

2013. 06. 28

Analysts

박재철 02) 3777-8495
jcpark@kbsec.co.kr이현호 02) 3777-8074
kingnun@kbsec.co.kr

정유/화학 (OVERWEIGHT)

Earnings Preview

Recommendations

SK이노베이션 (096770)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 195,000원 (하향)

S-Oil (010950)

투자의견: HOLD (하향)
목표주가: 85,000원 (하향)

GS (078930)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 72,000원 (하향)

LG화학 (051910)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 310,000원 (하향)

롯데케미칼 (011170)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 195,000원 (하향)

금호석유 (011780)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 110,000원 (하향)

한화케미칼 (009830)

투자의견: HOLD (하향)
목표주가: 17,500원 (하향)

삼성정밀화학 (004000)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 64,000원 (하향)

휴켄스 (069260)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 27,000원 (하향)

밸류에이션 합리화 이후 투자전략

단기적으로 낙폭 과대 종목을 중심으로 반등이 가능하다고 판단하지만, SK이노베이션에 대한 Top Pick 관점을 유지한다. 합리적인 밸류에이션, 업황 개선, 외형 성장과 자산 효율성 증가를 기대할 수 있기 때문이다. 지난 2년간 정유/화학 업종의 다운사이클을 경험한 상황에서 분기 실적보다는 현재 주가가 기업의 본질적인 이익 창출 능력을 얼마나 잘 대변하고 있는지에 대한 점검이 필요한 시점이다.

정유: 계절성에 따른 정제마진 등락

정유 3사의 2Q13 합산 영업이익은 5,625억원 (-53.2% QoQ, YoY 흑자전환)으로 전망한다. 2~4월 유가 하락으로 QoQ 감익이 예상되었으나, 5월 중순 이후 정제마진 반등 폭이 예상보다 낮아 당초 기대에 못 미쳤다. 또한, 원달러 환율이 3월 말 1,111원/달러에서 6월 말 1,150~1,160원/달러로 급등함에 따라 일시적으로 외화환산손실이 예상된다. 최근 금융 시장의 혼란 속에서도 국제 유가는 Brent유 기준으로 배럴당 100달러대에서 유지되고 있고, 8~9월까지의 석유제품 수요 성수기로 정유사업의 이익은 평균 수준으로 회복될 것으로 전망한다.

화학: 범용 제품의 반등 vs 주력 제품의 하락

화학업종 커버리지 6사의 2Q13 합산 영업이익은 7,076억원 (+18.7% QoQ, +25.3% YoY)으로 전망한다. PE, PP 등 범용 제품의 스프레드 상승에도 불구하고, BD, MEG 등의 이익 하락으로 이익 전망치가 낮아졌으나, 최근 주가 하락에 반영되어 있다고 판단한다. LG화학은 다각화된 제품 포트폴리오, 성수기 효과, 저가 원재료 투입 효과 등으로 증익이 예상되나, 롯데케미칼은 BD, MEG 스프레드 하락에 따른 감익이 불가피하다. 한화케미칼은 원료인 에틸렌 가격 하락과 태양광 자회사의 적자폭 축소에 따른 영업 흑자 전환이 예상된다.

합리적 수준으로의 밸류에이션 디레이팅

지난 1개월간 정유/화학 업종은 밸류에이션 디레이팅 과정을 거쳤다. 과거 평균 PER 적용 시, 정유 업종과 LG화학의 주가는 현재 이익 수준 또는 회사의 기본적인 이익 창출능력을 반영하는 수준으로 하락하였다. LG화학의 경우 과거 평균 화학업종의 PER 8.6X 대비 20% 프리미엄을 부여한 10.3X를 적용하면, 현 주가는 연간 2조원의 영업이익이 가능하다는 것을 의미한다. 하지만, 순수화학 업종은 현재 이익 수준보다 높은 이익을 가정한 주가이다. 즉, 업황이 턴어라운드 하지 않는다면 밸류에이션에 대한 부담은 지속될 수 밖에 없을 것이다.

Top Pick: SK이노베이션

KB투자증권은 정유/화학 업종의 Top Pick을 SK이노베이션으로 제시한다. 이는 1) 과거 평균 PER 8.4X 적용 시, 현재 주가가 회사의 이익 창출능력인 2조원을 적절하게 반영하고 있고, 2) 3분기 계절적인 성수기 효과를 기대할 수 있으며, 3) 2014년 울산과 인천의 대규모 투자, 한국과 중국에서 넥슬렌, BDO 등 석유화학 다운스트림 제품 투자를 통해서 외형 확대와 자산 효율성 증가가 예상되기 때문이다. 단기적으로는 낙폭이 과했던 업체들에도 관심을 가져야 할 것이다.

2013 영업이익의 1.27조원으로 예상을 하회

예상을 하회한 실적, 하지만 최근
시장에서 어느 정도 반영

KB투자증권 정유/화학 업종 커버리지 9사 (정유 3사, 화학 6사)의 합산 2Q13 영업이익은 1.27조원 (+278.9% YoY, -29.4% QoQ)으로 기존 KB투자증권의 예상치 및 컨센서스를 하회할 것으로 예상되나, 최근 이익 전망 하향이 주가에 어느 정도 반영되어 있다고 판단한다.

유가 변동에 따른 정유사의 이익
등락

2Q13 정유사의 이익 감소요인은 유가와 정제마진 하락에 있다. 하지만, 2Q12와 같은 대규모 적자가 발생할 것으로 예상되지는 않는다. 2012년 4월~6월까지는 Brent유가 127달러/배럴에서 90달러/배럴로 37달러/배럴 급락했던 반면, 이번에는 2013년 2월 중순~4월 중순까지 120달러/배럴에서 98달러/배럴로 상대적으로 유가 하락 기간이 짧고 폭도 작았기 때문이다. 일반적으로 2분기가 연중 석유제품 수요의 비수기이며, 3분기에는 유가와 정제마진이 회복되는 경향이 있다. 이에 3Q13에는 정유부문의 이익이 정상화될 것으로 예상된다.

석유화학 업체들의 전반적인 이익
개선 추세

화학 6개사의 2Q13 합산 영업이익은 7,076억원 (+25.3% YoY, +18.7% QoQ)으로 전망한다. 업체별로 등락은 있으나 점진적으로 회복되는 모습이다. LG화학의 경우 석유화학 사업의 안정적인 포트폴리오를 바탕으로 이익 증가가 예상되나, 롯데케미칼은 주력 제품인 MEG와 BD 가격 하락에 따른 수익 감소가 불가피해 보인다. 한화케미칼은 본사 원료 부문과 태양광 자회사의 수익성 개선에 따라 흑자 전환할 것으로 예상된다.

원/달러 환율 상승은 전반적으로
영업이익 증가 요인이거나 정유사의
경우 2Q13 일시적인
외화환산손실 발생 가능

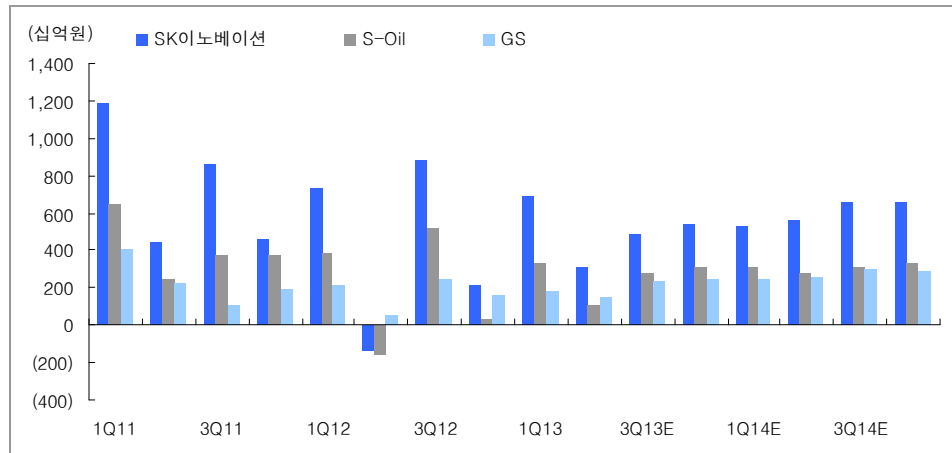
최근 원/달러 환율 상승은 정유/화학 업체별로 전반적인 영업이익 상승 요인이거나, 외화 부채를 보유하고 있는 정유업종의 경우 분기 말 기준 원/달러 환율 급등으로 일시적인 외화환산손실 요인이다. 2012년 말 대비 2013년 3월 말 원/달러 환율이 47원 상승함으로써 S-Oil의 경우 1,305억원의 순환차손실이 발생하였다. 3월 말 대비 6월 말 환율도 40원 이내의 상승이 예상됨에 따라 외화환산손실에 따른 순이익 감소가 예상된다.

표 1. 2013 영업이익의 preview 및 컨센서스 변동 추이

(단위: 십억원)	2Q13 KB 추정치	1Q13	QoQ (%)	2Q12	YoY (%)	Fnguide 컨센서스				
						현재	차이 (%)	-1M	-2M	-3M
SK이노베이션	305.7	695.9	(56.1)	(132.5)	흑전	303.4	0.8	402.3	495.7	516.2
S-Oil	109.2	326.8	(66.6)	(152.1)	흑전	150.5	(27.4)	207.7	279.2	310.1
GS	147.6	179.5	(17.7)	55.2	167.6	203.5	(27.5)	202.5	231.8	263.7
정유 3사 합계	562.5	1,202.2	(53.2)	(229.4)	흑전	657.4	(14.4)	812.5	1,006.7	1,090.0
LG화학	486.1	408.9	18.9	499.1	(2.6)	492.6	(1.3)	487.3	519.1	563.8
롯데케미칼	88.9	117.4	(24.3)	(47.7)	흑전	95.0	(6.4)	102.1	144.1	180.2
금호석유	79.2	77.9	1.7	26.2	202.7	67.8	16.7	78.3	80.0	80.8
한화케미칼	28.6	(8.5)	흑전	45.1	(36.5)	29.2	(2.1)	37.0	42.7	57.6
삼성정밀화학	10.2	(12.6)	흑전	19.6	(48.1)	13.2	(23.1)	13.2	22.1	22.6
휴켄스	14.7	13.0	12.5	22.4	(34.7)	16.3	(10.1)	17.0	21.0	21.4
화학 6사 합계	707.6	596.1	18.7	564.6	25.3	714.2	(0.9)	734.8	829.0	926.4
커버리지 합계	1,270.2	1,798.3	(29.4)	335.3	278.9	1,371.5	(7.4)	1,547.3	1,835.7	2,016.4

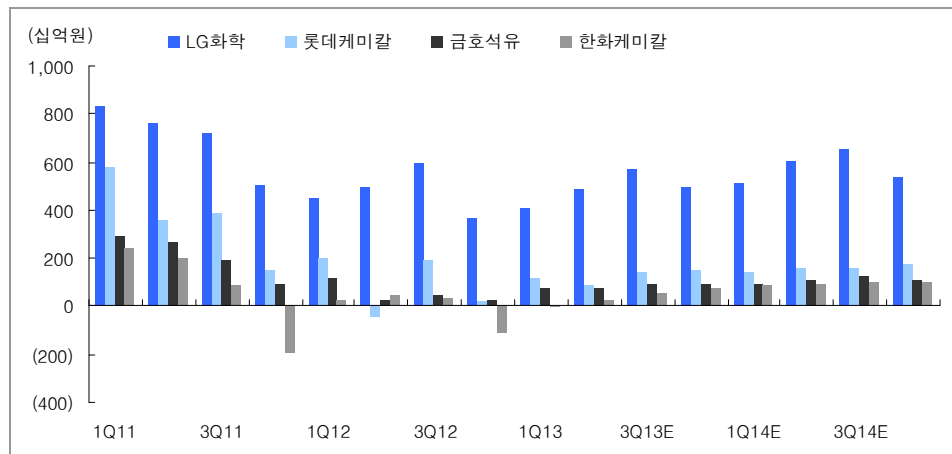
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 1. 정유 업체별 영업이익의 추이



자료: 각사자료, KB투자증권

그림 2. 석유화학 업체별 영업이익의 추이



자료: 각사자료, KB투자증권

주요 지표: 유가, 정제마진, 석유화학 제품별 스프레드

정유사업의 이익 감소가 정유 업종의 2Q13 영업이익 하락 요인

정유 업종의 2Q13 이익 하락은 1) 유가와 정제마진 하락에 따른 4월~5월 중순까지 정유 사업에서의 영업적자, 2) 6월말 원/달러 환율 상승에 따른 외화환산손실 가능성 등에 기인한다. 여전히 석유화학 사업에서 높은 수익성을 기록하고 있고, 윤활기유 수익성이 점진적으로 회복되고 있음에도 불구하고 주력 정유 사업의 이익 감소를 만회하기는 역부족이었다.

2월 중순부터 하락한 유가가 4~5월 Lagging 마진 축소 요인

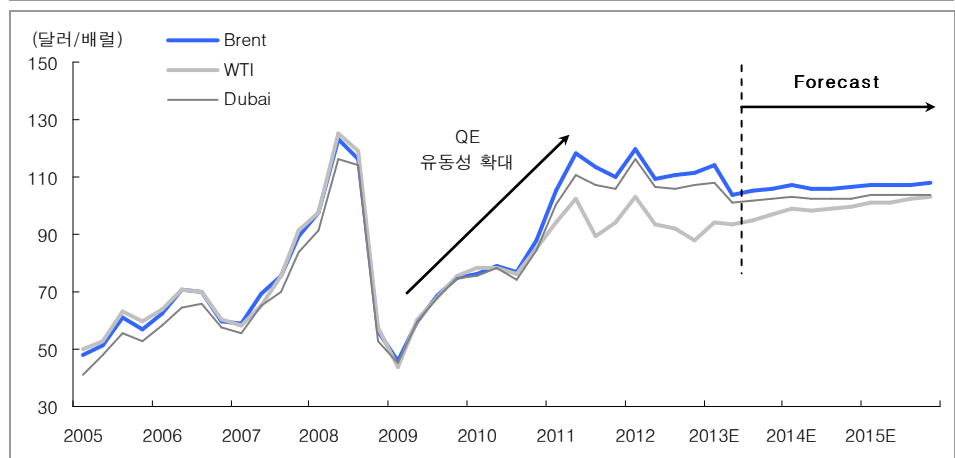
Brent유는 2월 중순 120달러/배럴을 고점으로 4월 중순 98달러/배럴까지 하락하였다. 이에 따라 3월 중순부터 Lagging 마진이 마이너스 영역으로 진입하면서 정유사업의 영업적자를 유발하였다. 정제마진이 높게 유지되어도 유가가 하락하는 구간에서는 정유부문의 수익성이 악화된다. 약 1~1.5개월 이전 유가로 도입한 원유가 원료로 투입되기 때문이다. 유가가 하락하는 구간에서 정제마진이 축소되기 때문에 유가가 정유 업체의 수익성에 미치는 영향은 절대적이다.

리스크 요인: 달러 강세, 유동성 축소, 미국의 원유 생산 확대

4월부터 유가는 Brent유 기준으로 배럴당 100~106달러의 범위에서 움직이고 있다. KB투자증권은 국제유가를 2013년 하반기 평균 105.5달러/배럴, 2014년 평균 106.4달러/배럴로 전망하고 있다. 유가의 다운사이드 리스크 요인은 달러 강세, 글로벌 유동성이 위축, 미국의 원유 생산 확대에 있다. 유동성이 본격적으로 회수되어 QE 이전으로 유가가 조정을 받을 경우 Brent유는 90달러까지 하락할 가능성이 있다고 본다. 금융위기에서 벗어난 2009년 하반기~2010년 상반기 수준이다.

하지만, Brent유가 배럴당 80달러 아래로 급락하지는 않을 것으로 예상된다. 과거에도 유가의 하한선은 중동 국가, 특히, 사우디아라비아의 재정수지 흑자를 유지시키는 선에서 결정되었다. 현재 GCC국가 평균 및 사우디아라비아의 재정수지 흑자를 위한 유가는 배럴당 80달러 중반으로, 유가가 90달러 아래로 하락할 경우 중동 산유국의 감산이 본격화 될 가능성이 높아지기 때문이다. 또한 한계 생산원가에 이를 것으로 보이는 캐나다 오일샌드 업그레이드 설비 및 나이지리아의 심해유전에서의 원유 생산이 감소할 수 있다.

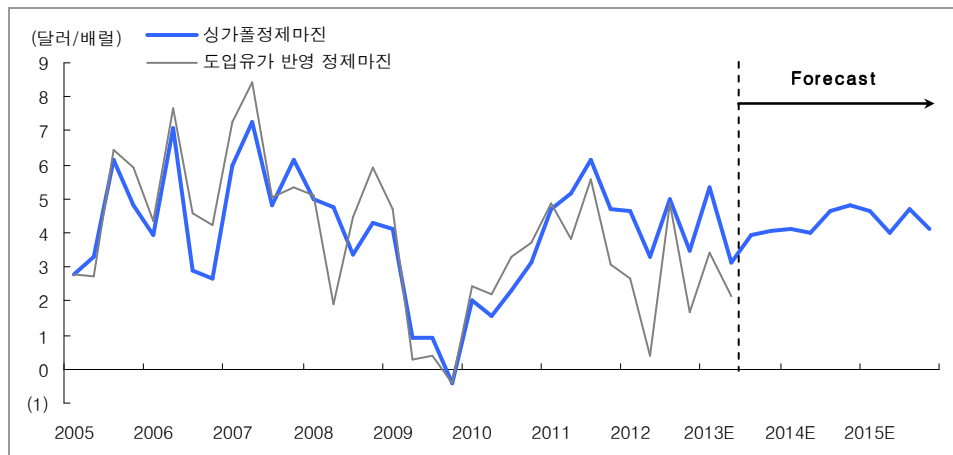
그림3. 유가 추이 및 전망



자료: Bloomberg, KB투자증권

정제마진 하락 유가와 함께 정제마진 하락도 이익 감소 요인이었다. 싱가포르 복합정제마진 (Bloomberg 기준, 변동비 고려)은 1Q13 5.4달러/배럴에서 2Q13 3.2달러/배럴로 감소하였다. 참고로, 변동비를 감안하지 않은 싱가포르 복합정제마진 (Thomson Reuters 기준)은 1Q13 8.6달러/배럴에서 2Q13 6.3달러/배럴로 축소되었다. 2분기는 석유제품 수요의 비수기로 정제마진이 감소하는게 일반적이다. 석유제품 수요 확대기로 접어드는 하반기에 정제마진은 4.0달러/배럴 (8.5 달러/배럴) 수준에서 유지될 것으로 예상된다.

그림 4. 정제마진 추이 및 전망

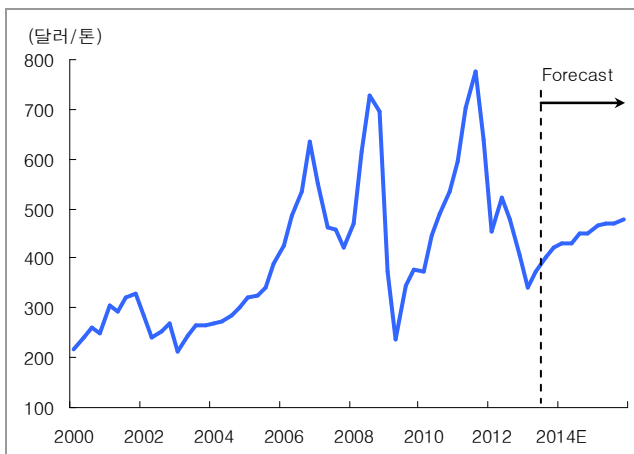


자료: Bloomberg, KB투자증권

윤활기유의 점진적인 회복 vs. PX 약세

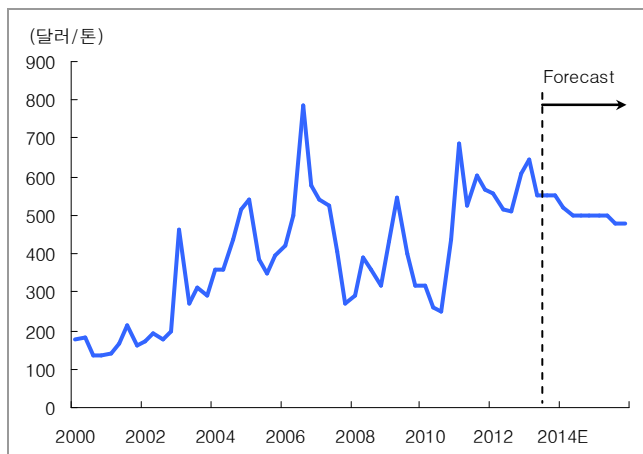
석유화학과 윤활기유 사업은 서로 상반되는 모습이다. 윤활기유 스프레드는 소폭 상승하는 반면, PX스프레드는 축소되고 있다. 윤활기유 수요의 점진적인 회복과 제한된 공급, PX의 공급 확대로 향후에도 이러한 트렌드가 지속될 것으로 예상된다. 수출단가 기준으로 윤활기유-벵커 C유 스프레드는 1Q13 341달러/톤에서 2Q13 373달러/톤으로 1Q13이 저점이었음을 다시 한번 확인하였다. 반면, PX-납사 스프레드는 1Q13 644달러/톤에서 2Q13 550달러/톤으로 축소되었다. 유가 하락과 함께 제품가격이 하락하였으나, 윤활기유와 석유화학 부문에서 채고 손실은 일반적으로 크지 않다.

그림 5. 윤활기유-벵커C유 스프레드



자료: KITA, KB투자증권

그림 6. PX-납사 스프레드



자료: Bloomberg, KB투자증권

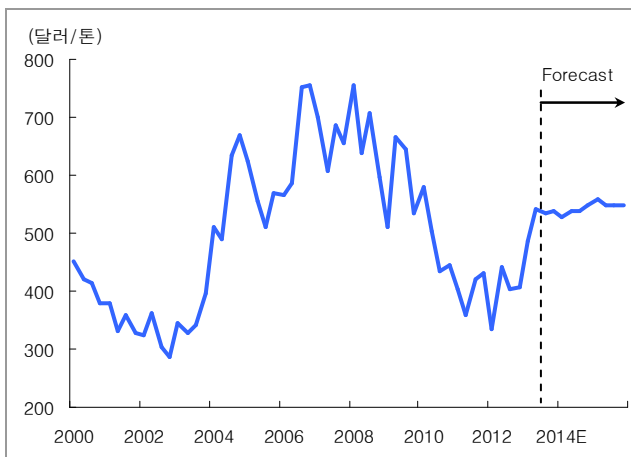
**범용 석유화학 제품을 중심으로
한 스프레드 개선**

유가 하락에 따라 석유화학 제품 가격도 전반적으로 하락하였다. 하지만, 범용 제품을 중심으로 스프레드가 개선되는 점은 긍정적이다. 대표적인 범용 제품인 HDPE의 스프레드는 2Q13 평균 545달러/톤으로 1Q10 이후 가장 높은 수준으로 상승하였다. 이는 수요는 꾸준히 증가하는 반면, 지난 2~3년간 증설이 적었기 때문인 것으로 보인다.

**롯데케미칼의 주력 제품인 MEG,
BD 스프레드 하락으로 수익성
감소 불가피**

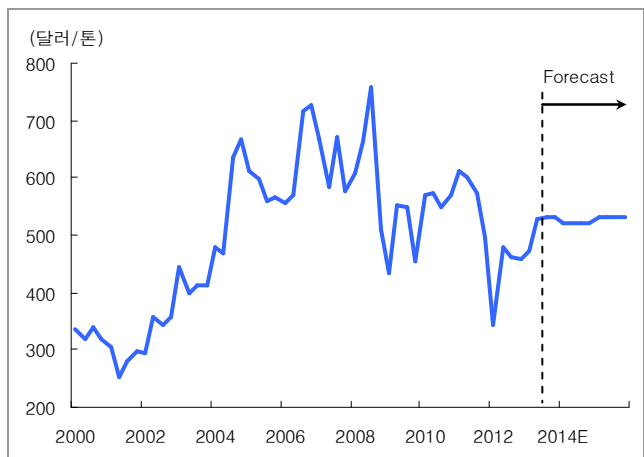
롯데케미칼은 주력 제품인 MEG와 BD 스프레드 하락으로 분기 영업이익 감소가 불가피할 것으로 예상된다. 이는 폴리에스터 수요 약세에 따른 MEG 재고 상승과, 천연고무 가격 하락에 따른 합성고무 원재료인 BD 가격 하락 등에 기인한다. MEG-납사 스프레드는 1Q13 153달러/톤에서 2Q13 119달러/톤으로, BD-납사 스프레드는 1Q13 881달러/톤에서 2Q13 평균 549달러/톤, 6월 마지막주에 378달러/톤으로 하락하였다. 단기적인 부타디엔 가격 상승 모멘텀은 크지 않으나, 현재 NCC 스프레드가 바닥 수준이라는 점을 감안한다면, 마진 하락 리스크는 적다고 판단한다.

그림 7. HDPE-납사 스프레드 (범용제품 기준)



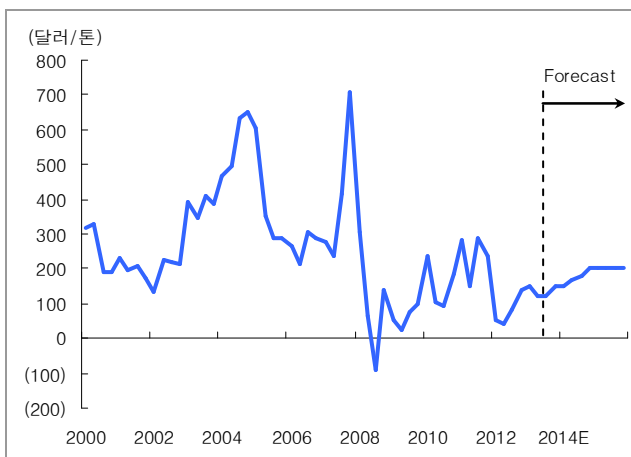
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 8. PP-납사 스프레드 (범용제품 기준)



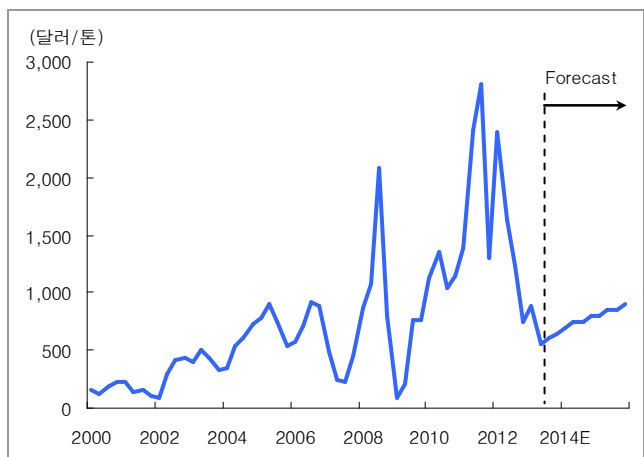
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 9. MEG-납사 스프레드



자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 10. BD-납사 스프레드



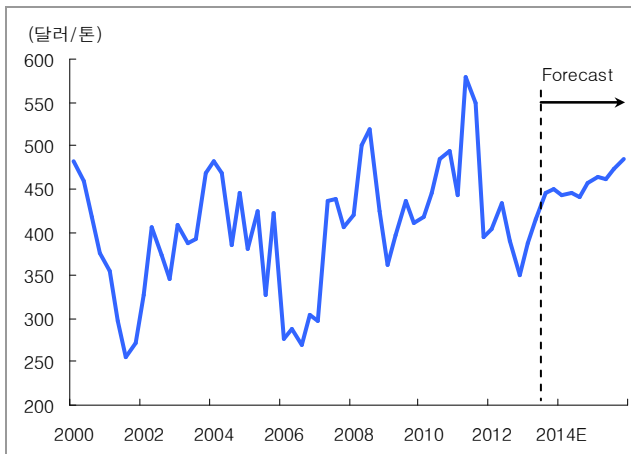
자료: Bloomberg, KB투자증권

다운스트림 제품 스프레드도 크게 나빠지는 수준은 아님

다운스트림 제품 스프레드도 현 수준에서 유지되고 있다. 오히려, BD가격 하락으로 이를 구매하는 ABS 업체의 수익성은 개선될 것으로 예상된다. 에틸렌 가격 하락으로 PVC-에틸렌 스프레드도 상승하는 모습이다.

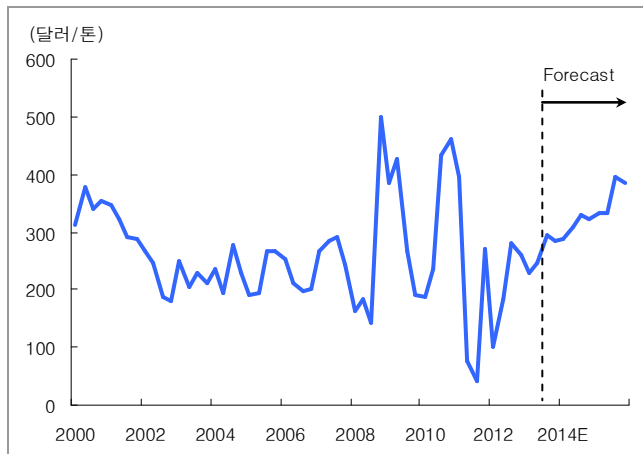
영업적자 수준의 수익성인 PTA 스프레드는 오히려 소폭 상승하고 있다. 2~3년간 추가적인 증설이 예상되어 구조적인 공급과잉이 지속될 것으로 예상되는 제품이다. 하지만, 수익성 악화에 따라 증설 계획이 지연되고 있으며, 기존 설비들의 가동률도 하락하고 있어 공급이 축소되고 있어 수익성 측면에서는 최악의 상황을 지난 것으로 보인다. 페놀 계열의 대표 제품인 BPA도 PTA와 상황은 유사하다. 현재 수익성이 낮아져있는 제품은 향후 경기 회복시 수익성 상승 폭이 가장 클 것으로 예상되는 제품들이기 때문에 더욱 주목할 필요가 있다.

그림 11. PVC-에틸렌 스프레드



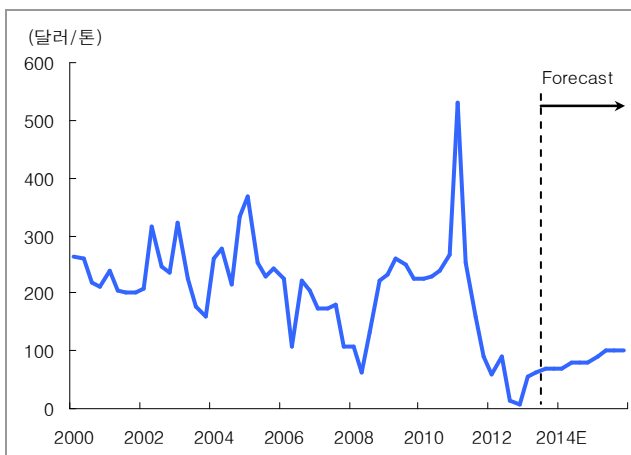
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 12. ABS-AI/BD/SM 스프레드



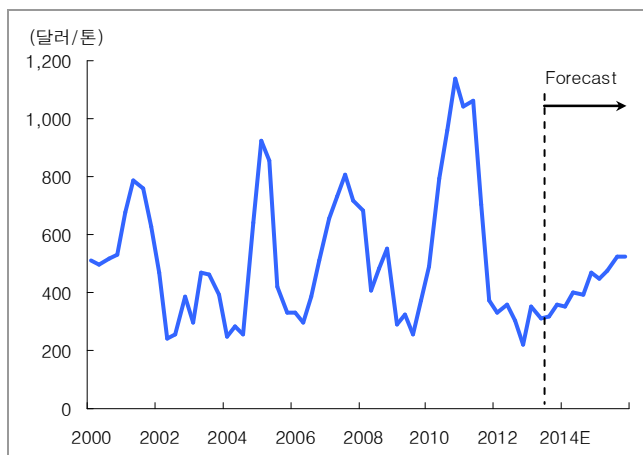
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 13. PTA-Mixed Xylene 스프레드



자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 14. BPA-벤젠/프로필렌 스프레드



자료: Bloomberg, KB투자증권

표 2. 주요 제품별 가격 및 스프레드 가정

(단위: 달러/배럴, 달러/톤)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012	2013E	2014E
Crude oil price(달러/배럴)												
Brent	119.6	109.6	110.6	111.6	113.9	103.5	105.0	106.0	111.8	112.9	107.1	106.4
Dubai	115.9	106.4	106.2	107.1	108.0	100.8	102.0	102.5	106.0	108.9	103.3	102.5
WTI	102.8	93.4	92.3	88.1	94.3	93.9	95.0	97.0	95.0	94.2	95.1	98.9
Brent-Dubai	3.7	3.2	4.5	4.5	6.0	2.7	3.0	3.5	5.8	4.0	3.8	3.9
WTI-Brent	(16.8)	(16.2)	(18.4)	(23.5)	(19.6)	(9.5)	(10.0)	(9.0)	(16.8)	(18.7)	(12.0)	(7.5)
Refining margin (달러/배럴)												
싱가폴 복합정제마진 (변동비 감안 전)	7.7	6.7	9.1	6.5	8.6	6.3	8.5	8.6	8.2	7.5	8.5	8.9
싱가폴 복합정제마진 (변동비 감안 후)	4.6	3.3	5.0	3.5	5.4	3.2	4.0	4.1	5.2	4.1	4.1	4.4
Gasoline-Dubai	14.3	14.3	16.3	13.7	18.5	14.4	15.5	13.0	13.8	14.7	15.4	14.1
Diesel-Dubai	16.5	15.6	19.5	18.0	19.7	16.5	18.0	19.0	18.5	17.4	18.3	19.0
Bunker C-Dubai	(1.5)	(2.3)	(3.7)	(9.6)	(7.2)	(4.9)	(7.5)	(8.0)	(5.1)	(4.3)	(6.9)	(8.0)
Naphtha-Dubai	(4.3)	(8.7)	(6.4)	(4.5)	(3.4)	(7.7)	(5.0)	(3.0)	(3.6)	(6.0)	(4.8)	(1.1)
Aromatics, Lube base oil (달러/톤)												
PX-Naphtha	557	515	508	606	644	550	550	550	597	547	573	505
Benzene-Naphtha	146	217	254	404	414	428	380	360	160	255	396	345
윤활기유-Bunker C	455	521	478	406	341	373	400	420	678	465	383	440
Regional refining margin (달러/배럴)												
USGC, Brent crack	12.0	12.8	14.1	11.2	14.6	11.9			8.8	12.6	13.2	
Rotterdam, Brent crack	5.4	7.1	9.0	5.7	5.4	4.8			4.5	6.8	5.1	
Mediterranean, Urals crack	3.1	5.5	4.9	2.4	4.6	2.9			2.8	4.0	3.7	
Petrochemical (달러/톤)												
Ethylene-Naphtha	179	244	222	281	328	293	300	310	231	232	308	325
Propylene-Naphtha	306	422	381	320	334	410	400	400	475	357	386	400
Butadiene-Naphtha	2,387	1,629	1,228	751	881	549	600	650	1,980	1,498	670	750
SM-Naphtha	395	479	497	634	712	787	750	750	451	501	750	713
HDPE-Naphtha	335	443	403	408	486	545	536	537	403	397	526	538
LDPE-Naphtha	327	418	352	388	460	534	546	547	627	371	522	548
LLDPE-Naphtha	236	387	369	404	475	516	528	526	371	349	512	524
LDPE-Ethylene	112	139	96	70	92	206	210	200	361	104	177	185
PP-Naphtha	342	477	462	460	470	532	530	530	571	435	516	520
PS-Naphtha	512	617	623	748	881	929	850	800	565	625	865	753
PVC-Ethylene	404	433	389	350	387	417	446	449	491	394	425	446
ABS-AN/BD/SM	100	185	280	260	229	251	296	285	196	206	265	312
ABS-Naphtha	1,056	1,049	1,024	969	1,048	1,022	1,053	1,060	1,194	1,025	1,046	1,095
MEG-Naphtha	51	40	80	141	153	119	120	150	240	78	136	175
PTA-Mixed Xylene	61	91	13	7	57	62	70	70	258	43	65	78
PTA-PX	118	128	75	70	85	103	111	115	236	98	104	143
BPA-Benzene/Propylene	333	357	301	220	349	299	317	359	795	303	331	403

자료: Datastream, Bloomberg, Cischem, KB투자증권

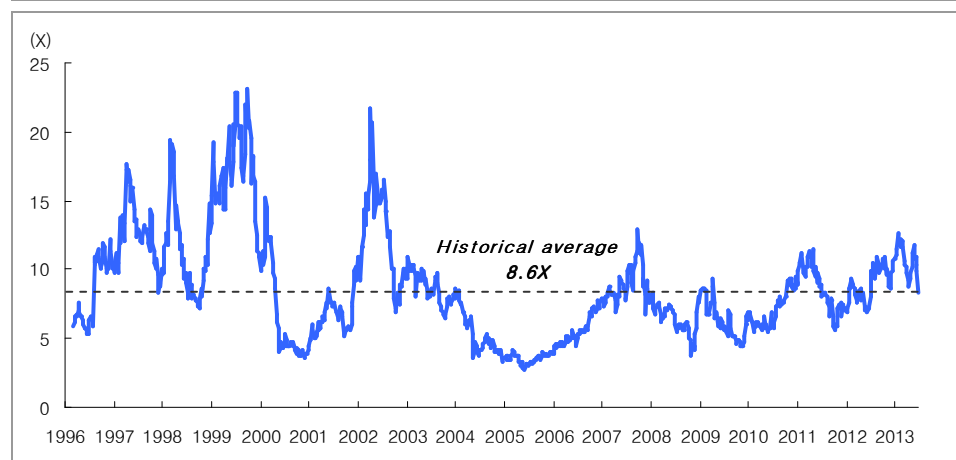
Valuation: 현 주가가 의미하고 있는 기업이익 수준은?

이익수준과 밸류에이션에 대한 고민

연초 이후 중국의 경제 지표 둔화와 아시아 지역 성장성에 대한 우려에 따른 기업이익 전망 하향, 미국의 유동성 축소 시사 및 아시아 지역 정유/화학 산업 경쟁력 약화에 따른 밸류에이션 디레이팅이 주가 하락을 야기하였다. 과거 평균의 밸류에이션으로 수렴한다고 가정했을 때 현 주가가 어느 정도의 이익수준을 의미하는지, 과연 그 이익수준이 과소/과대평가되지 않는지 고민해 보았다. 단순 PBR이 아닌 이익 수준으로 주가를 평가하였다.

롯데케미칼의 과거 평균 12개월 Forward PER은 8.6X

그림 15. 롯데케미칼 Forward PER 추이



자료: FnGuide, KB투자증권

순수화학 업종의 대표주인 롯데케미칼의 현재 주가 (6/24 기준, 128,000원)는 연간 6천7백억원, 분기 1,675억원의 영업이익에서 정당화 될 수 있다고 본다. 컨센서스 영업이익이 2013년 5,418억원, 2014년 6,870억원임을 감안한다면 현재 분기 1천억원 이하의 영업이익에서 수익성이 두 배는 개선 되어야 한다. 현재 스프레드 상황에서는 쉽지 않아 보인다. 최근 개선되고 있는 범용 PE, PP 제품들과 더불어 BD, MEG, PTA 스프레드 상승이 절실하다.

현재 롯데케미칼의 주가는 연간 6천7백억원의 영업이익을 예상하는 수준

표 3. 롯데케미칼 주가가 의미하는 이익수준

(단위: 십억원, 원)	주가	시가총액	당기순이익	연간 영업이익	분기 영업이익
주요 가정: 법인세율 24%, 적용 PER = 8.62X (1996년 이후 평균), 총 주식수 34,275,419주 이자비용과 지분법이익은 이익에 영향을 주지 않음					
현재 (2013/6/24)	128,000	4,387	509	670	167
Peak (2011/8/25)	458,000	15,698	1,822	2,397	599
금융위기 직후 저점 (2008/11/19)	33,850	1,160	135	177	44
KB투자증권 목표주가	195,000	6,684	776	1,021	255
2013년 당기순이익 전망	94,899	3,253	378	497	124
2014년 당기순이익 전망	117,549	4,029	468	615	154
분기 영업이익 2천억원 가정 시	152,844	5,239	608	800	200

자료: KB투자증권

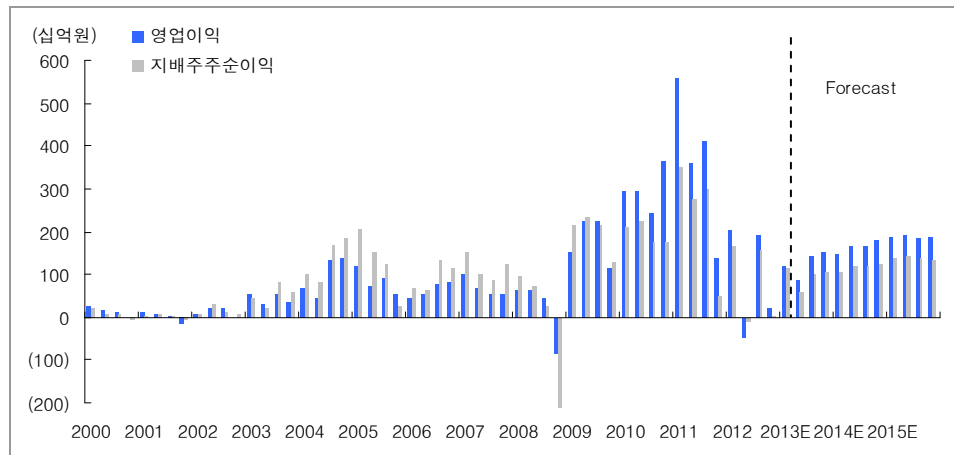
주: 주식수 변동으로 과거 주가와 시가총액은 동일하지 않을 수 있음

중기적으로 분기 2천억원 이상의 영업이익은 가능할 것으로 판단

하지만, 롯데케미칼은 중기적으로 분기 2천억원 이상의 영업이익이 가능할 것으로 판단한다. 현 시점에서 스프레드 개선이 요원해 보이지만, 신규 설비의 공급 확대가 크지 않았고, 수요의 자연 증가로 범용 제품부터 스프레드가 개선되고 있기 때문이다. 또한, Titan과 케이피케미칼 인수를 통해 규모가 확대되었지만, 합병효과를 누리고 있지 못하는 점도 감안해야 할 것이다. 향후 업황 회복에 따른 레버리지가 과거 대비 더욱 확대될 것이다.

유기적인 성장이 지속되고 있다는 점도 주목해야 한다. 우즈베키스탄에 에탄크래커 증설이 예정되어 있고, 아로마틱 계열의 원료 사업으로의 확대 가능성도 열어두어야 할 것이다. 현재 PTA 시황 악화로 아로마틱 부문의 수익성이 손익분기점 수준으로 떨어졌다. 지금은 Mixed Xylene을 구매하고 있지만, 향후 이 사업으로의 확대를 검토하고 있어, 아로마틱 사업의 개선 가능성도 전혀 없지는 않다.

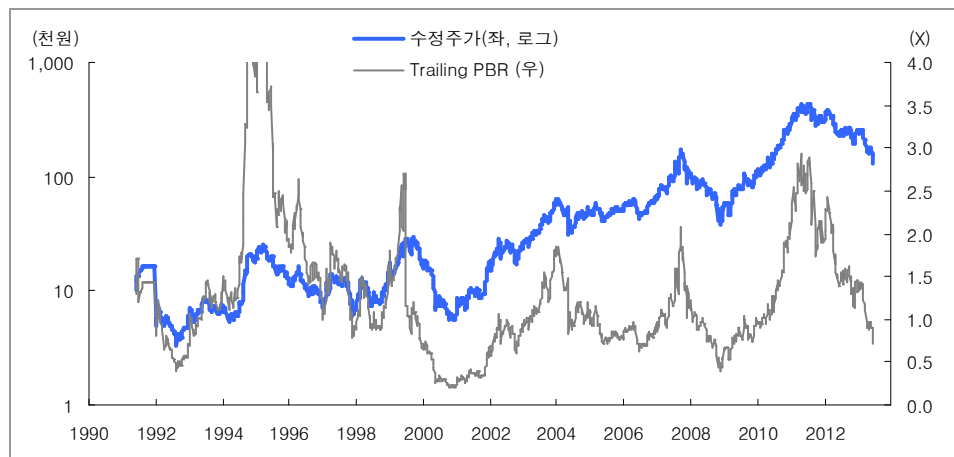
그림 16. 롯데케미칼 분기 이익 추이



자료: 롯데케미칼, KB투자증권

화학은, 사이클 주식임을 잊지 말자

그림 17. 롯데케미칼 주가 및 PBR추이

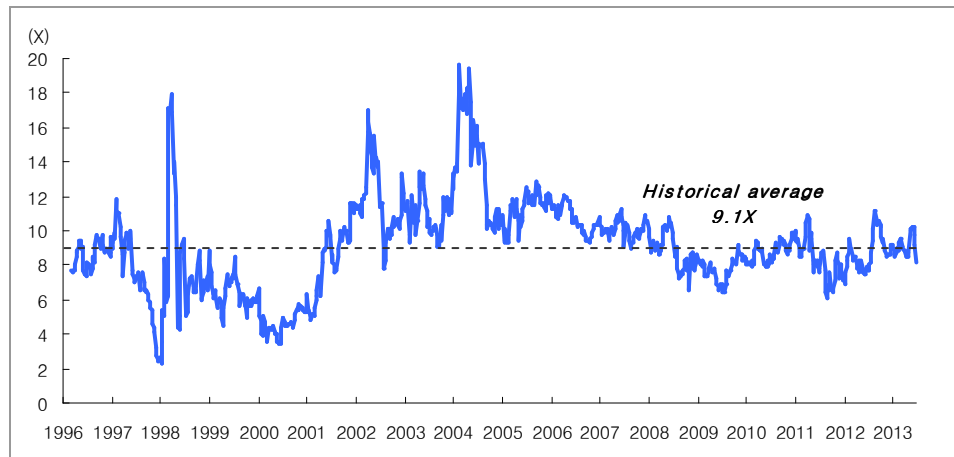


자료: FnGuide, KB투자증권

**S-Oil의 과거 평균 12개월
Forward PER은 9.1X**

S-Oil의 과거 평균 12개월 Forward PER은 9.1X로 SK이노베이션이나 GS 대비 프리미엄을 받았다. 40~50%에 이르는 배당성향으로 배당주로서의 인식이 강하게 작용하였기 때문이다. 과거 2000년대 초반 중국의 성장과 함께 높은 이익 증가가 예상되었고, 따라서 2004년에는 18X까지 멀티플을 적용받았다. 이후 이익 증가가 가시화 되면서 멀티플은 다시 낮아졌다가 금융위기 이후 정유부문에서 구조적으로 적자가 났던 2009년 하반기에 멀티플이 하향되었다. 석유화학 주 대비 적지만 2010년 하반기 commodity super-cycle에 따른 밸류에이션 리레이팅이 있었으며, 지금은 다시 과거 평균수준으로 회귀하였다.

그림 18. S-Oil Forward PER 추이



자료: FnGuide, KB투자증권

**현재 S-Oil의 주가는 이익
정상화라는 중기 전망을 적절히
반영하고 있음**

과거 평균 PER을 적용하면, S-Oil의 현재 주가는 연간 1.1조원의 영업이익이 달성 가능한 것으로 보고 있다. 2013년에는 2분기 유가 하락에 따른 이익 감소로 이 수준에 미달할 것으로 보이지만, 2014년에는 달성 가능할 것으로 전망된다. 즉, 적정 가치를 반영하고 있다고 판단한다. 2011년 6월 S-Oil의 2013년 영업이익 컨센서스가 2.7조원에 이르러 당시 주가를 설명하였으나, 현재 컨센서스 영업이익은 1.2조원 수준으로 현실화 되었다.

표 4. S-Oil 주가가 의미하는 이익수준

(단위: 십억원, 원)	주가	시가총액	당기순이익	연간 영업이익	분기 영업이익
주요 가정: 법인세율 24%, 적용 PER = 9.11X (1996년 이후 평균), 총 주식수 112,582,792주 이자비용과 지분법이익은 이익에 영향을 주지 않음					
현재 (2013/6/24)	70,400	7,926	870	1,144	286
Peak (2011/4/28)	167,000	18,801	2,063	2,714	679
정유사업 적자 이후 (2010/5/27)	49,150	5,533	607	799	200
KB투자증권 목표주가	85,000	9,570	1,050	1,382	345
2013년 당기순이익 전망	52,095	5,865	644	847	212
2014년 당기순이익 전망	73,816	8,310	912	1,200	300
분기 영업이익 4천억원	98,443	11,083	1,216	1,600	400

자료: KB투자증권

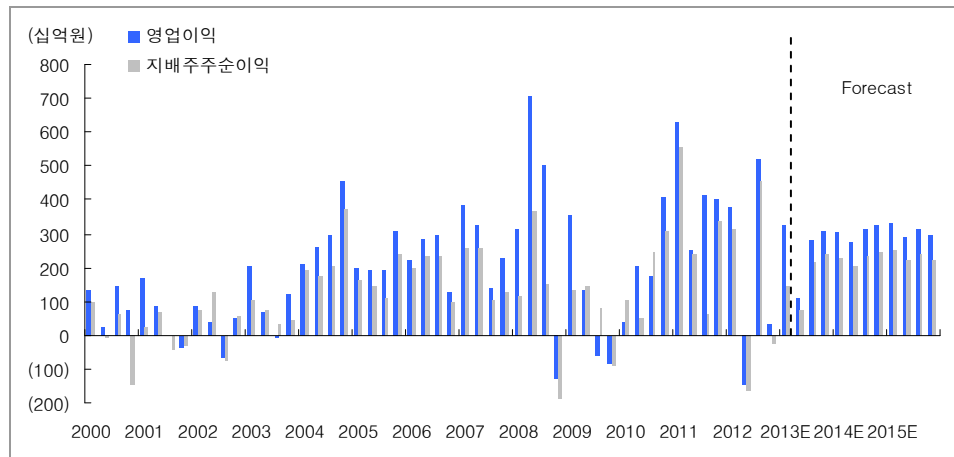
주: 주식수 변동으로 과거 주가와 시가총액은 동일하지 않을 수 있음

분기 4천억원의 영업이익이
지속될 것이라는 확신이 들 때
주당 10만원의 추가 가능

S-Oil이 주당 10만원으로 상승하기 위해서는 분기 평균 4천억원, 연간 1.6조원의 영업이익이 가
시화 되어야 한다. 한국을 중심으로 한 PX 생산능력 확대로 PX-납사 스프레드가 현 수준 대비
하락할 것으로 예상되는 가운데 분기 4천억원의 영업이익이 꾸준히 발생하기 위해서는 몇 가
지 조건이 필요하다.

우선 정제마진의 회복이다. 단순히 정제마진이 상승하기 보다 정제마진이 상승하는 과정에서
사우디아라비아의 OSP 하락이 동반되어야 할 것이다. 또는, 유럽 경기가 회복되어 Brent유 수
요가 증가하고 Brent-Dubai 스프레드가 상승한다면 다시 한번 정유업에서의 이익 레벨업이 가
능할 것이다. 유럽 경기가 회복될 경우 윤활기유 수요도 함께 살아날 가능성이 있다는 점에도
주목하자. 유기적인 성장도 필요하다. 현재 S-Oil은 신규 투자를 준비하고 있으며, 신규 투자
방향에 따라 향후 기업이익의 레벨업을 기대할 수도 있을 것이다.

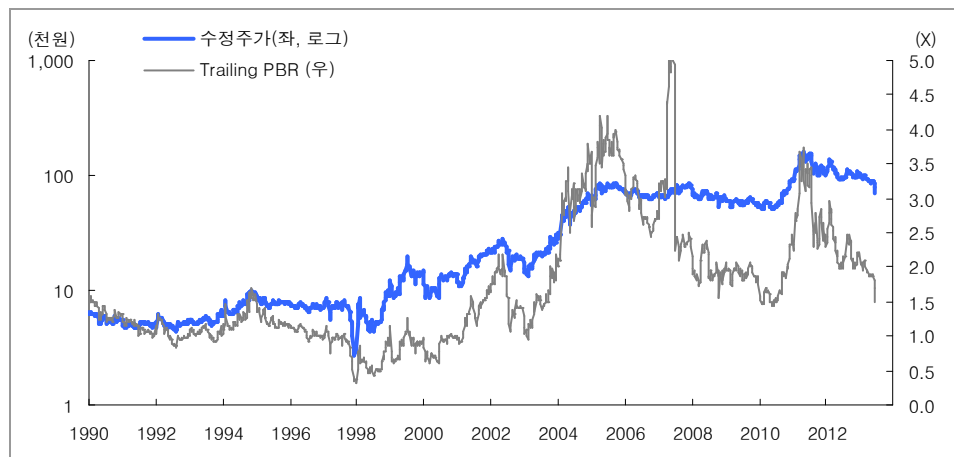
그림 19. S-Oil 분기 이익 추이



자료: S-Oil, KB투자증권

PBR은 저점이나, ROE 상승이
전제되어야 할 것

그림 20. S-Oil 주가 및 PBR 추이



자료: FnGuide, KB투자증권

현재 LG화학의 이익 수준을 적절히 반영하고 있는 주가

2011년 중반 연간 4조원을 넘었던 LG화학의 연간 영업이익 전망치는 현재 2조원 수준으로 하락되었다. 화학 경기가 둔화된 현 상황에서도 분기 4~5천억원의 영업이익이 가능하다는 것을 확인한 만큼 현재 주가는 LG화학의 이익 수준을 적절히 반영하고 있다. 또한, 정보전자 사업 이외에도 석유화학 자체적으로도 고수익성 제품을 다수 확보하고 있는 만큼 범용 석유화학 업체 대비 프리미엄도 지속될 수 있을 것으로 판단한다.

하지만 지속적인 투자로 이익 성장 지속 가능할 것

연간 2조원의 투자가 이익 증가로 이어질 수 있다는 측면에서 LG화학의 이익 성장은 지속될 수 있을 것이며, 이에 따른 주가 상승도 가능하다고 판단한다. 예상보다 시장의 개화가 늦어지고 있으나 대형 이차전지의 매출액이 점진적으로 확대되면서 적자폭이 줄어들고 있고, 석유화학 사업에서도 수익성을 개선하고 고부가 제품을 확대하는 방향으로 투자가 지속되고 있기 때문이다.

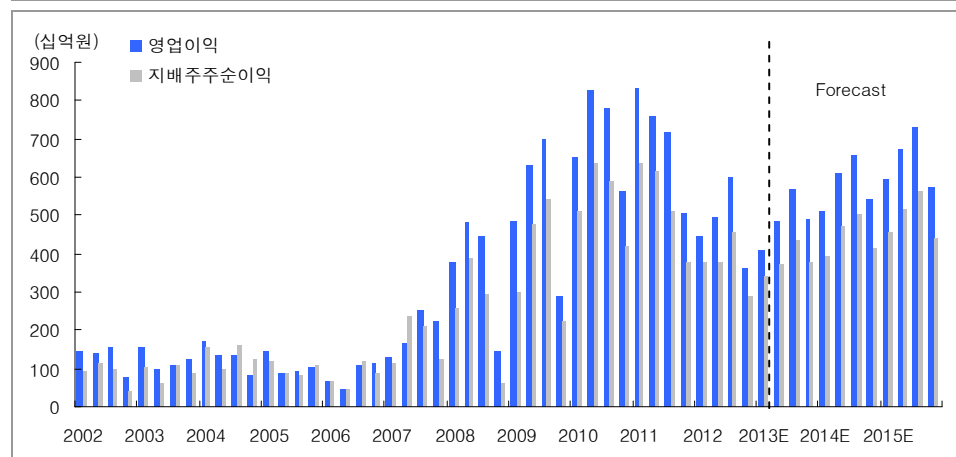
표 5. LG화학 주가가 의미하는 이익수준

(단위: 십억원, 원)	주가	시가총액	당기순이익	연간 영업이익	분기 영업이익
주요 가정: 법인세율 24%, 적용 PER = 10.3X (롯데케미칼 대비 20% 밸류에이션 프리미엄), 총 주식수 66,271,100주 이자비용과 지분법이익은 이익에 영향을 주지 않음					
현재 (2013/6/24)	234,000	15,507	1,500	1,973	493
Peak (2011/4/21)	567,000	37,576	3,634	4,782	1,195
금융위기 직후 저점 (2008/11/20)	54,403	3,605	349	459	115
KB투자증권 목표주가	310,000	20,544	1,987	2,614	654
2013년 당기순이익 전망	238,167	15,784	1,527	2,009	502
2014년 당기순이익 전망	278,078	18,429	1,782	2,345	586
분기 영업이익 6천억원	284,584	18,860	1,824	2,400	600

자료: KB투자증권

LG화학은 최근 2년간 상대적인 이익 훼손이 가장 적었다

그림 21. LG화학 분기 이익 추이



자료: LG화학, KB투자증권

현재 SK이노베이션의 주가는 연간 2조원의 영업이익을 적절히 반영

SK이노베이션의 현재 주가도 연간 2조원 가량의 영업이익을 적절하게 반영하고 있다. 물론, 2009년 하반기와 같이 정유 사업에서 구조적으로 적자를 보게 된다면 추가적인 이익 하향은 불가피하다. 하지만, 역내 정유 설비 확대가 지속되고 있고, 중국의 디젤 수요 감소로 역내 수출물량이 확대되며 정제마진이 하락한 현 수준의 이익이 가능하다는 것을 확인했다고 본다. S-Oil과 마찬가지로 정유 사업에서의 구조적인 성장이 있어야 이익 증가가 가능할 것으로 판단한다.

생산능력 확대와 설비 효율화에 따른 이익 레벨업

SK이노베이션에 대해서 기대할 수 있는 부분은 대규모 투자에 따른 이익 레벨업이 가능하다는 점이다. PX-납사 스프레드가 축소될 것으로 예상됨에도 불구하고 인천과 울산의 증설에 따른 이익 증가 효과가 클 것으로 예상된다. 또한, 현재 40% 수준의 가동률을 보이고 있는 인천 설비의 가동률이 80% 수준으로 확대될 수 있다는 점에서 자산 효율성이 증가하는 것도 긍정적이다.

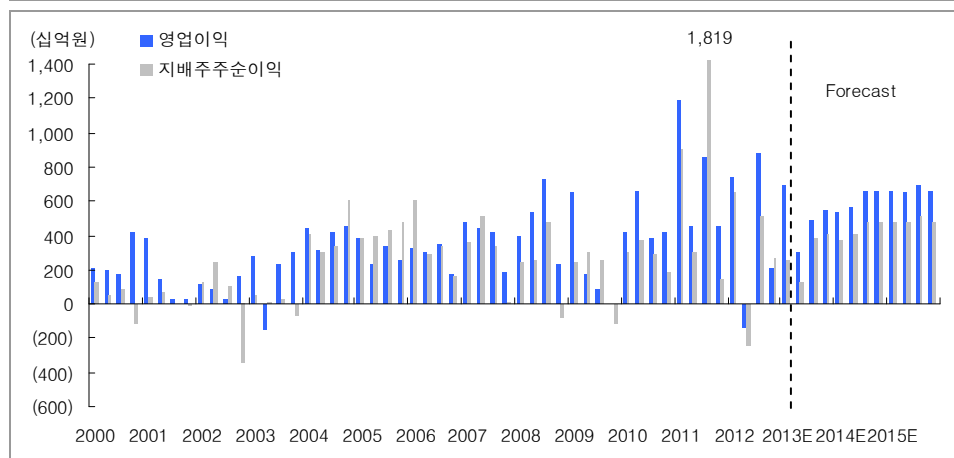
표 6. SK이노베이션 주가가 의미하는 이익수준

(단위: 십억원, 원)	주가	시가총액	당기순이익	연간 영업이익	분기 영업이익
주요 가정: 법인세율 24%, 적용 PER = 8.4X (과거 평균), 총 주식수 92,465,564주 지분법이익, 영업외손익 등을 감안하면 연간 1천억원의 영업외비용을 가정					
현재 (2013/6/24)	128,500	11,882	1,410	1,955	489
Peak (2011/4/25)	254,000	23,486	2,786	3,766	942
금융위기 직후 저점 (2008/10/27)	48,650	4,498	534	802	201
KB투자증권 목표주가	195,000	18,031	2,139	2,914	729
2013년 당기순이익 전망	107,355	9,927	1,178	1,649	412
2014년 당기순이익 전망	157,249	14,540	1,725	2,370	592
분기 영업이익 7천억원	187,069	17,297	2,052	2,800	700

자료: KB투자증권

2014년 하반기부터 이익 레벨업 기대

그림 22. SK이노베이션 분기 이익 추이



자료: SK이노베이션, KB투자증권

최근 디레이팅과 함께 금호석유의 주가는 현재 이익수준을 반영하는 정도로 하락

금호석유의 2013년 영업이익 전망치는 2010년 약 3천억원에서 천연고무 가격이 피크에 이르렀던 2011년 중순 1.45조원까지 상승하였다가 현재 3천6백억원 수준으로 낮아졌다. 합성고무 시장이 극도로 악화되어 일부 업체들이 가동률을 줄이고 있으며, 자회사인 금호피엔비의 BPA 등 페놀 사업에서 수익성이 거의 나지 않는 현 상황을 감안하더라도 분기 7~8백억원 수준의 영업이익이 가능하다는 점을 반영하고 있는 주가이다.

유기적인 성장 가능성

전기, 스티프 등 에너지 사업에서의 생산능력 확대가 2014년~2015년에 걸쳐 예정되어 있고, 중장기적으로 SSBR, EPDM 등 고수익성 제품의 생산능력 확대가 지속되고 있다는 측면에서 유기적인 이익 성장이 가능하다고 판단한다. 또한, BPA의 스프레드가 과거 저점 수준으로 현 수준에서 오래 지속되지 않았다는 점을 감안한다면, 스프레드 상승에 의한 이익 증가도 기대할 수 있을 것이다.

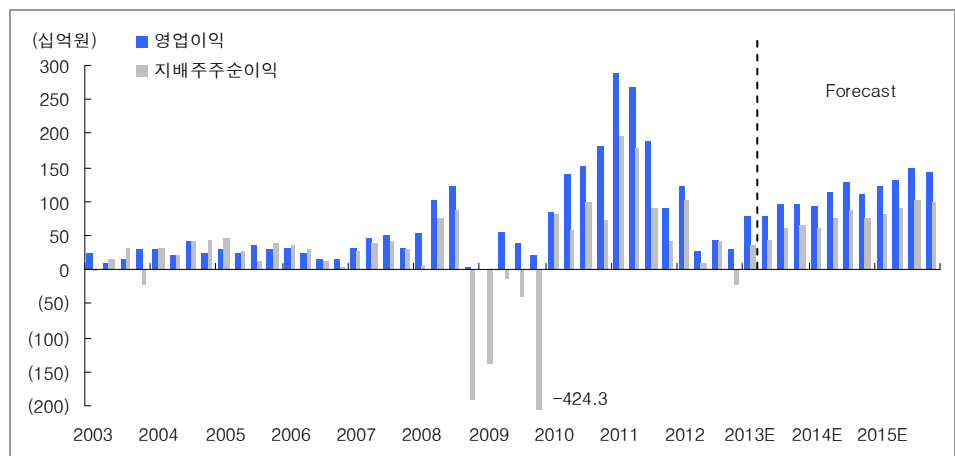
표 7. 금호석유 주가가 의미하는 이익수준

(단위: 십억원, 원)	주가	시가총액	당기순이익	연간 영업이익	분기 영업이익
주요 가정: 법인세율 24%, 적용 PER = 8.6X (롯데케미칼과 동일하게 적용), 총 주식수 30,467,694주 (자사주 감안하지 않음) 지분법이익과 이자손익을 감안한 연간 2백억원의 영업외비용 적용					
현재 (2013/6/24)	78,500	2,392	278	385	96
Peak (2011/7/4)	253,000	7,708	895	1,197	299
금융위기 직후 저점 (2008/10/29)	13,000	396	46	80	20
KB투자증권 목표주가	110,000	3,351	389	532	133
2013년 당기순이익 전망	57,834	1,762	205	289	72
2014년 당기순이익 전망	84,559	2,576	299	413	103
분기 영업이익 2천억원	167,647	5,108	593	800	200

자료: KB투자증권

주: 주식수 변동으로 과거 주가와 시가총액은 동일하지 않을 수 있음

그림 23. 금호석유 분기 이익 추이



자료: 금호석유, KB투자증권

현재 GS의 주가는 분기
2천억원의 영업이익을 반영한
수준

GS의 과거 평균 12개월 Forward PER은 6.9X로 S-Oil 및 SK이노베이션 대비 디스카운트를 받아 왔다. 자회사가 상장되어 있는 지주사의 특성상 피할 수 없는 속성이다. 주당 5만원의 주가는 연간 8천억원의 영업이익 수준을 반영하고 있다. 최대 자회사인 GS칼텍스를 제외하더라도 GS리테일, GS홈쇼핑, GS EPS 등 내수 및 전력 자회사의 성장으로 가능한 이익 수준이며, 현 수준을 적절하게 반영하고 있다고 판단한다.

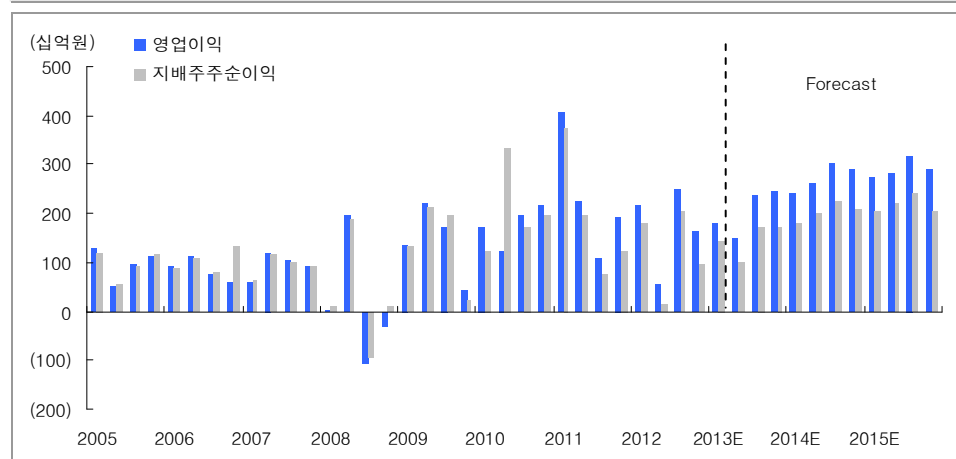
2Q13은 1Q13과 마찬가지로 기말 기준 원/달러 환율 상승으로 GS칼텍스의 영업외손실이 반영되며, GS에너지의 영업이익 감소가 예상되어 컨센서스가 추가 하향될 가능성이 있다는 점을 고려해야 할 것이다. 하지만, GS칼텍스의 고도화설비 증설과 GS EPS의 LNG복합화력 발전소 증설을 바탕으로 연간 영업이익 1조원 이상으로 이익 증가가 가능할 것으로 판단한다.

표 8. GS 주가가 의미하는 이익수준

(단위: 십억원, 원)	주가	시가총액	당기순이익	연간 영업이익	분기 영업이익
주요 가정: 법인세율 14% (자회사의 영업수익이 반영되기에 법인세율이 낮게 적용됨) 적용 PER = 6.9X (과거 평균, 상대적인 지주사 디스카운트), 총 주식수 92,915,378주 연간 약 4백억원의 영업외비용 반영					
현재 (2013/6/24)	49,700	4,618	674	824	206
Peak (2011/4/21)	103,000	9,570	1,397	1,664	416
금융위기 직후 저점 (2008/11/24)	19,100	1,775	259	341	85
KB투자증권 목표주가	72,000	6,690	977	1,176	294
2013년 당기순이익 전망	43,397	4,032	589	724	181
2014년 당기순이익 전망	60,199	5,593	817	989	247
분기 영업이익 3천억원	73,551	6,834	998	1,200	300

자료: KB투자증권

그림 24. GS 분기 이익 추이



자료: GS, KB투자증권

이익 회복을 반영하더라도
부담스러운 주가

한화케미칼의 현재 주가는 연간 4천억원, 분기 1천억원의 영업이익을 반영하고 있다는 측면에서 부담스럽다. 2014년 연간 영업이익 컨센서스가 3천억원대 중반이라는 점을 감안한다면, 주가 상승을 위해서는 태양광 사업의 이익 회복 이외에도 PVC, 가성소다 등 본사에서의 이익 증가가 필요하다. 공격적으로 2010년 수준의 이익으로 회복된다고 가정할 경우 적정 주가는 2만 5천원 선이다.

폴리실리콘 라인 가동시 전사
수익성 악화 우려 지속

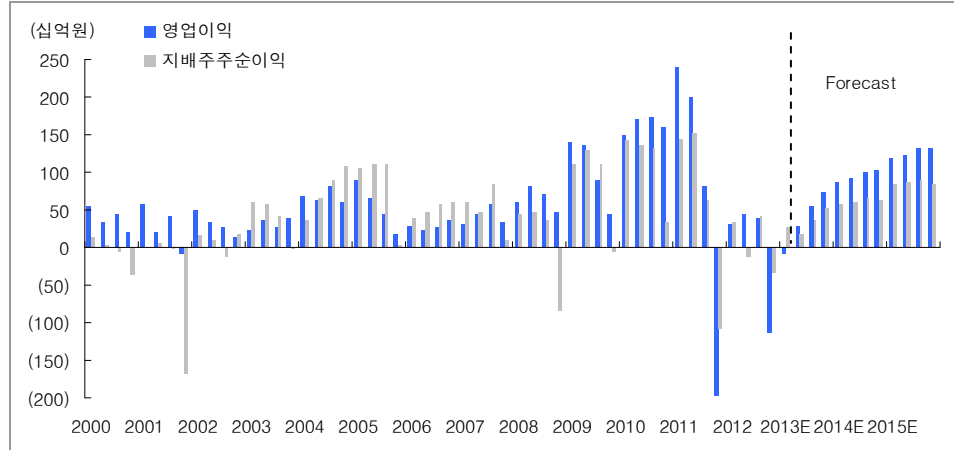
최근 태양광 사업에서의 이익 회복이 기대되지만, 당장 폴리실리콘 라인이 가동될 경우 전사 수익성 악화가 우려된다. 태양광 업황이 살아난다 하더라도 kg당 20달러 이상으로 폴리실리콘 가격이 상승하는 것을 기대하기 어렵기 때문에 당분간 적자가 불가피하기 때문이다.

표 9. 한화케미칼 주가가 의미하는 이익수준

(단위: 십억원, 원)	주가	시가총액	당기순이익	연간 영업이익	분기 영업이익
주요 가정: 법인세율 24%, 적용 PER = 8.6X (롯데케미칼과 동일한 밸류에이션), 총 주식수 140,283,511주 YNCC로부터의 지분법손익과 이자손익 등 연간 영업외비용을 약 5백억원으로 산정					
현재 (2013/6/24)	15,950	2,238	260	392	98
Peak (2011/4/25)	54,300	7,617	884	1,213	303
금융위기 직후 저점 (2008/10/29)	4,170	585	68	139	35
KB투자증권 목표주가	17,500	2,455	285	425	106
2013년 당기순이익 전망	8,126	1,140	132	224	56
2014년 당기순이익 전망	15,091	2,117	246	373	93
분기 영업이익 1,500억원	25,674	3,602	418	600	150

자료: KB투자증권

그림 25. 한화케미칼 분기 이익 추이

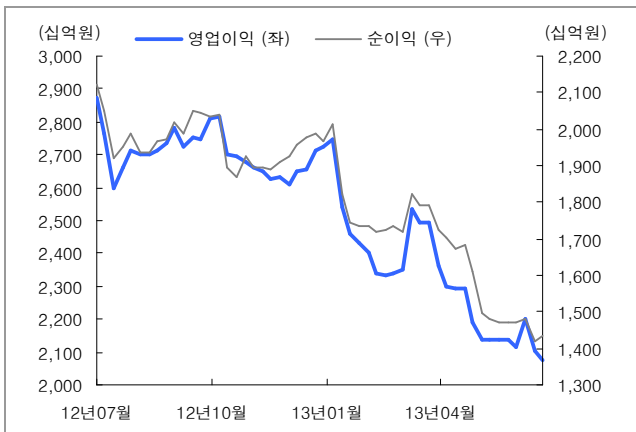


자료: 한화케미칼, KB투자증권

아시아 지역 정유, 화학 업체의 수익 전망 하향 지속

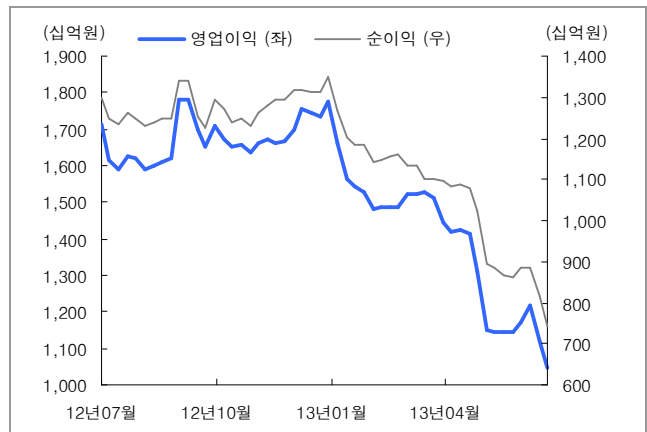
연초 이후 국내 정유/화학 업종 대부분의 수익 추정치가 하향되었으며, 아직 그 추세가 멈추지 않고 있다. 3~4월 유가 하락과 더불어 예상했던 이익 반등이 늦어지고 있기 때문이다. KB투자증권은 컨센서스 대비 보수적으로 이익을 전망하고 있으나, 주요 제품인 PX 스프레드의 하락 가능성, BD 가격 회복 지연 등이 추가적인 이익 하향 리스크 요인이다.

그림 26. 2013년 컨센서스 추야 SK이노베이션



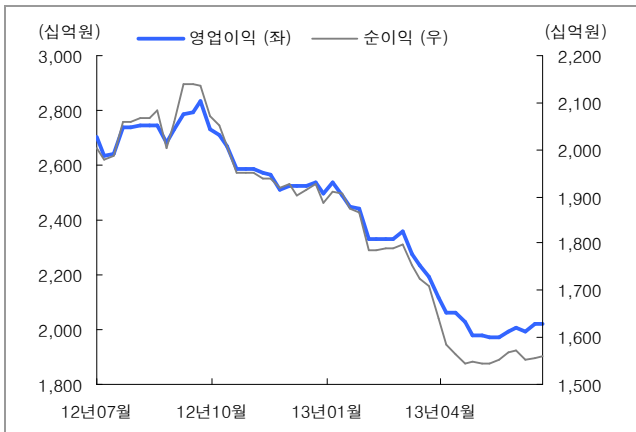
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 27. 2013년 컨센서스 추야 S-Oil



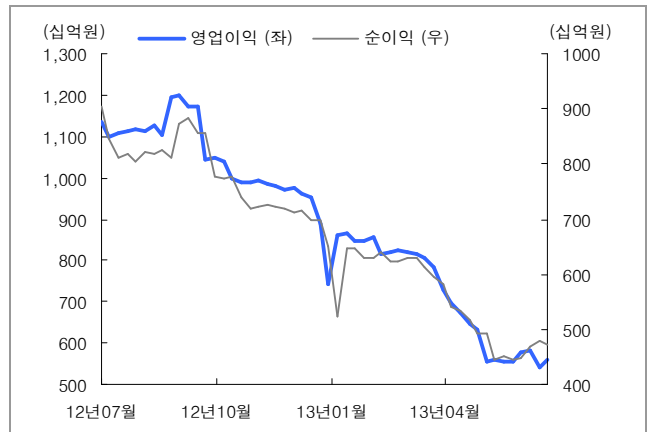
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 28. 2013년 컨센서스 추야 LG화학



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 29. 2013년 컨센서스 추야 롯데케미칼

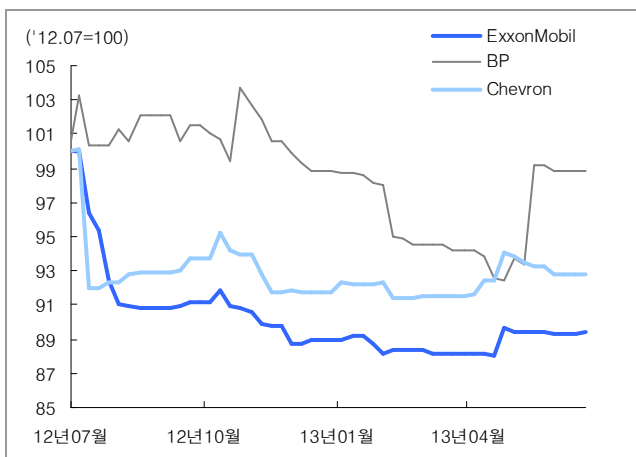


자료: FnGuide, KB투자증권

지난 1년간 글로벌 에너지, 정유, 화학 업체의 실적 추정치도 대부분 하향되었다. 우선 Exxon Mobil, BP와 같은 에너지 기업의 실적 추정치는 홍보하는 모습이었는데, 이는 국제 유가가 배럴당 100달러 전후에서 유지되고 있기 때문이다. 즉, 시장은 현재까지 유가가 구조적으로 레벨 다운 될 것으로 보고 있지 않다는 것을 의미한다. 국내 정유 업체와 비슷한 수익구조를 하고 있는 대만 Formosa Petrochemical의 순이익 전망도 2월 중순 이후 유가와 정제마진 하락과 함께 하향되었다. 미국 정유업체인 Valero의 이익 상향은 아시아 지역과 다르게 미국 내 정제마진 상승에 기인한다.

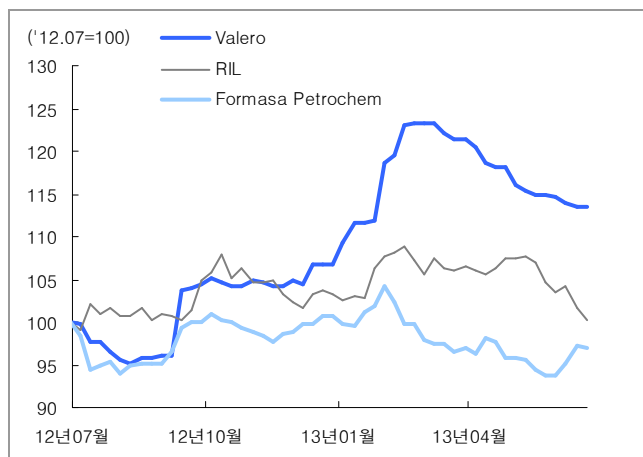
글로벌 석유화학 기업의 경우 상대적으로 국내 기업 대비 폭은 적지만, 이익 전망 하향이 지속되고 있다. 사우디아라비아의 SABIC, 미국의 Dow Chemical 등 에탄크래커 위주의 석유화학 업체들도 글로벌 석유화학 시장 약세에 따른 수익성 악화에서 벗어날 수 없었다. 한국 석유화학 업체와 유사한 대만의 Formosa Plastics도 납사크래커를 기반으로 하고 있어서 에탄크래커 대비 수익 하락폭이 컸다.

그림 30. 2013년 순이익 컨센서스 추야: 글로벌 에너지 기업



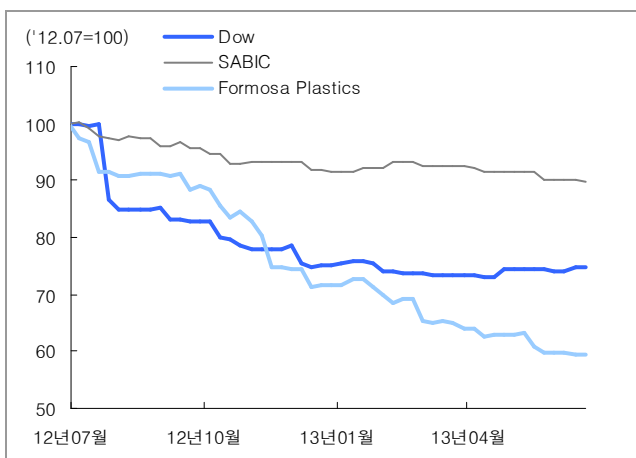
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 31. 2013년 순이익 컨센서스 추야: 글로벌 정유 기업



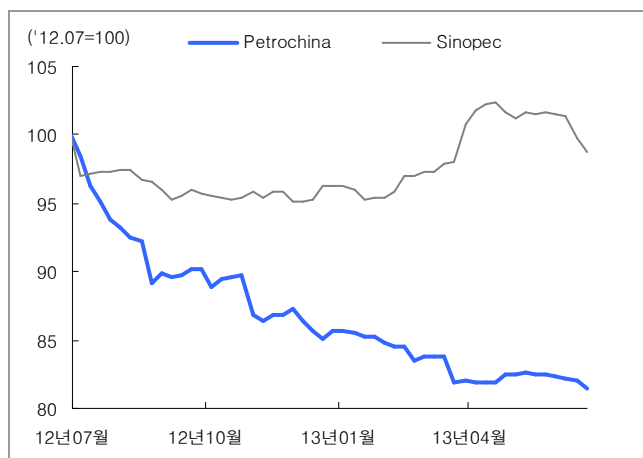
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 32. 2013년 순이익 컨센서스 추야: 글로벌 석유화학 기업



자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 33. 2013년 순이익 컨센서스 추야: 중국 정유 기업



자료: Bloomberg, KB투자증권

Top pick: SK이노베이션

무차별적인 주가 하락 & De-rating

연초 이후 정유/화학 업종의 주가는 무차별적인 하락이 지속되었다. 업종 대표주인 SK이노베이션과 LG화학의 하락이 S-Oil과 롯데케미칼 대비 상대적으로 적었으나 크게 차별화 되는 국면은 아니었다. 주가 하락이 2011년 상반기 이후 2년 동안 지속되고 있는데, 초기에는 수익성 회복 지연에 따른 수익전망 하향이 주 요인이었다면, 최근 1개월 사이의 급락은 글로벌 금융시장의 불안정과 함께 찾아온 밸류에이션 디레이팅 요인이 크다고 본다.

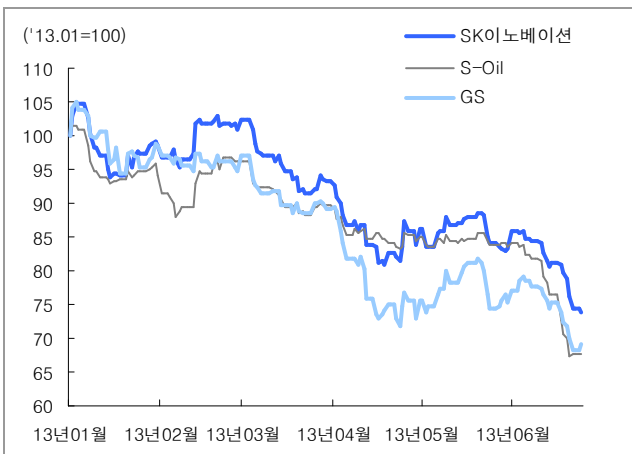
수익 전망과 밸류에이션이 합리적인 수준으로 낮아져

KB투자증권은 정유/화학 업종에 대하여 OVERWEIGHT을 유지한다. 최근 주가 하락으로 수익전망과 밸류에이션이 합리적인 수준으로 낮아졌으며, 현재 이익이 증가적으로 회사가 창출할 수 있는 이익 수준 아래로 하락하였기 때문이다. 1~2개월 내의 업황 반등을 기대하기는 어려울 것이다. 하지만, 경험적으로 3년 내외의 다운사이클 기간을 감안한다면 현재는 다운사이클이 70% 가량 진행되었다고 볼 수 있다. 정유나 화학이나의 소모적 논쟁보다는 사이클에 대한 고민이 필요한 시점이다. 과거 다운사이클의 저점에서는 늘 금융시장에서의 불안이 극대화 되었다는 점도 잊지 말아야 할 것이다.

Top Pick: SK이노베이션

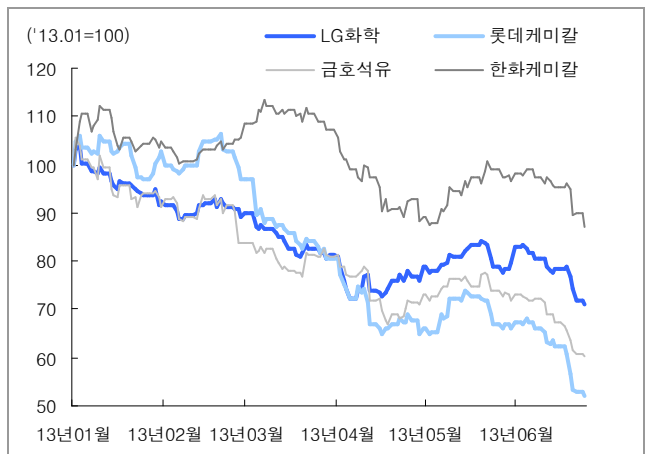
업종 내 Top Pick으로 SK이노베이션을 유지한다. 이는 1) 윤활기유, PX, 넥슬렌(Nexlene) 등 지속적인 설비 증설 모멘텀을 기대할 수 있고, 2) SK인천석유화학의 PX 증설 이후 현재 40% 수준인 인천의 CDU가동률을 80%대로 상승시키며 자산 효율성이 높아질 것으로 예상되기 때문이다. 지난 3~4년간 국내 정유/화학 업체들이 많은 투자를 하였지만, 이 가운데서도 기업 가치를 가장 높일 수 있는 것이 SK이노베이션의 인천 설비의 Value-up 이라고 판단한다. 단기적으로는 낙폭이 과했던 업체들을 중심으로 관심을 가질 필요도 있다.

그림 34. 정유 업체 주가 흐름



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 35. 석유화학 업체 주가 흐름



자료: FnGuide, KB투자증권

SK이노베이션 (096770): 자산 효율성 증가에 주목

KB투자증권은 SK이노베이션의 2Q13 영업이익을 컨센서스 수준인 3,057억원 (-56.1% QoQ, YoY 흑자전환)으로 전망한다. QoQ 이익 감소는 유가 하락과 정제마진 하락에 따른 4~5월 정유 사업에서의 실적 둔화에 기인한다. 하지만, 6월부터 유가와 정제마진이 안정되고 있어 수익성을 회복하고 있다. 컨센서스 대비 지배주주순이익을 보수적으로 전망하는 이유는 원/달러 환율이 3월 말 1,111원/달러에서 6월 말 1,150원/달러 내외로 상승하면서 외화부채 보유에 따른 외화환산손실이 1Q13에 이어 2Q13에도 예상되기 때문이다.

2013년 SK이노베이션의 매출액과 영업이익을 각각 72.1조원 (-1.7% YoY), 2.0조원 (+19.6% YoY)으로 전망한다. 유가 하락과 석유제품 수요 비수기 영향으로 2Q13 영업이익은 감소하였으나, 하반기에는 분기 평균 5천억원 수준의 영업이익이 예상되기 때문이다. PX-납사 스프레드는 중장기적인 하락 우려는 있으나 여전히 톤당 5백달러 이상에서 유지되고 있으며, 손익분기점 수준으로 하락한 윤활기유의 수익성도 미미하지만 회복되고 있다.

표 10. 2Q13 실적 전망 및 컨센서스와의 비교

(단위: 십억원, %)	KB투자증권	컨센서스	차이(%)	2Q12	YoY (%)	1Q13	QoQ (%)	2013C	2014C
매출액	17,396.1	16,954.9	2.6	18,878.1	(7.9)	18,108.2	(3.9)	71,202	74,042
영업이익	305.7	303.4	0.8	(132.5)	흑전	695.9	(56.1)	2,076	2,390
지배주주순이익	130.8	237.9	(45.0)	(239.0)	흑전	257.7	(49.2)	1,437	1,875
EBITDA	456.0			52.4	771.0	858.5	(46.9)		
영업이익률	1.8	1.8	(0.0)	(0.7)	2.5	3.8	(2.1)	2.9	3.2
순이익률	0.8	1.4	(0.7)	(1.3)	2.0	1.4	(0.7)	2.0	2.5
EBITDA 마진	2.6			0.3	2.3	4.7	(2.1)		

자료: SK이노베이션, Enguide, KB투자증권

표 11. 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2011	2012	2013E	2014E
매출액												
전체	18,108	17,396	18,116	18,453	18,756	18,957	20,019	20,103	68,371	73,330	72,073	77,835
SK에너지 (석유)	13,884	13,204	13,741	13,854	14,140	14,060	14,757	14,863	49,401	56,589	54,683	57,820
SK종합화학 (석유화학)	3,285	3,155	3,257	3,344	3,368	3,575	3,797	3,770	15,055	12,574	13,041	14,510
SK루브리컨츠 (윤활유)	628	699	772	907	892	957	1,093	1,097	2,709	2,901	3,007	4,039
SK이노베이션 (석유개발/연결조정)	311	338	346	348	356	365	371	373	1,206	1,269	1,343	1,466
영업이익												
전체	696	306	490	542	531	564	656	657	2,959	1,699	2,033	2,408
SK에너지 (석유)	384	26	190	206	203	197	230	232	1,277	279	806	862
SK종합화학 (석유화학)	246	199	202	212	199	225	268	272	768	751	859	964
SK루브리컨츠 (윤활유)	8	14	29	50	46	55	70	64	510	314	100	236
SK이노베이션 (석유개발/연결조정)	59	67	69	74	83	86	88	89	405	347	268	346
지배주주순이익	258	131	381	408	375	403	473	474	3,169	1,185	1,178	1,725
EBITDA	859	456	642	694	688	727	825	827	3,448	2,323	2,651	3,067
영업이익률	3.8	1.8	2.7	2.9	2.8	3.0	3.3	3.3	4.3	2.3	2.8	3.1
순이익률	1.4	0.8	2.1	2.2	2.0	2.1	2.4	2.4	4.6	1.6	1.6	2.2
EBITDA 마진	4.7	2.6	3.5	3.8	3.7	3.8	4.1	4.1	5.0	3.2	3.7	3.9

자료: SK이노베이션, KB투자증권

SK이노베이션의 투자 의견 BUY를 유지하며, 목표주가는 195,000원으로 제시한다. 목표주가는 SOTP와 DCF를 통해서 도출하였으며, 2014년 예상 EPS 18,603원의 10.5X에 해당한다. 2013년 수익 전망을 바탕으로 도출한 적정 주가는 163,693원이나, 지속적인 생산능력 확대를 통한 기업가치 상승이 가능하다고 판단하여 중기 전망을 반영한 목표주가를 제시한다.

SK이노베이션의 목표주가로 195,000원 제시

EBITDA배수를 적용하여 SOTP로
산정한 적정가치 (163,693원)와
DCF를 이용한 적정가치
(225,447원)의 평균치

표 12. SK이노베이션의 Valuation (1): SOTP (Sum of the Parts)

(단위: 십억원)		EBITDA	Multiple	Value	비고
영업가치①	SK에너지	1,106	6.0	6,635	정유업종 평균
	SK종합화학	967	6.5	6,288	석유화학 업종 평균
	SK루브리컨츠	147	10.0	1,474	수익성 하락으로 높은 멀티플 적용
	SK이노베이션	447	10.0	4,473	석유개발(E&P) 업체 평균
	영업가치 합계	2,668	7.1	18,870	
관계기업투자자산②				1,709	2013년 말 전망치에서 20% 할인적용
순차입금③				4,407	2013년 말 전망치
우선주 시가총액④				74	
소수주주가치⑤				962	
목표시가총액⑥(=①+②-③-④-⑤)				15,136	
보통주식수(주)				92,465,564	
(-) 자기주식수				47	
조정주식수(주)				92,465,517	
보통주 주당가치(원)				163,693 (a)	

자료: SK이노베이션, KB투자증권

표 13. SK이노베이션의 Valuation (2): DCF

(단위: 십억원)	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	72,073	77,835	83,852	88,045	92,447	97,069
EBIT	2,033	2,408	2,673	3,002	3,160	3,397
Tax rate	26.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
NOPLAT	1,504	1,830	2,031	2,281	2,402	2,582
(+) 감가상각비	617	659	698	833	885	929
(+) 운전자본증가(감소)	(144)	530	356	319	335	339
(-) Capex	1,858	1,732	1,840	1,916	1,995	2,012
FCF		227	533	879	956	1,161
WACC		8.2%	8.4%	8.5%	8.6%	8.7%
NPV of FCF	3,052	WACC 산정을 위한 주요 가정 무위험이자율: 4.0% Adjusted beta: 1.28 (주간, 2년간) 리스크프리미엄: 5.0% 타인자본비용: 4.29%(회사채AA+등급 스프레드 + 무위험이자율) 영구성장률: 2%				
NPV of CV	20,139					
Enterprise Value	23,191					
Non-operating Value	6,000					
Debt	8,271					
Net Enterprise Value	20,846					
보통주 주당가치(원)	225,447 (b)					

자료: SK이노베이션, KB투자증권

손익계산서

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	68,371	73,330	72,073	77,835	83,852
증감률 (YoY %)	27.3	7.3	(1.7)	8.0	7.7
매출원가	63,551	69,744	68,168	73,389	79,005
판매 및 일반관리비	1,860	1,887	1,872	2,038	2,174
기타	(0)	(0)	0	0	(0)
영업이익	2,959	1,699	2,033	2,408	2,673
증감률 (YoY %)	32.6	(42.6)	19.6	18.4	11.0
EBITDA	3,565	2,323	2,651	3,067	3,371
증감률 (YoY %)	21.5	(34.8)	14.1	15.7	9.9
이자수익	116	127	111	120	130
이자비용	388	340	350	331	331
자본비용	106	131	75	119	124
기타	1,727	334	(82)	237	249
세전계속사업이익	4,309	1,689	1,637	2,316	2,596
증감률 (YoY %)	180.3	(60.8)	(3.1)	41.5	12.1
법인세비용	1,133	506	426	556	623
당기순이익	3,176	1,182	1,211	1,760	1,973
증감률 (YoY %)	162.5	(62.8)	2.4	45.4	12.1
순이익의 귀속					
지배주주	3,169	1,185	1,178	1,725	1,934
비지배주주	7	(3)	33	35	39
이익률 (%)					
영업이익률	4.3	2.3	2.8	3.1	3.2
EBITDA마진	5.2	3.2	3.7	3.9	4.0
세전이익률	6.3	2.3	2.3	3.0	3.1
순이익률	4.6	1.6	1.7	2.3	2.4

대차대조표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	35,027	33,831	35,857	38,049	40,242
유동자산	19,887	17,885	18,335	19,347	20,286
현금성자산	4,787	3,830	3,864	3,622	3,665
매출채권	6,610	6,410	6,701	7,300	7,723
재고자산	7,482	6,759	6,960	7,582	8,021
기타	1,008	887	811	844	878
비유동자산	15,140	15,946	17,521	18,702	19,956
투자자산	2,557	2,378	2,646	2,754	2,866
유형자산	11,377	12,204	13,309	14,155	15,084
무형자산	1,206	1,364	1,566	1,793	2,006
부채총계	20,195	17,483	18,391	19,152	19,728
유동부채	14,305	12,025	12,849	13,573	14,112
매입채무	8,001	6,489	7,157	7,797	8,249
유동성이자부채	4,028	3,347	3,611	3,611	3,611
기타	2,277	2,188	2,080	2,165	2,253
비유동부채	5,890	5,458	5,543	5,578	5,616
비유동이자부채	4,985	4,608	4,660	4,660	4,660
기타	905	850	882	918	955
자본총계	14,832	16,348	17,465	18,897	20,514
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,886	5,885	5,893	5,893	5,893
이익잉여금	8,203	9,115	10,008	11,440	13,057
자본조정	21	(97)	88	88	88
지배주주지분	14,577	15,371	16,457	17,889	19,506
순차입금	4,226	4,126	4,407	4,650	4,606
이자지급성부채	9,013	7,956	8,271	8,271	8,271

현금흐름표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	2,722	1,162	1,644	1,807	2,228
당기순이익	3,176	1,182	1,211	1,760	1,973
자산상각비	605	624	617	659	698
기타비현금성손익	(34)	(194)	295	(83)	(87)
운전자본증감	(13)	(519)	(352)	(530)	(356)
매출채권감소 (증가)	(1,828)	(64)	(67)	(599)	(423)
재고자산감소 (증가)	(1,707)	667	(141)	(622)	(439)
매입채무증가 (감소)	3,824	(1,159)	155	640	451
기타	(301)	38	(298)	52	54
투자현금	814	(2,462)	(1,083)	(1,732)	(1,839)
단기투자자산감소 (증가)	(6)	56	(5)	(11)	(11)
장기투자증권감소 (증가)	(26)	(42)	19	32	34
설비투자	(1,192)	(1,458)	(1,527)	(1,401)	(1,509)
유무형자산감소 (증가)	(96)	(191)	(326)	(331)	(331)
재무현금	(2,085)	(242)	193	(328)	(356)
차입금증가 (감소)	(1,880)	(805)	186	0	0
자본증가 (감소)	(199)	(264)	0	(328)	(356)
배당금지급	199	264	0	328	356
현금 증감	1,447	(1,567)	768	(253)	32
총현금흐름 (Gross CF)	3,600	2,492	2,123	2,337	2,584
(-) 운전자본증가 (감소)	248	555	(144)	530	356
(-) 설비투자	1,192	1,458	1,527	1,401	1,509
(+) 자산매각	(96)	(191)	(326)	(331)	(331)
Free Cash Flow	2,065	289	414	75	387
(-) 기타투자	26	42	(19)	(32)	(34)
잉여현금	2,039	247	434	106	421

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	4.1	13.6	10.5	7.1	6.4
PBR	1.0	1.2	0.8	0.8	0.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
EV/ EBITDA	4.9	8.7	6.3	5.5	5.0
배당수익률	2.0	1.8	2.6	2.9	3.0
EPS	34,272	12,820	12,687	18,603	20,859
BPS	142,686	149,470	158,904	171,763	186,738
SPS	729,573	782,487	769,078	830,559	894,766
DPS	2,800	3,200	3,500	3,800	4,000
수익성지표 (%)					
ROA	9.9	3.4	3.5	4.8	5.0
ROE	25.1	7.9	7.6	10.2	10.6
ROIC	12.5	6.7	7.8	8.9	9.2
안정성지표 (% , X)					
부채비율	136.2	106.9	105.3	101.3	96.2
순차입비율	28.5	25.2	25.2	24.6	22.5
유동비율	139.0	148.7	142.7	142.5	143.7
이자보상배율	10.9	8.0	8.5	11.4	13.3
활동성지표 (회)					
총자산회전율	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
매출채권회전율	12.0	11.3	11.0	11.1	11.2
재고자산회전율	10.6	10.3	10.5	10.7	10.7
자산/자본구조 (%)					
투자자본	70.0	75.0	75.2	77.0	77.7
차입금	37.8	32.7	32.1	30.4	28.7

주: EPS는 완전회석 EPS

S-Oil (010950): 안정성만으로는 역부족

KB투자증권은 S-Oil의 2Q13 영업이익을 1,092억원 (-66.6% QoQ, YoY 흑자전환)으로 전망한다. 2월 중순 이후 유가와 정제마진 하락으로 2분기 감익이 예상되었으나, 4월 이후에도 유가가 반등이 아닌 횡보의 모습을 보이고, 정제마진 상승 폭도 예상보다 낮아 4월 말 기준 전망치인 1천억원 대 후반 대비 낮아질 것으로 예상된다. 기타 정유업체와 마찬가지로 3월 말 대비 6월 말 원/달러 환율 상승에 따른 약 1천억원대의 외화환산손실도 순이익 감소 요인이다.

2013년 S-Oil의 매출액과 영업이익을 각각 32.4조원 (-6.2% YoY), 1.0조원 (+30.7% YoY)으로 전망한다. PX-납사 스프레드는 현재 톤당 5백달러 중반 수준에서 2014년 평균 505달러/톤으로 감소할 것으로 전망하고 있어, 석유화학 부문의 영업이익은 2013년 6,096억원에서 2014년 4,771억원으로 감소할 것으로 예상된다. 과거 대비 높은 수익성이 유지되었으나, 수익성 측면에서 고점은 지난 것으로 판단한다. 최근 윤활기유 스프레드가 바닥을 지나고 있음에 따라 윤활기유 사업의 연간 영업이익은 2011년 7,147억원에서 2013년 1,048억원의 저점을 확인한 후 2014년 2,246억원으로 개선될 것으로 전망한다.

표 14. 2Q13 실적 전망 및 컨센서스와의 비교

(단위: 십억원, %)	KB투자증권	컨센서스	차이(%)	2Q12	YoY (%)	1Q13	QoQ (%)	2013C	2014C
매출액	7,980.5	7,553.0	5.7	8,797.8	(9.3)	8,013.7	(0.4)	31,801	31,683
영업이익	109.2	150.5	(27.4)	(152.1)	흑전	326.8	(66.6)	1,046	1,220
지배주주순이익	0.9	55.0	(98.3)	(165.2)	흑전	147.5	(99.4)	739	911
EBITDA	201.7			(159.5)	흑전	326.8	(38.3)		
영업이익률	1.4	2.0	(0.6)	(1.7)	3.1	4.1	(2.7)	3.3	3.9
순이익률	0.0	0.7	(0.7)	(1.9)	1.9	1.8	(1.8)	2.3	2.9
EBITDA 마진	2.5			(1.8)	4.3	4.1	(1.6)		

자료: S-Oil, FnGuide, KB투자증권

표 15. 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2011	2012	2013E	2014E
매출액												
전체	8,014	7,981	8,175	8,213	8,272	8,187	8,216	8,198	31,914	34,723	32,382	32,873
정유	6,532	6,489	6,655	6,679	6,718	6,639	6,656	6,651	25,960	28,172	26,355	26,664
석유화학	1,049	1,034	1,060	1,069	1,077	1,075	1,084	1,073	3,491	4,297	4,212	4,309
윤활유	433	457	460	465	477	473	476	474	2,463	2,254	1,815	1,900
영업이익												
전체	327	109	278	307	306	274	314	327	1,634	782	1,021	1,221
정유	131	(54)	104	126	125	103	138	154	472	(393)	307	519
석유화학	182	142	144	141	127	118	118	115	447	834	610	477
윤활유	14	21	30	40	54	54	58	58	715	332	105	225
지배주주순이익	147	1	244	251	228	204	235	245	1,191	585	644	912
EBITDA	327	202	371	400	399	367	407	420	2,010	1,173	1,300	1,593
영업이익률	4.1	1.4	3.4	3.7	3.7	3.4	3.8	4.0	5.1	2.3	3.2	3.7
순이익률	1.8	0.0	3.0	3.1	2.8	2.5	2.9	3.0	3.7	1.7	2.0	2.8
EBITDA 마진	4.1	2.5	4.5	4.9	4.8	4.5	5.0	5.1	6.3	3.4	4.0	4.8

자료: S-Oil, KB투자증권

S-Oil의 투자의견을 HOLD로 하향 조정하며, 목표주가를 85,000원으로 제시한다. 투자의견을 하향 조정하는 이유는 현재 주 수익원인 PX의 수익 전망 하향에도 불구하고, 정유 사업과 윤활기유 사업의 회복이 예상되어 전사적인 이익은 개선되었으나, 그러한 이익 전망이 현 주가에 반영되어 있다고 판단하기 때문이다. 목표주가 85,000원은 2014년 PER 10.7X에 해당한다.

S-Oil은 연내에 신규 투자를 발표할 예정이다. 향후 설비 투자에 따라 구조적인 이익 성장이 가능하다고 판단될 경우 투자의견과 목표주가를 상향 검토할 예정이다.

S-Oil의 목표주가로
85,000원 제시

장기적으로 연간 1.3조원의
영업이익이 가능하다는 전망 하에
DCF를 통해서 도출

표 16. S-Oil의 Valuation (1): SOTP (Sum of the Parts) 및 상대가치 평가

(단위: 십억원)		EBITDA	Multiple	Value	비고
영업가치①	정유	545	7.2	3,925	
	석유화학	728	7.8	5,675	
	윤활유	115	8.4	967	
	영업가치 합계	1,388	7.6	10,568	업종 평균 대비 20% 배당 프리미엄 부여
관계기업투자자산②				21	2013년 말 전망치에서 20% 할인적용
순차입금③				2,125	2013년 말 전망치
우선주 시가총액④				213	
목표시가총액⑤(=①+②-③-④)				8,250	
보통주식수(주)				112,582,792	
(-) 자기주식수				0	
조정주식수(주)				112,582,792	
주당산정가치(원)				73,282 (a)	

자료: S-Oil, KB투자증권

표 17. S-Oil의 Valuation (2): DCF

(단위: 십억원)	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	32,382	32,873	32,998	34,318	35,691	37,119
EBIT	1,021	1,221	1,238	1,239	1,292	1,336
Tax rate	23.9%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
NOPLAT	777	928	941	942	982	1,016
(+) 감가상각비	278	372	372	297	290	301
(+) 운전자본증가(감소)	131	(11)	18	174	181	178
(-) Capex	379	197	198	206	214	216
FCF		1,114	1,096	858	875	922
WACC		7.9%	8.2%	8.5%	8.8%	8.9%
NPV of FCF	4,205	WACC 산정을 위한 주요 가정				
NPV of CV	7,698					
Enterprise Value	11,903					
Non-operating Value	1,523					
Debt	3,622					
Net Enterprise Value	9,591					
보통주 주당가치(원)	85,190 (b)					

자료: S-Oil, KB투자증권

손익계산서

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	31,914	34,723	32,382	32,873	32,998
증감률 (YoY %)	54.4	8.8	(6.7)	1.5	0.4
매출원가	29,696	33,411	30,839	31,125	31,229
판매 및 일반관리비	521	531	522	527	532
기타	0	(0)	(0)	(0)	0
영업이익	1,698	782	1,021	1,221	1,238
증감률 (YoY %)	103.8	(53.9)	30.7	19.5	1.4
EBITDA	2,073	1,173	1,300	1,593	1,610
증감률 (YoY %)	102.5	(43.4)	10.8	22.6	1.0
이자수익	41	45	34	47	47
이자비용	58	86	56	68	61
지분법손익	3	(250)	2	0	0
기타	(93)	(272)	(151)	(0)	(0)
세전계속사업손익	1,584	719	846	1,200	1,224
증감률 (YoY %)	80.1	(54.6)	17.7	41.8	2.0
법인세비용	393	134	202	288	294
당기순이익	1,191	585	644	912	930
증감률 (YoY %)	67.5	(50.9)	10.0	41.7	2.0
순이익의 귀속					
지배주주	1,191	585	644	912	930
비지배주주	0	0	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	5.3	2.3	3.2	3.7	3.8
EBITDA마진	6.5	3.4	4.0	4.8	4.9
세전이익률	5.0	2.1	2.6	3.6	3.7
순이익률	3.7	1.7	2.0	2.8	2.8

현금흐름표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	440	735	773	1,302	1,291
당기순이익	1,191	585	644	912	930
자산상각비	376	391	278	372	372
기타비현금성손익	86	(74)	(91)	7	7
운전자본증감	(1,427)	(163)	(81)	11	(18)
매출채권감소 (증가)	(865)	337	62	6	(16)
재고자산감소 (증가)	(1,695)	206	(153)	8	(22)
매입채무증가 (감소)	818	(157)	29	(6)	16
기타	315	(549)	(19)	3	3
투자현금	(980)	(598)	(298)	(232)	(234)
단기투자자산감소 (증가)	0	0	(19)	(26)	(28)
장기투자증권감소 (증가)	0	0	(1)	(1)	(1)
설비투자	(511)	(188)	(379)	(197)	(198)
유무형자산감소 (증가)	(3)	2	1	(0)	(0)
재무현금	563	(580)	(65)	(723)	(817)
차입금증가 (감소)	1,006	(155)	(6)	(350)	(350)
자본증가 (감소)	(442)	(425)	(58)	(373)	(467)
배당금지급	442	425	58	373	467
현금 증감	23	(443)	410	347	240
총현금흐름 (Gross CF)	2,081	1,312	831	1,291	1,309
(-) 운전자본증가 (감소)	1,169	284	131	(11)	18
(-) 설비투자	511	188	379	197	198
(+) 자산매각	(3)	2	1	(0)	(0)
Free Cash Flow	398	842	322	1,105	1,093
(-) 기타투자	0	0	1	1	1
잉여현금	398	842	321	1,104	1,092

자료: Fnguide, KB투자증권

대차대조표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	13,203	12,497	13,113	13,306	13,446
유동자산	8,824	8,582	9,182	9,542	9,847
현금성자산	1,172	1,180	1,497	1,870	2,138
매출채권	3,022	2,999	3,217	3,211	3,226
재고자산	4,617	4,386	4,449	4,441	4,463
기타	13	17	20	20	20
비유동자산	4,378	3,916	3,931	3,764	3,599
투자자산	459	203	206	214	223
유형자산	3,882	3,670	3,687	3,518	3,349
무형자산	37	43	38	33	28
부채총계	7,977	7,121	7,406	7,061	6,737
유동부채	7,236	6,275	6,543	6,191	5,860
매입채무	3,508	3,104	3,231	3,226	3,241
유동성이자부채	3,260	2,835	2,949	2,599	2,249
기타	468	337	362	366	369
비유동부채	741	846	863	870	877
비유동이자부채	488	673	672	672	672
기타	254	173	190	197	205
자본총계	5,225	5,376	5,707	6,246	6,709
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	379	379	379
이익잉여금	3,563	3,704	4,033	4,572	5,035
자본조정	40	49	1,003	1,003	1,003
지배주주지분	5,225	5,376	5,707	6,246	6,709
순차입금	2,576	2,328	2,125	1,402	784
이자지급성부채	3,748	3,508	3,622	3,272	2,922

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	9.5	20.0	12.8	9.0	8.8
PBR	2.2	2.3	1.5	1.3	1.3
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/ EBITDA	6.8	12.2	8.0	6.1	5.7
배당수익률	4.8	2.5	3.8	4.9	4.9
EPS	10,579	5,198	5,619	7,973	8,133
BPS	44,495	45,737	48,613	53,281	57,296
SPS	273,693	297,786	277,706	281,919	282,994
DPS	4,800	2,650	2,700	3,500	3,500
수익성지표 (%)					
ROA	10.2	4.6	5.0	6.9	7.0
ROE	24.4	11.0	11.6	15.3	14.4
ROIC	18.8	8.5	10.1	12.0	12.5
안정성지표 (% , X)					
부채비율	152.7	132.5	129.8	113.1	100.4
순차입비율	49.3	43.3	37.2	22.5	11.7
유동비율	122.0	136.8	140.3	154.1	168.0
이자보상배율	98.0	19.3	46.8	57.5	87.9
활동성지표 (회)					
총자산회전율	2.7	2.7	2.5	2.5	2.5
매출채권회전율	12.3	11.5	10.4	10.2	10.3
재고자산회전율	8.4	7.7	7.3	7.4	7.4
자산/자본구조 (%)					
투자자본	82.0	84.6	82.1	78.5	76.0
차입금	41.8	39.5	38.8	34.4	30.3

주: EPS는 완전회석 EPS

GS (078930): 꾸준한 성장

KB투자증권은 GS의 2Q13 영업이익을 1,476억원 (-17.7% QoQ, +167.6% YoY)으로 전망한다. 정유업황 둔화에 따른 GS칼텍스 영업이익 감소가 주 요인이다. 컨센서스 대비 보수적으로 전망하는 이유는 원/달러 환율 상승에 따른 GS칼텍스의 영업외손실 가능성 때문이다. GS홀딩스의 영업이익에는 GS칼텍스 영업이익이 반영되는 것이 아니라 순이익의 절반 (지분율 50%)이 반영되기 때문에 GS칼텍스의 순이익 변화가 GS홀딩스의 영업이익에 미치는 영향이 크다.

2013년 GS의 매출액과 영업이익을 각각 10.3조원 (+5.1% YoY), 8,091조원 (+28.0% YoY)으로 전망한다. GS칼텍스도 2012년 최악의 업황에서 벗어나고 있으며, GS리테일, GS홈쇼핑 등 내수 자회사도 꾸준히 성장하고 있기 때문이다. 2014년 영업이익은 1.1조원으로 증가할 것으로 전망되는데, 이는 2013년부터 본격적으로 가동되는 GS칼텍스 고도화설비 및 GS EPS 복합화력발전 4호기의 이익 증가 효과가 연간으로 반영되기 때문이다.

표 18. 2Q13 실적 전망 및 컨센서스와의 비교

(단위: 십억원, %)	KB투자증권	컨센서스	차이(%)	2Q12	YoY (%)	1Q13	QoQ (%)	2013C	2014C
매출액	2,443.7	2,619.3	(6.7)	2,448.1	(0.2)	2,484.7	(1.6)	10,565	11,758
영업이익	147.6	203.5	(27.5)	55.2	167.6	179.5	(17.7)	878	982
지배주주순이익	98.0	134.9	(27.3)	14.8	561.1	143.9	(31.8)	785	989
영업이익률	6.0	7.8	(1.7)	2.3	3.8	7.2	(1.2)	8.3	8.4
순이익률	4.0	5.2	(1.1)	0.6	3.4	5.8	(1.8)	7.4	8.4

자료: GS, FnGuide, KB투자증권

표 19. 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2011	2012	2013E	2014E
GS Holdings												
매출액	2,485	2,444	2,682	2,728	2,900	2,814	2,990	2,989	8,519	9,838	10,339	11,693
영업이익	179	148	238	244	242	261	301	291	932	684	809	1,095
지배주주순이익	144	98	174	173	180	201	226	210	774	494	589	816
영업이익률	7.2	6.0	8.9	8.9	8.4	9.3	10.1	9.7	10.9	7.0	7.8	9.4
순이익률	5.8	4.0	6.5	6.3	6.2	7.1	7.6	7.0	9.1	5.0	5.7	7.0
GS칼텍스												
매출액												
전체	10,900	11,360	11,618	11,594	11,674	11,575	11,607	11,572	47,946	47,873	45,473	46,428
정유	8,841	9,237	9,483	9,420	9,474	9,389	9,414	9,394	39,001	39,647	36,982	37,670
유탄유	351	370	391	401	428	428	434	436	1,641	1,768	1,513	1,726
석유화학	1,698	1,750	1,741	1,769	1,769	1,755	1,756	1,739	5,830	6,411	6,959	7,019
영업이익												
전체	392	180	310	335	371	348	400	401	2,020	511	1,218	1,520
정유	145	(25)	102	125	139	129	177	185	653	(508)	347	631
유탄유	31	37	47	52	60	60	65	65	411	256	167	250
석유화학	219	173	166	163	177	164	163	155	775	762	721	659
지배주주순이익	180	38	186	206	234	218	259	260	1,236	340	611	971
EBITDA	522	309	439	464	500	477	529	530	2,619	1,109	1,734	2,037
영업이익률	3.6	1.6	2.7	2.9	3.2	3.0	3.4	3.5	4.2	1.1	2.7	3.3
순이익률	1.7	0.3	1.6	1.8	2.0	1.9	2.2	2.2	2.6	0.7	1.3	2.1
EBITDA 마진	4.8	2.7	3.8	4.0	4.3	4.1	4.6	4.6	5.5	2.3	3.8	4.4

자료: GS, KB투자증권

GS에 대한 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가를 72,000원으로 제시한다. 목표주가 72,000원은 GS에너지의 적정가치를 약 4조원으로 반영하고, 기타 상장자회사의 가치를 시가평가 하여 20% 할인하여 적용한 것이다. 이는 2014년 예상 PER 8.2X에 해당한다.

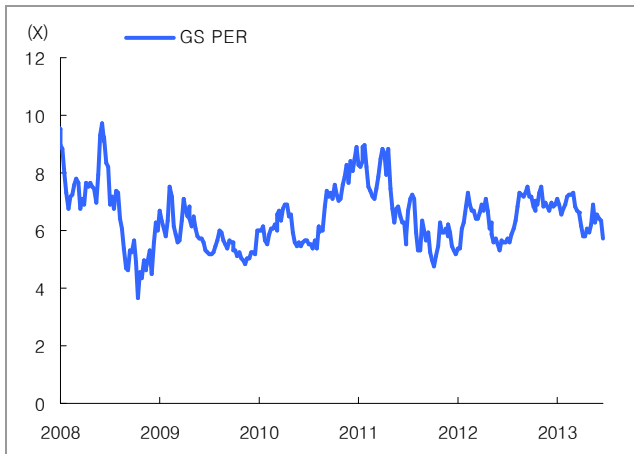
GS의 목표주가로
72,000원 제시

표 20. GS의 Valuation: SOTP (Sum of the Parts)

(단위: 십억원)	지분율	적정가치	비고
사업자회사가치①	GS에너지	100.0%	3,958 2013~2014년 PER 10X 적용
	GS리테일	65.8%	1,440 시가 기준
	GS홈쇼핑	30.0%	473 시가 기준
	GS이피에스	70.0%	489 PER 10X 적용
	GS글로벌	65.9%	67 시가 기준
합계		6,427	
할인을 20% 적용		5,142	
임대수익②		1,460	부동산 장부가액 + 연간 세후 임대수익률의 10배 적용
상표권수익③		529	연간 세후 상표권 수익금액의 10배 적용
순차입금④		397	2013년 말 예상치
우선주 시가총액⑤		46	
목표시가총액⑥(=①+②+③-④-⑤)		6,687	
보통주식수(주)		92,915,378	
(-) 자기주식수		19,883	
조정주식수(주)		92,895,495	
주당산정가치(원)		71,983	

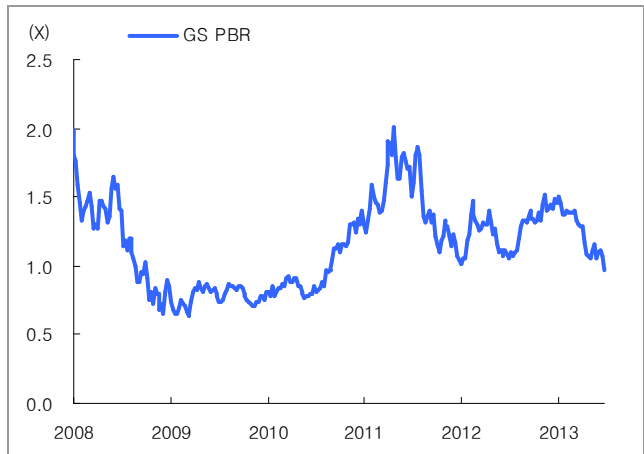
자료: GS, KB투자증권

그림 36. GS 12개월 Forward PER 추이 (컨센서스 기준)



자료: Fnguide, KB투자증권

그림 37. GS 12개월 Trailing PBR 추이 (컨센서스 기준)



자료: Fnguide, KB투자증권

손익계산서

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	8,519	9,838	10,339	11,693	12,553
증감률 (YoY %)	(79.8)	15.5	5.1	13.1	7.4
매출원가	6,710	8,097	8,494	9,499	10,223
판매 및 일반관리비	877	1,056	1,036	1,098	1,168
기타	0	0	(0)	0	(0)
영업이익	932	684	809	1,095	1,162
증감률 (YoY %)	(43.7)	(26.6)	18.2	35.4	6.1
EBITDA	932	684	945	1,294	1,381
증감률 (YoY %)	(59.1)	(26.6)	38.1	36.9	6.7
이자수익	49	70	61	92	99
이자비용	81	140	105	136	132
지분법손익	3	4	0	0	0
기타	(5)	64	2	0	0
세전계속사업손익	893	674	768	1,052	1,129
증감률 (YoY %)	(32.2)	(24.5)	14.0	37.0	7.3
법인세비용	83	101	102	147	158
당기순이익	810	573	666	905	971
증감률 (YoY %)	(46.0)	(29.3)	16.2	35.9	7.3
순손익의 귀속					
지배주주	774	494	589	816	871
비지배주주	36	79	77	88	100
이익률 (%)					
영업이익률	10.9	7.0	7.8	9.4	9.3
EBITDA마진	10.9	7.0	9.1	11.1	11.0
세전이익률	10.5	6.8	7.4	9.0	9.0
순이익률	9.5	5.8	6.4	7.7	7.7

대차대조표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	10,425	12,712	13,337	14,137	14,974
유동자산	1,992	2,446	2,951	3,152	3,364
현금성자산	1,017	1,262	1,445	1,511	1,620
매출채권	625	785	1,099	1,204	1,285
재고자산	272	289	297	325	347
기타	78	110	111	112	113
비유동자산	8,433	10,266	10,385	10,984	11,610
투자자산	6,456	7,108	7,422	7,724	8,037
유형자산	1,562	2,447	2,426	2,717	3,022
무형자산	238	549	537	544	551
부채총계	3,636	5,539	5,677	5,701	5,700
유동부채	2,322	2,348	2,310	2,420	2,505
매입채무	746	947	1,131	1,239	1,322
유동성이자부채	1,387	1,211	986	986	986
기타	189	191	193	195	196
비유동부채	1,313	3,191	3,367	3,281	3,195
비유동이자부채	949	2,658	2,815	2,715	2,615
기타	364	534	552	565	580
자본총계	6,789	7,173	7,660	8,436	9,274
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,313	1,311	1,311	1,311	1,311
이익잉여금	4,332	4,680	5,200	5,976	6,814
자본조정	(102)	(122)	(118)	(118)	(118)
지배주주지분	6,016	6,343	6,867	7,643	8,482
순차입금	1,320	2,607	2,357	2,190	1,982
이자지급성부채	2,336	3,868	3,801	3,701	3,601

현금흐름표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	186	775	1,161	1,092	1,186
당기순이익	810	573	666	905	971
자산상각비	0	0	136	199	219
기타비현금성손익	(662)	(322)	(5)	14	14
운전자본증감	(175)	43	239	(25)	(19)
매출채권감소 (증가)	(181)	(63)	29	(105)	(81)
재고자산감소 (증가)	(58)	(17)	(18)	(28)	(22)
매입채무증가 (감소)	114	230	125	108	83
기타	(51)	(107)	103	1	1
투자현금	(526)	(1,641)	(661)	(804)	(851)
단기투자자산감소 (증가)	0	0	(4)	(6)	(6)
장기투자증권감소 (증가)	0	0	(155)	(214)	(223)
설비투자	(513)	(822)	(446)	(468)	(502)
유무형자산감소 (증가)	(38)	(96)	(28)	(29)	(29)
재무현금	350	1,316	119	(228)	(233)
차입금증가 (감소)	394	1,459	131	(100)	(100)
자본증가 (감소)	(142)	(146)	(12)	(128)	(133)
배당금지급	142	146	12	128	133
현금 증감	12	447	619	60	102
총현금흐름 (Gross CF)	473	673	797	1,117	1,204
(-) 운전자본증가 (감소)	(3,553)	7	136	25	19
(-) 설비투자	513	822	446	468	502
(+) 자산매각	(38)	(96)	(28)	(29)	(29)
Free Cash Flow	3,475	(252)	187	596	655
(-) 기타투자	0	0	155	214	223
잉여현금	3,475	(252)	32	381	431

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	6.1	13.5	8.0	5.8	5.4
PBR	0.8	1.2	0.8	0.7	0.6
PSR	0.6	0.7	0.5	0.4	0.4
EV/ EBITDA	6.5	13.6	7.5	5.4	4.9
배당수익률	2.7	1.9	2.7	2.8	3.0
EPS	8,327	5,317	6,308	8,760	9,346
BPS	61,007	61,179	66,839	74,966	83,745
SPS	89,955	103,884	109,173	123,470	132,554
DPS	1,350	1,350	1,350	1,400	1,500
수익성지표 (%)					
ROA	4.2	5.0	5.1	6.6	6.7
ROE	14.9	9.3	10.1	12.5	12.0
ROIC	8.2	15.3	15.4	19.1	18.7
안정성지표 (% , X)					
부채비율	53.5	77.2	74.1	67.6	61.5
순차입비율	19.4	36.3	30.8	26.0	21.4
유동비율	85.8	104.2	127.8	130.3	134.3
이자보상배율	29.3	9.7	18.6	25.1	35.3
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.4	0.9	0.8	0.9	0.9
매출채권회전율	2.9	14.0	11.0	10.2	10.1
재고자산회전율	3.5	35.0	35.3	37.6	37.4
자산/자본구조 (%)					
투자자본	30.2	34.3	34.8	35.7	36.4
차입금	25.6	35.0	33.2	30.5	28.0

주: EPS는 원전회석 EPS

LG화학 (051910): 돌보이는 수익 안정성

KB투자증권은 LG화학의 2Q13 영업이익을 4,861억원 (+18.9% QoQ, -2.6% YoY)으로 전망한다. 석유화학 부문에서 동종 업계 대비 제품경쟁력이 높고, 이익의 집중도가 높지 않다는 점이 다시 한번 부각되는 시점이다. 범용 제품의 스프레드 개선과, 주요 원재료인 납사, 부타디엔, TAC 필름의 가격 하락에 따른 원가율 개선이 이익 상승 요인이다.

2013년 LG화학의 매출액과 영업이익을 각각 23.8조원 (+2.1% YoY), 1.96조원 (+2.4% YoY)으로, 2014년 영업이익은 2.3조원 (+18.5% YoY)으로 전망한다. 연간 2조원의 투자가 지속됨으로써 수익성 개선과 외형 성장이 지속되고 있다. 대형 이차전지에서는 추가 투자가 집행되지 않는 상황에서 매출액이 점차 확대되면서 적자폭이 축소될 것으로 예상된다.

표 21. 2Q13 실적 전망 및 컨센서스와의 비교

(단위: 십억원, %)	KB투자증권	컨센서스	차이(%)	2Q12	YoY (%)	1Q13	QoQ (%)	2013C	2014C
매출액	5,791.4	5,960.8	(2.8)	5,995.6	(3.4)	5,720.6	1.2	24,053	25,406
영업이익	486.1	492.6	(1.3)	499.1	(2.6)	408.9	18.9	2,009	2,397
지배주주순이익	372.4	378.5	(1.6)	376.6	(1.1)	339.1	9.8	1,550	1,825
EBITDA	733.1			713.9	2.7	660.8	11.0		
영업이익률	8.4	8.3	0.1	8.3	0.1	7.1	1.2	8.4	9.4
순이익률	6.4	6.3	0.1	6.3	0.1	5.9	0.5	6.4	7.2
EBITDA 마진	12.7			11.9	0.8	11.6	1.1		

자료: LG화학, FnGuide, KB투자증권

표 22. 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2011	2012	2013E	2014E
매출액												
전체	5,721	5,791	6,153	6,090	6,165	6,342	6,521	6,400	22,676	23,263	23,755	25,429
석유화학	4,337	4,272	4,480	4,530	4,572	4,601	4,667	4,658	17,265	17,514	17,619	18,497
정보소재	792	863	942	853	878	974	1,026	955	3,142	3,271	3,450	3,832
전지	592	656	731	707	716	768	828	788	2,269	2,478	2,686	3,100
영업이익												
전체	409	486	568	494	513	609	655	542	2,819	1,910	1,957	2,318
석유화학	324	363	410	377	396	430	438	405	2,329	1,436	1,474	1,669
정보소재	97	121	144	99	101	145	171	113	374	436	462	530
전지	(12)	1	14	18	16	33	46	23	118	39	21	119
지배주주순이익	339	372	436	379	394	468	504	416	2,138	1,494	1,527	1,782
EBITDA	661	733	819	747	769	866	915	805	3,592	2,784	2,960	3,354
영업이익률	7.1	8.4	9.2	8.1	8.3	9.6	10.0	8.5	12.4	8.2	8.2	9.1
순이익률	5.9	6.4	7.1	6.2	6.4	7.4	7.7	6.5	9.4	6.4	6.4	7.0
EBITDA 마진	11.6	12.7	13.3	12.3	12.5	13.6	14.0	12.6	15.8	12.0	12.5	13.2

자료: LG화학, KB투자증권

LG화학에 대한 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가를 310,000원으로 제시한다. 목표주가는 일반적으로 화학업종 대비 20%의 멀티플 프리미엄을 부여하였으며, 향후 3~4년 내 연간 3조원의 영업이익 달성이 가능하다는 것을 전제로 DCF를 통해 도출한 적정 주가이다. 이는 2014년 예상 PER 11.8X 수준이다.

향후 LG화학의 목표주가 상향을 위해서는 정보전자소재의 외형 확대와 수익성 개선도 중요하다. 석유화학 사업에서의 이익 개선이 필요하다고 판단한다. 전기차와 유리기관에 대한 기대감이 이미 낮아졌기 때문이다. 현재 전체 매출액의 약 20%를 차지하지만 수익성이 저조한 ABS/EP 사업에서의 이익 개선이 필수적이다. 최근 중국을 중심으로 한 냉장고, 에어컨 등의 백색가전 수요 확대가 향후 ABS 이익률 개선으로 이어질 지가 관전 포인트이다.

LG화학의 목표주가로
310,000원 제시

EBITDA배수를 적용하여 SOTP로
산정한 적정가치 (307,787원)와
DCF를 이용한 적정가치
(308,210원)의 평균치

표 23. LG화학의 Valuation (1): SOTP (Sum of the Parts) 및 상대가치 평가

(단위: 십억원)	EBITDA	Multiple	Value	비고	
영업가치①	석유화학	1,961	7.2	14,122	석유화학 다각화에 따른 프리미엄 20%
	정보전자소재	703	8.0	5,621	정보전자소재 프리미엄
	이차전지	287	8.0	2,297	대형 이차전지 수익성 개선
	영업가치 합계	2,951	7.5	22,040	
관계기업투자자산②			360	2013년 말 전망치에서 20% 할인적용	
순차입금③			1,200	2013년 말 전망치	
우선주 시가총액④			771		
소수주주가치⑤			143	장부가격	
목표시가총액⑥(=①+②-③-④-⑤)			20,287		
보통주식수(주)			66,271,100		
(-) 자기주식수			359,781		
조정주식수(주)			65,911,319		
주당산정가치(원)			307,787 (a)		

자료: LG화학, KB투자증권

표 24. LG화학의 Valuation (2): DCF

(단위: 십억원)	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	23,755	25,429	26,430	27,752	29,139	30,596
EBIT	1,957	2,318	2,569	2,908	3,062	3,060
Tax rate	21.1%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
NOPLAT	1,544	1,808	2,004	2,268	2,388	2,386
(+) 감가상각비	1,003	1,036	1,061	1,051	1,134	1,190
(+) 운전자본증가(감소)	71	176	112	187	196	212
(-) Capex	1,814	1,937	2,012	1,972	2,069	2,090
FCF		732	941	1,161	1,256	1,275
WACC		8.7%	8.8%	8.9%	9.0%	9.1%
NPV of FCF	4,452	WACC 산정을 위한 주요 가정				
NPV of CV	17,384					
Enterprise Value	21,835					
Non-operating Value	2,351					
Debt	3,102					
Net Enterprise Value	20,315					
보통주 주당가치(원)	308,210 (b)					

자료: LG화학, KB투자증권

손익계산서

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	22,676	23,263	23,755	25,429	26,430
증감률 (YoY %)	16.5	2.6	2.1	7.0	3.9
매출원가	18,595	19,955	20,339	21,571	22,257
판매 및 일반관리비	1,262	1,398	1,459	1,540	1,604
기타	0	0	0	0	(0)
영업이익	2,819	1,910	1,957	2,318	2,569
증감률 (YoY %)	(0.1)	(32.2)	2.4	18.5	10.8
EBITDA	3,575	2,784	2,960	3,354	3,630
증감률 (YoY %)	2.3	(22.1)	6.3	13.3	8.2
이자수익	28	30	32	33	34
이자비용	67	73	68	68	68
지분법손익	15	12	11	11	11
기타	33	25	32	22	22
세전계속사업손익	2,797	1,880	1,943	2,294	2,546
증감률 (YoY %)	(0.8)	(32.8)	3.3	18.1	11.0
법인세비용	627	374	410	505	560
당기순이익	2,170	1,506	1,532	1,789	1,986
증감률 (YoY %)	(1.4)	(30.6)	1.7	16.8	11.0
순이익의 귀속					
지배주주	2,138	1,494	1,527	1,782	1,978
비지배주주	32	12	6	7	8
이익률 (%)					
영업이익률	12.4	8.2	8.2	9.1	9.7
EBITDA마진	15.8	12.0	12.5	13.2	13.7
세전이익률	12.3	8.1	8.2	9.0	9.6
순이익률	9.6	6.5	6.5	7.0	7.5

대차대조표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	15,286	16,581	18,378	20,029	21,795
유동자산	7,256	7,453	8,389	9,116	9,907
현금성자산	1,392	1,366	1,902	2,307	2,886
매출채권	3,229	3,230	3,470	3,647	3,764
재고자산	2,475	2,628	2,785	2,927	3,021
기타	160	229	231	234	236
비유동자산	8,029	9,128	9,989	10,913	11,888
투자자산	446	546	577	601	625
유형자산	7,376	8,348	9,167	10,059	11,001
무형자산	207	234	245	254	262
부채총계	5,578	5,816	6,318	6,475	6,588
유동부채	4,724	4,338	4,791	4,936	5,037
매입채무	2,453	2,289	2,615	2,748	2,836
유동성이자부채	1,838	1,752	1,876	1,876	1,876
기타	432	297	300	312	325
비유동부채	854	1,478	1,527	1,539	1,552
비유동이자부채	689	1,195	1,226	1,226	1,226
기타	165	283	301	313	326
자본총계	9,708	10,765	12,061	13,554	15,207
자본금	370	370	370	370	370
자본잉여금	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
이익잉여금	8,053	9,205	10,442	11,935	13,588
자본조정	(27)	(103)	(51)	(51)	(51)
지배주주지분	9,553	10,629	11,918	13,411	15,064
순차입금	1,136	1,581	1,200	795	216
이자지급성부채	2,527	2,947	3,102	3,102	3,102

현금흐름표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	2,240	1,766	2,274	2,650	2,937
당기순이익	2,797	1,880	1,607	1,789	1,986
자산상각비	757	874	1,003	1,036	1,061
기타비현금성손익	13	(60)	51	1	2
운전자본증감	(656)	(519)	(359)	(176)	(112)
매출채권감소 (증가)	(534)	(120)	(175)	(177)	(117)
재고자산감소 (증가)	(276)	(221)	(128)	(142)	(94)
매입채무증가 (감소)	172	93	126	133	88
기타	(19)	(271)	(182)	10	10
투자현금	(2,280)	(2,655)	(1,549)	(1,964)	(2,041)
단기투자자산감소 (증가)	0	0	(11)	(15)	(16)
장기투자증권감소 (증가)	0	0	(5)	(7)	(8)
설비투자	(2,195)	(1,907)	(1,785)	(1,907)	(1,982)
유무형자산감소 (증가)	(22)	(22)	(29)	(29)	(29)
재무현금	63	246	75	(296)	(333)
차입금증가 (감소)	389	562	75	0	0
자본증가 (감소)	(319)	(316)	0	(296)	(333)
배당금지급	319	316	0	296	333
현금 증감	11	(659)	811	390	563
총현금흐름 (Gross CF)	3,642	2,790	2,660	2,826	3,049
(-) 운전자본증가 (감소)	699	523	71	176	112
(-) 설비투자	2,195	1,907	1,785	1,907	1,982
(+) 자산매각	(22)	(22)	(29)	(29)	(29)
Free Cash Flow	726	338	775	714	925
(-) 기타투자	0	0	5	7	8
잉여현금	726	338	770	706	917

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	9.8	14.6	10.7	9.2	8.3
PBR	2.5	2.3	1.5	1.4	1.2
PSR	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/ EBITDA	6.4	8.7	6.1	5.3	4.7
배당수익률	1.3	1.2	1.6	1.9	2.0
EPS	32,260	22,551	22,568	26,370	29,295
BPS	126,472	140,669	157,956	178,043	200,304
SPS	306,841	314,790	321,450	344,101	357,646
DPS	4,000	4,000	4,000	4,500	4,800
수익성지표 (%)					
ROA	15.5	9.5	8.8	9.3	9.5
ROE	25.1	14.9	13.6	14.1	13.9
ROIC	23.2	13.6	12.5	13.5	13.9
안정성지표 (% , X)					
부채비율	57.5	54.0	52.4	47.8	43.3
순차입비율	11.7	14.7	9.9	5.9	1.4
유동비율	153.6	171.8	175.1	184.7	196.7
이자보상배율	71.2	44.7	55.1	65.6	75.6
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3
매출채권회전율	7.8	7.2	7.1	7.1	7.1
재고자산회전율	9.7	9.1	8.8	8.9	8.9
자산/자본구조 (%)					
투자자본	85.1	86.2	83.8	82.7	81.0
차입금	20.7	21.5	20.5	18.6	16.9

주: EPS는 완전회석 EPS

롯데케미칼 (011170): 바닥 수준의 BD 스프레드

KB투자증권은 롯데케미칼의 2Q13 영업이익을 889억원 (-24.3 QoQ, YoY 흑자전환)으로 전망한다. PE, PP, SM 등 범용 제품에서의 스프레드 개선은 긍정적이나, 과거 수익 확대기의 주력 제품이었던 BD, MEG 스프레드 하락으로 고전을 면치 못하고 있다. 최근 BD 가격이 급락한 것을 반영하면 2분기 영업이익이 추가 하락될 가능성도 있다.

2013년 롯데케미칼의 매출액과 영업이익을 각각 16.7조원 (+4.8% YoY), 5,035억원 (+35.4% YoY)으로 전망한다. 하반기에는 분기 1,500억원 정도의 영업이익으로 회복될 수 있다고 본 것이며, 이를 위해서 BD-납사 스프레드가 톤당 600달러 정도로 상승하는 것으로 가정하고 있다.

표 25. 2Q13 실적 전망 및 컨센서스와의 비교

(단위: 십억원, %)	KB투자증권	컨센서스	차이(%)	2Q12	YoY (%)	1Q13	QoQ (%)	2013C	2014C
매출액	4,042.8	4,120.8	(1.9)	3,948.8	2.4	4,171.2	(3.1)	16,821	17,204
영업이익	88.9	95.0	(6.4)	(47.7)	흑전	117.4	(24.3)	542	687
지배주주순이익	58.8	80.5	(26.9)	(12.7)	흑전	114.4	(48.6)	466	568
EBITDA	209.2			89.0	134.9	241.2	(13.3)		
영업이익률	2.2	2.3	(0.1)	(1.2)	3.4	2.8	(0.6)	3.2	4.0
순이익률	1.5	2.0	(0.5)	(0.3)	1.8	2.7	(1.3)	2.8	3.3
EBITDA 마진	5.2			2.3	2.9	5.8	(0.6)		

자료: 롯데케미칼, FnGuide, KB투자증권

표 26. 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2011	2012	2013E	2014E
매출액	4,171	4,043	4,183	4,268	4,300	4,314	4,328	4,322	15,699	15,903	16,665	17,264
영업이익	117	89	144	154	146	164	164	180	1,490	372	504	653
지배주주순이익	114	59	101	103	103	119	120	126	978	315	378	468
EBITDA	241	209	264	274	266	284	283	300	1,849	832	989	1,133
영업이익률	2.8	2.2	3.4	3.6	3.4	3.8	3.8	4.2	9.4	2.3	3.0	3.8
순이익률	2.7	1.5	2.4	2.4	2.4	2.8	2.8	2.9	6.2	2.0	2.3	2.7
EBITDA 마진	5.8	5.2	6.3	6.4	6.2	6.6	6.5	6.9	11.8	5.2	5.9	6.6

자료: 롯데케미칼, KB투자증권

롯데케미칼에 대한 투자 의견 BUY를 유지하며, 목표주가는 195,000원을 제시한다. 이는 장기적으로 롯데케미칼이 창출할 수 있는 이익 능력이 분기 2천억원, 연간 8천억원 수준은 가능하다는 것을 반영하고 DCF를 통해서 도출한 것이다. 목표주가 195,000원은 2013년 PER 17.5X, 2014년 PER 14.3X로 단순히 현재 이익 만을 감안하면 부담스러운 수준이다.

하지만, 범용 제품을 중심으로 수익성이 개선되고 있고, 부타디엔의 경우 구조적으로 미국 저가 원료에 따른 영향이 적다. 또한, 장기적으로 우즈베키스탄에 에탄크래커를 건설하고 있어 원가율 개선이 가능할 것으로 전망한다. 현재 PTA 중심의 아로마틱 계열의 수익성이 손익분기점 또는 그 이하이지만, 현 시점에서 더 악화되지 않고 있으며, 롯데케미칼의 경우 PTA의 원료로 사업을 확대할 가능성이 있다는 점도 감안해야 할 것이다.

롯데케미칼의 목표주가로
195,000원 제시

EBITDA배수를 적용하여 산정한
적정가치 (193,448원)와 DCF를
이용한 적정가치 (195,863원)의
평균치

표 27. 롯데케미칼의 Valuation (1): EV/EBITDA

(단위: 십억원)	EBITDA	Multiple	Value	비고
영업가치①	989	6.5	6,426	석유화학 업종 평균 적용
관계기업투자자산②			1,302	롯데건설, 씨텍, 대산MMA 등
순차입금③			1,057	2013년 말 전망치
소수주주가치④			41	장부가액
목표시가총액⑤ (=①+②-③-④)			6,630	
보통주식수(주)			34,275,419	
주당산정가치(원)			193,448 (a)	

자료: 롯데케미칼, KB투자증권

표 28. 롯데케미칼의 Valuation (2): DCF

(단위: 십억원)	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	16,665	17,264	17,482	18,356	19,273	20,237
EBIT	504	653	751	794	840	809
Tax rate	18.8%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
NOPLAT	409	497	571	604	638	615
(+) 감가상각비	485	479	475	472	470	494
(+) 운전자본증가(감소)	187	18	14	74	78	80
(-) Capex	447	433	439	442	464	469
FCF		525	593	559	566	560
WACC		9.7%	9.9%	10.0%	10.1%	10.2%
NPV of FCF	2,333					
NPV of CV	3,809					
Enterprise Value	6,142					
Non-operating Value	3,060					
Debt	2,489					
Net Enterprise Value	6,713					
보통주 주당가치(원)	195,863 (b)					

자료: 롯데케미칼, KB투자증권

WACC 산정을 위한 주요 가정

무위험이자율: 4.0%
Adjusted beta: 1.31 (주간, 2년간)
리스크프리미엄: 6.0%
타인자본비용: 4.29%(회사채AA+ 등급 스프레드 + 무위험이자율)
영구성장률: 2.0%

손익계산서

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	15,699	15,903	16,665	17,264	17,482
증감률 (YoY %)	26.6	1.3	4.8	3.6	1.3
매출원가	13,805	15,109	15,722	16,155	16,258
판매 및 일반관리비	424	422	439	455	473
기타	0	(0)	0	(0)	0
영업이익	1,470	372	504	653	751
증감률 (YoY %)	16.4	(74.7)	35.4	29.8	15.0
EBITDA	1,849	832	989	1,133	1,226
증감률 (YoY %)	19.0	(55.0)	18.9	14.6	8.3
이자수익	48	41	29	31	32
이자비용	79	69	87	85	80
지분법손익	55	9	29	28	35
기타	143	52	54	57	70
세전계속사업손익	1,527	387	471	628	738
증감률 (YoY %)	18.9	(74.7)	21.6	33.4	17.5
법인세비용	394	60	89	151	177
당기순이익	1,133	316	382	477	561
증감률 (YoY %)	26.6	(72.1)	20.9	24.9	17.5
순손익의 귀속					
지배주주	978	315	378	468	549
비지배주주	154	2	5	10	11
이익률 (%)					
영업이익률	9.4	2.3	3.0	3.8	4.3
EBITDA마진	11.8	5.2	5.9	6.6	7.0
세전이익률	9.7	2.4	2.8	3.6	4.2
순이익률	7.2	2.0	2.3	2.8	3.2

현금흐름표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	1,550	187	694	920	997
당기순이익	1,133	316	382	477	561
자산상각비	379	460	485	479	475
기타비현금성손익	20	(64)	3	(18)	(25)
운전자본증감	(72)	(420)	(131)	(18)	(14)
매출채권감소 (증가)	(426)	62	(88)	(23)	(18)
재고자산감소 (증가)	(162)	(290)	(142)	(21)	(17)
매입채무증가 (감소)	528	(12)	50	25	20
기타	(11)	(180)	50	1	1
투자현금	(898)	(447)	(527)	(592)	(570)
단기투자자산감소 (증가)	151	365	81	(6)	(6)
장기투자증권감소 (증가)	(0)	(2)	(127)	(141)	(113)
설비투자	(933)	(598)	(445)	(432)	(437)
유무형자산감소 (증가)	16	5	(2)	(2)	(2)
재무현금	56	(242)	378	(141)	(245)
차입금증가 (감소)	198	38	388	(100)	(200)
자본증가 (감소)	(60)	(67)	8	(41)	(45)
배당금지급	65	70	0	41	45
현금 증감	721	(506)	551	187	182
총현금흐름 (Gross CF)	1,977	886	871	938	1,011
(-) 운전자본증가 (감소)	(20)	566	187	18	14
(-) 설비투자	933	598	445	432	437
(+) 자산매각	16	5	(2)	(2)	(2)
Free Cash Flow	1,080	(273)	236	487	558
(-) 기타투자	0	2	127	141	113
잉여현금	1,080	(275)	109	346	445

자료: Fnguide, KB투자증권

대차대조표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	10,747	10,372	11,361	11,734	12,082
유동자산	4,889	4,179	4,961	5,198	5,422
현금성자산	1,811	948	1,432	1,624	1,812
매출채권	1,676	1,634	1,777	1,800	1,818
재고자산	1,267	1,501	1,655	1,676	1,693
기타	136	96	97	98	99
비유동자산	5,858	6,194	6,400	6,535	6,660
투자자산	1,507	1,736	1,931	2,112	2,273
유형자산	4,308	4,421	4,437	4,392	4,357
무형자산	39	33	32	31	30
부채총계	4,589	4,288	4,855	4,791	4,623
유동부채	2,728	2,673	3,329	3,356	3,377
매입채무	2,032	1,855	1,964	1,989	2,009
유동성이자부채	304	661	1,206	1,206	1,206
기타	393	157	158	160	162
비유동부채	1,860	1,616	1,526	1,436	1,246
비유동이자부채	1,556	1,315	1,282	1,182	982
기타	304	301	243	253	264
자본총계	6,158	6,084	6,507	6,943	7,459
자본금	159	171	171	171	171
자본잉여금	15	472	480	480	480
이익잉여금	5,188	5,428	5,777	6,213	6,729
자본조정	100	(28)	37	37	37
지배주주지분	5,463	6,043	6,465	6,901	7,417
순차입금	49	1,028	1,057	764	377
이자지급성부채	1,860	1,976	2,489	2,389	2,189

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	9.7	24.9	12.3	10.0	8.5
PBR	1.8	1.3	0.7	0.7	0.6
PSR	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/ EBITDA	5.2	10.6	5.8	4.8	4.1
배당수익률	0.6	0.4	0.9	1.0	1.1
EPS	30,701	9,872	11,130	13,643	16,030
BPS	170,218	188,651	187,691	200,444	215,530
SPS	492,763	499,146	491,310	503,681	510,034
DPS	1,750	1,000	1,200	1,300	1,500
수익성지표 (%)					
ROA	11.7	3.0	3.5	4.1	4.7
ROE	22.8	5.5	6.1	7.1	7.8
ROIC	23.4	5.9	7.1	8.4	9.7
안정성지표 (% , X)					
부채비율	74.5	70.5	74.6	69.0	62.0
순차입비율	0.8	16.9	16.2	11.0	5.1
유동비율	179.2	156.3	149.0	154.9	160.5
이자보상배율	47.4	13.4	8.6	12.1	15.4
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
매출채권회전율	11.0	9.6	9.8	9.7	9.7
재고자산회전율	13.5	11.5	10.6	10.4	10.4
자산/자본구조 (%)					
투자자본	60.2	67.8	63.8	61.3	59.0
차입금	23.2	24.5	27.7	25.6	22.7

주: EPS는 완전회석 EPS

금호석유 (011780): 천연고무 가격 반등이 필요

KB투자증권은 금호석유의 2Q13 영업이익을 792억원 (+1.7% QoQ, +202.7% YoY)으로 전망한다. 전 분기와 유사한 수준이다. 합성고무 시황이 개선되는 모습은 보이고 있지 않고, 오히려 천연고무 가격 하락과 함께 동반 하락하고 있으나, 원료인 BD 가격도 함께 하락하면서 스프레드가 유지된 것으로 예상된다.

2013년 금호석유의 매출액과 영업이익을 각각 5.8조원 (-1.2% YoY), 3,500억원 (+56.4% YoY)으로 전망한다. 2Q12 제품가격 급락 당시 높은 가격의 원료가 투입되어 수익성이 악화되었으나, 현재는 상대적으로 재고와 투입원가 관리가 당시 대비 적절히 이루어지고 있기 때문이다. 또한 SBR, SSBR 등 생산능력 확대도 본격화 되었다. 2014년 연간 영업이익은 4,461억원 (+27.5% YoY)로 전망하고 있다. 이는 여수에너지의 외부매출 확대 및 증설 영향과, 현재 바닥수준인 합성고무 시황의 개선을 반영한 수치이다.

표 29. 2Q13 실적 전망 및 컨센서스와의 비교

(단위: 십억원, %)	KB투자증권	컨센서스	차이(%)	2Q12	YoY (%)	1Q13	QoQ (%)	2013C	2014C
매출액	1,433.2	1,408.7	1.7	1,584.0	(9.5)	1,417.0	1.1	5,853	6,390
영업이익	79.2	67.8	16.7	26.2	202.7	77.9	1.7	322	450
지배주주순이익	43.7	39.2	11.6	8.9	393.1	34.3	27.5	211	333
EBITDA	123.2			68.7	79.3	120.5	2.2		
영업이익률	5.5	4.8	0.7	1.7	3.9	5.5	0.0	5.5	7.0
순이익률	3.1	2.8	0.3	0.6	2.5	2.4	0.6	3.6	5.2
EBITDA 마진	8.6			4.3	4.3	8.5	0.1		

자료: 금호석유, FnGuide, KB투자증권

표 30. 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2011	2012	2013E	2014E
매출액												
전체	1,417	1,433	1,468	1,497	1,509	1,538	1,573	1,695	6,457	5,884	5,815	6,315
합성고무	680	682	709	722	744	745	751	796	3,536	3,038	2,793	3,036
합성수지	331	332	333	313	333	331	333	330	1,246	1,289	1,309	1,326
기타	406	419	425	463	432	462	490	570	1,675	1,557	1,713	1,953
영업이익	78	79	96	97	93	113	129	112	839	224	350	446
지배주주순이익	34	44	63	64	61	75	87	76	506	130	204	299
EBITDA	121	123	141	141	138	158	174	158	997	384	526	628
영업이익률	5.5	5.5	6.6	6.5	6.2	7.3	8.2	6.6	13.0	3.8	6.0	7.1
순이익률	2.4	3.1	4.3	4.2	4.0	4.9	5.5	4.5	7.8	2.2	3.5	4.7
EBITDA 마진	8.5	8.6	9.6	9.4	9.1	10.3	11.1	9.3	15.4	6.5	9.0	9.9

자료: 금호석유, KB투자증권

금호석유에 대한 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가를 110,000원으로 제시한다. 목표주가는 2014년 예상 EBITDA에 과거 평균 6.5X의 멀티플을 적용하고 자사주를 제외하고 산정하였다. 이는 2014년 예상 PER 9.2X에 해당한다. 2013년 수익 전망을 반영한 적정 주당가치는 82,322원이다.

금호석유는 장기적으로 합성고무에서 8~9%의 영업이익률이 가능하고, 자회사의 증설 등을 반영하여 연간 6천억원 대의 영업이익이 가능한 회사라고 판단한다. 이를 바탕으로 DCF를 통해서 산출한 적정 주가는 167,012원이다. 따라서, 향후 이익전망 상승에 따른 목표주가 상승도 가능할 것이다.

금호석유의 목표주가로
110,000원 제시

표 31. 금호석유의 Valuation (1): EV/EBITDA

(단위: 십억원)	EBITDA 배수	2013E	2014E	비고
영업가치①	6.5	3,417	4,082	석유화학 업종 평균 멀티플 적용
관계기업투자자산②		700	735	
순차입금③		1,829	1,781	
우선주사가총액④		93	93	
소수주주가치⑤		146	183	
목표시가총액⑥ (=①+②-③-④-⑤)		2,048	2,760	
보통주식수(주)		30,467,691	30,467,691	
(-) 자기주식수		5,592,528	5,592,528	자사주 제외
조정주식수(주)		24,875,163	24,875,163	
주당산정가치(원)		82,322	110,951	

자료: 금호석유, KB투자증권

표 32. 금호석유의 Valuation (2): DCF

(단위: 십억원)	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	5,815	6,315	7,020	7,372	7,740	8,127
EBIT	350	446	544	583	613	650
Tax rate	24.9%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
NOPLAT	263	339	414	443	466	494
(+) 감가상각비	176	182	187	191	195	205
(+) 운전자본증가(감소)	78	105	49	45	47	50
(-) Capex	273	257	252	248	257	260
FCF		159	299	340	356	390
WACC		7.3%	7.7%	8.1%	8.2%	8.4%
NPV of FCF	1,297	WACC 산정을 위한 주요 가정 무위험이자율: 4.0% Adjusted beta: 1.07 (주간, 2년간) 리스크프리미엄: 6.0% 타인자본비용: 5.13%(회사채A- 등급 스프레드+무위험이자율) 영구성장률: 2.0%				
NPV of CV	4,074					
Enterprise Value	5,371					
Non-operating Value	952					
Debt	2,075					
Net Enterprise Value	4,154					
보통주 주당가치(원)	167,012 (b)					

자료: 금호석유, KB투자증권

손익계산서

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	6,457	5,884	5,815	6,315	7,020
증감률 (YoY %)	12.9	(8.9)	(1.2)	8.6	11.2
매출원가	5,410	5,481	5,286	5,674	6,260
판매 및 일반관리비	208	179	179	195	217
기타	(0)	(0)	0	0	0
영업이익	839	224	350	446	544
증감률 (YoY %)	28.3	(73.3)	56.4	27.5	22.0
EBITDA	994	384	526	628	731
증감률 (YoY %)	19.2	(61.4)	37.0	19.5	16.4
이자수익	9	14	1	0	0
이자비용	140	101	69	67	62
지분법손익	73	67	41	44	47
기타	123	65	47	87	95
세전계속사업손익	758	134	289	423	529
증감률 (YoY %)	6.7	(82.4)	116.0	46.6	25.1
법인세비용	215	8	72	102	127
당기순이익	544	126	217	322	402
증감률 (YoY %)	1.3	(76.8)	72.0	48.3	25.1
순이익의 귀속					
지배주주	506	130	204	299	374
비지배주주	38	(3)	12	23	28
이익률 (%)					
영업이익률	13.0	3.8	6.0	7.1	7.8
EBITDA마진	15.4	6.5	9.0	9.9	10.4
세전이익률	11.7	2.3	5.0	6.7	7.5
순이익률	8.4	2.1	3.7	5.1	5.7

현금흐름표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	668	245	332	359	498
당기순이익	544	126	217	322	402
자산상각비	155	160	176	182	187
기타비현금성손익	(53)	8	15	(39)	(42)
운전자본증감	(197)	(64)	(79)	(105)	(49)
매출채권감소 (증가)	(110)	179	(95)	(99)	(48)
재고자산감소 (증가)	(130)	13	(84)	(87)	(42)
매입채무증가 (감소)	108	(213)	95	77	37
기타	(65)	(43)	5	4	4
투자현금	(245)	(374)	(265)	(245)	(238)
단기투자자산감소 (증가)	5	0	3	(1)	(1)
장기투자증권감소 (증가)	52	3	7	15	18
설비투자	(291)	(369)	(272)	(255)	(251)
유무형자산감소 (증가)	(4)	(2)	(2)	(2)	(2)
재무현금	(69)	(132)	(86)	(267)	(167)
차입금증가 (감소)	(51)	(76)	(31)	(200)	(100)
자본증가 (감소)	(23)	(56)	(56)	(67)	(67)
배당금지급	23	56	56	67	67
현금 증감	354	(259)	(19)	(153)	92
총현금흐름 (Gross CF)	1,057	406	407	464	547
(-) 운전자본증가 (감소)	326	(76)	78	105	49
(-) 설비투자	291	369	272	255	251
(+) 자산매각	(4)	(2)	(2)	(2)	(2)
Free Cash Flow	437	111	56	103	245
(-) 기타투자	(52)	(3)	(7)	(15)	(18)
잉여현금	489	114	63	118	263

자료: Fnguide, KB투자증권

대차대조표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	4,714	4,411	4,696	4,836	5,118
유동자산	2,058	1,490	1,670	1,704	1,888
현금성자산	538	268	246	94	187
매출채권	920	636	749	848	896
재고자산	582	567	656	743	785
기타	18	19	19	20	20
비유동자산	2,656	2,921	3,026	3,132	3,230
투자자산	699	763	765	796	828
유형자산	1,922	2,130	2,236	2,315	2,384
무형자산	35	28	25	21	18
부채총계	3,157	2,752	2,877	2,763	2,709
유동부채	2,713	1,438	1,490	1,471	1,413
매입채무	661	469	581	657	695
유동성이자부채	1,935	882	810	710	610
기타	116	87	100	104	109
비유동부채	444	1,314	1,387	1,292	1,297
비유동이자부채	367	1,211	1,266	1,166	1,166
기타	77	103	121	126	131
자본총계	1,557	1,658	1,819	2,074	2,409
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	265	265	265	265	265
이익잉여금	1,047	1,113	1,274	1,528	1,863
자본조정	(32)	2	(0)	(0)	(0)
지배주주지분	1,448	1,548	1,706	1,961	2,296
순차입금	1,764	1,826	1,829	1,781	1,588
이자지급성부채	2,302	2,093	2,075	1,875	1,775

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	8.4	30.7	12.4	8.4	6.7
PBR	4.0	2.9	1.6	1.4	1.2
PSR	0.7	0.7	0.5	0.4	0.4
EV/ EBITDA	7.0	15.3	8.3	6.9	5.7
배당수익률	1.2	1.5	2.5	2.5	2.9
EPS	19,824	4,252	6,508	9,612	12,050
BPS	42,176	45,364	50,188	57,914	68,024
SPS	226,341	175,679	173,627	188,565	209,622
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,300
수익성지표 (%)					
ROA	11.9	2.8	4.8	6.7	8.1
ROE	47.4	8.4	13.3	17.5	18.9
ROIC	22.3	7.8	9.2	11.2	13.0
안정성지표 (% , X)					
부채비율	202.8	166.0	158.2	133.2	112.5
순차입비율	113.3	110.1	100.6	85.9	65.9
유동비율	75.9	103.6	112.1	115.8	133.6
이자보상배율	6.4	2.5	5.2	6.7	8.8
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4
매출채권회전율	8.3	7.6	8.4	7.9	8.1
재고자산회전율	11.8	10.2	9.5	9.0	9.2
자산/자본구조 (%)					
투자자본	68.2	72.9	74.4	77.8	76.1
차입금	59.7	55.8	53.3	47.5	42.4

주: EPS는 완전회석 EPS

한화케미칼 (009830): 단기 수익성 개선에도 장기 불확실성 지속

KB투자증권은 한화케미칼의 2Q13 영업이익을 286억원 (QoQ 흑자전환, -36.5% YoY)으로 전망한다. 1) 상대적으로 PE 가격이 건조한 반면 원재료인 에틸렌 가격 하락에 따른 PE-에틸렌 스프레드 상승, 2) 내수 가성소다 가격 회복, 3) 태양광 자회사의 적자폭 축소 등에 기인한다. 한화솔라원의 경우 모듈출하량이 1Q13 289.1MW에서 2Q13 330~350MW로 상승할 것으로 예상되어 출하량 상승에 따른 고정비 부담이 줄어들 것으로 보인다.

2013년 한화케미칼의 매출액과 영업이익을 각각 7.5조원 (+8.1% YoY), 1,485억원 (+2729.3% YoY)으로 전망한다. 2012년 하반기부터 하락한 가성소다 가격으로 원료 (PE, PVC, CA) 부문의 수익성은 축소되었으나, 태양광 부문의 영업적자가 2012년 2,528억원에서 2013년 648억원으로 감소할 것으로 예상되기 때문이다.

표 33. 2Q13 실적 전망 및 컨센서스와의 비교

(단위: 십억원, %)	KB투자증권	컨센서스	차이(%)	2Q12	YoY (%)	1Q13	QoQ (%)	2013C	2014C
매출액	1,832.0	1,849.2	(0.9)	1,712.3	7.0	1,779.7	2.9	7,566	8,135
영업이익	28.6	29.2	(2.1)	45.1	(36.5)	(8.5)	흑전	132	250
지배주주순이익	18.6	(25.3)	n/a	(12.7)	흑전	25.2	(26.1)	100	186
EBITDA	123.0			130.0	(5.4)	86.4	42.3		
영업이익률	1.6	1.6	(0.0)	2.6	(1.1)	(0.5)	2.0	1.7	3.1
순이익률	1.0	(1.4)	2.4	(0.7)	1.8	1.4	(0.4)	1.3	2.3
EBITDA 마진	6.7			7.6	(0.9)	4.9	1.9		

자료: 한화케미칼, FnGuide, KB투자증권

표 34. 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2011	2012	2013E	2014E
매출액												
전체	1,780	1,832	1,930	1,984	2,020	2,055	2,093	2,113	7,943	6,962	7,526	8,281
원료	907	943	1,027	1,058	1,090	1,105	1,123	1,123	4,276	3,881	3,935	4,440
가공	363	365	376	384	381	393	405	413	1,443	1,476	1,489	1,591
유통	118	116	118	121	123	126	128	131	480	492	473	507
태양광	376	367	367	380	384	389	394	403	1,098	739	1,489	1,570
기타	288	291	294	297	300	303	306	309	1,609	1,321	1,170	1,217
영업이익												
전체	(9)	29	55	74	86	93	101	103	326	5	148	383
원료	2	18	36	48	57	61	65	68	463	116	104	251
가공	16	18	21	17	19	20	23	19	6	51	73	81
유통	12	12	8	10	13	13	9	11	66	60	42	45
태양광	(28)	(20)	(13)	(4)	(9)	(7)	(2)	(1)	(170)	(253)	(65)	(19)
기타	10	11	11	11	11	11	11	11	(28)	35	42	44
지배주주순이익	25	19	36	52	57	60	64	64	254	30	132	246
EBITDA	86	123	149	168	181	188	196	198	621	359	527	762
영업이익률	(0.5)	1.6	2.8	3.7	4.3	4.5	4.8	4.9	4.1	0.1	2.0	4.6
순이익률	1.4	1.0	1.9	2.6	2.8	2.9	3.1	3.0	3.2	0.4	1.8	3.0
EBITDA 마진	4.9	6.7	7.7	8.5	8.9	9.1	9.3	9.4	7.8	5.2	7.0	9.2

자료: 한화케미칼, KB투자증권

한화케미칼의 투자 의견을 HOLD로 하향 조정하며, 목표주가는 17,500원으로 제시한다. 투자의견을 HOLD로 하향한 이유는 최근 태양광 모듈 업황 개선에 따른 이익 상승은 기대되지만, 향후 폴리실리콘 생산라인 가동에 따른 수익성 하락 부담이 있기 때문이다. 향후 석유화학, 폴리실리콘 업황, 바이오시밀러 등 신규 사업의 방향성이 투자의견 변경 요인이 될 것이다.

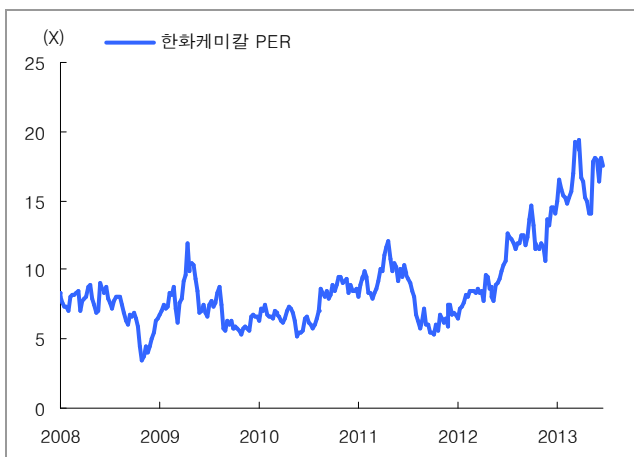
목표주가 17,500원은 2014년 예상 EPS에 10.0X를 적용하였다. KB투자증권은 2014년 연간 순이익을 2,457억원으로 전망하고 있으며, 컨센서스 1,860억원 대비 높게 추정하고 있다. 향후 4~5년 내 연간 영업이익이 5~6천억원으로 상승한다고 가정하고 DCF를 통해 도출한 적정주가는 14,500원이다. 약 4.5조원의 순차입금이 여전히 부담이다. 바닥수준의 PBR은 매력적인 투자포인트이나, ROE회복이 더딜 수 있음을 감안해야 한다.

표 35. 한화케미칼의 Valuation: DCF

(단위: 십억원)	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	7,526	8,281	8,694	9,129	9,585	10,065
EBIT	148	383	509	524	562	604
Tax rate	25.6%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
NOPLAT	110	291	387	398	427	459
(+) 감가상각비	378	380	383	387	391	410
(+) 운전자본증가(감소)	209	91	67	77	81	72
(-) Capex	381	418	439	460	423	427
FCF		161	264	248	313	370
WACC		7.8%	7.9%	8.0%	8.2%	8.1%
NPV of FCF	1,139	WACC 산정을 위한 주요 가정 무위험이자율: 4.0% Adjusted beta: 1.40 (주간, 2년간) 리스크프리미엄: 6.0% 타인자본비용: 4.57% (회사채A+ 등급 스프레드+무위험이자율) 영구성장률: 2.0%				
NPV of CV	3,922					
Enterprise Value	5,060					
Non-operating Value	2,235					
Debt	5,254					
Net Enterprise Value	2,034					
보통주 주당가치(원)	14,500					

자료: 한화케미칼, KB투자증권

그림 38. 한화케미칼 12개월 Forward PER 추이 (컨센서스 기준)



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 39. 한화케미칼 12개월 Trailing PBR 추이 (컨센서스 기준)



자료: FnGuide, KB투자증권

손익계산서

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	7,943	6,962	7,526	8,281	8,694
증감률 (YoY %)	10.6	(12.3)	8.1	10.0	5.0
매출원가	6,563	5,827	6,195	6,614	6,848
판매 및 일반관리비	1,054	1,130	1,182	1,284	1,337
기타	(0)	(0)	(0)	0	0
영업이익	326	5	148	383	509
증감률 (YoY %)	(58.1)	(98.4)	2,729.3	157.7	33.0
EBITDA	621	359	527	762	892
증감률 (YoY %)	(39.4)	(42.2)	46.9	44.7	17.0
이자수익	18	25	22	27	28
이자비용	192	213	191	191	191
자본비용	95	38	119	112	129
기타	223	162	271	224	258
세전계속사업이익	281	(58)	132	330	475
증감률 (YoY %)	(62.9)	적전	흑전	149.8	43.8
법인세비용	114	54	34	79	114
당기순이익	167	(112)	98	251	361
증감률 (YoY %)	(59.8)	적전	흑전	155.3	43.8
순이익의 귀속					
지배주주	254	30	132	246	344
비지배주주	(87)	(142)	(34)	5	16
이익률 (%)					
영업이익률	4.1	0.1	2.0	4.6	5.9
EBITDA마진	7.8	5.2	7.0	9.2	10.3
세전이익률	3.5	(0.8)	1.8	4.0	5.5
순이익률	2.1	(1.6)	1.3	3.0	4.1

대차대조표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	11,854	12,407	12,834	13,195	13,632
유동자산	3,672	3,583	4,019	4,259	4,554
현금성자산	1,079	713	741	775	917
매출채권	1,245	1,308	1,510	1,608	1,681
재고자산	1,126	1,428	1,634	1,740	1,819
기타	222	133	134	136	137
비유동자산	8,182	8,824	8,815	8,936	9,078
투자자산	2,404	2,387	2,337	2,420	2,505
유형자산	5,410	5,906	6,011	6,060	6,125
무형자산	368	531	467	457	447
부채총계	7,056	7,841	8,202	8,347	8,466
유동부채	4,109	4,249	4,402	4,517	4,604
매입채무	1,437	1,500	1,695	1,805	1,887
유동성이자부채	2,270	2,291	2,244	2,244	2,244
기타	402	458	463	468	472
비유동부채	2,947	3,592	3,800	3,830	3,862
비유동이자부채	2,295	2,836	3,009	3,009	3,009
기타	652	756	791	821	853
자본총계	4,798	4,565	4,632	4,848	5,166
자본금	707	707	707	707	707
자본잉여금	489	489	489	489	489
이익잉여금	2,794	2,731	2,815	3,031	3,349
자본조정	183	168	161	161	161
지배주주지분	4,173	4,096	4,172	4,387	4,705
순차입금	3,485	4,413	4,512	4,478	4,336
이자지급성부채	4,565	5,127	5,254	5,254	5,254

현금흐름표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	799	279	196	458	580
당기순이익	281	(58)	103	251	361
자산상각비	295	353	378	380	383
기타비현금성손익	(109)	(71)	(97)	(81)	(97)
운전자본증감	146	(68)	(183)	(91)	(67)
매출채권감소 (증가)	91	(111)	(234)	(98)	(73)
재고자산감소 (증가)	77	(149)	(156)	(106)	(79)
매입채무증가 (감소)	154	46	265	110	82
기타	(176)	146	(57)	3	3
투자현금	(664)	(698)	(199)	(393)	(400)
단기투자자산감소 (증가)	(148)	168	(6)	(4)	(4)
장기투자증권감소 (증가)	(3)	(9)	163	64	79
설비투자	(826)	(825)	(378)	(414)	(435)
유무형자산감소 (증가)	(38)	(2)	(3)	(4)	(4)
재무현금	293	179	54	(35)	(42)
차입금증가 (감소)	545	461	113	0	0
자본증가 (감소)	(84)	(65)	(2)	(35)	(42)
배당금지급	84	65	2	35	42
현금 증감	390	(254)	49	30	138
총현금흐름 (Gross CF)	808	453	383	549	646
(-) 운전자본증가 (감소)	(134)	157	209	91	67
(-) 설비투자	826	825	378	414	435
(+) 자산매각	(38)	(2)	(3)	(4)	(4)
Free Cash Flow	77	(532)	(207)	40	141
(-) 기타투자	3	9	(163)	(64)	(79)
잉여현금	74	(541)	(44)	104	220

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	13.6	87.0	17.2	9.3	6.6
PBR	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/ EBITDA	11.2	19.5	12.9	8.9	7.4
배당수익률	1.8	1.4	1.5	1.9	2.2
EPS	1,807	211	941	1,749	2,452
BPS	26,910	25,208	26,201	27,794	30,112
SPS	56,169	49,235	53,221	58,560	61,484
DPS	450	250	250	300	350
수익성지표 (%)					
ROA	1.6	(0.9)	0.8	1.9	2.7
ROE	4.6	(2.7)	2.4	5.9	7.9
ROIC	3.2	0.1	1.5	3.8	4.9
안정성지표 (% , X)					
부채비율	147.1	171.8	177.1	172.2	163.9
순차입비율	72.6	96.7	97.4	92.4	83.9
유동비율	89.4	84.3	91.3	94.3	98.9
이자보상배율	1.9	0.0	0.9	2.3	3.1
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.5	5.5	5.3	5.3	5.3
재고자산회전율	7.8	5.5	4.9	4.9	4.9
자산/자본구조 (%)					
투자자본	65.6	70.4	71.3	70.9	69.8
차입금	48.8	52.9	53.1	52.0	50.4

주: EPS는 완전회석 EPS

삼성정밀화학 (004000): 염소 계열의 수익성 개선 지연

KB투자증권은 삼성정밀화학의 2Q13 영업이익을 102억원 (QoQ 흑자전환, -48.1% YoY)으로 전망한다. 1Q13 126억원의 영업적자에서 흑자 전환하는 요인은 1) 1분기에 있었던 정기보수에 따른 약 1백억원 내외의 비용 감소, 2) 전자재료 및 염소 계열의 수익성이 소폭 개선되고 있기 때문이다. 하지만, 염소 계열제품의 수익성 회복이 예상보다 더디게 나타나고 있어 기존 약 2백억원의 영업이익 전망 대비 하향하였다.

2013년 삼성정밀화학의 매출액과 영업이익을 각각 1.5조원 (+7.3% YoY), 450억원 (-18.9% YoY)으로 전망한다. 염소계열의 수익성 개선이 늦어지면서 전체적인 영업이익 전망 하향 요인이다. 하지만, 2014년에는 연간 영업이익이 1,103억원으로 증가할 것으로 예상된다. 이는 1) 가성소다 및 ECH 수익성이 1Q13 최저점을 지나고 있고 소폭 반등, 2) 셀룰로스계열 제품의 생산능력 확대 본격화, 3) 전자재료 부문의 수익성 개선 등에 기인한다.

표 36. 2Q13 실적 전망 및 컨센서스와의 비교

(단위: 십억원, %)	KB투자증권	컨센서스	차이(%)	2Q12	YoY (%)	1Q13	QoQ (%)	2013C	2014C
매출액	377.9	377.4	0.1	363.4	4.0	331.8	13.9	1,489	1,768
영업이익	10.2	13.2	(23.1)	19.6	(48.1)	(12.6)	흑전	47	87
지배주주순이익	14.3	14.6	(2.1)	26.9	(46.7)	(9.1)	흑전	41	80
EBITDA	29.1			44.1	(34.1)	1.2	2392.5		
영업이익률	2.7	1.0	1.7	5.4	(2.7)	(3.8)	6.5	3.2	4.9
순이익률	3.8	1.1	2.7	7.4	(3.6)	(2.8)	6.5	2.8	4.5
EBITDA 마진	7.7			12.1	(4.4)	0.4	7.3		

자료: 삼성정밀화학, FnGuide, KB투자증권

그림 40. 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2011	2012	2013E	2014E
매출액	332	378	406	420	434	450	463	469	1,334	1,431	1,536	1,816
영업이익	(13)	10	20	27	19	30	32	29	75	56	45	110
지배주주순이익	(9)	14	16	24	17	29	26	24	73	73	45	96
EBITDA	1	29	40	47	40	51	53	51	196	154	117	194
영업이익률	(3.8)	2.7	5.0	6.5	4.4	6.6	6.9	6.3	5.6	3.9	2.9	6.1
순이익률	(2.8)	3.8	3.9	5.6	4.0	6.4	5.6	5.1	5.5	5.1	2.9	5.3
EBITDA 마진	0.4	7.7	9.8	11.3	9.1	11.2	11.5	10.8	14.7	10.8	7.6	10.7

자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

삼성정밀화학에 대한 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가는 64,000원으로 제시한다. 투자의견 BUY를 유지하는 이유는 범용 석유화학 제품의 수익성 반등 지연에도 중장기적인 외형 확대가 가능한 기업이라고 판단하기 때문이다. 또한 폴리실리콘 등 태양광 산업이 현재는 부진하지만, FBR공법을 통한 원가 경쟁력을 보유하고 있기 때문에 중소 폴리실리콘 업체 대비 상대적으로 나은 수익성을 기대할 수 있을 것이다.

목표주가 64,000원은 2014년 예상 수익전망치에 석유화학평균 EBITDA 멀티플 6.5X에 30% 프리미엄을 적용하여 산정하였다. 2013년 수익전망을 바탕으로 산출한 주당 가치는 39,252원, 장기적으로 2조원대 매출액에 7%의 영업이익이 가능할 것으로 보고 DCF를 통해 도출한 가치는 2013년 기준 51,160원, 2014년 기준 56,149원이다. 단기적인 수익성 변화에 대응하기 보다는 스페셜티케미칼 사업의 투자 효과가 나타나는 것을 염두에 둔 장기투자가 바람직하다고 판단한다.

삼성정밀화학의 목표주가로
64,000원 제시

표 37. 삼성정밀화학의 Valuation (1): EV/EBITDA

(단위: 십억원)	EBITDA 배수	2013E	2014E	비고
영업가치①	8.5	993	1,642	석유화학 평균 대비 30% 프리미엄
관계기업투자자산②		334	347	
순차입금③		326	359	
목표시가총액⑥ (=①+②-③-④-⑤)		1,000	1,630	
보통주식수(주)		25,800,000	25,800,000	
(-) 자기주식수		332,000	332,000	자사주 제외
조정주식수(주)		25,468,000	25,468,000	
주당산정가치(원)		39,252	63,999	2014년 전망치로 목표주가 제시

자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

표 38. 삼성정밀화학의 Valuation (2): DCF

(단위: 십억원)	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	1,536	1,816	2,000	2,200	2,376	2,542
EBIT	45	110	132	153	177	178
Tax rate	15.1%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
NOPLAT	38	90	108	126	145	146
(+) 감가상각비	59	84	89	93	96	102
(+) 운전자본증가(감소)	60	38	27	39	35	31
(-) Capex	273	145	150	132	119	120
FCF		(9)	21	48	88	97
WACC		8.8%	8.9%	9.0%	9.1%	9.2%
NPV of FCF	186	WACC 산정을 위한 주요 가정 무위험이자율: 4.0% Adjusted beta: 1.09 (주간, 2년간) 리스크프리미엄: 6.0% 타인자본비용: 4.37%(회사채AA-등급 스프레드+무위험이자율) 영구성장률: 2.0%				
NPV of CV	1,049					
Enterprise Value	1,235					
Non-operating Value	498					
Debt	415					
Net Enterprise Value	1,319					
보통주 주당가치(원)	51,106					

자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

손익계산서

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	1,334	1,431	1,536	1,816	2,000
증감률 (YoY %)	18.0	7.3	7.3	18.2	10.1
매출원가	1,174	1,266	1,352	1,541	1,687
판매 및 일반관리비	85	109	139	164	181
기타	0	(0)	0	(0)	0
영업이익	75	56	45	110	132
증감률 (YoY %)	22.9	(25.5)	(18.9)	144.9	19.6
EBITDA	139	122	104	194	221
증감률 (YoY %)	23.1	(12.5)	(14.9)	87.4	14.0
이자수익	5	3	7	10	10
이자비용	1	0	9	12	12
지분법손익	11	8	7	10	11
기타	19	36	16	19	22
세전계속사업손익	88	86	53	117	141
증감률 (YoY %)	(15.6)	(1.9)	(38.9)	122.9	19.9
법인세비용	14	13	8	21	25
당기순이익	73	73	45	96	115
증감률 (YoY %)	(13.8)	(0.2)	(39.1)	115.3	19.9
순이익의 귀속					
지배주주	73	73	45	96	115
비지배주주	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익률 (%)					
영업이익률	5.6	3.9	2.9	6.1	6.6
EBITDA마진	10.4	8.5	6.7	10.7	11.1
세전이익률	6.6	6.0	3.4	6.5	7.0
순이익률	5.5	5.1	2.9	5.3	5.8

대차대조표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	1,400	1,608	1,944	2,052	2,173
유동자산	582	507	637	667	709
현금성자산	159	44	89	56	53
매출채권	228	240	276	308	332
재고자산	187	211	260	290	312
기타	8	12	12	12	12
비유동자산	818	1,101	1,307	1,385	1,463
투자자산	315	380	417	434	451
유형자산	479	677	848	914	979
무형자산	25	43	42	37	33
부채총계	312	455	760	788	811
유동부채	230	225	250	275	293
매입채무	175	188	207	231	249
유동성이자부채	19	11	11	11	11
기타	36	26	32	32	33
비유동부채	82	229	509	514	518
비유동이자부채	0	132	404	404	404
기타	82	97	105	110	114
자본총계	1,089	1,153	1,184	1,264	1,362
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
이익잉여금	526	578	602	682	780
자본조정	103	115	122	122	122
지배주주지분	1,089	1,153	1,184	1,264	1,362
순차입금	(140)	99	326	359	362
이자지급성부채	19	143	415	415	415

현금흐름표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	140	34	68	137	171
당기순이익	73	73	45	96	115
자산상각비	65	66	59	84	89
기타비현금성손익	3	4	13	(5)	(6)
운전자본증감	(4)	(106)	(51)	(38)	(27)
매출채권감소 (증가)	(44)	0	(26)	(32)	(23)
재고자산감소 (증가)	(12)	(45)	(61)	(30)	(22)
매입채무증가 (감소)	32	(34)	(39)	24	17
기타	20	(27)	75	0	0
투자현금	(89)	(227)	(296)	(153)	(157)
단기투자자산감소 (증가)	102	31	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소 (증가)	5	0	(6)	(7)	(7)
설비투자	(183)	(218)	(273)	(145)	(150)
유무형자산감소 (증가)	(3)	3	1	0	0
재무현금	(9)	108	272	(17)	(17)
차입금증가 (감소)	7	124	272	0	0
자본증가 (감소)	(16)	(16)	0	(17)	(17)
배당금지급	17	17	0	17	17
현금 증감	42	(85)	45	(33)	(2)
총현금흐름 (Gross CF)	141	143	116	175	198
(-) 운전자본증가 (감소)	19	37	60	38	27
(-) 설비투자	183	218	273	145	150
(+) 자산매각	(3)	3	1	0	0
Free Cash Flow	(64)	(109)	(216)	(9)	21
(-) 기타투자	(5)	(0)	6	7	7
잉여현금	(59)	(109)	(222)	(16)	15

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	21.4	21.5	24.4	11.3	9.5
PBR	1.5	1.4	1.0	0.9	0.8
PSR	1.2	1.1	0.7	0.6	0.5
EV/ EBITDA	10.3	13.7	13.7	7.5	6.6
배당수익률	1.1	1.1	1.5	1.5	1.7
EPS	2,846	2,840	1,731	3,726	4,468
BPS	41,237	43,027	44,260	47,531	51,520
SPS	51,691	55,471	59,538	70,383	77,505
DPS	650	650	650	650	700
수익성지표 (%)					
ROA	5.5	4.9	2.5	4.8	5.5
ROE	6.9	6.5	3.8	7.9	8.8
ROIC	10.7	6.2	3.9	7.9	8.7
안정성지표 (% , X)					
부채비율	28.6	39.4	64.1	62.4	59.5
순차입비율	n/a	8.6	27.6	28.4	26.5
유동비율	253.6	225.0	254.4	242.6	242.5
이자보상배율	n/a	n/a	26.4	40.4	58.5
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	6.7	6.1	6.0	6.2	6.2
재고자산회전율	7.5	7.2	6.5	6.6	6.6
자산/자본구조 (%)					
투자자본	57.4	67.5	68.5	71.0	71.7
차입금	1.7	11.0	25.9	24.7	23.4

주: EPS는 완전회석 EPS

휴켄스 (069260): TDI업황 지연 지속

KB투자증권은 휴켄스의 2Q13 영업이익을 147억원 (+12.5% QoQ, -34.7% YoY)으로 전망한다. 질산, 초안, MNB 등 제품 시황은 양호하지만, TDI 업황이 여전히 부진하여 휴켄스가 공급하는 중간 재료인 DNT 가동률이 60~70% 수준에 머물고 있기 때문이다. TDI 수출 단가는 2,600달러 선에서 유지되고 있으며, 수출 물량도 1Q13 월평균 1.9만톤/월에서 4~5월에 평균 1.7만톤/월로 감소하였다.

2013년 휴켄스의 매출액과 영업이익을 각각 8,475억원 (+19.9% YoY), 623억원 (-6.1% YoY)으로 전망한다. 2014년 영업이익은 879억원으로 증가할 것으로 전망하는데, 이는 DNT 가동률이 2014년 상반기 85%, 하반기 100% 수준으로 회복된다는 것을 가정하고 있다. TDI 업황 반등이 지연된다면 이익 반등 시점도 함께 늦춰지겠지만, DNT 가동률이 추가로 하락하지는 않을 것으로 예상되어 적어도 현 수준의 수익성 유지는 가능할 것으로 전망한다.

표 39. 2Q13 실적 전망 및 컨센서스와의 비교

(단위: 십억원, %)	KB투자증권	컨센서스	차이(%)	2Q12	YoY (%)	1Q13	QoQ (%)	2013C	2014C
매출액	207.6	214.2	(3.1)	158.5	31.0	206.0	0.8	867	941
영업이익	14.7	17.0	(13.8)	22.4	(34.7)	13.0	12.5	72	94
지배주주순이익	11.5	17.4	(33.8)	17.8	(35.3)	15.1	(23.8)	60	73
EBITDA	23.1			27.7	(16.5)	22.3	3.5		
영업이익률	7.1	7.9	(0.9)	14.2	(7.1)	6.3	0.7	8.3	10.0
순이익률	5.5	8.1	(2.6)	11.2	(5.7)	7.3	(1.8)	6.9	7.8
EBITDA 마진	11.1			17.4	(6.3)	10.8	0.3		

자료: 휴켄스, FnGuide, KB투자증권

표 40. 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2011	2012	2013E	2014E
매출액	206	208	213	221	228	235	245	243	567	707	848	951
영업이익	13	15	16	18	20	21	24	24	59	66	62	88
지배주주순이익	15	12	13	14	15	16	18	18	54	52	53	67
EBITDA	22	23	25	27	28	30	33	33	78	93	97	124
영업이익률	6.3	7.1	7.7	8.2	8.7	8.9	9.6	9.7	10.4	9.4	7.4	9.2
순이익률	7.3	5.5	5.9	6.3	6.6	6.8	7.4	7.4	9.4	7.4	6.3	7.1
EBITDA 마진	10.8	11.1	11.7	12.1	12.5	12.7	13.3	13.5	13.7	13.2	11.5	13.0

자료: 휴켄스, KB투자증권

휴켄스에 대한 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가를 27,000원으로 제시한다. 투자의견 BUY는 지난 2년간 DNT 가동률이 하락하였으나, 현 수준에서 추가적으로 하락하는 모습은 아니며, 장기적으로 말레이시아 지역을 거점으로 한 성장성 기대할 수 있기 때문이다.

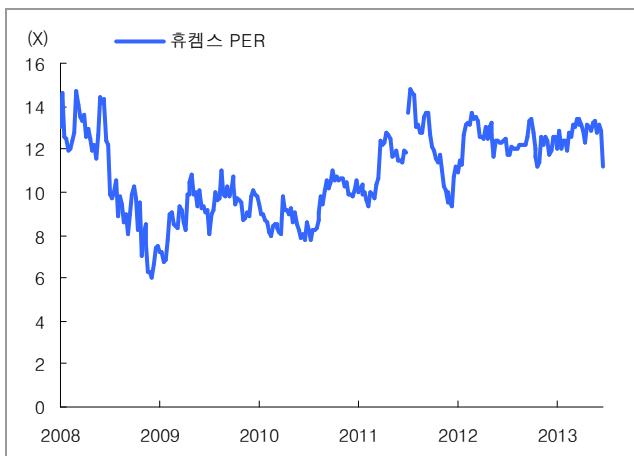
목표주가 27,000원은 TDI 업황이 개선되어 장기적으로 11%의 영업이익률이 가능하다는 것을 전제로 DCF를 통해 도출한 것이다. 이는 2014년 예상 PER 16.4X로 다소 부담스러울 수 있으나, 주당 700원의 배당을 감안하면 현 주가에서 약 3.8%의 배당수익률을 기대할 수 있다.

표 41. 휴켄스의 Valuation: DCF

(단위: 십억원)	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	848	951	967	1,015	1,066	1,119
EBIT	62	88	104	119	120	123
Tax rate	23.8%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
NOPLAT	47	67	79	91	91	94
(+) 감가상각비	35	36	38	40	42	44
(+) 운전자본증가(감소)	(21)	4	(0)	2	2	2
(-) Capex	36	57	58	61	64	65
FCF		42	59	68	67	71
WACC		8.1%	8.2%	8.3%	8.3%	8.4%
NPV of FCF	259	WACC 산정을 위한 주요 가정 무위험이자율: 4.0% Adjusted beta: 0.81 (주간, 2년간) 리스크프리미엄: 7.0% 타인자본비용: 4.57%(회사채A+등급 스프레드+무위험이자율) 영구성장률: 2.0%				
NPV of CV	761					
Enterprise Value	1,020					
Non-operating Value	283					
Debt	183					
Net Enterprise Value	1,120					
보통주 주당가치(원)	27,398					

자료: 휴켄스, KB투자증권

그림 41. 휴켄스 12개월 Forward PER 추이 (컨센서스 기준)



자료: Fnguide, KB투자증권

그림 42. 휴켄스 12개월 Trailing PBR 추이 (컨센서스 기준)



자료: Fnguide, KB투자증권

손익계산서

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	567	707	848	951	967
증감률 (YoY %)	5.1	24.7	19.9	12.3	1.6
매출원가	477	603	745	818	816
판매 및 일반관리비	31	38	40	45	46
기타	(0)	0	(0)	0	0
영업이익	59	66	62	88	104
증감률 (YoY %)	(23.0)	13.2	(6.1)	40.9	18.8
EBITDA	78	93	97	124	142
증감률 (YoY %)	(17.6)	19.9	4.0	27.3	15.1
이자수익	11	9	7	7	7
이자비용	5	6	6	6	6
지분법손익	0	(3)	0	0	0
기타	3	(9)	7	0	0
세전계속사업손익	67	64	70	89	105
증감률 (YoY %)	(22.9)	(4.8)	9.7	26.9	19.0
법인세비용	13	12	17	21	25
당기순이익	54	52	53	67	80
증감률 (YoY %)	(20.5)	(2.6)	2.0	26.6	19.0
순이익의 귀속					
지배주주	54	52	53	67	80
비지배주주	0	0	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	10.4	9.4	7.4	9.2	10.8
EBITDA마진	13.7	13.2	11.5	13.0	14.7
세전이익률	11.8	9.0	8.2	9.3	10.9
순이익률	9.4	7.4	6.3	7.1	8.3

대차대조표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	699	733	787	836	883
유동자산	308	345	390	415	439
현금성자산	197	186	229	240	265
매출채권	76	118	121	133	132
재고자산	27	31	29	32	32
기타	9	10	10	10	10
비유동자산	391	388	397	421	444
투자자산	144	60	62	65	67
유형자산	242	321	329	351	372
무형자산	5	7	6	5	5
부채총계	255	275	304	315	315
유동부채	201	126	152	163	162
매입채무	79	85	111	122	121
유동성이자부채	112	28	32	32	32
기타	10	13	9	9	9
비유동부채	54	150	152	152	152
비유동이자부채	51	148	151	151	151
기타	2	1	1	1	1
자본총계	444	457	482	521	569
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	182	182	182	182	182
이익잉여금	222	245	270	308	356
자본조정	0	(10)	(10)	(10)	(10)
지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	(33)	(11)	(46)	(57)	(82)
이자지급성부채	163	176	183	183	183

현금흐름표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	75	42	74	99	118
당기순이익	54	52	53	67	80
자산상각비	19	27	35	36	38
기타비현금성손익	(5)	3	(1)	0	0
운전자본증감	7	(36)	(16)	(4)	0
매출채권감소 (증가)	(0)	(42)	(2)	(12)	1
재고자산감소 (증가)	(11)	(4)	1	(3)	0
매입채무증가 (감소)	22	6	25	11	(1)
기타	(4)	3	(40)	0	0
투자현금	(100)	(15)	(53)	(67)	(68)
단기투자자산감소 (증가)	82	115	21	(7)	(7)
장기투자증권감소 (증가)	5	(5)	(38)	(2)	(2)
설비투자	(83)	(107)	(36)	(57)	(58)
유무형자산감소 (증가)	1	1	0	0	0
재무현금	50	(27)	7	(29)	(33)
차입금증가 (감소)	83	12	7	0	0
자본증가 (감소)	(33)	(29)	0	(29)	(33)
배당금지급	33	29	0	29	33
현금 증감	25	0	27	4	18
총현금흐름 (Gross CF)	78	92	87	103	118
(-) 운전자본증가 (감소)	(7)	39	(21)	4	(0)
(-) 설비투자	83	107	36	57	58
(+) 자산매각	1	1	0	0	0
Free Cash Flow	3	(54)	72	42	60
(-) 기타투자	(5)	5	38	2	2
잉여현금	8	(58)	34	40	58

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	15.2	20.3	14.2	11.2	9.4
PBR	1.9	2.4	1.6	1.5	1.3
PSR	1.4	1.5	0.9	0.8	0.8
EV/ EBITDA	10.0	11.2	7.3	5.7	4.7
배당수익률	3.5	2.7	3.8	4.3	4.9
BPS	1,310	1,276	1,301	1,648	1,961
SPS	10,741	11,020	11,650	12,613	13,788
DPS	13,868	17,289	20,733	23,273	23,650
수익성지표 (%)					
ROA	8.6	7.3	7.0	8.3	9.3
ROE	12.7	11.6	11.3	13.4	14.7
ROIC	16.5	14.2	12.2	16.9	19.0
안정성지표 (% , X)					
부채비율	57.4	60.2	63.1	60.5	55.4
순차입비율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	153.1	274.8	256.0	254.8	270.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.9	1.0	1.1	1.2	1.1
매출채권회전율	7.5	7.3	7.1	7.5	7.3
재고자산회전율	25.9	24.5	28.2	30.9	30.1
자산/자본구조 (%)					
투자자본	52.4	61.6	56.7	57.2	56.2
차입금	26.9	27.8	27.5	26.0	24.3

주: EPS는 완전회석 EPS

Appendices

표 1. 국내 동종 업체 비교

	SK이노베이션	S-Oil	GS	LG화학	롯데케미칼	금호석유	한화케미칼	삼성정밀화학	휴켄스
투자 의견	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY
목표주가 (원)	195,000	85,000	72,000	310,000	195,000	110,000	17,500	64,000	27,000
현재주가 (06/27)	133,000	71,900	50,700	242,500	136,500	80,700	16,200	42,250	18,500
상승여력 (%)	46.6	18.2	42.0	27.8	42.9	36.3	8.0	51.5	45.9
절대수익률 (%)									
1M	(8.6)	(17.6)	(5.8)	(5.3)	(15.7)	(14.7)	(9.5)	(16.7)	(16.7)
3M	(18.9)	(23.3)	(22.1)	(10.2)	(32.6)	(24.9)	(19.0)	(23.6)	(23.6)
6M	(23.3)	(31.8)	(28.7)	(26.3)	(43.5)	(36.0)	(11.7)	(31.5)	(27.9)
1Y	0.8	(20.1)	(0.2)	(16.2)	(41.7)	(31.0)	(21.0)	(29.8)	(19.4)
상대수익률 (%)									
1M	(1.3)	(10.3)	1.6	2.1	(8.4)	(7.4)	(2.2)	(9.3)	(9.3)
3M	(10.9)	(15.3)	(14.2)	(2.2)	(24.6)	(17.0)	(11.0)	(15.6)	(15.6)
6M	(15.7)	(24.2)	(21.0)	(18.6)	(35.8)	(28.3)	(4.0)	(23.8)	(20.2)
1Y	(0.2)	(21.0)	(1.1)	(17.2)	(42.6)	(32.0)	(21.9)	(30.8)	(20.3)
PER (X)									
2012	13.6	20.0	13.5	14.6	24.9	30.7	87.0	21.5	20.3
2013E	10.5	12.8	8.0	10.7	12.3	12.4	17.2	24.4	14.2
2014E	7.1	9.0	5.8	9.2	10.0	8.4	9.3	11.3	11.2
PBR (X)									
2012	1.2	2.3	1.2	2.3	1.3	2.9	0.7	1.4	2.4
2013E	0.8	1.5	0.8	1.5	0.7	1.6	0.6	1.0	1.6
2014E	0.8	1.3	0.7	1.4	0.7	1.4	0.6	0.9	1.5
ROE (%)									
2012	7.9	11.0	9.3	14.9	5.5	8.4	(2.7)	6.5	11.6
2013E	7.6	11.6	10.1	13.6	6.1	13.3	2.4	3.8	11.3
2014E	10.2	15.3	12.5	14.1	7.1	17.5	5.9	7.9	13.4
매출액성장률 (%)									
2012	7.3	8.8	15.5	2.6	1.3	(8.9)	(12.3)	7.3	24.7
2013E	(1.7)	(6.7)	5.1	2.1	4.8	(1.2)	8.1	7.3	19.9
2014E	8.0	1.5	13.1	7.0	3.6	8.6	10.0	18.2	12.3
영업이익성장률 (%)									
2012	(42.6)	(53.9)	(26.6)	(32.2)	(74.7)	(73.3)	(98.4)	(25.5)	13.2
2013E	19.6	30.7	18.2	2.4	35.4	56.4	2,729.3	(18.9)	(6.1)
2014E	18.4	19.5	35.4	18.5	29.8	27.5	157.7	144.9	40.9
순이익성장률 (%)									
2012	(62.8)	(50.9)	(29.3)	(30.6)	(72.1)	(76.8)	적전	(0.2)	(2.6)
2013E	2.4	10.0	16.2	1.7	20.9	72.0	흑전	(39.1)	2.0
2014E	45.4	41.7	35.9	16.8	24.9	48.3	155.3	115.3	26.6
영업이익률 (%)									
2012	2.3	2.3	7.0	8.2	2.3	3.8	0.1	3.9	9.4
2013E	2.8	3.2	7.8	8.2	3.0	6.0	2.0	2.9	7.4
2014E	3.1	3.7	9.4	9.1	3.8	7.1	4.6	6.1	9.2
순이익률 (%)									
2012	1.6	1.7	5.8	6.5	2.0	2.1	(1.6)	5.1	7.4
2013E	1.7	2.0	6.4	6.5	2.3	3.7	1.3	2.9	6.3
2014E	2.3	2.8	7.7	7.0	2.8	5.1	3.0	5.3	7.1

자료: Fnguide, KB투자증권

표 2. 해외 동종 업체 비교 (정유)

	Sinopec	Reliance Industries	Indian Oil	Formosa Petrochem	PTT Global Chemical	Cosmo Oil	JX Holdings	Idemitsu Kosan	Valero	Tesoro
현재주가 (06/26, 달러)	0.7	13.8	3.7	2.5	2.2	1.8	4.9	77.1	35.4	54.1
시가총액 (백만달러)	78,424	44,685	8,966	24,086	9,762	1,563	12,175	3,084	19,306	7,348
절대수익률 (%)										
1M	(14.2)	2.2	(23.3)	(9.0)	(8.2)	(13.2)	(14.6)	(13.3)	(11.6)	(11.4)
3M	(21.0)	3.7	(18.8)	(6.8)	(4.3)	(11.4)	(14.3)	(8.4)	(13.4)	(7.2)
6M	(19.1)	(1.9)	(14.4)	(13.8)	1.0	(3.8)	(2.6)	2.8	16.1	25.7
1Y	5.6	12.3	(13.0)	(6.0)	28.6	(8.7)	18.7	12.2	69.5	127.3
상대수익률 (%)										
1M	(11.6)	4.8	(20.7)	(6.3)	(5.5)	(10.5)	(11.9)	(10.7)	(9.0)	(8.7)
3M	(24.1)	0.7	(21.9)	(9.8)	(7.3)	(14.5)	(17.3)	(11.5)	(16.4)	(10.3)
6M	(33.3)	(16.0)	(28.6)	(27.9)	(13.2)	(17.9)	(16.7)	(11.3)	2.0	11.6
1Y	(18.7)	(11.9)	(37.3)	(30.3)	4.4	(33.0)	(5.6)	(12.0)	45.2	103.0
PER (X)										
2012	9.6	11.9	14.7	296.6	9.3	n/a	7.5	6.0	5.6	5.5
2013C	6.5	12.1	7.2	29.3	8.4	6.9	6.9	6.7	6.9	9.5
2014C	6.2	10.9	6.3	25.6	8.1	6.8	6.0	7.4	6.5	7.7
PBR (X)										
2012	1.2	1.4	1.0	4.0	1.4	0.7	0.6	0.5	1.0	1.4
2013C	0.9	1.3	0.8	3.2	1.3	0.6	0.6	0.4	1.0	1.5
2014C	0.8	1.2	0.7	3.0	1.2	0.6	0.5	0.4	0.9	1.3
ROE (%)										
2012	13.0	11.9	7.2	1.3	16.2	(31.4)	8.7	8.1	12.1	18.8
2013C	13.5	11.4	11.3	10.5	15.4	8.9	9.2	6.7	14.5	16.3
2014C	13.4	11.5	12.0	11.8	14.8	8.8	9.3	6.0	13.7	18.7
매출액성장률 (%)										
2012	13.6	(2.8)	(0.7)	11.1	10.9	(2.7)	(0.1)	(3.1)	10.5	8.5
2013C	6.6	(11.9)	(3.8)	(0.0)	0.2	(6.1)	(5.7)	(8.9)	(7.1)	1.6
2014C	4.7	2.9	2.9	2.5	0.4	(0.8)	(0.7)	(0.6)	0.3	(1.7)
영업이익성장률 (%)										
2012	(5.3)	(14.3)	(59.6)	적전	(3.6)	(21.2)	(26.7)	(23.4)	36.5	45.9
2013C	19.8	11.7	55.0	흑전	18.2	3.1	(13.0)	(34.4)	(6.5)	(10.2)
2014C	7.9	17.0	8.3	30.2	3.4	17.2	15.4	12.0	1.1	17.2
순이익성장률 (%)										
2012	(10.6)	(7.1)	(7.6)	(88.0)	11.1	적지	(10.7)	(25.6)	(0.3)	36.1
2013C	19.0	(0.4)	50.4	792.8	6.2	흑전	(6.7)	(20.6)	45.0	11.8
2014C	6.2	11.3	15.5	15.3	5.4	17.3	17.5	(6.7)	3.6	13.0
영업이익률 (%)										
2012	3.6	5.6	1.8	(0.1)	6.6	1.7	2.2	2.5	3.6	5.2
2013C	4.1	7.1	2.8	2.5	7.7	1.8	2.1	1.8	3.7	4.6
2014C	4.2	8.0	3.0	3.2	8.0	2.1	2.4	2.1	3.7	5.4
순이익률 (%)										
2012	2.3	5.3	1.0	0.3	6.0	(2.7)	1.4	1.1	1.5	2.3
2013C	2.6	5.9	1.5	2.7	6.4	0.6	1.4	1.0	2.4	2.5
2014C	2.6	6.4	1.7	3.1	6.7	0.7	1.7	0.9	2.4	2.9

자료: Bloomberg, KB투자증권

표 3. 해외 동종 업체 비교 (석유화학)

	SABIC	BASF	DuPont	Dow Chemical	Nan Ya Plastics	Formosa Plastics	Sinopec Shanghai PC	Shin-etsu Chemical	Sumitomo Chemical	Asahi Kasei
현재주가 (06/26, 달러)	24.4	88.4	53.5	32.2	2.0	2.3	0.3	65.4	3.1	6.6
시가총액 (백만달러)	73,190	81,230	49,273	38,949	15,512	14,314	7,223	28,262	5,076	9,274
절대수익률 (%)										
1M	(1.9)	(5.6)	(3.3)	(7.3)	(6.4)	(1.7)	(8.7)	(7.4)	(21.4)	(9.1)
3M	(3.2)	3.4	10.2	1.6	13.6	(2.7)	(28.1)	(1.6)	6.9	1.3
6M	4.1	1.0	20.8	1.3	4.7	(11.3)	(4.4)	21.0	10.1	28.0
1Y	6.1	34.7	13.6	8.2	15.0	(4.8)	8.5	51.9	22.9	59.0
상대수익률 (%)										
1M	0.8	(2.9)	(0.7)	(4.7)	(3.8)	0.9	(6.1)	(4.8)	(18.8)	(6.5)
3M	(6.2)	0.3	7.1	(1.4)	10.5	(5.8)	(31.2)	(4.6)	3.8	(1.8)
6M	(10.1)	(13.2)	6.6	(12.8)	(9.5)	(25.5)	(18.5)	6.9	(4.0)	13.9
1Y	(18.1)	10.5	(10.6)	(16.1)	(9.3)	(29.0)	(15.7)	27.6	(1.3)	34.8
PER (X)										
2012	10.9	13.6	13.1	18.7	103.7	32.8	16.4	21.0	78.4	13.2
2013C	10.1	11.7	14.0	13.6	19.7	17.6	12.6	20.1	17.0	12.3
2014C	9.5	10.8	12.5	10.9	16.7	15.2	9.2	18.3	9.7	11.0
PBR (X)										
2012	1.8	2.7	4.3	2.3	1.8	2.1	1.0	1.4	0.9	0.9
2013C	1.7	2.4	3.7	1.8	1.7	1.8	0.8	1.6	1.0	1.1
2014C	1.6	2.2	3.1	1.7	1.7	1.7	0.8	1.5	0.9	1.0
ROE (%)										
2012	17.3	19.8	30.5	4.7	1.6	6.3	(9.0)	7.0	(10.4)	7.1
2013C	17.5	19.8	30.8	14.3	7.9	10.5	6.4	8.2	5.7	8.9
2014C	17.1	19.5	27.8	16.2	8.8	11.3	7.8	8.9	9.9	9.5
매출액성장률 (%)										
2012	(0.5)	(9.4)	3.4	(5.3)	(6.2)	(8.3)	(0.2)	(6.5)	(4.3)	1.2
2013C	3.5	6.0	3.2	1.1	2.4	4.3	23.3	(6.7)	(2.0)	(5.1)
2014C	3.7	(2.4)	6.6	4.0	2.0	7.4	0.6	4.4	2.1	3.1
영업이익성장률 (%)										
2012	(16.2)	(30.1)	(11.6)	(2.0)	(61.1)	(74.7)	적전	0.2	(29.2)	(15.8)
2013C	10.8	22.3	66.3	37.9	44.8	40.8	흑전	7.0	67.3	13.1
2014C	3.9	10.3	11.3	14.3	29.4	43.2	28.5	10.9	15.2	10.1
순이익성장률 (%)										
2012	(15.3)	(28.1)	(19.7)	(56.9)	(81.9)	(59.2)	적전	0.3	적전	(8.0)
2013C	10.1	(1.2)	19.5	123.1	459.3	53.7	흑전	7.1	흑전	14.9
2014C	4.7	8.4	14.8	27.7	16.0	20.0	34.4	10.4	78.4	11.9
영업이익률 (%)										
2012	21.7	8.8	8.9	7.0	4.6	3.3	(2.1)	15.3	2.3	5.5
2013C	23.2	10.2	14.3	9.5	6.5	4.5	1.6	17.6	3.9	6.6
2014C	23.2	11.5	14.9	10.4	8.3	6.0	2.0	18.7	4.4	7.0
순이익률 (%)										
2012	13.1	6.7	8.0	2.1	2.3	8.5	(1.8)	10.3	(2.6)	3.2
2013C	13.9	6.2	9.3	4.6	12.6	12.5	1.0	11.8	1.3	3.9
2014C	14.1	6.9	10.0	5.6	14.3	14.0	1.3	12.5	2.2	4.2

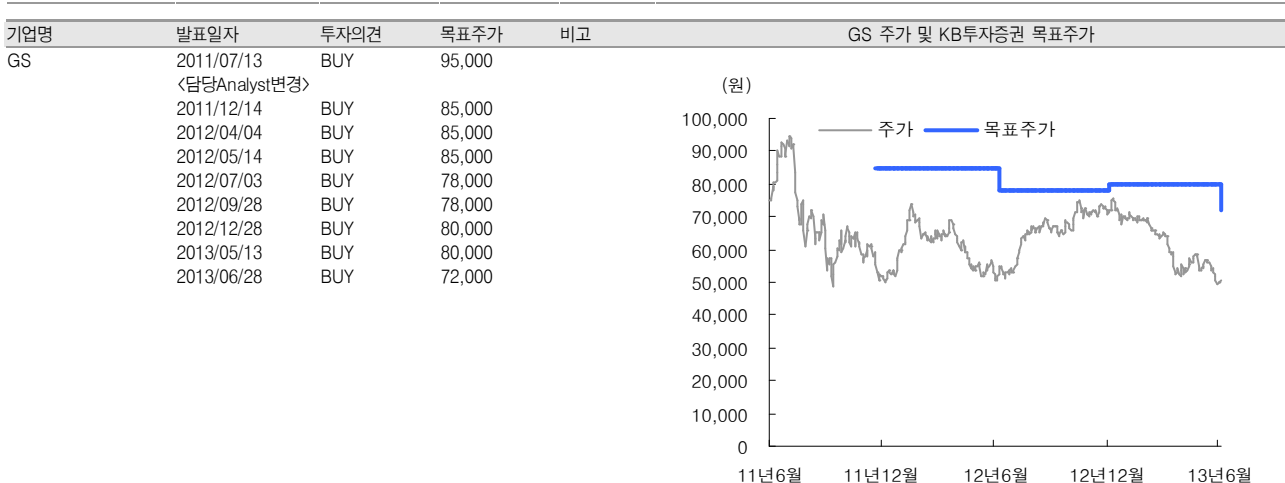
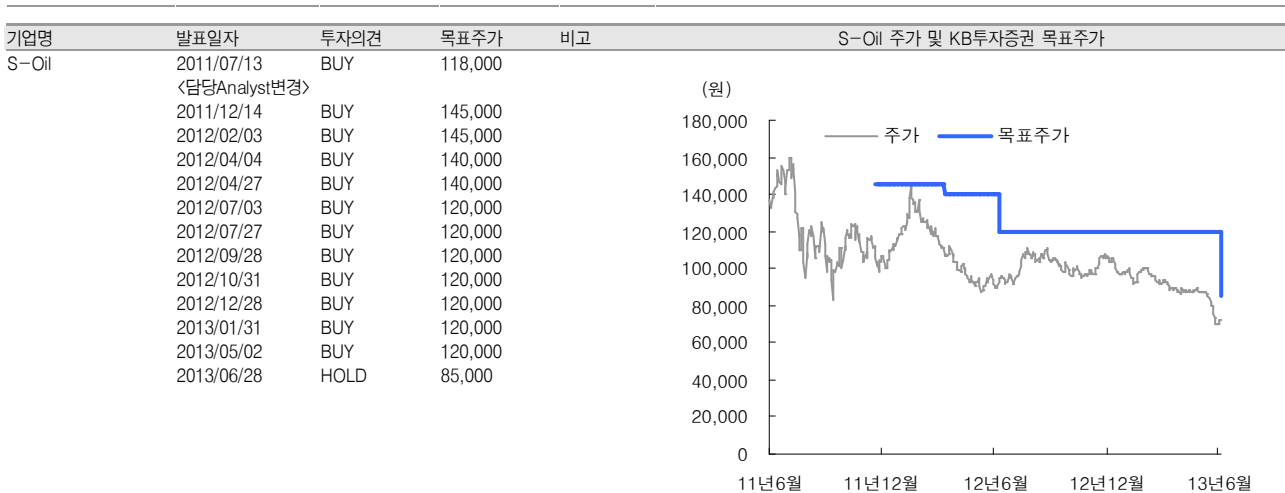
자료: Bloomberg, KB투자증권

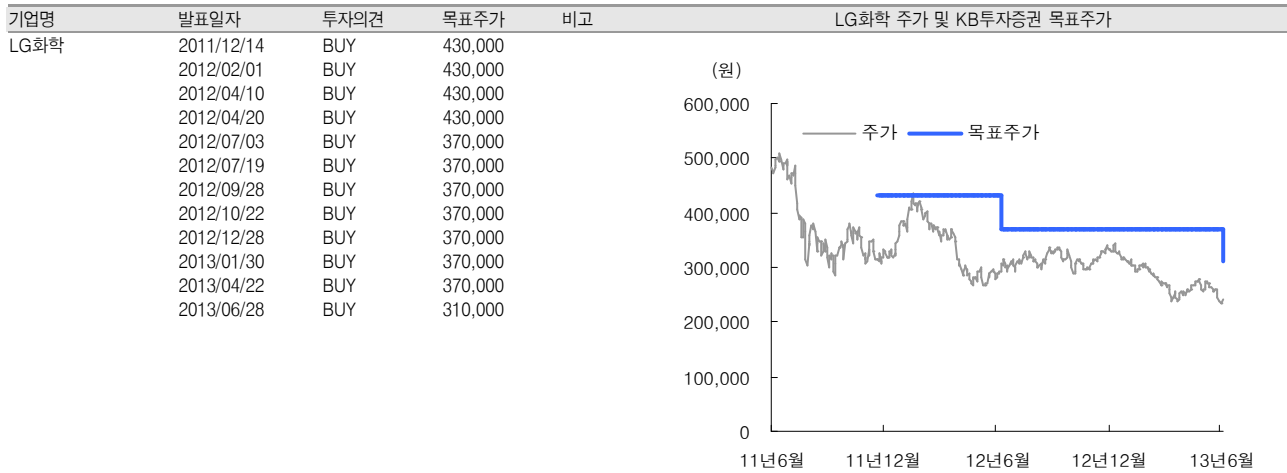
Compliance Notice

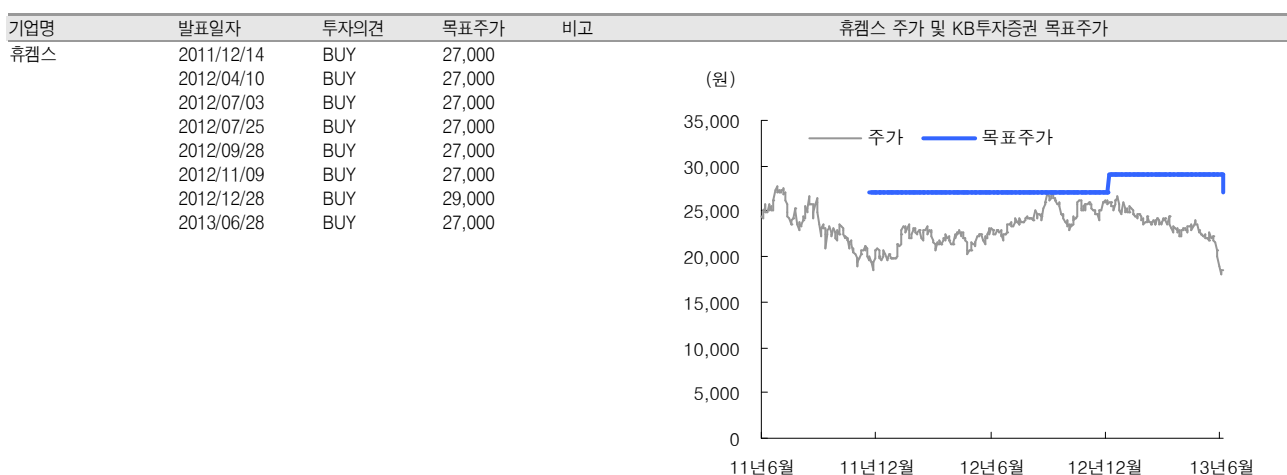
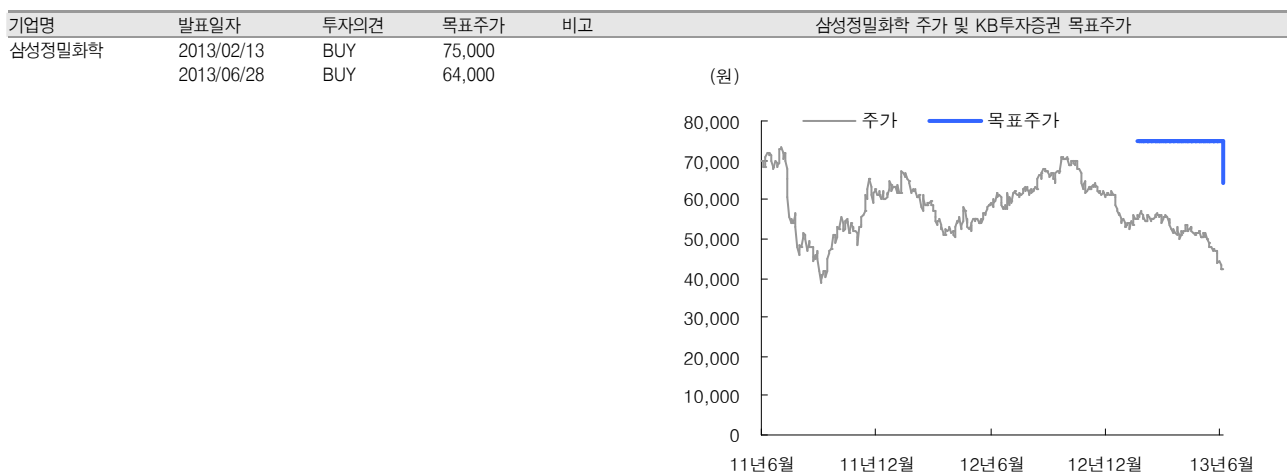
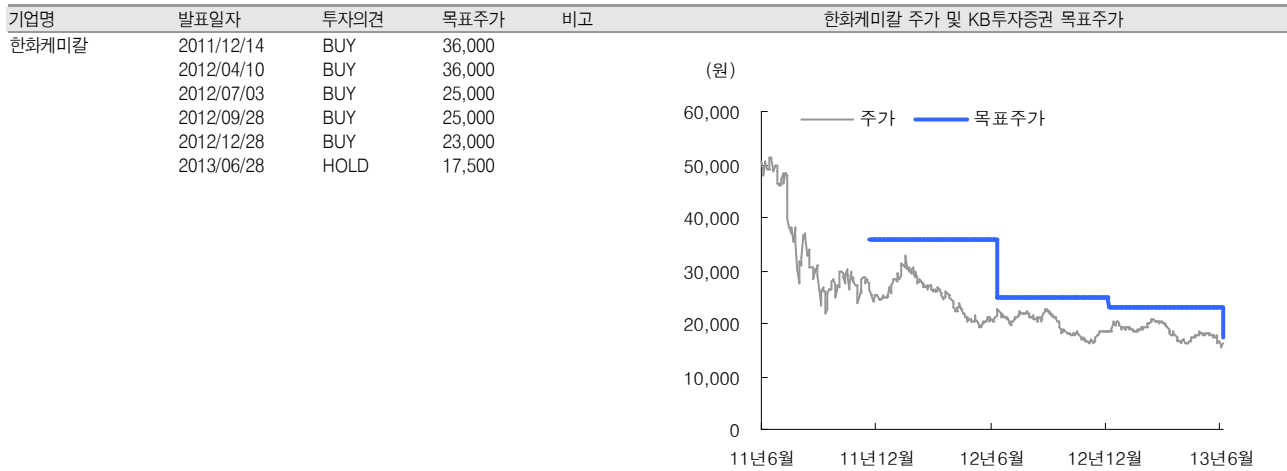
2013년 06월 28일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 당사는 현재 SK이노베이션, S-Oil, GS, LG화학, 롯데케미칼, 금호석유 종목을 기초자산으로 하는 ELW 발행 및 LP 회사임을 알려드립니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다.

본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견







투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.

국민의 내일에 투자합니다

 KB 투자증권

☞ **본사 및 지점망**

고객만족센터 1599-7000/1544-6000

본사	서울시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워 17, 21, 22, 23F	02) 3777-8000
울촌	서울시 영등포구 여의도동 24-1 울촌빌딩 2, 4, 5F	
압구정 PB 센터	서울시 강남구 신사동 617-3 LG패션 서관 3층	02) 2096-3004
도곡 PB 센터	서울시 강남구 도곡2동 467-14 삼성엔지니어링 빌딩 1층	02) 2096-3014
잠실중앙지점	서울시 송파구 잠실동 40번지 갤러리아팰리스 2층	02) 2096-3024
서현역지점	경기도 성남시 분당구 서현동 248-5 코코빌딩 2층	031) 8017-8614
목동 PB 센터	서울시 양천구 목동 907-16 KB국민은행 빌딩 2층	02) 2096-3044
여의도지점	서울시 영등포구 여의도동 36-3, KB국민은행 영업부 내	02) 2096-3054
강남스타PB센터	서울시 강남구 역삼 1동 GFC빌딩 21층	02) 2096-3064
명동스타PB센터	서울시 중구 수하동 센터원빌딩 서관 32층	02) 2096-3074
무역센터지점	서울시 강남구 삼성동 159-9 도심공향타워 2층	02) 2096-3084
평촌지점	경기도 안양시 동안구 호계동 1041-1 국민은행빌딩 3층	031) 476-8145