EPS 성장률(21F, %)	-	외국인 보유비중(%)	78.5
P/E(21F, x)	7.3	베타(12M) 일간수익률	0.80
MKT P/E(21F, x)	10.7	52주 최저가(원)	54,300
KOSPI	3,049.08	52주 최고가(원)	115,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.5	25.1	81.6
상대주가	3.0	32.1	39.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	25,463	24,394	16,830	29,150	36,098	33,664
영업이익 (십억원)	639	420	-1,099	2,274	2,106	2,024
영업이익률 (%)	2.5	1.7	-6.5	7.8	5.8	6.0
순이익 (십억원)	258	65	-796	1,676	1,584	1,539
EPS (원)	2,213	561	-6,827	14,372	13,581	13,195
ROE (%)	3.9	1.0	-13.1	25.9	20.2	17.0
P/E (배)	44.2	169.8	-	7.3	7.8	8.0
P/B (배)	1.8	1.7	1.4	1.7	1.5	1.3
배당수익률 (%)	0.8	0.2	0.0	2.8	3.3	2.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

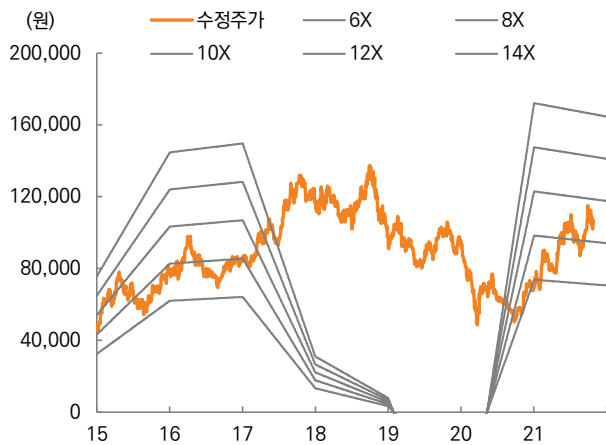
표 6. S-Oil 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	합계	5,198.4	3,451.9	3,899.1	4,280.3	5,344.8	6,711.0	7,787.1	9,306.9	16,829.7	29,149.8	36,098.1
	정유	3,956.4	2,591.5	2,991.0	3,096.2	3,797.4	4,848.2	5,732.2	7,222.4	12,635.1	21,600.2	28,077.6
	화학	808.1	589.1	642.5	822.4	1,021.1	1,203.3	1,327.1	1,379.7	2,862.1	4,931.2	5,317.9
	윤활유	433.9	271.3	265.6	361.7	526.3	659.5	727.8	704.8	1,332.5	2,618.5	2,702.5
영업이익	합계	-1,007.2	-164.3	-9.3	81.5	629.2	571.0	360.9	713.1	-1,099.3	2,274.3	2,105.8
	정유	-1,190.0	-358.7	-57.6	-98.0	342.0	152.5	-24.3	396.2	-1,704.3	866.4	912.3
	화학	66.5	91.1	-48.3	70.3	98.3	134.0	98.0	71.2	179.6	401.5	262.1
	윤활유	116.2	103.3	96.6	109.2	188.9	284.5	287.2	245.7	425.3	1,006.3	931.5
세전이익		-1,209.3	-156.5	28.3	169.7	467.1	548.8	291.1	920.0	-1,167.8	2,227.0	2,083.7
순이익(지배)		-880.6	-66.9	30.3	121.1	344.7	410.7	221.2	699.2	-796.1	1,675.9	1,583.6

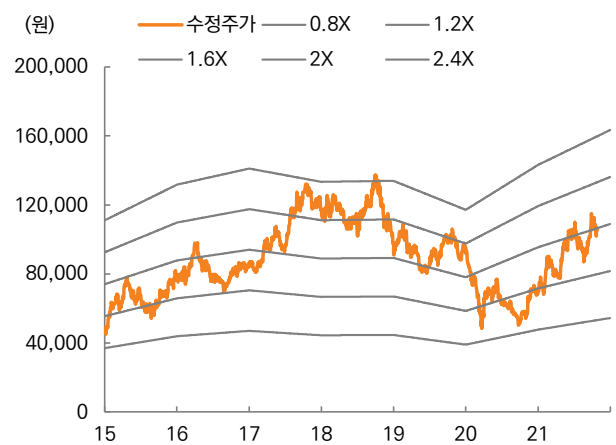
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. S-Oil 12MF PER 밴드 차트



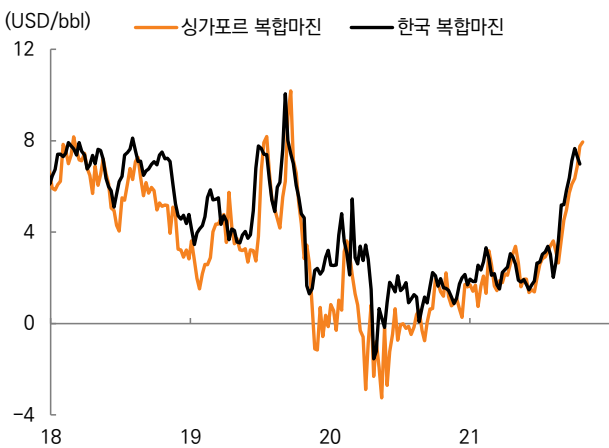
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



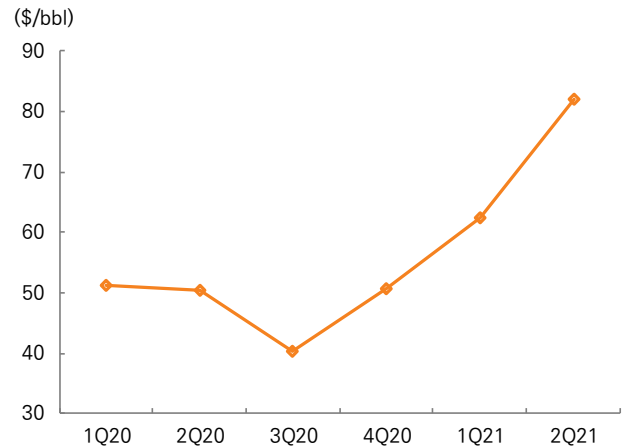
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이



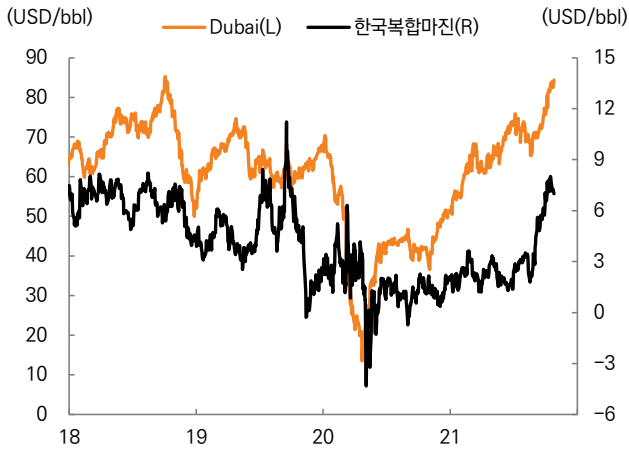
자료: Reuters, 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. 윤활유 스프레드 추이



자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. 국제유가(두바이유)와 한국 복합마진 추이



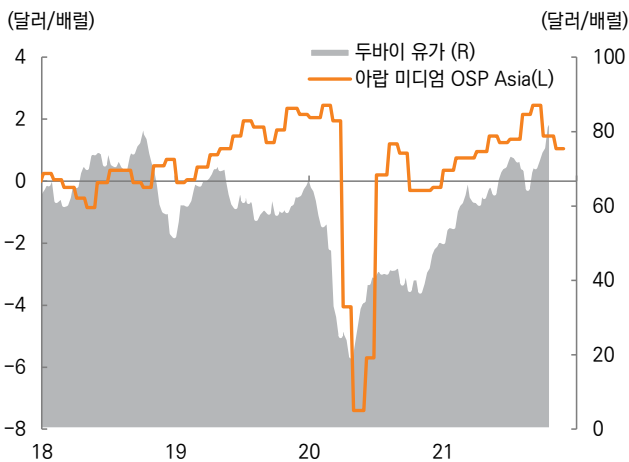
자료: 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. 석유제품별 스프레드 추이



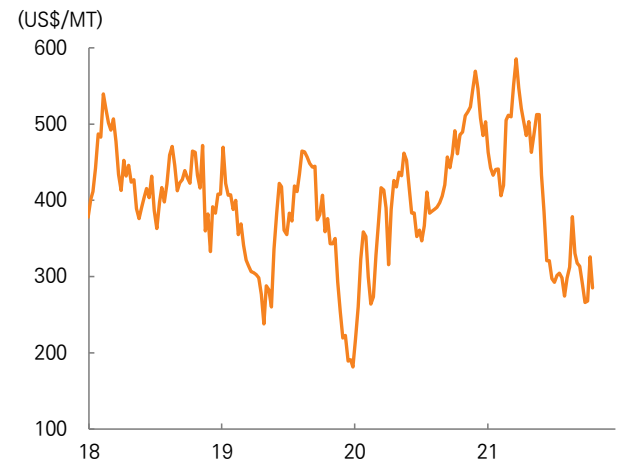
자료: 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. 사우디 OSP와 아라비안 미디엄 추이



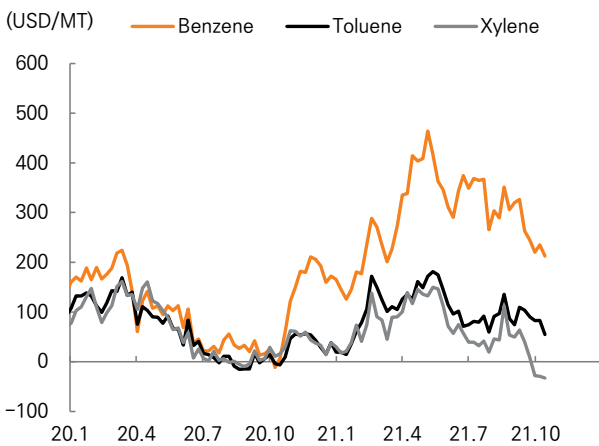
자료: Reuters, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. 프로필렌 스프레드 추이



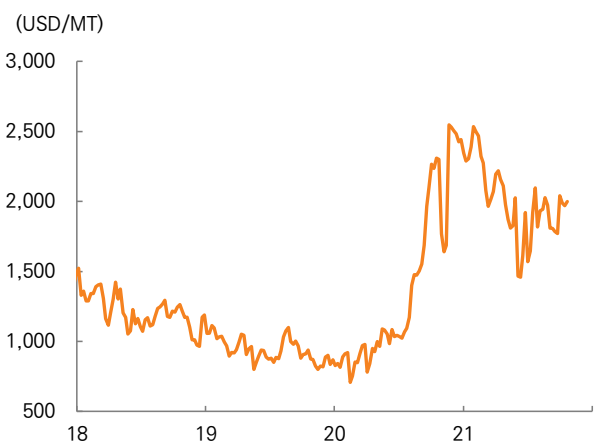
자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. BTX 스프레드 추이



자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. PO 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

S-Oil (010950)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	16,830	29,150	36,098	33,664
매출원가	17,366	26,255	33,372	31,021
매출총이익	-536	2,895	2,726	2,643
판매비와관리비	563	620	620	620
조정영업이익	-1,099	2,274	2,106	2,024
영업이익	-1,099	2,274	2,106	2,024
비영업손익	-69	-47	-22	1
금융손익	-146	-108	-79	-56
관계기업등 투자손익	4	2	0	0
세전계속사업손익	-1,168	2,227	2,084	2,025
계속사업법인세비용	-372	551	500	486
계속사업이익	-796	1,676	1,584	1,539
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-796	1,676	1,584	1,539
지배주주	-796	1,676	1,584	1,539
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-802	1,676	1,584	1,539
지배주주	-802	1,676	1,584	1,539
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-468	2,922	2,728	2,645
FCF	1,084	2,521	2,012	1,360
EBITDA 마진율 (%)	-2.8	10.0	7.6	7.9
영업이익률 (%)	-6.5	7.8	5.8	6.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.7	5.7	4.4	4.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	4,997	10,766	10,979	11,275
현금 및 현금성자산	737	1,675	2,449	3,028
매출채권 및 기타채권	1,353	2,913	2,725	2,631
재고자산	2,192	4,258	3,984	3,846
기타유동자산	715	1,920	1,821	1,770
비유동자산	10,694	10,376	9,985	10,198
관계기업투자등	32	69	64	62
유형자산	10,078	9,723	9,348	9,573
무형자산	99	92	85	78
자산총계	15,691	21,142	20,964	21,473
유동부채	6,565	10,830	9,482	8,805
매입채무 및 기타채무	2,329	5,020	4,698	4,535
단기금융부채	2,704	2,486	1,673	1,267
기타유동부채	1,532	3,324	3,111	3,003
비유동부채	3,443	3,052	3,047	3,044
장기금융부채	3,403	2,965	2,965	2,965
기타비유동부채	40	87	82	79
부채총계	10,008	13,882	12,528	11,848
지배주주지분	5,682	7,260	8,436	9,625
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,036	5,595	6,771	7,960
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	5,682	7,260	8,436	9,625

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,631	2,779	2,252	2,200
당기순이익	-796	1,676	1,584	1,539
비현금수익비용가감	358	1,419	1,197	1,160
유형자산감가상각비	624	640	615	615
무형자산상각비	8	8	7	7
기타	-274	771	575	538
영업활동으로인한자산및부채의변동	2,183	21	-32	-16
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	108	-1,365	165	83
재고자산 감소(증가)	1,030	-2,066	274	138
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	381	2,997	-323	-163
법인세납부	0	-291	-500	-486
투자활동으로 인한 현금흐름	-636	-1,147	-123	-729
유형자산처분(취득)	-523	-257	-240	-840
무형자산감소(증가)	2	1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-81	-468	56	28
기타투자활동	-34	-423	61	83
재무활동으로 인한 현금흐름	-549	-681	-1,360	-894
장단기금융부채의 증가(감소)	-594	-656	-812	-406
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-12	-117	-408	-349
기타재무활동	57	92	-140	-139
현금의 증가	446	938	774	579
기초현금	291	737	1,675	2,449
기말현금	737	1,675	2,449	3,028

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	-	7.3	7.8	8.0
P/CF (x)	-	4.0	4.4	4.6
P/B (x)	1.4	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	-	5.0	4.8	4.6
EPS (원)	-6,827	14,372	13,581	13,195
CFPS (원)	-3,755	26,544	23,847	23,139
BPS (원)	48,749	62,274	72,360	82,559
DPS (원)	0	3,000	3,500	2,500
배당성향 (%)	0.0	20.2	24.9	18.3
배당수익률 (%)	0.0	2.8	3.3	2.4
매출액증가율 (%)	-31.0	73.2	23.8	-6.7
EBITDA증가율 (%)	-	-	-6.6	-3.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-7.4	-3.9
EPS증가율 (%)	-	-	-5.5	-2.8
매출채권 회전을 (회)	13.4	15.5	14.5	14.2
재고자산 회전을 (회)	6.2	9.0	8.8	8.6
매입채무 회전을 (회)	9.5	7.5	6.9	6.7
ROA (%)	-5.0	9.1	7.5	7.3
ROE (%)	-13.1	25.9	20.2	17.0
ROIC (%)	-6.4	17.8	16.7	16.2
부채비율 (%)	176.1	191.2	148.5	123.1
유동비율 (%)	76.1	99.4	115.8	128.1
순차입금/자기자본 (%)	88.1	36.0	12.8	1.3
조정영업이익/금융비용 (x)	-7.0	15.6	15.1	14.6

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

테슬라 향 원통형 사업 가치에 주목할 시점

매수
(신규)

목표가: 1,030,000원
상승여력: 24.1%

이진호 jinho.lee.z@miraeeasset.com

김철중 chuljoong.kim@miraeeasset.com

종목 상황

전통 화학에서 지속성장 가능한 기업으로

- 전통 석유화학 기업에서 2차전지, 생명과학 등의 신사업 확장으로 포트폴리오 전환 중
- 25년까지 지속성장 가능한 성장 분야에 총 10조원(친환경 소재 3조, 2차전지 소재 6조, 생명과학 1조)을 투자하기로 결정
- '20년 매출액 약 30조원: 화학 45.6%, 배터리 41.1%, 첨단소재 8.5%, 생명과학 2.2%, 기타 2.5%

투자포인트

급성장하는 배터리 및 소재 사업과 캐쉬카우 화학

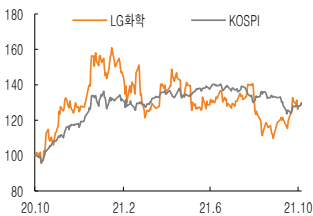
- 1) **지주사의 배터리 소재 사업:** 양극재 생산능력 확대, M&A 또는 JV 통한 분리막 사업 성장, CNT(나노탄소튜브) 등의 소재 사업 확장은 에너지솔루션과의 시너지 기대
- 2) **차별화된 화학제품 포트폴리오:** ABS, PVC 등 고부가 가치 제품들로 이루어진 포트폴리오가 강점. 특히, PVC는 내년 건설업 호황에 힘입어 스프레드 확대 예상

투자의견

투자의견 매수, 목표주가 103만원으로 커버리지 개시

- 다양한 사업 포트폴리오 구성으로 인해 SOTP 밸류에이션 적용. 목표주가 103만원
- 단기 내구재 생산 감소로 인한 ABS/PC 수요 감소, 에너지솔루션 상장 이후 주주가치 희석 등은 리스크로 판단
- LG에너지솔루션 가치는 116조원으로 산정(23F EBITDA, Target 20배 적용)
- Target EV/EBITDA 20배는 CATL 23년 예상 EV/EBITDA 32배에 40%를 할인 적용한 수치이며, 선전 거래소 대비 KOSPI의 평균 할인율을 적용
- 다만 최근 배터리 셀을 제외한 중국과 한국 배터리 밸류체인이 멀티플이 유사한 수준으로 거래되고 있는 점을 감안 시, 중장기적으로 할인율은 축소될 것으로 전망

Key data



현재주가(21/10/26, 원)	830,000	시가총액(십억원)	58,592
영업이익(21F, 십억원)	5,825	발행주식수(백만주)	78
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	5,588	유동주식비율(%)	66.1
EPS 성장률(21F, %)	750.8	외국인 보유비중(%)	47.3
P/E(21F, x)	14.9	베타(12M) 일간수익률	1.37
MKT P/E(21F, x)	10.7	52주 최저가(원)	611,000
KOSPI	3,049.08	52주 최고가(원)	1,028,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.1	-6.0	28.5
상대주가	11.8	-0.8	-1.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	28,183	27,353	30,077	45,115	53,792	62,468
영업이익 (십억원)	2,246	825	1,798	5,825	5,026	6,071
영업이익률 (%)	8.0	3.0	6.0	12.9	9.3	9.7
순이익 (십억원)	1,473	313	513	4,362	3,456	4,591
EPS (원)	18,812	4,003	6,549	55,716	44,148	58,647
ROE (%)	8.9	1.8	2.9	22.2	15.3	17.8
P/E (배)	18.4	79.3	125.8	14.9	18.8	14.2
P/B (배)	1.6	1.4	3.6	3.1	2.7	2.3
배당수익률 (%)	1.7	0.6	1.2	1.2	1.2	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: LG화학, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. LG화학 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	전체	6,729.2	6,935.2	7,507.3	8,904.9	9,650.0	11,456.0	10,610.0	13,399.0	30,076.4	45,115.0	53,791.6
	화학	3,695.9	3,312.8	3,583.6	3,673.6	4,435.0	5,267.0	5,630.0	6,464.3	14,265.9	21,796.3	22,324.9
	에너지솔루션	2,260.9	2,823.0	3,143.9	4,127.9	4,254.0	5,131.0	4,027.0	5,308.8	12,355.7	18,720.8	24,070.8
	첨단소재	849.1	789.2	962.9	1,009.5	1,172.0	1,297.0	1,158.0	1,379.4	3,610.7	5,006.4	6,024.6
	생명과학	159.3	160.3	172.1	169.6	162.0	203.0	177.0	186.6	661.3	728.6	801.4
	팜한농	221.2	177.8	102.1	100.3	211.0	210.0	123.0	60.0	601.4	604.0	570.0
영업이익	전체	205.9	571.6	902.1	118.6	1,408.0	2,139.8	762.0	1,515.4	1,799.0	5,825.2	5,025.9
	화학	242.6	434.7	721.6	569.0	984.0	1,325.0	1,087.0	1,001.0	1,967.9	4,397.0	2,762.7
	에너지솔루션	-51.8	155.5	168.8	115.8	341.0	724.0	-373.0	423.6	388.3	1,115.6	1,817.2
	첨단소재	32.1	35.0	59.0	36.7	88.0	95.0	49.0	96.6	162.8	328.6	385.9
	생명과학	23.5	14.1	8.5	7.8	23.0	29.0	9.0	9.3	53.9	70.3	40.1
	팜한농	35.0	11.6	-9.6	-12.0	30.0	17.0	-10.0	-15.0	25.0	22.0	20.0
세전이익	149.3	506.0	783.5	-388.5	1,848.1	2,201.8	723.0	1,473.0	993.9	6,245.8	4,850.0	
순이익(지배)	21.1	382.3	512.3	-403.0	1,306.7	1,490.3	515.0	1,049.0	512.6	4,362.0	3,456.0	

주: GM Bolt 리콜 총당금 영업이익 반영(2Q21 910억원, 3Q21 6,200억원. 총 7,110억원)
 자료: LG화학, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. LG화학 밸류에이션

(십억원)

	22F EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	비고
화학	3,322.7	4.3	14,287.5	국내 화학 업종 평균 EV/EBITDA
정보소재	490.4	23.0	11,274.8	"엔지니어링 플라스틱 8배, 전자재료 12배, 배터리 소재 35.4배"
팜한농			420.0	인수 가격
생명과학	70.3	30.0	2,109.8	22년 EV/EBITDA 30배 적용
에너지솔루션	5,799.2 (23년 예상)	20.0	55,672.2	LGES 가치 115조원에 지분율 80%, 지주사 할인 40% 적용
계			83,764.4	
순차입금			7,830.2	2Q21 기준
우선주 시가총액			3,002.5	
EV			72,931.7	
주식수			70.6	
목표가			1,033,139	목표주가 103만원 산출

표 9. LG에너지솔루션 가치 산정.

(십억원)

Operating Value	EBITDA	EV/EBITDA	EV	비고
배터리	5,799	20	115,984	
소형 배터리	1,778			CATL 23년 예상 EV/EBITDA 32배에 40% 할인 적용
EV	3,647			선전 거래소 대비 KOSPI 평균 할인을 40% 적용
ESS	374			
LG에너지솔루션 EV			115,984	
지분율 80% 가정			92,787	
할인율 40% 적용			55,672	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

LG에너지솔루션 적정 시가총액 116조원

상장 예정인 LG에너지솔루션의 적정 시가총액을 116조원으로 산정한다. 기존 23 예상 EBITDA에 Target EV/EBITDA 20배를 적용하였다. 23년 예상 EBITDA는 전기차 배터리(폴리머) 3.6조원, 소형 배터리 1.8조원, ESS 배터리 3,700억원의 합산으로 추정하였다. Target EV/EBITDA 20배는 중국 경쟁사이자 순수 배터리 업체인 CATL의 23년 예상 EV/EBITDA 32배를 40% 할인하여 산출하였다. 선전 시장 대비 KOSPI 평균 할인율인 40%를 적용하였다.

다만 LG화학(051910)에 적용하는 할인율은 40%로 상향 조정하였다(기존 30%). 상장 이후 글로벌 배터리 ETF 편입/편출에 따른 수급 불확실성이 존재한다. LG에너지솔루션 상장 이후의 지분율(80%)와 할인율(40%)을 적용한 LG화학 내 지분가치는 56조원으로 산정한다.

표 10. LG에너지솔루션 실적 추정과 적정 가치 산출

		2020	2021F	2022F	2023F
매출액	소형	3,478	4,964	6,081	7,841
	EV	6,887	11,583	16,332	23,731
	ESS	1,081	1,275	1,658	2,155
	Total	11,445	17,822	24,071	33,728
영업이익	소형	371	629	705	933
	EV	138	-55	980	1,898
	ESS	10	-371	133	216
	Total	519	203	1,817	3,047
감가상각비	소형	262	540	704	845
	EV	919	1,057	1,338	1,748
	ESS	144	116	136	159
	Total	1,325	1,713	2,178	2,752
EBITDA	소형	633	1,169	1,409	1,778
	EV	1,056	1,002	2,318	3,647
	ESS	154	-255	269	374
	Total	1,843	1,916	3,995	5,799
CATL EV/EBITDA(배)			74	45	32
할인율(선전 시장 대비 코스피 할인율)			40	40	40
목표 EV/EBITDA(배)			44	27	20
적정 EV (십억원)			85,063	107,876	115,984
지분율(%)			80	80	80
지분 가치(십억원)			68,050	86,301	92,787
할인율(%)			40	40	40
할인된 지분 가치(십억원)			40,830	51,781	55,672

업체명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
CATL	258,315	31,568	44,681	4,193	5,901	3,373	4,731	20.0	22.1	78.7	55.6	14.7	11.7	44.9	32.0
삼성SDI	50,679	16,666	19,759	1,577	1,958	1,498	1,822	9.7	10.7	36.8	30.3	3.2	2.9	17.9	15.0
LG화학	57,745	49,876	56,199	4,968	5,641	3,476	4,033	14.6	15.1	20.2	17.4	2.7	2.4	8.0	7.2
SK이노베이션	23,717	52,196	53,959	2,132	2,363	1,430	1,522	8.3	8.2	17.2	16.1	1.3	1.2	9.0	8.2
BYD	147,213	49,703	58,737	2,247	2,856	1,405	1,878	10.8	13.0	111.8	80.0	10.8	9.7	31.1	26.5
귀쉬안 고과	12,458	2,290	3,270	189	260	136	210	5.2	6.7	98.0	65.0	4.4	4.1	42.9	30.8
평균								11.4	12.6	60.5	44.1	6.2	5.3	25.6	20.0

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

EV 침투율 상승 속도가 심상치 않다

전기차 판매량 증가와 침투율 상승 속도가 심상치 않다. 최근 자동차 용 반도체 Shortage로 인한 공급단 이슈에도 불구하고 전기차 판매량과 침투율은 시장 예상치를 지속 상회하고 있다.

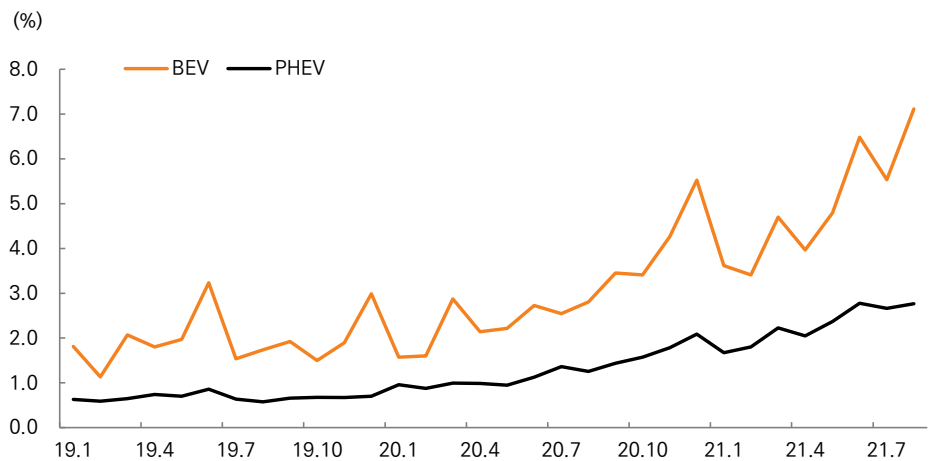
21년 연간 전기차 판매량(BEV+PHEV)을 640만대, 침투율 8%로 예상한다. 연초 예상했던 판매량 460만대, 침투율 5.5%를 크게 상회할 것으로 판단한다. 특히 이 수치들은 하반기 들어 더 가파르게 상향 조정되고 있다.

판매량 증가를 견인하고 있는 것은 메가(플랫폼) 모델 판매 본격화 때문이다. 주요 시장 중에 하반기에 추가 보조금을 지급한 시장이 없음에도 불구하고 전기차 판매량은 시장 예상치를 지속 상회하고 있다. 하반기부터 Tesla Model Y 유럽 (8월 말), 현대 아이오닉 5, 중국 스타트업들의 메가 모델 딜리버리 시작 등으로 소비자의 선택지가 많아지고 있다. 특히 유럽의 경우 작년부턴 진행된 전기차 보조금 효과가 감소하고 있음에도 불구하고, Tesla Model Y와 같은 메가 모델 딜리버리가 전체 시장 성장을 지속시키고 있다.

자동차 용 반도체 Shortage라는 공급 단의 이슈가 오히려 **전기차 침투율에 긍정적으로 작용**하고 있다고 판단한다. 반도체 공급 부족에 직면한 OEM들이 오히려 전기차 생산에 집중하고 있는 모습이다. 반도체 용 Shortage가 심화되기 시작한 2~3분기 내연기관 판매량 급감이 이를 방증하며, BYD 등 다수의 OEM들은 2~3분기 중 일부 내연기관 모델의 생산 중단을 발표하기도 하였다.

이러한 현상들은 22년에도 지속될 것으로 판단한다. 전기차(BEV+PHEV) 판매 침투율 가정을 상향 조정하였다. 22년 침투율은 8% → 11%로, 23년은 11% → 15%로 상향 조정하였다. 이미 지난 8~9월 전기차 침투율은 10%를 상회하기 시작하였다. 22년부터는 아직 침투율이 각각 4%, 1%에 불과한 미국과 기타 시장의 보조금 지급이 본격화되며 글로벌 전기차 수요를 견인할 것으로 판단한다.

그림 67. 예상보다 빠른 전기차 침투율 상승, 특히 BEV의 침투율 상승 속도가 가파른 상황



자료: EVolumes, 미래에셋증권 리서치센터

원통형 배터리 사업 = Tesla

소형 배터리 사업 가치는 36조원으로 산정한다. 23년 예상 EV/EBITDA에 EV 배터리 사업과 동일한 Target EV/EBITDA 20배를 적용하였는데, 이는 향후 원통형 배터리 증설의 대부분이 Tesla를 포함한 전기차 용 이기 때문이다.

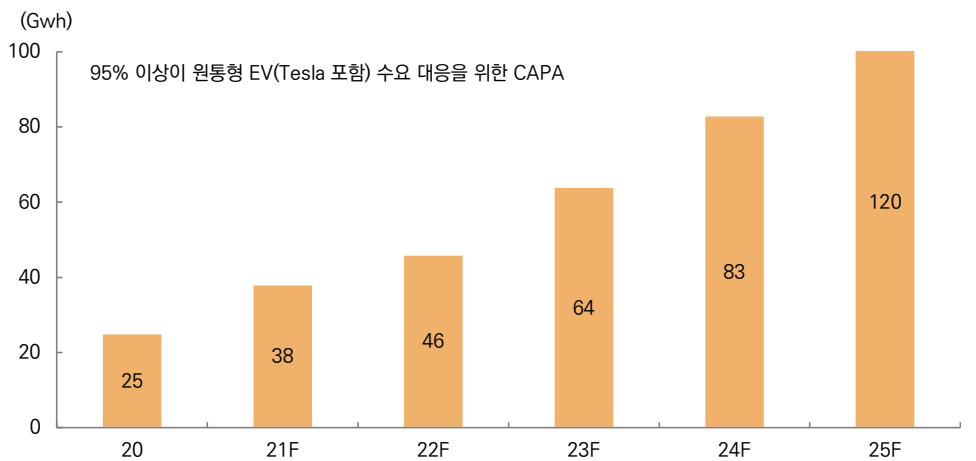
지금부터 소형 배터리 실적과 멀티플의 Key는 Tesla이다. LG에너지솔루션의 원통형 배터리 생산능력은 20년 25Gwh → 23년 69Gwh → 25년 120Gwh로 증가할 것으로 예상된다. 대부분 Tesla 향 NCMA 원통형 배터리 수요 증가에 대응하기 위함이다. Tesla 향 매출 증가 본격화로 동사 소형 배터리 사업 부의 EBITDA는 20년 6,300억원 → 23년 1.8조원으로 증가할 것으로 예상된다.

소형 배터리 사업부 내 원통형 배터리 매출 비중은 20년 69% → 23년 88% → 25년 90%로 증가할 것으로 전망한다. 향후 소형 배터리 사업부 실적 성장의 Key는 Tesla이며, EV 폴리머 배터리와 동일한 멀티플 적용이 타당할 것으로 판단한다.

최근 이슈화 되었던 테슬라의 LFP 배터리 이슈는 동사의 펀더멘탈에 큰 영향을 줄 것으로 판단하지 않는다. 1) LFP 배터리 채용 확대는 스텐다드 모델에 한정될 것으로 예상하며, 2) 롱레인지 모델 이상에는 NCM(NCMA 포함) 배터리가 지속 사용될 것으로 예상된다. 자율주행을 포함한 소프트웨어 탑재 등으로 자동차의 전장화가 가속화될 것으로 판단하며, 이는 자동차의 전력 소모 증가로 이어진다. LFP의 에너지 밀도 개선 속도에는 한계가 분명 존재하며, 향후 중저가 전기차 모델과 ESS 중심의 시장 확대가 예상된다.

추가적으로 최근 기사화 되었듯 동사 역시 LFP 배터리에 대한 R&D를 지속하고 있으며, 향후 시장의 방향성에 따른 유연한 투자 결정이 가능할 것으로 판단한다.

그림 68. LG에너지솔루션 원통형 생산능력 추이 및 전망, 95% 이상이 EV 용



자료: EV Volume, 미래에셋증권 리서치센터

연말 연초 남은 배터리 프로젝트 115조원 수준

21년 예상되는 전체 배터리 발주 프로젝트는 총 160조원 수준이다. 이 중 동사가 수주 확정지은 것으로 추정되는 프로젝트는 1) GM Bolt Next Gen(총 발주 규모 32조원, 공급 예상 시점 24년), 2) Tesla 상하이 3차(총 발주 규모 14조원, 공급 예상 시점 22년) 등 이다. 3)최근 스텔란티스와의 40Gwh JV 설립 발표에 따른 수주도 예상된다(스텔란티스 총 발주 물량 28조원 수준 중 일부 수주 예상).

향후 비딩 예정 배터리 프로젝트 중 동사의 부분 수주 가능성이 있는 프로젝트는 1) BMW Gen6(원통형), 2) 다임러(EQA/EQB/EQS) 미국 및 유럽 물량, 3) 현대기아차 SV/CT 프로젝트 등 이다. 폭스바겐 MPE의 경우, 각형(유니파이드 셀) 배터리 중심으로 발주가 예상되는 바 동사의 수주 가능성은 낮을 것으로 판단한다.

과거 배터리 비딩 사례를 기반으로 볼 때, 비딩 결과를 선불리 예측하기는 어렵다. 다만 1) 배터리를 원하는 고객의 숫자 많아지고 있으나(후발 OEM Ex. 스텔란티스 / 미국 스타트업 Ex. Lucid, Livian 등 / 중국 스타트업 증가 Ex. Leap Motor 등), 2) 반면 배터리 공급이 가능한 셀 업체 수 증가는 제한적이라는 점에 주목할 필요가 있다. 3) 추가적으로 배터리의 형태 및 기술이 표준화 되어있지 않은 상황에서의 중대형 각형을 제외한 모든 세크먼트의 배터리 기술을 보유하고 있는 동사의 추가 수주가 기대된다. 상장 이후 자금 조달을 통한 공격적인 수주 잔고 확보가 재개될 것으로 예상된다.

그림 69. 연말까지 남아있는 배터리 프로젝트 115조원 수준. 스텔란티스와의 JV는 시작일 뿐

	Project	EV model	규모(조원)	2021 비딩 일정
GM	Bolt	Bolt Next Gen.	32.0	완료
Stallantis	VDA 590	SUV/Truck	28.0	Q3
VW	MPE		20.0	Q3
Daimler	EB580	EQA/EQB	13.0	Q4
Daimler	EB560	GLA/GLB	10.0	Q4
Daimler	EB4xx	EQS	10.0	Q4
BMW	Gen5	X3, i3 등	7.5	Q4
BMW	Gen6	X3, i3 등	8.0	Q4
Hyundai Kia	SV/CT	준중형 세단	8.0	Q4
Hyundai Kia	ME/MV	SUV 형	2.5	Q3
Porsche	PPE 41	Cayenne	6.0	Q4
Ford	BEV 2025	pick up Truck	4.5	완료
Renault	New B seg	B-seg	3.5	완료
Ford	BEV M	Small pick up Truck	3.0	완료
Hyundai Kia	ME	Ioniq 7	2.5	Q3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

LG화학 (051910)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	30,077	45,115	53,792	62,468
매출원가	23,764	33,867	43,343	50,974
매출총이익	6,313	11,248	10,449	11,494
판매비와관리비	4,514	5,423	5,423	5,423
조정영업이익	1,798	5,825	5,026	6,071
영업이익	1,798	5,825	5,026	6,071
비영업손익	-854	9	-176	-185
금융손익	-163	-148	-178	-188
관계기업등 투자손익	9	5	0	0
세전계속사업손익	944	5,834	4,850	5,886
계속사업법인세비용	368	1,580	1,213	1,295
계속사업이익	576	4,254	3,638	4,591
중단사업이익	107	330	0	0
당기순이익	682	4,584	3,638	4,591
지배주주	513	4,362	3,456	4,591
비지배주주	170	223	182	0
총포괄이익	612	4,914	3,638	4,591
지배주주	452	4,659	3,453	4,358
비지배주주	160	255	185	233
EBITDA	4,109	8,627	8,273	9,617
FCF	305	-2,459	174	399
EBITDA 마진율 (%)	13.7	19.1	15.4	15.4
영업이익률 (%)	6.0	12.9	9.3	9.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.7	9.7	6.4	7.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	16,320	17,989	19,589	23,209
현금 및 현금성자산	3,274	1,363	1,761	2,281
매출채권 및 기타채권	5,570	8,161	8,317	9,542
재고자산	5,350	7,466	8,512	10,386
기타유동자산	2,126	999	999	1,000
비유동자산	25,069	29,717	32,470	35,029
관계기업투자등	309	309	309	377
유형자산	20,567	24,478	27,440	30,084
무형자산	2,280	2,253	2,044	1,855
자산총계	41,389	47,706	52,059	58,238
유동부채	12,624	15,063	15,557	16,639
매입채무 및 기타채무	3,459	4,397	4,888	5,964
단기금융부채	1,566	3,066	3,068	3,075
기타유동부채	7,599	7,600	7,601	7,600
비유동부채	9,974	10,285	11,285	12,570
장기금융부채	8,679	8,990	9,990	10,990
기타비유동부채	1,295	1,295	1,295	1,580
부채총계	22,598	25,347	26,841	29,209
지배주주지분	18,039	21,183	23,859	27,671
자본금	391	391	391	391
자본잉여금	2,692	2,721	2,721	2,721
이익잉여금	15,175	17,980	20,657	24,468
비지배주주지분	751	1,176	1,358	1,358
자본총계	18,790	22,359	25,217	29,029

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	5,841	4,087	6,174	6,399
당기순이익	682	4,584	3,638	4,591
비현금수익비용가감	4,154	3,742	4,598	4,988
유형자산감가상각비	2,130	2,581	3,038	3,356
무형자산상각비	181	221	209	189
기타	1,843	940	1,351	1,443
영업활동으로인한자산및부채의변동	1,266	-4,003	-710	-1,738
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3,182	-1,731	-735	-1,143
재고자산 감소(증가)	-566	-1,944	-1,046	-1,874
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3,652	1,069	491	1,076
법인세납부	-513	-1,198	-1,213	-1,295
투자활동으로 인한 현금흐름	-5,296	-4,896	-6,000	-6,037
유형자산처분(취득)	-5,498	-6,484	-6,000	-6,000
무형자산감소(증가)	-106	-67	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-638	632	0	-37
기타투자활동	946	1,023	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	938	-1,183	224	227
장단기금융부채의 증가(감소)	1,829	1,810	1,003	1,006
자본의 증가(감소)	418	28	0	0
배당금의 지급	-178	-1,649	-779	-779
기타재무활동	-1,131	-1,372	0	0
현금의 증가	1,386	-1,911	398	521
기초현금	1,889	3,274	1,363	1,761
기말현금	3,274	1,363	1,761	2,281

자료: LG화학, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	125.8	14.9	18.8	14.2
P/CF (x)	13.3	7.8	7.9	6.8
P/B (x)	3.6	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA (x)	16.6	8.5	9.0	7.8
EPS (원)	6,549	55,716	44,148	58,647
CFPS (원)	61,778	106,367	105,207	122,370
BPS (원)	230,896	270,865	305,058	353,750
DPS (원)	10,000	10,000	10,000	10,000
배당성향 (%)	102.8	15.3	19.3	15.3
배당수익률 (%)	1.2	1.2	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	10.0	50.0	19.2	16.1
EBITDA증가율 (%)	53.2	110.0	-4.1	16.2
조정영업이익증가율 (%)	117.9	224.0	-13.7	20.8
EPS증가율 (%)	63.6	750.8	-20.8	32.8
매출채권 회전을 (회)	6.7	7.2	7.1	7.3
재고자산 회전을 (회)	5.8	7.0	6.7	6.6
매입채무 회전을 (회)	8.1	8.6	9.3	9.4
ROA (%)	1.8	10.3	7.3	8.3
ROE (%)	2.9	22.2	15.3	17.8
ROIC (%)	4.5	13.9	10.8	12.6
부채비율 (%)	120.3	113.4	106.4	100.6
유동비율 (%)	129.3	119.4	125.9	139.5
순차입금/자기자본 (%)	33.7	47.8	44.8	40.6
조정영업이익/금융비용 (x)	9.0	31.7	24.3	27.3

조금 늦었지만 빠르다

매수
(신규)

목표가: 340,000원
상승여력: 32.3%

이진호 jinho.lee.z@miraeeasset.com

김철중 chuljoong.kim@miraeeasset.com

종목 상황

Carbon to Green

- 당사는 Carbon to Green을 목표로 정유화학에서 배터리 및 소재 사업으로 포트폴리오 전환 중. 25년에는 Green 사업의 비중 약 70% 예정
- 최근 SK ON(배터리)과 SK어스온(석유개발)을 물적분할. 당사는 자회사 상장 이전에 배터리 영업활동 현금흐름, 채권 발행 등의 다른 방도를 먼저 활용할 것으로 발표
- '20년 매출액 약 34조원: 석유 66%, 화학 21%, 윤활유 7%, 배터리 5%, 기타 1%

투자포인트

남다른 규모와 속도의 배터리 수주 확대와 확고한 방향성

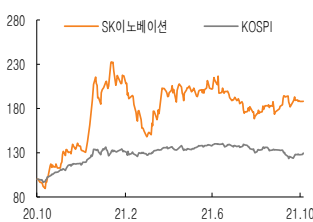
- 1) 공격적인 배터리 생산능력 확장: 글로벌 생산능력 25년 200GWh, 30년 500GWh 이상으로 증설 예정. 포드, 현대차, 기아, 다임러 등의 고객사들에게 배터리 공급
- 2) 유가 상승 및 정제마진 개선 전망: 석유제품들의 팬데믹 이전 수준 수요 회복과 친환경 규제에 의한 제한적인 공급량 증가가 맞물려 정유 부문 실적 개선 예상
- 3) 뚜렷하고 구체적인 ESG 전환 계획: 비주력 자산 매각 및 자금 유치를 통해 향후 5년간 그린 비즈니스에 30조원 투자 발표.

투자의견

투자의견 매수와 목표주가 34만원으로 커버리지 개시

- 다양한 사업 포트폴리오 구성으로 부문별 EV/EBITDA를 SOTP로 밸류에이션
- SK ON 가치는 20조원으로 산정(23F EBITDA, Target 20배 적용)
- EBITDA 증가율이 경쟁사들 대비 높기 때문에(공격적 증설과 수주) 기업 가치 상승 속도는 상대적으로 가파를 것. 22년 흑자 전환 이후 기업 가치 상승 가속화 전망
- 최근 화학 시장 부진과 자금 조달 방식에 대한 의문점 있으나, 일시적인 우려로 판단

Key data



현재주가(21/10/26, 원)	257,000	시가총액(십억원)	23,764
영업이익(21F, 십억원)	2,593	발행주식수(백만주)	94
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	1,938	유동주식비율(%)	55.6
EPS 성장률(21F, %)	-	외국인 보유비중(%)	24.9
P/E(21F, x)	27.3	베타(12M) 일간수익률	2.42
MKT P/E(21F, x)	10.7	52주 최저가(원)	122,500
KOSPI	3,049.08	52주 최고가(원)	317,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.2	-6.0	95.4
상대주가	5.8	-0.8	50.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	54,217	49,307	34,165	44,923	55,320	56,272
영업이익 (십억원)	2,103	1,114	-2,569	2,593	2,663	2,832
영업이익률 (%)	3.9	2.3	-7.5	5.8	4.8	5.0
순이익 (십억원)	1,651	-36	-2,173	883	1,830	1,891
EPS (원)	17,619	-381	-23,185	9,422	19,532	20,174
ROE (%)	9.1	-0.2	-13.6	5.6	10.3	9.8
P/E (배)	10.2	-	-	27.3	13.2	12.7
P/B (배)	0.9	0.8	1.1	1.3	1.2	1.1
배당수익률 (%)	4.5	2.0	0.0	0.8	1.4	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. SK이노베이션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	전체	11,163.0	7,199.6	8,419.2	7,677.6	9,240.0	11,120.0	11,901.1	12,662.1	34,164.5	44,923.2	55,319.5
	정유	8,033.1	4,517.7	5,317.9	4,769.2	5,876.5	7,246.6	7,162.1	7,643.2	24,483.4	27,928.4	34,758.4
	화학	1,972.2	1,548.3	1,782.0	1,619.4	2,062.2	2,344.0	2,775.1	2,900.5	7,133.9	10,081.9	10,806.5
	SK ON	515.9	658.4	717.0	637.0	526.3	630.2	972.2	1,123.2	2,525.1	3,251.9	5,743.2
	유탄기유	641.8	475.2	602.3	652.0	636.2	762.8	855.2	858.8	2,413.1	3,113.1	3,465.8
영업이익	전체	-1,775.2	-439.7	-29.0	-243.4	503.0	506.0	531.4	1,052.3	-2,568.8	2,592.7	2,663.3
	정유	-1,636.0	-432.9	38.6	-192.5	416.1	233.1	235.8	734.6	-2,005.8	1,619.6	1,371.0
	화학	-89.8	68.2	-53.4	-46.2	118.3	167.9	147.5	154.1	-122.1	587.9	541.2
	SK ON	-78.3	-112.4	-84.8	-130.0	-176.7	-97.9	-70.4	-32.4	-385.4	-377.4	62.1
	유탄기유	28.9	37.4	70.6	125.3	137.1	226.5	242.1	219.5	220.2	825.2	783.5
세전이익	-2,047.2	-480.4	12.2	-511.9	-463.9	661.8	487.1	1,008.5		-3,027.3	1,693.5	2,470.2
순이익(지배)	-1,558.0	-351.8	-23.7	-239.3	-376.2	186.8	349.2	723.1		-2,172.8	883.0	1,830.4

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. SK이노베이션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

		22F EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV	비고
사업 가치	정유	2,118.0	6.0	12,792.4	국내 정유사 평균 EV/EBITDA 적용
	화학	943.4	4.3	4,056.7	국내 화학사 평균 EV/EBITDA 적용
	SK ON	1,007.1	20.0	9,667.9	SK ON 23년 EBITDA에 CATL의 예상 EV/EBITDA * KOSPI 할인율 40% 적용 SK ON 중장기 성장 가능성 반영 지분율 80%, 지주사 할인 40%
	유탄유	879.2	6.0	5,310.6	22년 EV/EBITDA 6배 적용
	SKIET	664.0	35	8,533.7	지분율 61.2%, 지주사 할인율 40%
	계			40,361.3	A
순차입금			9,063.0	B (2Q21 기준)	
우선주 시가총액			190.4	C	
적정 시가총액			31,107.9	D = A - B - C	
주식수			92.5	E	
목표가			336,427	F = D/E	
현재주가			256,500	G	
상승여력			31%	H = (F/G-1) * 100	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

SK ON 기업 가치 20조원

SK이노베이션의 비상장 자회사인 SKON의 기업 가치를 20조원으로 산정한다. 23년 예상 EBITDA 1.0조원에 Target EV/EBITDA 20배를 적용하였다. Target EV/EBITDA 20배는 LG에너지솔루션 가치 산정 시 사용한 멀티플과 동일하다. 중국 경쟁사이자 순수 배터리 업체인 CATL의 23년 예상 EV/EBITDA 32배를 40% 할인하여 산출하였다. 선전 시장 대비 KOSPI 평균 할인율인 40%를 적용하였다. 중장기 SKON의 분할 상장 가능성이 있기 때문에, LG화학 가치 산정 시 사용했던 지분율 80%와 할인율 40%를 적용하여, SK이노베이션 내 SKON의 지분 가치는 10조으로 산정한다.

동사는 타 업체 대비 1) 공격적인 수주, 2) 공격적인 증설을 진행하고 있기 때문에 실적 성장 및 기업 가치 상승 속도가 빠를 것으로 판단한다. 22년 영업이익 흑자 달성 이후, 기업 가치 상승 속도는 글로벌 경쟁사 대비 빠를 것으로 전망한다.

표 13. SKON 중장기 실적 추정 및 가치 산정

(십억원)

	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,610	3,252	5,743	8,249
영업이익	-498	-377	62	377
영업이익률(%)	-31	-12	1	5
감가상각비	330	357	491	630
EBITDA	-168	-20	553	1,007
CATL EV/EBITDA(배)		74	45	32
할인율(선전 시장 대비 코스피 할인율)		40	40	40
목표 EV/EBITDA(배)		44	27	20
적정 EV (십억원)		-898	14,930	20,141

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 글로벌 배터리 셀 업체 Valuation Table

(십억원, %, 배)

업체명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
CATL	258,315	31,568	44,681	4,193	5,901	3,373	4,731	20.0	22.1	78.7	55.6	14.7	11.7	44.9	32.0
삼성SDI	50,679	16,666	19,759	1,577	1,958	1,498	1,822	9.7	10.7	36.8	30.3	3.2	2.9	17.9	15.0
LG화학	57,745	49,876	56,199	4,968	5,641	3,476	4,033	14.6	15.1	20.2	17.4	2.7	2.4	8.0	7.2
SK이노베이션	23,717	52,196	53,959	2,132	2,363	1,430	1,522	8.3	8.2	17.2	16.1	1.3	1.2	9.0	8.2
BYD	147,213	49,703	58,737	2,247	2,856	1,405	1,878	10.8	13.0	111.8	80.0	10.8	9.7	31.1	26.5
귀쉬안 고과	12,458	2,290	3,270	189	260	136	210	5.2	6.7	98.0	65.0	4.4	4.1	42.9	30.8
평균								11.4	12.6	60.5	44.1	6.2	5.3	25.6	20.0

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	34,165	44,923	55,320	56,272
매출원가	34,643	40,233	50,560	51,343
매출총이익	-478	4,690	4,760	4,929
판매비와관리비	2,090	2,096	2,096	2,096
조정영업이익	-2,569	2,593	2,663	2,832
영업이익	-2,569	2,593	2,663	2,832
비영업손익	-301	-977	-193	-281
금융손익	-296	-338	-365	-373
관계기업등 투자손익	-29	443	160	80
세전계속사업손익	-2,870	1,616	2,470	2,551
계속사업법인세비용	-628	645	543	561
계속사업이익	-2,242	972	1,927	1,990
중단사업이익	95	30	0	0
당기순이익	-2,147	1,002	1,927	1,990
지배주주	-2,173	883	1,830	1,891
비지배주주	26	119	96	100
총포괄이익	-2,457	1,274	1,927	1,990
지배주주	-2,485	1,125	1,734	1,791
비지배주주	28	149	193	199
EBITDA	-1,202	4,101	4,524	5,044
FCF	-912	-990	-1,337	-687
EBITDA 마진율 (%)	-3.5	9.1	8.2	9.0
영업이익률 (%)	-7.5	5.8	4.8	5.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-6.4	2.0	3.3	3.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	13,295	21,190	21,787	20,932
현금 및 현금성자산	2,941	6,840	6,500	5,406
매출채권 및 기타채권	2,920	4,651	5,055	5,133
재고자산	3,878	6,142	6,675	6,779
기타유동자산	3,556	3,557	3,557	3,614
비유동자산	25,203	26,345	29,284	31,935
관계기업투자등	3,866	3,866	3,866	3,926
유형자산	17,878	19,203	22,228	24,895
무형자산	1,224	1,256	1,170	1,092
자산총계	38,498	47,536	51,071	52,867
유동부채	11,015	13,784	14,488	14,572
매입채무 및 기타채무	4,780	8,069	8,770	8,906
단기금융부채	3,265	2,744	2,748	2,649
기타유동부채	2,970	2,971	2,970	3,017
비유동부채	12,025	15,154	16,226	16,240
장기금융부채	11,541	14,325	15,325	15,325
기타비유동부채	484	829	901	915
부채총계	23,040	28,937	30,714	30,812
지배주주지분	14,540	16,875	18,538	20,136
자본금	469	469	469	469
자본잉여금	5,942	7,149	7,149	7,149
이익잉여금	9,891	10,776	12,439	14,037
비지배주주지분	918	1,723	1,820	1,919
자본총계	15,458	18,598	20,358	22,055

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,851	2,407	3,463	4,113
당기순이익	-2,147	1,002	1,927	1,990
비현금수익비용가감	1,143	2,245	2,535	2,991
유형자산감가상각비	1,240	1,417	1,775	2,134
무형자산상각비	127	92	86	78
기타	-224	736	674	779
영업활동으로인한자산및부채의변동	4,272	-134	-164	-9
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1,817	-1,610	-357	-70
재고자산 감소(증가)	2,635	-2,246	-533	-104
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2,679	2,115	444	87
법인세납부	-190	-424	-543	-561
투자활동으로 인한 현금흐름	-4,129	-3,373	-4,800	-4,835
유형자산처분(취득)	-3,757	-3,394	-4,800	-4,800
무형자산감소(증가)	-114	-40	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	665	0	0	-35
기타투자활동	-923	61	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	2,145	4,305	837	-392
장단기금융부채의 증가(감소)	2,499	2,263	1,004	-99
자본의 증가(감소)	176	1,207	0	0
배당금의 지급	-149	-13	-167	-293
기타재무활동	-381	848	0	0
현금의 증가	745	3,899	-340	-1,094
기초현금	2,196	2,941	6,840	6,500
기말현금	2,941	6,840	6,500	5,406

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	-	27.3	13.2	12.7
P/CF (x)	-	7.4	5.4	4.8
P/B (x)	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	-	8.2	7.8	7.2
EPS (원)	-23,185	9,422	19,532	20,174
CFPS (원)	-10,713	34,642	47,606	53,153
BPS (원)	172,589	197,504	215,251	232,302
DPS (원)	0	2,000	3,500	2,500
배당성향 (%)	0.0	16.4	15.0	10.3
배당수익률 (%)	0.0	0.8	1.4	1.0
매출액증가율 (%)	-30.7	31.5	23.1	1.7
EBITDA증가율 (%)	-	-	10.3	11.5
조정영업이익증가율 (%)	-	-	2.7	6.3
EPS증가율 (%)	-	-	107.3	3.3
매출채권 회전을 (회)	10.3	13.6	12.9	12.5
재고자산 회전을 (회)	6.6	9.0	8.6	8.4
매입채무 회전을 (회)	9.0	10.2	9.5	9.2
ROA (%)	-5.5	2.3	3.9	3.8
ROE (%)	-13.6	5.6	10.3	9.8
ROIC (%)	-9.2	8.5	8.6	8.1
부채비율 (%)	149.0	155.6	150.9	139.7
유동비율 (%)	120.7	153.7	150.4	143.6
순차입금/자기자본 (%)	63.3	43.8	46.6	47.4
조정영업이익/금융비용 (x)	-7.3	6.9	6.5	6.9

신성장 기회를 찾아서

매수
(신규)

목표가: 310,000원
상승여력: 27.8%

이진호 jinho.lee.z@miraeasset.com

종목 상황

신성장 기회를 찾는 전통 화학기업

- 당사 주력 제품인 PE/PP/ABS/MEG 스프레드 축소로 조정 구간
- 최근 신성장 동력으로 수소 사업, 배터리 소재 사업, 친환경 플라스틱 사업 등을 발표
- '20년 매출액 12.2조원: 올레핀 43%, 아로마틱스 13%, 첨단소재 27%, 기타 17%

투자포인트

낮은 밸류에이션에서 신사업 가치 재평가 기대

- 1) 신성장 동력, 수소: 당사 그룹 유통 인프라, 국내 탐티어 암모니아 경쟁력, 수소탱크 기술, JV 설립 등을 통해 2030년 블루/그린 수소 60만톤 생산 및 활용 예정
- 2) 배터리 소재 및 친환경 플라스틱: Green Vision 2030 일환으로 배터리 소재(분리막, 음극박, 양극박 등)와 친환경 플라스틱(Bio-PET), 플라스틱 재활용 매출 총 7조 전망
- 3) NCC 시황 개선 예상: 석탄 베이스 중국 기업들의 원가경쟁력 훼손은 22년에도 이어질 것으로 예상. PE/PP 증설이 쏠려있는 중국 공급량 증가 속도도 다소 완화 예상

투자의견

투자의견 매수. 목표주가 31만원으로 커버리지 개시

- 22년 예상 BPS에 적정 PBR 0.65배 적용한 목표주가 31만원
- 22년 예상 ROE와 유사한 이익률을 기록했던 2018년 PBR 차용. 2018년 대비해서도 살짝 낮은 ROE 감안하여 10% 할인한 적정 PBR 0.65배 적용
- 주요 제품 스프레드 축소를 빠르게 반영했기에, 이후 시황 개선 및 신사업 가치 재평가되며 점차 밸류에이션 리레이팅 기대

Key data



현재주가(21/10/26, 원)	242,500	시가총액(십억원)	8,312
영업이익(21F, 십억원)	2,243	발행주식수(백만주)	34
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	2,091	유동주식비율(%)	45.1
EPS 성장률(21F, %)	1,024.7	외국인 보유비중(%)	26.2
P/E(21F, x)	4.7	베타(12M) 일간수익률	1.01
MKT P/E(21F, x)	10.7	52주 최저가(원)	231,000
KOSPI	3,049.08	52주 최고가(원)	328,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.3	-18.4	1.7
상대주가	-2.9	-13.8	-21.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	16,073	15,123	12,223	17,981	19,473	18,718
영업이익 (십억원)	1,946	1,107	357	2,243	2,162	2,046
영업이익률 (%)	12.1	7.3	2.9	12.5	11.1	10.9
순이익 (십억원)	1,579	715	158	1,782	1,692	1,539
EPS (원)	46,074	20,860	4,623	52,001	49,359	44,904
ROE (%)	13.0	5.5	1.2	12.9	10.9	9.1
P/E (배)	6.0	10.7	59.7	4.7	4.9	5.4
P/B (배)	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5
배당수익률 (%)	3.8	3.0	1.3	2.8	2.8	2.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 롯데케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 롯데케미칼 분기별 실적 추정

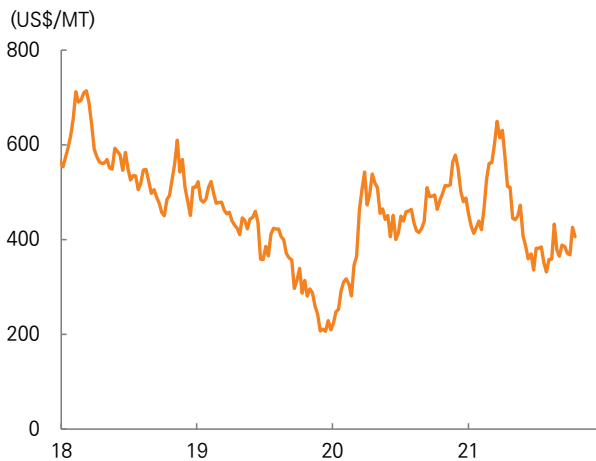
(십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F	
매출액	합계	3,275.6	2,682.2	3,045.5	3,231.3	4,168.3	4,352.0	4,522.5	4,938.4	12,234.6	17,981.2	19,473.1
	올레핀	1,603.8	1,100.3	1,218.6	1,341.7	1,928.3	1,897.7	2,119.4	2,426.8	5,264.4	8,372.2	9,225.2
	아로마틱스	437.5	349.8	376.1	389.8	527.8	594.6	614.5	680.3	1,553.2	2,417.2	2,851.2
	타이탄	422.6	445.5	544.0	523.7	651.1	691.5	574.6	571.5	1,935.8	2,488.7	2,519.3
	첨단소재	808.7	722.6	863.3	885.2	1,041.4	1,182.3	1,081.4	1,104.5	3,279.8	4,409.6	4,262.8
	미국 에탄 크래커	109.2	98.0	64.4	106.1	152.2	126.9	132.6	155.3	377.7	567.0	614.5
영업이익	합계	-86.0	32.9	193.8	212.5	623.8	594.0	482.0	543.2	353.2	2,243.0	2,161.7
	올레핀	-11.7	4.1	79.0	87.0	313.1	271.0	235.1	321.4	158.4	1,140.6	1,170.8
	아로마틱스	-40.7	2.8	5.5	-3.3	39.9	52.2	41.6	45.8	-35.7	179.5	216.6
	타이탄	-69.5	34.0	48.1	67.1	133.1	119.9	69.0	68.6	79.7	390.5	302.3
	첨단소재	41.0	24.3	99.5	82.7	115.7	126.0	108.1	110.4	247.5	460.3	341.0
	미국 에탄 크래커	13.9	-12.8	-22.3	-0.4	48.6	38.1	28.3	46.9	-21.6	161.9	181.0
세전이익		-127.0	34.5	194.7	144.6	703.7	665.0	539.7	609.0	246.7	2,517.5	2,420.3
당기순이익		-77.5	19.9	140.7	75.3	506.3	473.1	377.2	425.7	158.5	1,782.4	1,691.8

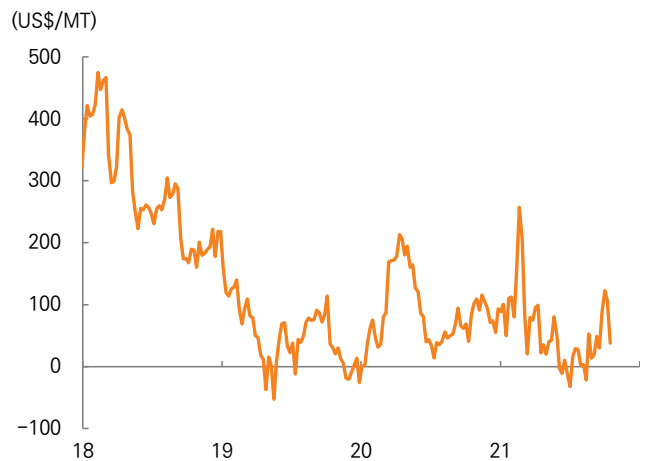
자료: 롯데케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. HDPE 스프레드 추이

그림 71. MEG 스프레드 추이



자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터



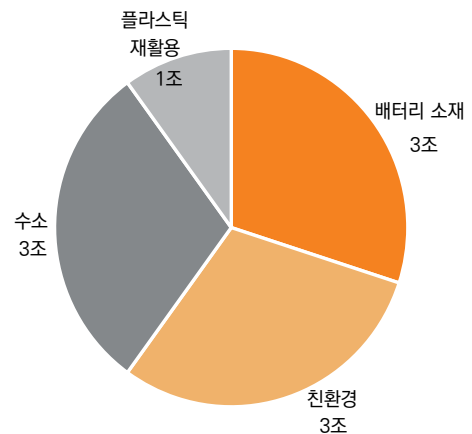
자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. ABS 스프레드 추이

그림 73. 2030년 신성장 사업 매출액 목표



자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터



자료: 롯데케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

롯데케미칼 (011170)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	12,223	17,981	19,473	18,718
매출원가	11,070	14,902	16,475	15,835
매출총이익	1,153	3,079	2,998	2,883
판매비와관리비	796	836	836	836
조정영업이익	357	2,243	2,162	2,046
영업이익	357	2,243	2,162	2,046
비영업손익	-110	274	258	156
금융손익	-53	-36	-9	8
관계기업등 투자손익	68	268	160	160
세전계속사업손익	247	2,517	2,420	2,202
계속사업법인세비용	71	629	629	572
계속사업이익	175	1,889	1,791	1,629
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	175	1,889	1,791	1,629
지배주주	158	1,782	1,692	1,539
비지배주주	17	106	99	90
총포괄이익	-168	2,102	1,791	1,629
지배주주	-128	1,970	1,703	1,549
비지배주주	-40	132	88	80
EBITDA	1,188	3,097	3,179	3,169
FCF	509	4,094	106	616
EBITDA 마진율 (%)	9.7	17.2	16.3	16.9
영업이익률 (%)	2.9	12.5	11.1	10.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.3	9.9	8.7	8.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	6,876	10,912	11,071	11,772
현금 및 현금성자산	1,522	5,942	6,255	7,086
매출채권 및 기타채권	1,417	0	0	0
재고자산	1,557	2,302	2,216	2,142
기타유동자산	2,380	2,668	2,600	2,544
비유동자산	12,510	13,287	14,588	15,132
관계기업투자등	3,152	3,152	3,152	3,152
유형자산	7,173	7,983	9,362	9,975
무형자산	1,473	1,378	1,300	1,231
자산총계	19,387	24,199	25,659	26,903
유동부채	2,868	5,155	5,092	4,969
매입채무 및 기타채무	1,084	1,676	1,613	1,559
단기금융부채	1,274	1,398	1,398	1,398
기타유동부채	510	2,081	2,081	2,012
비유동부채	2,806	3,275	3,237	3,205
장기금융부채	2,145	2,260	2,260	2,260
기타비유동부채	661	1,015	977	945
부채총계	5,674	8,430	8,330	8,174
지배주주지분	12,846	14,732	16,194	17,504
자본금	171	171	171	171
자본잉여금	880	877	877	877
이익잉여금	12,077	13,731	15,193	16,502
비지배주주지분	866	1,036	1,136	1,226
자본총계	13,712	15,768	17,330	18,730

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,311	5,524	2,424	2,283
당기순이익	175	1,889	1,791	1,629
비현금수익비용가감	958	1,155	1,268	1,300
유형자산감가상각비	741	767	940	1,054
무형자산상각비	90	87	78	69
기타	127	301	250	177
영업활동으로인한자산및부채의변동	280	2,827	-5	-74
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	3	-270	0	0
재고자산 감소(증가)	98	-727	86	74
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-34	1,644	-49	-42
법인세납부	-103	-347	-629	-572
투자활동으로 인한 현금흐름	-639	-1,461	-1,916	-1,251
유형자산처분(취득)	-779	-1,428	-2,319	-1,667
무형자산감소(증가)	-2	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	59	0	58	50
기타투자활동	83	-32	345	366
재무활동으로 인한 현금흐름	-479	-94	-356	-359
장단기금융부채의 증가(감소)	-233	240	0	0
자본의 증가(감소)	0	-3	0	0
배당금의 지급	-240	-127	-230	-230
기타재무활동	-6	-204	-126	-129
현금의 증가	170	4,419	313	832
기초현금	1,352	1,522	5,942	6,255
기말현금	1,522	5,942	6,255	7,086

자료: 롯데케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	59.7	4.7	4.9	5.4
P/CF (x)	8.3	2.7	2.7	2.8
P/B (x)	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	9.0	1.5	1.4	1.2
EPS (원)	4,623	52,001	49,359	44,904
CFPS (원)	33,079	88,811	89,245	85,460
BPS (원)	374,803	429,810	472,468	510,672
DPS (원)	3,600	6,700	6,700	6,700
배당성향 (%)	70.4	12.2	12.8	14.1
배당수익률 (%)	1.3	2.8	2.8	2.8
매출액증가율 (%)	-19.2	47.1	8.3	-3.9
EBITDA증가율 (%)	-35.4	160.7	2.6	-0.3
조정영업이익증가율 (%)	-67.8	528.3	-3.6	-5.4
EPS증가율 (%)	-77.8	1,024.8	-5.1	-9.0
매출채권 회전을 (회)	8.6	25.9	0.0	0.0
재고자산 회전을 (회)	7.6	9.3	8.6	8.6
매입채무 회전을 (회)	12.2	13.7	12.7	12.7
ROA (%)	0.9	8.7	7.2	6.2
ROE (%)	1.2	12.9	10.9	9.1
ROIC (%)	2.3	20.5	17.1	14.8
부채비율 (%)	41.4	53.5	48.1	43.6
유동비율 (%)	239.8	211.7	217.4	236.9
순차입금/자기자본 (%)	2.5	-29.8	-28.6	-30.7
조정영업이익/금융비용 (x)	3.3	24.7	17.2	15.8

우려를 반영해도 매수 구간

매수
(신규)

목표가: 260,000원
상승여력: 44.8%

이진호 jinho.lee.z@miraeasset.com

종목 상황

팬데믹 이후 실적 약화에 대한 우려가 존재

- 범용 고무 제품 외에도 시장 다변화 목적으로 NB-Latex 시장 선제 진출하여 글로벌 생산능력 1위 달성했고, Covid-19으로 인해 라텍스 장갑 수요 늘어 수혜를 입은 기업
- 2분기 영업이익률의 하락 및 동남아시아 락다운 등으로 인해 주가 조정
- '20년 매출액 4.8조원: 합성고무 53%, 합성수지 33%, 정밀화학 3%, 기타 11%

투자포인트

영업이익률 34.3%, 12MF PER 4.1배

- 1) 압도적인 영업이익률과 저평가: 2분기 기준 34.3%의 영업이익률 기록. 12개월 선행 PER 4.1배, PBR 0.87배로 화학 Peer 그룹 내 현저한 저평가
- 2) 부타디엔 가격 하락으로 합성고무 마진 확대: 운송 비용 증가로 수출 줄어든 데다 중국 캐파 증설로 인한 부타디엔 초과 공급으로 SBR 스프레드 확대
- 3) CNT 및 친환경 신사업 가시화: 2차전지 도전재인 CNT 상업화, 친환경 단열재, 석탄사용량 감소 고려 등 지속가능경영을 위한 성장전략 제시

투자의견

투자의견 매수. 목표주가 26만원으로 커버리지 개시

- 목표주가는 22~23년 평균 BPS에 PBR 1.2배 적용한 26만원
- 22~23년 평균 ROE 23%와 비슷한 이익률을 기록한 2018년 PBR 1.2배를 적용. 향후 하락하는 ROE를 감안하더라도 저평가 구간으로 판단
- 팬데믹 종료로 인한 NB-Latex 수요 감소, 합성수지 부문의 수익성 둔화 리스크 존재

Key data



현재주가(21/10/26, 원)	179,500	시가총액(십억원)	5,469
영업이익(21F, 십억원)	2,564	발행주식수(백만주)	33
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	2,445	유동주식비율(%)	56.6
EPS 성장률(21F, %)	235.6	외국인 보유비중(%)	20.1
P/E(21F, x)	3.1	베타(12M) 일간수익률	0.98
MKT P/E(21F, x)	10.7	52주 최저가(원)	133,000
KOSPI	3,049.08	52주 최고가(원)	296,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.7	-36.6	26.4
상대주가	-5.4	-33.1	-2.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	5,585	4,961	4,810	8,182	8,098	7,658
영업이익 (십억원)	555	365	742	2,564	2,152	1,764
영업이익률 (%)	9.9	7.4	15.4	31.3	26.6	23.0
순이익 (십억원)	491	295	583	1,956	1,613	1,346
EPS (원)	14,667	8,796	17,405	58,416	48,166	40,177
ROE (%)	23.4	11.8	20.2	47.8	27.9	18.8
P/E (배)	6.0	8.8	8.3	3.1	3.7	4.5
P/B (배)	1.2	1.0	1.5	1.2	0.9	0.8
배당수익률 (%)	1.5	1.9	2.9	2.3	2.3	2.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 금호석유, 미래에셋증권 리서치센터

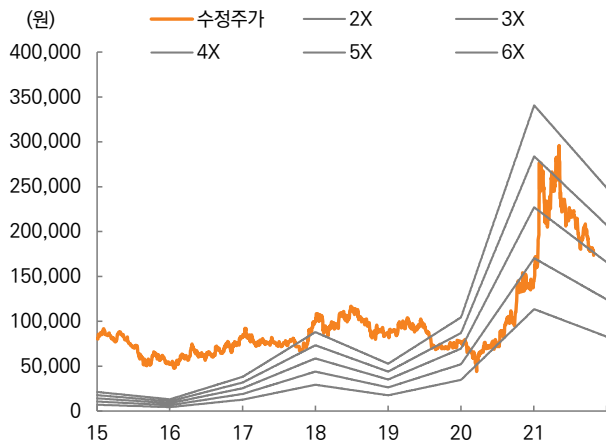
표 16. 금호석유 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	합계	1,225.5	1,026.2	1,188.3	1,369.5	1,854.5	2,199.0	2,164.0	1,964.3	4,809.5	1,854.5	8,098.1
	합성고무	469.3	369.9	428.2	570.2	765.9	824.2	790.7	638.2	1,837.6	765.9	3,148.3
	합성수지	285.7	250.5	286.8	331.0	419.9	480.8	452.2	460.8	1,154.0	419.9	1,779.9
	페놀 유도체	346.7	309.0	366.7	354.6	531.6	740.3	781.2	732.6	1,377.0	531.6	2,624.8
	에너지	51.5	51.5	59.8	51.5	59.8	73.7	59.8	52.7	214.2	59.8	225.1
	기타	72.3	45.3	46.8	62.2	77.3	80.0	80.0	80.0	226.7	77.3	320.0
영업이익	합계	133.1	120.1	213.8	275.1	612.5	753.7	634.6	563.1	742.1	612.5	2,152.0
	합성고무	66.3	48.3	89.8	147.2	292.1	292.9	213.5	201.0	351.6	292.1	993.2
	합성수지	26.3	23.4	36.3	32.9	89.9	98.2	85.7	80.9	118.9	89.9	281.1
	페놀 유도체	13.7	34.7	68.7	93.3	193.2	335.2	312.5	260.4	210.4	193.2	795.2
	에너지	20.6	12.9	18.0	12.9	18.0	22.4	18.0	15.8	64.3	18.0	67.5
	기타	6.2	0.8	1.0	-11.2	19.3	5.0	5.0	5.0	-3.1	19.3	15.0
세전이익	170.1	126.4	231.1	277.1	675.3	789.0	648.1	567.0	804.7	2,679.4	2,183.1	
당기순이익	127.6	99.7	146.2	209.4	475.5	583.0	478.9	418.9	582.9	1,956.4	1,613.1	

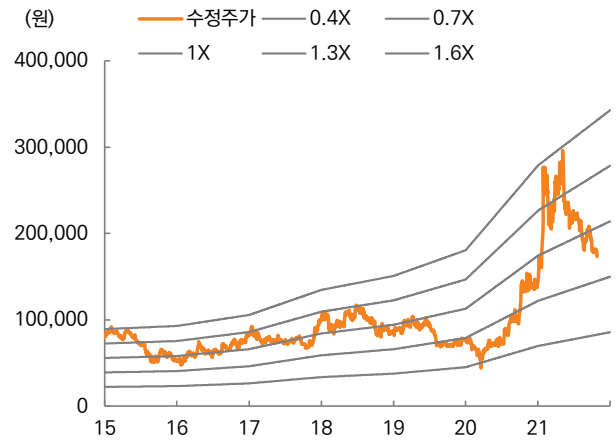
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 12MF PER 밴드 차트



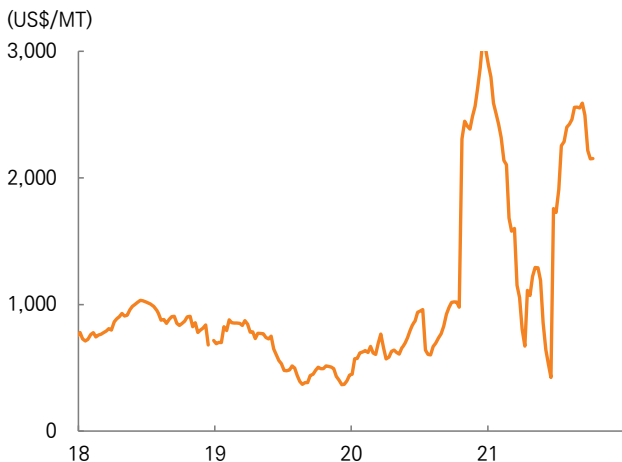
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 12MF PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. BPA 스프레드 추이



자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. SBR 스프레드 추이



자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터

금호석유 (011780)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	4,810	8,182	8,098	7,658
매출원가	3,859	5,399	5,727	5,676
매출총이익	951	2,783	2,371	1,982
판매비와관리비	209	219	219	219
조정영업이익	742	2,564	2,152	1,764
영업이익	742	2,564	2,152	1,764
비영업손익	25	115	31	57
금융손익	-25	-23	-9	17
관계기업등 투자손익	56	145	40	40
세전계속사업손익	767	2,679	2,183	1,821
계속사업법인세비용	207	723	570	475
계속사업이익	560	1,957	1,613	1,346
중단사업이익	23	0	0	0
당기순이익	583	1,957	1,613	1,346
지배주주	583	1,956	1,613	1,346
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	561	2,018	1,613	1,346
지배주주	560	2,018	1,613	1,346
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	923	2,750	2,340	1,951
FCF	596	1,567	1,591	1,321
EBITDA 마진율 (%)	19.2	33.6	28.9	25.5
영업이익률 (%)	15.4	31.3	26.6	23.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.1	23.9	19.9	17.6

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	772	1,829	1,761	1,491
당기순이익	583	1,957	1,613	1,346
비현금수익비용가감	358	806	718	596
유형자산감가상각비	179	184	186	185
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	177	620	530	409
영업활동으로인한자산및부채의변동	-59	-455	0	-2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-48	-159	3	37
재고자산 감소(증가)	-67	34	2	24
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	79	179	-2	-28
법인세납부	-106	-475	-570	-475
투자활동으로 인한 현금흐름	-200	-546	-169	-160
유형자산처분(취득)	-175	-262	-170	-170
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-50	-62	1	10
기타투자활동	28	-222	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-279	-143	-117	-118
장단기금융부채의 증가(감소)	-238	69	0	0
자본의 증가(감소)	0	-8	0	0
배당금의 지급	-41	-116	-117	-117
기타재무활동	0	-88	0	-1
현금의 증가	290	979	1,519	1,298
기초현금	128	418	1,397	2,916
기말현금	418	1,397	2,916	4,214

자료: 금호석유, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,705	2,911	4,424	5,649
현금 및 현금성자산	418	1,397	2,916	4,214
매출채권 및 기타채권	619	819	816	776
재고자산	532	499	497	473
기타유동자산	136	196	195	186
비유동자산	3,322	4,496	4,474	4,410
관계기업투자등	654	938	934	889
유형자산	2,280	3,039	3,022	3,007
무형자산	16	25	23	21
자산총계	5,027	7,407	8,897	10,059
유동부채	1,210	1,816	1,811	1,753
매입채무 및 기타채무	571	818	815	775
단기금융부채	382	628	628	627
기타유동부채	257	370	368	351
비유동부채	668	547	546	538
장기금융부채	538	361	361	361
기타비유동부채	130	186	185	177
부채총계	1,878	2,363	2,357	2,290
지배주주지분	3,148	5,043	6,539	7,768
자본금	167	167	167	167
자본잉여금	356	349	349	349
이익잉여금	2,727	4,562	6,058	7,286
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	3,149	5,044	6,540	7,769

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	8.3	3.1	3.7	4.5
P/CF (x)	5.2	2.2	2.6	3.1
P/B (x)	1.5	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	5.4	1.9	1.6	1.2
EPS (원)	17,405	58,416	48,166	40,177
CFPS (원)	28,089	82,489	69,615	57,979
BPS (원)	95,198	151,780	196,443	233,116
DPS (원)	4,200	4,200	4,200	4,200
배당성향 (%)	17.7	5.3	6.5	7.8
배당수익률 (%)	2.9	2.3	2.3	2.3
매출액증가율 (%)	-3.0	70.1	-1.0	-5.4
EBITDA증가율 (%)	62.5	197.9	-14.9	-16.6
조정영업이익증가율 (%)	103.3	245.6	-16.1	-18.0
EPS증가율 (%)	97.9	235.6	-17.5	-16.6
매출채권 회전율 (회)	8.6	12.1	10.6	10.3
재고자산 회전율 (회)	9.6	15.9	16.2	15.8
매입채무 회전율 (회)	10.5	11.0	9.9	10.1
ROA (%)	12.2	31.5	19.8	14.2
ROE (%)	20.2	47.8	27.9	18.8
ROIC (%)	19.7	64.5	48.6	39.9
부채비율 (%)	59.6	46.8	36.0	29.5
유동비율 (%)	140.9	160.3	244.3	322.3
순차입금/자기자본 (%)	12.1	-11.5	-32.1	-43.6
조정영업이익/금융비용 (x)	26.5	89.9	49.5	29.8

코노코필립스 ConocoPhillips (COP US)

비용절감과 주주환원의 귀감

매수
(신규)

목표가: USD 97.00
상승여력: 26.1%

이진호 jinho.lee.z@miraeasset.com

투자포인트

국제유가/천연가스 가격 강세와 공격적인 주주환원정책이 핵심

- 22년 상반기까지 수급 불균형으로 인한 원자재 가격 강세 지속 예상 → 호실적 지속
- 자산효율화를 통한 낮은 생산비용(Cost of Supply)이 타 업스트림 업체들 대비 강점
- 잉여현금흐름의 30% 주주환원 목표. WTI 50달러 가정할 때, 향후 10년간 주주들에게 75억 달러 환원. 유가가 강세를 보일 경우, 추가적인 배당 + 자사주 매입

셸의 페르미안 사업 인수

알짜배기 자산 인수로 비용 효율성 강화 및 스케일 업

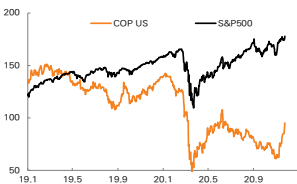
- 지난 9월말, 로열더치셸(RDS)의 페르미안 베이스 홀딩스를 95억 달러에 매입
- 생산비용이 낮은 페르미안 지역 기존 생산량 43만 b/d에 20만 b/d 추가
- 향후 10년간의 CFO 예상치 1,450억 달러에서 1,650억 달러로 상향 조정. 주주환원금액 규모도 650억 달러에서 750달러로 상향

투자의견

투자의견 매수. 목표주가 97달러로 커버리지 개시

- 22년 BPS 전망치에 적정 PBR 2.3배 적용한 97달러
- 22년 ROE 전망치 24%와 유사한 이익률을 기록했던 18년 역사적 PBR 적용
- 국제유가 강세 및 공격적인 주주환원정책 고려 시 충분히 정당화 가능한 밸류에이션
- 주주환원정책 가이던스: 영업활동현금흐름의 30%(배당, 자사주 매입 등)
- 석유/천연가스 등 판매제품 가격 하락, 화석연료 집중된 사업구조가 리스크 요인

Key data



현재 주가 (21/10/26)	77.03	시가총액(십억USD)	103.1
거래소	NYSE	시가총액(조원)	120.5
EPS 성장률 (21F,%)	-423.7	유통주식수(백만 주)	1,337.1
P/E(21F,x)	9.1	52주 최저가(USD)	27.53
MKT P/E(21F,x)	22.3	52주 최고가(USD)	77.98
배당수익률(%)	2.39		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	18.5	53.3	154.1
상대주가	15.4	40.3	88.9

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (십억USD)	36.4	32.6	18.8	49.4	54.8	44.9
영업이익 (십억USD)	9.4	8.2	-2.3	13.0	16.0	10.3
영업이익률 (%)	25.9	25.3	-12.4	26.4	29.2	22.9
순이익 (십억USD)	6.3	7.2	-2.7	9.4	11.6	7.6
EPS (USD)	5.4	6.4	-2.5	8.1	9.6	6.5
ROE (%)	20.0	21.5	-8.3	25.0	24.0	14.4
P/E (배)	13.8	18.1	-	9.1	7.7	11.4
P/B (배)	2.2	2.0	1.4	1.9	1.8	1.6

주: GAAP / Non-GAAP

자료: 코노코필립스, 미래에셋증권 리서치센터

코노코필립스 컨콜 Q&A

1) 코노코필립스의 Cost of Supply 란?

WTI 기준 모든 제반 비용을 포함한 가격으로 법인세, 탄소세, 신규 유전 탐사비용, 운반비용, 인플레이션 및 환차손 등 모든 비용 포함한 것으로 BEP와는 다른 정의. 모든 자산 인수 여부의 결정 기준은 WTI 50달러. 동사의 향후 10년간 생산량의 평균 Cost of supply 목표는 배럴당 28달러

2) 이번 겨울에도 원자재 가격 랠리가 지속될 것으로 보는지?

2020년의 유가 폭락 이후, 수요가 돌아오고 있고, 아마 올해말 또는 내년 안에는 팬데믹 이전 수준의 원유 수요를 회복할 것으로 예상. OPEC+가 잉여생산량을 시장에 다시 복귀시키기에는 충분한 수요 회복일 것으로 판단. OPEC+가 감산했던 생산량을 모두 되돌리고, 글로벌 원유 수요가 팬데믹 이전 수준으로 돌아와 수급 리밸런싱이 된 후 가격별 시나리오를 살펴보면,

① WTI 65~75 달러 시나리오: 미국의 원유 생산량이 약 30~50만 b/d 늘어날 수는 있을 것. 하지만 미국 생산량이 크게 늘기 어려운 이유 두 가지는 1) OPEC+가 그동안 잃었던 시장점유율을 빼앗기기 싫을 것이고, 2) 투자자들 역시 신규 투자를 원하지 않고 있음

② WTI 50~60 달러 시나리오: 미국에서 신규투자를 늘릴만한 메리트가 크지않은 가격대

따라서 미국의 22년 원유생산량은 크게 늘지않을 것으로 예상하고 있으며, 22년에 다시 신규 유전 개발을 시작한다고 해도, 실제 생산이 이루어지기까지 10개월 정도의 시간이 걸리기에 이 시기가 23년이 될 가능성도 있음

3) 그렇다면 투자자들이 어느 정도까지 신규 생산을 승인할 것 같은지?

앞서 말한 수급 리밸런싱 이후 WTI 가격이 얼마가 될지가 중요하겠지만, 미국 투자자들이 원유 생산기업들에 가하는 자본금 회수에 대한 압력이 강해 신규투자는 제한적으로 예상. 원유 업스트림 기업들 또한 투자보다는 주주환원에 더 신경 쓰고 있음. 따라서 팬데믹 이전 수준까지 미국 생산량이 늘어나기는 어려울 것으로 예상

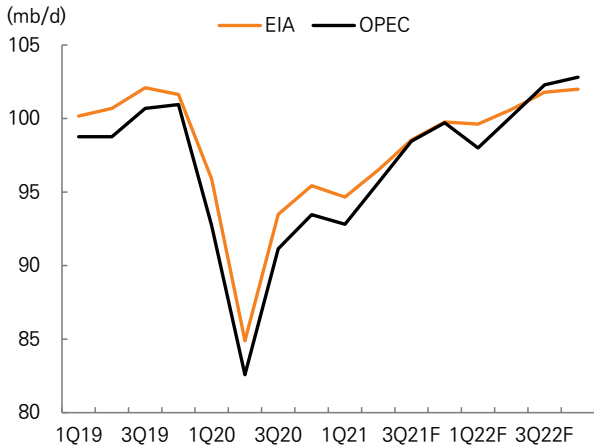
4) 향후 10년간 750억 달러를 주주환원책에 쓴다면 어떤 방식으로 사용되는지?

우리는 영업활동현금흐름의 30%를 주주환원책에 쓴다고 발표했고, 40% 이상을 돌려줄 수 있도록 노력 중. 배당의 지속성에 중점을 두고 있음. 예를 들어, WTI가 40달러로 3년간 지속된다고 하더라도, 배당을 계속 지급할 수 있는 수준을 유지하고 있음. 연간 평균 배당 성장률 7%가 목표.

5) 앞으로 ESG 관점에 있어서 새로운 신사업을 진행할 계획은?

현재 신사업에 큰 투자를 하고 있지는 않고, 우리가 가장 잘하는 것에 중점을 두려고 함. IEA 예상에 따르면 여전히 4~5천만 b/d의 원유를 사용할 것으로 보이고 누런가는 화석연료를 생산을 해야 할 것. 따라서 앞으로도 계속 생산비용을 낮추어가는 노력을 지속할 것이며, 당사는 2030년까지 직간접 온실가스 배출량을 40~50%까지 낮출 것으로 목표하고 있음. 탄소기술팀을 적극적으로 프롬션하고 수소사업에도 관심이 있어 모니터링 중

그림 78. 22년 원유 수요는 팬데믹 이전 고점을 돌파할 전망



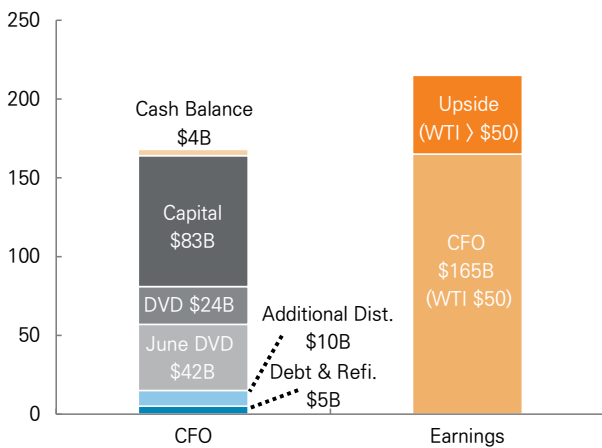
자료: EIA, OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. 북미 에너지 기업들 대형 M&A 딜 리스트

날짜	Buyer	Seller	가격
2020-10-19	ConocoPhillips	Concho Resources	133억 달러
2020-07-20	Chevron	Noble Energy	127억 달러
2021-09-20	ConocoPhillips	Royal Dutch Shell (Permian Business)	95억 달러
2021-05-24	Cabot Oil & Gas	Cimarex Energy	88억 달러
2020-10-25	Cenovus Energy	Husky Energy	80억 달러
2020-10-20	Pioneer Natural Resources	Parsley Energy	74억 달러
2021-04-01	Pioneer Natural Resources	DoublePoint Energy	63억 달러
2020-09-28	Devon Energy	WPX Energy	60억 달러

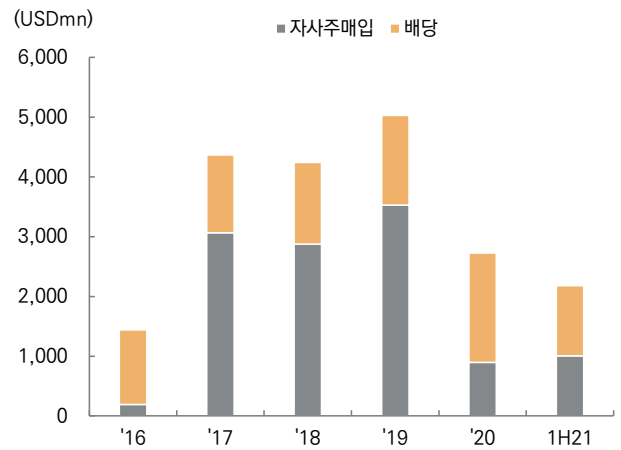
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 향후 10년간 CFO의 30%, 약 750억 달러를 주주환원예정



주: WTI 배럴당 50달러 기준. 유가 강세시 주주환원 금액 규모 확대
 자료: ConocoPhillips, 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. 자사주매입 및 배당 규모 추이(CFO의 30% 가이던스)



자료: ConocoPhillips, 미래에셋증권 리서치센터

코노코필립스 (COP US)

예상 포괄손익계산서

(백만달러)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	18,784	49,370	54,759	44,937
매출원가	13,176	26,419	28,575	24,646
매출총이익	5,608	22,951	26,185	20,291
영업비용	-6,731	-9,933	-10,174	-9,992
영업이익(손실)	-1,123	13,019	16,010	10,300
비영업손익	-6	-132	-175	-243
조정 세전이익	-1,117	13,150	16,186	10,543
비정상손익	2,023	0	0	0
계속사업법인세비용	-485	3,630	4,467	2,910
계속사업이익	-2,747	9,361	11,521	7,505
비배주주지분	46	80	98	64
지배주주지분 순이익	-2,701	9,441	11,620	7,569
조정 지배주주지분 순이익	-1,040	9,441	11,620	7,569

성장률 & 이익률

(%)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액증가율	-42.3	162.8	10.9	-17.9
매출총이익증가율	-61.2	309.3	14.1	-22.5
EBIT증가율	-117.2	-1,259.3	23.0	-35.7
순이익증가율	-137.6	-449.5	23.1	-34.9
EPS증가율	-126.8	-957.5	17.6	-32.1
매출총이익률	29.9	46.5	47.8	45.2
EBIT이익률	-6.0	26.4	29.2	22.9
순이익률	-14.4	19.1	21.2	16.8

예상 현금흐름표

(백만달러)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	4,802	20,585	21,302	15,738
당기순이익	-2,701	9,441	11,620	7,569
유형자산감가상각비	5,521	7,562	7,862	7,879
기타영업활동(조정)	2,354	1,496	2,066	2,066
비현금 운전자본 변동	-372	2,086	-246	-1,776
투자활동으로 인한 현금흐름	-4,141	-7,280	-10,000	-8,000
CAPEX	-3,398	-7,805	-10,000	-8,000
기타투자활동	-743	525	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-2,708	-8,507	-9,243	-7,525
배당금의 지급	-1,831	-1,822	-1,959	-1,959
장단기금융부채의 증감	448	-854	-123	-829
자사주 매입	46	-4,354	-4,431	-2,762
기타재무활동	-1,371	-1,478	-2,730	-1,975
환차손	-72	21	66	66
현금의 증감	-2,047	4,797	2,058	213
기초현금	5,362	3,315	8,112	10,171
기말현금	3,315	8,112	10,171	10,383

자료: 코노코필립스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표

(백만달러)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	12,066	21,290	25,489	25,143
현금, 현금성자산 및 단기투자상품	6,600	8,112	10,170	10,406
매출채권	2,634	5,923	7,179	7,301
재고자산	1,002	2,634	2,921	2,397
기타유동자산	1,830	4,621	5,219	5,039
비유동자산	50,552	63,795	65,933	66,054
유형자산	40,676	53,919	56,057	56,178
장기투자상품 및 매출채권	1,457	1,457	1,457	1,457
기타 비유동자산	8,419	8,419	8,419	8,419
자산총계	62,618	85,085	91,422	91,197
유동부채	5,366	12,937	14,874	11,880
매입채무	4,290	11,275	12,506	10,263
단기금융부채	619	1,205	1,911	1,160
기타유동부채	457	457	457	457
비유동부채	27,403	25,963	25,134	25,056
장기금융부채	15,309	13,869	13,040	12,962
기타비유동부채	12,094	12,094	12,094	12,094
부채총계	32,769	38,900	40,008	36,936
자본금 및 자본잉여금	47,151	60,358	60,358	60,358
이익잉여금	35,213	42,695	52,355	57,965
자사주	-47,297	-51,651	-56,082	-58,844
기타자본	-5,218	-5,218	-5,218	-5,218
자본총계	29,849	46,184	51,414	54,261

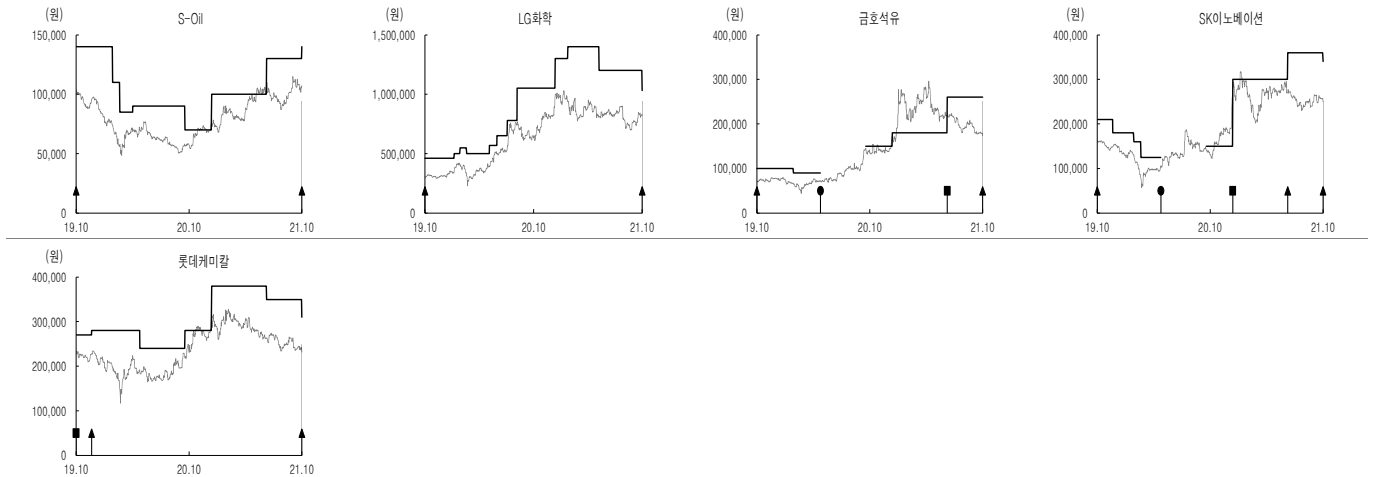
예상 주당가치 및 밸류에이션

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	-	9.1	7.7	11.4
P/B (x)	1.5	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA (x)	11.2	4.4	3.6	4.7
EPS(USD)	-0.9	8.1	9.6	6.5
BPS(USD)	27.2	39.7	42.2	46.4
DPS(USD)	1.7	1.6	1.7	1.7
배당성향 (%)	-67.8	20.8	16.9	25.9
배당수익률 (%)	4.3	2.0	2.2	2.2
매출채권 회전율 (x)	6.4	11.5	8.4	6.2
재고자산 회전율 (x)	13.0	14.5	10.3	9.3
매입채무 회전율 (x)	2.5	3.4	2.4	2.2
ROA(%)	-4.1	12.8	13.2	8.3
ROE(%)	-8.2	25.0	24.0	14.4
ROIC(%)	-0.1	0.1	0.1	0.1
부채비율 (%)	53.4	32.6	29.1	26.0
유동비율 (%)	2.2	1.6	1.7	2.1
순차입금/자기자본 (%)	31.3	15.1	9.3	6.8

투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	평균주가대비
S-Oil (010950)									
2021.10.28	매수	140,000	-	-	2021.07.05	Trading Buy	260,000	-23.77	-14.04
2021.10.27	분석 대상 제외				2021.01.08	중립	180,000	29.83	64.44
2021.07.05	매수	130,000	-22.96	-11.54	2020.10.14	중립	150,000	-5.61	14.67
2021.01.08	매수	100,000	-12.81	6.00	2020.05.21	중립		-	-
2020.10.14	매수	70,000	-6.27	7.14	2020.02.23	매수	90,000	-28.59	-15.11
2020.04.28	매수	90,000	-30.05	-14.67	2019.09.18	매수	100,000	-27.22	-20.30
2020.03.17	매수	85,000	-26.34	-15.53	SK이노베이션 (096770)				
2020.02.23	매수	110,000	-41.09	-34.91	2021.10.28	매수	340,000	-	-
2019.10.08	매수	140,000	-35.26	-24.29	2021.10.27	분석 대상 제외	340,000	-	-
LG화학 (051910)									
2021.10.28	매수	1,030,000	-	-	2021.07.05	매수	360,000	-29.69	-23.06
2021.10.27	분석 대상 제외				2021.01.08	Trading Buy	300,000	-11.16	5.83
2021.06.04	매수	1,200,000	-32.34	-25.17	2020.10.14	중립	150,000	11.60	75.33
2021.02.19	매수	1,400,000	-38.29	-31.00	2020.05.21	중립		-	-
2021.01.08	매수	1,300,000	-24.99	-20.92	2020.03.17	매수	125,000	-26.67	-17.20
2020.09.02	매수	1,050,000	-30.73	-8.38	2020.02.23	매수	160,000	-32.94	-22.81
2020.07.31	매수	780,000	-8.77	-2.31	2019.12.17	매수	180,000	-23.00	-13.89
2020.06.26	매수	650,000	-20.11	-15.85	2019.05.23	매수	210,000	-22.91	-15.71
2020.06.01	매수	570,000	-18.97	-9.47	롯데케미칼 (011170)				
2020.03.16	매수	500,000	-32.88	-17.20	2021.10.28	매수	310,000	-	-
2020.02.23	매수	550,000	-30.89	-26.18	2021.10.27	분석 대상 제외			
2020.02.03	매수	500,000	-19.56	-16.10	2021.07.05	매수	350,000	-27.61	-21.71
2019.09.24	매수	460,000	-32.30	-23.04	2021.01.08	매수	380,000	-23.30	-13.68
금호석유 (011780)									
2021.10.28	매수	260,000	-	-	2020.10.14	매수	280,000	-5.23	8.57
2021.10.27	분석 대상 제외				2020.05.21	매수	240,000	-22.71	-4.58
					2019.12.17	매수	280,000	-30.46	-16.25
					2019.09.18	Trading Buy	270,000	-15.25	-7.04

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자이건 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과이익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과이익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.69%	11.03%	6.90%	1.38%

* 2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 S-Oil, 롯데케미칼, LG화학, SK이노베이션(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.