

화학/정유

MEG의 회복: 바닥 통과 시그널

비중확대/중립 (Maintain)

Sector Update
2016.1.6

[정유/화학]

박연주

02-768-3061
yeonju.park@dwsec.com

배영지

02-768-4123
youngjee.bae@dwsec.com

[화학/비중확대] MEG의 회복: 바닥 통과 시그널

MEG 스프레드 반등: 둔화되던 MEG-납사 스프레드가 12월 초를 바닥으로 12월말 207달러/톤으로 회복되었다. 아직 소폭이고 변동성이 있겠으나, 연말 재고 조정 구간이자 유가가 하락하는 국면에서 스프레드가 반등했다는 점은 유의미하다. 스왑 거래 및 투기성 매매 비중이 큰 MEG 스프레드는 종종 화학 시장의 초기 변곡점으로 움직여 왔기 때문이다. MEG 스프레드의 회복은 중국 수요 상황이 바닥을 통과하고 있다는 의미로 판단된다.

1분기 MEG/PE 상황 개선 예상: 4분기 둔화되던 화학 시장은 1분기 회복세를 보일 것으로 예상된다. 계절적으로 재고 조정이 마무리되고 춘절 전 재고 축적이 시작되는 시기이고 재고 수준이 낮기 때문이다. 중국 매크로 지표가 바닥을 치고 회복되는 모습도 시장에 긍정적이다. PE 스프레드의 개선 가능성도 높다고 판단된다. 에틸렌의 경우 부진한 수요 속에서도 타이트한 공급으로 스프레드가 확대되고 있는데 PE 가격은 에틸렌 대비 지나치게 낮다.

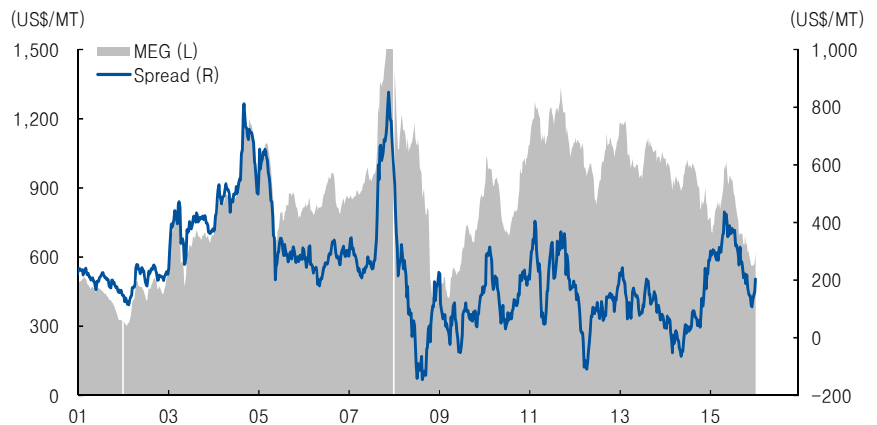
비중확대, Top Pick LG화학, 롯데케미칼: 화학 업체들의 4분기 실적은 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다. 1분기 MEG, PE 스프레드 개선으로 의미 있는 실적 개선이 예상된다. 저평가되어 있는 롯데케미칼의 주가 상승이 기대된다. LG화학도 전기차 배터리 부문의 밸류에이션 리레이팅과 함께 PE 스프레드 확대에 따른 화학 부문 실적 개선이 기대된다.

[정유/중립] 개선된 펀더멘털, 다만 현재 컨센서스에 대부분 반영

휘발유 중심으로 정제마진 개선: 15년 정제 마진은 휘발유, 납사를 중심으로 회복되었다. 저유가로 휘발유 수요가 증가한 반면, 최근 증설된 정제 설비는 주로 경유 생산 비중이 높아 휘발유 공급이 타이트해졌고, 이는 납사에도 영향을 주고 있다. 다만 등경유는 수요가 부진한 반면 정유 업체들의 가동률 상승으로 공급이 늘어나면서 약세를 보이고 있다.

16년 정제 마진 8달러 추정, 현재 컨센서스에 반영: 16년 싱가포르 정제 마진은 8달러 수준으로 예년보다 높을 전망이다. 4분기대비해서는 둔화될 전망이다. 단기적으로 마진 강세가 이어질 수는 있으나 중기적으로 그 이상의 마진에서는 정유 업체들의 가동률이 상승하기 때문에 마진이 재차 둔화될 수 있다. 특히 겨울철이 지나면 납사 및 등경유 마진의 계절적 둔화 가능성이 존재한다. 최근 정유 업체들의 실적 추정치가 상향 조정되면서 8달러 수준의 마진은 컨센서스에 반영되어 있어 업종 투자의견 중립을 유지한다.

MEG 스프레드 추이



자료: 씨스캠, KDB대우증권 리서치센터

I. 화학

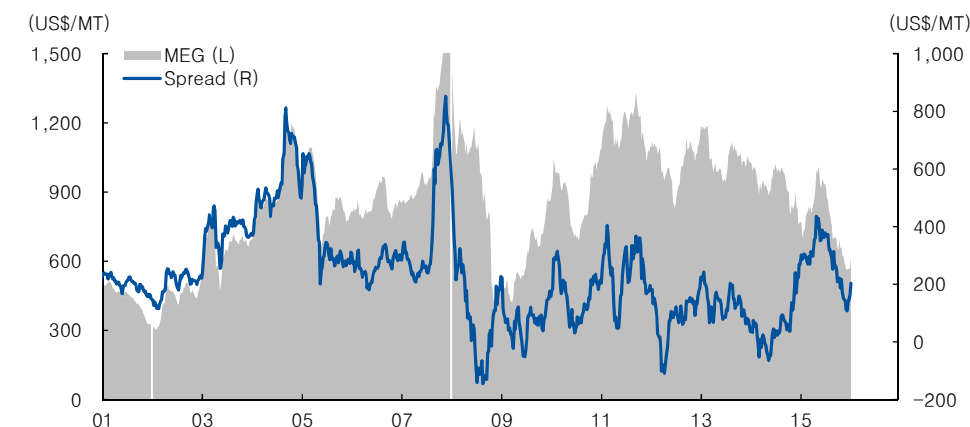
1. MEG 스프레드 반등: 바닥 통과 시그널

1) MEG 스프레드 반등: 바닥 통과 시그널

MEG-납사 스프레드는 2분기를 고점으로 둔화되다가 12월 초 108달러/톤을 저점으로 12월 31일 207달러/톤까지 회복되었다. 아직은 소폭이고 단기 변동성이 있겠으나, 유가가 하락하는 환경에서도 스프레드가 개선되었다는 것은 유의미하다. MEG는 스왑 거래 및 투기성 매매가 많아 화학 시장의 변화에 가장 민감하게 반응하는 제품 중 하나다. 과거 MEG의 시장 변화가 화학 시장 변화의 초기 변곡점이었던 적이 많았다. MEG 스프레드 개선은 전반적인 수요 상황이 바닥을 통과하고 있다는 의미로 판단된다.

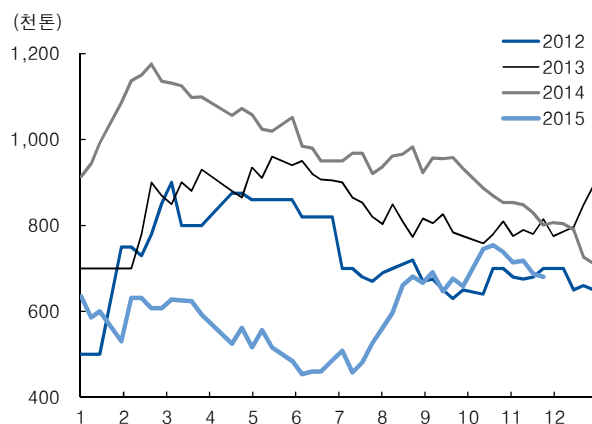
향후 MEG 스프레드는 추가 개선 가능성이 높다고 판단된다. 연말 재고 조정이 마무리된 가운데 중국 춘절을 앞두고 재고 축적이 시작될 시기이기 때문이다. MEG 재고 수준도 여전히 낮다. 향후 3년간 MEG 신규 증설 분은 수요 증가분과 유사하고, 특히 이 중 38%는 석탄 기반이다. 현재 석탄 기반의 MEG 설비는 가동률이 낮은 것으로 추정된다. MEG 시장의 개선은 공급이 타이트한 PE 등 다른 화학 제품의 스프레드 개선으로 확산될 수 있다.

그림 1. MEG 스프레드 추이



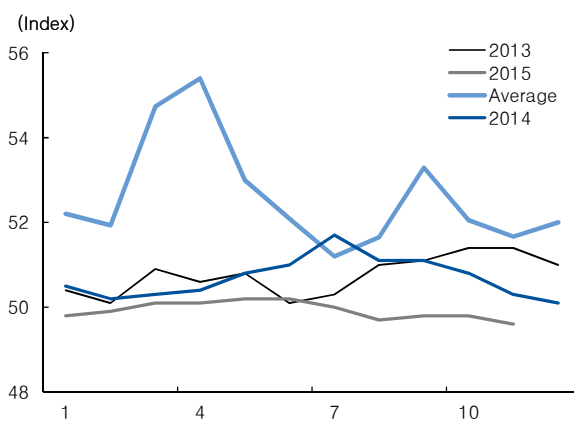
자료: 시스کم, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 여전히 낮은 동중국 MEG 재고



자료: 윈드, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 중국 PMI의 계절성



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

2) 여전히 강한 에틸렌, 호황 사이클 장기화될 전망

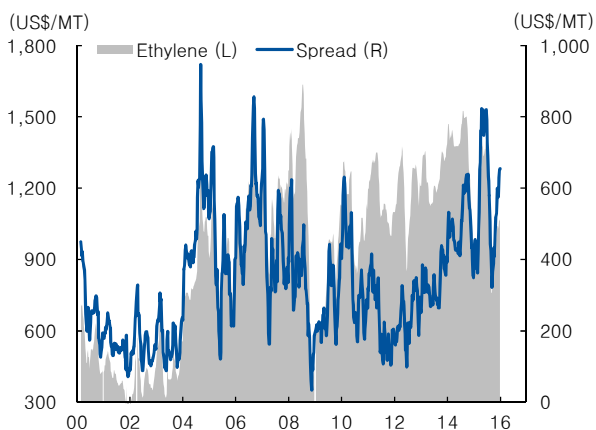
연말 재고 조정, 유가 하락 등 부정적인 환경 속에서도 에틸렌 스프레드는 나홀로 강세를 이어가고 있다. 에틸렌 공급이 타이트하기 때문이다. 11년 이후 주요 에틸렌 설비 증설이 대부분 지연된 가운데 15년에도 가동 예정이었던 설비들이 제대로 가동되지 못하고 있는 것으로 추정된다.

14년 말부터 중국 석탄 화학 설비가 약 200만톤 가동된 것으로 알려졌으나, 15년 1~11월 중국의 PE 수입량은 전년동기대비 9%가 증가했다. 석탄 화학 설비가 제대로 가동되지 못하고 있음을 시사한다. 인도의 OPAL, UAE의 Borouge 3 등 주요 프로젝트의 본격적인 가동도 계속 지연되고 있다.

15년 글로벌 에틸렌 가동률은 90%를 넘어선 상황이다. 16년~17년에 예정된 설비가 다 가동된다고 하더라도 글로벌 에틸렌 설비 가동률은 90% 선에서 유지될 것이다. 과거 사례를 볼 때 신규 설비 가동은 예정보다 지연되는 경우가 많았고 특히 중국 석탄 화학 설비들의 경우 환경, 기술, 물 부족 문제 등으로 제대로 가동이 안 되고 있어 에틸렌 수급이 예상보다 더 타이트해질 가능성이 높다.

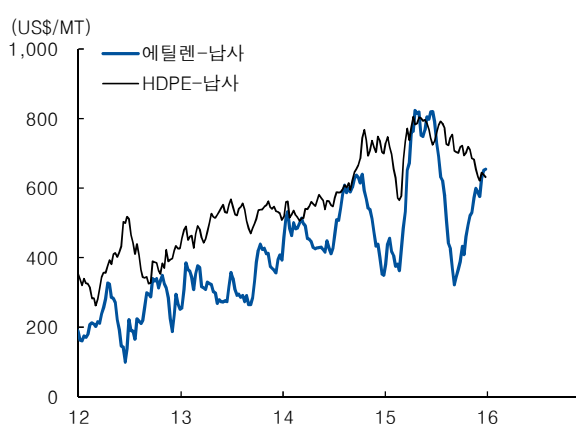
최근 상황은 에틸렌 스프레드가 강세를 보이고 있는 반면, 에틸렌 다운스트림 제품들은 수요 부진으로 스프레드가 둔화되어 있다. 일반적으로 에틸렌을 가공하여 PE를 생산하는데 150달러/톤의 가공비가 필요한데 지금은 PE 가격이 오히려 에틸렌보다 낮아졌다. 이러한 상황에서는 에틸렌의 가격이 하락하든지 PE 가격이 상승하게 되는데 1분기에는 계절적 수요 회복, 재고 축적, 중국 수요의 점진적 회복 등으로 PE 스프레드의 회복 가능성이 높다고 판단된다.

그림 4. 비수기, 수요 부진에도 확대되는 에틸렌 스프레드



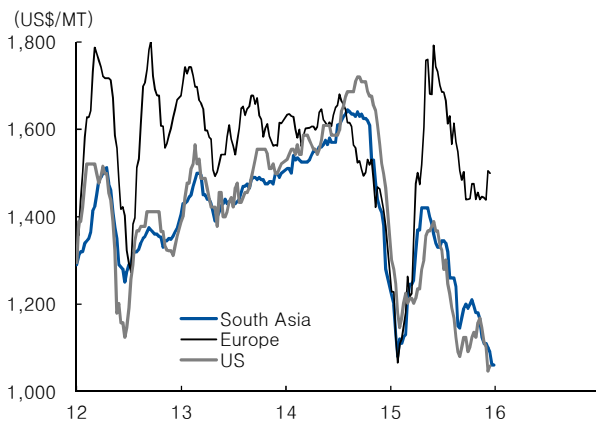
자료: 씨스켄, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. PE-에틸렌 스프레드 역전: PE 스프레드 확대 예상



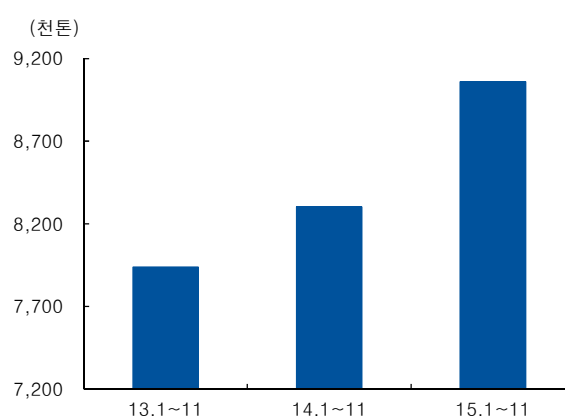
자료: 씨스켄, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 지역별 PE 가격 추이: 유럽 가격 상승



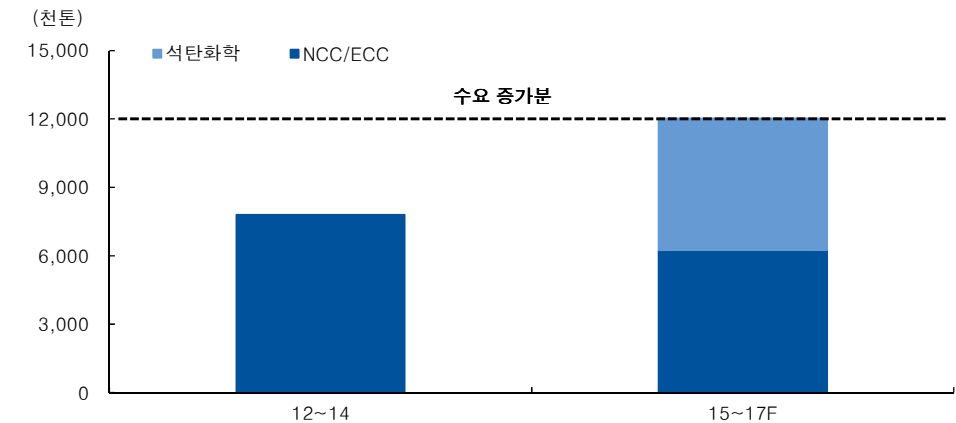
자료: 플랏츠, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 중국 PE 수입량 추이(1~11월)



자료: 플랏츠, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 에틸렌 증설 전망: 17년까지 증설 부담 제한적



자료: 산업 자료, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 15~17년 주요 에틸렌 프로젝트 현황

(천톤/년)

회사명	국가	생산설비	원료	가동 현황
Baofeng Energy	China	300	CTO	14년 초 가동 예정이었으나 지연되어 14년 말 가동
China Coal Yuheng	China	300	CTO	14년 말 가동
PuCheng Clean Energy	China	300	CTO	15년 초 가동, 3~5월 생산 차질, 가동률 50% 추정
Yulin Energy & Chem.	China	600	CTO	14년 7월 가동했으나 가동 차질
China Coal Mengda	China	300	MTO	14년 말 가동 예정이었으나 지연되어 15년 말 가동 추정
Shandong Shenda	China	200	MTO	14년 말 가동 계획
GAIL	India	450	Ethane	13년 하반기 가동 예정이었으나 지연되어 16년 하반기 가동 전망
OPAL	India	1,100	EPB/Naphtha	16년 2분기 가동 예상
Jiutai Energy (IM)	China	300	MTO	15년 4분기 계획
Kavayn petrochemical_phase 2	Iran	1,000	Ethane	15년 9월 가동 예정, 원재료 부족으로 가동률 불확실성 존재
Borouge3	UAE	1,500	Ethane	16년 초 가동 시작
Asahi Kasei Chemicals	Japan	(500)	Naphtha	15년 폐쇄
Sadara Chemical	Saudi	1,500	EPB/Naphtha	15년 말 가동 시작, 16년말까지 풀 가동 예정
Braskem-Idesa JV	MEXICO	1,050	Ethane	15년 말 완공 예정, 지역 특성상 지연 가동 가능성
Uz-Kor Gas Chemical	우즈베키스탄	400	Ethane	16년 1분기 가동 예정
SXYCPC-Yan'an E&C	China	450	CTO	16년 가동 계획
Zhejiang New Energy	China	300	CTO	16년 가동 계획
Zhong'an Coal Chem.	China	300	CTO	16년 가동 계획
Zhongtian Hechuang	China	500	CTO	16년 가동 계획
Jiangsu Sailboat PC	China	300	MTO	16년 초 가동 예정이었으나 16년 중반으로 연기
Shandong Shenda	China	600	Naphtha	17년 가동 계획
Shanxi Coking Corp.	China	300	CTO	17년 가동 계획
Shenhua Xinjiang	China	300	CTO	17년 가동 계획
Shenhua Xiwan	China	300	CTO	17년 가동 계획
Yili Meidianhua	China	300	CTO	17년 가동 계획
Sumitomo Chemical	Japan	(415)	Naphtha	16년 2월 폐쇄
15~17년 공급 증가분		12,035		
CTO, MTO 소계		5,800		평균 가동률 50% 수준, 16~17년 가동 예정 설비 지연 가능성 존재
수요 증가분		12,000		전세계 GDP 증가율 3%, 에틸렌 수요 탄성치 1.1배 가정

자료: KDB대우증권 리서치센터

18년에는 미국 에탄 크래커 가동이 예정되어 있어 일시적으로 공급이 늘어날 전망이다, 18년 이후에는 다시 증설 규모가 제한될 전망이다. 이는 08년 이후 납사 크래커 신규 투자가 없는 가운데 미국 에탄 크래커와 중국 석탄 화학을 중심으로 신규 투자가 진행되었으나, 유가가 하락하면서 중국 석탄 화학은 이미 경제성을 잃었고 미국 에탄 크래커도 격차가 크게 축소되었기 때문이다.

두바이 유가 30달러를 기준으로 에틸렌 원가는 441달러/톤으로 추정된다. 최근 미국 석유개발 업체들의 원가 절감 속도를 감안할 때, 적어도 향후 2~3년간 유가가 60달러 이상으로 크게 상승하기 어려울 것으로 예상된다. 미국 에탄 크래커 원가를 에탄 가격 2달러/MMBTU를 가정했을 때 285달러이다. 그러나 현재 미국 에탄 가격은 과도하게 낮은 수준인 만큼 에탄 가격은 상승 가능성이 높다.

중기적으로 두바이 유가 50달러, 에탄 가격 4달러를 가정 시 여전히 에탄 크래커의 원가경쟁력이 높기는 하나, 아시아 지역으로의 운송비 등을 감안하면 충분한 경제성을 확보하기는 어렵다. 에탄 크래커의 추가 투자는 위축될 가능성이 높다.

한편 납사 크래커 역시 유가의 방향을 예측하기 어려운 만큼 신규 투자를 공격적으로 하기 어려워 전체적으로 신규 투자가 위축되면서 에틸렌 사이클이 길어질 가능성이 높다.

표 2. 원재료별 에틸렌 원가 비교

구분	단위			
납사 크래커				
두바이 유가	달러/배럴	30	50	80
납사 가격	달러/톤	270	450	720
원료비	달러/톤	270	450	720
연료비(원료비의 20%)	달러/톤	54	90	144
감가비	달러/톤	67	67	67
기타 고정비	달러/톤	50	50	50
에틸렌 원가	달러/톤	441	657	981
CTO				
석탄 가격	달러/톤	40	60	80
메탄올 톤당 석탄 소요량	톤	2.9	2.9	2.9
올레핀 톤당 메탄올 소요량	톤	1.4	1.4	1.4
원료비	달러/톤	162	244	325
투자비(60만톤)	백만달러	2,900	2,900	2,900
감가비(15년 상각)	달러/톤	322	322	322
전기요금	\$/MWh	100	100	100
올레핀 톤당 전력소모	MWh	1.0	1.0	1.0
전력비	달러/톤	95	95	95
기타 비용	달러/톤	100	100	100
운송비	달러/톤	50	50	40
총 원가	달러/톤	730	811	882
미국 Ethane				
에탄 가격	달러/MMBTU	2	4	6
톤당 소요량	MMBTU/톤	43	43	43
원료비	달러/톤	85	170	255
연료비(원료비의 20%)	달러/톤	17	34	51
투자비(100만톤)	백만달러	2,000	2,000	2,000
감가비(15년)	달러/톤	133	133	133
기타 고정비	달러/톤	50	50	50
총 원가	달러/톤	285	387	489

자료: KDB대우증권 리서치센터

3) 비에틸렌/다운스트림: 더딘 회복, 그러나 방향은 유효

15년 에틸렌 시황은 견조했으나 프로필렌, 부타디엔 등 비에틸렌 제품과 ABS 등 다운스트림 체인은 계속 부진하였다. 에틸렌과 달리 증설이 많았기 때문이다. 다만 신규 증설 규모는 15년 이후 지속적으로 줄어들 전망이어서(프로필렌은 제외) 업황은 점진적으로 개선될 것으로 예상된다.

16년 주목할 아이템은 부타디엔과 ABS로 판단된다. 부타디엔의 경우 15년에도 부진한 시황이 지속되었다. 15년 신규 증설 분은 많지 않았으나, 타이어 수요가 예년대비 더욱 부진했기 때문으로 추정된다. 16년 부타디엔 증설은 매우 제한적인 만큼, 타이어 수요가 예년 수준으로 회복되면 부타디엔 시황 개선이 기대된다.

ABS의 경우 15년 초 시황이 개선되었으나 3분기 이후 둔화되었다. 중국 경기가 둔화되면서 자동차, TV 등 ABS 수요가 크게 둔화되었기 때문으로 추정된다. 그러나 ABS 역시 신규 증설이 많지 않은 아이тем이다. 16년 수요가 정상화되면 스프레드의 개선 가능성이 높은 제품으로 판단된다.

한편 프로필렌의 경우 PDH를 중심으로 신규 증설이 14년부터 집중되어 향후 2~3년간 지속될 예정이어서, 향후 수년간 약세가 지속될 전망이다. 다만 PDH 설비들이 주로 프로필렌까지만 생산하고 있어 프로필렌과 다운스트림 제품(PP, PO 등)의 스프레드는 오히려 확대되었다.

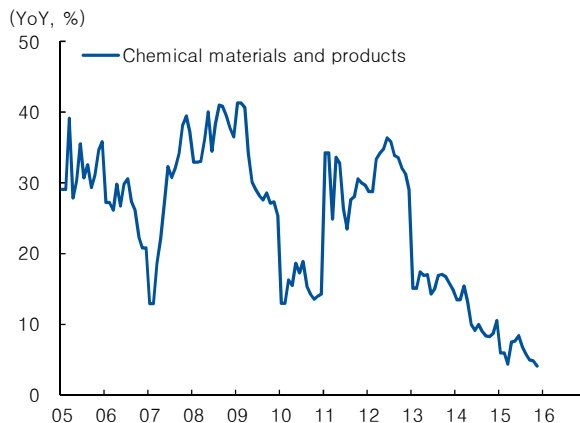
표 3. 화학 제품별 스프레드 전망

(달러/톤)

		04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15F	16F	17F	18F
Olefin	Ethylene-Naphtha	505	387	549	421	332	272	396	234	241	332	501	571	500	500	400
	Propylene-Naphtha	408	423	501	382	386	356	422	475	365	418	422	298	150	150	150
	Butadiene-Naphtha	550	740	772	341	1219	466	908	1971	1483	553	465	425	500	800	1350
Aromatics	Benzene-Naphtha	431	336	286	324	155	127	200	163	267	379	353	193	200	213	213
	Toluene-Naphtha	246	191	246	161	100	136	164	138	236	239	178	170	150	163	163
	Xylene-Naphtha	226	182	265	165	63	150	167	186	213	236	137	159	150	163	163
Aromatics	SM-Benzene	248	228	296	296	272	267	280	289	245	392	283	383	250	250	250
	PX-Naphtha	416	416	573	432	326	431	423	602	555	550	338	334	350	350	400
Synthetic resins	HDPE-Naphtha	550	546	648	620	629	559	516	384	381	511	608	718	700	700	650
	LDPE-Naphtha	700	645	656	743	786	618	662	624	378	590	684	742	700	700	650
	PVC-Naphtha*0.5	684	569	539	595	613	522	557	592	499	546	582	580	600	650	450
	PP-Naphtha	559	584	644	623	622	498	570	570	444	532	590	575	450	450	450
	PS-SM	114	146	109	108	143	106	99	114	124	147	153	156	131	131	131
	ABS-SM	220	343	344	344	552	402	565	740	519	242	377	375	350	400	500
Synthetic fiber	MEG-Naphtha	557	385	267	412	91	65	209	241	84	129	62	285	200	200	200
	TPA-PX*0.7	197	173	89	90	76	143	166	191	52	45	49	53	50	80	150
	CPLM-Benzene	958	1324	1223	1329	1257	1077	1473	2211	1260	1063	992	873	900	1000	1100

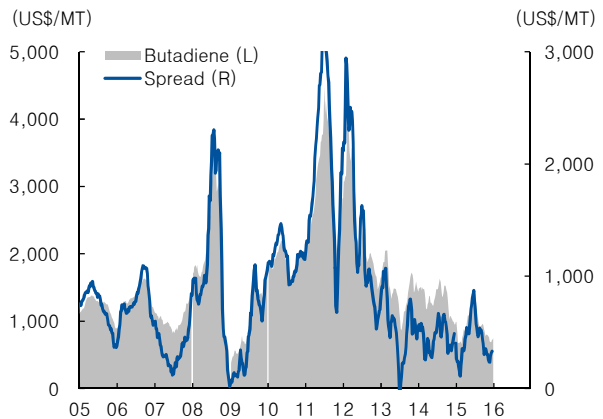
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 중국 석유화학 업체들의 Capex 증가율 추이



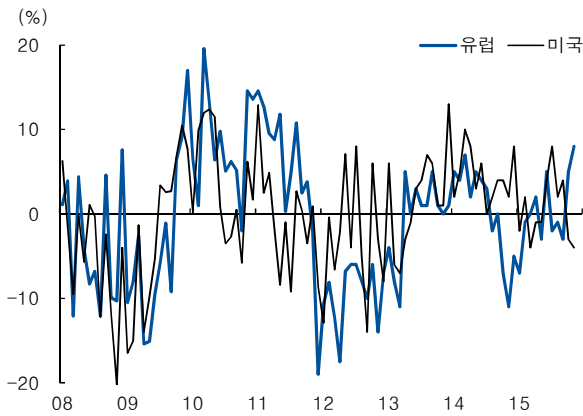
자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 부타디엔 스프레드 추이



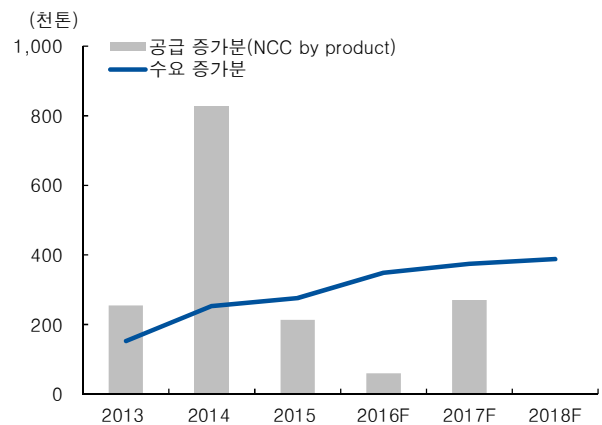
자료: 씨스켄, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 15년 유난히 부진했던 타이어 수요



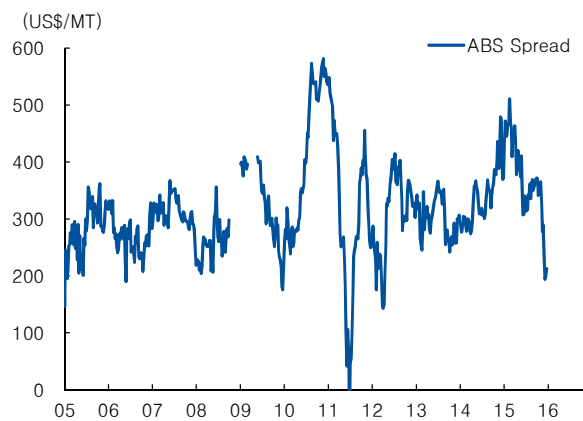
자료: 미셸린, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 부타디엔 수급 전망



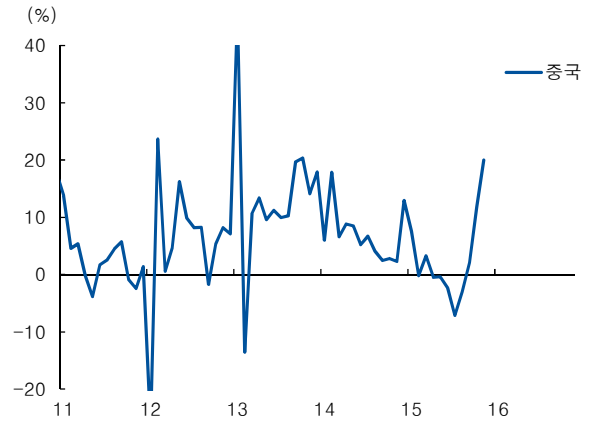
자료: 산업 자료, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. ABS 스프레드 추이



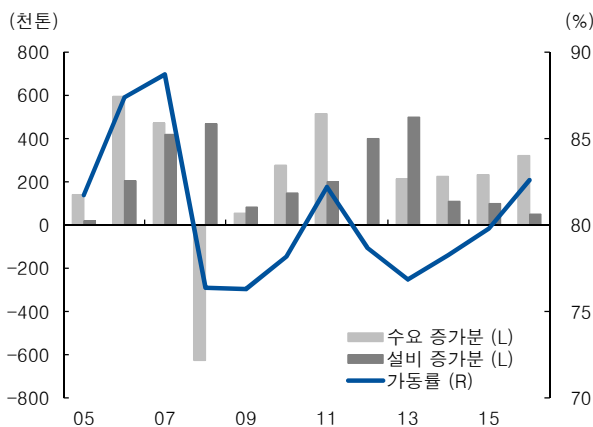
자료: 씨스کم, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 중국 자동차 판매 증가율 추이



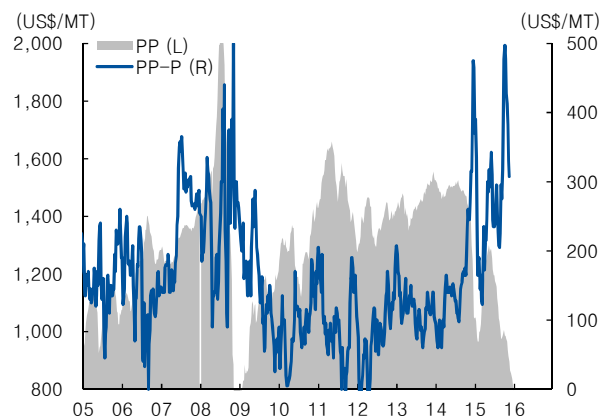
자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. ABS 수급 전망



자료: 산업 자료, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. PP-프로필렌 스프레드 추이



자료: 씨스کم, KDB대우증권 리서치센터

3. 1분기 실적 회복 본격화 예상, 화학 업종 비중 확대

1) Top Picks LG화학, 롯데케미칼

화학 업체들의 4분기 실적은 유가 하락 및 제품 스프레드 둔화로 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다, 견조한 PE 스프레드로 인해 둔화 폭이 크지는 않을 전망이다. 12월 말부터 MEG 상황이 회복되기 시작하면서 전반적인 화학 상황이 1분기 회복될 것으로 예상된다. 과도하게 저평가된 롯데케미칼, 배터리 프리미엄 확대 및 화학 상황 개선에서 모두 수혜를 볼 LG화학을 업종 Top pick으로 유지한다.

롯데케미칼(매수/목표주가 400,000원)의 4분기 영업이익은 2,748원으로 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다, 1분기 영업이익은 3,744억원으로 빠르게 개선될 전망이다. 4분기에는 정기보수 비용, 성과급 등 일회성 비용이 1,000억원 이상 발생해 현재 상황만 유지되어도 실적 개선 폭이 큰 전망이다.

주력 제품인 PE와 MEG는 4분기 부진을 딛고 1분기 회복이 기대된다. MEG의 경우 12월 말 납사 대비 스프레드가 207달러로 회복되었다. 연말 비수기이자 유가가 하락하는 가운데에서도 스프레드가 확대되었다는 것은 공급이 타이트한 동시에 수요가 회복되고 있기 때문으로 추정된다. MEG를 시작으로 전반적인 화학 상황이 개선될 가능성이 높아 보인다. 특히 에틸렌의 경우 수요가 부진한 가운데에서도 스프레드 강세를 유지해 온 만큼 1분기 에틸렌 다운스트림 제품군(PE 등)의 스프레드 확대 가능성이 높다고 판단한다.

롯데케미칼의 주가는 삼성의 화학 부문 인수 부담 및 상황 둔화로 하락해 현재 16년 실적 기준 PER 7배에서 거래되고 있다. 동종 업체 대비 저평가가 과도하다. 삼성의 화학 부문 인수는 단기적으로 동사의 예상 ROE를 떨어뜨릴 수 있는 요인이거나, 인수되는 제품군이 모두 사이클 바닥을 통과하고 있어 중기적으로 실적 개선에 기여할 것으로 예상된다.

표 4. 롯데케미칼 분기별 실적 추정

(십억원, %, 달러/톤, 달러/배럴)

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015F	2016F
매출액	합계	2,800	3,179	3,035	2,921	2,830	2,967	2,975	3,094	14,859	11,934	11,866
	올레핀	1,740	1,978	1,898	1,707	1,614	1,704	1,704	1,794	9,269	7,322	6,816
	아로마틱스	514	588	492	621	646	663	663	679	2,845	2,214	2,650
	타이탄	552	617	645	594	570	600	609	622	2,772	2,408	2,400
영업이익	합계	178	640	485	275	374	388	406	385	350	1,577	1,553
	올레핀	201	502	401	214	310	320	337	314	455	1,319	1,281
	아로마틱스	-38	19	-12	-11	-10	-10	-10	-10	-128	-42	-40
	타이탄	13	118	96	71	74	78	79	81	17	297	312
세전이익		167	626	389	269	369	404	423	402	277	1,451	1,598
당기순이익		121	460	240	211	289	316	331	315	147	1,032	1,250
주요 가정	두바이 유가	52	61	50	40	40	45	45	50	97	51	45
	HDPE-납사	675	779	747	650	700	700	700	700	608	713	700
	EG-납사	295	377	304	150	200	200	200	200	62	281	200
	부타디엔-납사	257	560	574	300	300	500	700	500	465	423	500

주. 삼성 케미칼 부문 인수 미 반영. 자료: KDB대우증권 리서치센터

LG화학(매수/목표주가 400,000원)의 4분기 영업이익은 3,869억원으로 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다. 4분기 전기차 배터리 부문에서 의미 있는 실적 개선이 기대된다. 전기차 배터리 부문 실적은 향후 추가 상향 조정되면서 동 부문의 사업 가치가 상승할 가능성이 있다.

1분기 영업이익은 4,572억원으로 개선될 전망이다. MEG를 시작으로 PE, ABS 등 화학 제품 시황이 회복될 것으로 예상되기 때문이다. PE의 경우 에틸렌 강세가 지속되면서 PE-납사 스프레드가 추가 개선될 가능성이 높아 보이고, 4분기 크게 둔화되었던 ABS의 경우 중국 자동차 판매 회복 등으로 점차 개선될 전망이다. 중기적으로도 에틸렌 호황이 장기화되는 가운데 ABS 등 다운스트림 제품들의 시황이 점진적으로 회복되면서 우상향하는 실적 흐름을 보일 것으로 예상된다.

표 5. LG화학의 분기별 실적 추정

(십억원, %)

		2015				2016				2014	2015F	2016F
		1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	전체	4,915	5,073	5,178	4,974	4,878	5,244	5,270	5,492	22,578	20,140	20,883
	화학	3,608	3,801	3,792	3,441	3,348	3,531	3,556	3,673	17,123	14,642	14,107
	정보소재	676	668	710	654	700	773	730	743	2,810	2,708	2,945
	배터리/기타	707	690	769	878	830	940	984	1,077	2,853	3,044	3,831
영업이익	전체	362	563	546	387	457	508	524	558	1,311	1,858	2,048
	화학	321	589	484	339	397	421	422	431	1,117	1,734	1,671
	정보소재	37	17	52	19	45	51	54	57	134	125	208
	배터리/기타	4	-42	10	29	15	36	48	70	65	0	169
영업이익률	전체	7.4	11.1	10.6	7.8	9.4	9.7	9.9	10.2	5.8	9.2	9.8
	화학	8.9	15.5	12.8	9.8	11.9	11.9	11.9	11.7	6.5	11.8	11.8
	정보소재	5.4	2.5	7.3	3.0	6.5	6.6	7.4	7.7	4.8	4.6	7.0
	배터리/기타	0.6	-6.1	1.3	3.3	1.8	3.8	4.9	6.5	2.3	0.0	4.4
당기순이익		243	349	350	298	355	395	408	435	868	1,241	1,593

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 6. LG화학 밸류에이션 (2016F)

(십억원, 배, 백만주, 원)

	16F EBITDA	Target EV/EBITDA	FV	가치 산출 방법
영업가치	화학	2,191.1	7.0	15,337.7
	정보소재	416.8	7.0	2,917.4
	소형 배터리	382.3	7.0	2,675.8
	중대형 배터리			7,486.2
	Total			28,417.2
순차입금			860.0	2Q15말 기준
우선주 시가 총액			1,308.0	
적정 가치			26,249.2	
주식수			66.3	
목표주가(원)			395,915.1	

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 7. LG화학 전기차 배터리 부문 실적 추정

			2015	2016F	2017F	2020F	2025F
승용차	승용차 판매량	천대	89,210.4	92,580.8	96,116.3	107,814.6	131,660.7
	전기차 점유율	%	0.6	0.9	1.3	3.8	7.0
	전기 승용차 판매량	천대	532.9	817.3	1,273.4	4,076.1	9,181.4
	배터리 채용량	kWh/대	25.0	25.0	25.0	30.0	40.0
	배터리 수요	GWh	13.3	20.4	31.8	122.3	367.3
LG화학	점유율	%	17.0	20.0	25.0	30.0	30.0
	판매량	GWh	2.3	4.1	8.0	36.7	110.2
	판가	\$/kWh	300.0	280.0	250.0	200.0	150.0
	매출액	십억원	747.4	1,258.6	2,188.7	8,070.8	18,179.1
	영업이익률	%	-15.0	2.0	10.0	8.0	8.0
	영업이익	십억원	-112.1	25.2	218.9	645.7	1,454.3
	환율	원/달러	1,100.0	1,100.0	1,100.0	1,100.0	1,100.0

자료: KDB대우증권 리서치센터

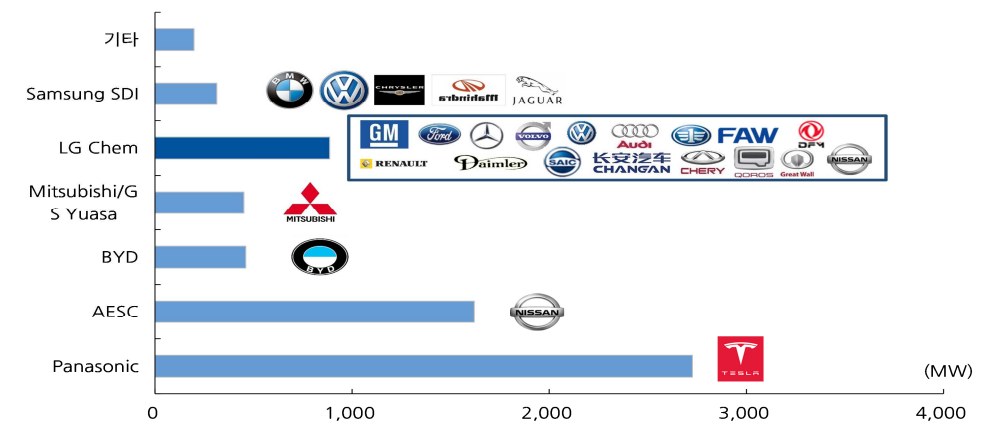
표 8. 전기차 배터리 부문 밸류에이션

(십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA	118.6	106.0	279.7	412.8	589.3	752.1	896.7	1,068.3
Capex	150.0	200.0	200.0	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0
FCF	-31.4	-94.0	79.7	262.8	439.3	602.1	746.7	918.3
NPV of FCF	-28.7	-78.8	61.1	184.6	282.5	354.5	402.4	453.1
Sum of FCF	1,630.6							
Terminal Value	9,946.5							
PV of Terminal value	5,855.6							
Enterprise Value	7,486.2							
Terminal Growth	0.0%							
WACC	9.2%							
cost of debt	6.2%							
cost of equity	10.0%							
Debt to equity ratio	20.0%							

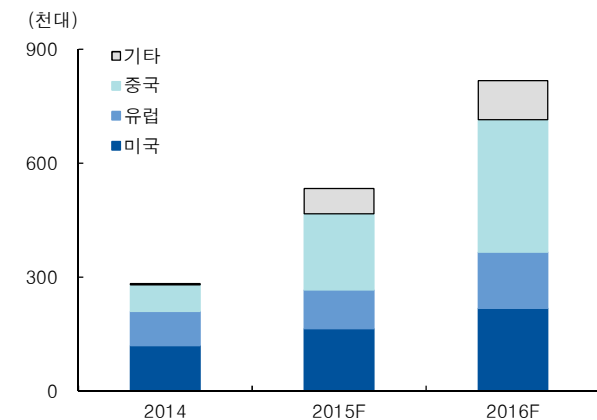
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 14년 자동차 배터리 업체 출하량과 주요 자동차 수주 현황



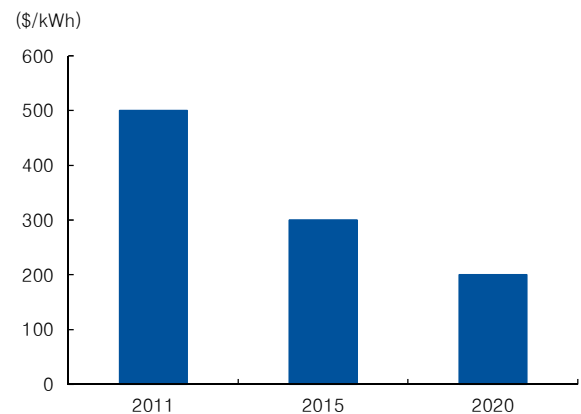
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 18. 지역별 전기차 판매량 전망



자료: 산업 자료, KDB대우증권 리서치센터

그림 19. 전기차 배터리 셀 가격 추이와 전망(파우치 타입 기준)



자료: KDB대우증권 리서치센터

금호석유(매수/목표주가 70,000원)의 4분기 영업이익은 375억원으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 주력 제품인 합성고무의 경우 수요 부진과 공급 과잉 속에 부진한 시황이 이어지고 있고, 합성수지 및 페놀 유도체 부문도 비수기에 진입하면서 스프레드가 둔화되었기 때문이다. 에너지 부문의 경우 전력 판매 가격이 전분기대비 소폭 회복했으나, 정기보수 영향으로 전분기와 유사한 실적이 예상된다. 1분기 영업이익도 386억원으로 낮은 수준이 유지될 전망이다.

16년 1분기 말 에너지 부문의 증설이 완료되면 에너지 부문 실적이 개선될 수 있으나 그 폭은 당초 기대보다 적을 것으로 전망된다. 유가가 추가 하락해 SMP 가격이 하락할 전망이고 페놀 시황이 부진해 가동률도 점진적으로 상승할 것으로 예상되기 때문이다. 최근 주가가 하락해 밸류에이션 매력은 높아졌으나, 실적 추정치의 하향 조정이 마무리될 때까지는 박스권 흐름이 이어질 가능성이 높아 보인다. 주가 회복을 위한 조건은 타이어 수요의 의미 있는 회복 및 유가 반등으로 판단된다. 사이클이 바닥을 통과 중이라고 판단, 중기적인 관점에서 투자의견 매수와 목표주가 70,000원을 유지한다.

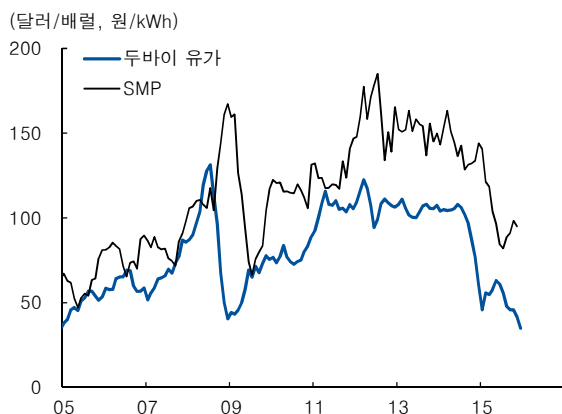
표 9. 금호석유 분기별 실적 추정

(십억원, %)

		2015				2016				2014	2015F	2016F
		1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	계	1,020	1,079	964	874	861	993	1,077	999	4,766	3,937	3,930
	합성고무	386	422	389	345	333	442	505	424	1,853	1,542	1,703
	합성수지	281	308	257	267	271	283	285	276	1,325	1,113	1,115
	페놀 유도체	214	220	195	152	142	154	162	173	1,039	782	631
	에너지 및 기타	139	129	123	110	115	115	125	125	549	501	480
영업이익	계	55	64	45	37	39	41	59	57	185	202	196
	합성고무	8	8	13	7	7	9	15	13	-6	36	43
	합성수지	14	17	13	8	8	8	11	11	60	52	39
	페놀 유도체	6	12	9	4	4	5	6	7	-5	31	22
	에너지 및 기타	27	27	10	19	20	20	26	26	136	82	91
세전이익		14	26	32	45	56	69	36	31	117	192	193
당기순이익		15	24	24	30	41	49	27	23	93	141	145
영업이익률		5.4	5.9	4.7	4.3	4.5	4.2	5.5	5.7	3.9	5.1	5.0
당기순이익률		1.5	2.2	2.5	3.5	4.8	5.0	2.5	2.4	2.0	3.6	3.7

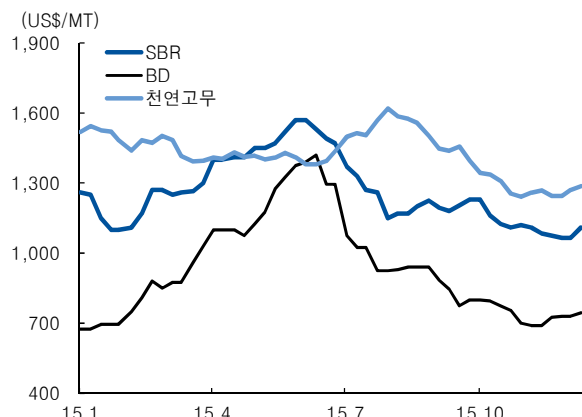
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 20. 유가와 SMP 가격 추이



자료: 페트로넷, 전력거래소, KDB대우증권 리서치센터

그림 21. 합성고무 및 천연고무, 부타디엔 가격 추이



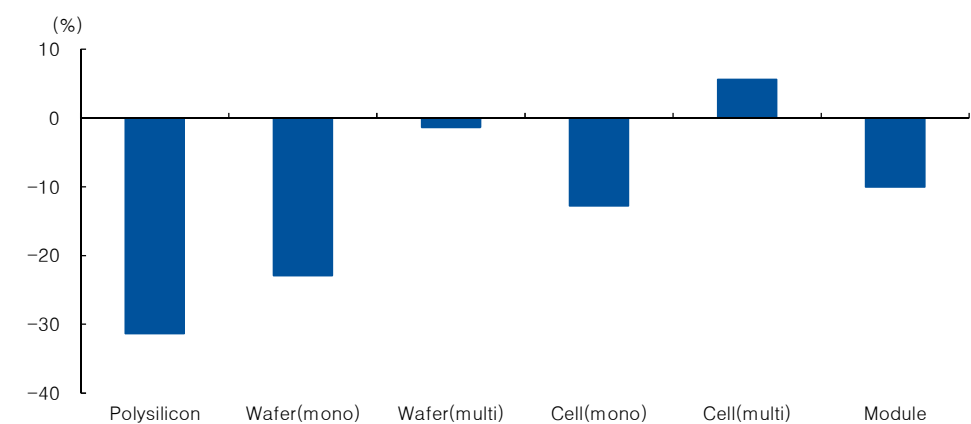
자료: 플라츠, KDB대우증권 리서치센터

한화케미칼(중립)의 4분기 영업이익은 1,385억원으로 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다. 태양광 및 리테일 부문은 계절적 성수기 진입 등으로 전분기대비 개선될 전망이나, 화학 부문은 유가 하락 및 비수기 진입, 원재료인 에틸렌 가격 강세 및 폴리실리콘 가격 하락 등으로 둔화될 전망이다.

한화케미칼의 태양광 부문 실적은 14년을 바닥으로 개선되었다. 중국, 인도, 미국을 중심으로 태양광 수요가 회복되면서 셀/모듈 공급 과잉이 완화되었기 때문이다. 특히 중국 모듈 업체들이 관세로 인해 미국 시장 판매에 어려움을 겪으면서 한국 업체인 한화케미칼이 수혜를 보고 있는 것으로 추정된다. 다만 태양광 셀, 모듈 등 제품들은 진입 장벽이 낮아 수개월 정도면 쉽게 증설이 가능하다. 중기적으로 지속 가능한 마진 수준은 높은 한자릿수 수준으로 판단된다.

최근 주가 상승으로 실적의 개선 잠재력이 상당 부분 컨센서스에 반영되어 있다고 판단되어 투자의견 중립을 유지한다.

그림 22. 15년 폴리실리콘, 웨이퍼, 셀, 모듈 가격 상승률



자료: PV인사이드

표 10. 한화케미칼 분기별 실적 추정

(십억원, %)

		2015				2016				2014	2015F	2016F
		1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	합계	1,837	2,009	1,887	2,272	2,176	2,307	2,368	2,511	8,055	8,005	9,362
	유화	927	989	992	1,002	1,028	1,051	1,055	1,077	4,050	3,910	4,211
	소재	239	226	225	240	262	249	248	264	1,395	930	1,023
	리테일	141	143	134	171	145	268	258	296	563	589	967
	태양광/기타	912	1,011	1,083	1,210	1,090	1,090	1,157	1,224	3,418	4,216	4,561
	연결조정	-381	-361	-548	-350	-350	-350	-350	-350	-1,370	-1,640	-1,400
영업이익	합계	26	94	133	139	138	137	135	160	141	391	570
	유화	23	61	63	4	32	34	40	41	-16	150	147
	소재	14	7	10	10	10	10	12	11	52	41	43
	리테일	7	1	1	20	15	12	18	38	55	29	83
	태양광/기타	-19	29	73	110	86	86	70	75	63	193	317
	연결조정	0	-4	-13	-5	-5	-5	-5	-5	-12	-23	-20
세전이익		-7	45	185	143	141	142	142	168	51	367	593
당기순이익		-18	35	150	112	110	111	111	131	57	279	463
영업이익률		1.4	4.7	7.1	6.1	6.4	5.9	5.7	6.4	1.8	4.9	6.1
당기순이익률		-1.0	1.8	8.0	4.9	5.1	4.8	4.7	5.2	0.7	3.5	4.9

자료: KDB대우증권 리서치센터

OCI (중립)의 4분기 영업손실은 364억원으로 적자가 지속될 전망이다. 주력 제품인 폴리실리콘가격이 하락했고 유가 하락으로 기존 석탄 화학 부문의 실적도 둔화되었을 것으로 추정된다. 석탄 화학 부문의 경우 판가가 유가에 따라 결정되기 때문에 유가 하락 시 실적이 둔화된다.

폴리실리콘 가격은 15년에도 하락했다. 중국 등을 중심으로 태양광 수요는 증가했으나, 폴리실리콘의 공급도 계속 늘어났기 때문이다. 특히 OCI 등 메이저 업체뿐 아니라 중국 군소 폴리실리콘 업체들의 생산량도 계속 늘어났다. 생산 기술의 개선으로 신규 업체들도 폴리실리콘의 원가가 낮고 특히 중국의 경우 일부 지역은 전력 요금이 싸서 폴리실리콘을 생산할 수 있는 것으로 추정된다.

16년에도 Wacker의 2만톤, GCL의 2.5만톤 FBR 설비 등의 가동이 예정되어 있어 폴리실리콘 시장 개선을 단언하기는 어려운 상황이다. 투자 의견 중립을 유지한다.

표 11. OCI 분기별 실적 추정

(십억원, %)

		2015				2016				2015	2016F	2017F
		1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	Total	700	744	602	560	625	653	645	635	2,606	2,558	2,632
	베이직 케미칼	514	516	387	373	373	373	380	387	1,790	1,512	1,563
	카본 케미칼	227	252	236	212	227	252	236	212	927	927	927
	기타	-41	-24	-21	-25	25	29	29	35	-111	119	142
영업이익	Total	7	6	-35	-36	-33	-26	-13	-8	-59	-79	13
	베이직 케미칼	34	31	-22	-21	-21	-21	-13	-6	22	-61	-8
	카본 케미칼	-11	-7	4	0	3	3	5	3	-14	14	25
	기타	-16	-18	-17	-15	-15	-8	-5	-5	-66	-33	-4
세전이익		2	28	-22	275	-18	-12	0	6	283	-24	66
당기순이익		-9	5	-24	129	-8	-6	0	3	101	-11	41
영업이익률		1.0	0.8	-5.9	-6.5	-5.2	-3.9	-2.0	-1.3	-2.2	-3.1	0.5
당기순이익률		-1.3	0.7	-3.9	23.0	-1.3	-0.8	0.0	0.4	3.9	-0.4	1.6

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 12. 폴리실리콘 수급 전망

(천톤)

Capacity	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16F	17F	18F	19F	20F
Hemlock	10.0	13.0	19.0	27.5	37.5	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0
Wacker	10.0	14.5	19.2	27.0	35.8	52.0	52.0	52.0	52.0	72.0	72.0	72.0	72.0	72.0
OCI	-	5.0	17.0	20.1	34.5	42.0	42.0	42.0	47.0	52.0	52.0	72.0	72.0	72.0
GCL	0.2	1.9	7.5	17.3	29.4	61.0	67.0	67.0	82.0	102.0	102.0	87.0	87.0	87.0
Total	42.2	59.2	97.4	152.8	250.5	309.8	254.0	283.2	358.0	406.0	406.0	411.0	411.0	411.0
반도체용	24.8	26.1	27.5	29.0	30.5	32.0	33.6	35.3	37.1	38.9	40.9	42.9	45.1	47.3
태양광용	17.4	33.1	69.9	123.8	220.0	277.8	220.3	247.8	320.9	367.0	365.1	368.0	365.9	363.6
와트당 사용량 (g/w)	8.0	8.0	8.0	7.2	6.3	6.0	5.8	5.8	5.2	5.1	5.0	5.0	4.9	4.9
결정형 생산 능력(GW)	2.2	4.1	8.7	17.2	35.2	46.3	38.0	42.7	61.7	72.0	73.0	73.6	74.7	74.2
태양광 수요 (GW)	2.7	5.5	6.0	16.0	27.5	30.6	36.3	43.2	56.4	66.4	72.4	81.4	89.4	92.9
결정형 (GW)	2.3	4.7	5.0	14.5	25.3	27.8	32.8	39.2	51.4	60.4	65.4	74.4	82.4	85.9
박막형 (GW)	0.4	0.8	1.0	1.5	2.2	2.8	3.5	4.0	5.0	6.0	7.0	7.0	7.0	7.0
수요	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16F	17F	18F	19F	20F
Japan	230	226	450	700	1,100	1,500	7,000	10,000	8,000	7,000	6,000	4,000	4,000	3,000
Germany	1,328	1,531	3,300	7,000	7,500	7,500	3,500	3,000	3,000	3,000	3,000	2,500	2,500	2,000
Italy	87	340	450	4,500	9,000	3,000	1,500	1,000	1,500	1,500	1,500	1,000	1,000	1,000
Spain	428	2,281	150	400	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
France	16	95	250	500	1,500	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
USA	220	350	500	900	1,600	3,300	4,500	6,200	8,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
China	32	69	200	569	2,000	4,500	8,000	10,600	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
India	17	32	50	105	100	1,000	1,000	1,500	2,000	3,000	5,000	7,000	10,000	10,000
Korea	42	280	170	123	196	250	300	350	400	401	402	403	404	405
Others	285	316	480	1,200	4,000	8,000	9,000	9,000	12,000	20,000	25,000	35,000	40,000	45,000
World	2,685	5,520	6,000	15,997	27,496	30,550	36,300	43,150	56,400	66,401	72,402	81,403	89,404	92,905

자료: KDB대우증권 리서치센터

II. 정유

1. 개선된 펀더멘털, 관건은 그 폭

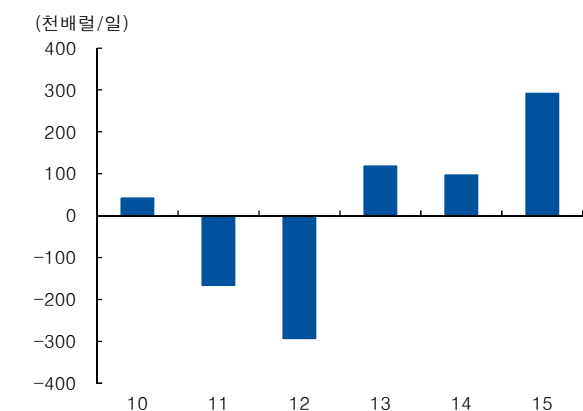
1) 수요 개선으로 휘발유, 납사 마진 강세

15년 정제 마진은 휘발유, 납사의 강세가 두드러졌다. 유가가 하락하면서 휘발유 수요가 개선되었기 때문이다. 미국 휘발유 수요는 전년대비 29만배럴/일 증가(EIA)하였고 중국 휘발유 수요도 21만배럴/일 증가(IEA)한 것으로 추정된다. 전세계 석유제품 수요는 180만배럴/일 증가하였다.

글로벌 정제 설비는 15년 115만배럴/일 증가했으나 주요 신규 설비들은 등경유 생산 수율이 40~50%에 달해 휘발유 생산 설비는 크게 늘어나지 못했다. 이에 따라 휘발유 공급이 타이트해졌고 이는 4분기 납사 마진 확대에 이어졌다. 특히 따뜻한 날씨로 겨울철 미국 휘발유 수요가 예년보다 더 강해지자 유럽 납사가 미국 휘발유 블렌딩 용으로 사용되고 있다.

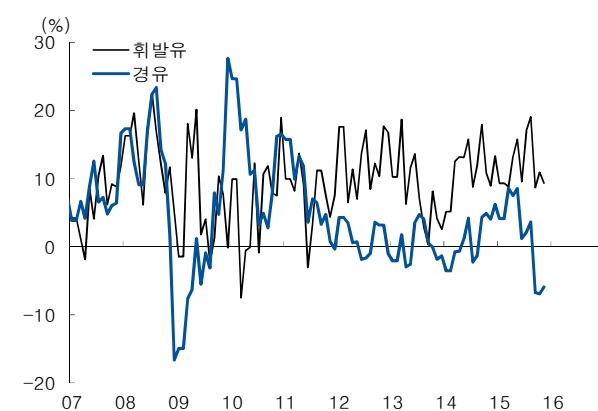
16년~17년 신규 증설되는 정제 설비 규모는 연간 110~130만배럴/일 수준이고 폐쇄되는 설비는 각 70만배럴/일 수준이다. 신규 증설 설비들도 대부분 등경유 생산 비율이 높은 만큼 휘발유 수급은 향후 2~3년간 타이트할 전망이다. 다만 납사 마진은 봄이 되면 현재보다 하락할 가능성이 높아 보인다. 이는 현재의 마진이 역사적 고점이고, 최근 미국 휘발유 수요가 따뜻한 날씨로 인해 이례적 강세를 보이고 있으며 납사 크래커도 LPG 투입량이 늘어나기 때문이다.

그림 23. 미국 휘발유 수요 증가분 추이



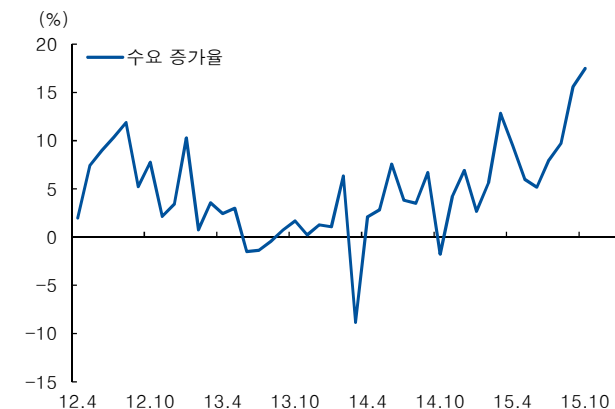
자료: EIA, KDB대우증권 리서치센터

그림 24. 중국 휘발유 및 경유 명목 수요 증가율 추이



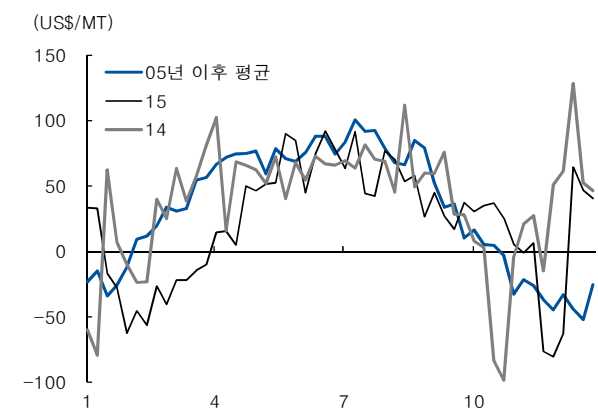
자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 25. 인도 석유제품 수요 증가율



자료: PPAC, KDB대우증권 리서치센터

그림 26. 아시아 납사-프로판 가격의 계절성



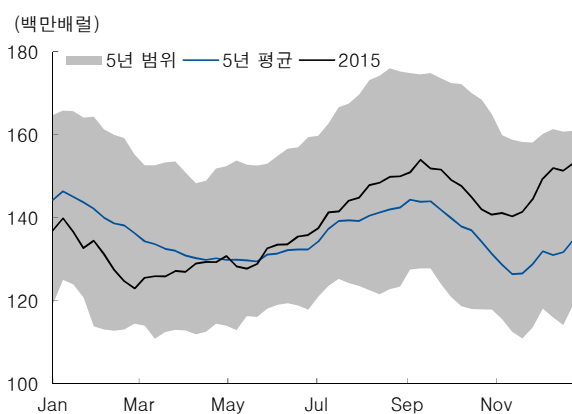
자료: Datastream, KDB대우증권 리서치센터

2) 등경유의 구조적 약세

등경유 마진은 약세를 보이고 있다. 수요 측면에서 휘발유 수요는 가격에 민감하여 빠르게 개선된 반면 산업 활동과 연관된 경유 수요는 부진하다. 공급 측면에서는 과거 정유사들이 경유 수요가 증가할 것이라는 전망으로 주로 등경유 생산 수율이 높은 설비들을 증설하였고, 휘발유 수요 개선으로 정제 마진이 강세를 보임에 따라 정유사들이 가동률을 높이면서 등경유 생산량도 동시에 확대되고 있다.

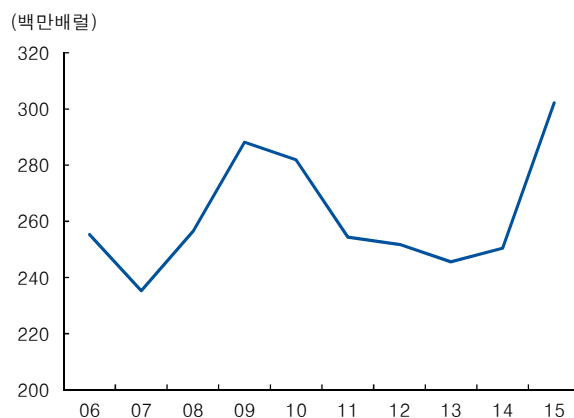
특히 최근 겨울철 미국과 유럽 지역의 날씨가 예상보다 따뜻해지면서 난방용 등경유 수요가 예상보다 부진한 상황이다. 이에 따라 유럽 지역의 등경유 재고가 늘어나면서 최근 유럽 정제 마진이 둔화되었다. 난방용 수요가 있는 겨울철이 지난 후에도 휘발유 마진 강세 때문에 정유사들의 가동률이 높게 유지되면 등경유 마진은 하락 압력이 가중될 수 있다.

그림 27. 미국 등경유 재고 추이



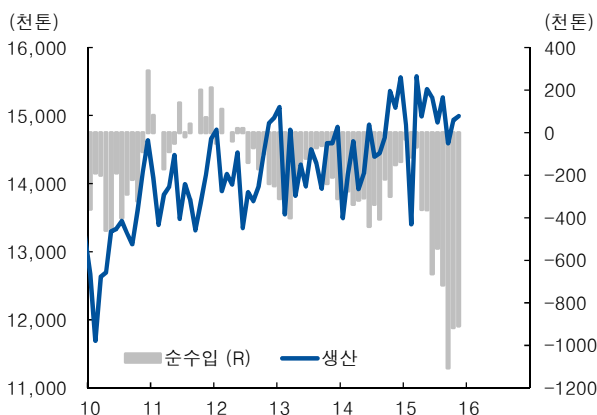
자료: EIA, KDB대우증권 리서치센터

그림 28. OECD 유럽 등경유 재고 추이(각 해의 10월 기준)



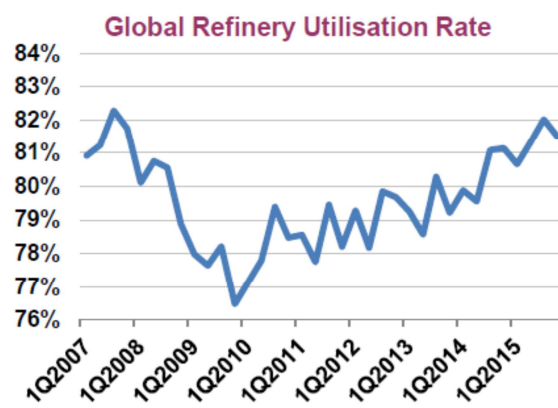
자료: IEA, KDB대우증권 리서치센터

그림 29. 중국 수요 부진으로 경유 수출 확대



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 30. 휘발유 수요 회복으로 글로벌 정제 설비 가동률이 상승



자료: IEA, KDB대우증권 리서치센터

3) 개선된 펀더멘털은 컨센서스에 대부분 반영, 업종 투자의견 중립 유지

16년 싱가포르 복합 마진은 8달러/배럴로 BEP 대비 2.5달러 높은 수준이나, 15년 4분기 대비해서는 둔화된 수준으로 추정한다.

최근 정유 업체들이 실적 추정치는 정제 마진 강세를 반영하여 상향 조정되고 있는데 현재 실적 추정치는 정제 마진 8달러 수준을 반영하고 있는 것으로 추정된다. (정제마진 1달러 개선 시 S-Oil 기준 연간 영업이익 2,000~2,500억원 개선). 04년~07년 업 사이클 당시에는 PX 및 윤활기유 마진도 강세였기 때문에 ROE가 더 높았으나, 16년 현재 PX 및 윤활기유 부문은 공급 과잉 상황에 있어 향후 2~3년간 공급 과잉이 지속될 것으로 예상된다. 이미 주가 및 실적 컨센서스가 정제 마진 호황 수준을 반영하고 있다고 판단, 업종 투자의견 중립을 유지한다.

시장 의견 대비 보수적인 당사 의견의 업사이드 리스크 요인은 1) 유가 반등에 따른 재고 평가 이익 발생 가능성 2) 수요 개선에 따른 추가적인 정제 마진 개선(8달러 이상) 가능성 등으로 판단된다.

첫째, 유가 반등에 따른 재고 평가 이익은 일시적인 요인으로 지속 가능한 실적이 아니기 때문에 단기적인 모멘텀이 될 수는 있으나 중기 주가 상승 요인이 되기는 어렵다. 2) 16년 정제마진이 예상을 크게 상회할 가능성은 제한적으로 판단한다. 이미 정제 마진의 레벨이 역사적 고점 수준이고 글로벌 정유 업체들의 가동률이 80% 초중반 수준인 만큼 마진 강세가 지속되면 가동률 상승을 통한 공급 확대가 가능하기 때문이다.

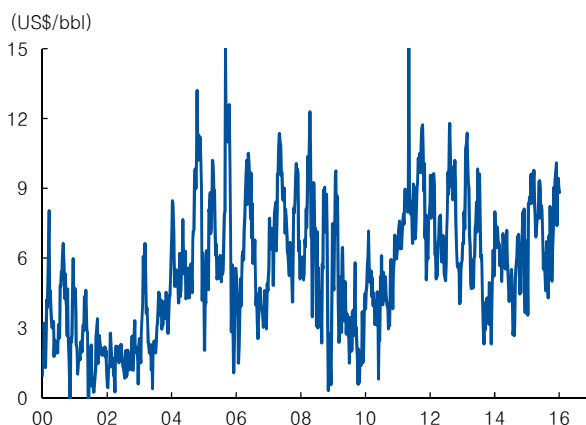
표 13. 제품별 정제 마진 전망

(달러/배럴)

	08	09	10	11	12	13	14	15	16F	17F
Gasoline	9.1	8.5	10.3	13.7	14.4	13.8	14.3	19.0	20.5	20.5
Naphtha	-4.6	-1.1	1.2	-3.5	-5.5	-4.2	-2.4	1.8	2.0	2.0
Kerosene	28.0	8.3	12.1	19.7	17.8	17.6	15.7	13.8	13.5	13.5
Jet fuel	27.6	7.9	11.9	19.7	17.9	17.7	15.7	13.8	13.5	13.5
Diesel	26.1	7.4	11.4	18.6	17.3	16.6	14.6	13.1	12.5	12.5
Bunker	-14.9	-4.7	-5.8	-6.1	-5.8	-10.0	-10.1	-5.5	-8.0	-8.0
Korea Complex	8.7	3.4	5.8	9.1	8.3	7.4	6.9	8.4	7.3	7.3
Singapore complex	5.7	2.4	3.8	6.3	5.8	4.7	4.5	8.1	8.1	7.8

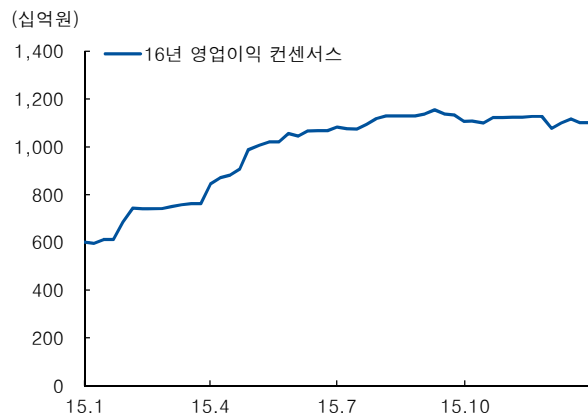
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 31. 싱가포르 정제 마진 추이



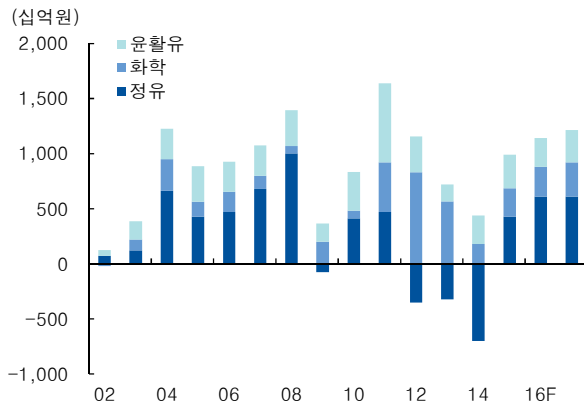
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 32. S-Oil 16년 영업이익 컨센서스 추이



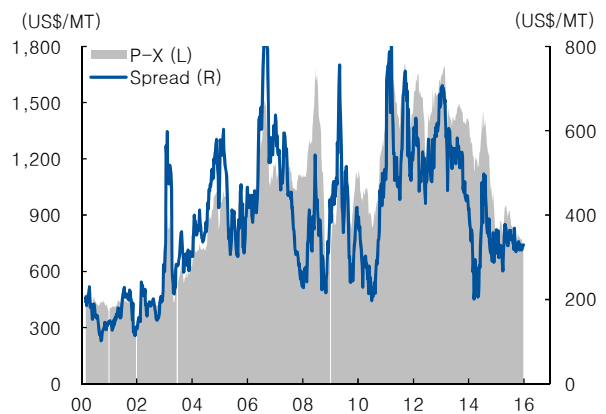
자료: 퀀티와이즈, KDB대우증권 리서치센터

그림 33. S-O에의 부문별 영업이익 추이와 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 34. 화학 부문 주력 제품인 PX 스프레드 추이



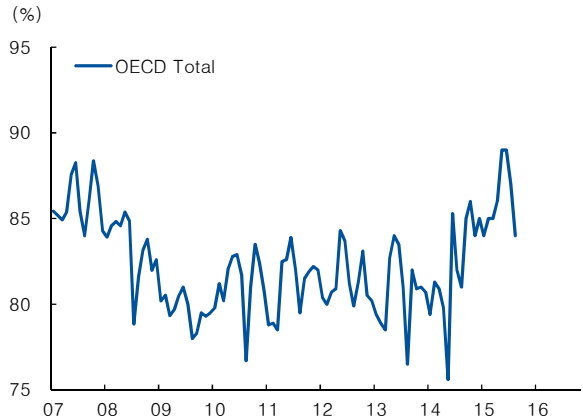
자료: 씨스켄, KDB대우증권 리서치센터

그림 35. 기유 스프레드 추이



자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 36. OECD 정유 설비 가동률 추이



자료: IEA, KDB대우증권 리서치센터

표 14. SK이노베이션 분기별 실적 추정

(십억원, %, 원/달러, 달러/톤, 달러/배럴)

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015F	2016F
매출액	전체	12,046	12,998	12,448	11,098	10,995	11,684	11,773	12,363	65,887	48,589	46,815
	정유	8,985	9,514	9,036	7,812	7,808	8,313	8,313	8,754	45,966	35,348	33,188
	화학	2,210	2,586	2,354	2,397	2,263	2,384	2,391	2,499	12,639	9,546	9,536
	기타	851	899	1,057	888	924	987	1,069	1,111	7,282	3,695	4,090
영업이익	전체	321	988	364	102	421	462	481	486	-238	1,775	1,850
	정유	153	755	107	65	209	231	241	222	-659	1,079	902
	화학	116	243	120	40	181	193	195	204	345	518	773
	기타	53	-10	137	-2	31	39	45	60	76	178	175
세전이익		423	853	352	-97	381	422	442	448	-554	1,530	1,694
당기순이익		293	572	152	-76	254	275	284	307	-589	941	1,119
영업이익률		2.7	7.6	2.9	0.9	3.8	4.0	4.1	3.9	-0.4	3.7	4.0
당기순이익률		2.4	4.4	1.2	-0.7	2.3	2.4	2.4	2.5	-0.9	1.9	2.4

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 15. S-Oil 분기별 실적 추정

(십억원, %, 원/달러, 달러/배럴, 달러/톤)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015F	2016F
매출액	4,374	5,143	4,427	4,105	3,961	4,075	4,464	4,839	28,557	18,048	17,339
정유	3,464	4,058	3,487	3,217	3,095	3,149	3,539	3,855	23,080	14,227	13,638
화학	532	711	610	572	530	566	566	602	3,505	2,424	2,263
유회유	378	374	329	316	337	360	360	382	1,972	1,397	1,438
영업이익	238	613	12	126	269	293	293	286	-260	990	1,141
정유	119	468	-171	12	145	160	160	145	-699	428	611
화학	46	66	88	57	64	68	68	72	181	257	272
유회유	73	80	96	57	61	65	65	69	258	305	259
세전이익	278	559	-58	126	269	293	293	286	-386	906	1,141
당기순이익	211	429	-44	99	210	228	228	223	-288	695	890
영업이익률	5.4	11.9	0.3	3.1	6.8	7.2	6.6	5.9	-0.9	5.5	6.6
당기순이익률	4.8	8.3	-1.0	2.4	5.3	5.6	5.1	4.6	-1.0	3.8	5.1
원/달러 환율	1,100	1,098	1,180	1,180	1,180	1,180	1,180	1,180	1,052	1,140	1,180
두바이유가	52	60	50	40	40	45	45	50	97	51	45
경유-원유 마진	14	14	11	13	14	14	14	14	15	13	14
PX - 납사 마진	324	344	343	320	350	350	350	350	338	333	350

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 16. GS홀딩스 실적 추정

(십억원)

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015F	2016F
매출액	계	2,785	3,719	2,988	3,191	2,903	3,080	3,390	3,355	10,866	12,683	12,728
	GS 리테일	1,325	1,568	1,724	1,594	1,391	1,646	1,810	1,674	4,962	6,211	6,521
	GS 글로벌	637	597	731	779	637	597	731	779	2,770	2,744	2,744
	GS EPS	179	116	157	113	122	113	123	135	1,209	565	493
	GS 에너지	397	936	434	457	500	509	512	513	967	2,225	2,035
	GS 홈쇼핑으로부터의 지분법이익	7	6	4	10	8	9	9	9	34	27	34
	GS E&R	227	181	147	238	245	205	205	245	840	792	900
	기타	0	0	0	0	0	0	0	0	924	200	200
영업이익	계	198	702	313	266	295	338	367	334	-34	1,478	1,335
	GS 리테일	40	70	78	49	28	66	91	50	143	236	234
	GS 글로벌	8	6	5	5	5	5	5	5	23	23	20
	GS EPS	21	3	3	6	6	6	7	8	48	32	27
	GS 에너지	89	610	209	177	220	229	232	233	-365	1,085	915
	칼텍스로부터의 지분법 이익	80	220	52	52	94	107	110	108	-338	405	419
	파워로부터의 지분법 이익	20	7	1	5	6	2	2	5	39	34	15
	GS 홈쇼핑으로부터의 지분법이익	7	6	4	10	8	9	9	9	35	27	34
	GS E&R	16	2	(9)	(1)	9	3	3	9	23	8	24
	기타	20	20	20	20	20	20	20	20	82	80	80

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 17. GS칼텍스 분기별 실적

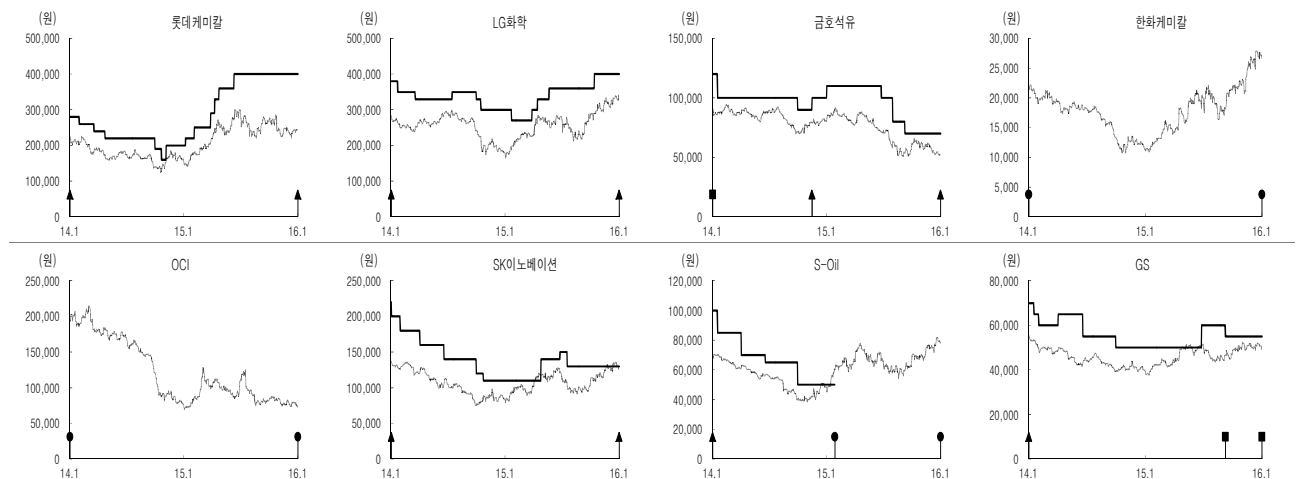
(십억원)

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015F	2016F
매출액	전체	6,877	7,244	7,393	6,537	6,450	7,103	7,100	7,668	33,446	28,051	28,321
	정유/유회유	5,736	5,962	6,113	5,391	5,490	6,005	6,005	6,467	28,292	23,202	23,968
	화학	1,141	1,258	1,292	1,145	960	1,098	1,095	1,201	5,153	4,837	4,353
영업이익	전체	302	676	118	189	300	336	344	339	-464	1,284	1,318
	정유/유회유	211	541	-27	80	197	221	225	217	-744	805	859
	석유화학	91	134	144	108	103	115	118	122	280	477	459
두바이 유가(달러/배럴)		52	60	50	40	40	45	45	50	97	51	45
원/달러 환율		1,100	1,098	1,180	1,160	1,180	1,180	1,180	1,180	1,050	1,135	1,180
PX-납사(달러/톤)		324	344	343	320	350	350	350	350	338	333	350
Gasoline-Dubai(달러/배럴)		15	21	20	20	19	21	21	19	14	19	20
Naphtha-Dubai(달러/배럴)		1	1	-1	6	0	0	0	0	-2	2	0
Diesel-Dubai(달러/배럴)		14	14	11	13	14	14	14	14	15	13	14
Fuel oil- Dubai(달러/배럴)		-3	-4	-8	-7	-8	-8	-8	-8	-10	-5	-8

자료: KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)	종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
롯데케미칼(011170)	2015.06.15	매수	400,000원	한화케미칼(009830)	2014.10.05	Trading Buy	90,000원
	2015.04.28	매수	360,000원		2014.01.22	Trading Buy	100,000원
	2015.04.14	매수	330,000원		2013.12.12	Trading Buy	120,000원
	2015.04.01	매수	290,000원	OCI(010060)	2013.12.12	중립	-
	2015.02.08	매수	250,000원		2013.12.19	중립	-
	2015.01.11	매수	220,000원	SK이노베이션(096770)	2015.07.23	매수	130,000원
	2014.11.10	매수	200,000원		2015.06.30	매수	150,000원
	2014.10.26	매수	160,000원		2015.04.30	매수	140,000원
	2014.10.05	매수	190,000원		2014.10.28	매수	110,000원
	2014.04.28	매수	220,000원		2014.10.05	매수	120,000원
	2014.03.24	매수	240,000원		2014.06.24	매수	140,000원
	2014.02.05	매수	260,000원		2014.04.08	매수	160,000원
	2013.12.12	매수	280,000원		2014.02.04	매수	180,000원
LG화학(051910)	2015.10.18	매수	400,000원		2014.01.07	매수	200,000원
	2015.05.26	매수	360,000원		2013.12.12	매수	220,000원
	2015.04.19	매수	330,000원	S-Oil(010950)	2015.02.01	중립	-
	2015.04.01	매수	300,000원		2014.10.05	매수	50,000원
	2015.01.26	매수	270,000원		2014.06.24	매수	65,000원
	2014.10.20	매수	300,000원		2014.04.08	매수	70,000원
	2014.10.05	매수	330,000원		2014.01.22	매수	85,000원
	2014.07.20	매수	350,000원		2013.12.12	매수	100,000원
금호석유(011780)	2014.03.24	매수	330,000원	GS(078930)	2015.09.13	Trading Buy	55,000원
	2014.01.27	매수	350,000원		2015.06.30	매수	60,000원
	2013.12.31	매수	380,000원		2014.10.05	매수	50,000원
	2015.09.13	매수	70,000원		2014.06.24	매수	55,000원
	2015.08.05	매수	80,000원		2014.04.08	매수	65,000원
	2015.06.30	매수	100,000원		2014.02.06	매수	60,000원
	2015.01.06	매수	110,000원		2014.01.22	매수	65,000원
	2014.11.20	매수	100,000원		2013.12.12	매수	70,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.77%	13.86%	13.37%	0.00%

* 2015년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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