



정유

[Overweight]

2016년, 정제마진으로 발한다!

2014년 정유 3사(SK이노베이션, S-Oil, GS칼텍스)들은 유가 급락과 부진한 정제마진으로 창사 이래 약 1조원의 연간 영업 적자를 기록한 해였다. 그러나 2015년은 유가 하락세가 지속되었음에도 불구하고, 저유가에 따른 정제마진 호조로 정유 3사는 4.6조원의 합산 영업 이익을 기록할 전망이다.

2016년 정유업체들은 15년에 이어 견조한 실적을 지속해 나갈 것으로 판단된다. \$40대로 낮아진 유가에 따른 수요 증가로 정제마진 호황이 지속될 것이기 때문이다. E&P 수익성 악화와 CAPEX 감소로 산유국들의 증설이 지연되면서, 16년 공급 물량은 70만b/d 수준에 불과할 것으로 판단된다. 반면, 수요는 120만b/d로 예상되며 정제마진 호조가 기대된다.

이미 낮아진 유가가 정유업종 재고평가손실에 미치는 영향은 제한적이다. 최악의 경우, 16년 유가가 배럴당 \$20까지 하락하더라도, 추가 하락 폭은 \$20로 15년 유가 하락 폭과 동일하다. 유가의 추가 하락에 따른 정제마진 증가로 실적 면에서 어느 정도 상쇄가 가능할 전망이다.

높아진 수익성으로 정유 3사의 15년 평균 ROE는 과거 12년 수준인 10배로 회복하였으나 정유 3사의 평균 P/B는 여전히 1배 수준에 머물러 있다. 최근 주가 상승에도 불구하고, 밸류에이션은 상당히 매력적이다. Top picks은 S-Oil과 GS를 제시한다.

Analyst 이지연

02) 6915-5673 / leepd200@ibks.com

2015. 12. 07.

CONTENTS

투자전략.....	3
정상 수준으로의 회귀	4
변동성 컷던 2014~2015년.....	4
2016년 정상수준으로 회귀.....	5
과거와 다른 구조적 변화.....	6
동행하지 않는 유가와 정제마진.....	6
2016년에도 이어지는 정제마진 호조.....	7
경질유 마진 강세.....	7
꺾이지 않는 휘발유 마진.....	8
미국 정유업체 가동률 제한으로 휘발유 강세 전망	10
경유 마진 회복 가능성 여부.....	11
향후 중국 경유제품 수출 증가 관건.....	12
중국 Teapot 규제 완화 진행 중이나, 가동률 상승은 제한적.....	14
Dubai유 하락에 따른 아시아 업체들의 마진 상승	16
이란산 원유 도입에 따른 중동산 원유 경쟁 심화.....	17
생각보다 많지 않은 정제설비 증설 물량.....	18
멀어져 간 유가 100불 시대	19
16년 OPEC 감산 합의 실패로 공급과잉 지속.....	19
미국 기술 개발에 따른 생산성 증가.....	20
높은 원유 재고로 유가 상승 제한적.....	21
2016년 원유 수요 증분 120만b/d로 호조 지속.....	22
유가 시나리오별 이익 추정 변화.....	23
글로벌 동종업체 실적	26
Key Data 가정.....	28
기업분석.....	32
SK이노베이션 (096770):	
4분기 고비를 넘어 16년 안정된 실적을 향해 / 매수(유지) / 목표주가: 170,000원.....	32
S-Oil (010950):	
4분기 뛰어난 정유부문 실적 기대 / 매수(유지) / 목표주가: 90,000원.....	36
GS (078930):	
칼텍스 실적 개선과 리테일의 안정적인 실적 기대 / 매수(유지) / 목표주가: 68,000원.....	40

투자전략

2016년 견조한 실적 전망

- 1) 정제마진 호조
- 2) 제한된 재고평가손실
- 3) 여전히 낮은 밸류에이션

2014년 정유 3사(SK이노베이션, S-Oil, GS칼텍스)들은 유가 급락과 부진한 정제마진으로 창사 이래 약 1조원의 연간 영업 적자를 기록한 해였다. 그러나 2015년은 유가 하락세가 지속되었음에도 불구하고, 저유가에 따른 정제마진 호조로 정유 3사는 4.6조원의 합산 영업이익을 기록할 전망이다.

2016년에도 정유업체들은 견조한 실적을 유지할 것으로 예상된다.

첫째, 배럴당 \$40대로 낮아진 유가에 따른 수요 증가로 정제마진 호황이 지속될 것으로 판단되기 때문이다. 정제설비 공급은 정유업체들의 E&P 수익성 악화와 CAPEX 감소로 증설 계획이 지연되면서 16년 공급 물량은 70만b/d 수준에 불과할 것으로 전망된다. 반면, 글로벌 수요는 아시아 지역 회복과 함께 120만b/d 수준으로 예상되어 정제마진 호조가 기대된다.

둘째, 이미 낮아진 유가 수준으로 재고평가손익에 미치는 영향은 제한적이다. 최악의 경우, 16년 유가가 배럴당 \$20까지 하락하더라도, 추가 하락 폭은 \$20로 15년 유가 하락 폭과 동일하다. 유가의 추가 하락에 따른 정제마진 증가로 실적 면에서 어느 정도 상쇄가 가능할 전망이다.

셋째, 높아진 수익성으로 정유 3사의 15년 평균 ROE는 과거 12년 수준인 10배로 회복하였으나 정유 3사의 평균 P/B는 여전히 1배 수준에 머물러 있다. 최근 주가 상승에도 불구하고, 밸류에이션은 상당히 매력적이다.

정유업종 'Overweight'
유지하며, 추천종목은
S-Oil, GS

정유업종에 대해 투자의견 'Overweight'을 유지하며, 추천종목은 S-Oil과 GS를 제시한다. S-Oil은 타사 대비 적은 일회성 비용과 정기보수 종료에 따른 물량 증가로 4분기 정유부문의 견조한 실적 개선이 가능할 것으로 판단된다. 또한 18년 상반기 고도화 설비 완공에 따른 수익성 개선이 기대된다. GS는 자회사 리테일의 안정적인 성장과 GS칼텍스의 정유부문 실적 개선으로 16년에도 호실적을 이어갈 것으로 전망된다. 또한 발전 자회사(16년 GS E&R의 북평화력 발전소/17년 GS EPS의 LNG발전)들의 증설 완료에 따른 외형 확대로 이익 성장이 가능할 전망이다.

정상 수준으로의 회귀

변동성 컸던 2014~2015년

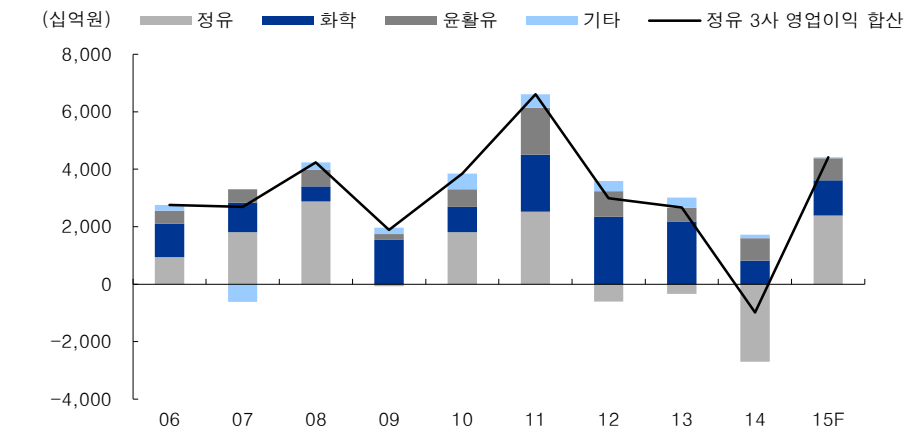
2014년과 상반되는
2015년 실적 호조

정유 3사는 2014년에 유가 급락과 부진한 정제마진으로 창사 이래 처음 약 1조원의 연간 영업적자를 기록했다. 그러나 2015년은 유가 하락세가 지속되었음에도 불구하고, 저유가에 따른 정제마진 호조로 정유 3사는 약 4.6조원의 영업이익을 기록할 전망이다. 이미 3분기 누적으로 3.6조원을 기록했으며, 과거 12~13년의 실적까지 회복하였다. 15년 실적 호조는 정유 3사의 정유부문 영업이익이 14년 약 1조원의 적자에서 15년 3분기 누적으로 2조원 가까이 개선되었기 때문이다.

정유부문 실적 영향 범위
30~70%로 변동성 높음

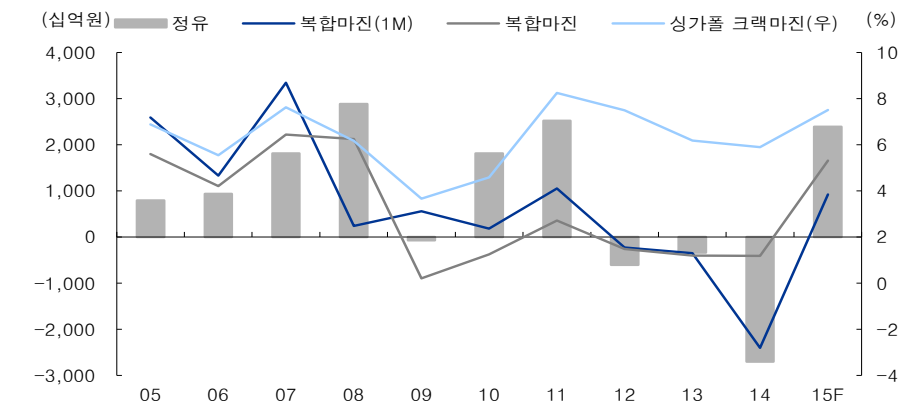
정유부문의 실적이 전체 영업이익에서 적게는 30%, 많게는 70%까지 변동하는 이유는 정제마진 외에도 유가 변동에 따른 재고평가손익이 더해지기 때문이다. 정유업체들은 수입원유의 일정량을 의무적으로 비축해야 하기 때문에 화학업체와 달리 유연한 재고 관리가 어렵다. 따라서 정유업체들의 실적 변동성이 클 수 밖에 없으며 정제마진 외에도 유가의 방향성이 중요하다.

그림 1. 정유 3사의 실적을 결정하는 정유부문



자료: IBK투자증권

그림 2. 정유 3사의 정유부문 영업이익과 정제마진 상관관계



자료: IBK투자증권

2016년 정상수준으로 회귀

2016년 정유업종

- 1) 정제마진 호황,
- 2) 재고평가손실 제한적,
- 3) 밸류에이션 매력 충분

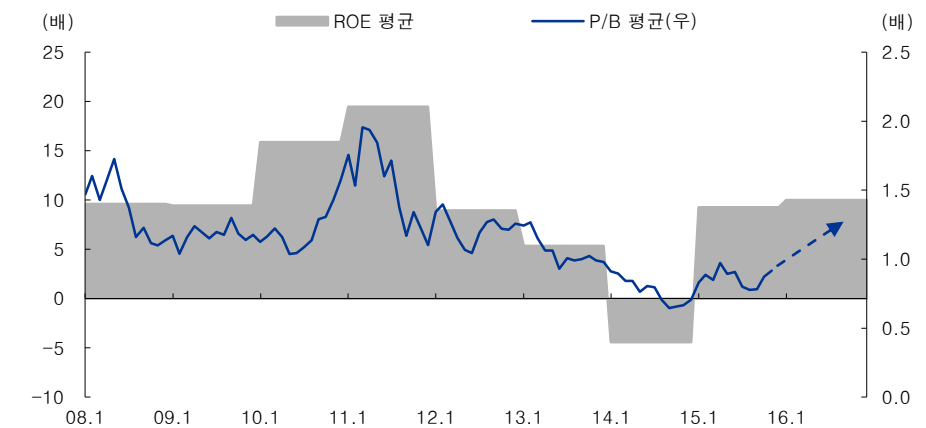
2016년 정유업체들의 영업이익은 배럴당 \$40대로 떨어진 유가와 정제마진 호황으로 4,3조원대의 영업이익 호조를 지속할 것으로 전망된다.

정제마진은 견조할 것으로 예상되는데, 저유가에 따른 수요 증가와 산유국들의 재정 적자에 따른 증설계획 연기로 타이트한 수급이 예상되기 때문이다.

또한 유가는 이미 배럴당 \$40대로 하락하여 재고평가손실 영향은 제한적일 것으로 전망된다. 최악의 경우, 16년 유가가 \$20까지 하락하더라도, 추가 하락 폭은 \$20로 15년 유가 하락 폭과 동일하다. 유가가 추가 하락하여도 수요 개선에 따른 정제마진 증가로 실적 하락을 상쇄 가능할 것으로 예상된다.

높아진 수익성으로 정유 3사의 15년 평균 ROE는 과거 12년 수준인 10배로 회복하였다. 그러나 정유 3사의 평균 P/B는 1배로 여전히 낮은 수준이다. 16년 정제마진 호조와 제한적인 재고평가손실에 따라 실적 호조는 지속될 것으로 예상되며, 최근 주가 상승에도 불구하고, 정유 3사의 평균 밸류에이션은 여전히 저평가되었다는 판단이다.

그림 3. 높아진 ROE에도 불구하고, 정유 3사 평균 P/B 0.9배로 저평가



자료: 퀀티와이즈, IBK투자증권

과거와 다른 구조적 변화

동행하지 않는 유가와 정제마진

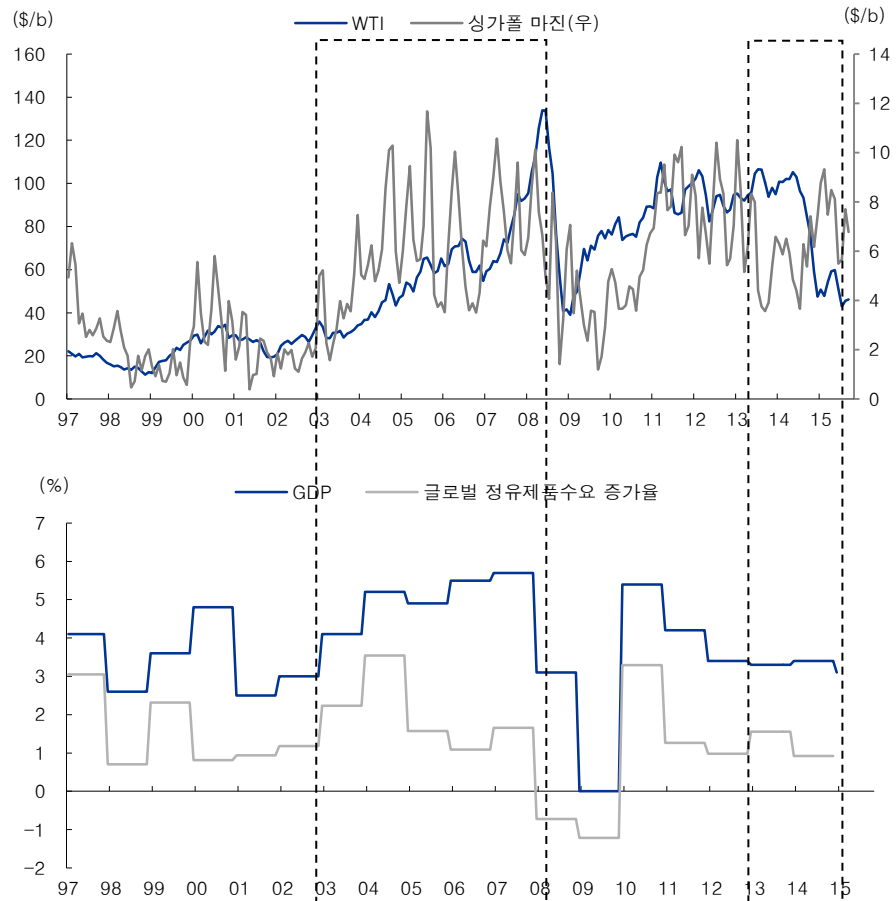
14년 이후 동행하지 않는
유가와 정제마진

정유제품 수요 증가하나,
정제설비 증설 지연

과거 97년~15년 유가와 정제마진의 상관관계는 0.61로 꽤 높았다. 그러나 14년 하반기 유가 급락에도 불구하고 정제마진은 오히려 상승세를 보였다. 03~08년 유가와 정제마진이 함께 상승하였던 이유는 아시아 등을 비롯한 신흥국들의 수요 성장에 따라 수요 증가율이 컸기 때문이다. 그러나 12년 이후 \$100대의 고유가에도 불구하고, 정제마진은 높아진 유가에 따른 수요 감소와 정제설비 과잉으로 약세를 보였다.

그러나 14년 하반기부터 비전통원유 개발에 따라 원유 공급과잉이 시작되면서 유가는 하락세를 보였다. 반면, 정제마진은 수요 증가와 정유설비 증설 지연으로 상승세를 보이고 있다. 특히 산유국들의 재정적자에 따른 증설 지연으로 공급 물량은 충분하지 못한 상황이다.

그림 4. 14년 이후 유가와 정제마진 비동조화



자료: 페트로넷, IBK투자증권

2016년에도 이어지는 정제마진 호조

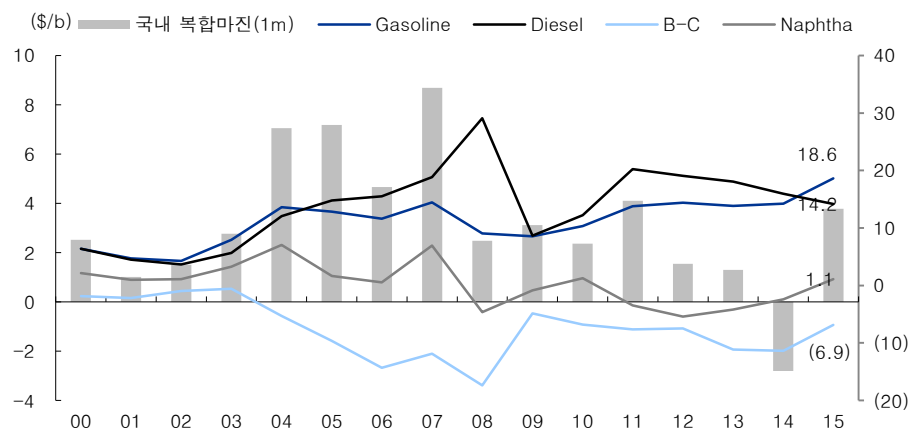
경질유 마진 강세

국내 복합정제마진 호조,
휘발유 및 나프타 마진 큰
폭으로 개선

국내 복합정제마진은 배럴당 \$4대로 과거 몇 년간 \$1대의 부진한 마진을 보였던 것과 달리 개선세를 보이고 있다. 특히 정유제품 중에서 경질유인 휘발유와 나프타 마진이 큰 폭으로 상승하였다.

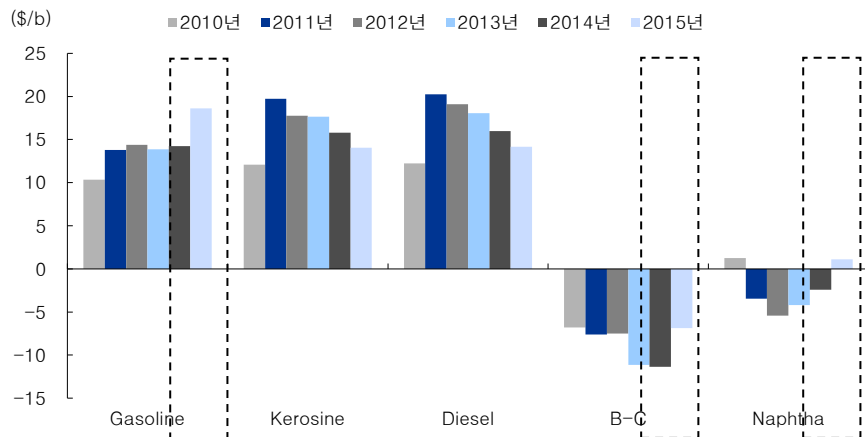
휘발유는 저유가에 따른 수송용 원료 사용 증가로 2000년 이후 \$18대의 최고 마진을 기록하고 있다. 나프타도 과거 역마진에서 최근 \$5대까지 상승세를 보이고 있다. 최근 화학업체들의 나프타 원료 사용을 선호하고 있으며, 휘발유 블렌딩 원료 사용이 늘어났기 때문이다. 병커C유도 유가 하락으로 dubai유와의 차이가 -\$10에서 최근 -\$7로 개선되었다. 경유는 중국을 비롯한 신흥국들의 경기 부진으로 하락세를 보였으나, 최근 난방유 시즌으로 정제마진의 긍정적인 변화가 기대된다.

그림 5. 정유제품별 연간 스프레드 추이 (Dubai유 대비, 시차 적용 안함)



자료: 페트로넷, IBK투자증권

그림 6. 경질유인 휘발유와 나프타 강세



자료: 페트로넷, IBK투자증권

꺾이지 않는 휘발유 마진

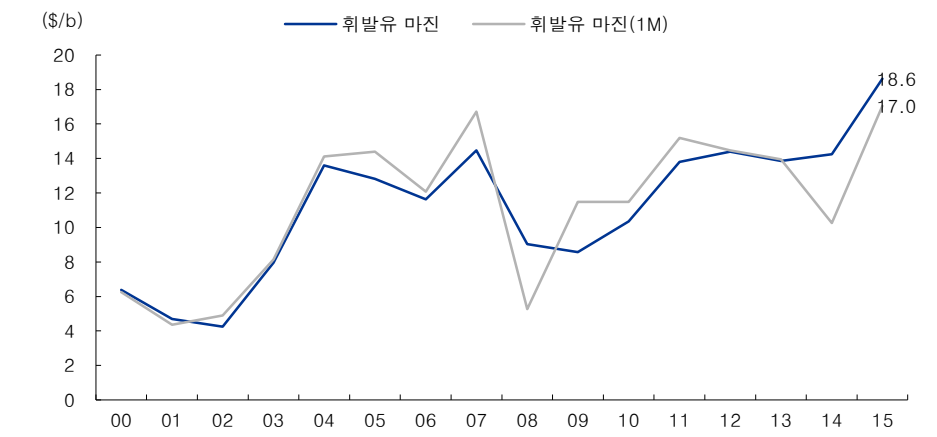
수송용 원료 사용 증가로
휘발유 마진 강세

15년 휘발유 수요 증가율
미국 +2.7%
인도/태국 +14%
중국 +7%

휘발유는 수송용 연료로 쓰여 저유가에 따른 수요 증가 영향을 크게 받고 있다. 15년 평균 휘발유 마진은 \$18대로 2000년대 이후 최고 수준에 이르렀다. 한해 동안 무려 30% 상승한 수치이다. 보통 성수기인 5~8월 드라이빙 시즌이 종료되면 마진 하락세를 보이거나, 수요 증가 영향으로 \$18대의 견조한 마진을 유지하고 있다.

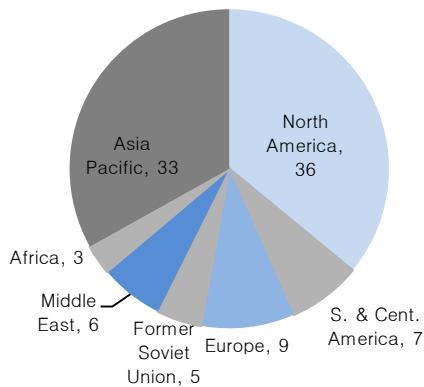
지역별 수요를 보면 북미가 36%로 가장 높은데, 이중 미국이 30%를 차지하며 단일 국가 수요로는 가장 크다. 최근 휘발유 마진 강세의 배경에는 15년 미국의 휘발유 수요 증가율이 전년대비 2.7% 증가하였기 때문이다. 이는 02년도 이후 가장 높은 증가율이다. 다음으로 글로벌 수요의 30%를 차지하는 아시아 지역의 휘발유 수요 증가율도 상승세를 보이고 있기 때문이다. 15년 9월 누적으로 인도와 태국은 각각 14% 증가하였으며, 중국은 7%의 높은 수요 성장률을 보였다. 특히 중국의 경우, 15년 10월부터 16년 말까지 1.6리터 이하급 취득세를 기존 10%에서 5%로 축소하면서 자동차 판매량이 회복세를 보이고 있다.

그림 7. 15년 평균 휘발유 마진 \$18대로 2000년대 이후 최고 수준



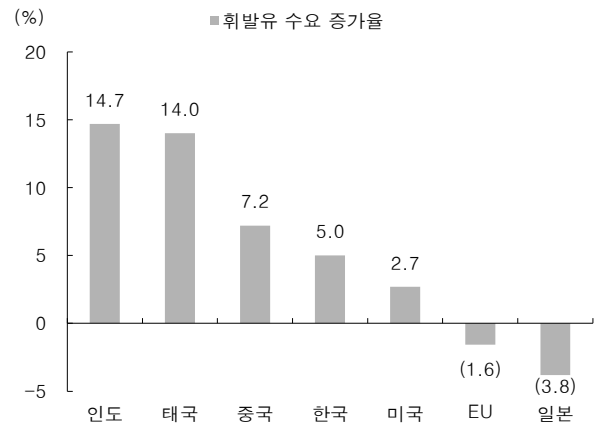
자료: 페트로넷, IBK투자증권

그림 8. 휘발유 수요 지역별 비중



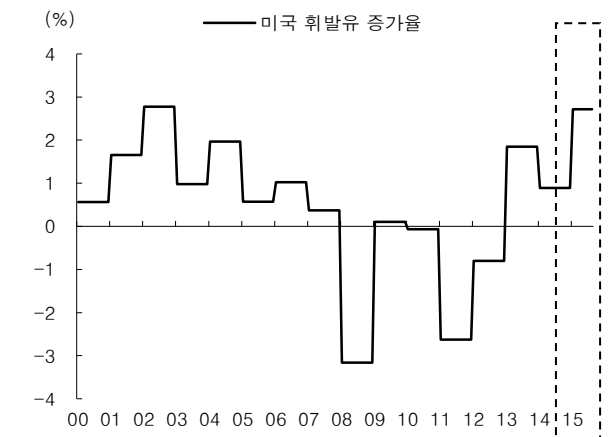
자료: 산업자료, IBK투자증권

그림 9. 15년 누적 기준 지역별 휘발유 수요 증가율 순위



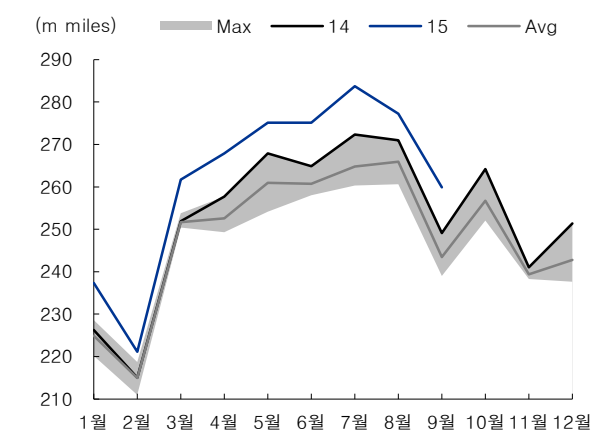
자료: 산업자료, IBK투자증권

그림 10. 미국 휘발유 수요 15년 8월 누적 2.7% 상승



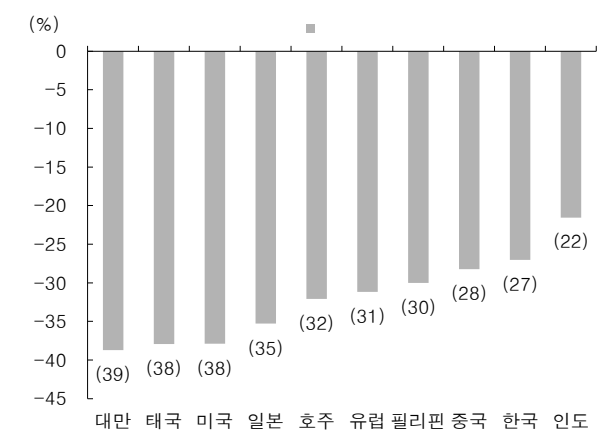
자료: EIA, IBK투자증권

그림 11. 미국 주행거리 증가 추이



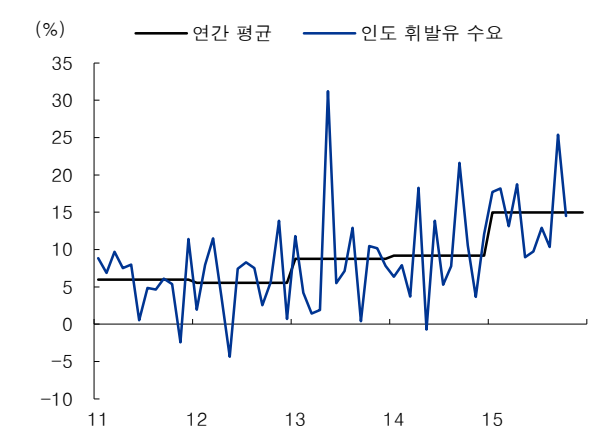
자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 12. 국가별 휘발유 가격 인하 폭 (14년 초 대비 15년말 가격)



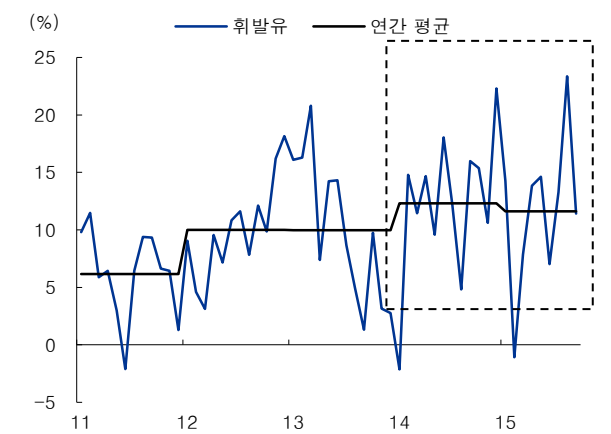
자료: EIA, IBK투자증권

그림 13. 인도 휘발유 수요 증가율



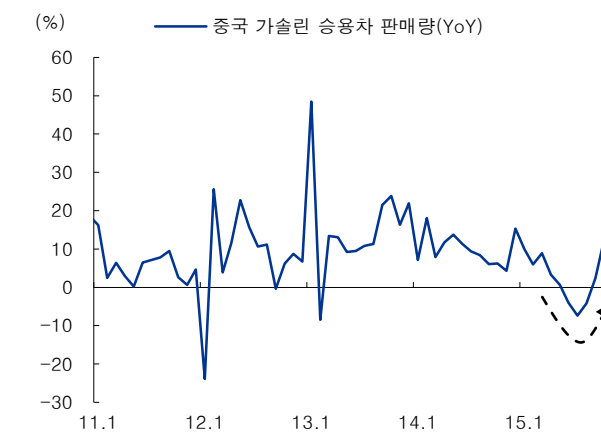
자료: 산업자료, IBK투자증권

그림 14. 중국 휘발유 수요 증가율 큰 폭 증가



자료: 산업자료, IBK투자증권

그림 15. 중국 소비세 인하로 자동차 판매량 10월 큰 폭 상승세



자료: 산업자료, IBK투자증권

미국 정유업체 가동률 제한으로 휘발유 강세 전망

WTI유 디스카운트 소멸로
미국 가동률 추가 상승
제한적

중동 M/S 유지 정책으로
WTI유의 원가경쟁력
낮아져

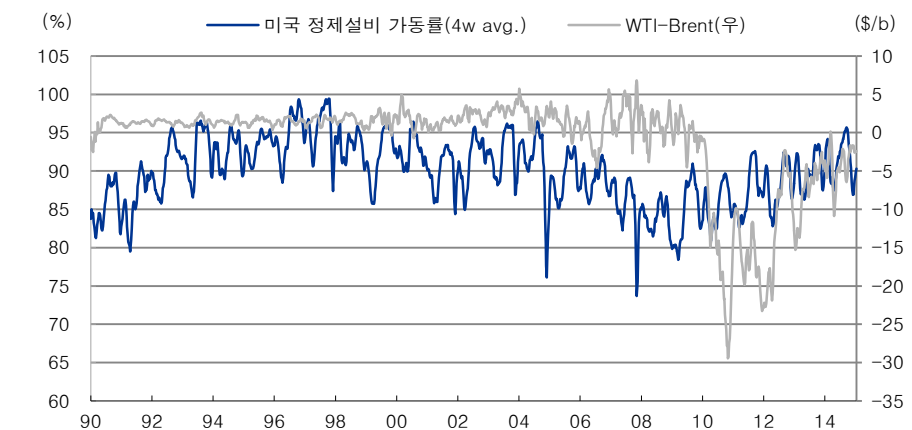
미국 휘발유 순수출 물량
11년 이후 정체
(+40만b/d)

미국 정제설비 가동률은 2005년 이후 최고 수준인 90~95%대에 이르고 있다. 2008년 미국의 원유 생산량 증가에도 불구하고, WTI유의 수출 금지 법안으로 WTI유의 디스카운트 현상이 심화되었고, 이는 미국 정유업체들의 수익성 개선으로 이어졌다.

그러나 앞으로 미국 정유업체들의 가동률 추가 상승은 어렵다고 판단된다. 중동의 시장점유율 유지 정책으로 WTI유의 디스카운트 효과가 사라지고 있기 때문이다. 사우디아람코는 아시아 지역에 대한 공식판매가격(OSP, Official Selling Price)을 Oman/Dubai유 대비 \$2~3대로 할인한 상황이며, 이란산 물량 출하에 따른 경쟁 심화로 OSP 할인 폭이 확대될 것으로 예상된다. 따라서 미국 업체들의 원가 상승 요인으로 추가 가동률 상승은 제한적일 것으로 판단된다.

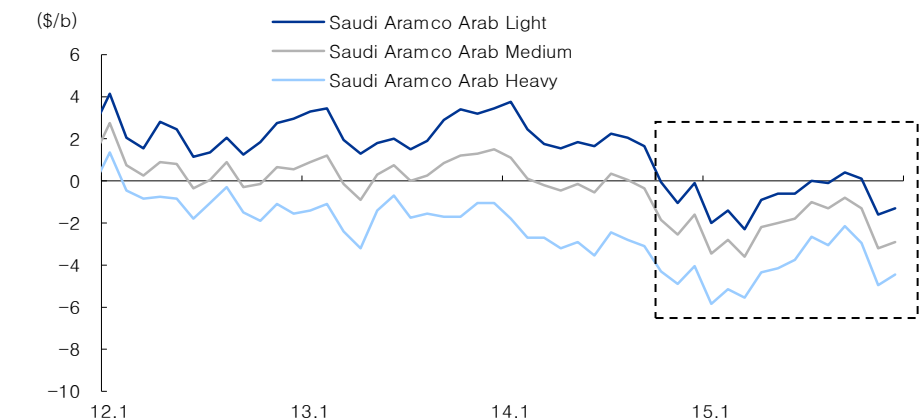
미국의 휘발유 순수출 물량은 자국내 높아진 수요로 인해 11년 이후 연간 40만b/d 수준으로 정체되고 있다. 따라서 일부 시장에서 우려되고 있는 미국의 순수출 물량 증가에 따른 휘발유 마진 약세는 기우로 판단된다.

그림 16. WTI 디스카운트 소멸로 미국 정제설비 가동률 정체



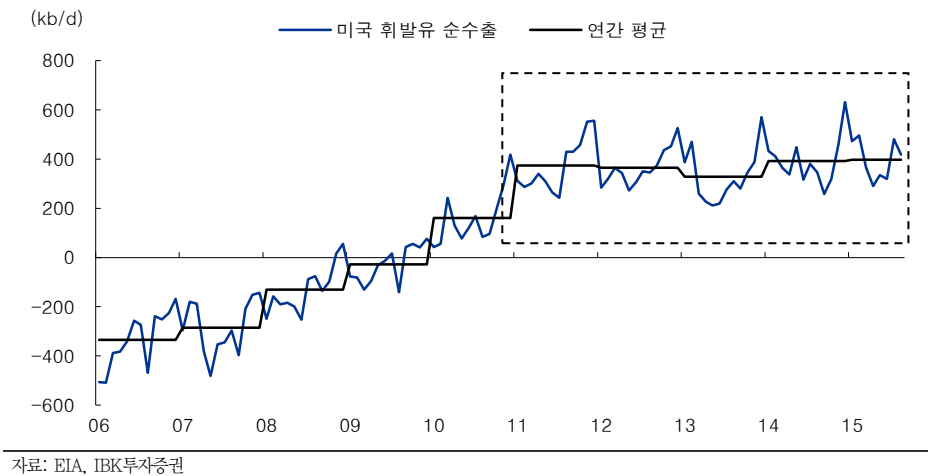
자료: EIA, IBK투자증권

그림 17. 사우디아람코의 OSP 인하에 따른 시장점유율 유지 정책 고수



자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 18. 2011년 이후 미국 휘발유 순수출 물량 정체



경유 마진 회복 가능성 여부

경유 마진 11년 이후
하락세 지속

11년 이후 경유 마진은 지속적으로 하락세를 보이며, 지난 8월에는 과거 5년 이래 최저치인 \$9대의 마진을 기록하였다. 다행히도 난방유 시즌 돌입에 따라 최근 경유 마진은 \$14까지 회복세를 보이고 있다.

중국 제조업 경기 부진으로
아시아 경유마진 저조

수요 증가에도 불구하고 경유제품만 유독 부진한 이유는 산업용과 난방용 수요 비중이 높아 글로벌 경기에 영향을 크게 받기 때문이다. 지역별 비중은 아시아와 아메리카, 유럽이 각각 30%씩 고르게 분포되어 있다. 그러나 최근 중국 제조업 경기 부진으로 아시아 지역의 경유 마진이 타 지역대비 더욱 저조하다.

그림 19. 11년 이후 지속적으로 감소하는 경유 마진

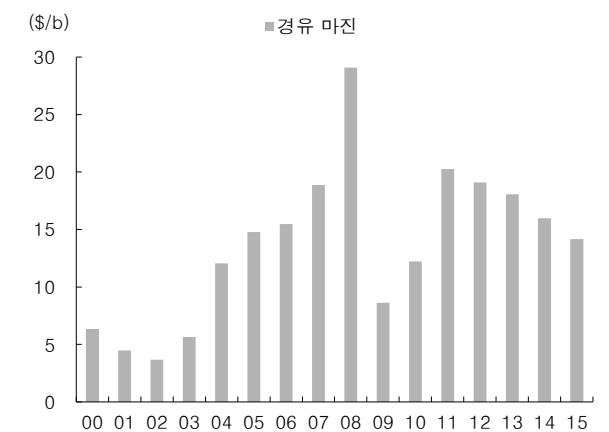


그림 20. 난방유 시즌으로 경유 마진 최근 반등

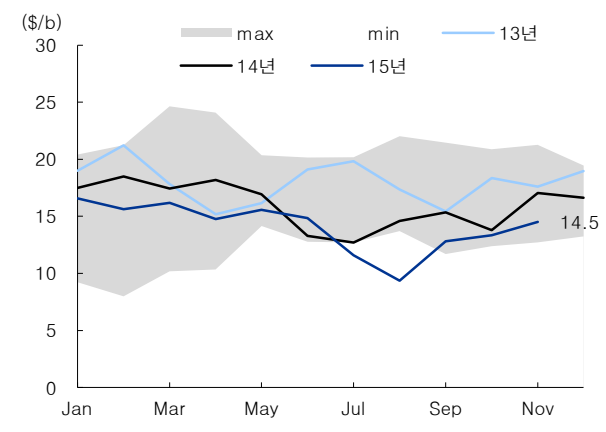
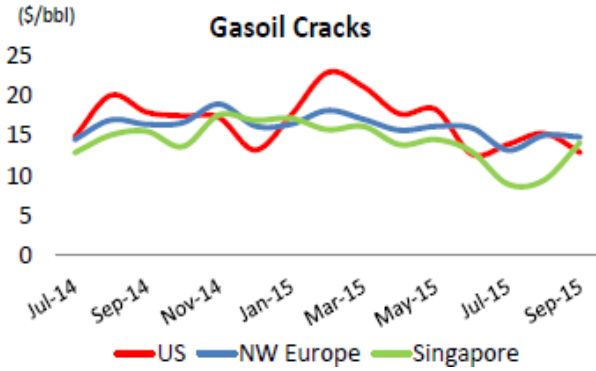
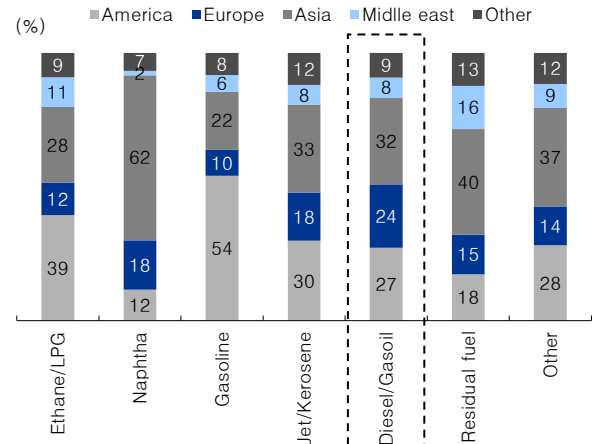


그림 21. 아시아 지역의 저조한 경유 마진 최근 반등



자료: 산업자료, IBK투자증권

그림 22. 지역별 정유제품 수요 비중



자료: 산업자료, IBK투자증권

향후 중국 정유제품 수출 증가 관건

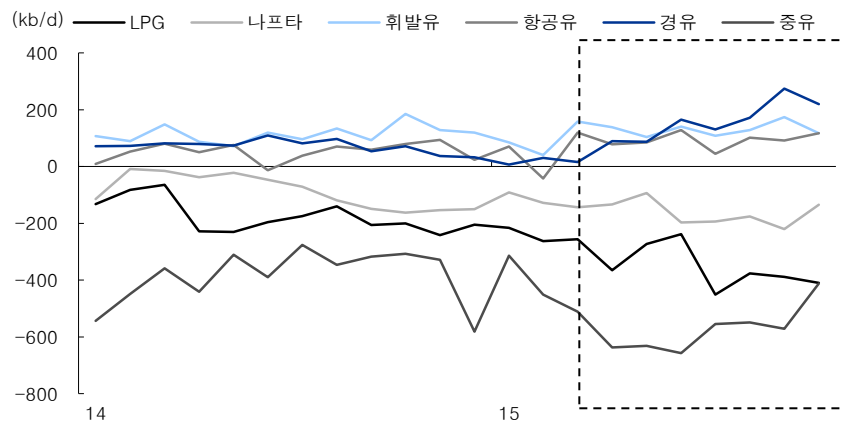
중국/미국 경유 순수출
물량 YoY +65%/ +5%

최근 경유 마진이 과거 5년 이래 가장 부진했던 건 중국 경유 수출 물량이 급증하였기 때문이다. 중국의 경유 제품은 다른 정유제품 대비 수급 밸런스가 잘 맞아 왔으나 15년 이후 순수출 물량이 급증하기 시작하였다. 15년 누적으로 경유 순수출 물량은 12만 b/d로 14년 평균 7만b/d 대비 약 65% 증가했다.

인도는 수요 증가로
순수출 물량 YoY -11%

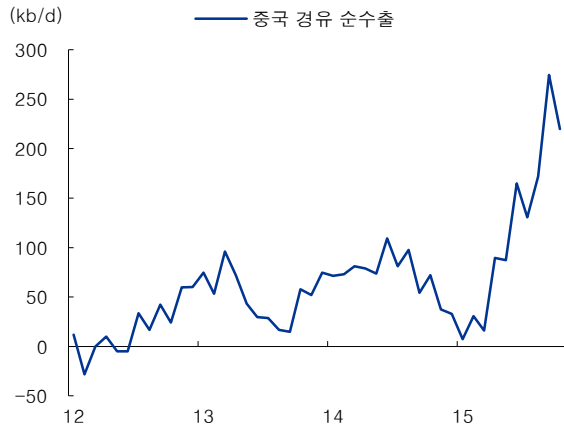
또한 15년 평균 미국 경유 순수출물량은 약 95만b/d로 전년대비 약 5% 가량 증가 추세에 있다. 휘발유 마진 강세에 따른 가동률 상승으로 경유 생산이 증가한 것으로 판단된다. 반면, 인도는 자국 수요 증가로 경유 순수출 물량이 45만b/d로 전년대비 오히려 11% 감소하였다. 따라서 부진한 경유 마진은 중국과 미국의 순수출 증가 영향이 크다고 볼 수 있다.

그림 23. 중국 경유 제품 순수출 물량 빠르게 증가



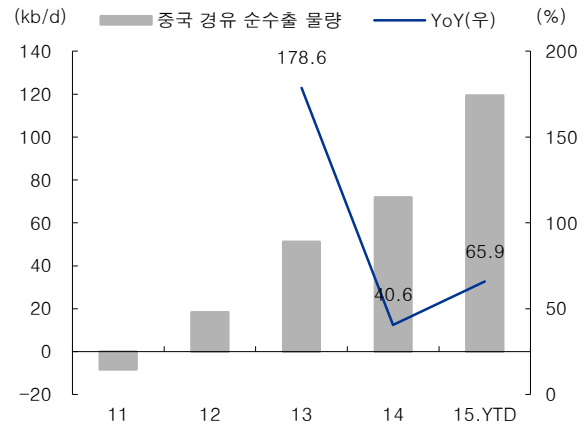
자료: 산업자료, IBK투자증권

그림 24. 중국 경유 순수출 물량 증가 추세



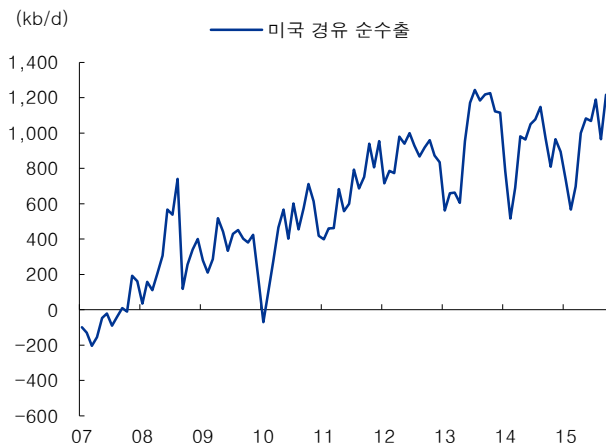
자료: 산업자료, IBK투자증권

그림 25. 중국 경유 순수출 물량 15년 YoY +65%



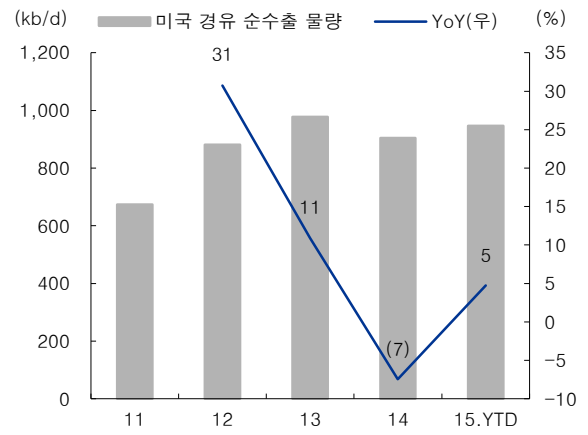
자료: 산업자료, IBK투자증권

그림 26. 미국 경유 순수출 물량 추이



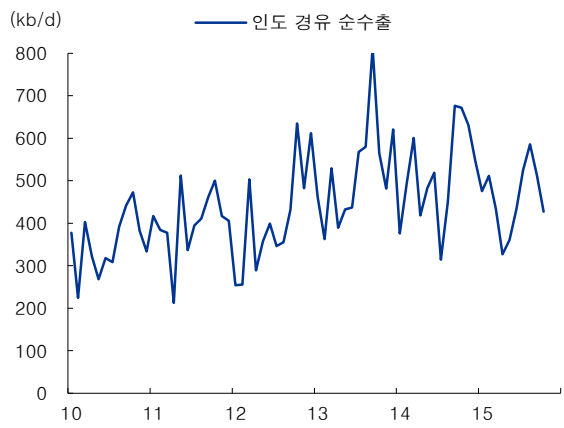
자료: 산업자료, IBK투자증권

그림 27. 미국 경유 순수출 물량 15년 YoY 보합



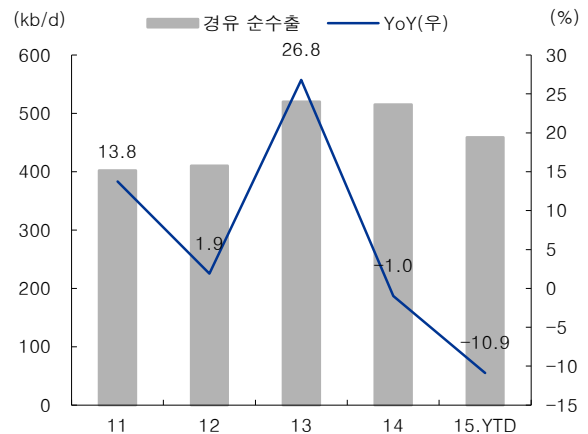
자료: 산업자료, IBK투자증권

그림 28. 인도 경유 순수출 물량 추이



자료: 산업자료, IBK투자증권

그림 29. 인도 경유 순수출 물량 15년 YoY -11% 감소



자료: 산업자료, IBK투자증권

중국 Teapot 규제 완화 진행 중이나, 가동률 상승은 제한적

중국 소형업체들의
생산능력 30% 차지

중국 정유사는 5곳의 국영 정유사 외에 생산능력이 4만b/d 이하로 낮은 소형 독립업체들('teapot'으로 불림)이 약 165개 가량 산재되어 있다. 이들 소형업체들의 총 생산능력은 430만b/d로 중국 정유 설비의 약 30%를 차지하지만, 고르지 못한 수율과 소규모 생산에 따른 수익성 악화로 가동률이 50% 미만으로 알려지고 있다.

중국 정부의 규제 완화로
소형사들의 통합 추진

중국 정부는 그 동안 자국내 공급과잉 해소와 효율이 낮은 소형사들의 통합을 위해 여러 방법을 추진해왔지만 큰 효과가 없었다. 지난 1월 중국 국가개발개혁위원회(NDRC)는 원유 수입과 제품 수출 권한이 없던 소형 업체들 중에서 생산능력이 10만b/d 이상인 업체들에게 수입권한을 부여하기로 발표했다. 이로 인해 5곳의 소형 정유사들은 지난 7월 총 50만b/d의 원유 수입 승인을 받았으며, 이는 전체 원유 수입물량의 약 7~8% 수준이다.

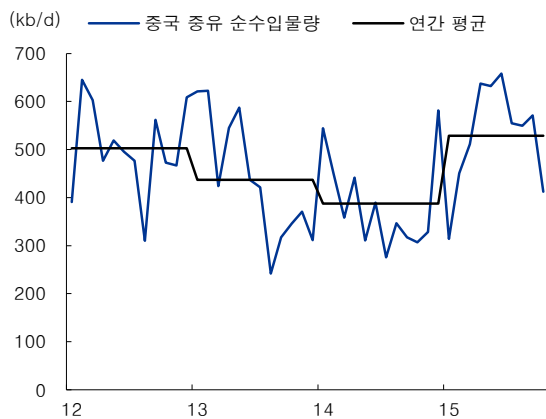
의미있는 가동률 증가
제한적

- 1) 국영업체들과 경쟁 심화
- 2) 소형사들의 과도한 부채와 낮은 수익성으로 생산능력 확대 어려움

그러나 단기적으로 의미 있는 가동률 증가는 어려울 것으로 판단된다. 먼저, 메이저 국영업체들의 수익성은 점점 낮아지고 있어 정유부문에서의 경쟁이 심화될 것으로 판단되기 때문이다. 또한 소형사들은 과도한 부채와 낮은 수익성으로 생산능력을 확대하기 어려운 상황이다. 현재 국영 업체 대비 낮은 신용과 마케팅 능력 부족으로 할인된 가격으로 제품을 판매하고 있다.

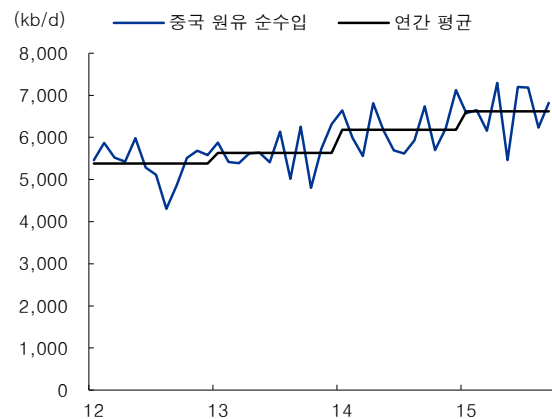
중국 정부는 향후 수입권한 부여 이외에도 수출권한도 부여할 가능성이 있다고 언급했다. 그러나 터미널 시설 부족에 따라 단기 가동률 상승은 어려울 것으로 판단된다.

그림 30. 중국 중유 순수입물량 15년 9월 누적 YoY +36%



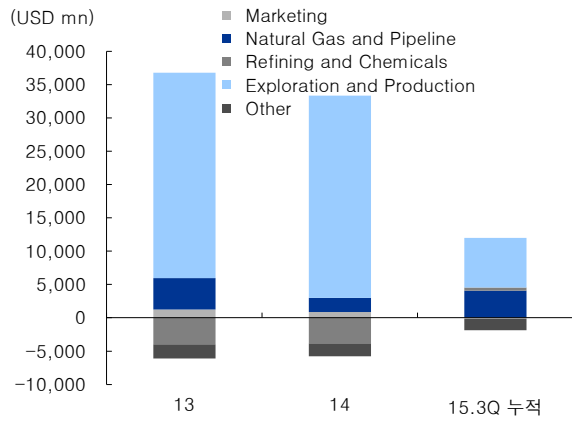
자료: Thai Oil, IBK투자증권

그림 31. 중국 원유 순수입물량 15년 9월 누적 YoY +7%



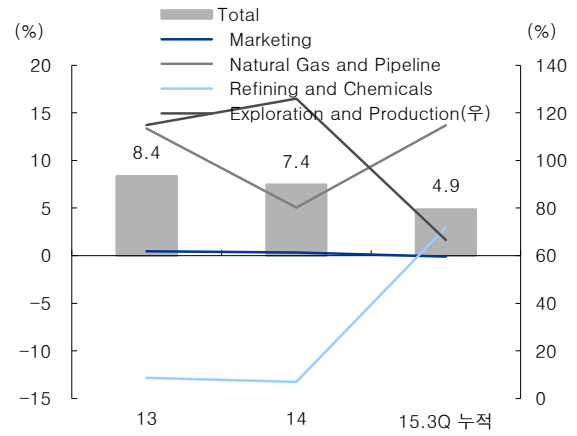
자료: Thai Oil, IBK투자증권

그림 32. Petro China 연간 영업이익 추이 (시가총액 264조원)



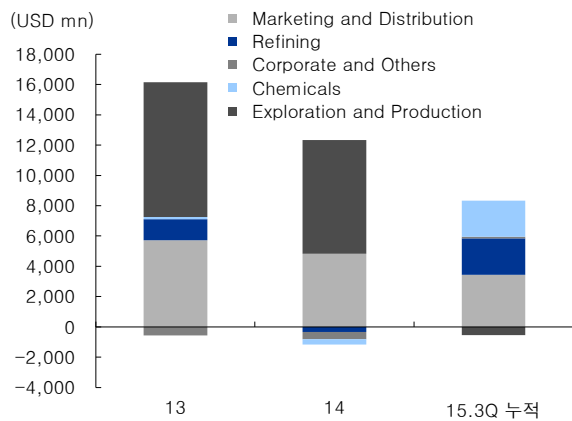
자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 33. Sinopec의 영업이익율 감소 추이



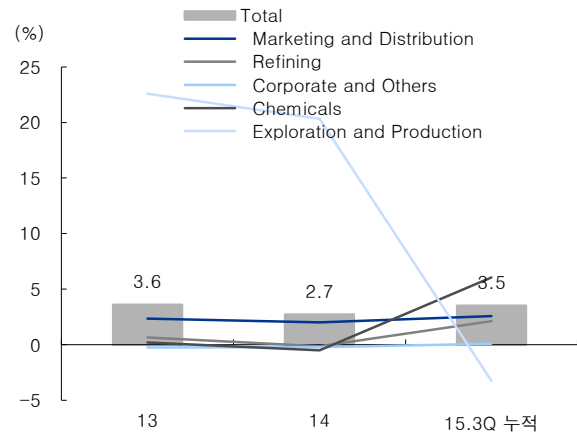
자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 34. Sinopec 연간 영업이익 추이 (시가총액 103조원)



자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 35. Sinopec의 영업이익율 감소 추이 (시가총액 103조원)



자료: 블룸버그, IBK투자증권

Dubai유 하락에 따른 아시아 업체들의 마진 상승

아시아 정제마진은
Dubai유 할인에 따라 개선

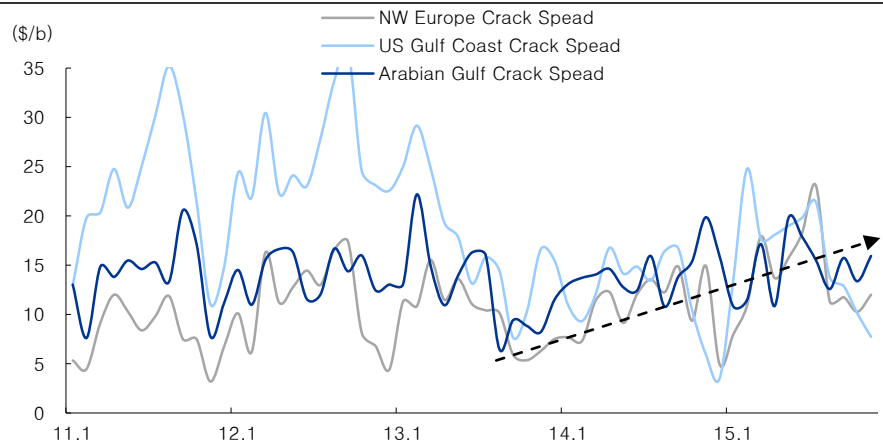
최근 아시아 지역의 정유제품 스프레드는 미국과 서유럽 대비 개선되고 있다. 수요 증가에 따른 정제마진 개선 외에도 Dubai유 가격이 타 유종 대비 낮아졌기 때문이다. 과거 11년~13년 미국 정유업체들의 정제마진이 배럴당 \$30대로 크게 증가했던 이유도 WTI유 가격이 타유종 대비 \$20 이상 할인 받았기 때문이다.

16년 Dubai유 할인 폭
확대 전망
1) 중동의 M/S 유지 정책
2) 이란산 원유 증가
3) WTI유 수요 증가

16년 Dubai유의 할인 폭은 점진적으로 확대될 것으로 판단된다. 중동 산유국들의 시장 점유율 유지 정책으로 공급 과잉이 여전하기 때문이다. 또한 이란 제재 완화에 따른 생산량 증가로 중동산 원유 간의 경쟁이 심화될 것으로 예상된다.

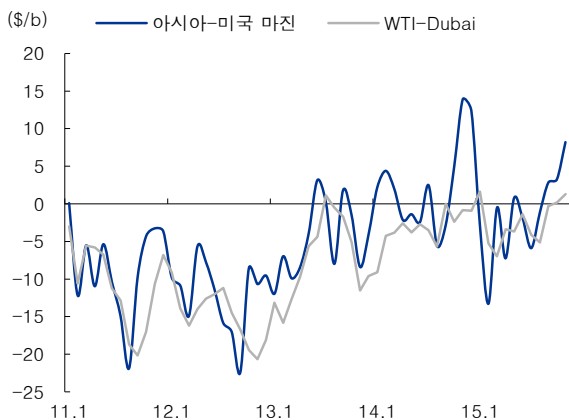
반면, WTI유는 CAPEX 감소에 따른 미국의 원유생산량 감소 추세(6월 960만b/d의 고점에서 11월 916만b/d로 5% 감소)와 미국 컨테네이트 설비 확대에 따른 WTI유 수요 증가로 공급과잉은 점진적으로 해소될 전망이다.

그림 36. 미국/ 유럽/ 아시아 스프레드 - 미국/유럽 감소 vs. 아시아 증가



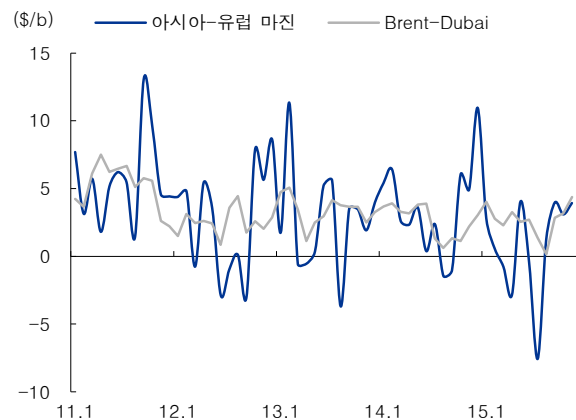
자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 37. WTI유 대비 Dubai유의 가격 하락



자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 38. Brent유 대비 Dubai유 가격 하락



자료: 블룸버그, IBK투자증권

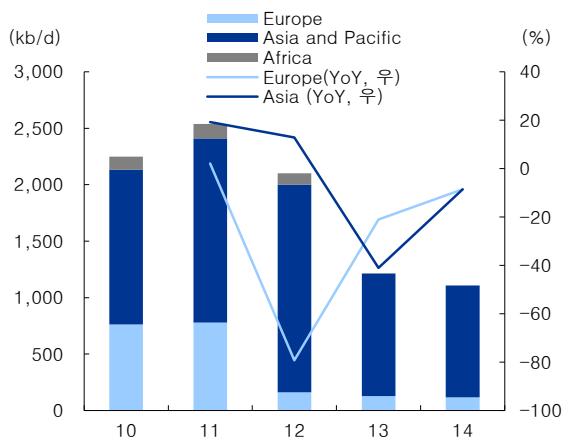
이란산 원유 도입에 따른 중동산 원유 경쟁 심화

이란산 물량 도입에 따른
정제마진 확대
SK이노베이션/GS

이란은 시장 점유율 확보를 위해 타 유종 대비 가격 할인 폭을 키우면서 중동산 원유 간 경쟁이 심화될 것으로 예상된다. 따라서 Dubai유의 가격 할인이 WTI와 Brent유 대비 확대될 전망이다. 12년 대이란 제재 이전에 이란산 원유는 주로 아시아 지역과 유럽지역으로 판매되어 왔었다.

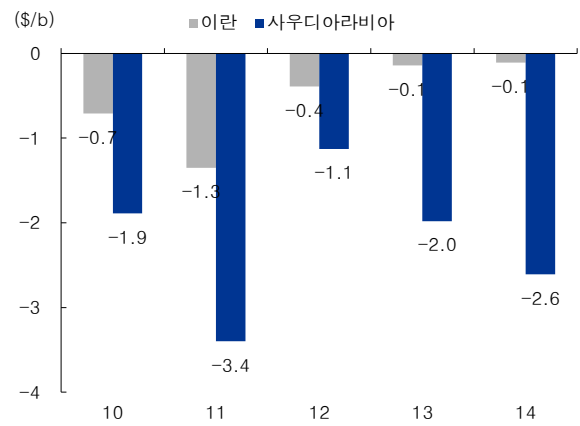
향후 이란 제재가 완화되면 S-Oil을 제외한 정유사들의 적극적인 이란산 원유 도입에 따른 다각화로 원가개선이 가능할 것으로 판단된다. 반면, S-Oil은 사우디아람코와 대주주 관계(지분 63%)로 인해 원유 도입 다각화가 어려울 전망이다.

그림 39. 이란산 원유 수출국 추이



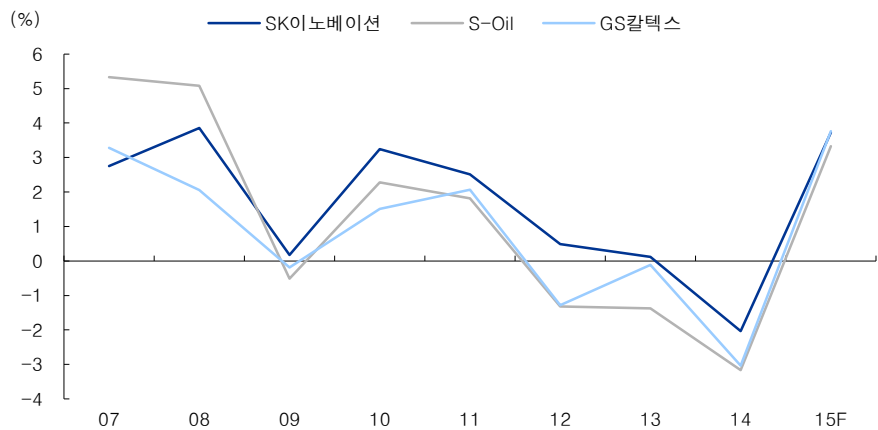
자료: OPEC, IBK투자증권

그림 40. OPEC basket대비 할인 폭



자료: OPEC, IBK투자증권

그림 41. 정유 3사의 정유부문 영업이익률 추이



자료: IBK투자증권

생각보다 많지 않은 정제설비 증설 물량

16년 정제설비 공급
물량은 70만b/d로
수요보다 부족할 전망

지난 6월 IEA에서 발표한 15년~16년 증설물량은 각각 95만b/d와 150만b/d이었다. 그러나 최근 정유업체들이 발표한 자료를 보면 15년 증설물량은 70만b/d, 90만b/d로 기존 계획 대비 30% 이상 감소하였다. 증설 시기가 지연되는 것이 일반적이지만, 수치의 차이가 큰 건 E&P 수익성 하락과 CAPEX 감소에 따라 중국과 중동에서의 증설이 지연되고 있기 때문이다. 따라서 16년 공급물량은 총 70만b/d로 예상보다 타이트할 것으로 전망된다.

표 1. 글로벌 정제설비 증설계획

증설 유무	연도별	연간 생산능력(천톤)	가동시기	국가	생산능력(천톤)	회사명
증설	2015	665	1Q15	UAE	417	Ruwais
			2Q15	China	70	Local Rizhao Lanqiao
			3Q15	China	30	Sinopec Jiujiang
			4Q15	China	140	CNOOC/ Ningbo Daxie
				New Zealand	8	Marsden Point
	2016	920	1Q16	Pakistan	10	Pakistan Refinery
				India	300	IOC Paradip
			2Q16	India	112	BPCL Kochi
				Qatar	136	Ras Laffan
				China	60	CNOOC Taizhou
			3Q16	China	200	CNPC/SA Huizhou
				South Korea	102	Hyundai Lotte
			1Q17	China	260	CNPC/ SA Anning
폐쇄	2015	(682)	2Q15	Australia	(95)	BP Bulwer
			4Q15	China	(308)	Local refineries
				Japan	(93)	Nansei Sekiyu KK
				Taiwan	(186)	CPC Corporation
	2016	(213)	3Q16	Japan	(93)	Cosmo oil
			4Q16	China	(120)	Local refineries

자료: Thai Oil, IBK투자증권

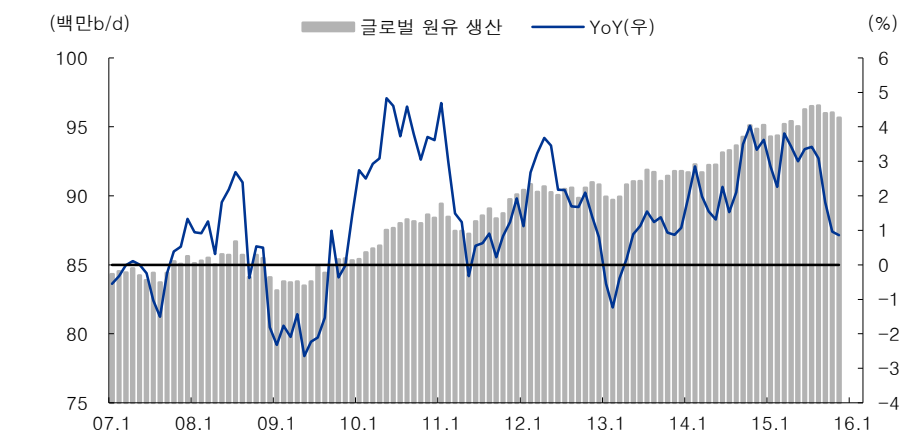
멀어져 간 유가 100불 시대

16년 OPEC 감산 합의 실패로 공급과잉 지속

16년 Dubai유는
공급과잉으로 \$45/b
유지할 전망

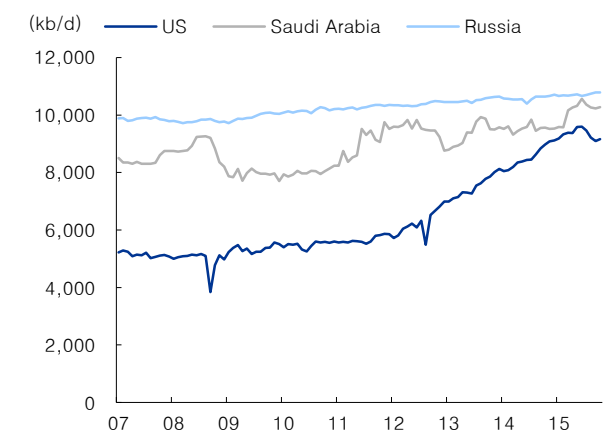
OPEC은 12월 4일 개최된 168회 정례 회의에서 원유 감산 합의 도출에 실패하였다. 12월 미국 금리 인상 가능성과 16년 이란산 원유 생산량 증가, 미국의 더딘 원유 생산량 감소 속도를 감안하면, 16년 수요 개선에도 불구하고 저유가 기조는 상당 기간 지속될 것으로 판단된다. 공급 과잉 지속으로 16년 유가는 기존 \$60의 전망에서 \$45로 하향 조정한다.

그림 42. 글로벌 원유 생산량 증가 폭은 감소하였으나 여전히 증가 추세



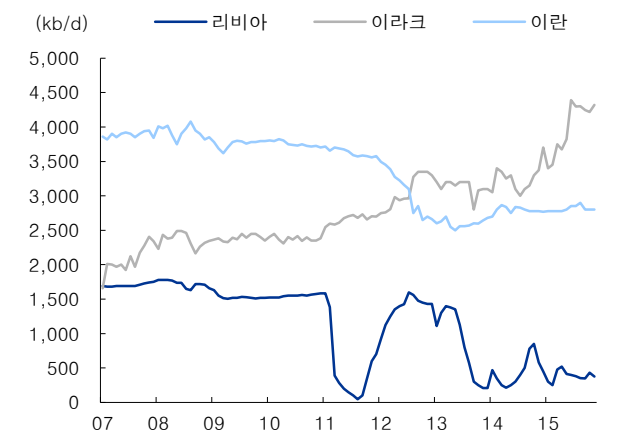
자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 43. 글로벌 원유 생산량 상위 3개국의 늘어나는 생산량



자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 44. 적극적인 이라크 vs. 늘어날 이란 vs. 잠재적인 리비아



자료: 블룸버그, IBK투자증권

미국 기술 개발에 따른 생산성 증가

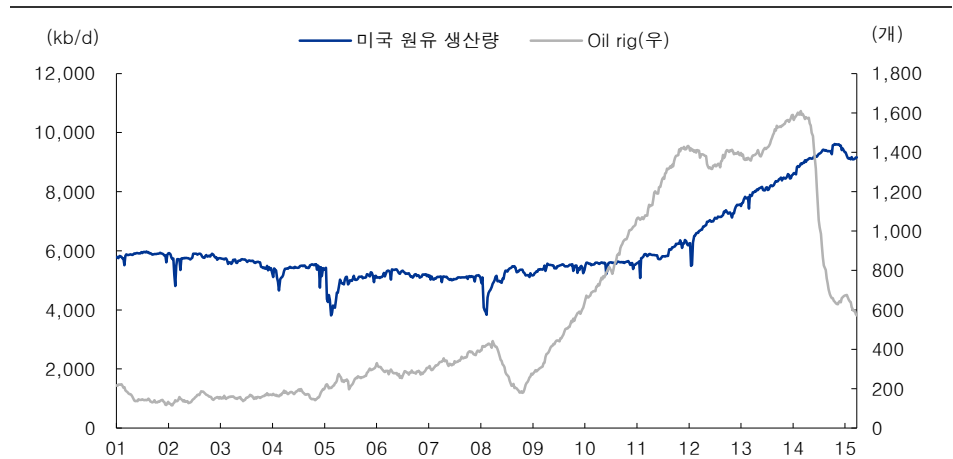
시추설비 급감에도 불구하고,
미국 원유 생산 감소 더뎠다

미국의 원유 생산량은 셰일오일 개발에 따른 원유 시추설비 증가와 함께 급증하였다. 그러나 유가 급락으로 원유 시추설비는 14년 1,600개에서 현재 570개까지 약 70% 가량 감소하였으나, 원유 생산량 감소는 미미한 상황이다. 15년 6월 미국 원유 생산량은 960만b/d의 고점에서 최근 920만b/d로 약 5% 감소에 그쳤다.

신규 유정설비의 원유
생산량 연초대비 +40%

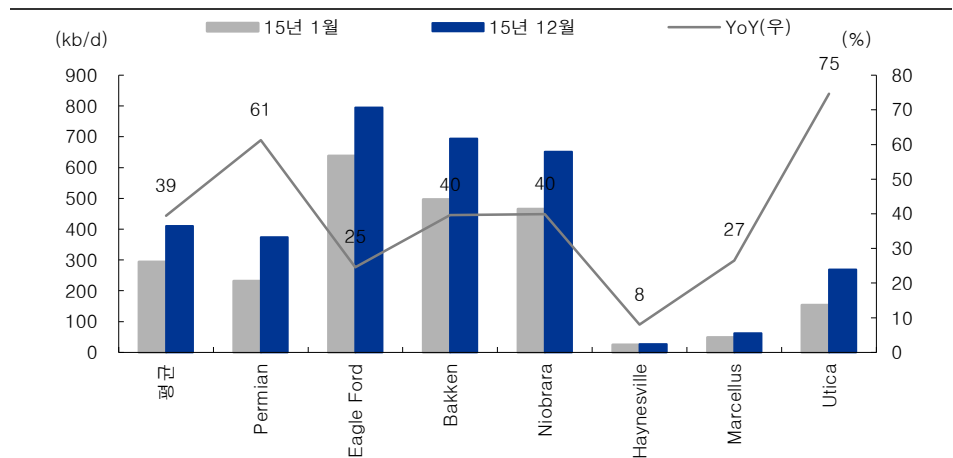
원유 시추설비의 급감에도 불구하고, 원유 생산량 감소가 더딘 이유는 기술 개발에 따른 효율성 증가가 더 크기 때문이다. 즉, 기존 시추설비의 생산량 감소보다 신규 시추설비의 생산성 증가 속도가 더 빠른 상황이다. 15년 12월 신규 시추 설비당 원유 생산량은 연초 대비 40%로 크게 증가하였다.

그림 45. 미국 원유 생산량과 원유 시추설비 추이



자료: EIA, IBK투자증권

그림 46. 미국 신규 유정 시추설비당 생산 효율 빠르게 증가

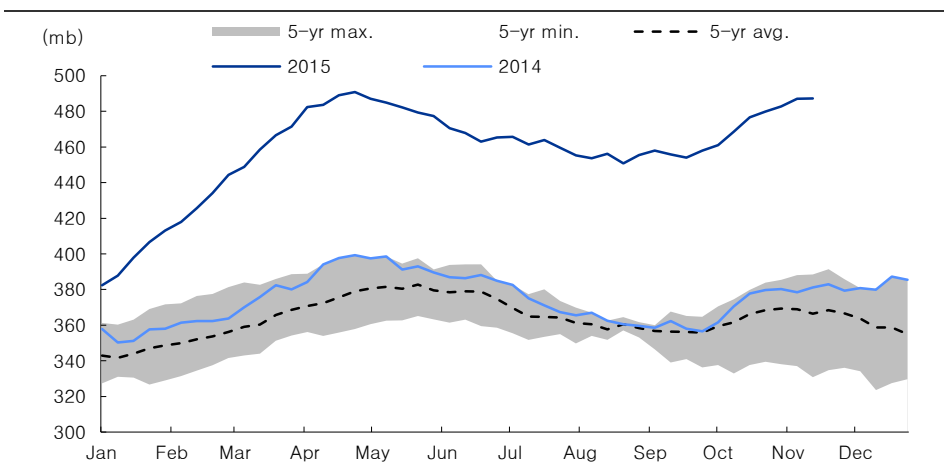


자료: EIA, IBK투자증권

높은 원유 재고로 유가 상승 제한적

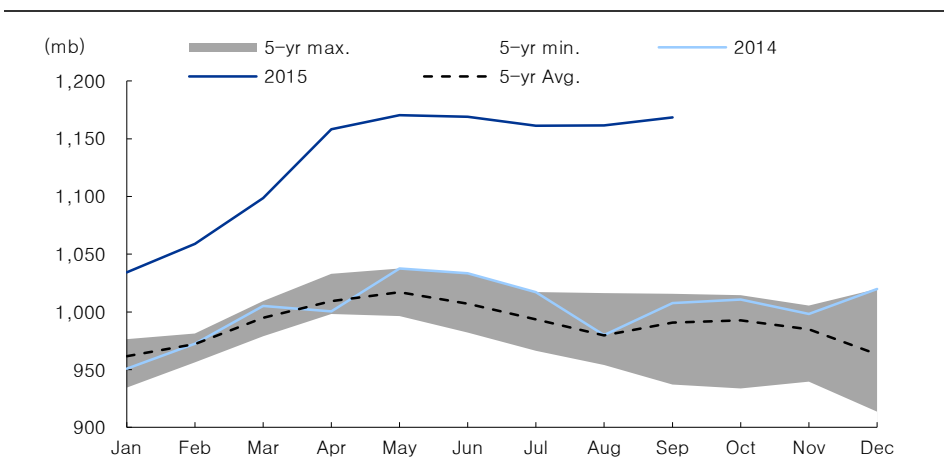
원유 재고가 여전히 높다는 점도 유가 상승을 제한하는 요소가 되고 있다. 미국의 원유 재고는 과거 5년 평균 대비 약 30% 높고, OECD 상업재고도 과거 5년 평균 보다 약 15% 높다. 수요 개선이 빠르게 이뤄지지 않는 이상 의미 있는 유가 반등은 어려울 전망이다.

그림 47. 미국 원유 재고



자료: 산업자료, IBK투자증권

그림 48. OECD 상업재고



자료: 산업자료, IBK투자증권

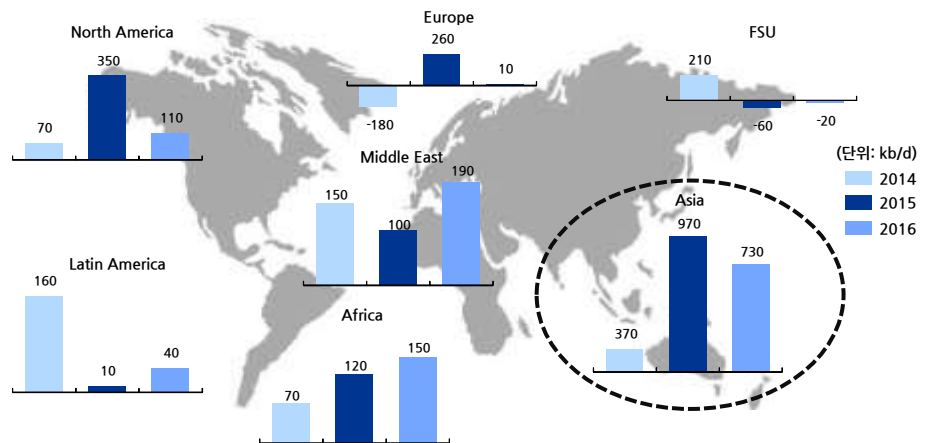
2016년 원유 수요 증분 120만b/d로 호조 지속

글로벌 원유 수요 전망은 OPEC과 미국 에너지정보청(EIA), 국제에너지기구(IEA) 등의 주요 기관에서 매월 발표하고 있다. OPEC과 IEA의 원유 수요 전망치는 비슷한 편이나, EIA는 셰일오일 개발 상황에 따라 다소 변동폭이 크다.

그러나 공통적인 것은 원유 수요 전망치가 올해 초부터 상향 조정되어 왔다는 점이다. 3곳의 글로벌 수요 전망치 평균은 연초 95만b/d에서 최근 10월 150만b/d으로 크게 상향 조정되어 왔다.

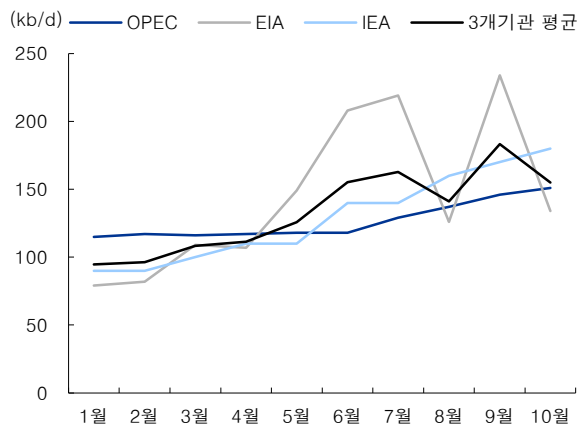
2016년 수요 전망치는 2015년보다는 다소 낮은 수준이나 전년대비 약 120만b/d 증가할 것으로 전망되고 있다. 이중 73만b/d는 아시아 지역의 수요 증가로 가장 큰 폭의 성장세를 보일 것으로 예상된다. 다음으로는 중동 지역이 19만b/d, 아프리카 15만b/d, 북미 11만b/d의 수요 증가가 기대되며, 유럽 3만b/d 증가에 그칠 것으로 전망된다.

그림 49. 2016년 IEA 수요 증분 전년대비 120만b/d 증가 전망



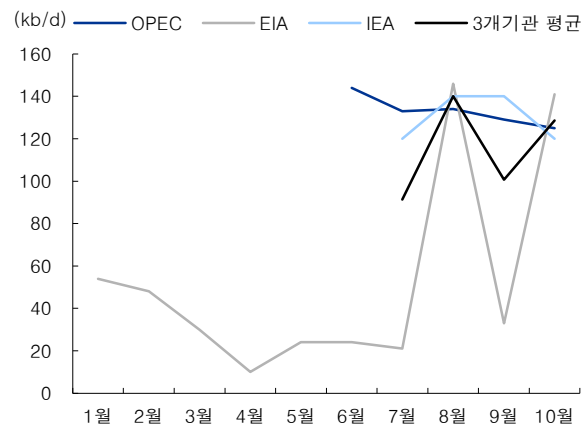
자료: IEA, IBK투자증권

그림 50. 2015년 글로벌 원유 수요 전망치 연초 이후 증가 추세



자료: OPEC, EIA, IEA, IBK투자증권

그림 51. 2016년 글로벌 원유 수요 +120만b/d 이상으로 견조



자료: OPEC, EIA, IEA, IBK투자증권

유가 시나리오별 이익 추정 변화

15년 재고평가손실
SK이노베이션 8,300억원
S-Oil 5,100억원 추정

14년과 15년 유가가 각각 배럴당 \$47, \$21씩 하락함에 따라 SK이노베이션의 연간 재고평가손실은 약 8,300억원과 5,100억원 가량 기록하였으며, S-Oil의 연간 재고평가손실은 각각 3,600억원과 2,500억원을 기록하였다.

유가 \$1 하락시
재고평가손실
SK이노베이션 200억원
S-Oil 100억원

14년과 15년 평균으로 단순 계산해보면 \$1 하락시 영업이익에 반영되는 재고평가손실은 SK이노베이션이 200억원, S-Oil이 100억원으로 추산된다.

16년 유가를 \$45로 가정하며 재고평가손실의 영향은 매우 제한적이라고 판단하고 있지만 유가가 \$15의 최악의 경우와 \$75의 최상의 경우를 나누어 밸류에이션 변화를 살펴해보았다. 계산의 단순화를 위해 재고평가손실을 제외한 사업부문별 이익규모는 보수적으로 15년 예상 실적을 기준으로 산출하였다.

유가 수준
SK이노베이션 \$30 이상,
S-Oil \$45 이상에서
밸류에이션 타당

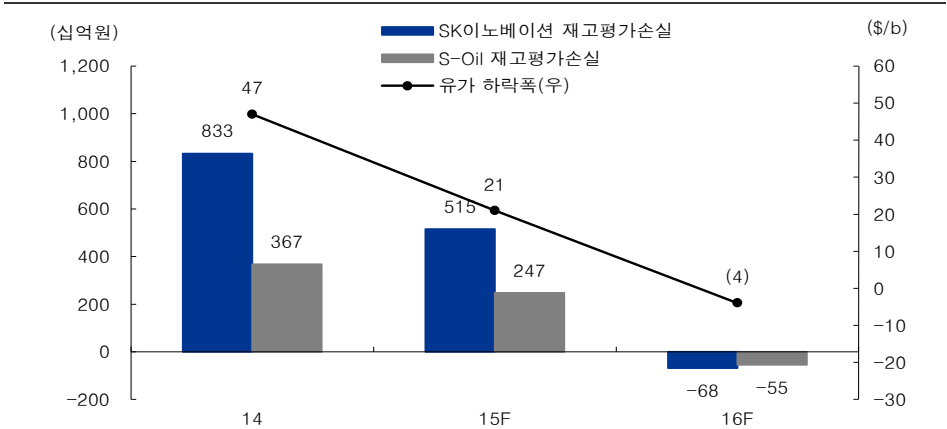
최근 높아진 주가 상승에도 불구하고, 다운스트림 글로벌 업체들의 15년 P/E 밸류에이션이 16배임을 감안하면 SK이노베이션은 \$30 이상, S-Oil은 \$45 이상의 유가 수준에서 밸류에이션이 합리적일 것으로 판단된다.

표 2. 유가 시나리오별 이익 추정 변화

Dubai유가			(1) \$15/b	(2) \$30/b	(3) \$45/b	(4) \$60/b	(5) \$75/b
\$45 대비 유가 하락 폭			\$/b				
			(30)	(15)	0	15	30
재고평가손실	SK이노베이션	십억원	(600)	(300)	0	300	600
	S-Oil	십억원	(300)	(150)	0	150	300
SK이노베이션	영업이익	십억원	1,290	1,590	1,890	2,190	2,490
	재고평가손익	십억원	(600)	(300)	0	300	600
	정유	십억원	806	806	806	806	806
	화학	십억원	692	692	692	692	692
	윤활유	십억원	292	292	292	292	292
	E&P	십억원	100	100	100	100	100
	지배주주 당기순이익	십억원	645	795	945	1095	1245
	시가총액(12월 4일 기준)	십억원					11,974
	P/E	배	19	15	13	11	10
S-Oil	영업이익	십억원	503	653	803	953	1,103
	재고평가손익	십억원	(300)	(150)	0	150	300
	정유	십억원	233	233	233	233	233
	화학	십억원	270	270	270	270	270
	윤활유	십억원	300	300	300	300	300
	지배주주 당기순이익	십억원	352	457	562	667	772
	시가총액(12월 4일 기준)	십억원					8,376
	P/E	십억원	24	18	15	13	11

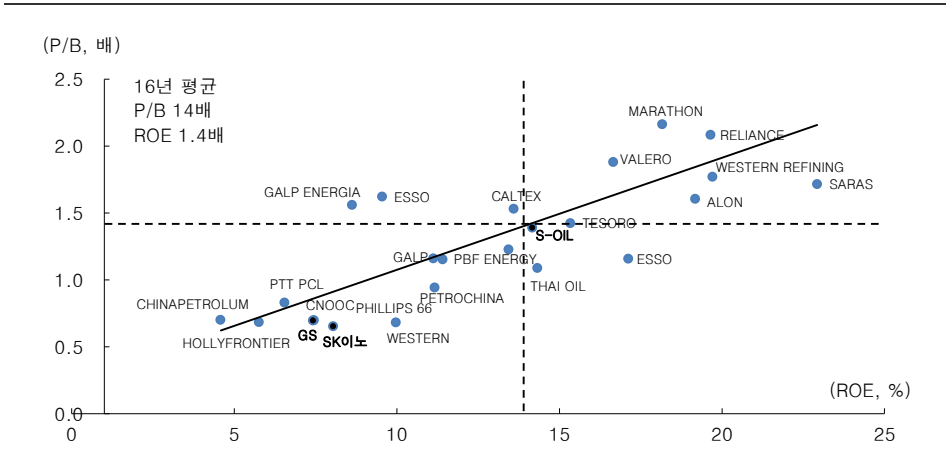
자료: IBK투자증권

그림 52. 유가 하락 폭에 따른 정유업체 재고평가손실 추정치



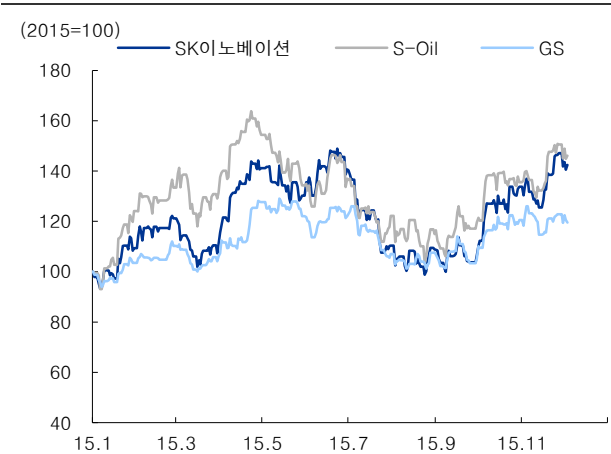
자료: IBK투자증권

그림 53. 글로벌 정유업체 밸류에이션 추이



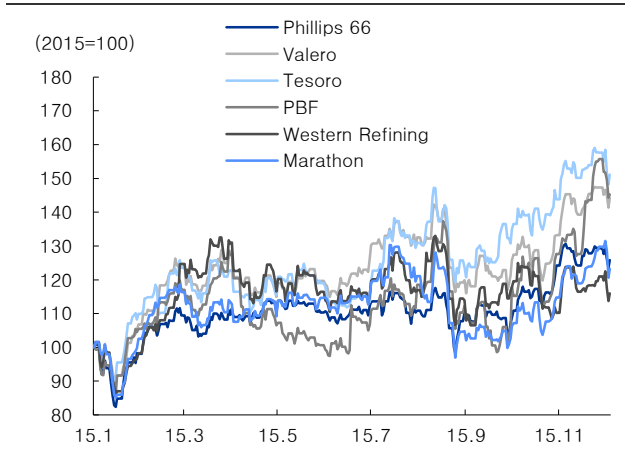
자료: IEA, IBK투자증권

그림 54. 국내 정유 3사 주가 호조



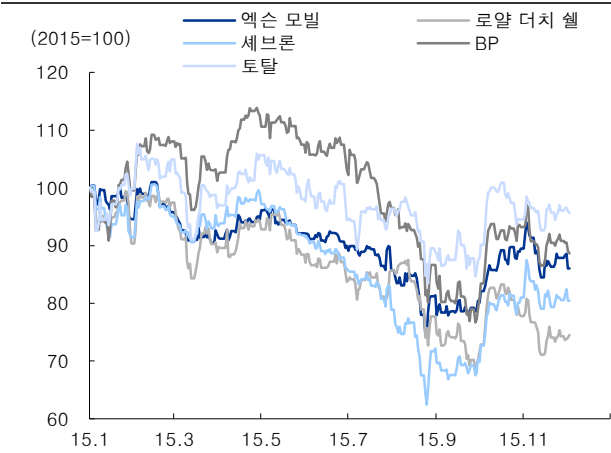
자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 55. 미국 정유업체(다운스트림) 주가 호조



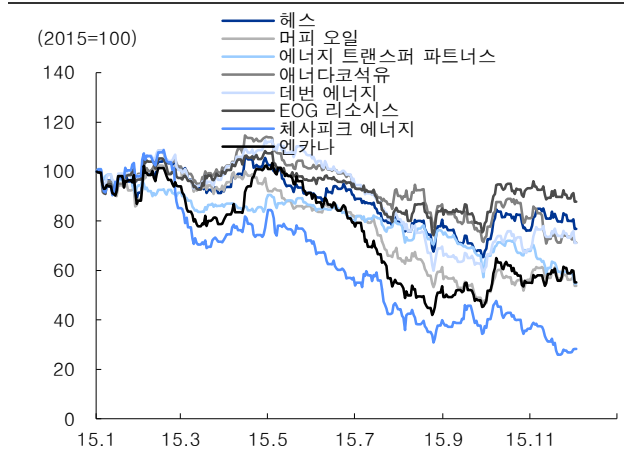
자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 56. 글로벌 정유업체(수직계열화) 주가 부진



자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 57. 미국 셰일업체 주가 부진



자료: 블룸버그, IBK투자증권

글로벌 동종업체 실적

표 3. 글로벌 해외업체 실적 및 밸류에이션

name	EXXON MOBIL	ROYAL DUTCH SHELL	CHEVRON	BP	TOTAL	CONOCO PHILLIPS	PETROBRAS	SK이노베이션	S-OIL
code	XOM US Equity	RDSA LN Equity	CVX US Equity	BP/ LN Equity	FP FP Equity	COP US Equity	PETRA BZ Equity	096770 KS Equity	010950 KS Equity
시가총액(백만\$)	326,416	157,076	167,219	102,192	118,527	63,720	31,291	10,296	7,317
종가(\$)	78	25	89	6	49	52	2	111	65
주가수익률(%)									
5D	(3.5)	(2.9)	(2.2)	(5.4)	(5.5)	(5.1)	0.8	(1.5)	(2.0)
1M	(9.7)	(7.6)	(9.5)	(8.6)	(3.8)	(9.0)	(5.9)	6.2	6.7
3M	6.3	(2.1)	13.5	3.6	7.3	7.1	(8.9)	33.6	29.8
6M	(7.7)	(16.2)	(13.0)	(18.0)	(4.1)	(19.1)	(37.8)	9.8	19.0
12M	(17.4)	(25.4)	(21.9)	(15.6)	(3.2)	(27.1)	(37.3)	50.3	73.8
매출액									
14	364,763	421,105	192,308	353,568	212,018	52,524	143,686	62,579	27,133
15F	257,453	273,673	129,238	219,873	151,789	31,357	92,486	43,315	16,195
16F	266,280	291,895	139,005	233,199	161,748	33,840	102,303	45,287	17,645
영업이익									
14	34,082	27,389	19,726	18,071	10,481	7,077	11,916	-220	-275
15F	24,965	11,018	7,091	6,078	12,224	-1,482	10,774	1,716	966
16F	23,904	18,344	10,825	9,664	11,771	955	11,977	1,592	973
영업이익률									
14	9.3	6.5	10.3	5.1	4.9	13.5	8.3	(0.4)	(1.0)
15F	9.7	4.0	5.5	2.8	8.1	(4.7)	11.6	4.0	6.0
16F	9.0	6.3	7.8	4.1	7.3	2.8	11.7	3.5	5.5
ROE									
14	11.4	0.9	5.6	(6.7)	1.1	(2.0)	(7.8)	2.9	5.8
15F	9.3	5.2	4.0	3.9	10.3	(1.6)	3.4	7.8	15.2
16F	9.6	6.9	4.9	5.8	8.6	1.2	5.6	7.5	14.2
PER									
14	16.59	98.34	17.91	N/A	118.55	1424.90	N/A	26.18	27.77
15F	20.0	13.4	26.2	15.3	11.8	N/A	10.5	9.8	10.8
16F	19.2	12.2	21.2	15.3	13.1	73.5	7.3	9.5	10.4
PBR									
14	1.9	1.0	1.1	1.0	1.2	1.4	0.4	0.7	1.6
15F	1.9	0.9	1.1	1.0	1.2	1.4	0.4	0.7	1.5
16F	1.9	0.9	1.1	1.0	1.2	1.5	0.4	0.7	1.4
EV/EBITDA									
14	9.7	4.7	8.0	7.0	5.5	13.9	6.6	6.8	10.8
15F	8.4	5.0	6.7	5.6	5.9	9.8	6.4	6.2	7.7
16F	7.9	4.6	6.2	5.0	5.8	7.5	5.8	6.5	7.8
EPS									
14	7.6	2.4	10.2	0.2	1.9	5.5	(0.7)	(6.1)	(2.3)
15F	3.9	1.8	3.4	0.4	4.1	(0.8)	0.2	11.3	6.0
16F	4.1	2.0	4.2	0.4	3.7	0.7	0.3	11.7	6.2
EPS(%)									
15F	(48.4)	(22.5)	(66.8)	77.1	120.9	(114.1)	(129.1)	(286.3)	(355.5)
16F	4.2	10.2	23.5	0.3	(10.5)	(190.0)	42.9	3.6	3.3

자료: 블룸버그, IBK투자증권

표 4. 글로벌 해외업체 실적 및 밸류에이션

name	PHILLIPS 66	VALERO ENERGY	TESORO	MARATHON PETROLEUM	RELIANCE INDUSTRIES	PETROCHINA	CHINA PETROLEUM (SINOPEC)	CNOOC	PTT PCL
code	PSX US EQUITY	VLO US EQUITY	TSO US EQUITY	MPC US EQUITY	RIL IN Equity	857 HK Equity	386 HK Equity	883 HK Equity	PTT TB Equity
시가총액(백만\$)	47,247	33,700	13,271	29,015	47,373	238,621	92,625	51,387	20,479
증가(\$)	89	70	110	54	15	1	1	1	7
주가수익률(%)									
5D	(4.5)	(4.0)	(6.0)	(6.2)	(1.2)	(1.4)	(3.0)	1.9	(4.1)
1M	(4.4)	0.6	(2.0)	(0.3)	2.7	(9.1)	(15.3)	(3.6)	(14.0)
3M	12.9	17.8	18.7	15.9	16.9	(2.4)	0.2	1.4	(1.2)
6M	13.1	21.2	30.1	6.5	7.1	(37.4)	(27.8)	(25.2)	(23.7)
12M	18.4	35.3	43.5	13.4	1.9	(33.3)	(26.1)	(18.8)	(31.1)
매출액									
14	146,514	130,844	40,633	91,132	61,421	370,547	451,488	44,576	87,294
15F	102,998	84,858	29,621	74,299	45,913	290,589	353,144	28,962	65,628
16F	102,915	82,356	30,014	82,005	53,235	299,389	368,220	31,541	71,132
영업이익									
14	3,452	5,902	1,632	3,787	4,408	28,125	11,823	13,004	4,413
15F	6,471	6,723	3,165	5,288	4,705	13,031	10,575	3,934	3,146
16F	5,812	5,630	2,160	4,943	5,247	13,495	12,214	4,918	3,349
영업이익률									
14	2.4	4.5	4.0	4.2	7.2	7.6	2.6	29.2	5.1
15F	6.3	7.9	10.7	7.1	10.2	4.5	3.0	13.6	4.8
16F	5.6	6.8	7.2	6.0	9.9	4.5	3.3	15.6	4.7
ROE									
14	21.0	23.1	32.7	29.9	11.3	3.6	3.4	11.0	(0.9)
15F	17.9	19.8	32.1	27.2	11.1	4.2	6.5	6.0	8.6
16F	16.7	15.3	18.2	19.7	11.4	4.6	7.4	6.6	11.2
PER									
14	12.74	7.96	8.32	9.48	12.20	19.51	22.48	7.95	#N/A N/A
15F	11.4	8.1	7.9	9.0	11.9	17.9	12.3	15.6	11.5
16F	12.4	9.8	12.6	10.7	10.6	15.4	10.3	13.6	8.4
PBR									
14	2.0	1.6	2.5	2.4	1.3	0.7	0.7	0.9	1.0
15F	2.1	1.6	2.5	2.4	1.3	0.7	0.7	0.9	1.0
16F	1.9	1.4	2.2	2.1	1.2	0.7	0.7	0.8	0.9
EV/EBITDA									
14	7.7	3.4	4.7	4.3	8.9	5.2	5.5	3.8	5.9
15F	6.7	4.2	4.8	5.0	9.5	7.7	5.5	3.8	6.0
16F	7.2	4.9	6.5	5.4	8.0	7.4	4.9	3.5	5.6
EPS									
14	8.4	6.9	6.6	4.4	1.3	0.1	0.1	0.2	0.6
15F	7.8	8.6	14.0	6.0	1.2	0.0	0.1	0.1	0.6
16F	7.1	7.1	8.8	5.1	1.4	0.0	0.1	0.1	0.9
EPS(%)									
15F	(7.1)	25.1	113.7	36.6	(6.6)	(57.2)	(21.1)	(66.2)	4.5
16F	(8.8)	(17.4)	(37.5)	(15.4)	13.1	14.6	19.6	14.9	37.1

자료: 블룸버그, IBK투자증권

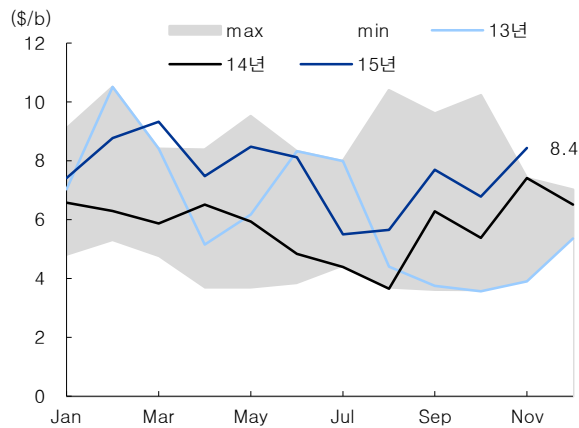
Key Data 가정

표 5. 정유제품 가격 전망

구분	신규 추정치														기존 추정치		변화율(%)	
	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	12	13	14	15F	16F	17F	15F	16F	15F	16F
제품 가격																		
Dubai유	105	106	101	74	52	60	51	43	109	105	97	52	45	55	55	60	(6)	(25)
휘발유	119	122	115	87	67	83	70	61	124	119	111	70	65	75	74	80	(5)	(19)
등유	122	120	116	92	69	75	62	59	127	123	112	66	60	71	69	74	(4)	(19)
경유	122	122	116	90	68	76	62	59	128	123	113	66	60	71	69	74	(4)	(19)
B/C유	93	92	90	66	48	55	42	34	102	94	85	45	38	48	48	53	(7)	(28)
나프타	103	105	100	69	53	61	50	46	104	101	94	52	44	53	55	58	(5)	(24)
제품 스프레드																		
휘발유-Dubai유	14	16	13	13	15	22	20	18	14	14	14	19	20	20	19	20	(1)	0
등유-Dubai유	17	14	14	18	17	14	11	16	18	18	16	15	15	16	14	14	4	7
경유-Dubai유	18	16	14	16	16	15	11	16	19	18	16	15	15	16	14	14	5	7
B/C유-Dubai유	(12)	(14)	(12)	(8)	(4)	(5)	(9)	(9)	(7)	(11)	(11)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(3)	0
나프타-Dubai유	(1)	(1)	(2)	(6)	1	1	(1)	3	(5)	(4)	(2)	1	(1)	(2)	0	(2)	na	na
PX-나프타(1M)	316	295	388	221	311	353	300	330	557	556	305	324	335	370	320	325	1	3

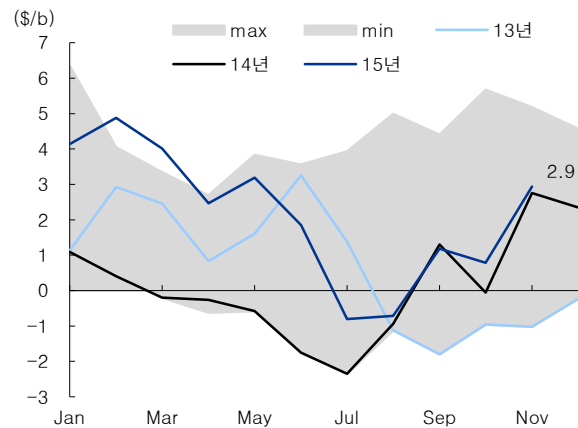
자료: 시스켈, IBK투자증권

그림 58. 싱가포르 크랙마진



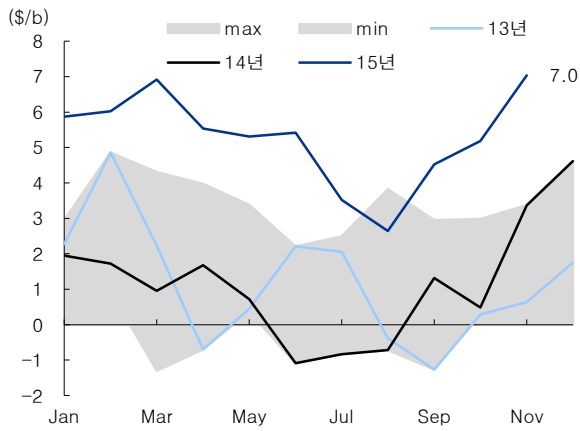
자료: IBK투자증권

그림 59. 싱가포르 단순마진



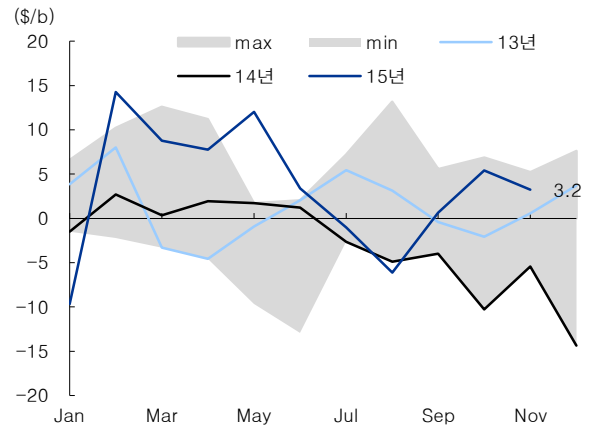
자료: IBK투자증권

그림 60. 국내 복합정제마진



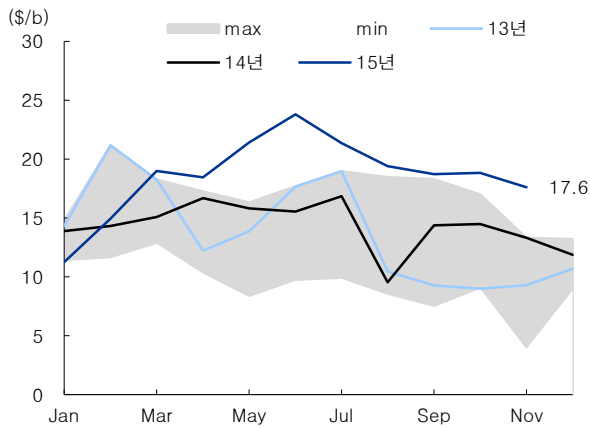
자료: IBK투자증권

그림 61. 국내 복합정제마진 (1M 시차적용)



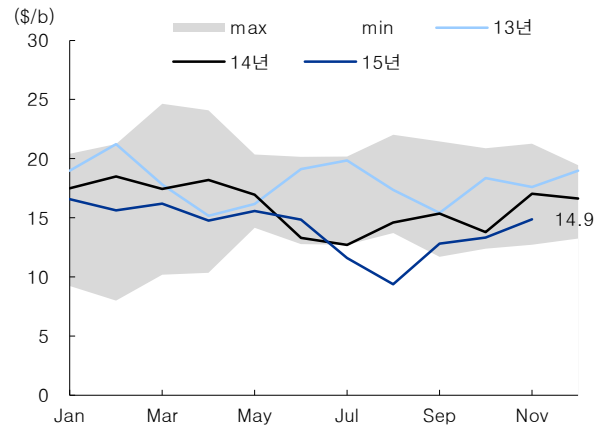
자료: IBK투자증권

그림 62. 휘발유 마진



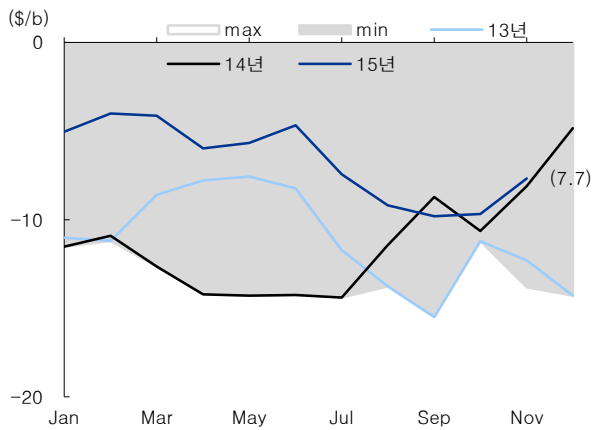
자료: IBK투자증권

그림 63. 경유 마진



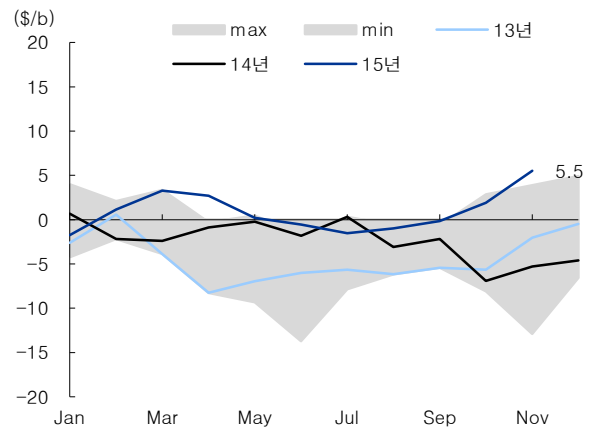
자료: IBK투자증권

그림 64. 납사 마진



자료: IBK투자증권

그림 65. BC유 마진



자료: IBK투자증권



편집상 공백입니다.



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
SK이노베이션 (096770)	매수(유지)	170,000원
S-Oil (010950)	매수(유지)	90,000원
GS (078930)	매수(유지)	68,000원

매수 (유지)

목표주가 170,000원
현재가 (12/4) 129,500원

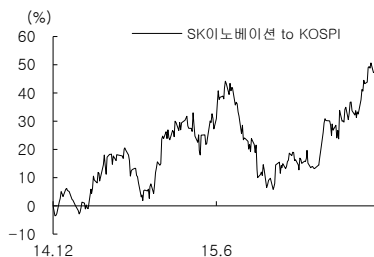
KOSPI (12/4)	1,974.40pt
시가총액	12,067십억원
발행주식수	93,714천주
액면가	5,000원
52주 최고가	132,000원
최저가	79,500원
60일 일평균거래대금	41십억원
외국인 지분율	38.6%
배당수익률 (2015F)	2.4%

주주구성	
SK 외 2 인	33.42%
국민연금	8.73%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	11%	16%	52%
절대기준	7%	11%	51%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	170,000	130,000	▲
EPS(15)	10,267	13,119	▼
EPS(16)	10,134	9,526	▲

SK이노베이션 상대주가 (%)



SK이노베이션 (096770)

4분기 고비를 넘어 16년 안정된 실적을 향해

4Q15 영업이익은 일회성비용 반영으로 부진

SK이노베이션의 4분기 영업이익은 3,510억원으로 전망되며, 성수기에도 불구하고, 화학과 E&P부문의 일회성비용 반영으로 전분기 대비 실적 개선은 어려울 것으로 전망된다. 화학(SK종합화학)부문에서는 싱가포르 아로마틱社의 설비가동 중단으로 약 1,800억원의 매출채권이 상각처리 될 것으로 예상된다(3분기 약 850억원 일부 반영). E&P부문(SK이노베이션)도 유가 하락에 따른 미국 광구 손실 처리로 부진한 실적이 예상된다. 정유부문은 계절적 성수기에 따른 경우 마진 개선과 휘발유 수요 호조로 영업이익이 전분기 대비 190% 증가한 3,080억원을 기록할 것으로 전망된다. 윤활유는 원료인 BC유 하락에 따라 견조한 마진을 이어갈 것으로 예상된다.

16년 정제마진이 견인하는 안정적인 실적

16년 Dubai유는 이란 원유 생산량 증가에 따라 \$45의 저유가 기조가 지속될 전망이다. 이미 유가가 하락해 정유사들의 재고평가손실은 제한적으로 판단되며, 낮아진 유가에 따른 정유제품 수요 증가로 정제마진이 호조세를 지속할 것으로 예상된다. 정제설비 공급은 E&P 수익성 악화와 CAPEX 감소에 따른 증설 계획 지연으로 예정보다 약 40% 감소한 70만b/d에 그쳐 타이트한 공급이 예상된다. 또한 동사는 이란산 물량 도입에 따른 원유 소싱 다각화로 원가 개선 효과가 기대된다.

목표주가 170,000원으로 상향, '매수' 의견 유지

저유가에 따른 수요 증가와 산유국들의 재정 악화에 따른 설비 증설 지연으로 16년 정제마진은 호조세를 지속할 것으로 전망된다. 16년 영업이익 상향 조정으로 목표주가는 기존 130,000원에서 170,000원으로 높인다. 15년 배당수익률은 2.4%로 높으며, 최근 주가 상승에도 불구하고 16년 P/B는 0.7배로 매력적이다.

(단위: 십억원배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	66,039	65,865	48,523	45,660	52,446
영업이익	1,406	-231	2,024	2,016	1,841
세전이익	1,139	-493	1,559	1,424	1,248
당기순이익	730	-589	962	950	833
EPS(원)	7,789	-6,283	10,267	10,134	8,886
증가율(%)	-38.4	적전	흑전	-1.3	-12.3
영업이익률(%)	2.1	-0.4	4.2	4.4	3.5
순이익률(%)	1.2	-0.8	2.1	2.2	1.7
ROE(%)	4.7	-3.8	6.2	5.8	4.9
PER	18.2	-13.5	12.6	12.8	14.6
PBR	0.8	0.5	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.7	30.4	6.1	6.2	6.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 6. SK이노베이션 실적 전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	12	13	14	15F	16F
매출액	16,878	16,494	16,386	16,107	12,046	12,998	12,447	11,032	73,330	66,039	65,865	48,523	45,660
(QoQ, %)	9.4	(1.0)	0.7	(3.0)	(25.2)	7.9	(4.2)	(11.4)					
(YoY, %)	(8.0)	(2.1)	4.7	5.8	(27.7)	(21.2)	(25.1)	(31.5)	7.3	(9.9)	(0.3)	(26.3)	(5.9)
SK에너지	12,740	12,204	12,126	11,986	8,985	9,514	9,036	7,971	56,589	49,897	49,056	35,506	32,486
(QoQ, %)	7.9	(4.2)	(0.6)	(1.2)	(25.0)	5.9	(5.0)	(11.8)					
(YoY, %)	(8.2)	(4.1)	5.6	1.5	(29.5)	(22.0)	(25.5)	(33.5)	14.6	(11.8)	(1.7)	(27.6)	(8.5)
SK종합화학	3,114	3,261	3,246	3,018	2,210	2,586	2,354	2,116	12,571	12,742	12,639	9,265	9,422
(QoQ, %)	3.9	4.7	(0.5)	(7.0)	(26.8)	17.0	(8.9)	(10.1)					
(YoY, %)	(5.2)	3.9	(2.3)	0.7	(29.0)	(20.7)	(27.5)	(29.9)	(16.5)	1.4	(0.8)	(26.7)	1.7
SK루브리컨츠	747	741	701	799	620	656	665	632	2,901	2,786	2,988	2,574	2,657
(QoQ, %)	1.6	(0.9)	(5.4)	14.0	(22.4)	5.9	1.3	(5.0)					
(YoY, %)	18.9	8.6	(5.3)	8.6	(17.0)	(11.4)	(5.1)	(20.9)	7.1	(4.0)	7.2	(13.9)	3.2
SK이노베이션	747	741	701	799	231	242	392	314	1,269	1,244	1,204	1,179	1,095
(QoQ, %)	(5.8)	(0.4)	8.5	0.6	(26.6)	5.0	61.8	(20.0)					
(YoY, %)	(7.0)	(8.1)	(0.3)	2.4	(20.2)	(15.9)	25.4	(0.3)	5.2	(1.9)	(3.2)	(2.1)	(7.1)
영업이익	240	(50)	49	(470)	321	988	364	351	1,699	1,406	(231)	2,024	2,016
(QoQ, %)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	207.5	(63.2)	(3.5)					
(YoY, %)	(65.5)	적전	(84.5)	적지	33.7	흑전	644.2	흑전	(42.6)	(17.2)	적전	흑전	(0.4)
SK에너지	35	(215)	(226)	(593)	153	755	107	308	279	60	(999)	1,322	933
(QoQ, %)	흑전	적전	적지	적지	흑전	394.6	(85.8)	188.0					
(YoY, %)	(90.9)	적전	적지	적지	336.0	흑전	흑전	흑전	(77.5)	(78.6)	적전	흑전	(29.4)
SK종합화학	85	51	145	78	116	243	120	8	752	843	359	486	692
(QoQ, %)	(46.6)	(39.6)	185.1	(46.1)	47.5	110.3	(50.7)	(93.2)					
(YoY, %)	(65.3)	(77.2)	(33.1)	(50.6)	36.7	376.3	(17.6)	(89.6)	(2.9)	12.2	(57.4)	35.4	42.3
SK루브리컨츠	66	79	73	71	57	42	83	76	313	155	290	257	292
(QoQ, %)	17.4	19.8	(7.8)	(2.5)	(20.6)	(26.8)	100.0	(8.6)					
(YoY, %)	765.4	179.1	16.6	26.4	(14.5)	(47.7)	13.4	6.2	(38.3)	(50.4)	86.9	(11.5)	13.7
SK이노베이션	40	34	71	(27)	(4)	(51)	54	(40)	355	324	119	(41)	100
(QoQ, %)	(44.0)	(15.3)	107.3	적전	적지	적지	흑전	적전					
(YoY, %)	(33.1)	(67.1)	(19.4)	적전	적전	적전	(23.4)	적지	11.5	(8.7)	(63.4)	적전	흑전
영업이익율(%)	1.4	(0.3)	0.3	(2.9)	2.7	7.6	2.9	3.2	2.3	2.1	(0.4)	4.2	4.4
SK에너지	0.3	(1.8)	(1.9)	(4.9)	1.7	7.9	1.2	3.9	0.5	0.1	(2.0)	3.7	2.9
SK종합화학	2.7	1.6	4.5	2.6	5.2	9.4	5.1	0.4	6.0	6.6	2.8	5.2	7.3
SK루브리컨츠	8.9	10.7	10.4	8.9	9.1	6.3	12.5	12.0	10.8	5.6	9.7	10.0	11.0
SK이노베이션	14.0	11.9	22.7	(8.6)	(1.6)	(21.1)	13.9	(12.8)	28.0	26.1	9.9	(3.4)	9.1
[기본 가정]													
Dubai 유가	105	106	101	74	52	60	51	43	109	105	97	52	45
휘발유-Dubai유	14	16	14	13	15	22	20	18	14	14	14	19	20
등유-Dubai유	17	14	14	18	17	14	11	16	18	18	16	15	15
경유-Dubai유	18	16	14	16	16	15	11	16	19	18	16	15	15
B/C유-Dubai유	(12)	(14)	(12)	(8)	(4)	(5)	(9)	(9)	(7)	(11)	(11)	(7)	(7)
나프타-Dubai유	(1)	(1)	(2)	(6)	1	1	(1)	3	(5)	(4)	(2)	1	(1)
PX-나프타(1M)	328	287	407	244	311	353	300	330	557	556	305	324	336

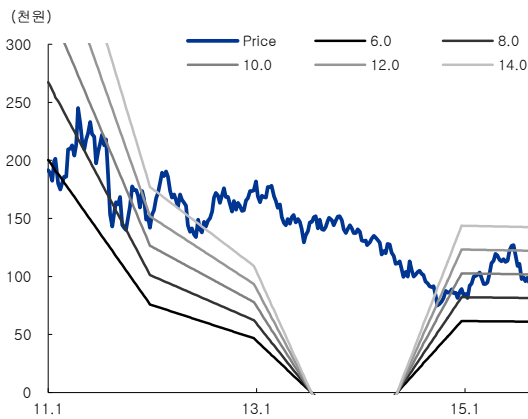
자료: IBK투자증권

표 7. SK이노베이션 목표주가 170,000원

(단위: 십억원, 천주, 배)	15F	16F	비고
EBITDA	2,942	2,911	
Target Multiple		7	정유/화학업종 평균 7배 적용
영업가치 (A)	20,597	20,379	
관계기업투자자산 (B)		3,576	3Q15 기준
순차입금 (C)		4,340	3Q15 기준
우선주시가총액 (D)		70	3Q15 기준
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)	19,754	19,536	
유통주식수 (F)		92,466	보통주 기준
목표주가 (G=E/F)	213,000	211,000	
(1) 목표주가 평균		212,000	15년 20%, 16년 80% 가중평균
BPS	172,000	179,000	
Target P/B		0.7	영구성장률 2%, 시장기대수익률 7%, ROE 6.2% 가정 (5년 평균 0.97배)
목표주가	120,000	125,000	
(2) 목표주가 평균		125,000	15년 20%, 16년 80% 가중평균
최종 목표주가		170,000	
현재주가		132,000	
Upside (%)		28	

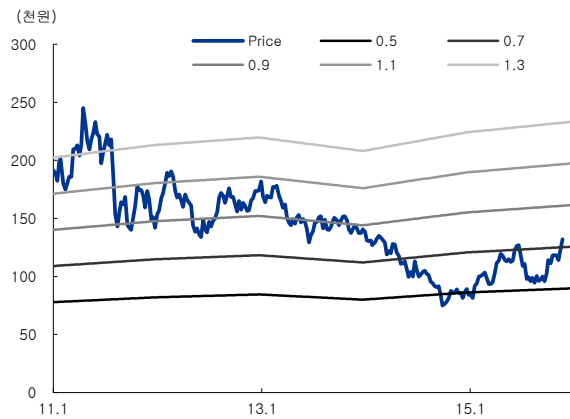
자료: IBK투자증권

그림 66. P/E 추이



자료: IBK투자증권

그림 67. P/B 추이



자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	66,039	65,865	48,523	45,660	52,446
증가율(%)	-9.9	-0.3	-26.3	-5.9	14.9
매출원가	62,766	64,292	44,523	42,365	49,131
매출총이익	3,274	1,574	4,000	3,295	3,315
매출총이익률 (%)	5.0	2.4	8.2	7.2	6.3
판매비	1,867	1,805	1,976	1,278	1,474
판매비율(%)	2.8	2.7	4.1	2.8	2.8
영업이익	1,406	-231	2,024	2,016	1,841
증가율(%)	-17.2	적전	흑전	-0.4	-8.7
영업이익률(%)	2.1	-0.4	4.2	4.4	3.5
순금융손익	-225	-349	-762	-714	-711
이자손익	-191	-184	-210	-195	-192
기타	-34	-165	-552	-519	-519
기타영업외손익	-110	-43	16	12	8
종속/관계기업손익	68	131	281	110	110
세전이익	1,139	-493	1,559	1,424	1,248
법인세	337	-17	549	427	375
법인세율	29.6	3.5	35.2	30.0	30.0
계속사업이익	802	-476	1,010	997	874
중단사업손익	-23	-61	0	0	0
당기순이익	779	-537	1,010	997	874
증가율(%)	-34.1	적전	흑전	-1.3	-12.3
당기순이익률 (%)	1.2	-0.8	2.1	2.2	1.7
지배주주당기순이익	730	-589	962	950	833
기타포괄이익	56	89	211	0	0
총포괄이익	834	-448	1,221	997	874
EBITDA	2,076	554	2,942	2,911	2,732
증가율(%)	-10.6	-73.3	431.4	-1.1	-6.2
EBITDA마진율(%)	3.1	0.8	6.1	6.4	5.2

투자지표

(12월 결산)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	7,789	-6,283	10,267	10,134	8,886
BPS	169,019	160,065	172,390	179,341	185,044
DPS	3,200	0	3,200	3,200	3,200
밸류에이션(배)					
PER	18.2	-13.5	12.6	12.8	14.6
PBR	0.8	0.5	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.7	30.4	6.1	6.2	6.5
성장성지표(%)					
매출증가율	-9.9	-0.3	-26.3	-5.9	14.9
EPS증가율	-38.4	적전	흑전	-1.3	-12.3
수익성지표(%)					
배당수익률	2.3	0.0	2.4	2.4	2.4
ROE	4.7	-3.8	6.2	5.8	4.9
ROA	2.3	-1.5	3.0	3.0	2.6
ROIC	3.9	-2.5	4.9	5.0	4.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	108.6	118.5	90.3	81.3	82.1
순차입금 비율(%)	35.0	48.9	26.9	24.6	20.7
이자보상배율(배)	5.1	-1.0	7.7	8.3	7.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	12.4	13.5	11.0	11.0	12.6
재고자산회전율	9.5	10.7	9.9	10.0	10.7
총자산회전율	1.9	1.9	1.4	1.4	1.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	16,997	14,888	13,548	13,717	15,324
현금및현금성자산	2,849	2,939	3,234	3,473	4,082
유가증권	108	182	119	112	129
매출채권	5,138	4,631	4,228	4,109	4,196
재고자산	7,080	5,219	4,598	4,566	5,245
비유동자산	18,291	20,213	19,407	19,386	19,425
유형자산	14,335	15,126	14,236	14,074	13,917
무형자산	1,382	1,944	2,040	2,077	2,113
투자자산	2,432	2,663	2,800	2,916	3,028
자산총계	35,289	35,101	32,955	33,103	34,749
유동부채	11,665	11,403	8,338	7,513	8,147
매입채무및기타채무	6,031	4,417	4,204	3,261	3,746
단기차입금	2,221	3,024	249	259	269
유동성장기부채	824	1,137	1,233	1,209	1,209
비유동부채	6,708	7,637	7,303	7,329	7,515
사채	5,014	6,086	5,820	5,820	5,820
장기차입금	823	728	710	782	860
부채총계	18,374	19,040	15,641	14,841	15,662
자배주주지분	15,839	15,000	16,155	16,807	17,341
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,893	5,893	5,884	5,884	5,884
자본조정등	-136	-136	-136	-136	-136
기타포괄이익누계액	79	139	345	345	345
이익잉여금	9,535	8,636	9,594	10,245	10,780
비자배주주지분	1,076	1,061	1,158	1,455	1,746
자본총계	16,915	16,061	17,314	18,262	19,088
비이자부채	9,491	8,065	7,628	6,772	7,504
총차입금	8,882	10,975	8,013	8,069	8,158
순차입금	5,926	7,854	4,660	4,484	3,947

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	1,379	927	3,698	1,491	1,900
당기순이익	779	-537	1,010	997	874
비현금성 비용 및 수익	1,240	1,169	1,914	1,487	1,483
유형자산감가상각비	611	700	788	762	756
무형자산상각비	58	85	130	133	134
운전자본변동	-124	807	1,276	-798	-265
매출채권등의 감소	308	463	381	119	-86
재고자산의 감소	-304	1,713	768	32	-679
매입채무등의 증가	-133	-1,606	-246	-943	485
기타 영업현금흐름	-516	-512	-502	-195	-192
투자활동 현금흐름	-1,979	-2,569	-986	-1,127	-1,324
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,723	-1,635	-575	-600	-600
유형자산의 감소	90	81	70	0	0
무형자산의 감소(증가)	-188	-665	-307	-170	-170
투자자산의 감소(증가)	645	-353	808	-1	3
기타	198	3	-980	-356	-557
재무활동 현금흐름	635	1,710	-3,239	-126	33
차입금의 증가(감소)	-490	149	88	71	78
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	1,125	1,560	-3,327	-197	-45
기타 및 조정	-15	22	823	0	0
현금의 증가	20	90	296	239	609
기초현금	2,829	2,849	2,939	3,234	3,473
기말현금	2,849	2,939	3,234	3,473	4,082

매수 (유지)

목표주가 90,000원
현재가 (12/4) 74,400원

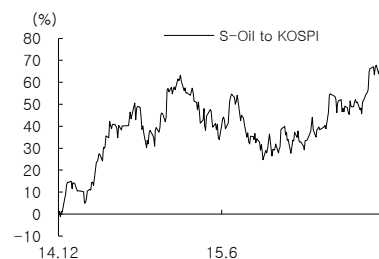
KOSPI (12/4)	1,974.40pt
시가총액	8,557십억원
발행주식수	116,605천주
액면가	2,500원
52주 최고가	78,100원
최저가	43,150원
60일 일평균거래대금	21십억원
외국인 지분율	78.6%
배당수익률 (2015F)	1.8%

주주구성
Aramco Overseas 외 8 인 63.48%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	10%	24%	73%
절대기준	6%	18%	72%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	90,000	80,000	▲
EPS(15)	5,817	5,740	▲
EPS(16)	6,310	7,986	▼

S-Oil 상대주가 (%)



S-Oil (010950)

4분기 뛰어난 정유부문 실적 기대

4Q15 영업이익은 성수기 및 물량 증가로 큰 폭 개선

S-Oil의 4분기 영업이익은 2,160억원으로 성수기 정제마진 호조에 따른 정유부문 실적 개선이 이익 증가에 큰 역할을 할 것으로 전망된다. 3분기는 정기보수에 따른 물량 감소로 타정유사 대비 부진한 실적을 기록했다. 4분기에는 정유부문 물량 증가와 타사 대비 적은 일회성 비용으로 실적 개선이 예상된다.

16년 변동성 축소에 따른 정유부문의 안정적 실적 기대

16년 Dubai유는 이란 원유 생산량 증가에 따라 \$45의 저유가 기조가 지속될 것으로 예상된다. 이미 유가가 하락해 정유부문의 재고평가손실은 제한적으로 판단된다. 15년 정유부문 재고평가손실이 약 2,000억원 가량 반영될 것으로 예상되지만, 16년은 역기저효과와 정제마진 호조에 따라 안정적인 정유부문 실적을 이어갈 것으로 기대된다. 정제설비 공급은 E&P 수익성 악화와 CAPEX 감소에 따른 증설 계획 지연으로 예정보다 약 40% 감소한 70만b/d에 그쳐 타이트한 공급이 예상된다. 또한 동사는 18년 상반기 7.6만b/d의 고도화설비 증설을 앞두고 있어, 향후 약 4.8조원의 투자비가 소요될 예정이나, 잔사유를 통한 휘발유 생산 물량 증가에 따라 매출 성장과 수익성 향상이 기대된다.

목표주가 90,000원으로 상향, '매수' 의견 유지

저유가에 따른 수요 증가와 산유국들의 재정악화에 따른 설비 증설 지연으로 인해 16년 정제마진의 호조는 지속될 것으로 판단된다. 16년 영업이익 상향 조정으로 목표주가는 기존 80,000원에서 90,000원으로 높이며, '매수' 의견을 유지한다. 다만, 대규모 투자 계획으로 15년 배당수익률은 1.8%로 다소 낮아질 것으로 예상된다.

(단위:십억원배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	31,159	28,558	18,308	18,575	21,275
영업이익	366	-290	1,076	1,138	1,170
세전이익	387	-386	891	968	989
당기순이익	290	-288	678	736	752
EPS(원)	2,484	-2,468	5,817	6,310	6,446
증가율(%)	-50.5	적전	흑전	8.5	2.2
영업이익률(%)	1.2	-1.0	5.9	6.1	5.5
순이익률(%)	0.9	-1.0	3.7	4.0	3.5
ROE(%)	5.4	-5.6	13.1	12.9	12.0
PER	29.8	-19.6	12.8	11.8	11.5
PBR	1.6	1.1	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	14.7	161.2	7.9	8.3	9.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 8. S-Oil 실적 추정

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	12	13	14	15F	16F
매출액	7,602	7,419	7,268	6,268	4,374	5,143	4,427	4,365	34,723	31,159	28,558	18,308	18,575
(QoQ, %)	(5.5)	(2.4)	(2.0)	(13.8)	(30.2)	17.6	(13.9)	(1.4)					
(YoY, %)	(5.1)	6.4	(10.6)	(22.1)	(42.5)	(30.7)	(39.1)	(30.4)	8.8	(10.3)	(8.3)	(35.9)	1.5
정유	6,179	6,000	5,834	5,067	3,464	4,058	3,487	3,427	28,172	25,509	23,080	14,436	14,307
(QoQ, %)	(6.1)	(2.9)	(2.8)	(13.2)	(31.6)	17.2	(14.1)	(1.7)					
(YoY, %)	(5.4)	5.2	(12.8)	(23.0)	(43.9)	(32.4)	(40.2)	(32.4)	8.5	(9.5)	(9.5)	(37.5)	(0.9)
석유화학	895	907	943	761	532	711	610	601	4,297	3,898	3,506	2,453	2,786
(QoQ, %)	(10.0)	1.4	4.0	(19.4)	(30.1)	33.7	(14.1)	(1.6)					
(YoY, %)	(14.6)	4.3	(4.3)	(23.5)	(40.6)	(21.7)	(35.3)	(21.0)	23.1	(9.3)	(10.1)	(30.0)	13.6
유회기유	529	512	491	440	378	374	329	338	2,254	1,752	1,972	1,419	1,483
(QoQ, %)	12.2	(3.2)	(4.2)	(10.3)	(14.1)	(1.2)	(11.8)	2.5					
(YoY, %)	22.2	27.7	9.8	(6.5)	(28.5)	(27.1)	(32.9)	(23.3)	(8.5)	(22.3)	12.6	(28.1)	4.5
영업이익	47	(54)	(38)	(244)	238	606	16	216	782	366	(290)	1,076	1,138
(QoQ, %)	흑전	적전	적지	적지	흑전	154.6	(97.3)	1,237.1					
(YoY, %)	(85.6)	적전	적전	적지	407.3	흑전	흑전	흑전	(53.9)	(53.2)	적전	흑전	5.7
정유	(53)	(153)	(186)	(338)	119	461	(171)	71	(372)	(351)	(730)	480	553
(QoQ, %)	적지	적지	적지	적지	흑전	287.3	적전	흑전					
(YoY, %)	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전	15.2
석유화학	47	27	80	28	46	66	88	66	827	563	182	266	279
(QoQ, %)	(60.3)	(43.2)	201.5	(64.7)	62.9	42.7	33.7	(24.9)					
(YoY, %)	(74.2)	(75.7)	(47.8)	(76.0)	(1.5)	147.4	9.7	133.4	85.2	(32.0)	(67.7)	46.2	4.7
유회기유	53	72	68	65	73	80	96	78	330	154	258	327	306
(QoQ, %)	5.2	37.6	(6.8)	(3.4)	12.0	9.0	20.1	(18.0)					
(YoY, %)	270.4	46.3	67.9	30.4	38.8	9.9	41.6	20.3	(53.8)	(53.4)	67.4	26.7	(6.3)
영업이익율(%)	0.6	(0.7)	(0.5)	(3.9)	5.4	11.8	0.4	4.9	2.3	1.2	(1.0)	5.9	6.1
정유	(0.8)	(2.6)	(3.2)	(6.7)	3.4	11.4	(4.9)	2.1	(1.3)	(1.4)	(3.2)	3.3	3.9
석유화학	5.2	2.9	8.5	3.7	8.7	9.3	14.4	11.0	19.3	14.4	5.2	10.8	10.0
유회기유	9.9	14.1	13.8	14.8	19.3	21.3	29.0	23.2	14.7	8.8	13.1	23.0	20.6
[기본 가정]													
Dubai 유가	105	106	101	74	52	60	51	43	109	105	97	52	45
휘발유-Dubai유	15	16	14	13	15	22	20	18	15	14	12	16	20
등유-Dubai유	17	14	14	18	17	14	11	16	18	18	13	12	15
경유-Dubai유	18	16	14	16	16	15	11	16	17	18	13	12	15
BC유-Dubai유	(12)	(14)	(12)	(8)	(4)	(5)	(9)	(9)	(6)	(10)	(14)	(9)	(7)
나프타-Dubai유	(1)	(1)	(2)	(6)	1	1	(1)	3	(5)	(4)	(5)	(2)	(1)
PX-나프타(1M)	316	295	388	221	311	353	299	330	557	556	305	323	336

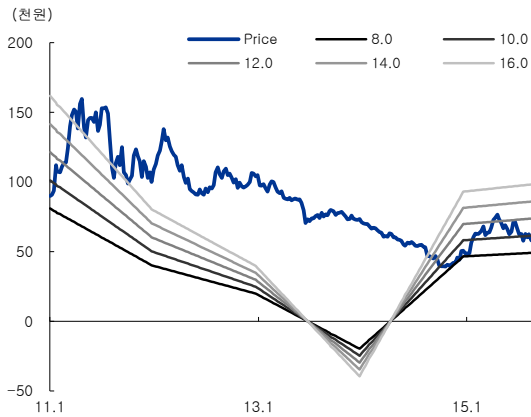
자료: IBK투자증권

표 9. S-Oil 목표주가 90,000원

(단위: 십억원, 천주, 배)	15F	16F	비고
EBITDA	1,384	1,445	
Target Multiple		7	정유/화학업종 평균 7배 적용
영업가치 (A)	9,685	10,115	
관계기업투자자산 (B)		635	3Q15 기준
순차입금 (C)		2,662	3Q15 기준
우선주시가총액 (D)		161	3Q15 기준
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)	7,497	7,927	
유통주식수 (F)		112,583	보통주 기준
목표주가 (G=E/F)	66,000	70,000	
(1) 목표주가 평균		70,000	15년 20%, 16년 80% 가중평균
BPS	46,800	51,300	
Target P/B		2.2	영구성장을 2%, 시장기대수익률 7%, ROE 13% 가정 (5년 평균 1.95배)
목표주가	103,000	113,000	
(2) 목표주가 평균		111,000	15년 20%, 16년 80% 가중평균
최종 목표주가		90,000	
현재주가		76,800	
Upside (%)		17	

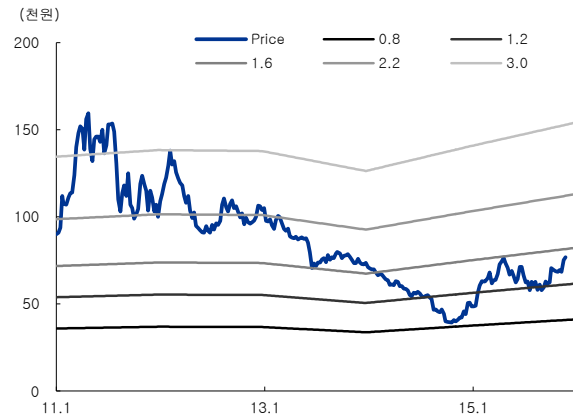
자료: IBK투자증권

그림 68. P/E 추이



자료: IBK투자증권

그림 69. P/B 추이



자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	31,159	28,558	18,308	18,575	21,275
증가율(%)	-10.3	-8.3	-35.9	1.5	14.5
매출원가	30,229	28,282	16,700	17,047	19,658
매출총이익	929	275	1,608	1,528	1,616
매출총이익률 (%)	3.0	1.0	8.8	8.2	7.6
판매비	563	565	531	390	447
판매비율(%)	1.8	2.0	2.9	2.1	2.1
영업이익	366	-290	1,076	1,138	1,170
증가율(%)	-53.2	적전	흑전	5.7	2.8
영업이익률(%)	1.2	-1.0	5.9	6.1	5.5
순금융손익	41	-109	-141	-166	-176
이자손익	-17	-14	-38	-53	-63
기타	58	-95	-103	-113	-113
기타영업외손익	-27	7	-54	-14	-14
중속/관계기업손익	7	6	10	10	10
세전이익	387	-386	891	968	989
법인세	98	-98	212	232	237
법인세율	25.2	25.3	23.8	24.0	24.0
계속사업이익	290	-288	678	736	752
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	290	-288	678	736	752
증가율(%)	-50.5	적전	흑전	8.5	2.2
당기순이익률 (%)	0.9	-1.0	3.7	4.0	3.5
지배주주당기순이익	290	-288	678	736	752
기타포괄이익	-3	-37	0	0	0
총포괄이익	287	-325	678	736	752
EBITDA	734	50	1,384	1,445	1,477
증가율(%)	-37.4	-93.2	2,667.2	4.4	2.2
EBITDA마진율(%)	2.4	0.2	7.6	7.8	6.9

투자지표

(12월 결산)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	2,484	-2,468	5,817	6,310	6,446
BPS	45,916	42,100	46,818	51,279	56,225
DPS	1,330	150	1,350	1,000	1,000
밸류에이션(배)					
PER	29.8	-19.6	12.8	11.8	11.5
PBR	1.6	1.1	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	14.7	161.2	7.9	8.3	9.1
성장성지표(%)					
매출증가율	-10.3	-8.3	-35.9	1.5	14.5
EPS증가율	-50.5	적전	흑전	8.5	2.2
수익성지표(%)					
배당수익률	1.8	0.3	1.8	1.3	1.3
ROE	5.4	-5.6	13.1	12.9	12.0
ROA	2.4	-2.6	6.4	6.4	5.7
ROIC	3.8	-3.9	9.0	8.7	7.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	122.7	108.9	97.9	101.5	117.7
순차입금 비율(%)	42.3	50.6	44.0	56.4	73.5
이자보상배율(배)	6.8	-6.8	20.5	17.9	14.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	14.0	15.5	13.8	16.3	17.3
재고자산회전율	7.2	8.6	7.6	7.7	8.2
총자산회전율	2.6	2.6	1.7	1.6	1.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	7,913	5,708	5,059	4,982	5,462
현금및현금성자산	585	712	709	657	562
유가증권	356	441	437	371	425
매출채권	2,160	1,524	1,131	1,147	1,314
재고자산	4,238	2,415	2,401	2,415	2,766
비유동자산	4,008	4,548	5,743	7,069	8,813
유형자산	3,760	4,322	5,433	6,733	8,433
무형자산	47	50	50	50	50
투자자산	175	148	176	192	223
자산총계	11,921	10,256	10,802	12,050	14,275
유동부채	5,885	3,955	3,849	4,328	4,949
매입채무및기타채무	2,329	841	873	929	1,064
단기차입금	2,533	2,319	2,183	2,786	3,191
유동성장기부채	154	5	55	55	55
비유동부채	682	1,392	1,494	1,743	2,770
사채	499	1,223	1,223	1,423	1,923
장기차입금	21	91	87	137	637
부채총계	6,567	5,347	5,343	6,071	7,719
지배주주지분	5,354	4,909	5,459	5,979	6,556
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	50	26	26	26	26
이익잉여금	3,683	3,262	3,812	4,333	4,909
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,354	4,909	5,459	5,979	6,556
비이자부채	3,360	1,709	1,795	1,670	1,912
총차입금	3,206	3,638	3,548	4,401	5,806
순차입금	2,266	2,485	2,402	3,373	4,819

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	793	879	1,855	1,186	801
당기순이익	290	-288	678	736	752
비현금성 비용 및 수익	441	403	636	477	488
유형자산감가상각비	361	332	299	300	300
무형자산상각비	7	8	9	7	7
운전자본변동	293	828	682	26	-375
매출채권등의 감소	127	633	399	-16	-167
재고자산의 감소	164	1,764	64	-14	-351
매입채무등의 증가	-118	-1,485	25	56	135
기타 영업현금흐름	-231	-63	-142	-53	-63
투자활동 현금흐름	-96	-964	-2,292	-1,576	-2,115
유형자산의 증가(CAPEX)	-446	-912	-1,401	-1,600	-2,000
유형자산의 감소	1	1	3	0	0
무형자산의 감소(증가)	-6	-1	-7	-7	-7
투자자산의 감소(증가)	366	-55	-1,220	-6	-21
기타	-10	3	332	37	-86
재무활동 현금흐름	-547	212	-367	338	1,219
차입금의 증가(감소)	-239	332	-440	50	500
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-309	-120	73	288	719
기타 및 조정	0	0	802	0	0
현금의 증가	150	127	-3	-52	-95
기초현금	434	585	712	709	657
기말현금	585	712	709	657	562

매수 (유지)

목표주가 68,000원
현재가 (12/4) 49,750원

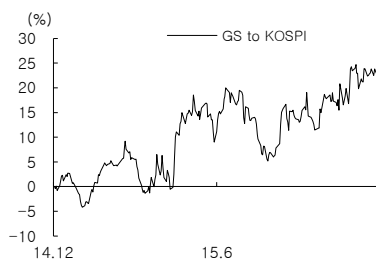
KOSPI (12/4)	1,974.40pt
시가총액	4,684십억원
발행주식수	94,700천주
액면가	5,000원
52주 최고가	52,400원
최저가	37,700원
60일 일평균거래대금	10십억원
외국인 지분율	19.0%
배당수익률 (2015F)	2.6%

주주구성	
허창수 외 48 인	46.38%
국민연금	8.05%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-1%	10%	21%
절대기준	-5%	5%	20%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	68,000	68,000	-
EPS(15)	5,503	5,503	-
EPS(16)	8,015	8,015	-

GS 상대주가 (%)



GS (078930)

칼텍스의 견조한 실적과 에너지 자회사들의 성장 기대

4Q15 영업이익은 칼텍스 수익 개선으로 호조 전망

GS의 4분기 영업이익은 3,580억원으로 전분기 대비 14% 증가할 전망이다. GS리테일의 4분기 비수기에도 불구하고, 핵심 자회사인 GS칼텍스의 정제마진 상승에 따른 이익 회복 기여가 크기 때문이다. 또한 난방 시즌에 따라 발전 자회사인 GS EPS와 GS파워, GS E&R의 수익성 개선이 가능할 것으로 예상된다.

16년 변동성 축소에 따른 정유부문의 호실적 유지 가능

16년 Dubai유는 이란 원유 생산량 증가에 따라 \$45의 저유가 기조가 지속될 것으로 예상된다. 이미 하락한 유가로 정유부문의 재고평가손실은 제한적이며, 산유국들의 증설물량 지연과 수요 증가로 인해 정제마진은 호조를 보일 전망이다. 핵심 자회사인 GS칼텍스는 4분기 성수기 시즌으로 호실적이 예상된다. GS EPS도 15년 4분기 바이오매스 신규설비(105MW)를 가동하며 실적 턴어라운드가 기대된다. 이외에도 16년 GS E&R의 북평화력발전소(1,190MW)와 17년 GS EPS의 LNG복합화력설비(900MW) 신규 가동으로 인해 발전 자회사들의 생산설비 확대에 따른 매출 증가가 가능할 전망이다. 최근 SMP 가격 하락에 따른 신규 설비들의 수익성 우려가 컸으나, 유가의 하방경직성이 높아 SMP의 추가 하락은 제한적일 것으로 판단된다.

목표주가 68,000원과 '매수' 의견 유지

GS리테일의 안정적인 성장과 GS칼텍스의 정유부문 실적 개선에 따라 동사의 16년 영업이익은 15년의 호실적을 유지할 것으로 전망되어 목표주가 68,000원과 '매수' 의견을 유지한다. 16년 P/E 6.2배, P/B 0.7배로 밸류에이션은 저평가되었으며, 15년 배당수익률도 2.6%로 높을 것으로 예상된다.

(단위: 십억원 배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	9,583	10,866	12,348	14,533	16,180
영업이익	552	-34	1,570	1,502	1,536
세전이익	513	-258	1,249	1,182	1,227
당기순이익	435	-321	587	863	896
EPS(원)	3,778	-3,663	5,503	8,015	8,326
증가율(%)	-27.6	적전	흑전	45.6	3.9
영업이익률(%)	5.8	-0.3	12.7	10.3	9.5
순이익률(%)	4.5	-3.0	4.8	5.9	5.5
ROE(%)	5.5	-5.6	8.5	11.3	10.7
PER	15.2	-10.9	9.0	6.2	6.0
PBR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	16.0	-285.6	8.8	8.7	8.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 10. GS 실적 전망

(십억원, %)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	12	13	14	15F	16F
매출액	2,647	2,609	2,726	2,885	2,785	3,419	2,988	3,156	9,716	9,583	9,746	12,348	14,533
(QoQ, %)	10.9	(1.5)	4.5	5.8	(3.5)	22.8	(12.6)	5.6					
(YoY, %)	6.5	20.5	7.0	20.8	5.2	31.0	9.6	9.4	14.1	(1.4)	1.7	26.7	17.7
1) 연결자회사매출	2,579	2,566	2,729	3,070	2,629	3,133	2,882	2,985	9,277	9,156	10,944	11,629	13,896
(QoQ, %)	8.7	(0.5)	6.4	12.5	(14.4)	19.2	(8.0)	3.6					
(YoY, %)	12.4	18.5	17.5	29.3	1.9	22.1	5.6	(2.8)	FALSE	(1.3)	19.5	6.3	6.7
GS리테일	1,131	1,250	1,330	1,251	1,325	1,568	1,724	1,726	4,378	4,709	4,962	6,343	7,732
(QoQ, %)	(3.7)	10.5	6.4	(6.0)	5.9	18.3	9.9	0.1					
(YoY, %)	1.2	9.0	4.8	6.5	17.1	25.4	29.6	38.0	9.9	7.6	5.4	27.8	6.7
GS EPS	392	286	266	265	179	116	157	185	1,113	1,231	1,209	638	670
(QoQ, %)	5.2	(27.0)	(7.0)	(0.5)	(32.4)	(35.0)	35.2	17.8					
(YoY, %)	39.7	5.1	(12.9)	(28.9)	(54.3)	(59.3)	(40.8)	(30.0)	33.0	10.6	(1.8)	(47.2)	5.0
GS글로벌	650	610	731	779	637	597	510	546	3,103	2,401	2,770	2,290	2,175
(QoQ, %)	10.6	(6.1)	19.8	6.7	(18.2)	(6.3)	(14.6)	7.0					
(YoY, %)	2.0	11.6	16.0	32.6	(1.9)	(2.1)	(30.2)	(30.0)	7.1	(22.6)	15.3	(17.3)	(5.0)
GS E&R	238	238	215	277	227	181	147	161	0	0	968	715	1,383
(QoQ, %)	FALSE	(0.1)	(9.6)	28.7	(18.0)	(20.4)	(18.8)	10.0					
(YoY, %)	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	(4.7)	(24.1)	(31.8)	(41.7)	적지	적지	FALSE	(26.1)	93.3
GS에너지	323	168	94	383	397	936	434	456	693	1,059	967	2,224	1,915
(QoQ, %)	56.1	(48.2)	(44.2)	308.9	3.8	135.6	(53.6)	5.0					
(YoY, %)	(19.9)	9.2	(68.2)	84.7	22.8	458.5	364.0	19.2	FALSE	52.8	(8.6)	129.9	(13.9)
2) 임대수익	28	29	31	35	36	36	38	39	109	125	124	150	159
3) 상표권수익	15	17	15	15	11	14	13	13	70	66	61	51	52
4) 지분법손익	25	(4)	(49)	(235)	109	235	54	119	328	255	(263)	518	427
영업이익	69	66	24	(193)	198	702	313	358	684	552	(34)	1,570	1,502
(QoQ, %)	137.0	(4.5)	(63.5)	적전	흑전	254.3	(55.4)	14.3					
(YoY, %)	(61.6)	(17.1)	(90.9)	적전	187.5	967.0	1,203.2	흑전	(26.6)	(19.3)	적전	흑전	(4.3)
GS리테일	13	42	55	34	40	70	78	54	14	47	60	34	140
(QoQ, %)	(62.8)	232.3	30.1	(39.0)	18.5	75.3	11.6	(30.9)	37.3	0.0	0.0	0.0	17.6
(YoY, %)	(12.0)	(9.8)	(8.1)	(1.8)	212.6	64.9	41.5	60.3	85.8	6.0	(5.1)	37.3	17.6
GS EPS	17	14	14	4	21	3	3	7	114	109	48	34	38
(QoQ, %)	(50.3)	(18.0)	(1.5)	(71.1)	433.3	(85.1)	(12.9)	174.7	77.4	(62.8)	35.2	106.2	11.5
(YoY, %)	(22.3)	(50.0)	(49.7)	(88.4)	24.6	(77.4)	(80.0)	90.2	(36.7)	57.7	144.8	83.8	15.5
GS글로벌	6	7	8	2	8	6	9	3	28	14	23	25	26
(QoQ, %)	흑전	11.1	8.6	(68.4)	216.7	(25.0)	56.1	(69.3)	191.1	(25.0)	56.1	(69.3)	227.9
(YoY, %)	(4.5)	79.3	129.7	흑전	20.6	(18.6)	17.1	13.7	4.5	4.5	4.5	4.5	17.7
GS E&R	6	9	(2)	9	16	2	(9)	5	0	0	22	13	36
(QoQ, %)	FALSE	59.3	적전	흑전	78.2	(87.7)	적전	흑전	66.7	(40.0)	적전	흑전	0.0
(YoY, %)	FALSE	FALSE	적지	FALSE	162.7	(79.8)	적지	(44.4)	(48.0)	154.6	적지	537.5	282.5
GS에너지	(5)	(24)	(74)	(262)	89	610	209	269	280	159	(365)	1,177	1,027
(QoQ, %)	적지	적지	적지	적지	흑전	583.4	(65.7)	28.8	6.2	(17.4)	(0.5)	15.0	(2.1)
(YoY, %)	적전	적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	220.3	(61.3)	12.4	0.4	(7.4)
GS칼텍스(지분법)	(3)	(19)	(58)	(258)	80	221	52	99	108	71	76	103	136
GS파워(지분법)	19	6	2	11	20	7	2	10	20	7	2	10	21
GS홀쇼핑(지분법)	10	9	7	11	8	7	4	10	7	7	7	7	8

자료: IBK투자증권

표 11. GS칼텍스 실적 전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	12	13	14	15F	16F
매출액	10,862	10,197	10,192	9,008	6,896	7,244	7,393	6,571	47,873	45,660	40,258	28,105	26,689
(QoQ, %)	(4.8)	(6.1)	(0.0)	(11.6)	(23.4)	5.0	2.1	(11.1)					
(YoY, %)	(0.4)	(11.8)	(13.5)	(21.0)	(36.5)	(29.0)	(27.5)	(27.1)	3.0	(4.6)	(11.8)	(30.2)	(5.0)
정유	8,616	8,117	8,207	7,146	5,448	5,658	5,809	5,017	39,647	37,183	32,085	21,933	20,496
석유화학	1,799	1,583	1,618	1,515	1,141	1,258	1,292	1,248	6,412	6,852	6,514	4,939	4,900
유탄유	422	475	346	326	288	304	270	284	1,768	1,556	1,569	1,146	1,205
영업이익	81	(71)	(14)	(452)	303	676	118	428	511	900	(456)	1,525	1,214
(QoQ, %)	25.3	적전	적지	적지	흑전	123.0	(82.5)	262.5					
(YoY, %)	(79.3)	적전	적전	적전	272.4	흑전	흑전	흑전	(73.8)	76.2	적전	흑전	(20.4)
정유	(64)	(173)	(165)	(571)	183	493	(93)	243	(509)	(44)	(973)	825	535
석유화학	84	38	87	70	91	134	144	121	762	756	280	490	471
유탄유	55	63	62	48	28	48	67	63	256	189	229	206	205
영업이익률(%)	0.7	(0.7)	(0.1)	(5.0)	4.4	9.3	1.6	6.5	1.1	2.0	(1.1)	5.4	4.5
정유	(0.7)	(2.1)	(2.0)	(8.0)	3.3	8.7	(1.6)	4.8	(1.3)	(0.1)	(3.0)	3.8	2.6
석유화학	4.7	2.4	5.4	4.6	8.0	10.7	11.1	9.7	11.9	11.0	4.3	9.9	9.6
유탄유	13.0	13.3	18.0	14.8	9.9	15.9	24.6	22.2	14.5	12.2	14.6	18.0	17.0

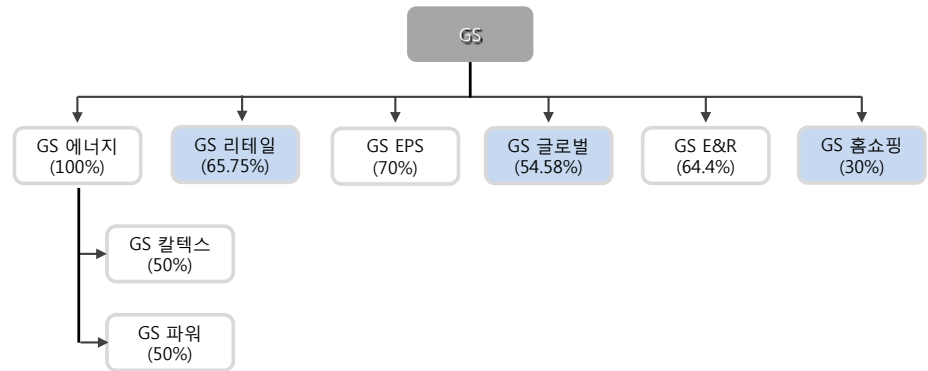
자료: IBK투자증권

표 12. GS 목표주가 68,000원

(단위: 십억원, 천주, 배)	15F	16F	비고
EBITDA	1,570	1,502	
Target Multiple		7	정유/화학업종 평균 7배 적용
영업가치 (A)	10,991	10,517	
관계기업투자자산 (B)		656	3Q15 기준
순차입금 (C)		7,423	3Q15 기준
우선주시가총액 (D)		57	3Q15 기준
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)	4,167	3,693	
유통주식수 (F)		92,915	보통주 기준
목표주가 (G=E/F)	45,000	40,000	
(1) 목표주가 평균		41,000	15년 20%, 16년 80% 가중평균
BPS	67,000	74,000	
Target P/B		1.3	연구성장률 2%, 시장기대수익률 7%, ROE 8.5% 가정 (5년 평균 0.8배)
목표주가	88,000	96,000	
(2) 목표주가 평균		95,000	15년 20%, 16년 80% 가중평균
최종 목표주가		68,000	
현재주가		51,800	
Upside (%)		31	

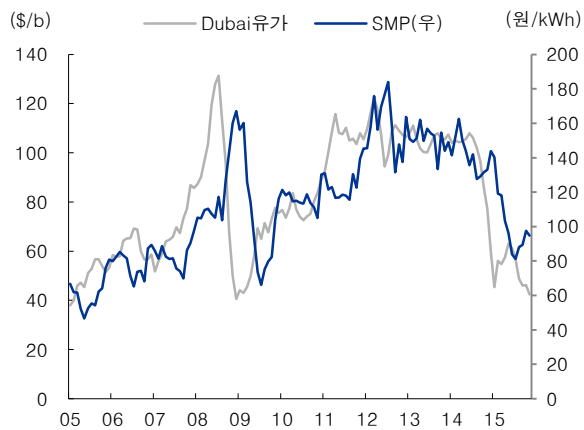
자료: IBK투자증권

그림 70. GS 조직도



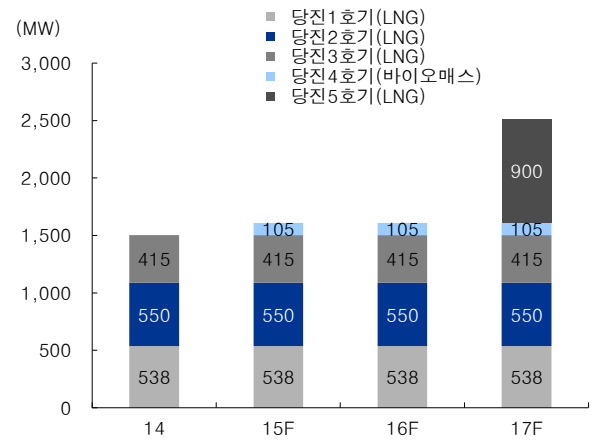
자료: IBK투자증권

그림 71. 계통한계가격(SMP) 10월 이후 반등



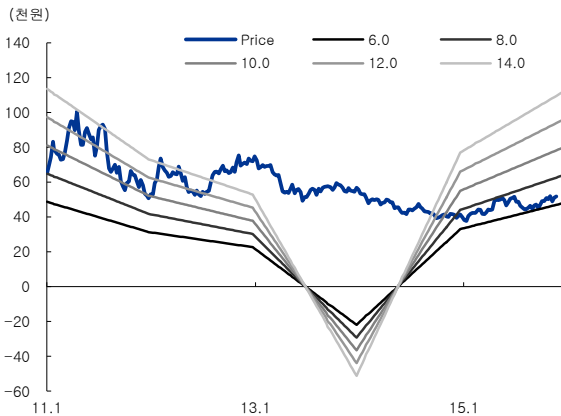
자료: IBK투자증권

그림 72. GS EPS 증설 계획



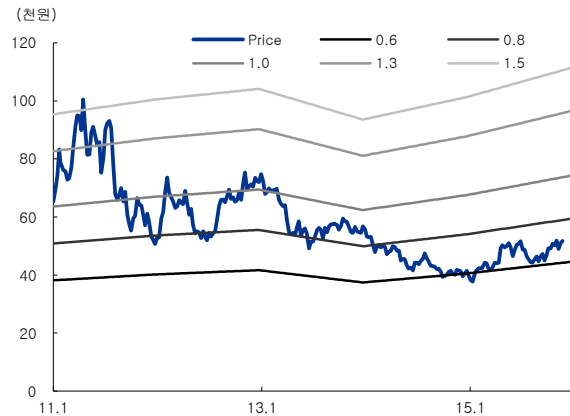
자료: IBK투자증권

그림 73. P/E 추이



자료: 시스켈, IBK투자증권

그림 74. P/B 추이



자료: 시스켈, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	9,583	10,866	12,348	14,533	16,180
증가율(%)	-1.4	13.4	13.6	17.7	11.3
매출원가	7,898	9,689	9,536	11,635	13,091
매출총이익	1,685	1,177	2,812	2,898	3,089
매출총이익률 (%)	17.6	10.8	22.8	19.9	19.1
판매비	1,133	1,212	1,242	1,395	1,553
판매비율(%)	11.8	11.2	10.1	9.6	9.6
영업이익	552	-34	1,570	1,502	1,536
증가율(%)	-19.3	적전	흑전	-4.3	2.2
영업이익률(%)	5.8	-0.3	12.7	10.3	9.5
순금융손익	-105	-171	-230	-213	-241
이자손익	-87	-144	-96	-185	-189
기타	-19	-27	-134	-28	-52
기타영업외손익	67	-52	-91	-108	-68
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	513	-258	1,249	1,182	1,227
법인세	78	63	662	319	331
법인세율	15.2	-24.6	53.0	27.0	27.0
계속사업이익	435	-321	587	863	896
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	435	-321	587	863	896
증가율(%)	-24.0	적전	흑전	46.9	3.9
당기순이익률 (%)	4.5	-3.0	4.8	5.9	5.5
지배주주당기순이익	358	-347	521	759	788
기타포괄이익	0	-25	102	0	0
총포괄이익	435	-346	689	863	896
EBITDA	552	-34	1,570	1,502	1,536
증가율(%)	-19.3	적전	흑전	-4.3	2.2
EBITDA마진율(%)	5.8	-0.3	12.7	10.3	9.5

투자지표

(12월 결산)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	3,778	-3,663	5,503	8,015	8,326
BPS	69,423	62,374	67,537	74,202	81,177
DPS	1,350	1,200	1,350	1,350	1,500
밸류에이션(배)					
PER	15.2	-10.9	9.0	6.2	6.0
PBR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	16.0	-285.6	8.8	8.7	8.2
성장성지표(%)					
매출증가율	-1.4	13.4	13.6	17.7	11.3
EPS증가율	-27.6	적전	흑전	45.6	3.9
수익성지표(%)					
배당수익률	2.4	3.0	2.6	2.6	2.9
ROE	5.5	-5.6	8.5	11.3	10.7
ROA	3.4	-2.3	3.4	4.3	4.2
ROIC	15.1	-7.7	7.8	9.1	9.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	70.2	108.8	136.1	133.8	129.0
순차입금 비율(%)	35.3	65.5	91.4	74.7	61.8
이자보상배율(배)	3.9	-0.2	14.0	6.2	6.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	15.9	16.4	16.9	18.0	17.3
재고자산회전율	33.6	36.1	38.6	42.0	40.9
총자산회전율	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	2,323	2,546	2,170	3,496	4,533
현금및현금성자산	607	580	209	1,256	2,102
유가증권	352	573	601	607	613
매출채권	588	738	726	887	987
재고자산	280	322	318	374	416
비유동자산	10,313	12,527	17,024	17,226	17,525
유형자산	2,283	4,243	8,080	8,080	8,080
무형자산	591	1,200	1,504	1,504	1,504
투자자산	5,427	5,179	5,322	5,582	5,765
자산총계	12,636	15,073	19,193	20,721	22,057
유동부채	1,782	2,706	2,432	2,777	2,956
매입채무및기타채무	791	831	947	1,163	1,294
단기차입금	412	556	537	581	566
유동성장기부채	280	898	475	475	475
비유동부채	3,430	5,149	8,632	9,082	9,469
사채	1,894	3,181	4,917	4,917	4,917
장기차입금	992	1,244	2,308	2,508	2,708
부채총계	5,212	7,855	11,065	11,858	12,426
자배주주지분	6,574	5,907	6,396	7,027	7,687
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,312	1,295	1,280	1,280	1,280
자본조정등	-1	-171	-3,072	-3,072	-3,072
기타포괄이익누계액	-125	-119	-37	-37	-37
이익잉여금	4,915	4,429	7,752	8,383	9,043
비자배주주지분	850	1,311	1,733	1,837	1,944
자본총계	7,425	7,218	8,129	8,863	9,631
비이자부채	1,633	1,976	2,828	3,376	3,759
총차입금	3,578	5,879	8,237	8,482	8,667
순차입금	2,619	4,726	7,427	6,618	5,951

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	794	500	977	1,030	1,029
당기순이익	435	-321	587	863	896
비현금성 비용 및 수익	269	1,002	907	321	309
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	3	-42	147	31	13
매출채권등의 감소	-19	-93	-726	-161	-100
재고자산의 감소	-33	-13	10	-56	-42
매입채무등의 증가	78	6	947	216	132
기타 영업현금흐름	87	-140	-664	-185	-189
투자활동 현금흐름	-836	-1,758	-4,725	-274	-357
유형자산의 증가(CAPEX)	-660	-1,296	-3,373	-400	-400
유형자산의 감소	164	10	812	400	400
무형자산의 감소(증가)	-69	-53	-257	0	0
투자자산의 감소(증가)	-232	-84	941	-260	-183
기타	-38	-334	-2,849	-14	-173
재무활동 현금흐름	-30	1,231	1,143	292	174
차입금의 증가(감소)	0	0	100	200	200
자본의 증가	0	-1	0	0	0
기타	-30	1,232	1,043	92	-26
기타 및 조정	3	-1	2,234	0	0
현금의 증가	-69	-27	-371	1,047	846
기초현금	676	607	580	209	1,256
기말현금	607	580	209	1,256	2,102

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

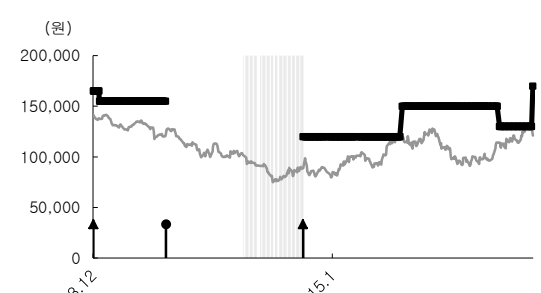
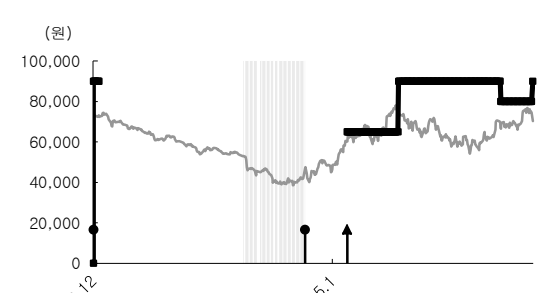
투자의견 안내 (투자기간 12개월)

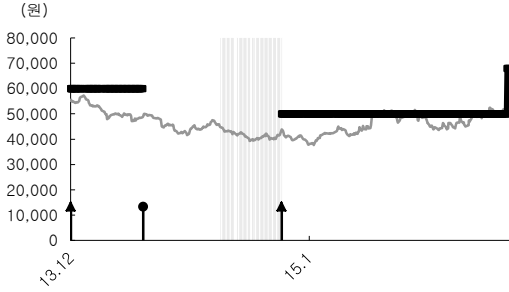
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2014.10.01~2015.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	122	89.7
중립	14	10.3
매도	0	0.0

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

SK이노베이션 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2013.12.19	매수	155,000원			
	2014.04.08	중립	-			
	2014.11.21	담당자변경				
	2014.11.21	매수	120,000원			
	2015.05.04	매수	150,000원			
	2015.10.12	매수	130,000원			
	2015.12.06	매수	170,000원			
S-Oil 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2013.12.19	중립	-			
	2015.02.02	담당자변경				
	2015.02.02	매수	65,000원			
	2015.04.28	매수	90,000원			
	2015.10.14	매수	80,000원			
	2015.12.06	매수	90,000원			

GS 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2014.04.08	중립	-			
	2014.11.24	담당자변경				
	2014.11.24	매수	50,000원			
	2015.12.03	매수	68,000원			
	2015.12.06	매수	68,000원			