

Analyst

이지연

☎ 02)6923-7319

✉ jylee@ligstock.com

정유/화학 (비중확대)

다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

정유/화학업체들은 저유가에 따른 수요 증가로 공급 물량을 상회하면서 16년에도 분기 최대 실적을 이어가고 있습니다. 그러나 과거 10~11년대의 '차화정' 시대보다 더 양호한 실적을 보임에도 불구하고 더 낮은 밸류에이션을 적용 받고 있습니다.

중국 정유제품 수출물량과 미국 ECC설비 증설에 대한 우려가 과도하다고 판단됩니다. 최근 Teapot에 대한 중국 정부의 규제가 시작되었고, 중국 석탄가격 상승으로 17년에도 석탄화학설비 가동이 어려울 것으로 판단되기 때문입니다. 그리고 가스 수요 증가에 따라 ECC설비의 원가경쟁력은 더욱 낮아질 것입니다.

가스와 석탄 원료의 가격 상승 속에 나프타 가격의 안정적 흐름으로 국내 NCC업체의 원가경쟁력은 더욱 높아질 것으로 판단됩니다.

정유/화학업종에 대해 '비중확대' 의견을 제시하고 Top pick으로는 SK이노베이션과 롯데케미칼을 추천합니다.

| C o n t e n t s |

I. Key Charts	05
II. 정유 – 정제마진 반등의 시그널	06
III. 화학 – 다시 시작되는 원료 전쟁	25
IV. 업종 투자 의견 '비중 확대' 제시	36

기업분석

1. SK이노베이션 (096770KS Buy 신규 TP 220,000원 신규)	40
16년 실적 호조와 높아지는 배당 기대감	
2. S-Oil (010950KS Buy 신규 TP 100,000원 신규)	44
18년 고도화설비 투자에 따른 성장을 바라보며	
3. GS (078930KS Buy 신규 TP 70,000원 신규)	48
길게 보면 나아질 것이 더 많다	
4. LG화학 (051910KS Buy 신규 TP 320,000원 신규)	52
비화학 실적 아쉬우나 화학은 여전히 좋아	
5. 롯데케미칼 (011170KS Buy 신규 TP 430,000원 신규)	56
NCC 사이클 환경에서 더 커지는 이익 성장	
6. 대한유화 (006650KS Buy 신규 TP 320,000원 신규)	60
17년 증설로 외형 성장 기대	
7. 한화케미칼 (009830KS BUY 신규 TP 37,000원 신규)	64
태양광 우려를 잠재우는 화학부문의 호실적	
8. 금호석유 (011780KS HOLD 신규 TP 75,000원 신규)	68
인고의 시간	
9. 효성 (004800KS Buy 신규 TP 180,000원 신규)	72
꾸준한 이익 성장 돋보여	
10. 코오롱인더 (120110KS Buy 신규 TP 120,000원 신규)	76
안정적인 실적과 신규 사업의 성장 매력	
11. SKC (011790KS Buy 신규 TP 34,000원 신규)	80
일보 전진을 위한 이보 후퇴	
12. 휴켄스 (069260KS Buy 신규 TP 27,000원 신규)	84
단비 같은 TDI 가격 급등	
13. OCI (010060KS Buy 신규 TP 120,000원 신규)	87
가격 하락으로 생존 경쟁 시작	

▶ Compliance

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

정유/화학 (비중확대)

다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

정유/화학업체들은 저유가에 따른 수요 증가가 공급물량을 상회하면서 16년에도 분기 최대 실적을 이어가고 있습니다. 그러나 과거 10~11년대의 '차화정'시대보다 더 양호한 실적을 보임에도 불구하고, 더 낮은 밸류에이션을 적용 받고 있습니다. 중국 정유제품 수출물량과 미국 ECC설비 증설에 대한 우려가 과도하다고 판단됩니다. 최근 Teapot에 대한 중국 정부의 규제가 시작되었고, 중국 석탄가격 상승으로 17년에도 석탄화학설비 가동이 어려울 것으로 판단되기 때문입니다. 그리고 가스 수요 증가에 따라 ECC설비의 원가 경쟁력은 더욱 낮아질 것입니다. 가스와 석탄 원료의 가격 상승 속에 나프타 가격의 안정적 흐름으로 국내 NCC업체의 원가 경쟁력은 더욱 높아질 것으로 판단됩니다. 정유/화학업종에 대해 '비중확대'의견을 제시하고 Top pick으로는 SK이노베이션과 롯데케미칼을 추천합니다.

정유 - 정제마진 반등의 시그널

- 중국 teapot업체들은 정부 관리감독 강화로 가동률 하락 추세
- 중국 정유제품 수출물량 감소와 대규모 정기보수로 역내 정제마진 개선 기대
- 유가의 완만한 상승으로 정제마진 개선과 재고평가이익 반영으로 정유업종 수혜 긍정적

화학 - 다시 시작되는 원료전쟁, 승자에 가까워진 NCC

- 최근 중국 석탄산업 구조조정으로 글로벌 석탄가격 급등
- 구조적인 석탄 가격 상승으로 중국 석탄화학설비의 경쟁력은 더욱 낮아질 것
- 17년 하반기 미국 ECC증설 물량 우려되나 가스 수요와 수출 본격화로 ECC 원가 경쟁력 낮아질 것
- 나프타 가격은 미국 경질유 증가에 따른 공급 증가와 NCC 증설 제한에 따른 수요 감소로 안정적 흐름
- 가스와 석탄, 나프타의 원료 전쟁 속에 17년 승자는 NCC업체가 될 것으로 기대

정유/화학업종에 대해 '비중확대' 제시

- Top picks으로는 'SK이노베이션'과 '롯데케미칼' 제시
- SK이노베이션은 완만한 유가 상승 속에 정제마진 개선과 재고평가이익 반영으로 실적 호조 예상. 연말 3%대의 시가배당률도 매력적. 화학부문 투자 전략으로 타 정유업체 대비 성장 모멘텀 강화될 전망
- 롯데케미칼은 가스와 석탄 원료의 원가 경쟁력 약세 속에 최대 수혜 업체가 될 전망. 그 동안 꾸준하게 지속해온 화학부문의 집중 투자로 17년 이익 성장 기대

Top picks

(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자의견	목표주가	현재주가	상승여력	2016E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
SK이노베이션	Buy	220,000	161,500	36	17,692	9.1	0.9	10.0	1,489
롯데케미칼	Buy	430,000	298,000	44	49,077	6.1	1.1	20.1	-1,316

자료: LIG투자증권

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

주요 기업 투자 의견

(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자 의견	목표주가	현재주가 (9월30일)	상승여력	2016E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
SK이노베이션	Buy	220,000	161,500	36	17,692	9.1	0.9	10.0	1,489
S-Oil	Buy	100,000	81,200	23	12,830	6.3	1.4	24.6	-447
GS	Buy	70,000	53,500	31	8,863	6.0	0.7	10.9	7,339
LG화학	Buy	320,000	241,500	33	16,944	14.3	1.3	9.2	-790
롯데케미칼	Buy	430,000	298,000	44	49,077	6.1	1.1	20.1	-1,316
대한유화	Buy	320,000	213,500	50	39,978	5.3	1.1	22.5	-70
한화케미칼	Buy	37,000	24,200	53	4,856	5.0	0.7	15.6	3,457
금호석유	Hold	75,000	69,900	7	4,641	15.1	1.4	9.2	1,717
효성	Buy	180,000	130,000	38	16,731	7.8	1.2	16.7	6,805
코오롱인더	Buy	120,000	82,900	45	7,876	10.5	1.1	11.0	1,366
SKC	Buy	34,000	28,300	20	2,948	9.6	0.7	7.2	1,234
휴캠스	Buy	27,000	20,000	35	1,347	14.9	1.5	10.0	-115
OCI	Buy	120,000	93,500	28	18,625	5.0	0.7	12.3	1,656

자료: LIG투자증권

3Q16 실적 Preview

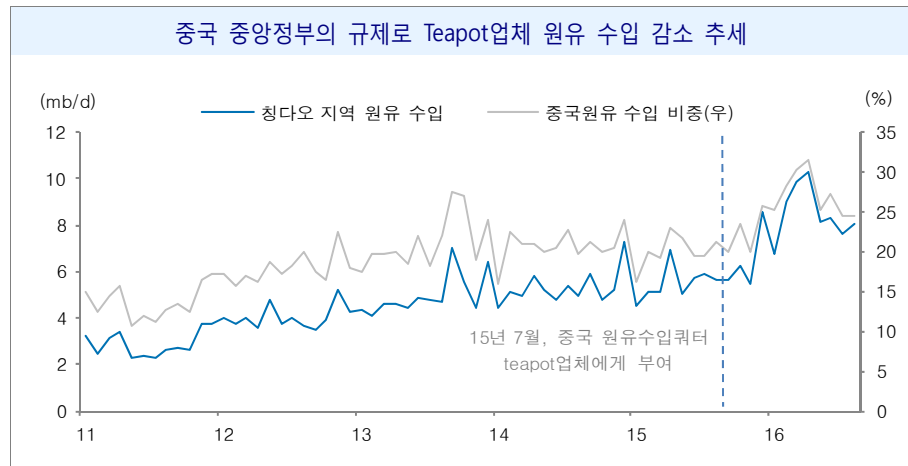
(단위: 십억원, %)

기업명	투자 의견	3Q16 영업이익	QoQ	YoY	컨센(1개월)	컨센대비
SK이노베이션	Buy	458	(59)	26	514	(11)
S-Oil	Buy	322	(50)	1,894	318	1
GS	Buy	356	(23)	23	391	(9)
LG화학	Buy	470	(23)	(14)	516	(9)
롯데케미칼	Buy	688	(1)	42	639	8
대한유화	Buy	81	(18)	14	78	4
한화케미칼	Buy	278	(5)	108	245	13
금호석유	Hold	47	(28)	4	49	(4)
효성	Buy	306	(8)	10	293	4
코오롱인더	Buy	67	(14)	7	69	(3)
SKC	Buy	25	(41)	(55)	25	2
휴캠스	Buy	19	(14)	156	19	(1)
OCI	Buy	37	(22)	흑전	39	(6)

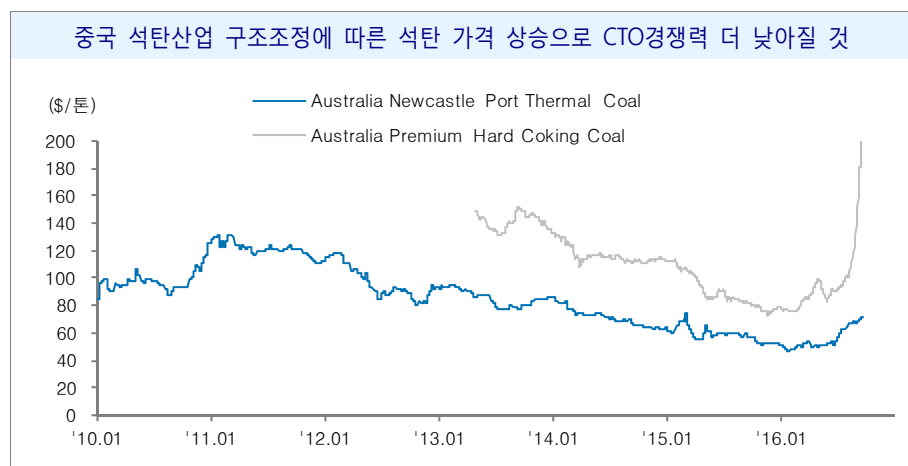
자료: LIG투자증권 리서치본부

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

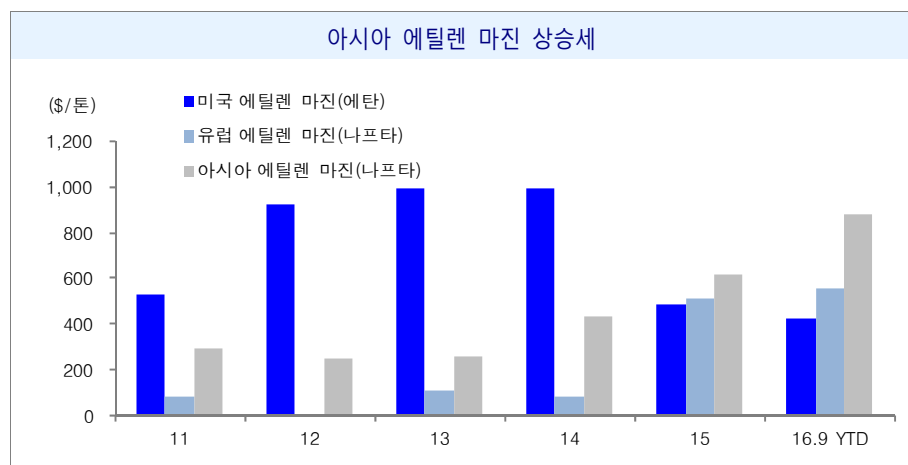
I. Key Charts



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권

II. 정유 - 정제마진 반등의 시그널

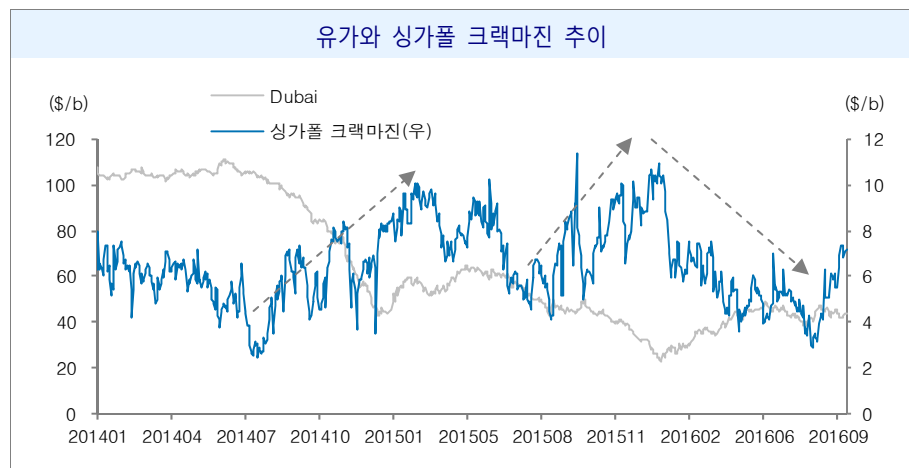
연초 이후 정제마진 하락 배경

정제마진 호조로
높아진 글로벌
가동률

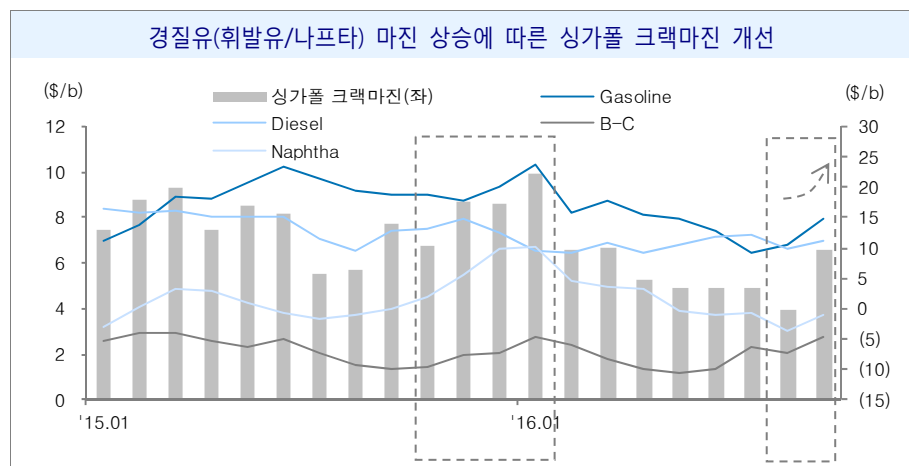
아시아 정제 마진의 지표인 싱가포르 크랙마진은 15년 하반기 이후 배럴당 8달러의 호조세를 보인 이후 연초 이후 3달러대의 하락세를 보였다.

정제마진이 급락한 배경은 15년 정제마진 강세를 이끌었던 휘발유와 나프타 제품 스프레드가 저조했기 때문이다. 저유가에 따른 수송용 연료 사용은 지속해서 전년 대비 증가했으나 글로벌 정유업체들의 가동률 상승으로 공급물량이 증가했다. 즉, 수요보다 늘어난 공급물량이 정제마진을 악화시켰다.

기존 업체들의 가동률 상승 외에도 미국의 컨테네이트 스플리터 증설에 따른 휘발유 공급 물량 증가, 중국 소형업체(teapot refinery)들의 원유 수입 권한 부여에 따른 가동률 상승으로 공급 물량이 빠르게 증가했다.



자료: Bloomberg, LIG투자증권



자료: Bloomberg, LIG투자증권

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

수요는 큰 문제 없어

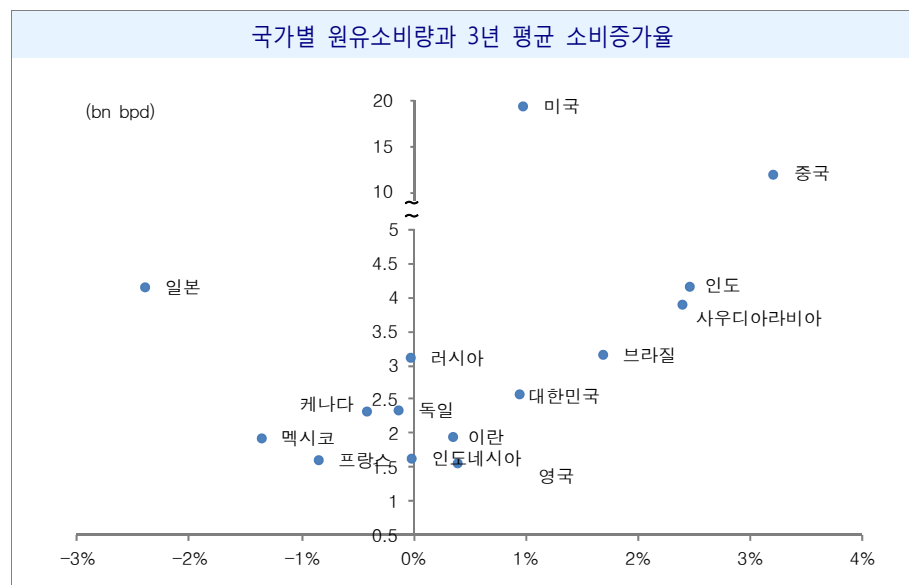
휘발유 수요 호조
vs. 경유 부진

연초 이후 정체마진 약세에도 불구하고 주요 소비국인 중국, 인도, 미국의 휘발유 수요는 양호했다.

휘발유 최대 소비국인 미국은 9월 누적 기준으로 전년대비 3.5% 성장했다. 인도는 경기 호황과 함께 가장 높은 수요 증가율을 보였는데 16년 8월 누적 기준으로 14%나 성장했다. 중국은 5월 이후 수요가 주춤했으나 8월 누적 기준으로 전년대비 3.2% 성장하며 여전히 견조한 성장률을 보이고 있다.

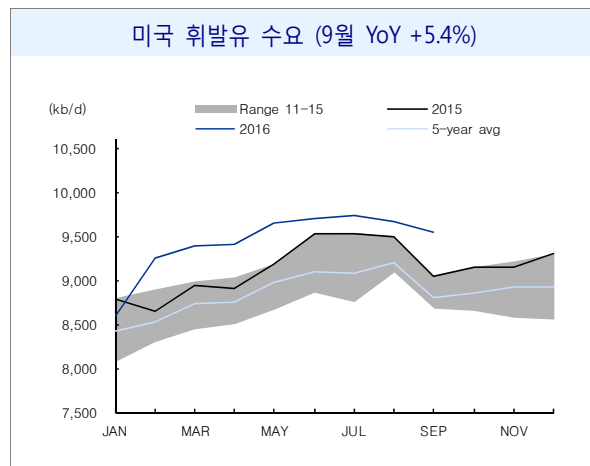
휘발유와 달리 경유 수요가 문제가 되고 있다. 제조업 지수 하락으로 각국마다 경유 수요가 줄어들고 있기 때문이다. 미국 경유 수요는 16년 9월 누적 기준으로 전년대비 5.1% 감소했다. 반면, 인도는 높은 경제성장률로 경유 수요도 16년 8월 누적 기준으로 전년대비 8%나 성장했다. 중국은 16년 8월 누적 기준으로 전년대비 8.2%로 감소하며 부진한 수요를 이어갔다.

경유 수요 부진하나 저유가에 따른 수송용 수요 증가로 휘발유 수요 증분이 경유 수요 감소분을 상쇄할 전망이다.

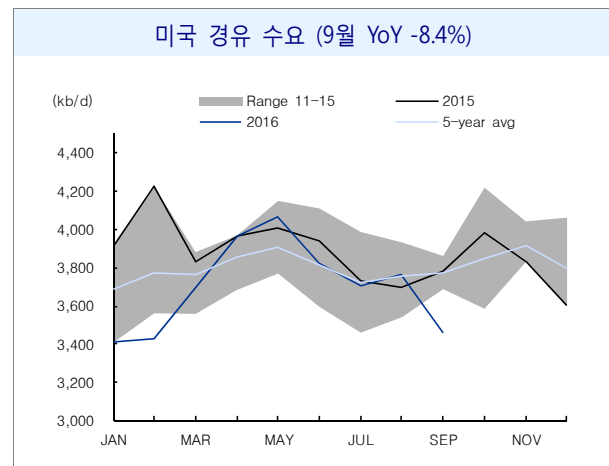


자료: BP, Bloomberg, LIG투자증권

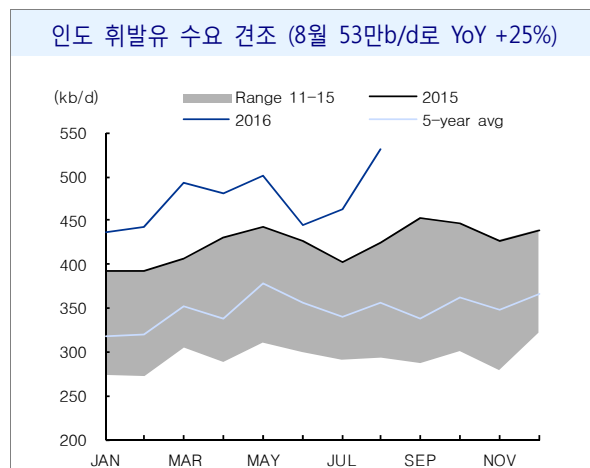
정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC



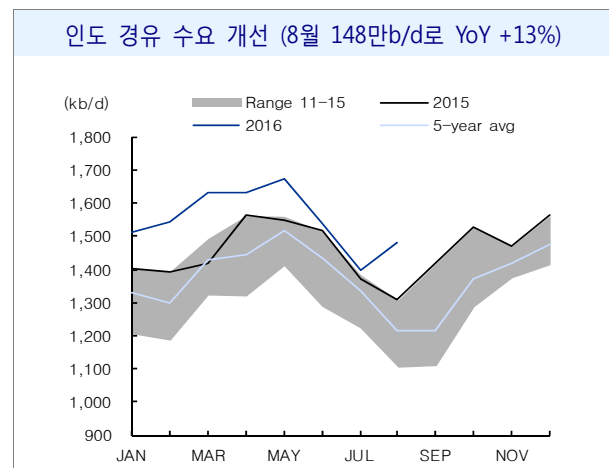
자료: KITA, LIG투자증권



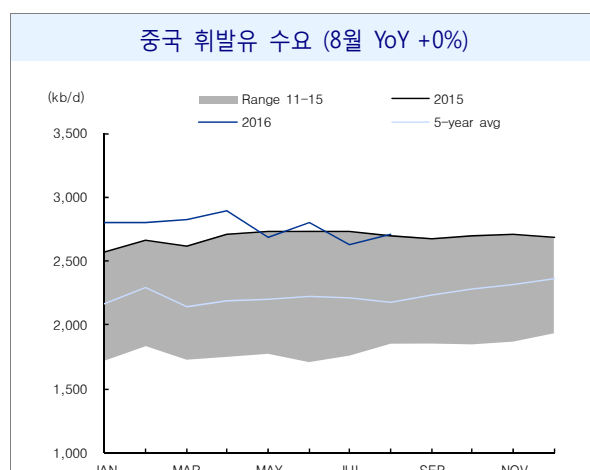
자료: KITA, LIG투자증권



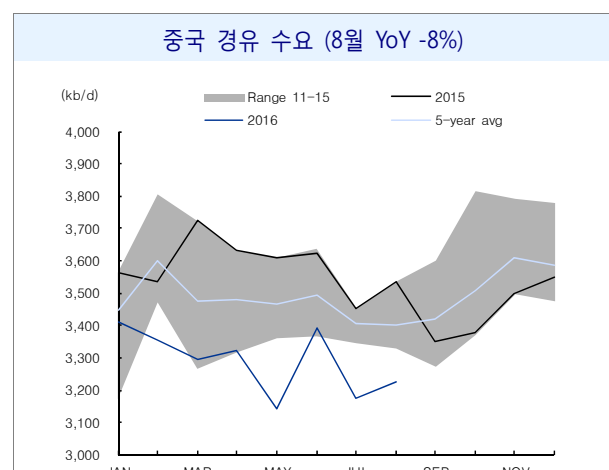
자료: KITA, LIG투자증권



자료: KITA, LIG투자증권



자료: KITA, LIG투자증권



자료: KITA, LIG투자증권

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

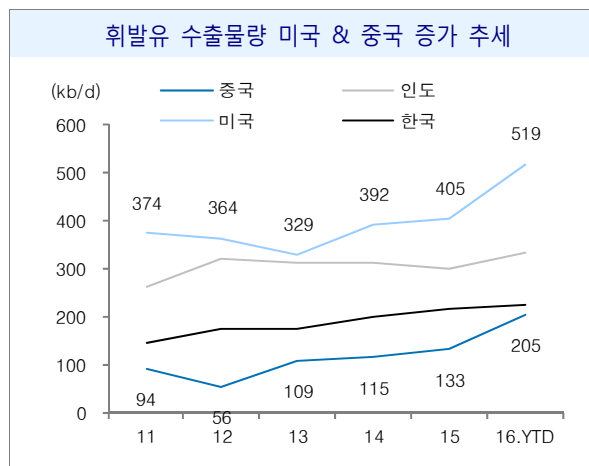
문제는 늘어나는 공급물량

역내 및 역외
수출물량 부담

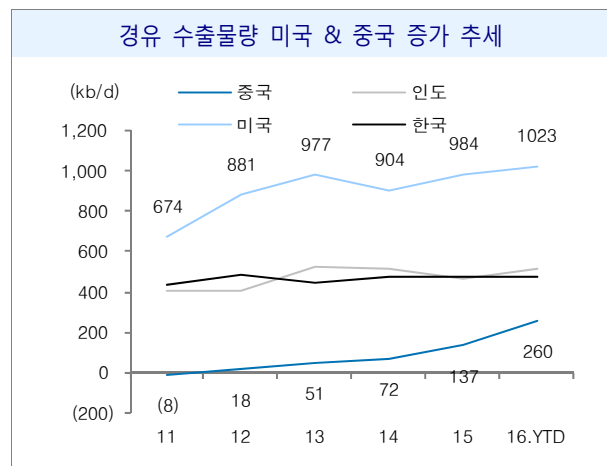
문제는 중국과 미국의 정유제품 수출물량이 증가하고 있다는 것이다. 중국 소형 독립사들의 가동률이 상승하면서 16년 누적 휘발유 수출물량이 20만b/d로 전년대비 82% 증가했다. 경유도 26만b/d로 전년대비 197% 늘었다.

미국은 역외 시장이나 정유제품 수출 물량이 중국의 두 배로 정제마진에 중요한 변수이다. 미국 역시 휘발유 수출물량이 16년 누적 50만b/d로 전년대비 28% 증가했다. 경유는 102만b/d로 전년대비 17% 증가했다.

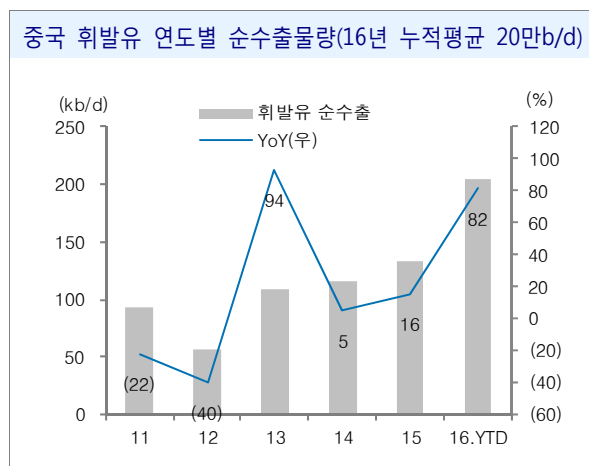
인도는 높은 수요 증가율에도 불구하고, 정유업체들의 생산량이 더 크게 증가하면서 휘발유 수출물량이 16년 누적 33만b/d로 전년대비 17% 증가했다. 경유도 51만b/d로 전년대비 12% 증가했다. 인도의 경우에는 빠르게 성장하는 수요 성장으로 2년 동안 수출 물량이 감소 추세였으나 16년부터는 증가 추세로 전환되었다.



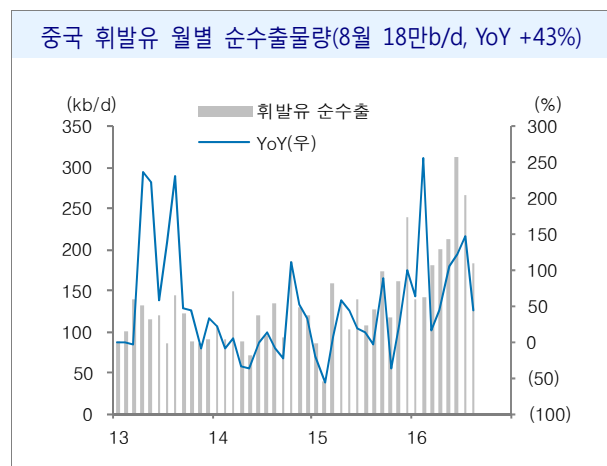
자료: KITA, LIG투자증권



자료: KITA, LIG투자증권



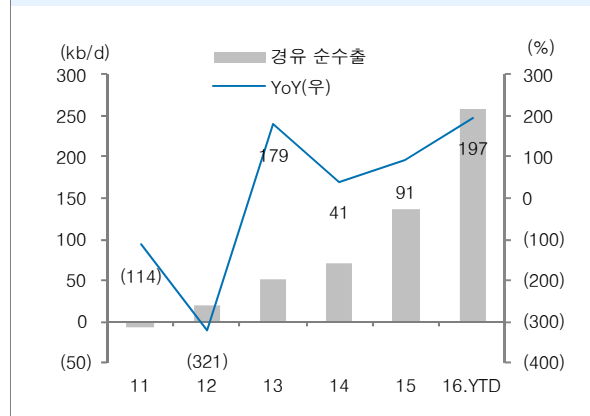
자료: KITA, LIG투자증권



자료: KITA, LIG투자증권

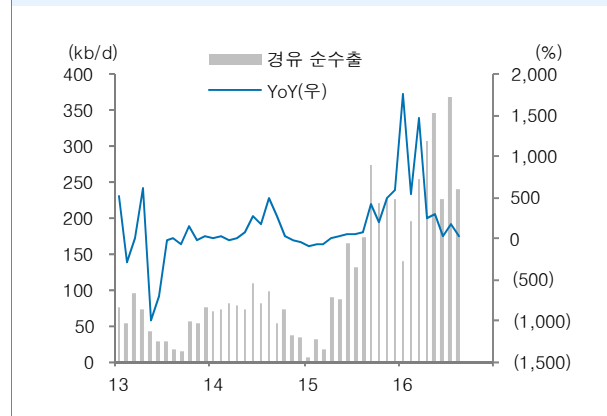
정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

중국 경유 연도별 순수출물량(16년 누적평균 26만b/d)



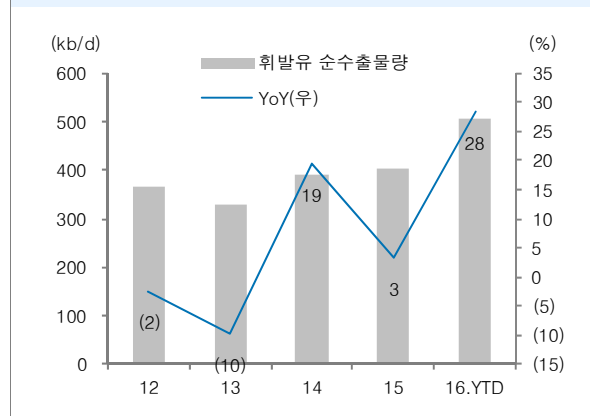
자료: KITA, LIG투자증권

중국 경유 월별 순수출물량(8월 24만b/d, YoY +40%)



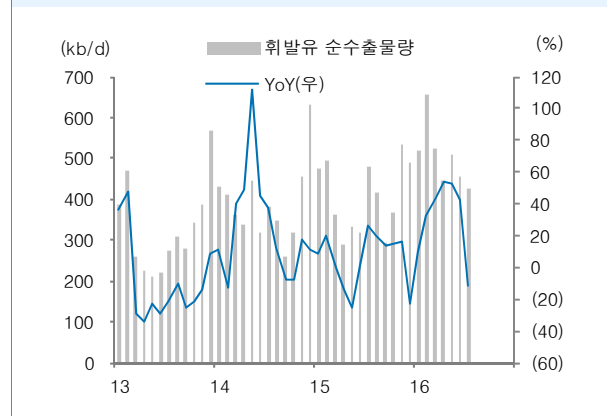
자료: KITA, LIG투자증권

미국 휘발유 연도별 순수출물량(16년 누적평균 50만b/d)



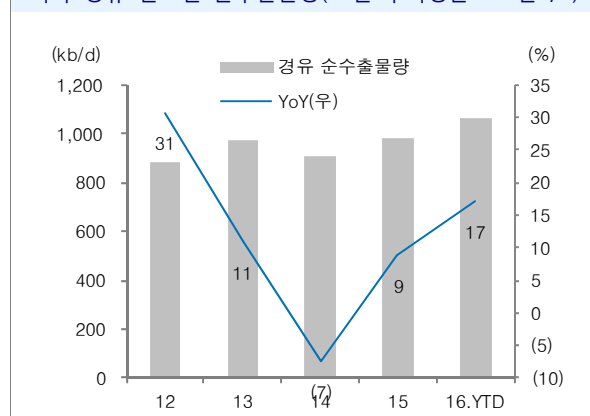
자료: KITA, LIG투자증권

미국 휘발유 월별 순수출물량(7월 42만b/d, YoY -11%)



자료: KITA, LIG투자증권

미국 경유 연도별 순수출물량(16년 누적평균 102만b/d)



자료: KITA, LIG투자증권

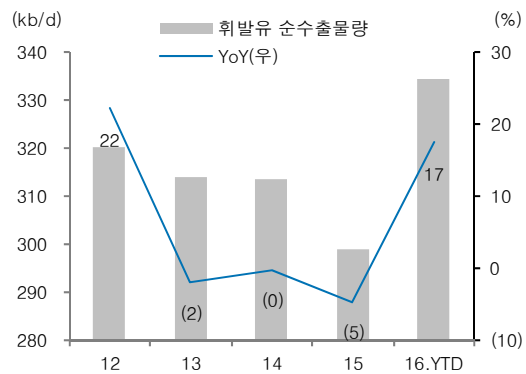
미국 경유 월별 순수출물량(7월 126만b/d, YoY +6%)



자료: KITA, LIG투자증권

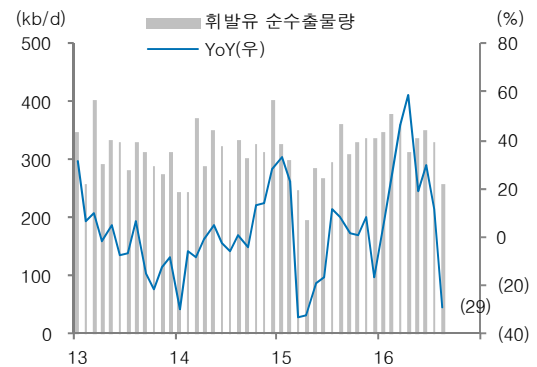
정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

인도 휘발유 연도별 순수출물량(16년 누적평균 33만b/d)



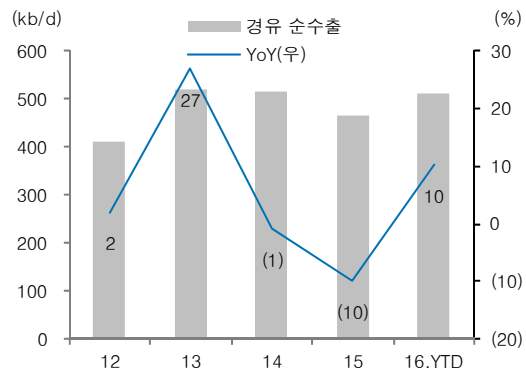
자료: KITA, LIG투자증권

인도 휘발유 월별 순수출물량(8월 25만b/d, YoY -29%)



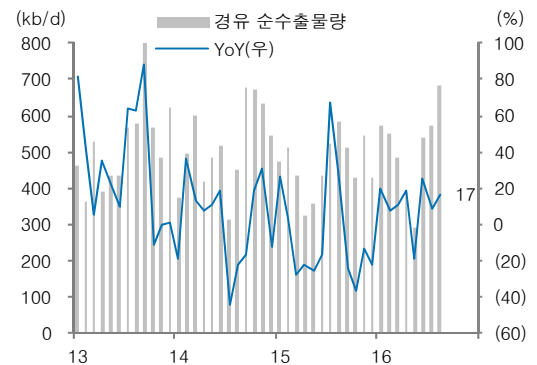
자료: KITA, LIG투자증권

인도 경유 연도별 순수출물량(16년 누적평균 51만b/d)



자료: KITA, LIG투자증권

인도 경유 월별 순수출물량(8월 68만b/d, YoY +17%)



자료: KITA, LIG투자증권

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

정부 규제로 중국 teapot업체 생산량 제한될 전망

중국 teapot업체
원유수입쿼터 권한
부과로 가동률 상승

중국 정유설비 생산능력은 약 1,500만b/d로 이중 70%는 국영사인 Sinopec과 PetroChina가 양분하고 있다. 나머지 20%는 teapot이라고 불리는 생산능력이 10만 b/d 이하인 소형 독립사이다.

Teapot업체들은 소규모 설비로 제조원가가 높아 경제성이 떨어진다. 또한 정유제품의 품질이 낮아 국영사 정유제품 대비 할인 판매되고 있다. 낮은 수익성으로 인해 teapot업체들은 투자를 늦추고 다시 경쟁력이 낮아지는 악순환을 반복하고 있다.

낮아진 수익성으로 중국 정부는 구조조정 정책을 폈지만, 과거 높은 경제 성장율에 따른 수요 증가로 teapot업체들에 대한 구조조정은 쉽사리 이행되지 않았다. 15년에 중국 정부는 4만b/d 이하의 노후화된 설비를 폐쇄하는 대가로 원유수입 쿼터를 부여하겠다는 강력한 유인책을 발표했다. 이로 인해 12개의 중국 teapot 업체들이 노후화된 설비 75만b/d를 폐쇄하였고, 100만b/d의 원유수입 쿼터를 부여 받았다.

과거 원유 수입과 제품 수출 권한이 없었던 teapot업체들은 원유 공급이 원활하지 못해 가동률이 40% 내외였으나 16년 6월 52%까지 상승했다. 그러나 정유제품 공급 물량 증가로 국영사들의 가동률은 하락했다.

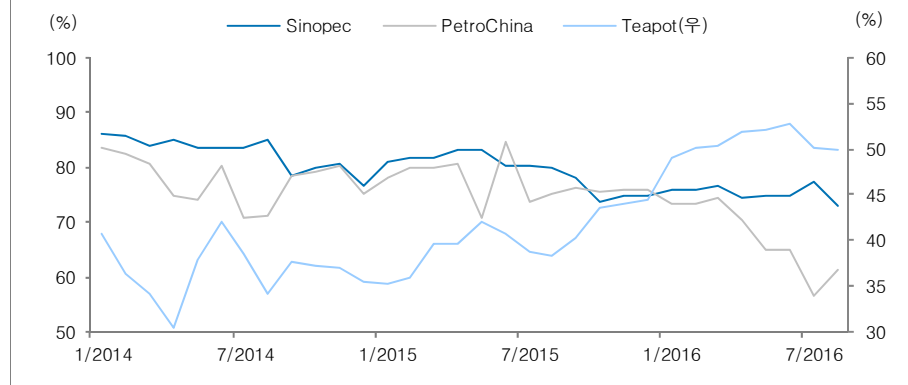
teapot업체들의
불법 혜택 수혜로
관리감독 강화

이후 일부 teapot업체들은 중앙 정부의 관리감독을 피해 불법적으로 이익을 취해 문제가 제기되고 있다. 이미 셋다운이 들어간 노후화된 설비를 저가 인수하면서 원유수입 쿼터를 부여 받아 기존 설비의 가동률을 높였다. 또한 필요 이상의 원유 수입 쿼터를 부여 받아 인근 teapot업체에게 높은 가격으로 재판매하면서 불법적으로 이익을 수취하였다.

결국 구조조정 효과는 미미했으며, teapot업체들의 가동률만 올려 정제마진 약세를 초래하였다. 경쟁 심화로 최근 국영사들의 정제처리량은 크게 감소했다. 중국 중앙 정부는 teapot업체에 대한 관리감독을 강화하기로 발표했다. 향후 엄격한 관리 속에 원유 재판매와 세금 혜택이 감소하면 teapot업체들은 과거처럼 높은 가동률을 유지하기 어려울 것으로 판단된다. 또한 teapot업체가 모여 있는 산동 지역은 주로 트럭 운송에 의존하고 있어 파이프라인 대비 시간과 비용이 많이 든다. 또한 긴 리드 타임으로 저장 시설이 항상 부족하다. 구조적인 문제로 향후 teapot업체들의 구조조정은 빠르게 이뤄질 것을 예상된다. 그리고 중국의 수출물량 감소로 정제마진 개선이 가능할 것으로 판단된다.

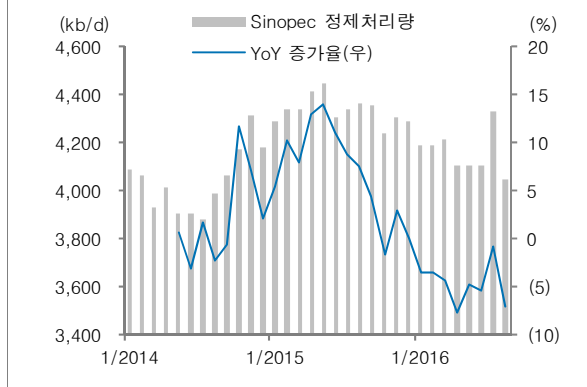
정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

중국 정부 관리감독 강화로 teapot업체 가동률 상승 추세 꺾여



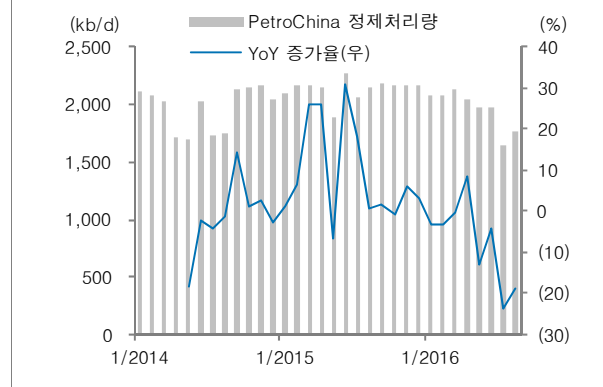
자료: Bloomberg, LIG투자증권

중국 국영업체 Sinopec의 정제처리량 YoY 감소



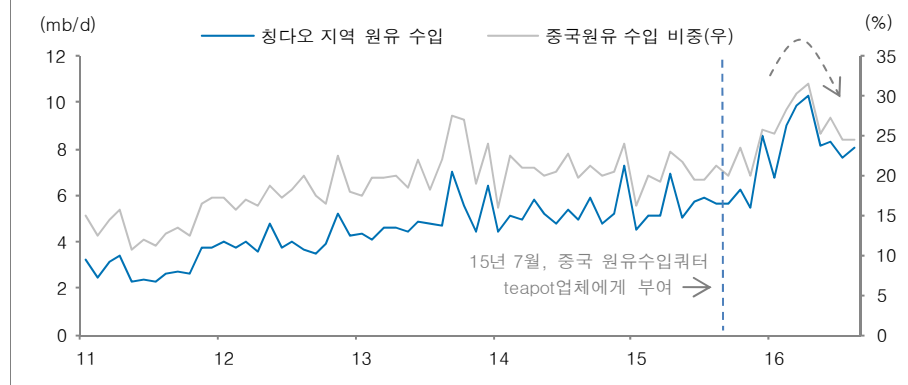
자료: Bloomberg, LIG투자증권

중국 국영업체 PetroChina의 정제처리량 YoY 감소



자료: Bloomberg, LIG투자증권

중국 Qingdao지역의 teapot업체들의 원유 수입은 증가 추세도 한풀 꺾여



자료: Bloomberg, LIG투자증권

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

표1. 중국 teapot업체들의 원유수입 규제 완화와 가동률 상승

정유사	원유수입쿼터 (kb/d)	승인 상태	생산능력 (kb/d)	2014 가동률 (%)	2015 가동률 (%)	2016년 가동률 (%)
Dongming Petrochemical	150	Approved	150	37	55	68
Hongrun Petrochemical	106	Approved	114	19	24	33
Lihuayi Group	70	Approved	70	22	32	99
Kenli Petrochemical	50.4	Approved	60	24	32	85
Yatong Petrochemical	55.2	Approved	70	31	35	33
Huifeng Petochemical	83.2	Approved	116	27	41	54
Chambroad Petrochemical	66.24	Approved	70	22	33	89
Luqing Petrochemical	51.6	Approved	60	NA	NA	109
Tianhong Chemical	88	Approved	100	18	43	69
Qirun Petrochemical	44	Approved	44	35	40	95
Shandong Haiyou Petrochemical	64	Approved	70	9	3	43
Hengyuan Petrochemical	74.4	Approved	70	22	23	56
Jincheng Petrochemical	91.2	Pending approval	118	34	62	63
Qingyuan Petrochemical	92.4	Pending approval	104	19	38	26
Shenchi Petrochemical	50.4	Pending approval	52	27	27	51
Haike Group	None	None	110	26	40	79
Shougang Union Chemical	None	None	40	45	41	54
Fuhai Hualian	None	None	104	58.2	59.8	43
Fuhai Lianhe	None	None	100	NA	NA	52
Orient Huaiong	None	None	80	38	71	91

자료: LIG투자증권 리서치본부

중국 정유제품 표준 강화로 하반기 대규모 정기보수 진행

정유제품 표준 강화
중국 가동률 하락
이끌 것

중국은 17년부터 대기오염 해결을 위해 휘발유와 경유에 대한 품질 기준을 강화할 예정이다. 동부 11개 주(Beijing, Tianjin, Hebei, Shanghai 등)에서 휘발유와 경유제품에 대한 V기준을 적용하며 황함량이 기존 50ppm에서 10ppm 이하로 낮아진다. 또한 중국 일부 지역에서만 적용되었던 IV기준의 정유제품을 중국 전역에 적용할 예정이다.

휘발유와 경유제품 외에도 선박연료유에 대한 기준도 강화된다. 17년부터 ECA(Emission Control Areas)로 지정된 주요 항구에 정박하는 선박연료유는 저황 선박유(LSMGO, Low-sulfur Marine Gasoil)를 사용해야 한다. 황함량은 기존 0.5%에서 0.1%로 낮아진다. 또한 향후 2020년까지 단계적으로 강화된 기준이 중국 전 지역의 항구에 적용될 예정이다.

정유제품 기준 상향으로 국영사인 Sinopec과 PetroChina는 업그레이드 시설 투자를 진행해왔으며 하반기에도 일부 설비에 대한 품질 상향으로 대규모 정기보수가 예정되어 있다. 16년 3분기 정기보수 물량은 전년대비 3배 가량 많다.

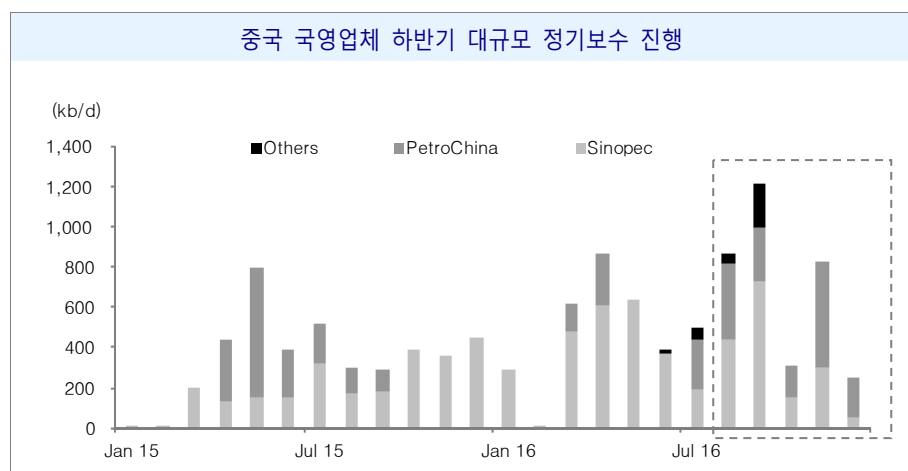
반면, 설비 투자가 부족한 teapot업체들은 V기준의 정유제품 생산을 하지 못하는 곳이 대부분이다. 향후 teapot업체들의 가동률 하락이 불가피할 것으로 예상되며 정제마진 개선이 기대된다.

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

표2. 중국 정유제품 관련 표준

		China IV 기준	China V 기준
Gasoline	Sulfur (ppm)	50	10
	Manganese(mg/l)	8	2
	Olefin	28%	24%
	Octane (RON)	90/93/97	89/92/95/ 98
Diesel	Sulfur (ppm)	50	10
	Cetane number(#5, #0, #-10)	49	51
	Cetane number(#-20)	46	49
	Cetane number(#-20, #-35, #-50)	45	47

자료: China Standardization Administration, LIG투자증권 리서치본부



자료: Bloomberg, LIG투자증권

일본과 호주, 그리고 유럽의 설비 구조조정 본격화

일본과 호주에서는 정유설비 구조조정이 빠르게 이뤄지고 있다. 일본의 정유설비는 08년 465만b/d에서 15년 375만b/d로 20% 감소했다. 일본 정부는 13년 이후 효율성 제고를 위해 구조조정 방침을 강화했으며 일본 상위 5개사는 노후화된 설비를 폐쇄하고 일본보다는 해외 투자 방향을 고심하고 있다.

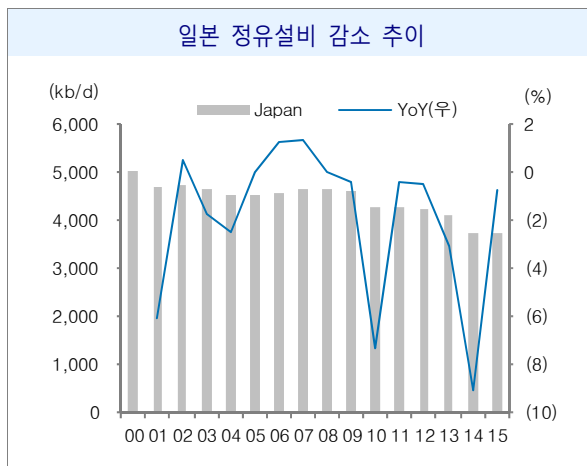
먼저 일본 정유업체들은 설비 효율화를 위해 고도화설비 비중(heavy oil cracking to crude distillation ratios)을 14년 10% 수준에서 17년 3월까지 13%로 상향해야한다. 일본 업체들은 내부 수요가 감소하고 있는 상황으로 고도화설비를 추가 투자하는 대신 기존 노후화된 설비를 폐쇄하기로 결정하였다.

일본 JX Nippon Oil & Energy는 Muroran refinery설비를 폐쇄했으며, Cosmo, Idemitsu, TonenGeneral사도 설비 폐쇄를 진행하고 있다. 또한 1위 업체인 JX사는 TonenGeneral사를, Idemitsu사는 Showa Shell사와의 합병을 고려하고 있다.

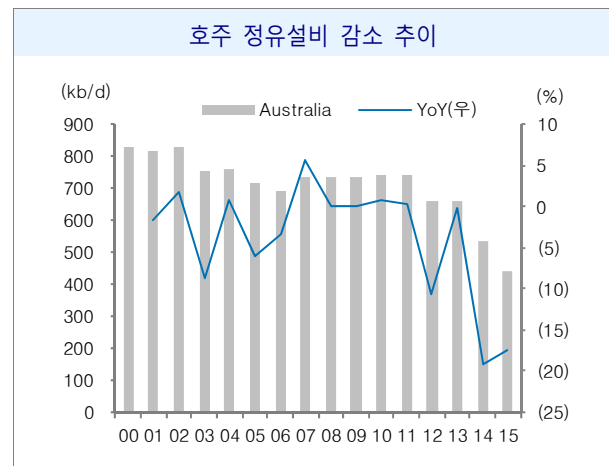
호주도 설비 효율화가 빠르게 이뤄지고 있는데, 11년 74만b/d에서 15년 44만b/d로 40%나 급감했다. 소규모 설비 위주로 경쟁력이 낮기 때문이다.

일본과 호주를 포함한 아시아와 유럽의 노후화된 설비 폐쇄가 빠르게 이뤄지면서 향후 공급 물량이 수요 대비 타이트할 것으로 예상된다.

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC



자료: BP, LIG투자증권



자료: BP, LIG투자증권

비정유부문의 선방

점진적으로
좋아지고 있는
PX 스프레드

화학부문에서 가장 높은 비중을 차지하는 PX제품 스프레드는 최근 톤당 400달러로 안정적인 스프레드를 보이고 있다. 과거 11~13년도 평균 550달러로 스프레드가 호조를 보였으나 14년 증설에 따른 공급과잉으로 200달러까지 하락하였다.

이후 중국 PTA제품의 증설에 따른 수요 증가로 PX제품 공급과잉이 해소되고 있다. 14년 평균 306달러에서 15년 평균 330달러, 16년 누적 383달러까지 점진적으로 개선되고 있다.

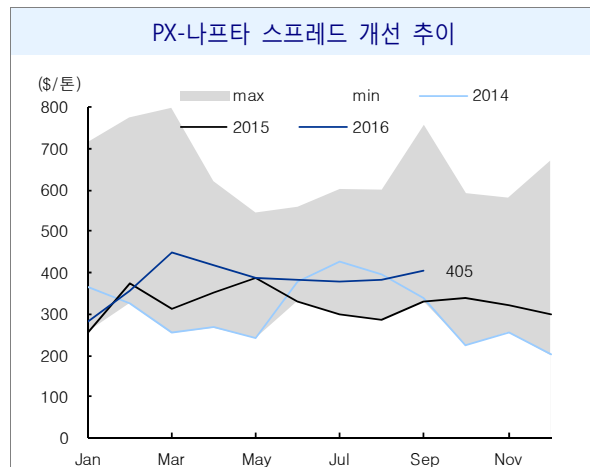
16년 대규모 증설물량인 Reliance의 180만톤 설비는 10월 중순부터 가동 예정이며 Petro Rabigh의 130만톤은 17년 초가 예상된다. 그러나 PX를 원료로 하는 PTA 제품 증설이 16년에 360만톤, 17년 150만톤 예정되어 있어 PX제품의 수급 개선이 예상된다.

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

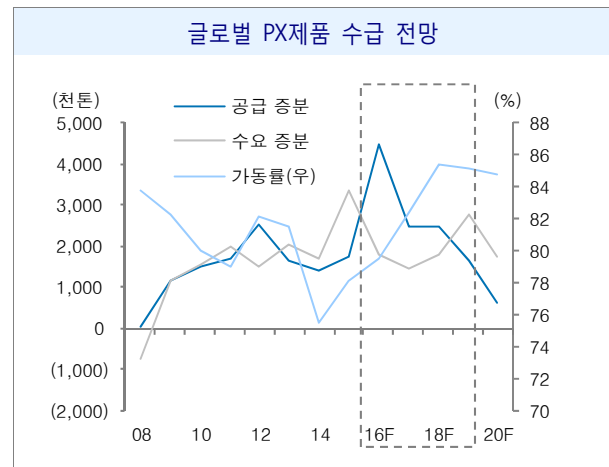
표3. 글로벌 PX제품 증설 계획

	회사명	생산능력(천톤)	가동 시기	국가	지역
2015	2,635 Indian Oil Corp - (IOC)	370	Post 2015	India	Gujarat
	PTT Global Chemical - (PTTGC)	115	Aug-15	Thailand	Rayong
	Saudi Aramco	1,100	2015	Saudi Arabia	
	Jiujiang Petrochemical	600	2015	China	Jiangxi
	Luoyang Petrochemical General Factory	450	2015	China	Henan
2016	5,326 Reliance Industries Ltd - (RIL)	1,800	Q2 2016	India	Gujarat
	Maoming Petrochemical Corp - (MPCC)	600	2016	China	Guangdong
	Saudi Aramco	700	2016	Saudi Arabia	
	Sinopec Beijing Yanshan Petrochemical Co Ltd - (BYPC)	926	2016	China	Hebei
	Rabigh Refining and Petrochemical Co - (Petro-Rabigh)	1,300	End-2016	Saudi Arabia	
2017	2,180 Nghi Son Refinery & Petrochemical	680	Jul-17	Vietnam	Thanh Hoa
	Zhejiang Hengyi Group Co Ltd	1,500	End 2017	Brunei	
2018	5,632 Sinochem Quanzhou Petrochemical Co	800	H1 2018	China	Fujian
	Qatar Petroleum	1,304	H2 2018	Qatar	
	Sinopec Corp	800	Sep-18	China	Fujian
	Ningxia Baota Chemical Fiber	800	2018	China	Ningxia
	Kian Petrochemical Co	528	2018	Iran	
	Abu Dhabi Chemicals Integration Co	1,400	2018	UAE	Abu Dhabi

자료: ICIS, LIG투자증권 리서치본부



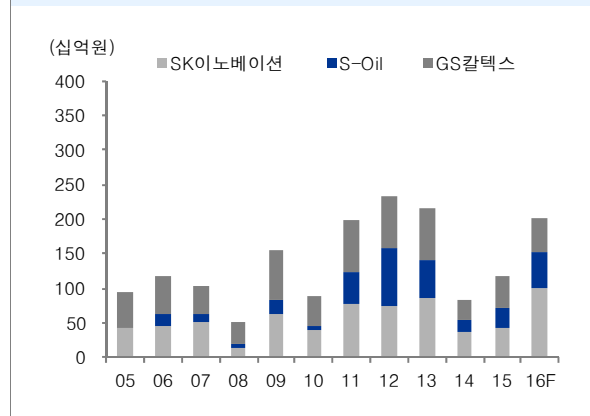
자료: Platts, LIG투자증권



자료: Platts, LIG투자증권

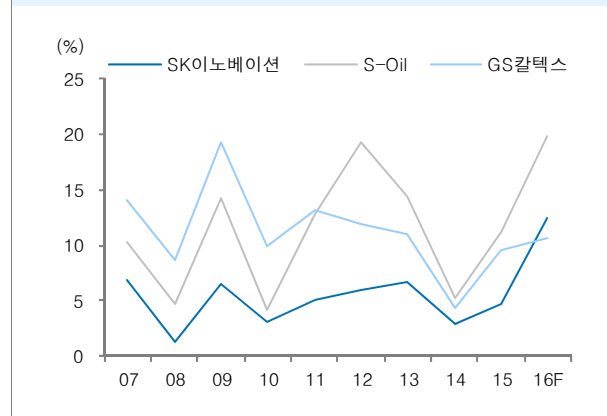
정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

정유 3사 화학부문 영업이익



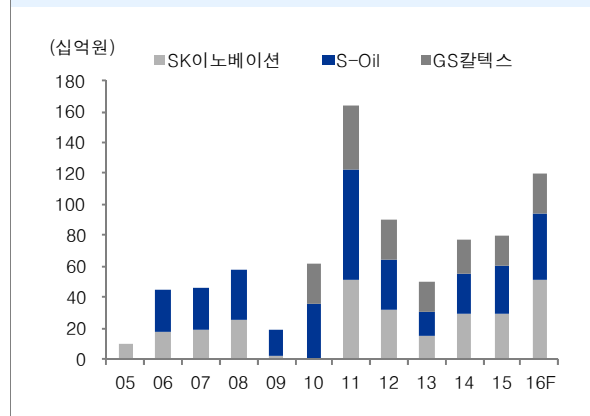
자료: LIG투자증권

정유 3사 화학부문 영업이익률



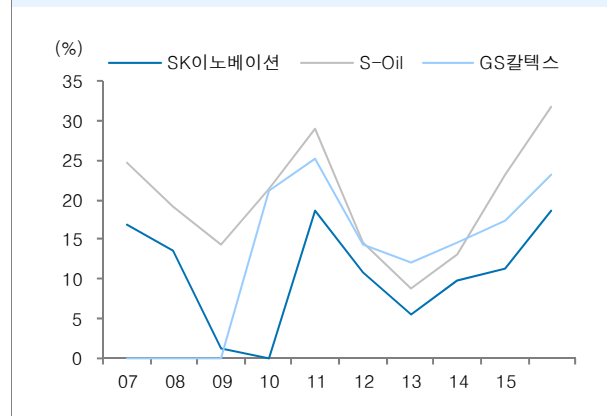
자료: LIG투자증권

정유 3사 윤활유부문 영업이익



자료: LIG투자증권

정유 3사 윤활유부문 영업이익률



자료: LIG투자증권

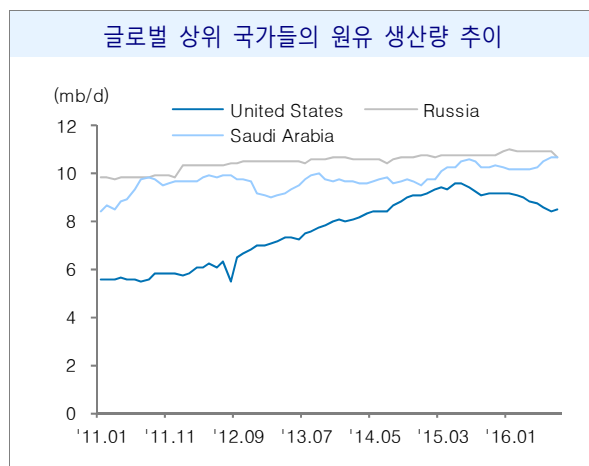
정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

OPEC 감산 정책으로 원유 상승세 탄력적

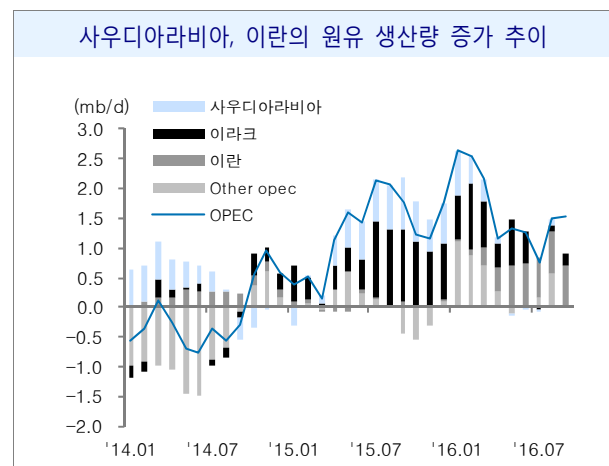
지난 알제리에서 열린 OPEC 비정기회의에서 산유국들의 원유 감산 결정으로 유가가 상승 기조를 보이고 있다. 원유 생산량은 기존 3,324만b/d에서 3,250만b/d로 74만b/d 감축될 예정이다. 회원국간의 구체적인 감산량은 11월 OPEC 정례회의에서 논의될 것이다.

이번 감축 결정으로 유가는 완만한 상승세를 보일 것으로 예상된다. 그 동안 유가 하락으로 미국 원유 생산량은 15년 6월 960만b/d의 피크 수준에서 8월 현재 850만b/d로 110만b/d를 줄여왔다. 그러나 같은 기간 사우디아라비아를 비롯한 OPEC 회원국은 오히려 원유 생산량을 3,234만b/d에서 8월 3,369만b/d로 134만b/d를 늘려오며 미국의 감산 의미를 희석시켜왔다.

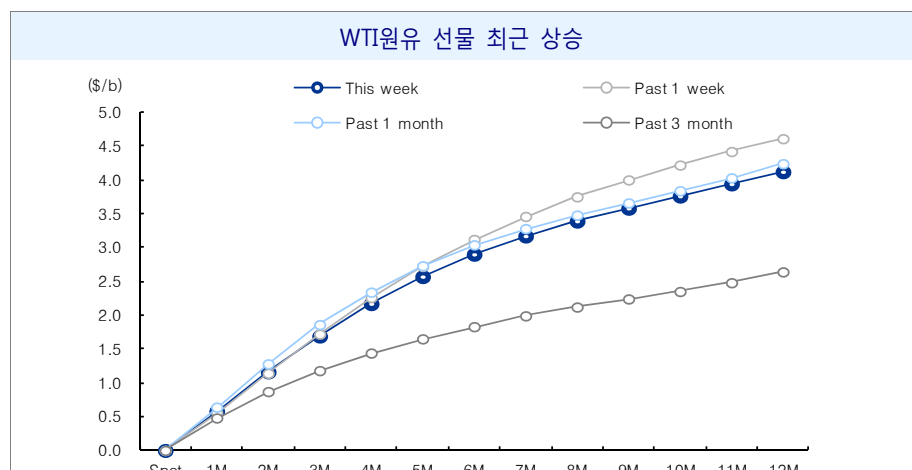
그 동안 원유 생산량을 오히려 늘려왔던 OPEC국들의 감산 정책이라서 유가 상승 기조에 긍정적이라고 판단된다. 향후 16년말 50~55불대의 완만한 유가 상승이 예상되며 정유사들의 재고평가이익 반영과 시차효과에 따른 정제마진 개선에 따른 실적 호조가 전망된다.



자료: 블룸버그, LIG투자증권



자료: 블룸버그, LIG투자증권



자료: 블룸버그, LIG투자증권

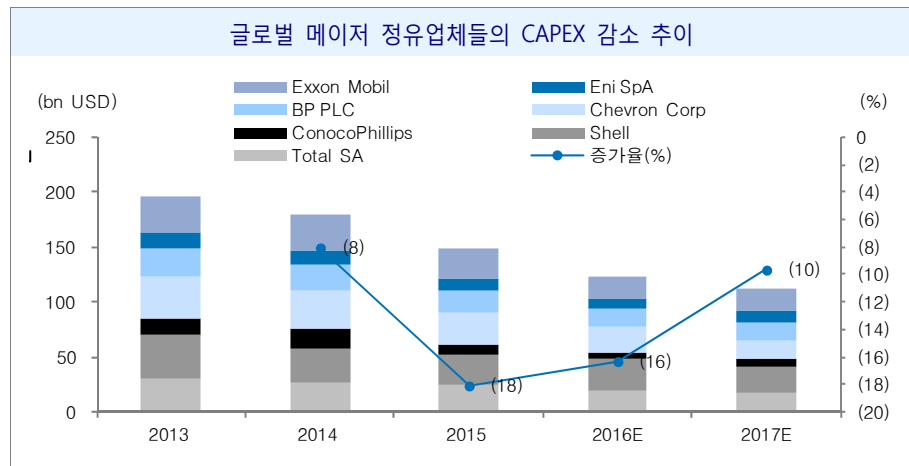
정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

북미 업체 CAPEX 절감 노력

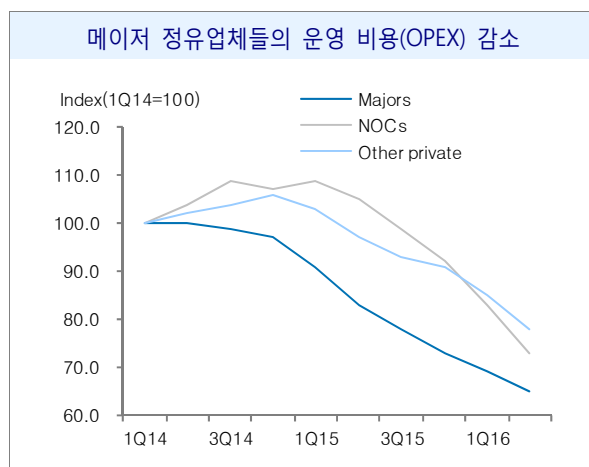
미국 원유 생산량은 지속적으로 줄어들 것으로 예상된다. 현재 글로벌 오일 업체들은 미국에서 고비용이 들어가는 원유 시추 설비를 폐쇄하고 있다. 유가 급락 이후 수익성 악화로 글로벌 오일 업체들은 자본적지출(CAPEX)을 15년에 18% 줄였으며, 16년에도 16% 가량 줄일 예정이다.

설비 운영 비용(OPEX)도 15년에 35%로 줄였으나 16년 말까지 5% 이상 추가 절감할 계획이다. 그러나 글로벌 오일 업체들의 지출 감소 노력에도 불구하고 저유가에 따른 수익성 악화로 부채비율은 늘어나고 있다.

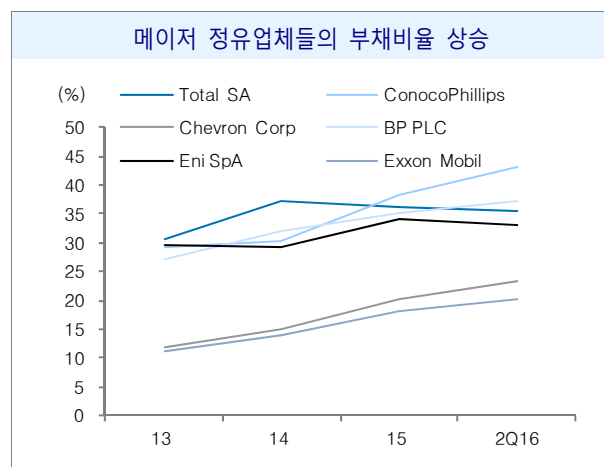
16년에도 지속되는 투자 지출 감소 노력으로 북미 원유 생산량 감소가 예상되며 완만한 유가 상승 기조가 기대된다.



자료: 블룸버그, LIG투자증권

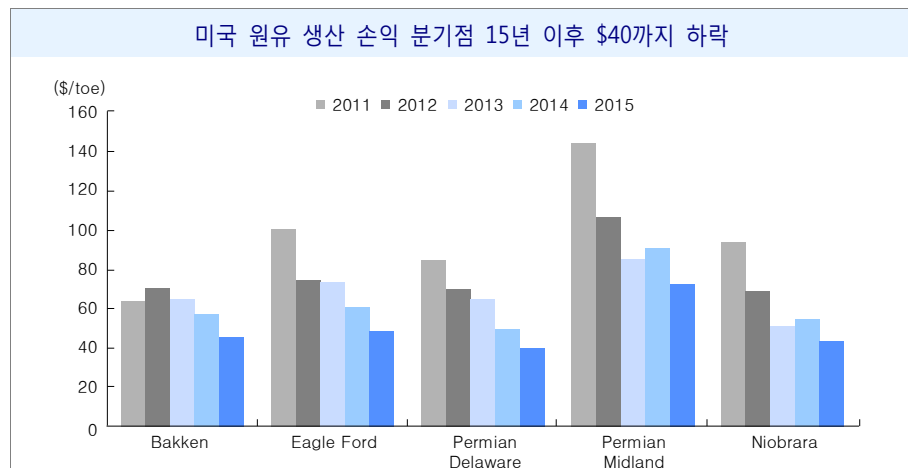


자료: 블룸버그, LIG투자증권



자료: 블룸버그, LIG투자증권

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC



자료: EIA, LIG투자증권

정유제품 수급 전망

수요보다 적은 공급
타이트한 수급 예상

IEA에 따르면 16년 1분기의 전년대비 수요 증분은 170만b/d, 2분기에는 140만b/d가 증가했다. 3분기는 유럽과 중국 수요 부진으로 전년대비 90만b/d 증가에 그칠 전망이다. 그러나 4분기에는 정유제품 난방유 수요로 성수기에 진입하며 전년대비 130만b/d의 견조한 수요 증가가 예상된다. 과거 5년 평균 수요 탄성치가 0.4였다는 점을 고려하여 16년 글로벌 GDP성장을 3.1%에 적용하면 글로벌 원유 수요 증분은 130만b/d로 무리 없다는 판단이다.

반면 16년에 계획된 정유시설 공급 물량은 117만b/d로 예정되어 있으나 설비 폐쇄가 78만b/d로 총 40만b/d의 순증설이 예상된다.

수요보다 현저히 적은 공급물량으로 타이트한 수급이 예상되며 견조한 원유 수요 증가에 따라 향후 정제마진 호조는 이어질 것으로 예상된다.

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

표4. 글로벌 정유제품 수급물량 전망

(단위: \$/b, kb/d, %)

(kb/d)	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16F	17F
Dubai유	61.6	68.5	93.7	61.5	78.1	105.9	109.1	105.3	96.7	50.8	41.7	54.5
국내 복합마진	(4.1)	(6.3)	(6.2)	(0.5)	(1.0)	(2.7)	(1.5)	(1.2)	(1.2)	(5.4)	4.9	5.8
국내 복합마진(1M)	4.6	9.0	2.0	3.5	1.7	4.9	1.6	1.2	(2.9)	2.3	7.1	10.1
싱가폴 크랙마진	5.6	7.6	6.2	3.7	4.6	8.3	7.5	6.2	5.8	7.7		
싱가폴 단순마진	(0.3)	1.7	0.4	0.6	0.9	3.7	2.9	0.7	0.1	2.2		
원유 공급	82487	82,277	82,818	81,182	83,283	84,097	86,218	86,591	88,834	91,670	92,570	93,570
원유 수요	85728	87,087	86,578	85,700	88,765	89,790	90,663	92,049	93,109	95,008	96,308	97,508
정제시설	88173	88,746	89,521	90,570	91,341	92,110	93,133	95,065	96,772	97,227	97,627	98,157
원유 공급 증분	591	(210)	541	(1,636)	2,101	813	2,121	373	2,244	2,836	900	1,000
원유 수요 증분	1002	1,360	(509)	(878)	3,064	1,025	872	1,386	1,061	1,899	1,300	1,200
정제시설 증분	1611	572	776	1,049	771	768	1,023	1,932	1,708	454	400	530
원유 공급 증분-원유 수요 증분	(411)	(1,570)	1,050	(758)	(963)	(212)	1,249	(1,013)	1,183	938	(400)	(200)
정제시설 증분-원유 수요 증분	609	(787)	1,285	1,927	(2,293)	(257)	151	546	647	(1,444)	(900)	(670)
GDP	5.5	5.7	3.1	0.0	5.4	4.2	3.4	3.3	3.4	3.1	3.1	3.1
수요 증가율	1.1	1.7	(0.7)	(1.2)	3.3	1.3	1.0	1.6	1.2	1.8	1.2	1.2
탄성치(수요 증가율/GDP)	0.2	0.3	n.a.	n.a.	0.6	0.3	0.3	0.5	0.4	0.6	0.4	0.4

자료: LIG투자증권 리서치본부

표5. 글로벌 정유제품 수요 증분 시나리오별 분석

	수요 탄성치	GDP증가율	수요 증가율	수요증분(kb/d)
가정1	0.3	2.9%	0.9%	827
		3.1%	0.9%	884
		3.3%	1.0%	941
	0.4	2.9%	1.2%	1102
		3.1%	1.2%	1178
		3.3%	1.3%	1254
	0.5	2.9%	1.5%	1378
		3.1%	1.6%	1473
		3.3%	1.7%	1568

자료: LIG투자증권 리서치본부

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

국내 정유업체 밸류에이션 여전히 싸다.

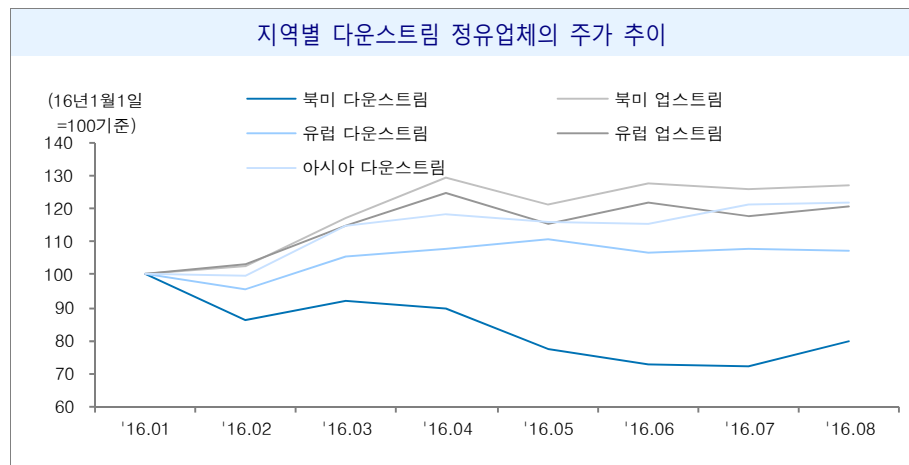
정유업종 투자의견
'Overweight'제시

연초 이후 유가가 배럴당 30달러에서 45달러로 상승하면서 글로벌 정유업체들의 주가 추이는 전반적으로 상승세를 보였다. 특히 원유 생산을 주력으로 하는 글로벌 E&P 업스트림 업체들은 연초 이후 주가가 15% 가량 상승했다.

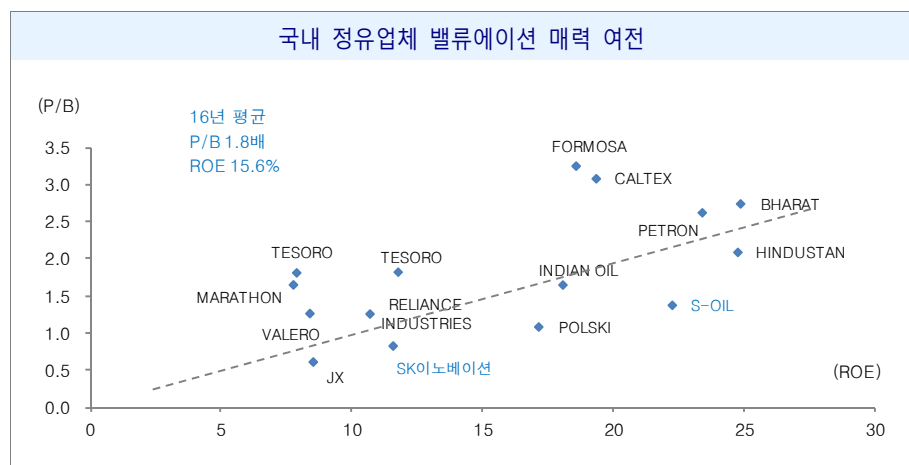
반면 원유정제를 주력으로 하는 다운스트림 업체들은 지역별로 다른 양상을 보였다. 아시아와 유럽 다운스트림 업체는 수요 호조로 연초 이후 주가가 각각 20%, 15% 이상 상승했다. 그러나 밸류에이션이 높았던 북미 다운스트림 업체의 주가는 연초 이후 30% 가량 하락세를 보였다.

SK이노베이션과 S-Oil은 실적 개선에 따라 높아진 ROE를 고려하면 해외 글로벌 다운스트림 업체 대비 여전히 밸류에이션이 낮다. 글로벌 다운스트림 업체들의 16년 평균 ROE는 15%이며 P/B는 1.8배이다.

SK이노베이션의 16년 ROE는 11%에도 불구하고 P/B는 0.8배로 여전히 싸다. 주가의 추가 상승 업사이드가 가능하다고 판단된다.

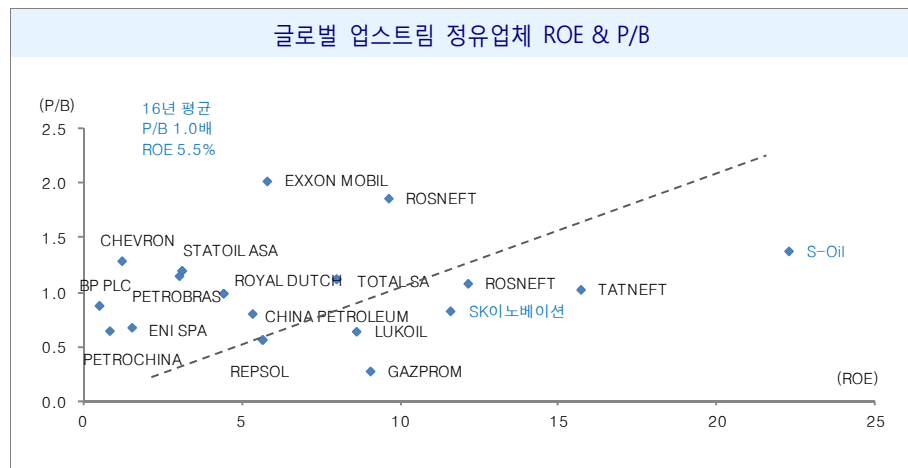


자료: 블룸버그, LIG투자증권

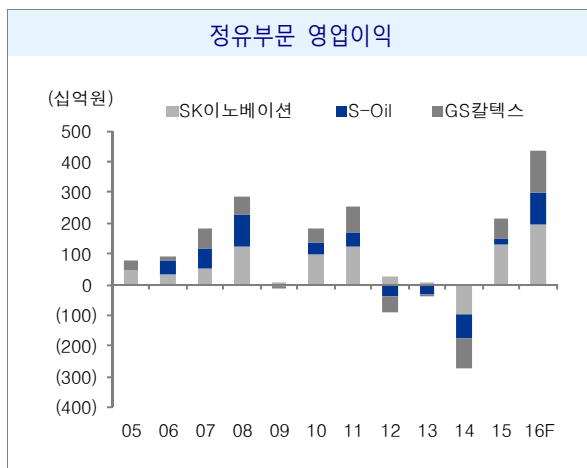


자료: 블룸버그, LIG투자증권

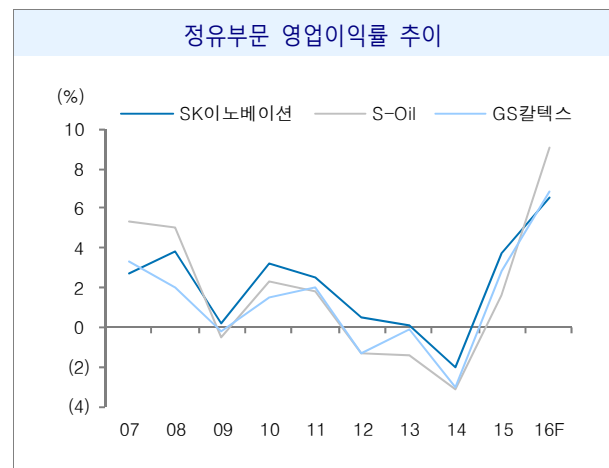
정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC



자료: 블룸버그, LIG투자증권



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

Ⅲ. 화학 – 다시 시작되는 원료 전쟁

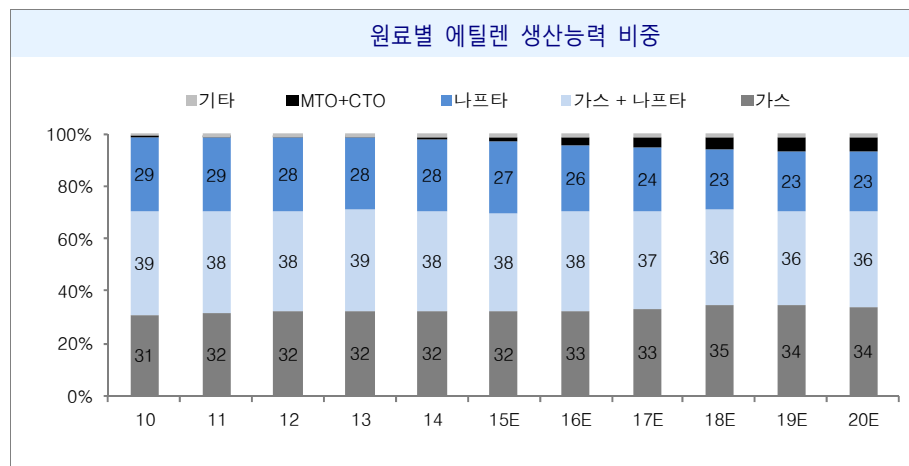
높아지는 가스 원료 비중

17년 이후
가스 원료 사용
비중 높아져

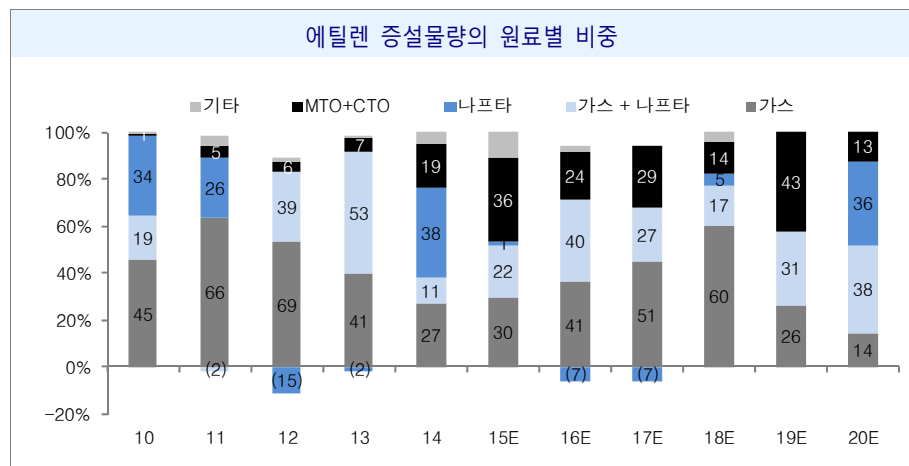
석유화학 원료는 크게 나프타, 가스, 석탄으로 나뉜다. 15년 기준으로 나프타 원료 사용 비중은 27%이나 5년 후에는 23%로 감소할 전망이다. 이는 가스 생산량 증가로 15년 32%의 가스 원료 비중이 2020년에 34%로 높아지기 때문이다.

원료별 증설 물량으로 보면 더 뚜렷한데, 16년~18년 증설물량에서 가스가 차지하는 비중은 40~60%로 압도적이다. 미국 셰일가스 붐으로 가스 생산량이 크게 증가하고 있으며, 높은 원가경쟁력으로 가스 크래커 증설이 적극적으로 이뤄지고 있기 때문이다. 이로 인해 16~18년 사이 NCC증설은 전무할 것으로 예상된다.

오히려 일본 업체들(Mitsubishi Chemical, Sanyo PC, Sumitomo Chemical)의 노후 설비 폐쇄로 NCC설비 비중이 더 줄어든 전망이다. 따라서 나프타 수요 감소에 따른 가격 안정화와 반대로 높아지는 가스 가격에 따라 향후 NCC업체들의 상재적인 원가경쟁력은 더욱 높아질 것으로 판단된다.



자료: Platts, LIG투자증권



자료: Platts, LIG투자증권

공급 과잉인 미국 가스, 사용하거나 수출하거나

미국 ECC설비
증설로 에탄가스
수요 증가 전망

미국의 셰일 가스를 원료로 하는 ECC(Ethane Cracking Center)설비는 17년 말부터 본격적인 상업 가동을 시작할 예정이다. 총 6개의 프로젝트로 에틸렌 증설물량은 16년 180만톤, 17년 300만톤, 18년 500만톤으로 총 1,000만톤 물량이다.

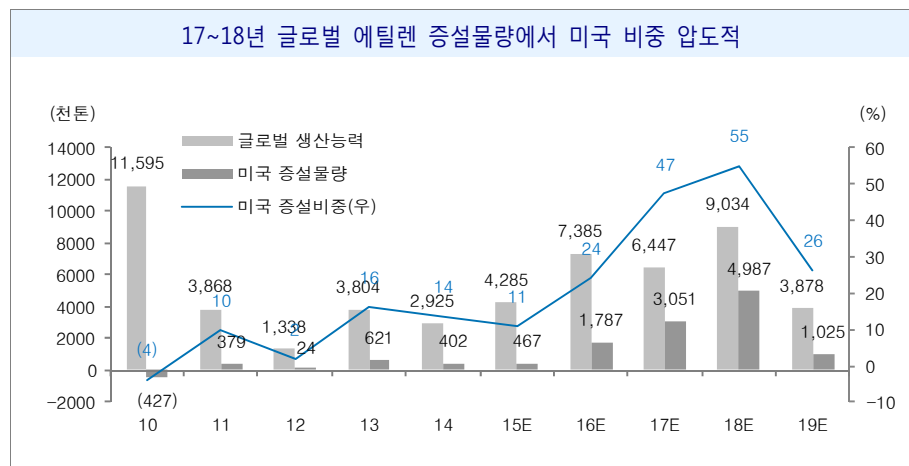
구체적인 증설 계획을 보면 17년 상반기에 Formosa Plastics Chemical(FPC)의 159만톤 설비 가동이 예정되어 있다. 17년 하반기에는 Dow Chemical 150만톤, Exxon Mobil 150만톤, Chevron Phillips Chemical 150만톤 설비가 가동될 예정이다. 18년에는 Sasol 150만톤, Shell 150만톤 설비 가동이 계획되어 있다.

이 모든 ECC물량이 계획대로 차질 없이 모두 가동될 수 있을까?

먼저 17년 글로벌 에틸렌 증설물량은 650만톤으로 이중 절반 이상이 미국 ECC 물량이다. 18년 글로벌 에틸렌 증설물량은 900만톤으로 미국 ECC 물량만 500만톤이다. 참고로 18년에 예정된 Sasol의 150만톤 설비 완공 시점은 18년 상반기에서 19년 초로 연기됐다. 보통 증설 계획 물량 중에 20~30%가 평균적으로 연기되며 향후 높아진 에탄 수요로 가격이 상승하면 가동 시기는 더욱 지연될 것으로 판단된다. 따라서 최근 제기되고 있는 17년 ECC 우려는 과하다.

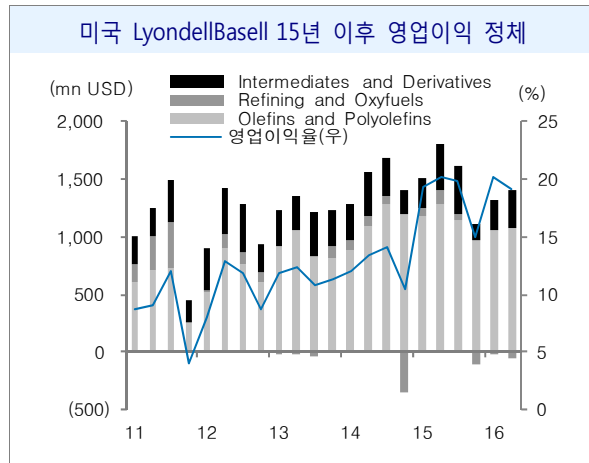
과거 가스 가격 하락으로 미국 화학업체들은 12년 이후 높은 수익성을 유지해왔다. 그러나 15년 이후 유가 하락과 함께 나프타 가격이 하락하자 미국 ECC 업체들의 수익성은 감소하는 반면, 국내 NCC 업체들의 수익성은 크게 개선되고 있다.

미국 LyondellBasell과 Westlake는 14년 20% 이상의 높은 영업이익률에서 하락세를 보이고 있으나 롯데케미칼과 LG화학은 14년 5% 이하의 부진한 영업이익률에서 최근 20%까지 개선세를 보였다.

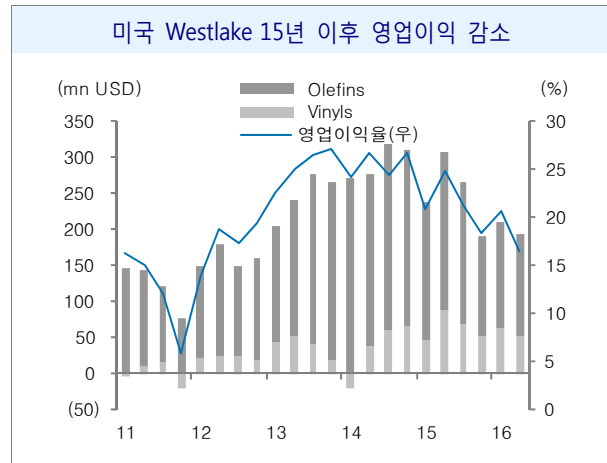


자료: Platts, LIG투자증권

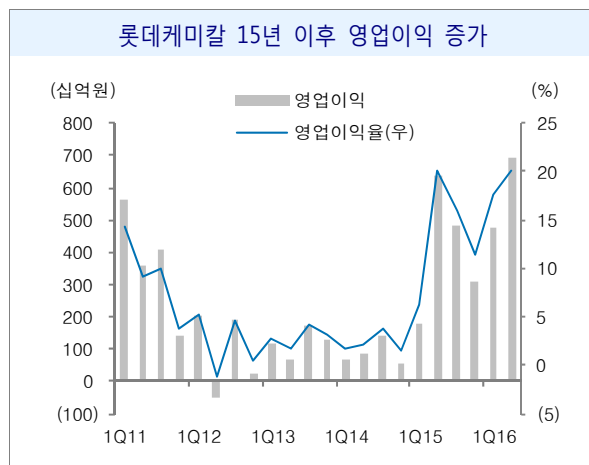
정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC



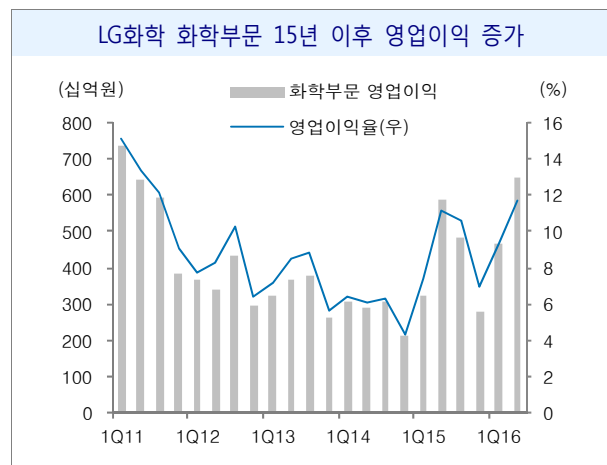
자료: 블룸버그, LIG투자증권



자료: 블룸버그, LIG투자증권



자료: 블룸버그, LIG투자증권



자료: 블룸버그, LIG투자증권

16년 미국 에탄 가스 본격적으로 수출 시작

석유제품 수출이
급증하고 있는 중국

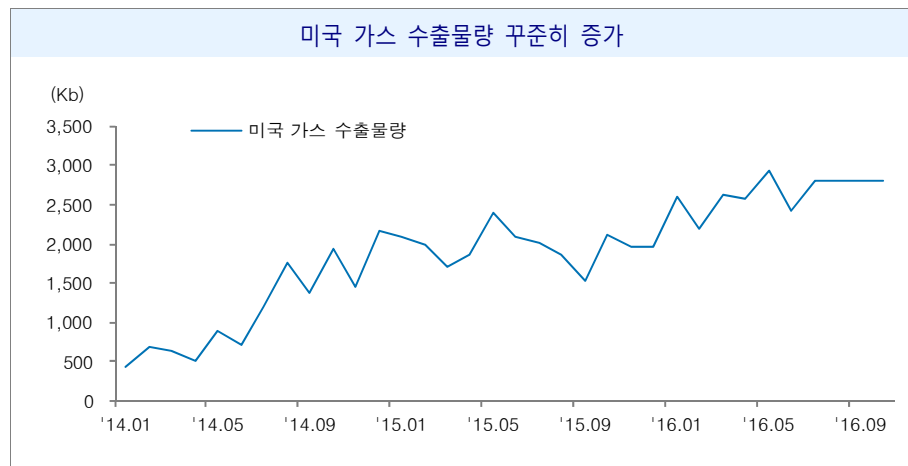
미국은 늘어나는 에탄 가스 생산량으로 공급 과잉이 심화되고 있으나 그 동안 부족한 인프라 시설로 파이프라인을 통해 캐나다로만 수출되어 왔다.

그러나 올해부터 터미널 등의 인프라 시설이 완공되면서 에탄 가스 수출이 본격화되고 있다. 16년 3월에는 펜실베이니아주에 첫 번째 에탄 수출 터미널이 완공되면서 미국 Range Resources는 미국 셰일 분지인 마르셀러스에서 생산된 에탄가스를 노르웨이 Ineos에 수출하였다. 3.5만b/d 저장능력으로 향후 15년 동안 Ineos의 ECC 설비 원료로 사용되며 인근 스코틀랜드에 위치한 로열더치셸과 엑슨의 화학설비에도 일부 공급될 예정이다.

두 번째 터미널은 9월에 텍사스주의 걸프 연안에 완공되었다. 20만b/d의 저장능력으로 걸프 연안의 첫 에탄 터미널이다. 90% 계약물량이며 노르웨이 INEOS와 스웨덴 Borealis의 크래커에서 사용될 예정이다. 또한 스코틀랜드 INEOS에서도 사용될 예정이다.

향후 가스 수출 터미널 증설과 함께 에탄가스 수출이 더욱 증가할 것으로 예상되며 가스 가격 상승에 따라 ECC업체들의 수익성은 하향할 것으로 전망된다.

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC



자료: EIA, LIG투자증권

석탄 가격 급등! NCC업체에게는 호재

중국 석탄가격 구조적 상승 전망

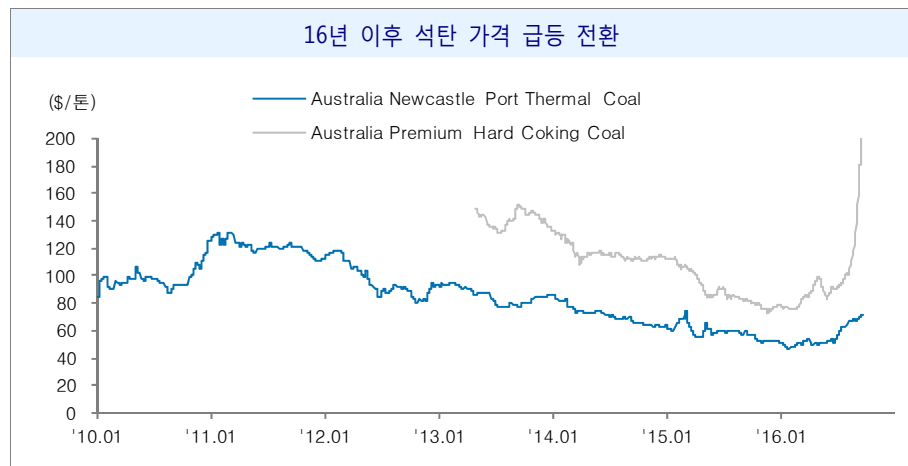
최근 중국 석탄가격은 급등세를 보이고 있다. 철강 제조에 쓰이는 중국 프리미엄 Coking coal 가격은 톤당 205달러로 연초 대비 160% 가량 상승했으며, 중국 발전 용에 쓰이는 thermal coal 가격도 톤당 70달러로 연초대비 40% 상승했다.

과거 5년 동안 공급 증가와 소비 감소로 석탄가격이 하락세를 지속했던 점을 고려하면 최근 가격 상승은 매우 빠른 속도로 이뤄지고 있다.

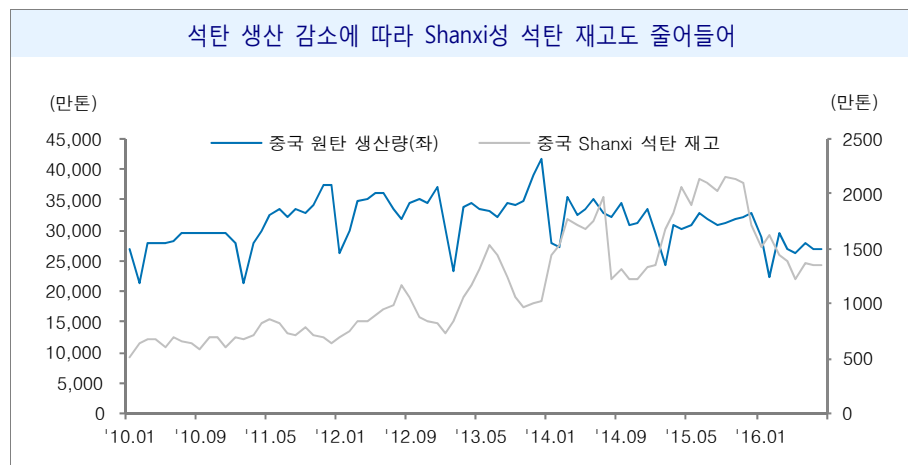
중국 석탄 가격이 연초 이후 급등한 배경에는 여름철 강수량 증가에 따른 공급 물량 감소 영향도 일부 있으나 중국 정부가 공급과잉 산업에 대한 구조조정 정책을 발표한 영향이 더욱 크다.

지난 2월 중국 국무원은 향후 5년 동안 총 5억톤의 석탄 생산량을 줄이기로 발표했다. 이는 전체 석탄 생산량의 9%이다. 4월 중국 국가발전개혁위원회(NDRC)도 광산 조업일수를 기존 330일에서 276일로 줄여 내수 생산량을 16% 감소시키겠다고 발표했다. 그 외에도 금융권의 석탄 신사업 프로젝트에 대한 대출 기준 강화와 구조조정 업체에 대해 세금 혜택 지원 등을 발표하며 공급 과잉된 석탄 산업에 대한 구조조정을 본격화하고 있다. 특히 최대 석탄 생산지인 Shanxi성도 향후 5년 내에 목표량의 20%인 1억톤의 석탄 생산량을 줄이기로 발표하면서 지방정부도 중앙 정부 정책에 적극 협조하고 있는 상황이다.

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC



자료: Bloomberg, LIG투자증권



자료: Bloomberg, LIG투자증권

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

표5. 중국 정부의 공급과잉산업에 대한 구조조정 정책

날짜	항목	부서	정책 내용
4월 14일	토지 사용	국토자원부 노동사회보장부, 국가발전개혁위원회(NDRC), 공신부(MIT),	- 공급과잉 산업에서 증설을 위한 토지 사용 허가하지 않음 - 설비 폐쇄 이후, 토지 정리에 대한 이익은 종업원을 위해 사용되어야 함
4월 17일	실업문제	재무부, 민정부, 국유자산관리감독위원회 (SASAC), 중국 노동조합	- 실업문제 해결을 위해 4가지 방법 사용해야함. (내부발령, 창업지원, 희망퇴직 모집, 사회보장제도에 따른 복지시스템 제공) - 종업원관련 문제는 선결되어야함, M&A가 되었을 경우, 기존 임직원들의 일자 리 보장 받아야하며, 해당 기업이 파산했을 경우, 퇴직금, 급여, 보험금은 전부 지급되어야 함
4월 18일	생산관리 (석탄)	국가안전생산감독관리총국, 탄광관리부 환경부, 국가발전개혁위원회	- 탄광 조업일수를 기존 330일에서 276일로 줄임. 내수 생산량을 16% 감소시킴 - 석탄 개발을 위한 증설은 향후 3년간 없음
4월 19일	배출가스	(NDRC), 공신부(MIT)	- 전국적으로 오염 가스 배출량을 조사한 뒤, 배출 한도를 넘는 기업들 조사 - 한도 넘는 오염 가스를 배출한 기업들에게 차등적 벌금 부과
4월 21일	대출 규제	중앙은행, 중국은행/증권/보험감독관리 위원회(CBRC/CSRC/CIRC)	- 석탄, 철강 업체들의 신사업계획에 대해 면밀한 검토 없이 추가 대출 허가하지 않음 - 적자 지속업체에 대해서는 대출 줄이거나 회수할 것 - 은행들은 석탄, 철강업체들이 M&A를 할 경우 적극적으로 자금 지원할 것
4월 21일	생산능력 관리 (철강)	국가질량감독검험검역총국	- 정부가 제시한 생산수준이 이뤄지고 있는지 조사 - HRC와 볼베어링 설비에 대해서는 2017년부터 2019년까지 생산 허가를 내주지 않음
5월 18일	세금	재무부, 국세청	- 석탄, 철강 업체들은 구조조정 및 파산 신청할 경우 세금 혜택 지원 - 1000억 위안의 정부 특별 보조금 할당 내용
5월 19일	정부 지원금	재무부	- 80%는 설비 폐쇄 비용(50%), 급여(30%), 국영기업을 위한 지원금(20%)으로 사용 - 나머지 20%는 국영기업이 구조조정 목표를 달성했을 경우 지급

자료: LIG투자증권 리서치본부

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

표6. 중국 지역별 석탄산업 구조조정 목표 할당량

일자	지역	구조조정 시기	석탄(mtpa)
2/5/2016	National	next 3-5 years	500
2/4/2016	National	2016-20	
12/29/2015	National	2016	60
6/6/2016	Hubei	next 3 years	8
5/27/2016	Yunnan	next 3 years	21
5/20/2016	Shangong	next 5 years	65
5/3/2016	Sichuan	2016-20	
4/25/2016	Shanxi	2016-20	100
4/19/2016	Hunan	next 5 years	15
4/9/2016	Xinjiang	n.a.	
4/6/2016	Inner Mongolia	next 3-5 years	50
3/30/2016	Henan	2016	
3/23/2016	Jiangsu	next 3-5 years	7
3/10/2016	Gansu	next 3-5 years	10
3/8/2016	Anhui	2016	30
3/7/2016	Hebei	next 3-5 years	76
3/3/2016	Guizhou	next 3-5 years	71
2/29/2016	Chongqing	next 2-3 years	23
지역별 목표 총합			475

자료: LIG투자증권 리서치본부

석탄 가격 상승으로 중국 석탄화학설비 경쟁력 더욱 낮아질 것

중국 CTO설비 가동률 하향 전망

중국 석탄산업의 구조조정으로 석탄 가격의 구조적인 상승이 기대된다. 따라서 중국 석탄화학설비인 CTO(Coal-to-olefin) 설비 투자는 낮은 수익성과 환경 오염 문제로 더욱 지연될 전망이다.

중국 석탄화학설비는 과거 낮은 석탄가격이 중국 내몽고 지역의 풍부한 자원을 활용하기 위해 13년부터 추진해왔던 프로젝트이다. 그러나 용수 과다 사용과 폐수 과다 발생으로 인프라 시설과 환경보호 부담이 크다. 투자비는 NCC설비 대비 약 3배 높다. 또한 불균일한 석탄 품질로 최종 생산되는 화학 제품의 수율이 고르지 못하다는 단점이 있다. 석탄화학설비에서 생산되는 MEG제품은 폴리에스테르 원료 규격에 미달하는 품질이 대부분이다.

여러 단점으로 중국 석탄화학설비의 가동률은 50% 이하로 유지되어 왔으나, 최근 중국 석탄산업의 구조조정에 따른 원가 상승으로 향후 CTO설비 계획 지연이 예상된다. 16년에 계획된 중국 석탄화학설비 프로젝트는 총 6개로 에틸렌 연간 생산능력은 약 160만톤이다. 이는 올해 계획된 에틸렌 증설물량의 약 20%로 적지 않다. 그러나 이중 2개의 프로젝트는 이미 완공 되었으나, 낮은 경제성으로 가동률은 여전히 낮다. 따라서 17~18년에 계획된 석탄화학설비 가동 지연에 따라 에틸렌 공급은 더욱 부족할 것으로 판단된다. 17년 에틸렌 싸이클의 지속이 예상된다.

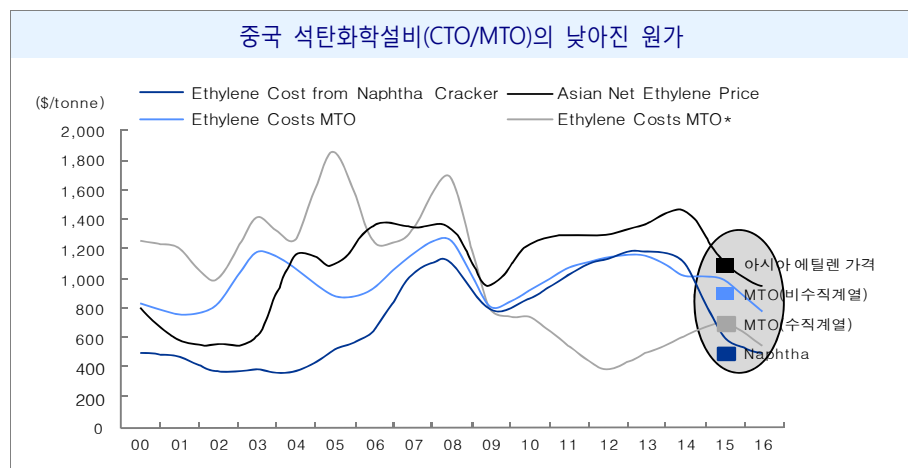
정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

표7. 16년 중국 석탄화학설비(CTO/MTO) 증설 일정

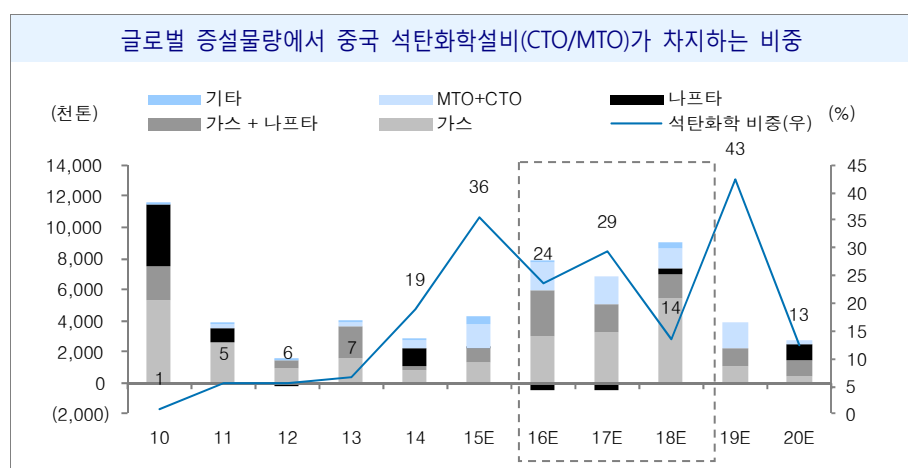
(단위: 천톤)

회사	위치	설비	에틸렌 증설물량	다운스트림 증설물량	가동 시기
Shenhua Yulin	Shenmu, Shaanxi	MTO	300	PE(300)	Dec 2015
Inner Mongolla, ChinaCoal Mengda New Energy & Chemical Industry	Erdos, Inner Mongolia	CTO	300	HDPE/LDPE(300)	Apr 2016
Shenhua Xinjiang	Urumqi, Xinjiang	CTO	320	LDPE(320)	Late Q2 2016
Qinghai Salt Lake Industry	Golmud, Qinghai	CTO	160	PVC(300)	Q3 2016
Fund (Changzhou) Energy & Chemical	Changzhou, Jiangsu	MTO	165	SM(300), 미정	Q3 2016
Jiangsu Sallboat Petrochemical	Lianyungang, Jiangsu	MTO	370	EVA/ LLDPE(300). EO(180), MEG(20)	Q4 2016
합계			1,615		

자료: LIG투자증권 리서치본부

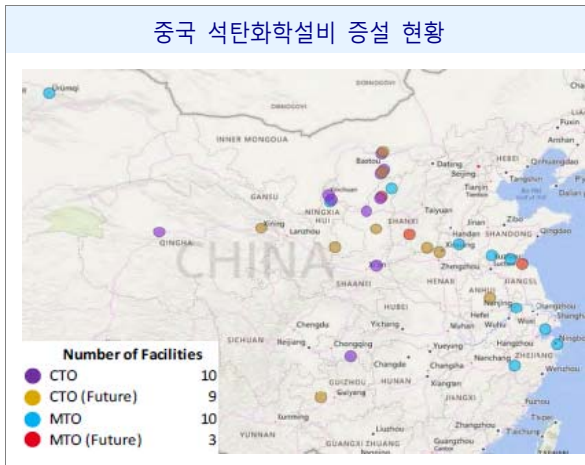


자료: Cischem, Bloomberg, LIG투자증권

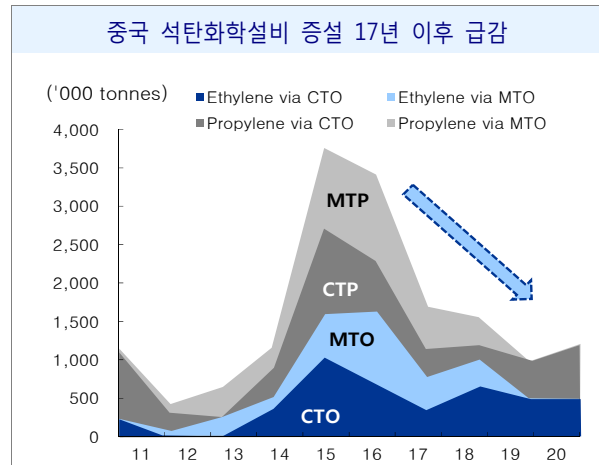


자료: Cischem, Bloomberg, LIG투자증권

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC



자료: Dow Chemical, LIG투자증권



자료: Dow Chemical, LIG투자증권

안정적인 나프타 가격 흐름 기대

공급 증가&
수요 감소로
나프타가격 하향
안정화 기대

나프타 가격은 중장기로 안정된 가격 흐름을 보일 것으로 예상된다. 공급 측면에서는 미국 셰일오일 생산 증가에 따라 경질 나프타 제품 생산 비중이 늘어나기 때문이다. 17년까지 미국에서는 총 60만b/d의 정제설비가 증설될 예정이며 이중 8만b/d의 경질 나프타가 생산될 예정이다. 또한 정제마진 개선으로 글로벌 정유업체들의 가동률이 높게 유지되어 나프타 생산량이 충분하다.

반면 나프타 수요는 감소할 것으로 예상된다. 미국 휘발유 수요 증가로 휘발유 생산에 쓰이는 경질 나프타가 동반 상승하였으나, 중국 독립 정유사들의 가동률 상승으로 휘발유 생산이 늘어나면서 나프타 원료 사용이 감소했다. 즉, 미국 나프타 사용 증가를 상쇄할 전망이다.

중국은 16년 누적 기준으로 나프타를 13만b/d 수입하고 있는데 전년대비 절반 가량 감소했다. 중국 내에서 가스 원료 사용이 늘어나면서 나프타 수요가 감소했기 때문이다. 전반적으로 아시아 LPG 사용 비중이 15년 11%에서 17년 15%로 증가하며 나프타 수요를 가스가 대체할 전망이다.

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC

높아지는 NCC업체들의 원가 경쟁력

아시아 NCC업체
원가 경쟁력
더욱 높아져

나프타 가격은 15년 500달러에서 현재 380까지 낮아졌다. 이로 인해 아시아 지역의 톤당 에틸렌 스프레드는 15년 평균 620달러에서 16년 9월 누적으로 880달러까지 상승했다.

지역별로 보면 아시아 에틸렌 마진이 미국보다 두 배 이상 높다. 아시아 에틸렌 가격이 1,080불로 미국 대비 두 배 가량 높으며, 에틸렌 외에 생산되는 부산물의 가치도 미국보다 1,000달러 이상 높기 때문이다. 반면, 원료 측면에서는 아시아 나프타 가격이 13년 이후 60% 하락하며 미국 에탄 가격의 하락 폭인 30% 대비 훨씬 컸다.

유가는 여전히 원유 공급 과잉으로 완만한 상승이 예상된다. 나프타 가격은 유가의 완만한 상승 속에 미국 경질유 증가에 따른 공급 증가와 NCC증설 제한에 따른 수요 감소로 300~400달러대의 안정적인 가격 흐름이 예상된다. 따라서 나프타 원료를 쓰는 아시아 NCC업체들의 원가 경쟁력이 더욱 높아질 전망이다.

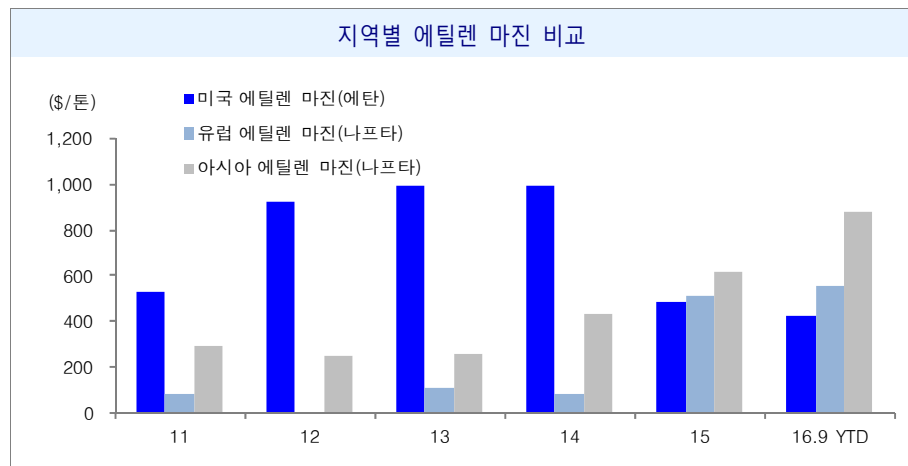
표8. 지역별 에틸렌 마진 비교

(단위: \$/톤)

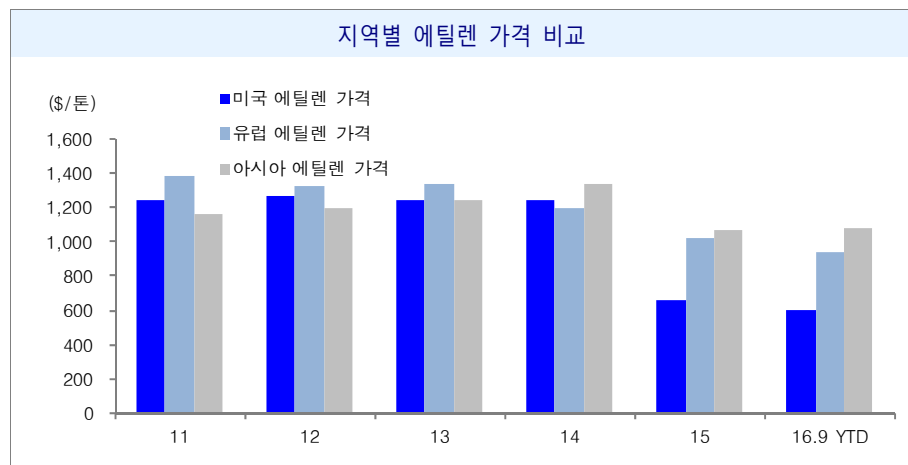
	11	12	13	14	15	16.9 YTD
U.S. Ethylene Spot Margin (ethane)	526	926	990	994	482	429
Ethylene Gulf Coast FOB Future	1,240	1,270	1,238	1,244	657	605
Total cost	714	344	248	250	175	177
+Feedstock (0.411)	709	344	243	240	167	169
+Utilities	54	38	50	56	34	32
- Co-Product Credits	48	38	44	47	26	24
Ethane Price	1,724	838	591	585	407	411
Europe Ethylene Spot Margin (Naphtha)	80	3	111	84	513	555
Ethylene Spot CIF NWE	1,379	1,328	1,340	1,195	1,020	942
Total cost	1,299	1,325	1,229	1,111	507	388
+Feedstock (3.45)	3,201	3,200	3,090	2,870	1,591	1,269
+Utilities	467	482	442	394	188	157
- Co-Product Credits	2,369	2,357	2,303	2,153	1,273	1,038
Naphtha price	928	927	896	832	461	368
Japan Ethylene Spot Margin (Naphtha)	295	248	262	433	615	879
Ethylene Japan	1,156	1,202	1,249	1,333	1,063	1,077
Total Cost	861	954	987	900	448	198
+Feedstock (3.45)	3,060	3,053	2,983	2,742	1,589	1,246
+Utilities	454	456	442	394	205	165
- Co-Product Credits	2,653	2,555	2,438	2,237	1,346	1,213
Naphtha price	948	945	923	849	492	386

자료: LIG투자증권 리서치본부

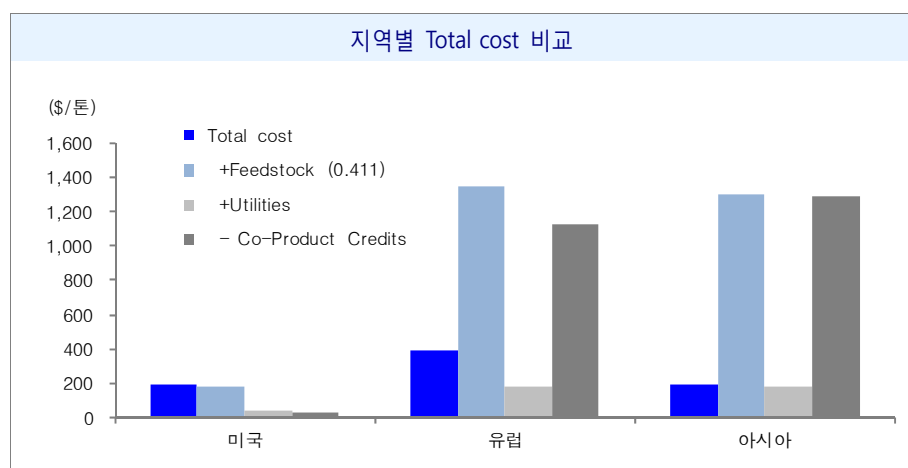
정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권

IV. 업종 투자의견 '비중확대' 제시

Top picks으로 SK이노베이션과 롯데케미칼 추천

정유와 화학업종 대해 '비중확대'의견으로 개시한다.

먼저 정유업종은 연초 이후 정제마진 약세를 보였으나 중국 정유제품 수출물량이 감소하면서 개선세를 보이고 있다. 또한 미국의 파이프사고로 인해 공급이 원활하게 이뤄지지 않고 있다. 따라서 4분기 성수기를 앞두고 정제마진 호조가 예상된다. 수급 측면에서도 16년 글로벌 정유제품 수요증분은 130만b/d이나 정유설비 순공급 물량은 40만b/d에 불과하다. 글로벌 정유업체들은 이미 가동률 피크에 이르고 있어 추가 가동률 상승이 어려울 전망이다. 하반기 정제마진 수급 개선이 기대된다.

또한 OPEC회원국들의 감산 영향으로 유가는 17년 배럴당 55달러로 완만한 상승세를 보일 전망이다. 과거 유가가 완만하게 상승할 경우 원료 가격 상승 전가가 가장 용이했다. 향후 유가의 완만한 상승에 따른 정제마진 개선과 재고평가이익 반영이 긍정적이다.

화학업종은 16년 호실적에도 불구하고, 17년에 타이트한 에틸렌 공급으로 인해 싸이클이 지속될 전망이다. 특히 최근 석탄 가격 급등으로 에틸렌 공급 물량은 더욱 타이트할 전망이다. 글로벌 증설물량에서 석탄이 차지하는 비중은 20~30%로 적지 않다. 또한 17년 하반기 미국의 대규모 ECC설비 증설물량이 우려되고 있다. 그러나 가스 수요 증가에 따른 가격 상승으로 원가경쟁력은 점점 악화될 것이다.

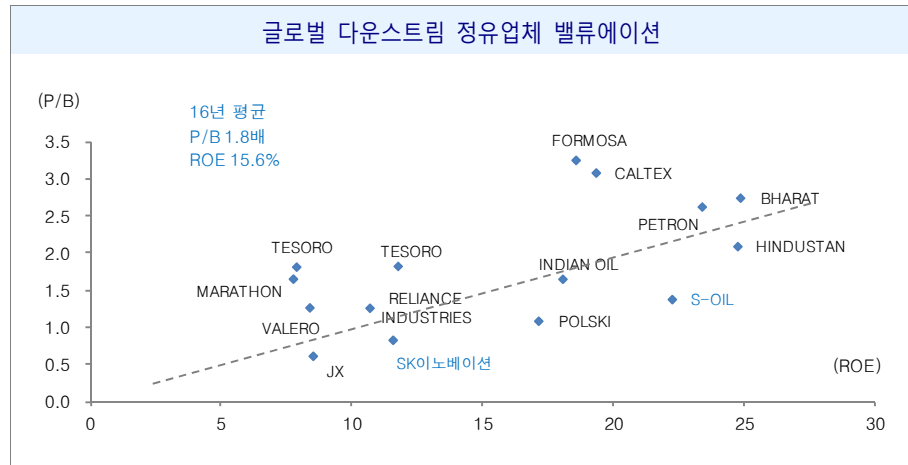
반면, 나프타 원료는 미국 경질유 증가에 따른 공급 증가와 NCC공급 증설물량이 전무하여 수요가 감소할 전망이다. 나프타 가격의 안정적인 흐름으로 국내 NCC업체들의 제품 스프레드는 더욱 확대될 전망이다.

Top pick으로는 SK이노베이션과 롯데케미칼을 제시한다.

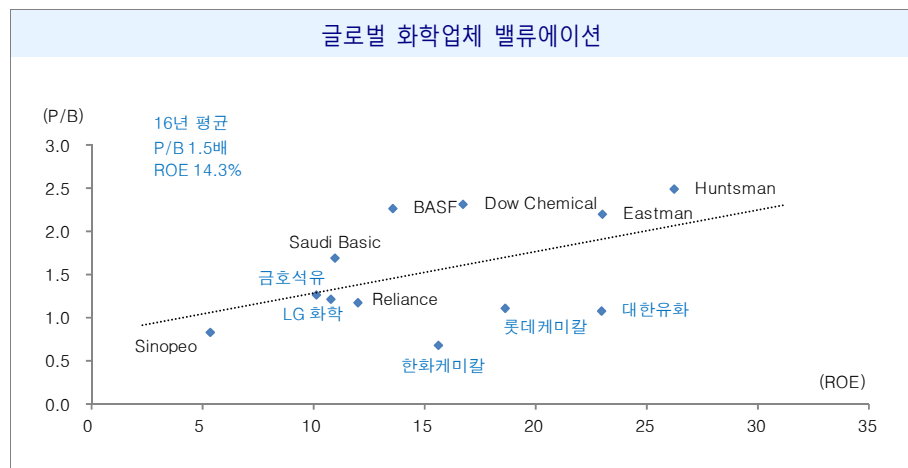
SK이노베이션은 정제마진 개선과 화학부문 투자 전략으로 향후 지속적인 성장이 가능할 전망이다. 또한 연말 3%대의 시가배당률이 매력적이다.

롯데케미칼은 4분기 현대오일뱅크와 JV로 추진하는 컨테이너 스플리터 설비가 완공되면서 나프타와 MX 자급률이 개선될 전망이다. 그 동안 고가의 MX제품을 사와서 아로마틱 수익성이 저조했다. 17년 아로마틱 부문의 연간 흑자가 예상된다. 17년 NCC싸이클 하에서 타이탄 증설과 미국 ECC 투자로 인해 화학업종 중 수혜가 가장 클 전망이다.

정유/화학 | 다시 시작되는 원료전쟁, 승자는 NCC



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권

[기업분석]

1	SK이노베이션 (096770KS Buy 신규 TP 220,000원 신규)	
	16년 실적 호조와 높아지는 배당 기대감	40
2	S-Oil (010950KS Buy 신규 TP 100,000원 신규)	
	18년 고도화설비 투자에 따른 성장을 바라보며	44
3	GS (078930KS Buy 신규 TP 70,000원 신규)	
	길게 보면 나아질 것이 더 많다	48
4	LG화학 (051910KS Buy 신규 TP 320,000원 신규)	
	비화학 실적 아쉬우나 화학 실적 기대감 유호	52
5	롯데케미칼 (011170KS Buy 신규 TP 430,000원 신규)	
	NCC 싸이클 환경에서 화학부문 투자 돋보여	56
6	대한유화 (006650KS Buy 신규 TP 320,000원 신규)	
	17년 증설로 외형 성장 기대	60
7	한화케미칼 (009830KS Buy 신규 TP 37,000원 신규)	
	태양광 우려를 잠재우는 화학부문의 호실적	64

[기업분석]

8	금호석유 (011780KS Hold 신규 TP 75,000원 신규)	
	인고의 시간.....	68
9	효성 (004800KS Buy 신규 TP 180,000원 신규)	
	꾸준한 이익 성장 돋보여.....	72
10	코오롱인더 (120110KS Buy 신규 TP 120,000원 신규)	
	안정적인 실적과 신규 사업의 성장 매력	76
11	SKC (011790KS Buy 신규 TP 34,000원 신규)	
	일보 전진을 위한 이보 후퇴.....	80
12	휴켄스 (069260KS Buy 신규 TP 27,000원 신규)	
	단비 같은 TDI 가격 급등	84
13	OCI (010060KS Buy 신규 TP 120,000원 신규)	
	가격 하락으로 생존 경쟁 시작	87

SK이노베이션 (096770KS | Buy 신규 | TP 220,000원 신규)

16년 실적 호조와 높아지는 배당 기대감

부진했던 정제마진은 8월 이후 개선세를 보이고 있습니다. 하반기 대규모 정기보수가 진행되고 있으며 중국 teapot업체들의 가동률 감소에 따라 정제마진 수급이 좋아지고 있습니다. 4분기 정유부문 성수기에 따른 정제마진 호조와 OPEC 산유국들의 감산 정책에 따른 완만한 유가 상승으로 정유 부문의 실적 호조가 예상됩니다. 15년 대비 월등히 좋아진 16년 실적으로 연말 3%대의 배당률이 기대됩니다.

정제마진 개선과 완만한 유가 상승으로 하반기 실적 호조 예상

- 3분기 영업이익은 4,580억원 예상. QoQ 60% 감소하나 YoY +26% 증가 기대. 3분기 진행되는 인천정유의 정기보수 진행으로 정유부문에서 일회성 비용 반영될 전망
- 싱가포르 정제마진은 미국 파이프라인 사고와 중국 teapot업체들의 가동률 하락으로 수급 개선 중
- 4분기 난방유 성수기와 글로벌 정유업체들의 대규모 정기보수와 함께 정제마진 호조가 지속될 전망

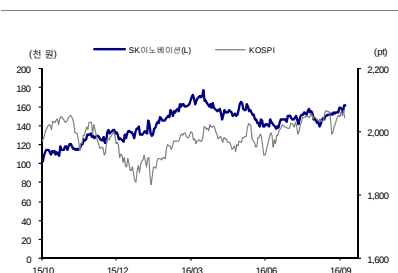
화학부문에 대한 투자방향은 향후 사업 다각화에 긍정적

- 동사는 중국 NCC업체인 Shanghai Secco 인수 검토 중. 향후 다운스트림 사업 다각화 측면에서 긍정적
- 정유 3사 중 유일하게 NCC를 보유하고 있어 이익 안정적이며 향후 스페셜티 제품 투자 가능할 전망

경쟁사 대비 실적 개선 폭은 더 클 것

- 저가의 Iran 산 원유 도입으로 정유부문 수익성 우수
- 15년 대비 월등하게 좋아진 16년 실적으로 연말 3%대의 시가 배당률 기대
- EV/EBITDA 5배, P/B 1.1배(ROE 11%)를 적용하여 목표주가 220,000원으로, 매수의견 제시

Stock Data



주가(9/30)	161,500원		
액면가	5,000원		
시가총액	15,050십억원		
52주 최고/최저가	178,000원/ 98,000원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	13.7	-5.0	64.8
상대주가(%)	13.5	-6.9	58.3

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	65,861	48,356	39,129	44,014	45,912
영업이익	(십억원)	-183	1,980	3,096	3,254	2,809
영업이익률	(%)	-0.3	4.1	7.9	7.4	6.1
순이익	(십억원)	-589	815	1,658	1,760	1,431
EPS	(원)	-6,283	8,696	17,692	18,777	15,266
증감률	(%)	-180.7	-238.4	103.4	6.1	-18.7
PER	(배)	-13.5	14.9	9.1	8.6	10.6
PBR	(배)	0.5	0.8	0.9	0.8	0.8
ROE	(%)	-3.3	5.2	10.0	9.8	7.5
EV/EBITDA	(배)	28.3	5.7	4.2	3.7	3.9
순차입금	(십억원)	8,051	3,407	1,489	145	-971
부채비율	(%)	118.5	84.0	74.9	71.8	68.7

SK이노베이션 | 16년 실적 호조와 높아지는 배당 기대감

표1. SK이노베이션 실적 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	14	15	16F	17F
매출액	12,046	12,998	12,447	10,865	9,458	10,280	8,780	10,611	65,861	48,356	39,129	44,014
(QoQ, %)	(25)	8	(4)	(13)	(13)	9	(15)	21				
(YoY, %)	(28)	(21)	(25)	(33)	(21)	(21)	(29)	(2)	(0)	(27)	(19)	12
SK 에너지	8,985	9,514	9,036	7,764	6,646	7,443	6,078	7,545	49,056	35,300	27,712	31,531
(QoQ, %)	(25)	6	(5)	(14)	(14)	12	(18)	24				
(YoY, %)	(29)	(22)	(25)	(35)	(26)	(22)	(33)	(3)	(2)	(28)	(21)	14
SK 종합화학	2,210	2,586	2,354	2,139	1,968	1,945	1,871	2,050	12,639	9,288	7,833	8,074
(QoQ, %)	(27)	17	(9)	(9)	(8)	(1)	(4)	10				
(YoY, %)	(29)	(21)	(27)	(29)	(11)	(25)	(21)	(4)	(1)	(27)	(16)	3
SK 루브리컨츠	620	656	665	681	622	653	596	765	2,988	2,622	2,637	3,291
(QoQ, %)	(22)	6	1	2	(9)	5	(9)	28				
(YoY, %)	(17)	(11)	(5)	(15)	0	(0)	(10)	12	7	(12)	1	25
SK 이노베이션	231	242	392	285	222	239	235	251	1,204	1,150	947	1,118
(QoQ, %)	(27)	5	62	(27)	(22)	8	(2)	7				
(YoY, %)	(20)	(16)	25	(9)	(4)	(1)	(40)	(12)	(3)	(4)	(18)	18
영업이익	321	988	364	307	845	1,120	458	674	(183)	1,980	3,096	3,254
(QoQ, %)	흑전	208	(63)	(16)	176	33	(59)	47				
(YoY, %)	34	흑전	644	흑전	163	13	26	120	적전	흑전	56	5
SK 에너지	153	755	107	285	490	705	103	335	(999)	1,299	1,634	1,560
(QoQ, %)	흑전	395	(86)	167	72	44	(85)	225				
(YoY, %)	336	흑전	흑전	흑전	221	(7)	(4)	18	적전	흑전	26	(5)
SK 종합화학	116	243	120	(47)	224	303	254	200	359	431	982	1,003
(QoQ, %)	48	110	(51)	적전	흑전	35	(16)	(21)				
(YoY, %)	37	376	(18)	적전	94	25	112	흑전	(96)	20	128	2
SK 루브리컨츠	57	42	83	113	132	133	122	138	290	295	525	666
(QoQ, %)	(21)	(27)	100	37	16	1	(8)	13				
(YoY, %)	(14)	(48)	13	59	133	220	47	21	(81)	2	78	27
SK 이노베이션	(4)	(51)	54	(45)	(2)	(21)	(22)	1	119	(45)	(44)	26
(QoQ, %)	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적지	흑전				
(YoY, %)	적전	적전	(23)	적지	적지	적지	적전	흑전	(96)	적전	적지	흑전
영업이익율	2.7	7.6	2.9	2.8	8.9	10.9	5	6	(0.3)	4.1	8	7
SK 에너지	1.7	7.9	1.2	3.7	7.4	9.5	2	4	(2.0)	3.7	6	5
SK 종합화학	5.2	9.4	5.1	(2.2)	11.4	15.6	14	10	2.8	4.6	13	12
SK 루브리컨츠	9.1	6.3	12.5	16.7	21.2	20.3	21	18	9.7	11.2	20	20
SK 이노베이션	(1.6)	(21.1)	13.9	(15.7)	(1.0)	(8.9)	(9)	0	9.9	(3.9)	(5)	2

자료: LIG 투자증권 리서치본부

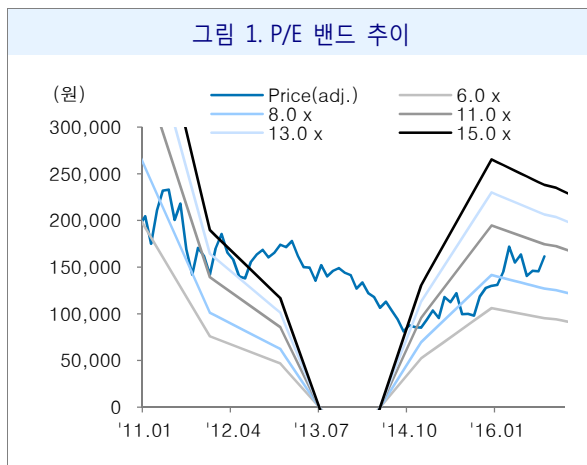
SK이노베이션 | 16년 실적 호조와 높아지는 배당 기대감

표2. SK이노베이션 목표주가 220,000원

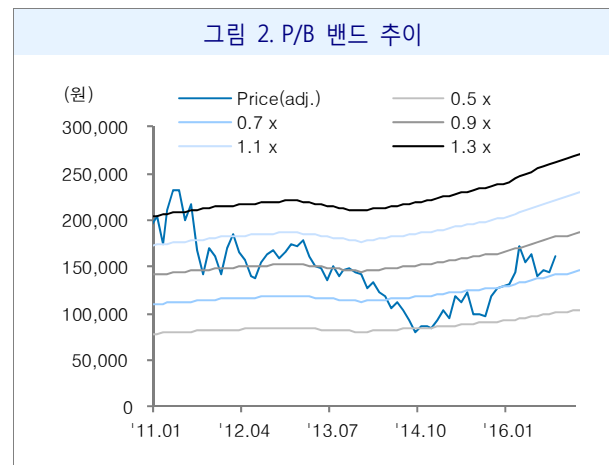
(단위: 십억원, 천주, 배)

항목	16F	비고
EBITDA	4,082	
Target Multiple	5.0	정유/화학업종 평균 5배 적용
영업가치 (A)	20,412	
관계기업투자자산 (B)	2,308	2Q16 기준
순차입금 (C)	1,295	2Q16 기준
우선주시가총액 (D)	110	2Q16 기준
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)	21,314	
유통주식수 (F)	92,466	보통주 기준
목표주가	230,509	
BPS	184,106	
Target P/B	1.1	
목표주가	202,517	
최종 목표주가	220,000	
현재주가	161,500	
Upside (%)	36	

자료: LIG투자증권 리서치본부



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권

SK이노베이션 | 16년 실적 호조와 높아지는 배당 기대감

■ 대차대조표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	12,842	13,809	15,840	17,170
현금및현금성자산	3,020	5,368	6,563	7,524
매출채권 및 기타채권	4,030	3,261	3,668	3,826
재고자산	3,560	2,881	3,240	3,380
비유동자산	18,518	18,346	18,191	18,052
투자자산	2,678	2,733	2,789	2,846
유형자산	13,914	13,826	13,743	13,662
무형자산	1,663	1,525	1,398	1,281
자산총계	31,360	32,155	34,031	35,221
유동부채	7,494	6,854	7,305	7,419
매입채무 및 기타채무	5,019	4,062	4,569	4,766
단기차입금	389	389	389	389
유동성장기부채	1,655	2,055	1,955	1,855
비유동부채	6,819	6,919	6,919	6,919
사채 및 장기차입금	6,130	6,230	6,230	6,230
부채총계	14,313	13,774	14,224	14,338
지배기업소유지분	15,890	17,117	18,430	19,413
자본금	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,884	5,884	5,884
이익잉여금	9,450	10,660	11,972	12,956
기타자본	87	104	104	104
비지배지분	1,157	1,264	1,378	1,470
자본총계	17,046	18,381	19,807	20,883
총차입금	8,259	8,744	8,652	8,555
순차입금	3,407	1,489	145	-971

■ 현금흐름표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	4,086	3,334	2,782	2,558
영업에서 창출된 현금흐름	4,613	4,085	3,597	3,338
이자외 수취	50	87	89	90
이자외 지급	-246	-266	-271	-277
배당금 수입	76	76	76	76
법인세부담액	-407	-648	-709	-670
투자활동 현금흐름	-1,345	-1,024	-1,047	-1,053
유동자산의 감소(증가)	-1,454	-55	-57	-58
투자자산의 감소(증가)	219	-88	-90	-92
유형자산 감소(증가)	-349	-760	-760	-760
무형자산 감소(증가)	132	0	0	0
재무활동 현금흐름	-2,768	38	-539	-544
사채 및 차입금증가(감소)	-3,109	485	-92	-97
자본금및자본잉여금 증감	-9	0	0	0
배당금 지급	0	-447	-447	-447
외환환산으로 인한 현금변동	109	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	81	2,348	1,196	960
기초현금	2,939	3,020	5,368	6,563
기말현금	3,020	5,368	6,563	7,524
FCF	3,637	2,534	1,982	1,758

자료: LIG투자증권

■ 손익계산서

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	48,356	39,129	44,014	45,912
증가율(%)	-26.6	-19.1	12.5	4.3
매출원가	44,197	34,098	38,785	41,090
매출총이익	4,159	5,032	5,228	4,823
매출총이익률(%)	8.6	12.9	11.9	10.5
판매비와 관리비	2,180	1,936	1,974	2,014
영업이익	1,980	3,096	3,254	2,809
영업이익률(%)	4.1	7.9	7.4	6.1
EBITDA	2,931	4,082	4,225	3,765
EBITDA M%	6.1	10.4	9.6	8.2
영업외손익	-325	-773	-789	-805
지분법관련손익	257	-34	-34	-35
금융손익	-320	-303	-309	-315
기타영업외손익	-262	-437	-446	-454
세전이익	1,654	2,323	2,465	2,004
법인세비용	644	648	709	670
당기순이익	868	1,765	1,874	1,523
지배주주순이익	815	1,658	1,760	1,431
지배주주순이익률(%)	1.8	4.5	4.3	3.3
비지배주주순이익	53	107	114	93
기타포괄이익	86	17	0	0
총포괄이익	954	1,782	1,874	1,523
EPS 증가율(%, 지배)	-238.4	103.4	6.1	-18.7
이자손익	-211	-179	-183	-186
총외화관련손익	-179	-137	-140	-143

■ 주요지표

	2015A	2016E	2017E	2018E
총발행주식수(천주)	92,466	92,466	92,466	92,466
시가총액(십억원)	12,021	14,101	14,101	14,101
주가(원)	130,000	152,500	152,500	152,500
EPS(원)	8,696	17,692	18,777	15,266
BPS(원)	171,008	184,106	198,109	208,601
DPS(원)	4,800	4,800	4,800	4,800
PER(X)	14.9	9.1	8.6	10.6
PBR(X)	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(X)	5.7	4.4	3.9	4.1
ROE(%)	5.2	10.0	9.8	7.5
ROA(%)	2.6	5.6	5.7	4.4
ROIC(%)	4.9	12.5	13.2	10.7
배당수익률(%)	3.7	3.1	3.1	3.1
부채비율(%)	84.0	74.9	71.8	68.7
순차입금/자기자본(%)	20.0	8.1	0.7	-4.6
유동비율(%)	171.4	201.5	216.9	231.4
이자보상배율(X)	7.4	11.6	12.0	10.2
총자산회전율	1.5	1.2	1.3	1.3
매출채권 회전율	10.0	10.7	12.7	12.3
재고자산 회전율	11.0	12.2	14.4	13.9
매입채무 회전율	7.6	7.5	9.0	8.8

S-Oil (010950KS | Buy 신규 | TP 100,000원 신규)

18년 고도화설비 투자에 따른 성장을 바라보며

부진했던 정제마진은 8월 이후 개선세를 보이고 있습니다. 하반기 대규모 정기보수가 진행되고 있으며 중국 teapot업체들의 가동률 감소에 따라 정제마진 수급이 좋아지고 있습니다. 4분기 정유부문 성수기에 따른 정제마진 호조와 OPEC 산유국들의 감산 정책에 따른 완만한 유가 상승으로 정유 부문의 실적 호조가 예상됩니다. 다만, 고도화설비 증설에 따른 투자비 집행으로 연말 배당률은 다소 감소하겠으나 18년 이후 성장성에 대해서는 긍정적으로 판단됩니다.

정제마진 개선과 완만한 유가 상승으로 하반기 실적 호조 예상

- 3분기 영업이익은 3,220억원 기대. QoQ 50% 감소하나 15년 3분기 유가 하락과 정기보수 비용 반영으로 160억원의 저조한 실적을 기록했던 것과 비교하면 큰 폭의 실적 개선이 기대됨
- 싱가포르 정제마진은 미국 파이프라인 사고와 중국 teapot업체들의 가동률 하락으로 수급 개선 중
4분기 난방유 성수기와 글로벌 정유업체들의 대규모 정기보수와 함께 정제마진 호조가 지속될 전망

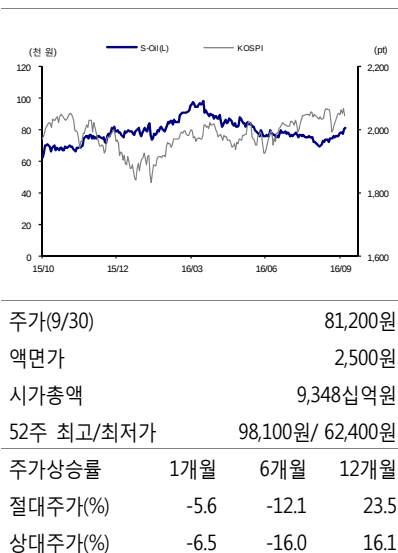
단기에는 슈퍼 프로젝트 진행으로 수익성 개선

- 슈퍼 프로젝트 1단계 완료로 지난 연말 정유 및 윤활유부문(그룹3) 생산능력 일부 확대
- 16년 4분기 기간에 슈퍼 프로젝트 2단계 진행으로 휘발유, 경유 수출 증가 긍정적

고도화설비 투자비 집행으로 연말 배당 기대는 다소 낮춰야

- 고도화설비에 대한 투자비 집행으로 배당 성향은 과거 대비 낮아질 전망
- EV/EBITDA 5배, P/B 2배(16년 ROE 25%)를 적용하여 목표주가 100,000원으로, 매수 의견 제시

Stock Data



경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	28,558	17,890	15,821	18,979	20,452
영업이익	(십억원)	-290	818	2,003	2,138	2,272
영업이익률	(%)	-1.0	4.6	12.7	11.3	11.1
순이익	(십억원)	-288	631	1,496	1,604	1,721
EPS	(원)	-2,468	5,414	12,830	13,759	14,762
증감률	(%)	-199.4	-319.3	137.0	7.2	7.3
PER	(배)	-19.6	14.7	6.3	5.9	5.5
PBR	(배)	1.1	1.7	1.4	1.2	1.0
ROE	(%)	-5.6	12.3	24.6	21.4	19.1
EV/EBITDA	(배)	161.1	9.2	3.6	2.9	2.2
순차입금	(십억원)	2,478	879	-447	-1,537	-2,893
부채비율	(%)	108.9	100.3	79.8	71.9	61.8

S-Oil | 18년 고도화설비 투자에 따른 성장을 바라보며

표 1. S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	14	15	16F	17F
매출액	4,374	5,143	4,427	3,947	3,428	4,198	3,975	4,219	28,558	17,890	15,821	18,979
(QoQ, %)	(30)	18	(14)	(11)	(13)	22	(5)	6				
(YoY, %)	(42)	(31)	(39)	(37)	(22)	(18)	(10)	7	(8)	(37)	(12)	20
정유	3,464	4,058	3,487	3,045	2,467	3,215	2,995	3,215	23,080	14,054	11,893	14,499
(QoQ, %)	(32)	17	(14)	(13)	(19)	30	(7)	7				
(YoY, %)	(44)	(32)	(40)	(40)	(29)	(21)	(14)	6	(10)	(39)	(15)	22
석유화학	532	711	610	644	636	637	633	666	3,506	2,496	2,571	3,082
(QoQ, %)	(30)	34	(14)	6	(1)	0	(1)	5				
(YoY, %)	(41)	(22)	(35)	(15)	20	(10)	4	3	(10)	(29)	3	20
윤활기유	378	374	329	259	325	346	347	338	1,972	1,340	1,357	1,398
(QoQ, %)	(14)	(1)	(12)	(21)	26	6	0	(2)				
(YoY, %)	(28)	(27)	(33)	(41)	(14)	(7)	5	31	13	(32)	1	3
영업이익	238	606	16	(43)	492	641	322	548	(290)	818	2,003	2,138
(QoQ, %)	흑전	155	(97)	적전	흑전	30	(50)	70				
(YoY, %)	407	흑전	흑전	적지	107	6	1,894	흑전	적전	흑전	145	7
정유	119	461	(167)	(185)	220	375	114	375	(730)	228	1,083	1,260
(QoQ, %)	흑전	287	적전	적지	흑전	71	(70)	228				
(YoY, %)	흑전	흑전	적지	적지	85	(19)	흑전	흑전	적지	흑전	375	16
석유화학	46	66	88	79	144	140	118	89	182	279	491	528
(QoQ, %)	63	43	34	(11)	83	(3)	(16)	(24)				
(YoY, %)	(1)	147	10	178	213	113	34	13	(68)	53	76	8
윤활기유	73	80	96	63	128	128	90	85	258	311	430	349
(QoQ, %)	12	9	20	(34)	102	0	(30)	(6)				
(YoY, %)	39	10	42	(3)	75	61	(6)	34	67	21	38	(19)
영업이익률(%)	5.4	11.8	0.4	(1.1)	14.3	15.3	8.1	13.0	(1.0)	4.6	12.7	11.3
정유	3.4	11.4	(4.8)	(6.1)	8.9	11.7	3.8	11.6	(3.2)	1.6	9.1	8.7
석유화학	8.7	9.3	14.4	12.2	22.7	22.0	18.6	13.4	5.2	11.2	19.1	17.1
윤활기유	19.3	21.3	29.0	24.3	39.2	37.0	26.0	25.0	13.1	23.2	31.7	25.0

자료: LIG 투자증권 리서치본부

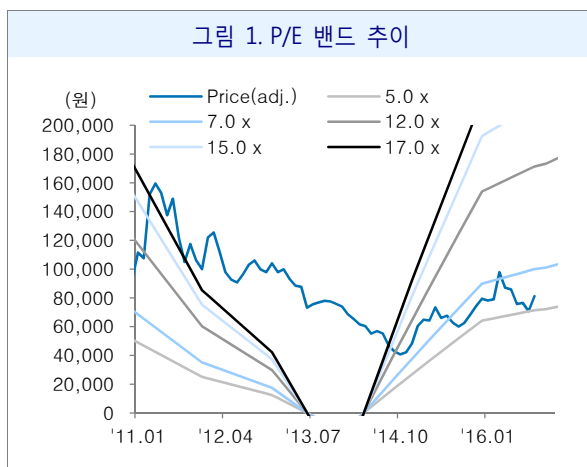
S-Oil | 18년 고도화설비 투자에 따른 성장을 바라보며

표2. S-Oil 목표주가 100,000원

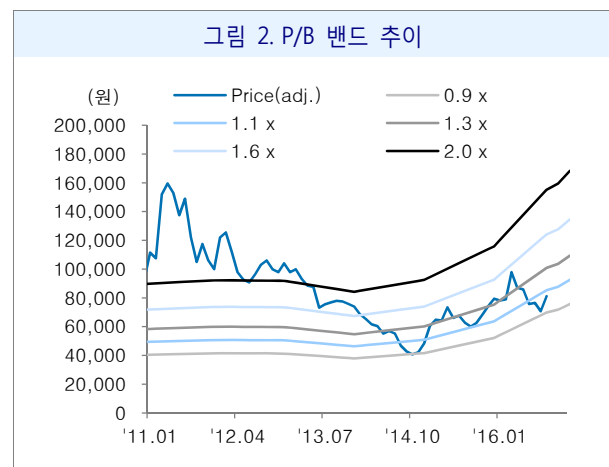
(단위: 십억원, 천주, 배)

항목	16F	비고
EBITDA	2,317	
Target Multiple	5.0	정유/화학업종 평균 5배 적용
영업가치 (A)	11,583	
관계기업투자자산 (B)	30	2Q16 기준
순차입금 (C)	311	2Q16 기준
우선주시가총액 (D)	223	2Q16 기준
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)	11,079	
유통주식수 (F)	112,583	보통주 기준
목표주가	98,408	
BPS	57,920	
Target P/B	2.0	
목표주가	114,103	
최종 목표주가	100,000	
현재주가	81,200	
Upside (%)	23	

자료: LIG투자증권 리서치본부



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권

S-Oil | 18년 고도화설비 투자에 따른 성장을 바라보며

대차대조표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,690	6,866	8,682	10,283
현금및현금성자산	201	2,013	2,859	4,008
매출채권 및 기타채권	1,273	1,126	1,351	1,455
재고자산	1,599	1,414	1,696	1,828
비유동자산	5,106	5,276	5,451	5,586
투자자산	134	119	142	153
유형자산	4,731	4,926	5,085	5,215
무형자산	47	38	30	24
자산총계	10,796	12,143	14,133	15,869
유동부채	3,222	3,028	3,316	3,451
매입채무 및 기타채무	1,506	1,332	1,597	1,721
단기차입금	1,582	1,582	1,582	1,582
유동성장기부채	5	0	0	0
비유동부채	2,183	2,363	2,594	2,609
사채 및 장기차입금	2,007	2,207	2,407	2,407
부채총계	5,406	5,391	5,910	6,059
지배기업소유지분	5,390	6,752	8,222	9,810
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	3,743	5,105	6,576	8,163
기타자본	24	24	24	24
비지배지분	0	0	0	0
자본총계	5,390	6,752	8,222	9,810
총차입금	3,606	3,800	4,001	4,002
순차입금	879	-447	-1,537	-2,893

현금흐름표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	2,476	2,138	1,866	2,119
영업에서 창출된 현금흐름	2,586	2,579	2,318	2,585
이자의 수취	31	63	88	112
이자의 지급	-57	-37	-39	-40
배당금 수입	6	6	6	6
법인세부담액	-90	-472	-507	-544
투자활동 현금흐름	-2,802	-310	-1,088	-837
유동자산의 감소(증가)	-2,077	292	-446	-208
투자자산의 감소(증가)	13	16	-24	-11
유형자산 감소(증가)	-651	-500	-500	-500
무형자산 감소(증가)	-6	0	0	0
재무활동 현금흐름	-184	-16	68	-133
사채 및 차입금증가(감소)	-32	193	202	1
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-128	-210	-134	-134
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-510	1,811	847	1,149
기초현금	712	201	2,013	2,859
기말현금	201	2,013	2,859	4,008
FCF	1,821	1,638	1,366	1,619

자료: LIG투자증권

손익계산서

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	17,890	15,821	18,979	20,452
증가율(%)	-37.4	-11.6	20.0	7.8
매출원가	16,439	13,155	16,165	17,490
매출총이익	1,451	2,666	2,814	2,962
매출총이익률(%)	8.1	16.8	14.8	14.5
판매비와 관리비	634	663	676	690
영업이익	818	2,003	2,138	2,272
영업이익률(%)	4.6	12.7	11.3	11.1
EBITDA	1,091	2,317	2,487	2,647
EBITDA M%	6.1	14.6	13.1	12.9
영업외손익	-5	-34	-27	-7
지분법관련손익	10	7	8	8
금융손익	-108	-94	-88	-70
기타영업외손익	93	53	54	55
세전이익	813	1,968	2,111	2,265
법인세비용	181	472	507	544
당기순이익	631	1,496	1,604	1,721
지배주주순이익	631	1,496	1,604	1,721
지배주주순이익률(%)	3.5	9.5	8.5	8.4
비지배주주순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-22	0	0	0
총포괄이익	609	1,496	1,604	1,721
EPS 증가율(%, 지배)	-319.3	137.0	7.2	7.3
이자손익	-1	26	49	72
총외화관련손익	-129	-118	-118	-118

주요지표

	2015A	2016E	2017E	2018E
총발행주식수(천주)	112,583	112,583	112,583	112,583
시가총액(십억원)	8,939	8,489	8,489	8,489
주가(원)	79,400	75,400	75,400	75,400
EPS(원)	5,414	12,830	13,759	14,762
BPS(원)	46,240	57,920	70,531	84,144
DPS(원)	2,400	1,150	1,150	1,150
PER(X)	14.7	6.3	5.9	5.5
PBR(X)	1.7	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(X)	9.2	3.8	3.1	2.4
ROE(%)	12.3	24.6	21.4	19.1
ROA(%)	6.0	13.0	12.2	11.5
ROIC(%)	11.3	24.5	26.0	26.1
배당수익률(%)	3.0	1.5	1.5	1.5
부채비율(%)	100.3	79.8	71.9	61.8
순차입금/자기자본(%)	16.3	-6.6	-18.7	-29.5
유동비율(%)	176.6	226.8	261.8	298.0
이자보상배율(X)	22.8	54.7	55.4	57.4
총자산회전율	1.7	1.4	1.4	1.4
매출채권 회전율	10.6	13.2	15.3	14.6
재고자산 회전율	8.9	10.5	12.2	11.6
매입채무 회전율	11.0	9.3	11.0	10.5

GS (078930KS | Buy 신규 | TP 70,000원 신규)

길게 보면 나아질 것이 더 많다

정제마진 개선과 함께 자회사 GS칼텍스는 높은 수준의 이익 실현이 가능할 전망이다. 또한 유통 자회사(GS리테일, GS홈쇼핑)들의 안정적인 실적이 긍정적입니다. 다만, 발전 자회사(GS EPS, GS EPS)들은 SMP하락으로 부진한 실적을 보이고 있으나 향후 완만한 유가 상승과 함께 공급과잉이 해소되며 수익성 개선이 예상되며 신규 발전 가동에 따라 17년 외형 성장이 가능할 전망이다.

완만한 유가 상승과 함께 정제마진 개선으로 GS칼텍스 실적 호조 예상

- GS의 3분기 영업이익은 3,860억원 기대. QoQ 23% 감소하나 YoY 23% 증가할 전망
- 자회사 GS칼텍스의 영업이익은 5,130억원으로 QoQ 33% 하락하나 YoY 330% 증가한 영향 클 것
- 발전 자회사인 GS EPS와 GS E&R은 SMP가격 회복이 더더 부진한 실적 지속될 것으로 예상

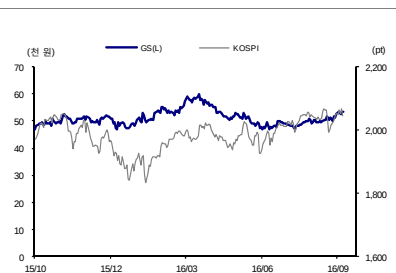
17년 GS칼텍스의 호실적 외에도 발전 자회사의 실적 개선에 관심 둘 필요 있어

- 17년 초 GS E&R의 북평 화력발전(1.2GW)과 17년 하반기 GS EPS의 LNG발전 가동으로 외형 성장 가능
- 완만한 유가 상승 속에 SMP가격 회복으로 발전 자회사의 실적 턴어라운드 기대

17년 이후로 길게 보면 나아질 것이 더 많아

- 정유 부문 호실적 외에도 발전 자회사들의 실적 개선 긍정적
- EV/EBITDA 5배, P/B 1.1배(ROE 11%)를 적용하여 목표주가 70,000원으로, 매수의견 제시

Stock Data



주가(9/30)	53,500원		
액면가	5,000원		
시가총액	5,031십억원		
52주 최고/최저가	59,900원/ 45,550원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.2	-8.4	17.5
상대주가(%)	8.0	-10.3	12.8

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	10,866	12,301	13,331	15,741	18,814
영업이익	(십억원)	-34	1,582	1,666	1,990	2,239
영업이익률	(%)	-0.3	12.9	12.5	12.6	11.9
순이익	(십억원)	-347	492	839	1,003	1,138
EPS	(원)	-3,663	5,197	8,863	10,593	12,013
증감률	(%)	-197.0	-241.9	70.5	19.5	13.4
PER	(배)	-10.9	9.8	6.0	5.1	4.5
PBR	(배)	0.6	0.8	0.7	0.6	0.6
ROE	(%)	-4.4	6.7	10.9	11.9	12.1
EV/EBITDA	(배)	-282.8	9.0	8.4	7.0	6.3
순차입금	(십억원)	4,630	7,750	7,339	7,230	7,209
부채비율	(%)	108.8	134.9	127.2	120.6	114.9

GS | 길게 보면 나아질 것이 더 많다

표1. GS 실적 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	14	15	16F	17F
매출액	2,785	3,419	2,988	3,109	3,090	3,352	3,442	3,447	9,788	12,301	13,331	15,741
(QoQ, %)	(3)	23	(13)	4	(1)	8	3	0				
(YoY, %)	5	31	10	8	11	(2)	15	11	2	26	8	18
GS 리테일	1,325	1,568	1,724	1,656	1,640	1,851	1,989	1,880	4,962	6,273	7,360	8,079
GS EPS	179	116	157	165	148	122	134	140	1,209	617	543	744
GS 글로벌	637	597	510	518	568	618	612	621	2,770	2,262	2,419	2,661
GS E&R	227	181	147	176	166	157	164	173	1,013	730	660	1,164
GS 에너지	397	936	434	603	568	601	613	625	967	2,370	2,408	2,971
임대수익	(3)	23	(13)	4	(1)	8	3	0	124	150	158	165
상표권수익	11	14	13	14	11	12	13	13	61	52	48	52
지분법손익	109	235	54	158	149	237	163	239	(263)	557	788	1,045
GS 칼텍스	80	221	52	133	108	234	156	219	(338)	486	718	971
(QoQ, %)	흑전	174	(76)	154	(18)	116	(33)	40				
(YoY, %)	흑전	흑전	흑전	흑전	35	6	199	65	적전	흑전	48	35
GS 파워	20	7	2	12	23	6	2	12	38	41	42	43
(QoQ, %)	83	(64)	(79)	673	100	(75)	(74)	673				
(YoY, %)	6	26	(35)	(10)	2	2	2	2	(5)	7	5	2
GS 홈쇼핑	8	7	4	7	11	7	5	8	36	25	31	31
(QoQ, %)	(26)	(17)	(43)	86	58	(37)	(24)	54				
(YoY, %)	(19)	(29)	(44)	(35)	40	6	42	17	(2)	(31)	25	(2)
영업이익	198	702	313	369	326	504	386	450	(34)	1,582	1,666	1,990
(QoQ, %)	흑전	254	(55)	18	(12)	55	(23)	17				
(YoY, %)	188	967	1,203	흑전	64	(28)	23	22	적전	흑전	5	19
GS 리테일	40	70	78	39	26	68	81	48	143	226	224	281
(QoQ, %)	19	75	12	(50)	(32)	156	19	(40)				
(YoY, %)	213	65	41	16	(33)	(2)	4	25	(8)	58	(1)	26
GS EPS	40	70	78	39	26	68	81	48	143	226	224	281
(QoQ, %)	435	(85)	(14)	725	(38)	72	(72)	215				
(YoY, %)	24	(77)	(80)	470	(34)	665	149	(5)	(56)	2	34	2
GS 글로벌	8	6	9	7	6	11	11	9	23	29	38	51
(QoQ, %)	216	(25)	57	(25)	(14)	96	1	(17)				
(YoY, %)	21	(19)	16	178	(24)	96	26	40	70	24	30	35
GS E&R	15	2	(9)	6	15	8	8	16	39	15	47	83
(QoQ, %)	77	(87)	적전	흑전	135	(47)	4	100				
(YoY, %)	(30)	(79)	적지	(27)	(3)	303	흑전	157		(61)	218	75
GS 에너지	89	610	209	291	238	377	263	339	(365)	1,199	1,217	1,445
(QoQ, %)	흑전	583	(66)	40	(18)	58	(30)	29				
(YoY, %)	흑전	흑전	흑전	흑전	167	(38)	26	16	적전	흑전	1	19
영업이익율(%)	7.1	20.5	10.5	11.9	10.5	15.0	11.2	13.1	(0.4)	12.9	12.5	12.6
GS리테일	3.0	4.4	4.5	2.3	1.6	3.7	4.1	2.6	2.9	3.6	3.0	3.5
GS EPS	22.2	59.8	49.4	23.6	17.9	55.9	60.6	34.5	11.9	36.6	41.2	37.8
GS글로벌	1.2	1.0	1.8	1.3	1.0	1.8	1.8	1.5	0.8	1.3	1.6	1.9
GS E&R	6.8	1.1	(6.0)	3.6	9.0	5.0	5.0	9.5	3.8	2.0	7.2	7.1
GS에너지	22.5	65.1	48.1	48.3	41.9	62.7	42.9	54.2	(37.8)	50.6	50.6	48.6

자료: LIG투자증권

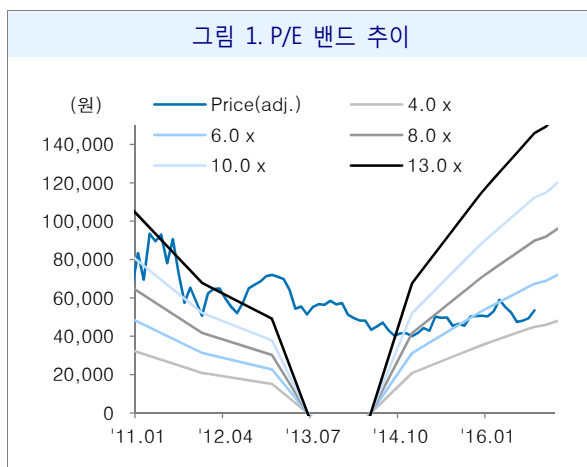
GS | 길게 보면 나아질 것이 더 많다

표2. GS 목표주가 70,000원

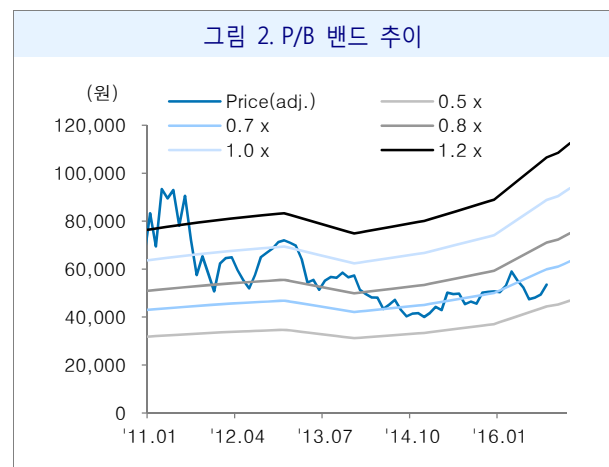
(단위: 십억원, 천주, 배)

항목	16F	비고
EBITDA	1,666	
Target Multiple	5.0	정유/화학업종 평균 5배 적용
영업가치 (A)	8,328	
관계기업투자자산 (B)	5,536	2Q16 기준
순차입금 (C)	8,462	2Q16 기준
우선주시가총액 (D)	62	2Q16 기준
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)	5,341	
유통주식수 (F)	92,915	보통주 기준
목표주가	57,479	
BPS	74,114	
Target P/B	1.1	
목표주가	81,526	
최종 목표주가	70,000	
현재주가	53,500	
Upside (%)	31	

자료: LIG투자증권 리서치본부



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권

GS | 길게 보면 나아질 것이 더 많다

■ 대차대조표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,946	2,620	3,078	3,516
현금및현금성자산	507	1,060	1,235	1,314
매출채권 및 기타채권	828	897	1,059	1,266
재고자산	283	306	362	432
비유동자산	17,077	17,548	18,653	20,060
투자자산	5,635	6,107	7,211	8,619
유형자산	6,944	6,944	6,944	6,944
무형자산	1,935	1,935	1,935	1,935
자산총계	19,023	20,168	21,730	23,576
유동부채	2,362	2,528	2,785	3,113
매입채무 및 기타채무	1,135	1,230	1,453	1,737
단기차입금	707	707	707	707
유동성장기부채	344	400	400	400
비유동부채	8,563	8,762	9,095	9,491
사채 및 장기차입금	7,321	7,421	7,521	7,621
부채총계	10,925	11,290	11,880	12,604
지배기업소유지분	6,321	7,018	7,879	8,875
자본금	474	474	474	474
자본잉여금	1,280	1,280	1,280	1,280
이익잉여금	7,693	8,390	9,251	10,247
기타자본	-3,126	-3,126	-3,126	-3,126
비지배지분	1,777	1,860	1,971	2,098
자본총계	8,098	8,878	9,851	10,972
총차입금	8,444	8,602	8,705	8,809
순차입금	7,750	7,339	7,230	7,209

■ 현금흐름표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	653	1,038	1,368	1,584
영업에서 창출된 현금흐름	1,438	1,724	2,186	2,502
이자의 수취	26	23	23	23
이자의 지급	-207	-218	-218	-218
배당금 수입	120	120	120	120
법인세부담액	-723	-610	-743	-843
투자활동 현금흐름	-2,944	-500	-1,154	-1,467
유동자산의 감소(증가)	489	-16	-37	-47
투자자산의 감소(증가)	-456	-472	-1,104	-1,408
유형자산 감소(증가)	-1,755	0	0	0
무형자산 감소(증가)	-735	0	0	0
재무활동 현금흐름	2,204	15	-39	-38
사채 및 차입금증가(감소)	2,558	157	103	104
자본금및자본잉여금 증감	-15	0	0	0
배당금 지급	-138	-142	-142	-142
외환환산으로 인한 현금변동	14	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-73	553	175	79
기초현금	580	507	1,060	1,235
기말현금	507	1,060	1,235	1,314
FCF	-1,124	538	868	1,584

자료: LIG투자증권

■ 손익계산서

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	12,301	13,331	15,741	18,814
증가율(%)	13.2	8.4	18.1	19.5
매출원가	9,421	10,273	12,317	15,099
매출총이익	2,880	3,058	3,424	3,715
매출총이익률(%)	23.4	22.9	21.8	19.7
판매비와 관리비	1,298	1,392	1,434	1,477
영업이익	1,582	1,666	1,990	2,239
영업이익률(%)	12.9	12.5	12.6	11.9
EBITDA	1,582	1,666	1,990	2,239
EBITDA M%	12.9	12.5	12.6	11.9
영업외손익	-353	-133	-133	-132
지분법관련손익	0	0	0	0
금융손익	-174	-176	-176	-176
기타영업외손익	-179	43	44	45
세전이익	1,229	1,533	1,858	2,107
법인세비용	720	610	743	843
당기순이익	509	922	1,115	1,264
지배주주순이익	492	839	1,003	1,138
지배주주순이익률(%)	4.1	6.9	7.1	6.7
비지배주주순이익	17	83	111	126
기타포괄이익	55	0	0	0
총포괄이익	565	922	1,115	1,264
EPS 증가율(%, 지배)	-241.9	70.5	19.5	13.4
이자손익	-184	-195	-195	-195
총외화관련손익	-18	-12	-13	-13

■ 주요지표

	2015A	2016E	2017E	2018E
총발행주식수(천주)	92,915	92,915	92,915	92,915
시가총액(십억원)	4,711	4,692	4,692	4,692
주가(원)	50,700	50,500	50,500	50,500
EPS(원)	5,197	8,863	10,593	12,013
BPS(원)	66,752	74,114	83,206	93,719
DPS(원)	1,500	1,500	1,500	1,500
PER(X)	9.8	6.0	5.1	4.5
PBR(X)	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(X)	9.0	8.5	7.2	6.4
ROE(%)	6.7	10.9	11.9	12.1
ROA(%)	3.0	4.7	5.3	5.6
ROIC(%)	12.8	11.8	14.6	16.6
배당수익률(%)	3.0	3.0	3.0	3.0
부채비율(%)	134.9	127.2	120.6	114.9
순차입금/자기자본(%)	95.7	82.7	73.4	65.7
유동비율(%)	82.4	103.6	110.5	112.9
이자보상배율(X)	7.3	7.6	9.1	10.3
총자산회전율	0.7	0.7	0.8	0.8
매출채권 회전율	14.7	15.5	16.1	16.2
재고자산 회전율	40.7	45.3	47.1	47.4
매입채무 회전율	8.3	8.7	9.2	9.5

LG화학 (051910KS | Buy 신규 | TP 320,000원 신규)

비화학 실적 아쉬우나 화학은 여전히 좋아

NCC 원가 경쟁력 우위로 화학부문의 실적은 여전히 좋지만 부진한 비화학계열(정보전자&전지)의 부진한 실적이 다소 아쉽습니다. 정보전자 실적은 경쟁 심화로 이익 회복이 다소 더딜 것으로 예상되나, 전지부문은 하반기 중대형전지 판매량 증가와 함께 이익 회복이 가능할 전망입니다. 향후 중국 5차 표준규범 인증 여부와 2세대 전기차인 GM Volt의 판매량이 중요할 전망입니다.

화학 실적 좋으나 비화학계열 실적 회복은 조금 더 기다려야

- 3분기 영업이익 4,770억원으로 QoQ 22% 감소, YoY 12% 감소할 전망
- 화학부문 영업이익은 환율 하락으로 QoQ 18% 감소하나 전년대비 10% 증가하며 호조 지속
- 반면, 비화학계열인 정보전자와 전지부문의 적자 확대로 화학부문의 호실적 다소 희석할 것으로 예상

결국, 비화학계열의 실적 회복 시기가 관건

- 동사의 영업이익 중 80~90%가 화학부문이나 그 동안 전지부문의 성장성 부각으로 높은 밸류에이션을 적용 받아 왔음. 따라서 향후 주가 반등에는 전지 부문의 실적 턴어라운드 시기가 관건일 것으로 판단
- 단기적으로는 전지부문에서 연말 중국 5차 표준규범 인증 여부와 2세대 전기차인 GM Bolt 판매량이 중요할 전망. LG생명과학 인수는 단기 실적 개선보다 중장기 성장 모멘텀으로 작용할 전망

17년에도 화학부문에서 실적 호조에 관심 뒤야

- 17년 NCC의 공급 부족에 따른 스프레드 확대로 화학부문의 실적은 여전히 긍정적
- EV/EBITDA 8.5배, P/B 1.4배(ROE 9.2%)를 적용하여 목표주가 320,000원으로, 매수의견 제시

Stock Data



경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	22,578	20,207	21,399	24,192	25,942
영업이익	(십억원)	1,311	1,824	1,915	2,212	2,271
영업이익률	(%)	5.8	9.0	9.0	9.1	8.8
순이익	(십억원)	868	1,153	1,252	1,465	1,506
EPS	(원)	11,745	15,602	16,944	19,824	20,373
증감률	(%)	-31.4	32.8	8.6	17.0	2.8
PER	(배)	15.4	21.1	14.3	12.2	11.9
PBR	(배)	1.1	1.9	1.3	1.2	1.1
ROE	(%)	7.1	9.1	9.2	10.0	9.5
EV/EBITDA	(배)	5.8	7.7	5.7	4.8	4.3
순차입금	(십억원)	1,164	-47	-790	-1,579	-2,704
부채비율	(%)	47.8	41.8	40.1	39.5	37.9

LG화학 | 비화학 실적 아쉬우나 화학은 여전히 좋아

표1. LG화학 실적 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	14	15	16F	17F
매출액	4,915	5,073	5,178	5,041	4,874	5,219	5,791	5,515	22,578	20,207	21,399	22,700
(QoQ, %)	(9)	3	2	(3)	(3)	7	11	(5)				
(YoY, %)	(13)	(14)	(9)	(6)	(1)	3	12	9	(2)	(11)	6	6
석유화학	3,608	3,801	3,792	3,432	3,472	3,653	3,537	3,254	17,265	14,632	13,916	13,875
(QoQ, %)	(9)	5	(0)	(9)	1	5	(3)	(8)				
(YoY, %)	(18)	(16)	(13)	(14)	(4)	(4)	(7)	(5)	(2)	(15)	(5)	(0)
정보전자소재	676	668	710	711	588	650	624	591	2,812	2,764	2,453	2,725
(QoQ, %)	(5)	(1)	6	0	(17)	11	(4)	(5)				
(YoY, %)	1	(7)	(0)	(0)	(13)	(3)	(12)	(17)	(11)	(2)	(11)	11
전지	707	690	769	985	814	809	829	870	2,853	3,150	3,323	4,392
(QoQ, %)	(6)	(2)	11	28	(17)	(1)	3	5				
(YoY, %)	4	(5)	11	31	15	17	8	(12)	10	10	5	32
영업이익	362	563	546	352	458	612	470	376	1,311	1,824	1,915	2,212
(QoQ, %)	56	56	(3)	(36)	30	34	(23)	(20)				
(YoY, %)	(0)	57	53	52	27	9	(14)	7	(25)	39	5	15
석유화학	321	589	484	282	466	649	524	374	1,117	1,677	2,013	2,020
(QoQ, %)	52	83	(18)	(42)	65	39	(19)	(29)				
(YoY, %)	4	103	58	33	45	10	8	33	(16)	50	20	0
정보전자소재	37	17	52	41	(8)	(15)	(19)	(6)	134	146	(47)	61
(QoQ, %)	38	(54)	208	(20)	적전	적지	적지	적지				
(YoY, %)	(1)	(62)	95	55	적전	적전	적전	적전	(65)	9	적전	흑전
전지	4	(42)	10	29	(0)	(31)	(35)	9	65	1	(58)	132
(QoQ, %)	흑전	적전	흑전	183	적전	적지	적지	흑전				
(YoY, %)	(78)	적전	(64)	흑전	적전	적지	적전	(70)	(6)	(0)	7	0
영업이익율(%)	7.4	11.1	10.6	7.0	9.4	11.7	8.1	6.8	5.8	9.0	9.0	9.7
석유화학	8.9	15.5	12.8	8.2	13.4	17.8	14.8	11.5	6.5	11.5	14.5	14.6
정보전자소재	5.4	2.5	7.3	5.8	(1.4)	(2.2)	(3.0)	(1.0)	4.8	5.3	(1.9)	2.2
전지	0.6	(6.1)	1.3	2.9	(0.0)	(3.9)	(4.2)	1.0	2.3	0.0	(1.7)	3.0
EBITDA	638	805	761	621	748	846	796	709	2,344	2,826	3,099	3,613

자료: LIG 투자증권 리서치본부

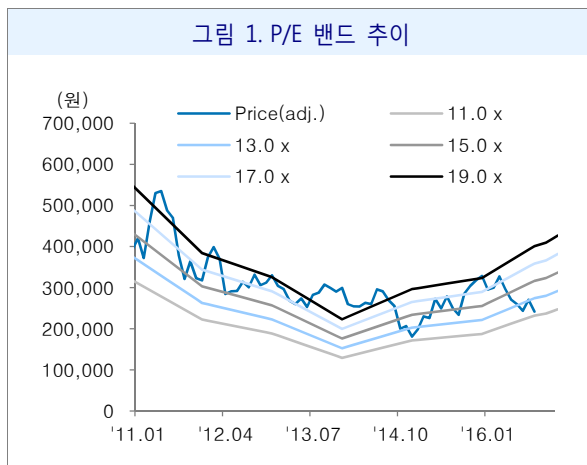
LG화학 | 비화학 실적 아쉬우나 화학은 여전히 좋아

표2. LG화학 목표주가 320,000원

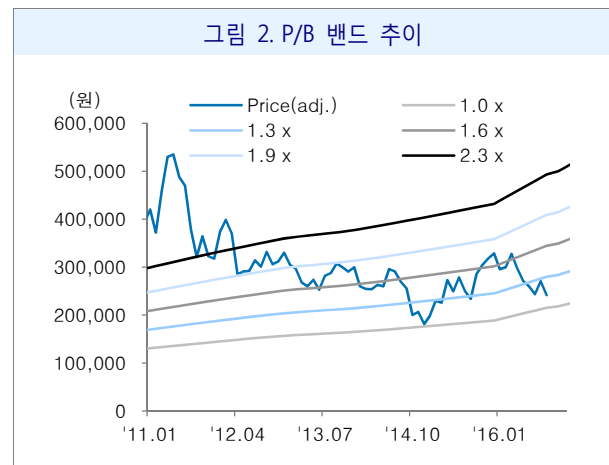
(단위: 십억원, 천주, 배)

항목	16F	비고
EBITDA	3,247	
Target Multiple	8.4	정유/화학업종 평균 6배 40% 할증
영업가치 (A)	27,274	
관계기업투자자산 (B)	269	2Q16 기준
순차입금 (C)	627	2Q16 기준
우선주사가총액 (D)	1,531	2Q16 기준
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)	25,385	
유통주식수 (F)	66,271	보통주 기준
목표주가	383,054	
BPS	188,456	
Target P/B	1.3	
목표주가	244,993	
최종 목표주가	320,000	
현재주가	241,500	
Upside (%)	33	

자료: LIG투자증권 리서치본부



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권

LG화학 | 비화학 실적 아쉬우나 화학은 여전히 좋아

■ 대차대조표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	8,656	9,731	11,318	12,907
현금및현금성자산	1,705	2,370	2,997	3,983
매출채권 및 기타채권	3,399	3,600	4,069	4,364
재고자산	2,339	2,477	2,800	3,002
비유동자산	9,923	9,911	9,815	9,586
투자자산	331	350	396	425
유형자산	8,867	8,876	8,775	8,559
무형자산	502	461	420	379
자산총계	18,579	19,642	21,133	22,493
유동부채	4,799	4,949	5,316	5,546
매입채무 및 기타채무	2,243	2,376	2,686	2,880
단기차입금	1,840	1,840	1,840	1,840
유동성장기부채	306	300	300	300
비유동부채	676	674	672	635
사채 및 장기차입금	474	462	437	385
부채총계	5,475	5,623	5,988	6,181
지배기업소유지분	12,991	13,911	15,043	16,216
자본금	370	370	370	370
자본잉여금	1,158	1,158	1,158	1,158
이익잉여금	11,533	12,452	13,584	14,757
기타자본	-68	-68	-68	-68
비지배지분	112	107	102	96
자본총계	13,104	14,019	15,145	16,312
총차입금	2,659	2,641	2,616	2,565
순차입금	-47	-790	-1,579	-2,704

■ 현금흐름표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	3,172	2,485	2,560	2,880
영업에서 창출된 현금흐름	3,015	2,859	3,018	3,350
이자의 수취	35	43	43	44
이자의 지급	-65	-72	-74	-75
배당금 수입	34	34	34	34
법인세부담액	-247	-378	-460	-473
투자활동 현금흐름	-1,698	-1,470	-1,578	-1,511
유동자산의 감소(증가)	-220	-59	-138	-87
투자자산의 감소(증가)	192	-30	-56	-39
유형자산 감소(증가)	-1,470	-1,300	-1,300	-1,300
무형자산 감소(증가)	-18	0	0	0
재무활동 현금흐름	-757	-349	-356	-382
사채 및 차입금증가(감소)	-275	-18	-24	-51
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-309	-331	-331	-331
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	717	665	627	987
기초현금	988	1,705	2,370	2,997
기말현금	1,705	2,370	2,997	3,983
FCF	1,539	1,185	1,260	1,580

자료: LIG투자증권

■ 손익계산서

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	20,207	21,399	24,192	25,942
증가율(%)	-10.5	5.9	13.1	7.2
매출원가	16,541	17,508	19,965	21,616
매출총이익	3,666	3,891	4,227	4,327
매출총이익률(%)	18.1	18.2	17.5	16.7
판매비와 관리비	1,842	1,976	2,016	2,056
영업이익	1,824	1,915	2,212	2,271
영업이익률(%)	9.0	9.0	9.1	8.8
EBITDA	3,080	3,247	3,654	3,828
EBITDA M%	15.2	15.2	15.1	14.8
영업외손익	-274	-291	-294	-300
지분법관련손익	11	-10	-11	-11
금융손익	-83	-91	-90	-91
기타영업외손익	-202	-190	-194	-197
세전이익	1,550	1,624	1,918	1,971
법인세비용	401	378	460	473
당기순이익	1,149	1,246	1,458	1,498
지배주주순이익	1,153	1,252	1,465	1,506
지배주주순이익률(%)	5.7	5.8	6.0	5.8
비지배주주순이익	-4	-5	-6	-6
기타포괄이익	-4	0	0	0
총포괄이익	1,144	1,246	1,458	1,498
EPS 증가율(%, 지배)	32.8	8.6	17.0	2.8
이자손익	-21	-30	-30	-31
총외화관련손익	-95	-81	-83	-85

■ 주요지표

	2015A	2016E	2017E	2018E
총발행주식수(천주)	66,271	66,271	66,271	66,271
시가총액(십억원)	21,770	17,794	17,794	17,794
주가(원)	328,500	268,500	268,500	268,500
EPS(원)	15,602	16,944	19,824	20,373
BPS(원)	176,007	188,456	203,774	219,642
DPS(원)	4,500	4,500	4,500	4,500
PER(X)	21.1	14.3	12.2	11.9
PBR(X)	1.9	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(X)	7.7	5.1	4.3	3.8
ROE(%)	9.1	9.2	10.0	9.5
ROA(%)	6.3	6.5	7.1	6.9
ROIC(%)	9.5	11.5	13.0	13.1
배당수익률(%)	1.4	1.7	1.7	1.7
부채비율(%)	41.8	40.1	39.5	37.9
순차입금/자기자본(%)	-0.4	-5.6	-10.4	-16.6
유동비율(%)	180.4	196.6	212.9	232.7
이자보상배율(X)	31.4	26.4	29.9	30.1
총자산회전율	1.1	1.1	1.2	1.2
매출채권 회전율	6.0	6.1	6.3	6.2
재고자산 회전율	8.0	8.9	9.2	8.9
매입채무 회전율	7.1	7.6	7.9	7.8

롯데케미칼 (011170KS | Buy 신규 | TP 430,000원 신규)

NCC 사이클 환경에서 더 커지는 이익 성장

저유가에 따른 NCC원가경쟁력 우위로 인해 동사의 실적은 16년 상반기 누적 YoY 40% 이상 성장했습니다. 자회사 타이탄(말레이시아 소재)과 롯데첨단소재(삼성그룹에서 인수한 화학부문)의 이익 상승과 함께 하반기에는 컨테네이트 스피리터 가동에 따른 아로마틱 부문의 수익성 회복이 기대됩니다. 수요보다 부족한 공급으로 17년에도 NCC사이클 속에 동사는 최대 수혜를 받을 것으로 전망됩니다.

NCC 원가경쟁력 우위로 16년 이익 Level-Up!

- 3분기 영업이익 6,880억원으로 QoQ 유사한 실적이나 YoY 42% 증가할 전망
- 환율 하락으로 전분기 대비 실적 감소가 예상되나 2분기에 진행했던 정기보수 비용 제거로 상쇄될 전망
- 자회사 타이탄과 롯데첨단소재의 이익 상승으로 타 순수화학업체 대비 실적 아웃퍼폼할 것

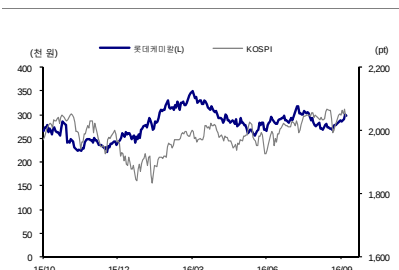
화학부문에 대한 투자 지속으로 NCC 사이클 환경에서 실적 호조 여전히 유효

- 16년 4분기에 현대오일뱅크와 JV로 추진하고 있는 컨테네이트 설비가 완공됨으로써 나프타 및 MX 자체 도입에 따른 이익률 상승 기대. 17년부터 연간 영업이익 흑자 전환 긍정적
- 17년 하반기 말레이시아의 타이탄 증설과 18년 하반기 미국 ECC 증설에 따른 외형 성장 관심 뒤야

17년 에틸렌 사이클 환경에서 투자 결실 이루며 화학업체 중 Top pick으로 제시

- 순수 화학업체로써 NCC 사이클 환경 속 제품 포트폴리오(PE/BD) 가장 매력적
- EV/EBITDA 6배, P/B 1.4배(ROE 20%)를 적용하여 목표주가 430,000원으로, 매수의견 제시

Stock Data



주가(9/30)	298,000원		
액면가	5,000원		
시가총액	10,214십억원		
52주 최고/최저가	349,500원/ 221,000원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	10.2	-14.7	10.4
상대주가(%)	10.0	-16.5	6.0

경영실적 전망

계산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	14,859	11,713	12,627	14,478	15,488
영업이익	(십억원)	351	1,611	2,373	2,462	2,369
영업이익률	(%)	2.4	13.8	18.8	17.0	15.3
순이익	(십억원)	147	993	1,682	1,790	1,718
EPS	(원)	4,285	28,957	49,077	52,218	50,115
증감률	(%)	-49.0	575.8	69.5	6.4	-4.0
PER	(배)	37.3	8.4	6.1	5.7	5.9
PBR	(배)	0.9	1.1	1.1	0.9	0.8
ROE	(%)	2.3	14.1	20.1	17.9	14.7
EV/EBITDA	(배)	8.1	3.8	2.9	2.3	1.9
순차입금	(십억원)	1,337	-423	-1,316	-2,444	-3,766
부채비율	(%)	59.6	51.8	41.7	37.8	34.3

롯데케미칼 | NCC 싸이클 환경에서 더 커지는 이익 성장

표1. 롯데케미칼 실적 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	14	15	16F	17F
매출액	2,800	3,179	3,035	2,700	2,685	3,441	3,265	3,237	14,859	11,713	12,627	14,478
(QoQ, %)	(20)	14	(5)	(11)	(1)	28	(5)	(1)				
(YoY, %)	(28)	(16)	(18)	(23)	(4)	8	8	20	(10)	(21)	8	15
올레핀	1,740	1,978	1,898	1,625	1,651	1,653	1,574	1,583	9,269	7,241	6,462	7,054
(QoQ, %)	(22)	14	(4)	(14)	2	0	(5)	1				
(YoY, %)	(26)	(16)	(19)	(27)	(5)	(16)	(17)	(3)	(5)	(22)	(11)	9
아로마틱	514	588	497	471	465	555	500	494	2,845	2,069	2,014	2,245
(QoQ, %)	(11)	14	(16)	(5)	(1)	19	(10)	(1)				
(YoY, %)	(39)	(23)	(26)	(18)	(9)	(6)	1	5	(24)	(27)	(3)	11
Titan	552	617	628	598	559	580	570	558	2,772	2,395	2,267	2,650
(QoQ, %)	(20)	12	2	(5)	(7)	4	(2)	(2)				
(YoY, %)	(21)	(10)	(10)	(13)	1	(6)	(9)	(7)	(3)	(14)	(5)	17
롯데첨단소재						653	620	602			2,534	2,529
(QoQ, %)							(5)	(3)				
(YoY, %)												(0)
영업이익	178	640	484	309	474	694	688	517	351	1,611	2,373	2,462
(QoQ, %)	218	259	(24)	(36)	53	47	(1)	(25)				
(YoY, %)	161	658	241	451	166	8	42	67	(28)	359	47	4
올레핀	201	502	402	238	365	404	447	350	455	1,343	1,565	1,558
(QoQ, %)	62	149	(20)	(41)	53	11	11	(22)				
(YoY, %)	109	453	180	91	81	(19)	11	47	(18)	195	17	(0)
아로마틱	(38)	19	(12)	(33)	11	49	25	10	(128)	(64)	94	83
(QoQ, %)	적지	흑전	적전	적지	흑전	351	(49)	(60)				
(YoY, %)	적지	흑전	적지	적지	흑전	154	흑전	흑전	적지	적지	흑전	(12)
Titan	13	118	100	97	90	153	140	91	17	328	474	492
(QoQ, %)	흑전	805	(15)	(3)	(7)	70	(8)	(35)				
(YoY, %)	1,525	1,192	742	흑전	591	30	40	(6)	18	1,862	45	4
롯데첨단소재						89	76	66			328	329
(QoQ, %)							(15)	(13)				
(YoY, %)												0
영업이익율	6.4	20.1	16.0	11.4	17.6	20.2	21.1	16.0	2.4	13.8	18.8	17.0
올레핀	11.6	25.4	21.2	14.6	22.1	24.4	28.4	22.1	4.9	18.5	24.2	22.1
아로마틱	(7.5)	3.3	(2.4)	(7.0)	2.3	8.8	5.0	2.0	(4.5)	(3.1)	4.7	3.7
Titan	2.4	19.1	16.0	16.2	16.1	26.3	24.6	16.4	0.6	13.7	20.9	18.6
롯데첨단소재						13.6	12.2	11.0			12.9	13.0

자료: LIG 투자증권 리서치본부

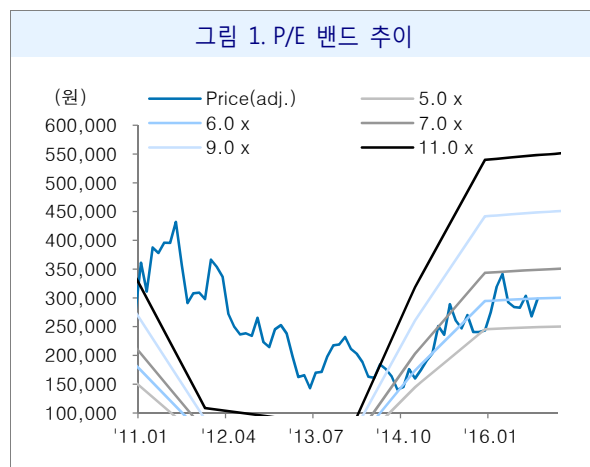
롯데케미칼 | NCC 싸이클 환경에서 더 커지는 이익 성장

표2. 롯데케미칼 목표주가 430,000원

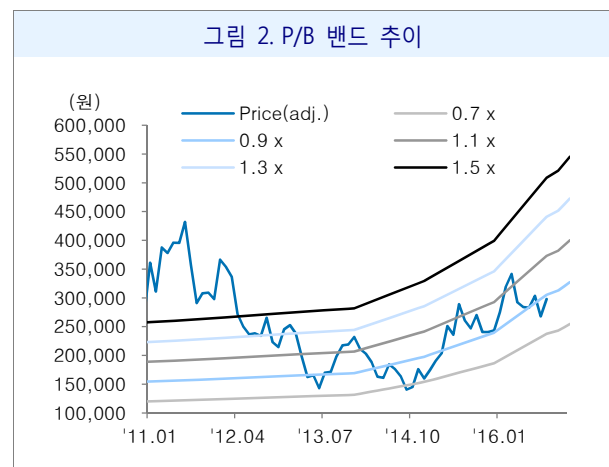
(단위: 십억원, 천주, 배)

항목	16F	비고
EBITDA	2,951	
Target Multiple	6.0	정유/화학업종 평균 6배 적용
영업가치 (A)	17,705	
관계기업투자자산 (B)	1,285	2Q16 기준
순차입금 (C)	1,985	2Q16 기준
우선주사가총액 (D)	-	2Q16 기준
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)	17,004	
유통주식수 (F)	34,275	보통주 기준
목표주가	496,105	
BPS	266,158	
Target P/B	1.4	
목표주가	372,621	
최종 목표주가	430,000	
현재주가	298,000	
Upside (%)	44	

자료: LIG투자증권 리서치본부



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권

롯데케미칼 | NCC 사이클 환경에서 더 커지는 이익 성장

■ 대차대조표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,405	6,283	7,866	9,460
현금및현금성자산	1,942	2,549	3,586	4,881
매출채권 및 기타채권	1,024	1,104	1,266	1,355
재고자산	1,163	1,253	1,437	1,537
비유동자산	6,062	6,684	7,092	7,311
투자자산	1,915	2,064	2,366	2,532
유형자산	3,965	4,441	4,551	4,608
무형자산	38	33	30	27
자산총계	11,468	12,966	14,959	16,771
유동부채	2,146	2,026	2,271	2,427
매입채무 및 기타채무	1,011	1,089	1,249	1,336
단기차입금	445	495	545	595
유동성장기부채	467	200	200	200
비유동부채	1,766	1,787	1,829	1,851
사채 및 장기차입금	1,501	1,501	1,501	1,501
부채총계	3,912	3,813	4,100	4,279
지배기업소유지분	7,525	9,123	10,828	12,462
자본금	171	171	171	171
자본잉여금	477	477	477	477
이익잉여금	6,739	8,337	10,043	11,676
기타자본	138	138	138	138
비지배지분	31	31	31	31
자본총계	7,556	9,154	10,859	12,493
총차입금	2,415	2,199	2,249	2,300
순차입금	-423	-1,316	-2,444	-3,766

■ 현금흐름표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	2,596	2,167	2,255	2,313
영업에서 창출된 현금흐름	2,826	2,753	2,821	2,856
이자의 수취	0	0	0	0
이자의 지급	0	0	0	0
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-230	-586	-565	-542
투자활동 현금흐름	-1,273	-1,190	-1,114	-912
유동자산의 감소(증가)	-555	-70	-142	-77
투자자산의 감소(증가)	-167	-149	-303	-165
유형자산 감소(증가)	-302	-1,050	-750	-750
무형자산 감소(증가)	-17	0	0	0
재무활동 현금흐름	-334	-370	-104	-106
사채 및 차입금증가(감소)	-213	-216	50	50
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-34	-84	-84	-84
외환환산으로 인한 현금변동	5	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	993	607	1,037	1,295
기초현금	949	1,942	2,549	3,586
기말현금	1,942	2,549	3,586	4,881
FCF	2,240	1,117	1,505	1,563

자료: LIG투자증권

■ 손익계산서

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	11,713	12,627	14,478	15,488
증가율(%)	-21.2	7.8	14.7	7.0
매출원가	9,646	9,707	11,464	12,561
매출총이익	2,067	2,920	3,014	2,927
매출총이익률(%)	17.6	23.1	20.8	18.9
판매비와 관리비	456	547	553	558
영업이익	1,611	2,373	2,462	2,369
영업이익률(%)	13.8	18.8	17.0	15.3
EBITDA	2,099	2,951	3,106	3,065
EBITDA M%	17.9	23.4	21.5	19.8
영업외손익	-190	-104	-107	-109
지분법관련손익	-23	-22	-23	-23
금융손익	-59	-39	-41	-41
기타영업외손익	-107	-43	-43	-44
세전이익	1,421	2,269	2,355	2,260
법인세비용	431	586	565	542
당기순이익	991	1,682	1,790	1,718
지배주주순이익	993	1,682	1,790	1,718
지배주주순이익률(%)	8.5	13.3	12.4	11.1
비지배주주순이익	-2	0	0	0
기타포괄이익	130	0	0	0
총포괄이익	1,120	1,682	1,790	1,718
EPS 증가율(%, 지배)	575.8	69.5	6.4	-4.0
이자손익	-31	-41	-42	-42
총외화관련손익	-45	13	13	14

■ 주요지표

	2015A	2016E	2017E	2018E
총발행주식수(천주)	34,275	34,275	34,275	34,275
시가총액(십억원)	8,346	9,700	9,700	9,700
주가(원)	243,500	283,000	283,000	283,000
EPS(원)	28,957	49,077	52,218	50,115
BPS(원)	219,538	266,158	315,918	363,575
DPS(원)	2,500	2,500	2,500	2,500
PER(X)	8.4	6.1	5.7	5.9
PBR(X)	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(X)	3.8	3.0	2.5	2.1
ROE(%)	14.1	20.1	17.9	14.7
ROA(%)	9.1	13.8	12.8	10.8
ROIC(%)	19.4	31.5	31.3	28.7
배당수익률(%)	1.0	0.9	0.9	0.9
부채비율(%)	51.8	41.7	37.8	34.3
순차입금/자기자본(%)	-5.6	-14.4	-22.5	-30.1
유동비율(%)	251.9	310.1	346.4	389.7
이자보상배율(X)	23.0	34.3	34.8	32.9
총자산회전율	1.1	1.0	1.0	1.0
매출채권 회전율	10.2	11.9	12.2	11.8
재고자산 회전율	8.7	10.5	10.8	10.4
매입채무 회전율	10.6	9.2	9.8	9.7

대한유화 (006650KS | Buy 신규 | TP 320,000원 신규)

17년 증설로 외형 성장 기대

저유가에 따른 NCC원가경쟁력 우위로 인해 동사의 실적은 16년 상반기 누적 YoY 25% 이상 성장하였습니다. 17년에도 에틸렌 증설물량이 많지 않다는 점을 고려하면 에틸렌 사이클은 여전히 유효할 것으로 판단됩니다. 특히 동사는 17년 2분기 에틸렌 증설을 앞두고 있어 외형 성장이 기대됩니다.

NCC 원가경쟁력 우위로 16년 이익 Level-Up!

- 3분기 영업이익은 810억원으로 QoQ 18% 감소하나 YoY 13% 증가할 전망
- 환율 하락에도 불구하고 PE 및 PP제품의 견조한 스프레드가 유지되고 있어 호실적 기대

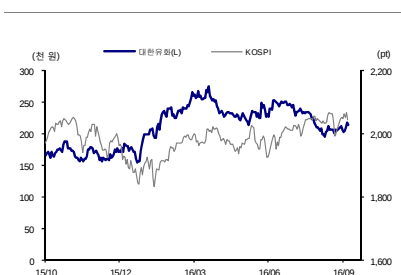
17년 2분기 NCC 증설 물량 가동으로 외형 성장 기대

- 17년 2분기에는 증설을 통해 에틸렌 물량이 기존 48만톤에서 80만톤으로 65% 증가할 전망
- 17년 2분기 정기보수 이후 하반기 외형 확대에 따른 실적 Level-up 기대
- 기초유분 물량 증가로 향후 다운스트림 제품으로의 추가 투자 가능하다는 점에서 지속 성장 가능할 전망

17년 에틸렌 사이클과 증설 효과 관심뒤야

- 17년 수요보다 부족한 NCC 증설물량으로 사이클 수혜 기대
- EV/EBITDA 5.4배, P/B 1.4배(ROE 22%)를 적용하여 목표주가 320,000원으로, 매수의견 제시

Stock Data



주가(9/30)	213,500원		
액면가	5,000원		
시가총액	1,388십억원		
52주 최고/최저가	274,500원/ 155,000원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.0	-18.5	28.6
상대주가(%)	6.8	-20.2	23.5

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	2,053	1,727	1,612	1,917	2,339
영업이익	(십억원)	70	271	332	405	464
영업이익률	(%)	3.4	15.7	20.6	21.1	19.8
순이익	(십억원)	64	200	260	313	358
EPS	(원)	9,864	30,846	39,978	48,177	55,050
증감률	(%)	39.5	212.7	29.6	20.5	14.3
PER	(배)	7.2	5.6	5.3	4.4	3.9
PBR	(배)	0.5	1.1	1.1	0.9	0.7
ROE	(%)	7.8	21.4	22.5	22.0	20.6
EV/EBITDA	(배)	7.4	3.7	3.4	2.3	1.4
순차입금	(십억원)	312	126	-70	-329	-627
부채비율	(%)	71.0	47.7	33.5	29.2	26.4

대한유화 | 17년 물량 증가 효과 기대

표1. 대한유화 실적 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	14	15	16F	17F
매출액	429	451	442	405	394	405	399	413	2,053	1,727	1,612	1,917
(QoQ)	(1)	1	(0)	(1)	(0)	0	(0)	0				
(YoY)	(2)	(1)	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)	0	4	(16)	(7)	19
영업이익	54	88	71	57	78	98	81	74	70	271	332	405
(QoQ)	123	62	(19)	(19)	36	26	(18)	(8)				
(YoY)	228	1032	237	136	43	12	14	29	289	288	22	22
영업이익율	12.7	19.5	16.1	14.2	19.7	24.3	20.3	18.0	3.4	15.7	20.6	21.1

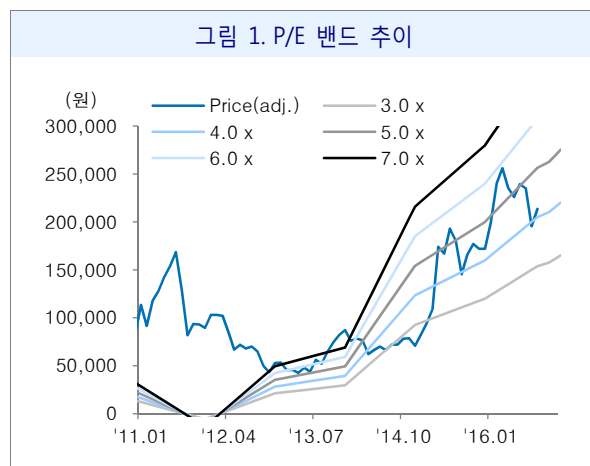
자료: LIG 투자증권 리서치본부

표2. 대한유화 목표주가 320,000원

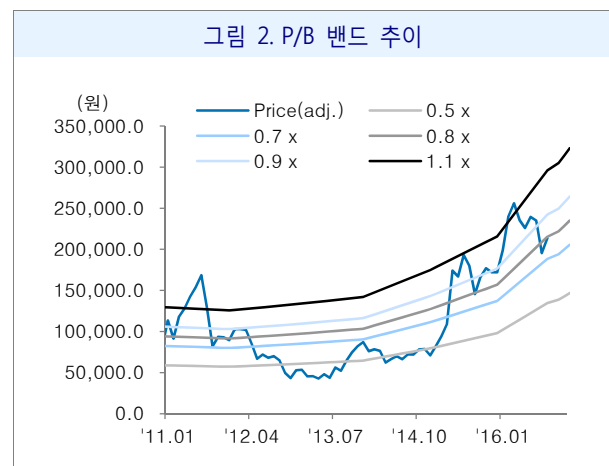
(단위: 십억원, 천주, 배)

항목	16F	비고
EBITDA	394	
Target Multiple	5.4	정유/화학업종 평균 6배 10% 할인
영업가치 (A)	2,127	
관계기업투자자산 (B)	131	2Q16 기준
순차입금 (C)	41	2Q16 기준
우선주사가총액 (D)	-	2Q16 기준
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)	2,367	
유통주식수 (F)	6,500	보통주 기준
목표주가	364,137	
BPS	196,048	
Target P/B	1.4	
목표주가	274,468	
최종 목표주가	320,000	
현재주가	213,500	
Upside (%)	50	

자료: LIG투자증권 리서치본부



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권

대한유화 | 17년 물량 증가 효과 기대

대차대조표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	410	538	836	1,190
현금및현금성자산	134	280	529	816
매출채권 및 기타채권	144	135	160	196
재고자산	129	120	143	174
비유동자산	1,119	1,167	1,195	1,227
투자자산	138	129	153	187
유형자산	960	1,018	1,022	1,020
무형자산	5	5	5	5
자산총계	1,529	1,705	2,031	2,418
유동부채	269	220	242	274
매입채무 및 기타채무	68	63	75	92
단기차입금	50	50	50	50
유동성장기부채	90	50	50	50
비유동부채	225	208	216	232
사채 및 장기차입금	120	110	100	90
부채총계	493	427	459	506
지배기업소유지분	1,029	1,271	1,565	1,905
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	264	264	264	264
이익잉여금	728	969	1,264	1,603
기타자본	-4	-4	-4	-4
비지배지분	6	7	7	8
자본총계	1,036	1,277	1,572	1,912
총차입금	260	210	200	190
순차입금	126	-70	-329	-627

현금흐름표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	324	324	371	418
영업에서 창출된 현금흐름	281	410	473	534
이자의 수취	3	3	3	3
이자의 지급	-12	-6	-6	-6
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-16	-83	-99	-113
투자활동 현금흐름	-114	-109	-93	-102
유동자산의 감소(증가)	14	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-50	9	-24	-34
유형자산 감소(증가)	-84	-120	-70	-70
무형자산 감소(증가)	1	0	0	0
재무활동 현금흐름	-136	-69	-29	-29
사채 및 차입금증가(감소)	-125	-50	-10	-10
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-9	-19	-19	-19
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	74	146	249	287
기초현금	60	134	280	529
기말현금	134	280	529	816
FCF	239	204	301	348

자료: LIG투자증권

손익계산서

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	1,727	1,612	1,917	2,339
증가율(%)	-15.9	-6.7	18.9	22.0
매출원가	1,401	1,225	1,452	1,811
매출총이익	326	386	464	528
매출총이익률(%)	18.9	24.0	24.2	22.6
판매비와 관리비	55	55	59	64
영업이익	271	332	405	464
영업이익률(%)	15.7	20.6	21.1	19.8
EBITDA	335	394	471	535
EBITDA M%	19.4	24.4	24.6	22.9
영업외손익	-2	12	7	8
지분법관련손익	7	4	0	0
금융손익	-9	-2	-2	-2
기타영업외손익	0	9	9	9
세전이익	269	343	413	472
법인세비용	68	83	99	113
당기순이익	201	260	314	358
지배주주순이익	200	260	313	358
지배주주순이익률(%)	11.6	16.1	16.4	15.3
비지배주주순이익	0	0	0	1
기타포괄이익	2	0	0	0
총포괄이익	203	260	314	358
EPS 증가율(%, 지배)	212.7	29.6	20.5	14.3
이자손익	-8	-3	-3	-3
총외화관련손익	-1	1	1	1

주요지표

	2015A	2016E	2017E	2018E
총발행주식수(천주)	6,500	6,500	6,500	6,500
시가총액(십억원)	1,118	1,391	1,391	1,391
주가(원)	172,000	214,000	214,000	214,000
EPS(원)	30,846	39,978	48,177	55,050
BPS(원)	158,921	196,048	241,375	293,575
DPS(원)	3,000	3,000	3,000	3,000
PER(X)	5.6	5.3	4.4	3.9
PBR(X)	1.1	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA(X)	3.7	3.4	2.3	1.4
ROE(%)	21.4	22.5	22.0	20.6
ROA(%)	13.5	16.1	16.8	16.1
ROIC(%)	18.2	21.5	27.7	31.2
배당수익률(%)	1.7	1.4	1.4	1.4
부채비율(%)	47.7	33.5	29.2	26.4
순차입금/자기자본(%)	12.2	-5.5	-20.9	-32.8
유동비율(%)	152.7	244.7	344.7	434.7
이자보상배율(X)	24.6	55.1	66.0	74.1
총자산회전율	1.2	1.0	1.0	1.1
매출채권 회전율	11.0	11.5	13.0	13.1
재고자산 회전율	11.6	12.9	14.6	14.7
매입채무 회전율	18.5	18.7	20.9	21.6

대한유화 | 17년 물량 증가 효과 기대



이 페이지는 편집상 공백입니다.

한화케미칼 (009830KS | BUY 신규 | TP 37,000원 신규)

태양광 우려를 잠재우는 화학부문의 호실적

16년 상반기 실적은 화학과 태양광 부문의 실적 호조로 전년대비 무려 360% 성장하였습니다. 특히 화학부문은 저가 나프타 투입에 따른 스프레드 호조와 중국 석탄화학 설비의 낮은 가동률로 인해 PVC제품 스프레드가 빠르게 좋아지고 있습니다. 17년 태양광 실적에 대한 우려가 제기되고 있으나 태양광 시장 성장과 원가 절감 노력으로 실적 감소 폭은 크지 않으며 화학부문의 실적 개선으로 상쇄 가능할 전망입니다.

화학부문은 PVC 수급 개선으로 추가 이익 개선 기대

- 3분기 영업이익은 2,780억원으로 QoQ 5% 소폭 감소하나 YoY 108% 증가할 전망
- 최근 중국 석탄화학 규제에 따른 공급 부족과 인도 수요 호조로 PVC제품 수급 빠르게 호전 중
- 자회사 여천NCC와 한화토탈의 실적 개선으로 순이익단의 이익 기여도 높을 전망

태양광 실적 감익 보다 화학 실적 개선 폭 더 클 것

- 연말 NextEra향 수주 물량 감소와 모듈 가격 하락으로 태양광 실적 우려 높아지고 있으나, 17년 태양광 설치 수요는 7~10% 성장할 전망. 원가 절감으로 인해 수익성 하락은 우려만큼 크지 않을 것
- PVC제품 수급 개선과 리테일 실적 개선 부문이 태양광 실적 감소 폭을 상회할 전망

NCC업체로 화학 실적 호조임에도 불구하고, 태양광 실적 우려로 저평가

- EV/EBITDA 4.8배, P/B 1.2배(ROE 15%)를 적용하여 목표주가 37,000원으로, 매수의견 제시

Stock Data



경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	8,055	8,037	9,608	10,383	11,126
영업이익	(십억원)	141	337	919	996	1,321
영업이익률	(%)	1.8	4.2	9.6	9.6	11.9
순이익	(십억원)	57	188	803	817	1,058
EPS	(원)	364	1,154	4,856	4,922	6,375
증감률	(%)	523.1	217.4	320.8	1.4	29.5
PER	(배)	32.5	23.6	5.0	4.9	3.8
PBR	(배)	0.4	1.0	0.7	0.6	0.6
ROE	(%)	0.2	3.7	15.6	13.7	15.4
EV/EBITDA	(배)	11.6	11.1	5.6	4.6	3.1
순차입금	(십억원)	4,189	4,034	3,457	2,592	1,420
부채비율	(%)	163.6	180.9	157.7	142.2	125.7

한화케미칼 | 태양광 우려를 잠재우는 화학부문의 호실적

표1. 한화케미칼 실적 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	14	15	16F	17F
매출액	1,837	2,009	1,887	2,305	2,164	2,392	2,429	2,623	8,055	8,037	9,608	10,383
(QoQ)	(9.0)	9.3	(6.1)	22.1	(6.1)	10.6	1.5	8.0				
(YoY)	(6.2)	(4.5)	(4.5)	14.2	17.8	19.1	28.7	13.8	2.4	(0.2)	19.5	8.1
기초소재	927	989	992	923	884	960	932	992	3,979	3,831	3,768	3,985
(QoQ)	(7.5)	6.7	0.3	(7.0)	(4.2)	8.5	(2.9)	6.5				
(YoY)	(1.1)	(4.1)	(1.6)	(7.9)	(4.6)	(3.0)	(6.1)	7.5	0.4	(3.7)	(1.6)	5.8
가공소재	239	226	225	256	255	258	237	269	1,395	946	1,018	1,074
(QoQ)	(0.4)	(5.2)	(0.3)	13.5	(0.5)	1.4	(8.3)	13.5				
(YoY)	(41.3)	(49.4)	(25.3)	6.9	6.8	14.2	5.0	5.0	(15.4)	(32.2)	7.6	5.5
리테일	141	144	134	167	159	165	155	188	563	586	667	717
(QoQ)	(14.8)	1.7	(6.4)	24.1	(4.7)	4.1	(6.2)	21.4				
(YoY)	20.2	3.5	(5.2)	0.6	12.5	15.1	15.4	12.9	13.8	4.0	13.9	7.4
태양광/기타	912	1,011	1,083	1,447	1,255	1,467	1,505	1,574	12,191	4,453	5,800	6,208
(QoQ)	(90.6)	10.9	7.1	33.7	(13.3)	16.9	2.6	4.6				
(YoY)	14.1	24.3	30.5	(85.2)	37.6	45.1	39.0	8.8	305.8	(63.5)	30.2	7.0
태양광	523	583	707	1,059	853	1,026	1,129	1,185	2,030	2,871	4,194	4,601
(QoQ)	(5.7)	11.5	21.3	49.8	(19.4)	20.3	10.0	5.0				
(YoY)	4.7	16.2	48.8	91.1	63.2	76.1	59.7	12.0	16.9	41.4	46.1	9.7
기타	389	428	376	389	401	441	376	389	1,887	1,582	1,607	1,607
(QoQ)	(57.6)	10.0	(12.2)	3.4	3.3	9.8	(14.7)	3.4				
(YoY)	29.6	37.3	5.9	(57.7)	3.1	2.9	0.0	0.0	48.8	(16.1)	1.5	0.0
영업이익	26	94	133	84	143	294	278	205	141	337	919	996
(QoQ)	100.4	265.5	42.2	(36.8)	69.4	105.6	(5.4)	(26.3)				
(YoY)	(69.1)	327.5	466.9	558.5	456.8	213.2	108.3	142.8	44.3	138.6	172.6	8.4
기초소재	23	61	63	20	65	143	130	87	(16)	167	424	492
(QoQ)	흑전	165.9	3.1	(68.2)	225.5	119.5	(9.2)	(33.3)				
(YoY)	44.0	흑전	흑전	흑전	184.3	134.6	106.6	332.8	적전	흑전	154.7	16.0
가공소재	14	7	10	5	16	13	9	5	51	37	44	46
(QoQ)	110.3	(50.3)	45.1	(52.4)	230.6	(22.8)	(24.3)	(42.9)				
(YoY)	(40.7)	(53.6)	110.2	(27.9)	13.3	76.1	(8.1)	10.3	(29.2)	(28.4)	19.0	5.5
리테일	7	1	1	9	1	(6)	8	15	55	17	19	56
(QoQ)	(67.7)	(87.8)	(33.3)	1316.7	(87.1)	적전	흑전	86.8				
(YoY)	(38.3)	(91.5)	(93.5)	(62.9)	(85.1)	적전	1242.9	77.1	(6.6)	(68.2)	7.5	199.8
태양광/기타	(19)	29	73	54	89	133	120	87	48	137	430	361
(QoQ)	적전	흑전	152.1	(26.1)	64.6	50.1	(9.9)	(27.3)				
(YoY)	적전	147.9	354.0	237.5	흑전	360.0	64.4	61.8	흑전	186.8	213.8	(16.0)
태양광	(33)	7	55	50	61	111	102	83	9	78	356	287
(QoQ)	적지	흑전	678.6	(9.0)	22.0	83.5	(8.5)	(18.3)				
(YoY)	적전	400.0	흑전	흑전	흑전	1485.7	86.4	67.3	흑전	811.6	354.2	(19.3)
기타	14	22	19	4	28	22	19	4	39	59	74	74
(QoQ)	315.9	61.8	(15.5)	(76.3)	545.5	(21.1)	(17.0)	(76.3)				
(YoY)	46.2	113.6	14.1	34.6	108.8	1.8	0.0	0.0	61.9	49.6	25.9	0.0
영업이익률(%)	1.4	4.7	7.1	3.7	6.6	12.3	11.4	7.8	1.8	4.2	9.6	9.6
기초소재	2.5	6.2	6.3	2.2	7.4	14.9	13.9	8.7	(0.4)	4.3	11.3	12.3
가공소재	6.0	3.1	4.6	1.9	6.4	4.8	4.0	2.0	3.7	3.9	4.3	4.3
리테일	5.2	0.6	0.4	5.1	0.7	(3.3)	5.2	8.0	9.7	3.0	2.8	7.8
태양광/기타	(2.1)	2.9	6.8	3.7	7.1	9.1	8.0	5.6	0.4	3.1	7.4	5.8

자료: LIG 투자증권 리서치본부

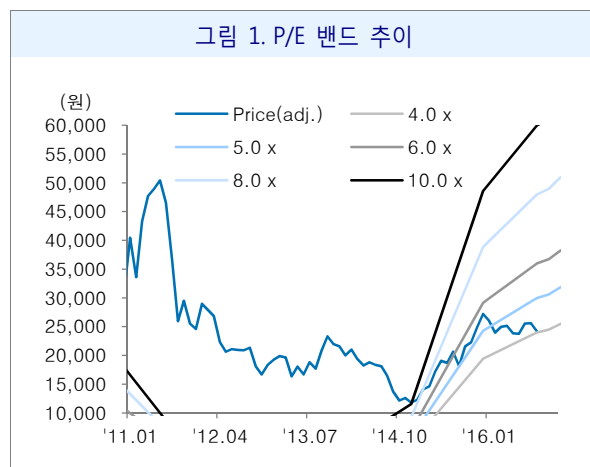
한화케미칼 | 태양광 우려를 잠재우는 화학부문의 호실적

표2. 한화케미칼 목표주가 37,000원

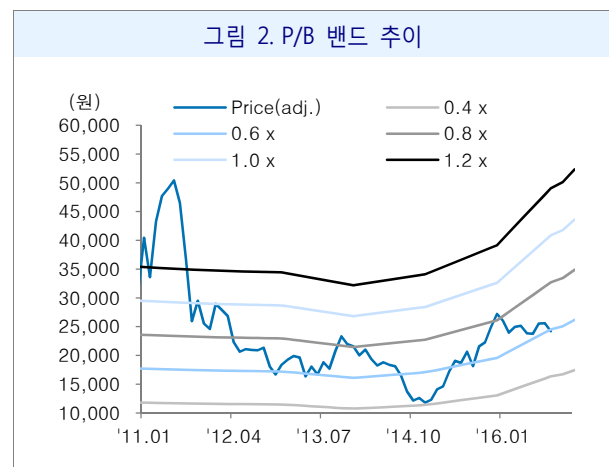
(단위: 십억원, 천주, 배)

항목	16F	비고
EBITDA	1,457	
Target Multiple	4.8	정유/화학업종 평균 6배 20%할인
영업가치 (A)	6,994	
관계기업투자자산 (B)	2,100	2Q16 기준
순차입금 (C)	3,705	2Q16 기준
우선주시가총액 (D)	15	2Q16 기준
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)	5,374	
유통주식수 (F)	164,809	보통주 기준
목표주가	32,605	
BPS	32,617	
Target P/B	1.2	
목표주가	40,771	
최종 목표주가	37,000	
현재주가	24,200	
Upside (%)	53	

자료: LIG투자증권 리서치본부



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권

한화케미칼 | 태양광 우려를 잠재우는 화학부문의 호실적

대차대조표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,778	5,460	6,589	8,008
현금및현금성자산	645	520	1,249	2,287
매출채권 및 기타채권	1,823	2,179	2,355	2,524
재고자산	1,826	2,182	2,359	2,527
비유동자산	9,075	9,327	9,289	9,193
투자자산	2,305	2,755	2,977	3,190
유형자산	6,051	5,869	5,626	5,335
무형자산	441	424	406	388
자산총계	13,853	14,787	15,878	17,201
유동부채	5,421	5,478	5,767	6,044
매입채무 및 기타채무	1,758	2,102	2,272	2,434
단기차입금	1,797	1,797	1,797	1,797
유동성장기부채	628	100	100	100
비유동부채	3,501	3,571	3,556	3,536
사채 및 장기차입금	2,616	2,516	2,416	2,316
부채총계	8,921	9,049	9,322	9,580
지배기업소유지분	4,633	5,412	6,204	7,237
자본금	815	815	815	815
자본잉여금	829	829	829	829
이익잉여금	2,887	3,666	4,458	5,491
기타자본	102	102	102	102
비지배지분	298	326	351	384
자본총계	4,931	5,738	6,556	7,621
총차입금	5,063	4,437	4,338	4,239
순차입금	4,034	3,457	2,592	1,420

현금흐름표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	1,209	1,469	1,534	1,833
영업에서 창출된 현금흐름	1,246	1,666	1,800	2,178
이자의 수취	0	0	0	0
이자의 지급	0	0	0	0
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-84	-196	-266	-344
투자활동 현금흐름	-953	-765	-498	-487
유동자산의 감소(증가)	-137	-75	-37	-36
투자자산의 감소(증가)	-754	-450	-222	-213
유형자산 감소(증가)	-662	-340	-340	-340
무형자산 감소(증가)	11	0	0	0
재무활동 현금흐름	-154	-829	-306	-309
사채 및 차입금증가(감소)	78	-627	-99	-99
자본금및자본잉여금 증감	117	0	0	0
배당금 지급	-25	-25	-25	-25
외환환산으로 인한 현금변동	-7	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	95	-125	730	1,037
기초현금	549	645	520	1,249
기말현금	645	520	1,249	2,287
FCF	450	1,129	1,194	1,493

자료: LIG투자증권

손익계산서

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	8,037	9,608	10,383	11,126
증가율(%)	-0.2	19.5	8.1	7.2
매출원가	6,541	7,462	8,122	8,489
매출총이익	1,496	2,146	2,261	2,637
매출총이익률(%)	18.6	22.3	21.8	23.7
판매비와 관리비	1,159	1,227	1,265	1,316
영업이익	337	919	996	1,321
영업이익률(%)	4.2	9.6	9.6	11.9
EBITDA	789	1,457	1,597	1,970
EBITDA M%	9.8	15.2	15.4	17.7
영업외손익	-109	109	111	114
지분법관련손익	166	337	344	351
금융손익	-154	-153	-156	-159
기타영업외손익	-120	-75	-77	-78
세전이익	228	1,028	1,108	1,435
법인세비용	48	196	266	344
당기순이익	180	832	842	1,090
지배주주순이익	188	803	817	1,058
지배주주순이익률(%)	2.2	8.7	8.1	9.8
비지배주주순이익	-8	28	25	33
기타포괄이익	-18	0	0	0
총포괄이익	163	832	842	1,090
EPS 증가율(%, 지배)	217.4	320.8	1.4	29.5
이자손익	-158	-159	-162	-166
총외화관련손익	-72	13	13	14

주요지표

	2015A	2016E	2017E	2018E
총발행주식수(천주)	161,940	164,809	164,809	164,809
시가총액(십억원)	4,405	4,318	4,318	4,318
주가(원)	27,200	26,200	26,200	26,200
EPS(원)	1,154	4,856	4,922	6,375
BPS(원)	28,415	32,617	37,390	43,615
DPS(원)	150	150	150	150
PER(X)	23.6	5.0	4.9	3.8
PBR(X)	1.0	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(X)	11.1	5.3	4.3	2.9
ROE(%)	3.7	15.6	13.7	15.4
ROA(%)	1.4	5.8	5.5	6.6
ROIC(%)	3.6	10.9	10.9	14.7
배당수익률(%)	0.6	0.6	0.6	0.6
부채비율(%)	180.9	157.7	142.2	125.7
순차입금/자기자본(%)	81.8	60.3	39.5	18.6
유동비율(%)	88.1	99.7	114.3	132.5
이자보상배율(X)	1.9	5.1	5.5	7.1
총자산회전율	0.6	0.7	0.7	0.7
매출채권 회전율	5.0	4.8	4.6	4.6
재고자산 회전율	4.3	4.8	4.6	4.6
매입채무 회전율	3.7	3.9	3.7	3.6

금호석유 (011780KS | HOLD 신규 | TP 75,000원 신규)

인고의 시간

합성고무의 부진한 업황이 4년째 지속되고 있습니다. 합성고무 재고 수준이 낮고 최근 원재료인 부타디엔 가격이 상승하면서 업황 개선의 여지는 높아 시장의 기대감이 높습니다. 그러나 아직 중국 합성고무 업체들의 가동률이 50%로 낮아 본격적인 수익 개선까지는 다소 시간이 걸릴 전망입니다.

합성고무 업황 회복 기대 크나 중국업체들의 가동률 여전히 낮아

- 3분기 영업이익은 470억원으로 QoQ 28% 감소, YoY 4% 증가할 전망
- 합성고무는 원재료인 부타디엔 가격 급등에도 불구하고 합성고무 제품가에 전가하지 못해 QoQ 감익 예상
- 합성수지는 QoQ 소폭 감익이 예상되며 2분기 신규 가동한 열병합발전소의 고정비 증가로 수익 기여 부진

에너지 부문의 증설 효과는 17년 이후에 가능할 전망

- 신규 가동한 열병합발전은 17년 유가 상승과 함께 SMP회복으로 점진적인 실적 개선 기대
- 스팀 증설물량의 일부는 자회사 금호피앤비가 공급 받을 예정으로 폐놀 신규 설비의 가동률 중요할 전망

결국, 합성고무 업황 회복 관건

- 기대감 높으나 중국 합성고무 업체 가동률이 여전히 낮아 업황 회복에는 시간 걸릴 것
- 16~17년 ROE대비 P/B 밸류에이션 높아 목표주가 75,000원으로, '중립'의견 제시

Stock Data



경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	4,766	3,935	3,914	4,536	4,884
영업이익	(십억원)	185	164	203	334	427
영업이익률	(%)	3.9	4.2	5.2	7.4	8.7
순이익	(십억원)	93	119	155	256	325
EPS	(원)	2,782	3,550	4,641	7,654	9,694
증감률	(%)	-856.0	27.6	30.7	64.9	26.7
PER	(배)	29.0	14.7	15.1	9.1	7.2
PBR	(배)	1.7	1.1	1.4	1.2	1.0
ROE	(%)	5.5	7.4	9.2	13.6	15.1
EV/EBITDA	(배)	12.6	10.8	10.2	7.2	5.6
순차입금	(십억원)	1,922	1,858	1,717	1,604	1,338
부채비율	(%)	170.3	153.1	132.6	120.5	105.7

금호석유 | 인고의 시간

표1. 금호석유 실적 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	14	15	16F	17F
매출액	1,020	1,079	964	872	872	1,012	1,037	994	4,766	3,935	3,914	4,536
(QoQ, %)	(7)	6	(11)	(10)	0	16	3	(4)				
(YoY, %)	(18)	(11)	(20)	(21)	(15)	(6)	8	14	(7)	(17)	(1)	16
합성고무	386	422	389	356	347	388	413	436	1,853	1,554	1,584	1,997
(QoQ, %)	(7)	9	(8)	(8)	(3)	12	7	6				
(YoY, %)	(24)	(12)	(14)	(14)	(10)	(8)	6	22	(19)	(16)	2	26
합성수지	281	308	257	234	257	272	266	232	1,325	1,079	1,027	1,103
(QoQ, %)	(12)	10	(16)	(9)	10	6	(2)	(13)				
(YoY, %)	(16)	(11)	(22)	(26)	(9)	(12)	4	(1)	(2)	(19)	(5)	7
기타	35	349	318	599	268	352	358	325	1,231	1,302	1,303	1,436
(QoQ, %)	(4)	888	(9)	88	(55)	31	2	(9)				
(YoY, %)	(11)	784	643	1,532	658	1	13	(46)	(6)	6	0	10
페놀유도체	214	220	195	161	160	223	221	184	1,039	790	788	847
정밀화학	40	38	32	30	29	29	29	31	151	140	118	122
에너지	38	31	31	27	25	38	46	48	160	127	156	219
기타	(26)	6	6	258	54	62	62	62	(119)	244	241	249
영업이익	55	64	45	(0)	46	65	47	45	185	164	203	334
(QoQ, %)	3	16	(30)	적전	흑전	41	(28)	(4)				
(YoY, %)	93	55	(26)	적전	(16)	2	4	흑전	38	(11)	24	64
합성고무	8	8	8	(14)	12	23	12	22	(2)	10	75	105
(QoQ, %)	(11)	9	(3)	적전	흑전	92	(47)	76				
(YoY, %)	흑전	흑전	21	적전	57	175	52	흑전	적전	흑전	642	40
합성수지	14	18	6	6	15	11	9	3	58	45	38	56
(QoQ, %)	10	31	(66)	(7)	150	(26)	(16)	(66)				
(YoY, %)	11	11	(61)	(54)	4	(41)	46	(47)	175	(23)	(15)	48
기타	33	37	31	8	20	31	25	20	129	109	91	173
(QoQ, %)	3	11	(18)	(74)	145	60	(19)	(21)				
(YoY, %)	28	16	(20)	(75)	(42)	(16)	(17)	150	105	(15)	(17)	91
페놀유도체	6	13	1	(8)	(1)	13	8	(2)	5	12	19	42
에너지	27	22	21	15	15	17	15	19	127	85	63	121
기타	0	2	9	1	6	1	3	3	(3)	12	9	11
영업이익율(%)	5.4	5.9	4.7	(0.0)	5.3	6.5	4.5	4.5	3.9	4.2	5.2	7.4
합성고무	2.0	2.0	2.1	(4.0)	3.5	6.0	3.0	5.0	(0.1)	0.6	4.7	5.3
합성수지	5.0	6.0	2.5	2.5	5.7	4.0	3.4	1.3	4.4	4.1	3.7	5.1
기타	94.7	10.7	9.6	1.3	7.3	8.9	7.1	6.1	10.5	8.4	7.0	12.1

자료: LIG 투자증권 리서치본부

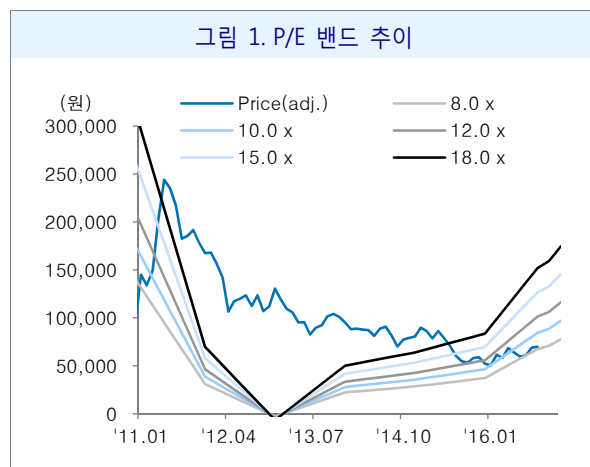
금호석유 | 인고의 시간

표2. 금호석유 목표주가 75,000원

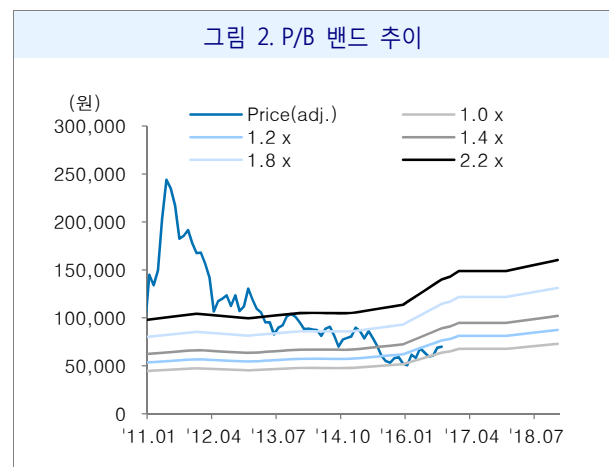
(단위: 십억원, 천주, 배)

항목	16F	17F	비고
EBITDA	402	558	
평균 EBITDA		480	
Target Multiple		8.4	정유/화학업종 평균 6배 40% 할증
영업가치 (A)		4,032	
관계기업투자자산 (B)		396	2Q16 기준
순차입금 (C)		1,951	2Q16 기준
우선주시가총액 (D)		87	2Q16 기준
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)		2,390	
유통주식수 (F)		30,468	보통주 기준
목표주가		78,441	
BPS	51,647	58,630	
평균 BPS		55,138	
Target P/B		1.3	
목표주가		71,680	
최종 목표주가		75,000	
현재주가		69,900	
Upside (%)		7	

자료: LIG투자증권 리서치본부



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권

금호석유 | 인고의 시간

대차대조표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	968	949	1,175	1,492
현금및현금성자산	47	33	114	350
매출채권 및 기타채권	471	469	544	585
재고자산	395	393	455	490
비유동자산	3,243	3,240	3,323	3,340
투자자산	667	663	768	827
유형자산	2,506	2,509	2,487	2,448
무형자산	16	14	12	11
자산총계	4,211	4,189	4,498	4,833
유동부채	1,541	1,383	1,514	1,609
매입채무 및 기타채무	485	482	559	601
단기차입금	697	797	847	897
유동성장기부채	335	80	80	80
비유동부채	1,006	1,005	944	875
사채 및 장기차입금	882	882	802	722
부채총계	2,547	2,388	2,458	2,484
지배기업소유지분	1,556	1,689	1,923	2,225
자본금	167	167	167	167
자본잉여금	268	268	268	268
이익잉여금	1,146	1,279	1,513	1,815
기타자본	-25	-25	-25	-25
비지배지분	107	112	117	124
자본총계	1,664	1,801	2,040	2,349
총차입금	1,916	1,761	1,731	1,701
순차입금	1,858	1,717	1,604	1,338

현금흐름표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	483	352	432	539
영업에서 창출된 현금흐름	569	444	554	684
이자 수취	6	2	2	2
이자 지급	-68	-55	-56	-57
배당금 수입	14	14	14	14
법인세부담액	-37	-54	-83	-105
투자활동 현금흐름	-391	-188	-298	-251
유동자산의 감소(증가)	4	0	-2	-1
투자자산의 감소(증가)	46	3	-105	-59
유형자산 감소(증가)	-389	-200	-200	-200
무형자산 감소(증가)	-2	0	0	0
재무활동 현금흐름	-258	-178	-52	-52
사채 및 차입금증가(감소)	-234	-155	-30	-30
자본금및자본잉여금 증감	3	0	0	0
배당금 지급	-42	-22	-22	-22
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-166	-14	81	235
기초현금	214	47	33	114
기말현금	47	33	114	350
FCF	93	152	232	339

자료: LIG투자증권

손익계산서

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	3,935	3,914	4,536	4,884
증가율(%)	-17.4	-0.5	15.9	7.7
매출원가	3,601	3,542	4,029	4,282
매출총이익	334	372	507	602
매출총이익률(%)	8.5	9.5	11.2	12.3
판매비와 관리비	170	169	172	176
영업이익	164	203	334	427
영업이익률(%)	4.2	5.2	7.4	8.7
EBITDA	340	402	558	668
EBITDA M%	8.6	10.3	12.3	13.7
영업외손익	6	10	10	9
지분법관련손익	43	36	36	36
금융손익	-67	-52	-53	-54
기타영업외손익	30	26	26	27
세전이익	170	214	344	436
법인세비용	48	54	83	105
당기순이익	122	160	262	331
지배주주순이익	119	155	256	325
지배주주순이익률(%)	3.1	4.1	5.8	6.8
비지배주주순이익	3	4	5	7
기타포괄이익	-64	0	0	0
총포괄이익	58	160	262	331
EPS 증가율(%, 지배)	27.6	30.7	64.9	26.7
이자손익	-47	-53	-54	-55
총외화관련손익	-22	9	9	9

주요지표

	2015A	2016E	2017E	2018E
총발행주식수(천주)	30,468	30,468	30,468	30,468
시가총액(십억원)	1,587	2,185	2,185	2,185
주가(원)	52,100	71,700	71,700	71,700
EPS(원)	3,550	4,641	7,654	9,694
BPS(원)	47,677	51,647	58,630	67,653
DPS(원)	800	800	800	800
PER(X)	14.7	15.1	9.1	7.2
PBR(X)	1.1	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(X)	10.8	10.0	7.1	5.5
ROE(%)	7.4	9.2	13.6	15.1
ROA(%)	2.8	3.8	6.0	7.1
ROIC(%)	4.6	5.2	8.9	11.1
배당수익률(%)	1.5	1.1	1.1	1.1
부채비율(%)	153.1	132.6	120.5	105.7
순차입금/자기자본(%)	111.7	95.3	78.6	56.9
유동비율(%)	62.8	68.6	77.7	92.8
이자보상배율(X)	3.2	3.7	6.0	7.5
총자산회전율	0.9	0.9	1.0	1.0
매출채권 회전율	7.2	8.3	9.0	8.7
재고자산 회전율	8.5	9.9	10.7	10.3
매입채무 회전율	7.1	7.3	7.7	7.4

효성 (004800KS | Buy 신규 | TP 180,000원 신규)

꾸준한 이익 성장 돋보여

2분기 분기 최대 실적은 가히 놀라웠습니다. 하이브리드 업체에도 불구하고 안정적인 실적 성장을 지속하고 있습니다. 최근 섬유부문의 스판덱스 제품의 경쟁 심화에 따라 스프레드 감소가 우려되고 있으나 증설과 스페셜티 비중 확대로 이익은 안정적으로 유지될 것을 예상됩니다. 17년에는 섬유보다는 중공업과 산업자재, 그리고 화학부문(PP/NF3)의 이익 성장이 기대됩니다.

스판덱스의 안정적인 스프레드 기대해볼 만

- 3분기 영업이익은 3,060억원으로 QoQ 7% 감소하나 YoY 10% 증가할 전망
- 환율 하락으로 전분기 대비 중공업 실적의 감익이 예상되나 산업자재와 화학부문은 실적 호조 전망
- 스판덱스는 최근 중국 업체들의 실적 악화로 경쟁 심화가 다소 완화되는 모습

17년 중공업과 산업자재, 그리고 화학부문 여전히 성장 가능

- 과거 7년 동안 캐쉬 카우였던 스판덱스는 경쟁에도 불구하고, 증설과 스페셜티 제품 확대로 안정적 실적 기대
- 17년에는 미국의 중공업 수주 확대와 화학제품의 증설(17년 NF3 증설, 16년 4분기 PP 20만톤)로 지속 성장 가능할 전망

안정적인 이익과 증설에 따른 성장 감안하면 프리미엄 줘야

- 투자 결실에 따른 실적 개선과 차입금 감소의 선순환 긍정적
- EV/EBITDA 7.2배, P/B 2.0배(ROE 16%)를 적용하여 목표주가 180,000원으로, 매수의견 제시

Stock Data



경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	12,177	12,458	12,476	13,645	14,309
영업이익	(십억원)	600	950	1,102	1,218	1,284
영업이익률	(%)	4.9	7.6	8.8	8.9	9.0
순이익	(십억원)	269	493	588	690	733
EPS	(원)	7,667	14,030	16,731	19,638	20,864
증감률	(%)	-217.5	83.0	19.3	17.4	6.2
PER	(배)	8.9	8.4	7.8	6.6	6.2
PBR	(배)	0.8	1.3	1.2	1.1	0.9
ROE	(%)	10.5	16.5	16.7	17.0	15.7
EV/EBITDA	(배)	8.8	7.6	6.8	6.0	5.4
순차입금	(십억원)	7,356	7,219	6,805	6,385	5,802
부채비율	(%)	371.9	303.6	251.1	212.4	181.1

효성 | 꾸준한 이익 성장 돋보여

표 1. 효성 실적 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	14	15	16F	17F
매출액	2,793	3,214	3,215	3,236	2,813	3,082	3,246	3,335	12,177	12,458	12,476	13,645
(QoQ, %)	(16)	15	0	1	(13)	10	5	3				
(YoY, %)	0	3	9	(2)	1	(4)	1	3	(3)	2	0	9
섬유	511	553	537	503	485	516	508	512	2,169	2,105	2,020	2,194
(QoQ, %)	(7)	8	(3)	(6)	(4)	6	(2)	1				
(YoY, %)	(4)	(1)	2	(8)	(5)	(7)	(5)	2	(90)	(3)	(4)	9
산업자재	592	586	598	598	627	622	631	631	2,361	2,375	2,511	2,687
(QoQ, %)	2	(1)	2	0	5	(1)	1	0				
(YoY, %)	(3)	(2)	6	3	6	6	5	5	(90)	1	6	7
화학	230	277	288	274	281	305	318	320	1,399	1,068	1,225	1,724
(QoQ, %)	(30)	21	4	(5)	3	9	4	1				
(YoY, %)	(32)	(26)	(20)	(17)	22	10	11	17	(91)	(24)	15	41
중공업	508	687	629	670	542	703	660	717	2,349	2,493	2,622	2,833
(QoQ, %)	(37)	35	(8)	7	(19)	30	(6)	9				
(YoY, %)	16	16	24	(17)	7	2	5	7	(91)	6	5	8
건설	195	220	231	245	204	198	224	238	723	891	863	906
(QoQ, %)	(17)	13	5	6	(17)	(3)	13	6				
(YoY, %)	70	17	23	5	4	(10)	(3)	(3)	(87)	23	(3)	5
무역&기타	757	891	933	945	675	739	905	917	3,176	3,527	3,236	3,300
(QoQ, %)	(7)	18	5	1	(29)	10	22	1				
(YoY, %)	0	12	15	17	(11)	(17)	(3)	(3)	(91)	11	(8)	2
영업이익	222	255	277	196	222	331	306	242	600	950	1,102	1,218
(QoQ, %)	31	15	9	(29)	14	49	(8)	(21)				
(YoY, %)	103	31	119	15	0	30	10	24	24	58	16	11
섬유	101	120	107	99	87	93	90	87	361	426	357	376
(QoQ, %)	(1)	18	(11)	(7)	(12)	6	(2)	(4)				
(YoY, %)	22	27	29	(3)	(14)	(23)	(15)	(12)	33	18	(16)	5
산업자재	43	34	41	30	44	74	76	50	91	147	244	269
(QoQ, %)	120	(21)	23	(28)	49	66	3	(33)				
(YoY, %)	109	3	120	53	4	120	84	70	6	62	66	10
화학	14	29	37	21	17	40	45	27	73	101	128	154
(QoQ, %)	(25)	107	27	(43)	(20)	138	13	(40)				
(YoY, %)	흑전	(2)	43	11	19	37	22	29	(33)	39	27	21
중공업	38	33	49	33	42	84	59	65	5	152	250	297
(QoQ, %)	흑전	(14)	50	(33)	28	100	(30)	9				
(YoY, %)	흑전	7	흑전	흑전	11	158	21	96	흑전	2,827	64	19
건설	8	11	9	15	18	19	18	15	26	43	69	67
(QoQ, %)	(48)	39	(15)	55	21	6	(5)	(17)				
(YoY, %)	3,900	48	236	(5)	121	69	91	2	흑전	66	61	(4)
무역&기타	19	29	35	(1)	14	22	18	(1)	33	81	53	55
(QoQ, %)	15	56	18	적전	흑전	54	(18)	적전				
(YoY, %)	1,389	4,071	133	적전	(23)	(24)	(48)	적지	(93)	145	(34)	2
영업이익율(%)	8.0	7.9	8.6	6.0	7.9	10.7	9.4	7.3	4.9	7.6	8.8	8.9
섬유	19.8	21.6	19.9	19.6	17.9	17.9	17.8	17.0	16.7	20.3	17.7	17.1
산업자재	7.2	5.7	6.9	5.0	7.1	11.8	12.0	8.0	3.8	6.2	9.7	10.0
화학	6.1	10.5	12.8	7.6	5.9	13.0	14.1	8.4	5.2	9.4	10.4	9.0
중공업	7.4	4.7	7.8	4.9	7.8	12.0	8.9	9.0	0.2	6.1	9.5	10.5
건설	4.1	5.1	4.1	5.9	8.7	9.5	8.0	6.2	3.6	4.8	8.0	7.4
무역&기타	2.5	3.3	3.7	(0.1)	2.1	3.0	2.0	(0.1)	1.0	2.3	1.7	1.7

자료: LIG 투자증권 리서치본부

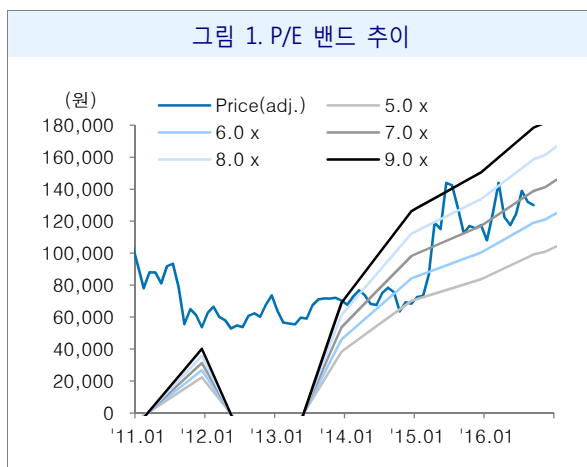
효성 | 꾸준한 이익 성장 돋보여

표2. 효성 목표주가 180,000원

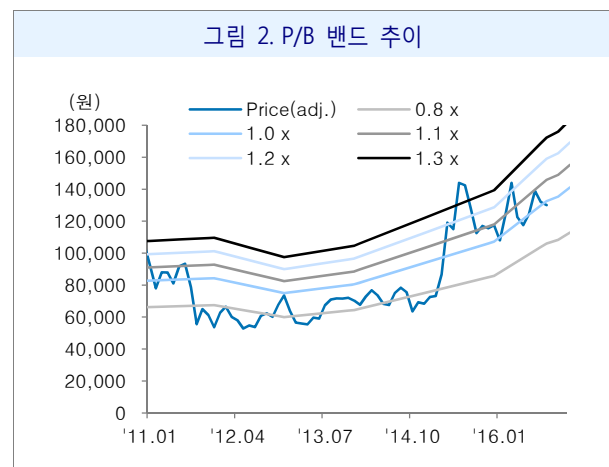
(단위: 십억원, 천주, 배)

항목	16F	비고
EBITDA	1,714	
Target Multiple	7.2	정유/화학업종 평균 6배 20% 할증
영업가치 (A)	12,344	
관계기업투자자산 (B)	111	2Q16 기준
순차입금 (C)	6,857	2Q16 기준
우선주시가총액 (D)	-	2Q16 기준
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)	5,598	
유통주식수 (F)	35,117	보통주 기준
목표주가	159,409	
BPS	107,171	
Target P/B	2.0	
목표주가	214,342	
최종 목표주가	180,000	
현재주가	130,000	
Upside (%)	38	

자료: LIG투자증권 리서치본부



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권

효성 | 꾸준한 이익 성장 돋보여

대차대조표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,217	4,075	4,336	4,715
현금및현금성자산	513	366	280	461
매출채권 및 기타채권	1,945	1,948	2,130	2,234
재고자산	1,498	1,500	1,641	1,721
비유동자산	7,738	7,826	7,932	7,956
투자자산	700	701	767	804
유형자산	5,629	5,716	5,756	5,743
무형자산	453	453	453	453
자산총계	14,013	13,959	14,327	14,729
유동부채	6,718	6,259	6,046	5,853
매입채무 및 기타채무	1,599	1,602	1,752	1,837
단기차입금	3,360	3,060	2,760	2,460
유동성장기부채	1,362	1,200	1,100	1,100
비유동부채	3,823	3,724	3,695	3,635
사채 및 장기차입금	3,056	2,956	2,856	2,756
부채총계	10,541	9,983	9,741	9,488
지배기업소유지분	3,258	3,729	4,303	4,919
자본금	176	176	176	176
자본잉여금	454	454	454	454
이익잉여금	2,660	3,132	3,705	4,321
기타자본	-31	-31	-31	-31
비지배지분	214	247	283	322
자본총계	3,472	3,976	4,586	5,240
총차입금	7,811	7,249	6,751	6,353
순차입금	7,219	6,805	6,385	5,802

현금흐름표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	1,334	1,298	1,369	1,506
영업에서 창출된 현금흐름	1,461	1,696	1,772	1,927
이자 수취	164	7	7	7
이자 지급	-201	-181	-185	-188
배당금 수입	3	3	3	3
법인세부담액	-166	-228	-229	-244
투자활동 현금흐름	-707	-767	-840	-810
유동자산의 감소(증가)	-8	0	-7	-4
투자자산의 감소(증가)	-175	-1	-66	-37
유형자산 감소(증가)	-657	-700	-700	-700
무형자산 감소(증가)	-43	0	0	0
재무활동 현금흐름	-656	-679	-614	-515
사채 및 차입금증가(감소)	-143	-562	-498	-399
자본금및자본잉여금 증감	3	0	0	0
배당금 지급	-88	-116	-116	-116
외환환산으로 인한 현금변동	16	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-14	-148	-86	181
기초현금	527	513	366	280
기말현금	513	366	280	461
FCF	632	598	669	806

자료: LIG투자증권

손익계산서

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	12,458	12,476	13,645	14,309
증가율(%)	2.3	0.1	9.4	4.9
매출원가	10,430	10,254	11,264	11,815
매출총이익	2,029	2,222	2,381	2,494
매출총이익률(%)	16.3	17.8	17.5	17.4
판매비와 관리비	1,078	1,121	1,163	1,210
영업이익	950	1,102	1,218	1,284
영업이익률(%)	7.6	8.8	8.9	9.0
EBITDA	1,520	1,714	1,878	1,998
EBITDA M%	12.2	13.7	13.8	14.0
영업외손익	-353	-254	-263	-269
지분법관련손익	11	54	54	54
금융손익	-270	-249	-257	-263
기타영업외손익	-94	-58	-60	-61
세전이익	597	848	955	1,015
법인세비용	71	228	229	244
당기순이익	526	620	726	771
지배주주순이익	493	588	690	733
지배주주순이익률(%)	4.2	5.0	5.3	5.4
비지배주주순이익	33	33	36	39
기타포괄이익	40	0	0	0
총포괄이익	566	620	726	771
EPS 증가율(%, 지배)	83.0	19.3	17.4	6.2
이자손익	-174	-174	-177	-181
총외화관련손익	-151	-66	-67	-69

주요지표

	2015A	2016E	2017E	2018E
총발행주식수(천주)	35,117	35,117	35,117	35,117
시가총액(십억원)	4,126	4,636	4,636	4,636
주가(원)	117,500	132,000	132,000	132,000
EPS(원)	14,030	16,731	19,638	20,864
BPS(원)	93,756	107,171	123,494	141,042
DPS(원)	3,500	3,500	3,500	3,500
PER(X)	8.4	7.8	6.6	6.2
PBR(X)	1.3	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA(X)	7.6	6.8	6.0	5.3
ROE(%)	16.5	16.7	17.0	15.7
ROA(%)	3.8	4.4	5.1	5.3
ROIC(%)	10.4	10.4	12.0	12.3
배당수익률(%)	3.0	2.7	2.7	2.7
부채비율(%)	303.6	251.1	212.4	181.1
순차입금/자기자본(%)	207.9	171.1	139.2	110.7
유동비율(%)	62.8	65.1	71.7	80.6
이자보상배율(X)	5.3	6.1	6.6	6.8
총자산회전율	0.9	0.9	1.0	1.0
매출채권 회전율	6.4	6.4	6.7	6.6
재고자산 회전율	8.7	8.3	8.7	8.5
매입채무 회전율	6.6	6.4	6.7	6.6

코오롱인더 (120110KS | Buy 신규 | TP 120,000원 신규)

안정적인 실적과 신규 사업의 성장 매력

듀폰 소송 이후 하이브리드 업체로 안정적인 실적을 영위하고 있습니다. 산업자재의 타이어코드 수급 개선과 패션부문의 영업비용 감소도 안정적인 실적에 한 몫하고 있습니다. 필름부문 실적은 전방산업 악화로 저조하나 17년 CPI(투명 폴리이미드필름) 상업 개발에 따른 실적 가시화가 매우 기대됩니다.

다각화된 사업으로 안정적인 실적 영위

- 3분기 영업이익은 670억원으로 QoQ 14% 감소하나 YoY 7% 증가할 전망
- 전분기 대비 실적 감소의 배경은 산업자재 부문의 조업일수 감소 영향과 패션 비수기 영향 때문
- 산업자재의 타이어코드 수급 개선과 증설 효과로 안정적인 실적 기대

CPI 소재 개발은 중장기 성장 모멘텀의 Key driver 역할 전망

- 전방산업 악화로 필름 부문의 부진한 실적이 지속되는 가운데 CPI필름 설비 투자로 18년 본격적인 매출 반영 가능 전망. 플렉서블 디스플레이 시장 개화로 핵심 소재인 CPI필름 성장 모멘텀 긍정적
- 18년 상업가동 시 매출액 3,000억원, 영업이익 900억원 기대 (OPM 30% 적용)

안정적인 실적과 향후 CPI 사업 성장 매력

- 산업자재 및 화학 실적의 안정적인 실적과 함께 향후 CPI소재 성장 모멘텀
- EV/EBITDA 9배(6배의 50% 할증), P/B 1.4배 적용하여 목표주가 120,000원으로, 매수의견 제시

Stock Data



경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	5,338	4,857	4,644	4,889	5,362
영업이익	(십억원)	169	280	318	365	453
영업이익률	(%)	3.2	5.8	6.8	7.5	8.4
순이익	(십억원)	42	-144	220	247	310
EPS	(원)	1,517	-5,177	7,876	8,837	11,117
증감률	(%)	-62.1	-441.3	-252.1	12.2	25.8
PER	(배)	31.9	-12.1	10.5	9.4	7.5
PBR	(배)	0.7	1.0	1.1	1.0	0.9
ROE	(%)	2.0	-7.3	11.0	11.2	12.5
EV/EBITDA	(배)	8.7	7.3	7.1	5.9	4.6
순차입금	(십억원)	1,728	1,672	1,366	1,115	829
부채비율	(%)	136.4	153.8	128.6	118.9	110.2

코오롱인더 | 안정적인 실적과 신규 사업의 성장 매력

표1. 코오롱인더 실적 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	14	15	16F	17F
매출액	1,201	1,235	1,148	1,274	1,150	1,134	1,110	1,250	5,338	4,474	4,644	4,889
(QoQ, %)	(15)	3	(7)	11	(10)	(1)	(2)	13				
(YoY, %)	(9)	(9)	(8)	(10)	(4)	(8)	(3)	(2)	1	(16)	4	5
산업자재	421	451	428	460	453	438	424	455	1,669	1,759	1,769	1,867
(QoQ, %)	(1)	7	(5)	7	(2)	(3)	(3)	7				
(YoY, %)	2	4	8	9	8	(3)	(1)	(1)	6	5	1	5
화학	272	260	263	225	216	200	223	191	1,274	1,019	830	855
(QoQ, %)	(22)	(5)	1	(14)	(4)	(7)	12	(14)				
(YoY, %)	(5)	(17)	(19)	(36)	(21)	(23)	(15)	(15)	23	(20)	(19)	3
필름	129	125	127	122	118	119	123	118	615	502	478	512
(QoQ, %)	(9)	(3)	1	(4)	(3)	0	4	(4)				
(YoY, %)	(21)	(22)	(16)	(13)	(8)	(5)	(3)	(3)	(6)	(18)	(5)	7
패션	277	276	230	369	263	275	237	380	1,249	1,152	1,154	1,194
(QoQ, %)	(31)	(0)	(17)	61	(29)	5	(14)	61				
(YoY, %)	(7)	(9)	(7)	(8)	(5)	(0)	3	3	(5)	(8)	0	3
기타(의류소재)	10	12	10	10	101	103	104	106	531	43	413	461
(QoQ, %)	(90)	21	(18)	(2)	925	1	1	2				
(YoY, %)	(93)	(92)	(92)	(91)	890	732	928	971	(22)	(92)	872	12
영업이익	69	76	62	72	86	78	67	88	169	314	318	365
(QoQ, %)	18	10	(18)	16	19	(10)	(14)	32				
(YoY, %)	39	53	509	23	24	1	7	21	(27)	86	1	15
산업자재	33	38	36	38	39	41	38	39	84	144	157	166
(QoQ, %)	50	16	(4)	4	5	3	(6)	2				
(YoY, %)	69	43	116	74	21	8	6	4	(1)	71	9	6
화학	29	29	30	29	29	27	28	25	91	117	109	114
(QoQ, %)	14	1	4	(5)	1	(8)	6	(11)				
(YoY, %)	37	32	33	13	0	(9)	(7)	(12)	8	28	(7)	5
필름	1	(2)	1	(3)	3	0	2	(6)	(7)	(3)	(1)	26
(QoQ, %)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	(86)	361	적전				
(YoY, %)	(91)	적전	흑전	적지	460	흑전	130	적지	적전	적지	적지	흑전
패션	13	15	1	30	15	16	5	32	63	60	68	71
(QoQ, %)	(62)	17	(94)	2,920	(51)	11	(71)	582				
(YoY, %)	(12)	(15)	흑전	(13)	12	6	374	7	(20)	(5)	14	3
기타(의류소재)	(1)	(0)	(1)	(2)	0	(7)	(7)	(3)	(62)	(4)	(16)	(12)
(QoQ, %)	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지				
(YoY, %)	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익율(%)	5.8	6.2	5.4	5.7	7.5	6.8	6.0	7.0	3.2	7.0	6.8	7.5
산업자재	7.7	8.4	8.4	8.2	8.7	9.3	9.0	8.6	5.0	8.2	8.9	8.9
화학	10.6	11.2	11.5	12.8	13.4	13.3	12.7	13.2	7.1	11.5	13.1	13.4
필름	0.4	(1.8)	0.6	(2.1)	2.4	0.3	1.5	(5.0)	(1.2)	(0.7)	(0.2)	5.0
패션	4.8	5.6	0.4	8.2	5.6	6.0	2.0	8.5	5.0	5.2	5.9	5.9
기타(의류소재)	(5.4)	(2.9)	(5.8)	(22.1)	0.3	(6.3)	(6.3)	(2.8)	(11.6)	(8.6)	(3.8)	(2.6)

자료: LIG 투자증권 리서치본부

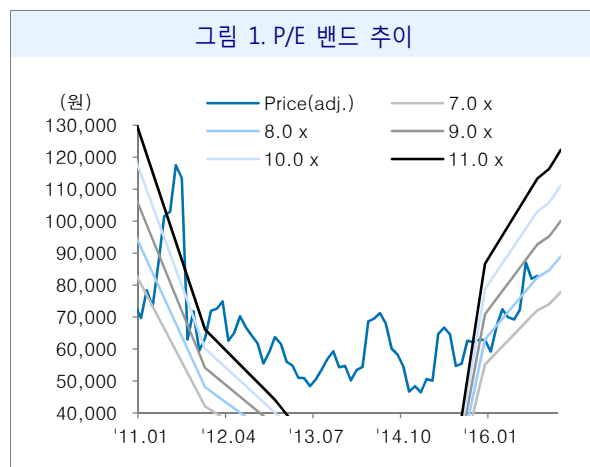
코오롱인더 | 안정적인 실적과 신규 사업의 성장 매력

표2. 코오롱인더 목표주가 120,000원

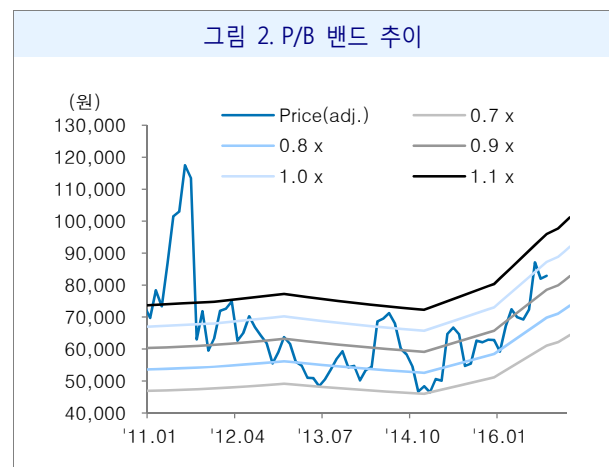
(단위: 십억원, 천주, 배)

항목	16F	비고
EBITDA	515	
Target Multiple	9.0	정유/화학업종 평균 6배 50% 할증
영업가치 (A)	4,634	
관계기업투자자산 (B)	337	2Q16 기준
순차입금 (C)	1,605	2Q16 기준
우선주시가총액 (D)	89	2Q16 기준
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)	3,277	
유통주식수 (F)	25,120	보통주 기준
목표주가	130,000	
BPS	73,037	
Target P/B	1.4	
목표주가	102,252	
최종 목표주가	120,000	
현재주가	82,900	
Upside (%)	45	

자료: LIG투자증권 리서치본부



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권

코오롱인더 | 안정적인 실적과 신규 사업의 성장 매력

대차대조표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,945	2,004	2,362	2,837
현금및현금성자산	94	233	499	793
매출채권 및 기타채권	833	796	838	919
재고자산	853	816	858	941
비유동자산	3,041	2,975	2,937	2,902
투자자산	435	416	438	480
유형자산	2,153	2,111	2,055	1,983
무형자산	197	192	187	182
자산총계	4,986	4,979	5,299	5,739
유동부채	1,828	1,604	1,643	1,717
매입채무 및 기타채무	676	647	681	746
단기차입금	774	774	774	774
유동성장기부채	291	100	100	100
비유동부채	1,193	1,197	1,236	1,292
사채 및 장기차입금	820	840	860	880
부채총계	3,022	2,801	2,878	3,009
지배기업소유지분	1,832	2,038	2,270	2,566
자본금	139	139	139	139
자본잉여금	907	907	907	907
이익잉여금	742	948	1,180	1,476
기타자본	43	43	43	43
비지배지분	132	141	151	164
자본총계	1,964	2,178	2,421	2,730
총차입금	1,885	1,714	1,734	1,754
순차입금	1,672	1,366	1,115	829

현금흐름표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	366	516	505	561
영업에서 창출된 현금흐름	365	589	586	663
이자의 수취	0	0	0	0
이자의 지급	0	0	0	0
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	1	-72	-81	-102
투자활동 현금흐름	-377	-127	-180	-206
유동자산의 감소(증가)	-65	5	-6	-12
투자자산의 감소(증가)	-94	19	-22	-42
유형자산 감소(증가)	-195	-150	-150	-150
무형자산 감소(증가)	-43	0	0	0
재무활동 현금흐름	41	-249	-59	-61
사채 및 차입금증가(감소)	40	-171	20	20
자본금및자본잉여금 증감	1	0	0	0
배당금 지급	-15	-14	-14	-14
외환환산으로 인한 현금변동	1	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	31	140	266	294
기초현금	62	94	233	499
기말현금	94	233	499	793
FCF	164	366	355	411

자료: LIG투자증권

손익계산서

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	4,857	4,644	4,889	5,362
증가율(%)	-9.0	-4.4	5.3	9.7
매출원가	3,575	3,317	3,416	3,709
매출총이익	1,282	1,328	1,473	1,652
매출총이익률(%)	26.4	28.6	30.1	30.8
판매비와 관리비	1,002	1,010	1,108	1,199
영업이익	280	318	365	453
영업이익률(%)	5.8	6.8	7.5	8.4
EBITDA	474	515	575	680
EBITDA M%	9.8	11.1	11.8	12.7
영업외손익	-418	-18	-27	-28
지분법관련손익	29	38	38	38
금융손익	-61	-49	-58	-59
기타영업외손익	-386	-7	-7	-7
세전이익	-138	300	338	425
법인세비용	7	72	81	102
당기순이익	-145	228	257	323
지배주주순이익	-144	220	247	310
지배주주순이익률(%)	-3.0	4.9	5.3	6.0
비지배주주순이익	-1	8	10	13
기타포괄이익	2	0	0	0
총포괄이익	-143	228	257	323
EPS 증가율(%, 지배)	-441.3	-252.1	12.2	25.8
이자손익	-64	-58	-59	-60
총외화관련손익	-24	-10	-10	-10

주요지표

	2015A	2016E	2017E	2018E
총발행주식수(천주)	25,119	25,130	25,130	25,130
시가총액(십억원)	1,577	2,061	2,061	2,061
주가(원)	62,800	82,000	82,000	82,000
EPS(원)	-5,177	7,876	8,837	11,117
BPS(원)	65,694	73,037	81,370	91,982
DPS(원)	500	500	500	500
PER(X)	-12.1	10.5	9.4	7.5
PBR(X)	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(X)	7.3	7.2	6.0	4.7
ROE(%)	-7.3	11.0	11.2	12.5
ROA(%)	-3.0	4.6	5.0	5.9
ROIC(%)	9.6	7.3	8.7	10.9
배당수익률(%)	0.8	0.6	0.6	0.6
부채비율(%)	153.8	128.6	118.9	110.2
순차입금/자기자본(%)	85.1	62.7	46.0	30.4
유동비율(%)	106.4	124.9	143.8	165.2
이자보상배율(X)	4.0	5.0	5.6	6.8
총자산회전율	1.0	0.9	1.0	1.0
매출채권 회전율	5.6	5.7	6.0	6.1
재고자산 회전율	5.7	5.6	5.8	6.0
매입채무 회전율	5.3	5.0	5.1	5.2

SKC (011790KS | Buy 신규 | TP 34,000원 신규)

일보 전진을 위한 이보 후퇴

PO제품 덕에 화학부문은 견조한 실적을 내고 있지만, 필름 부문은 업황 부진과 인력 구조조정 비용 반영으로 3분기 부진한 실적이 예상됩니다. 그러나 4분기부터는 필름 부문 구조조정과 자회사 SKC솔믹스의 태양광 사업 매각으로 수익성 회복이 기대됩니다. 또한 중장기적으로 CPI를 비롯한 고부가가치 필름이 동사의 성장 모멘텀으로 작용할 것으로 판단됩니다.

3분기 인력 구조조정 비용 반영으로 저조한 실적 예상

- 3분기 영업이익은 250억원으로 QoQ 40% 감소, YoY 55% 감소할 전망
- 화학과 필름부문 실적은 전분기와 유사할 전망이다. 그러나 필름부문 인력 구조조정에 따른 일회성 비용이 예상됨
- 4분기에는 필름부문 구조조정과 자회사 SKC솔믹스의 태양광 사업 매각으로 이익 회복 기대

CPI필름을 비롯하여 고부가가치 필름 개발로 실적 회복 기대

- 플렉서블 디스플레이 시장 개화와 함께 핵심 소재인 CPI필름의 상업개발에 따른 성장 모멘텀 확보
- 중장기 고부가가치 필름 개발(차량용 PVB필름, TAC 대체필름 등)로 점진적인 수익성 회복 기대

구조조정으로 강화되고 있는 체력

- 기존 필름 사업의 구조조정과 신규 사업 개발로 필름 실적 턴어라운드 기대
- EV/EBITDA는 7.8배(6배의 30% 할증), P/B 1.0배(16년 ROE 8배) 적용하여, 목표주가 34,000원 제시

Stock Data



경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	2,802	2,565	2,383	2,649	2,947
영업이익	(십억원)	152	218	150	214	275
영업이익률	(%)	5.4	8.5	6.3	8.1	9.3
순이익	(십억원)	69	272	110	139	183
EPS	(원)	1,916	7,426	2,948	3,700	4,864
증감률	(%)	22.2	287.6	-60.3	25.5	31.4
PER	(배)	13.9	4.6	9.6	7.6	5.8
PBR	(배)	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
ROE	(%)	3.5	17.2	7.2	8.5	10.3
EV/EBITDA	(배)	9.3	7.9	8.5	6.5	5.0
순차입금	(십억원)	1,650	1,488	1,234	1,068	864
부채비율	(%)	183.4	137.0	127.2	122.2	115.5

SKC | 일보 전진을 위한 이보 후퇴

표1. SKC 실적 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	14	15	16F	17F
매출액	701	632	632	600	566	581	618	618	2,802	2,565	2,383	2,649
(QoQ, %)	(1)	(10)	(0)	(5)	(6)	3	6	(0)				
(YoY, %)	5	(15)	(7)	(15)	(19)	(8)	(2)	3	6	(8)	(7)	11
화학	238	249	208	187	182	199	202	191	1,086	881	773	855
(QoQ, %)	(9)	4	(16)	(10)	(3)	9	1	(5)				
(YoY, %)	(13)	(13)	(22)	(29)	(23)	(20)	(3)	2	7	(19)	(12)	11
필름	192	178	196	170	174	169	172	169	814	735	684	717
(QoQ, %)	12	(7)	10	(13)	2	(3)	2	(2)				
(YoY, %)	(7)	(20)	(9)	(0)	(9)	(5)	(12)	(1)	(2)	(10)	(7)	5
자회사	271	206	229	242	210	214	245	259	903	949	926	1,076
(QoQ, %)	(1)	(24)	11	6	(13)	2	15	6				
(YoY, %)	45	(14)	13	(11)	(23)	3	7	7	14	5	(2)	16
SKC Inc.	85	67	75	56	74	63	78	65	258	282	280	288
중국 장수	11	13	11	14	17	22	11	14	(2,853)	492	64	100
SKC solmics	29	28	28	29	32	29	28	29	1,152	1,128	118	122
SK 텔레시스	99	63	95	115	87	101	104	127	3,957	3,715	419	461
바이오랜드	21	19	19	21	25	26	23	23	204	809	97	106
SKC airgas	19	19	21	21	0	0	0	0	639	792		
영업이익	61	59	55	43	43	42	25	40	152	218	150	214
(QoQ, %)	54	(3)	(8)	(22)	1	(2)	(41)	60				
(YoY, %)	94	33	50	8	(30)	(29)	(55)	(7)	23	43	(31)	43
화학	41	47	42	40	32	33	30	27	96	170	121	126
(QoQ, %)	36	15	(10)	(6)	(20)	3	(9)	(11)				
(YoY, %)	111	97	86	32	(22)	(30)	(29)	(33)	44	77	(29)	4
필름	10	8	10	4	5	(1)	(12)	5	41	32	(3)	39
(QoQ, %)	476	(14)	20	(59)	22	적전	적지	흑전				
(YoY, %)	(21)	(50)	1	141	(49)	적전	적전	23	(41)	(21)	적전	흑전
자회사	11	4	2	(1)	6	10	7	8	16	16	31	49
(QoQ, %)	34	(65)	(40)	적전	흑전	62	(32)	16				
(YoY, %)	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	1	100	57
SKC Inc.	1	(0)	1	(4)	(1)	1	1	1	7	(28)	2	6
중국 장수	(3)	(3)	(5)	(3)	(2)	0	(1)	(1)	(72)	(136)	(3)	1
SKC solmics	2	2	1	(1)	2	2	1	1	33	34	5	9
SK 텔레시스	1	(3)	2	1	2	2	2	3	(116)	16	9	12
바이오랜드	4	3	3	4	4	5	4	5	39	141	17	21
SKC airgas	4	5	4	5	0	0	0	0	140	175		
영업이익율(%)	8.8	9.4	8.7	7.1	7.6	7.3	4.0	6.4	5.4	8.5	6.3	8.1
화학	17.1	19.0	20.4	21.2	17.5	16.5	14.8	14.0	8.8	19.3	15.7	14.7
필름	5.1	4.7	5.2	2.4	2.9	(0.5)	(7.0)	3.0	5.0	4.4	(0.4)	5.4
자회사	4.0	1.8	1.0	(0.4)	3.0	4.8	2.8	3.1	1.7	1.7	3.4	4.6

자료: LIG 투자증권 리서치본부

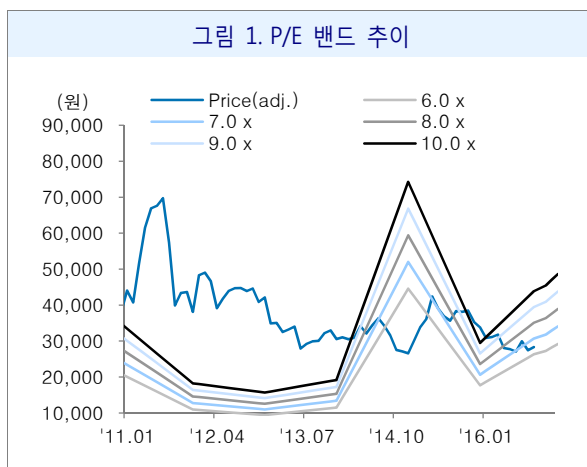
SKC | 일보 전진을 위한 이보 후퇴

표2. SKC 목표주가 34,000원

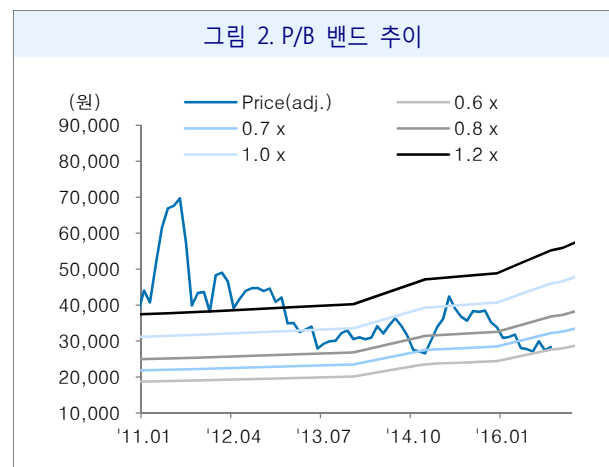
(단위: 십억원, 천주, 배)

항목	16F	비고
EBITDA	280	
Target Multiple	7.8	정유/화학업종 평균 6배 30% 할증
영업가치 (A)	2,185	
관계기업투자자산 (B)	101	2Q16 기준
순차입금 (C)	1,308	2Q16 기준
우선주시가총액 (D)	-	2Q16 기준
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)	978	
유통주식수 (F)	37,174	보통주 기준
목표주가	26,314	
BPS	40,699	
Target P/B	1.0	
목표주가	40,699	
최종 목표주가	34,000	
현재주가	28,300	
Upside (%)	20	

자료: LIG투자증권 리서치본부



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권

SKC | 일보 전진을 위한 이보 후퇴

대차대조표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	787	990	1,232	1,520
현금및현금성자산	39	294	459	660
매출채권 및 기타채권	403	374	416	463
재고자산	284	264	293	326
비유동자산	2,901	2,743	2,679	2,622
투자자산	532	494	549	611
유형자산	2,079	1,966	1,853	1,741
무형자산	146	139	132	125
자산총계	3,688	3,733	3,911	4,142
유동부채	1,056	959	929	905
매입채무 및 기타채무	354	329	365	406
단기차입금	362	332	302	272
유동성장기부채	300	260	220	180
비유동부채	1,076	1,132	1,222	1,315
사채 및 장기차입금	880	950	1,020	1,090
부채총계	2,132	2,090	2,151	2,220
지배기업소유지분	1,444	1,526	1,637	1,791
자본금	184	184	184	184
자본잉여금	126	126	126	126
이익잉여금	1,130	1,212	1,323	1,477
기타자본	5	5	5	5
비지배지분	112	117	123	131
자본총계	1,556	1,643	1,760	1,922
총차입금	1,543	1,543	1,543	1,543
순차입금	1,488	1,234	1,068	864

현금흐름표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	108	259	264	307
영업에서 창출된 현금흐름	203	335	354	413
이자 수취	0	1	1	1
이자 지급	-64	-47	-48	-49
배당금 수입	2	2	2	2
법인세부담액	-32	-32	-46	-60
투자활동 현금흐름	-96	24	-71	-78
유동자산의 감소(증가)	-5	1	-2	-2
투자자산의 감소(증가)	-331	38	-55	-62
유형자산 감소(증가)	-63	-10	-10	-10
무형자산 감소(증가)	22	0	0	0
재무활동 현금흐름	-26	-27	-28	-28
사채 및 차입금증가(감소)	-169	0	0	0
자본금및자본잉여금 증감	-29	0	0	0
배당금 지급	-23	-27	-28	-28
외환환산으로 인한 현금변동	1	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-13	256	164	201
기초현금	52	39	294	459
기말현금	39	294	459	660
FCF	40	249	254	297

자료: LIG투자증권

손익계산서

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	2,565	2,383	2,649	2,947
증가율(%)	-8.5	-7.1	11.1	11.2
매출원가	2,065	1,968	2,155	2,381
매출총이익	500	416	494	567
매출총이익률(%)	19.5	17.4	18.7	19.2
판매비와 관리비	281	266	280	291
영업이익	218	150	214	275
영업이익률(%)	8.5	6.3	8.1	9.3
EBITDA	361	280	343	405
EBITDA M%	14.1	11.8	13.0	13.7
영업외손익	152	-23	-24	-25
지분법관련손익	-13	30	30	30
금융손익	-64	-48	-49	-50
기타영업외손익	229	-5	-5	-5
세전이익	370	127	190	250
법인세비용	124	32	46	60
당기순이익	246	115	145	190
지배주주순이익	272	110	139	183
지배주주순이익률(%)	9.6	4.8	5.5	6.5
비지배주주순이익	-27	5	6	8
기타포괄이익	4	0	0	0
총포괄이익	250	115	145	190
EPS 증가율(%, 지배)	287.6	-60.3	25.5	31.4
이자손익	-59	-46	-47	-48
총외환관련손익	-7	-4	-5	-5

주요지표

	2015A	2016E	2017E	2018E
총발행주식수(천주)	36,797	37,535	37,535	37,535
시가총액(십억원)	1,244	1,030	1,030	1,030
주가(원)	33,800	27,450	27,450	27,450
EPS(원)	7,426	2,948	3,700	4,864
BPS(원)	39,288	40,699	43,655	47,774
DPS(원)	750	750	750	750
PER(X)	4.6	9.6	7.6	5.8
PBR(X)	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(X)	7.9	8.6	6.6	5.1
ROE(%)	17.2	7.2	8.5	10.3
ROA(%)	6.7	3.1	3.8	4.7
ROIC(%)	7.5	4.5	7.3	9.6
배당수익률(%)	2.2	2.7	2.7	2.7
부채비율(%)	137.0	127.2	122.2	115.5
순차입금/자기자본(%)	95.6	75.1	60.7	45.0
유동비율(%)	74.5	103.3	132.6	168.0
이자보상배율(X)	3.6	3.2	4.5	5.6
총자산회전율	0.7	0.6	0.7	0.7
매출채권 회전율	7.2	6.1	6.7	6.7
재고자산 회전율	8.4	8.7	9.5	9.5
매입채무 회전율	5.1	5.8	6.2	6.2

휴켄스 (069260KS | Buy 신규 | TP 27,000원 신규)

단비 같은 TDI 가격 급등

최근 TDI가격이 급등하고 있습니다. 독일 BASF 30만톤과 Covestro의 정기보수로 수요보다 공급이 부족하기 때문입니다. TDI가격 상승세로 3분기 이후 실적 개선 폭이 클 전망입니다. 또한 17년 비료사업과 18년 말 가동되는 말레이시아의 암모니아 프로젝트로 중장기 성장성이 충분하다고 판단됩니다.

TDI가격 급등으로 동사의 DNT 수익 빠른 회복 기대

- 3분기 영업이익은 196억원으로 QoQ 12% 감소하나 YoY 163% 증가할 전망
- 탄소배출권에 대한 수익이 반영되지 않았음에도 불구하고 최근 TDI제품 가격 급등으로 실적 개선 예상
- 동사의 DNT제품 판가는 원재료인 톨루엔과 전방인 TDI 제품가에 연동되는 계약 구조로 TDI가격이 상승하고 톨루엔 가격이 하락할 수록 유리
- TDI제품은 유럽 및 인도 수요가 견조한 가운데 독일 BASF의 30만톤 신규 설비의 가동 중단과 Covestro의 정기보수 영향으로 가격 급등. 중국 Huadong지역 TDI제품 가격 7월 \$2,220에서 9월 말 \$2,910까지 상승. 4분기 실적 개선 폭 클 전망

단기 실적 개선 외에도 중장기 성장 모멘텀 확보

- 17년 하반기 말레이시아 비료사업 신규 진출로 YoY 성장 가능할 전망
- 18년 말 말레이시아 프로젝트가 완료됨에 따라 원재료 수직계열화에 따른 이익 개선 폭 클 전망
- EV/EBITDA 7.8배(6배의 30% 할증), P/B 1.3배(16년 ROE 10배) 적용하여 목표주가 27,000원 제시

Stock Data



경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	717	600	650	732	732
영업이익	(십억원)	53	44	74	87	91
영업이익률	(%)	7.4	7.3	11.5	11.9	12.5
순이익	(십억원)	41	37	55	68	71
EPS	(원)	993	896	1,347	1,659	1,749
증감률	(%)	-24.8	-9.7	50.3	23.2	5.4
PER	(배)	25.3	17.1	14.9	12.1	11.4
PBR	(배)	2.0	1.2	1.5	1.4	1.3
ROE	(%)	8.1	7.2	10.0	11.8	11.5
EV/EBITDA	(배)	11.5	6.9	5.2	3.9	3.2
순차입금	(십억원)	3	-76	-115	-175	-254
부채비율	(%)	57.0	50.3	51.3	52.8	52.0

휴켄스 | 대비 같은 TDI 가격 급등

표1. 휴켄스 실적 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	14	15	16F	17F
매출액	162	137	148	153	138	157	170	185	717	600	650	732
(QoQ,%)	(19)	(16)	8	4	(10)	14	8	9				
(YoY,%)	(15)	(4)	(19)	(24)	(15)	15	15	21	(10)	(16)	8	13
DNT/MNB	100	78	94	90	82	93	101	105	479	362	380	414
질산/초안	50	39	51	51	47	54	58	60	187	191	219	238
기타	12	19	3	13	9	10	11	21	50	47	51	80
영업이익	17	12	7	6	11	22	19	23	53	44	74	87
(QoQ,%)	48	(29)	(40)	(15)	66	110	(14)	20				
(YoY,%)	(9)	45	(44)	(46)	(40)	78	156	261	(12)	(17)	71	17
영업이익률(%)	10.8	9.1	5.0	4.1	7.6	14.1	11.2	12.3	7.4	7.3	11.5	11.9

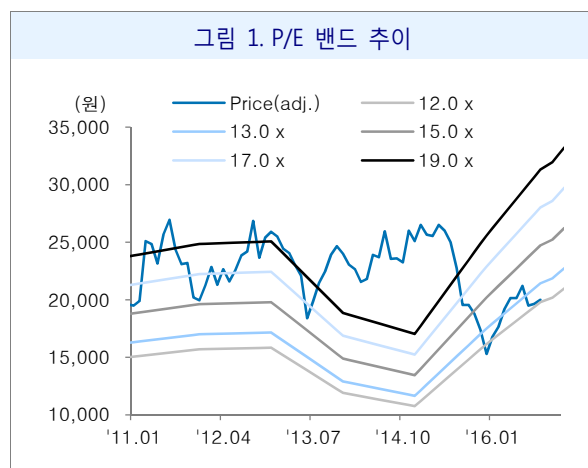
자료: LIG 투자증권 리서치본부

표2. 휴켄스 목표주가 27,000원

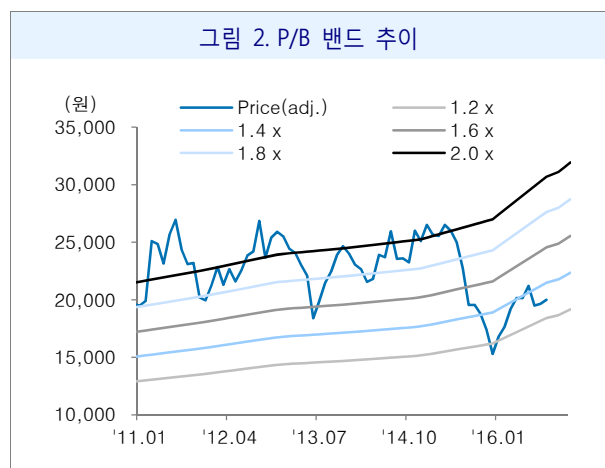
(단위: 십억원, 천주, 배)

항목	16F	비고
EBITDA	131	
말레이시아 프로젝트	47	
Target Multiple	7.8	정유/화학업종 평균 6배 30% 할증
영업가치 (A)	1,386	
관계기업투자자산 (B)	22	2Q16 기준
순차입금 (C)	(86)	2Q16 기준
우선주시가총액 (D)		
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)	1,495	
유통주식수 (F)	40,879	보통주 기준
목표주가	36,568	
BPS	13,498	
Target P/B	1.3	
목표주가	17,548	
최종 목표주가	27,000	
현재주가	20,000	
Upside (%)	35	

자료: LIG투자증권 리서치본부



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권

휴켄스 | 단위 같은 TDI 가격 급등

대차대조표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	369	433	530	629
현금및현금성자산	9	43	91	191
매출채권 및 기타채권	83	90	101	101
재고자산	32	35	39	39
비유동자산	342	327	302	268
투자자산	29	31	35	35
유형자산	279	264	236	205
무형자산	17	16	14	12
자산총계	711	760	832	898
유동부채	116	116	125	125
매입채무 및 기타채무	59	64	72	72
단기차입금	26	26	26	26
유동성장기부채	26	20	20	20
비유동부채	121	142	162	182
사채 및 장기차입금	96	116	136	156
부채총계	238	258	287	307
지배기업소유지분	473	509	557	609
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	182	182	182	182
이익잉여금	291	327	376	428
기타자본	-41	-41	-41	-41
비지배지분	0	-6	-13	-19
자본총계	473	502	545	590
총차입금	168	182	202	222
순차입금	-76	-115	-175	-254

현금흐름표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	66	101	124	138
영업에서 창출된 현금흐름	77	124	146	162
이자의 수취	4	4	5	5
이자의 지급	-4	-8	-8	-8
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-10	-20	-20	-21
투자활동 현금흐름	-26	-62	-76	-40
유동자산의 감소(증가)	-77	-19	-32	0
투자자산의 감소(증가)	64	-2	-4	0
유형자산 감소(증가)	-15	-40	-40	-40
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	-53	-5	1	1
사채 및 차입금증가(감소)	-15	14	20	20
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-22	-19	-19	-19
외환환산으로 인한 현금변동	-1	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-14	34	48	99
기초현금	22	9	43	91
기말현금	9	43	91	191
FCF	52	61	84	98

자료: LIG투자증권

손익계산서

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	600	650	732	732
증가율(%)	-16.2	8.2	12.7	-0.1
매출원가	511	527	596	589
매출총이익	90	123	137	143
매출총이익률(%)	14.9	18.9	18.7	19.5
판매비와 관리비	46	48	50	51
영업이익	44	74	87	91
영업이익률(%)	7.3	11.5	11.9	12.5
EBITDA	80	131	157	165
EBITDA M%	13.3	20.2	21.4	22.5
영업외손익	-1	-6	-6	-6
지분법관련손익	0	0	0	0
금융손익	-1	-3	-3	-3
기타영업외손익	0	-3	-3	-3
세전이익	42	68	81	86
법인세비용	8	20	20	21
당기순이익	34	49	62	65
지배주주순이익	37	55	68	71
지배주주순이익률(%)	5.7	7.5	8.4	8.9
비지배주주순이익	-2	-6	-6	-6
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	35	49	62	65
EPS 증가율(%, 지배)	-9.7	50.3	23.2	5.4
이자손익	-3	-3	-3	-3
총외화관련손익	1	0	0	0

주요지표

	2015A	2016E	2017E	2018E
총발행주식수(천주)	40,879	40,879	40,879	40,879
시가총액(십억원)	625	803	803	803
주가(원)	15,300	19,650	19,650	19,650
EPS(원)	896	1,347	1,659	1,749
BPS(원)	12,623	13,498	14,685	15,962
DPS(원)	500	500	500	500
PER(X)	17.1	14.9	12.1	11.4
PBR(X)	1.2	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(X)	6.9	5.3	4.0	3.3
ROE(%)	7.2	10.0	11.8	11.5
ROA(%)	4.7	6.6	7.7	7.5
ROIC(%)	9.7	15.1	19.7	22.6
배당수익률(%)	3.3	2.5	2.5	2.5
부채비율(%)	50.3	51.3	52.8	52.0
순차입금/자기자본(%)	-16.0	-22.9	-32.2	-43.1
유동비율(%)	316.7	372.8	424.4	504.0
이자보상배율(X)	5.6	9.8	11.2	11.6
총자산회전율	0.8	0.9	0.9	0.8
매출채권 회전율	6.5	7.5	7.6	7.2
재고자산 회전율	19.9	19.5	19.9	18.8
매입채무 회전율	7.6	8.6	8.8	8.2

OCI (010060KS | Buy 신규 | TP 120,000원 신규)

가격 하락으로 생존 경쟁 시작

최근 폴리실리콘 가격 하락으로 부진한 실적이 아쉽습니다. 그러나 가격 하락으로 메이저업체들의 설비 폐쇄 및 합병 등의 구조조정이 빠르게 이뤄질 것으로 기대됩니다. 동사는 최근 Tokuyama Malaysia의 폴리실리콘 2만톤 인수 계약으로 원가 절감 노력을 지속하고 있으며 빠른 구조조정으로 17년 이후 폴리실리콘 업황 회복을 기대해봅니다.

폴리실리콘 가격 하락세로 단기 실적 부진할 전망

- 3분기 영업이익은 370억원으로 QoQ 22% 감소하나 YoY 흑자 전환 예상
- 석탄화학 실적은 안정적이거나 폴리실리콘 가격 급락으로 실적 부진할 전망
- 폴리실리콘 가격은 5월 kg당 17달러에서 최근 kg당 12.8달러까지 하락하며 수요 지연을 초래하였음

폴리실리콘 구조조정으로 생존 경쟁 시작

- 폴리실리콘 가격 하락으로 설비 폐쇄 및 합병 등의 구조조정이 빠르게 이루어질 것으로 기대
- 동사는 Tokuyama Malaysia의 폴리실리콘 설비(2만톤) 인수 계약으로 원가 절감 노력 지속
- 중국의 미국산 폴리실리콘에 대한 반덤핑 관세 부과 환경은 동사에게 수혜로 작용할 전망

목표주가 120,000원으로 '매수'의견 제시

- 16년 하반기 새만금 열병합발전소와 태양광발전의 신규 가동으로 에너지솔루션 부문의 실적 개선 긍정적
- EV/EBITDA 6.6배(6배의 10% 할증), P/B 1.2배(16년 ROE 12%) 적용하여 목표주가 120,000원 제시

Stock Data



경영실적 전망

계산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	2,420	2,302	2,968	2,995	3,261
영업이익	(십억원)	-76	-145	195	203	278
영업이익률	(%)	-3.1	-6.3	6.6	6.8	8.5
순이익	(십억원)	-20	100	444	155	220
EPS	(원)	-835	4,206	18,625	6,495	9,214
증감률	(%)	-93.9	-603.7	342.8	-65.1	41.9
PER	(배)	-94.1	17.8	5.0	14.4	10.1
PBR	(배)	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
ROE	(%)	1.3	5.6	12.3	3.9	5.3
EV/EBITDA	(배)	10.0	19.1	8.1	7.3	5.8
순차입금	(십억원)	2,164	2,119	1,656	1,307	957
부채비율	(%)	127.9	125.1	118.5	111.7	107.5

OCI | 가격 하락으로 생존 경쟁 시작

표1. OCI 실적 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	14	15	16F	17F
매출액	775	669	333	524	890	664	709	707	2,420	2,302	2,968	2,995
(QoQ, %)	806	(14)	(50)	57	70	(25)	7	(0)				
(YoY, %)	(3)	(12)	(57)	512	15	(1)	113	35	(18)	(5)	29	1
베이직케미칼	382	379	387	363	405	442	433	424	1,907	1,511	1,705	1,785
(QoQ, %)	0	(1)	2	(6)	12	9	(2)	(2)				
(YoY, %)	(27)	(22)	(26)	(5)	6	17	0	0	4	(21)	13	5
석유화학&카본소재	226	251	235	191	217	218	222	227	1,165	903	884	965
(QoQ, %)	(10)	11	(6)	(19)	14	0	2	2				
(YoY, %)	(27)	(18)	(21)	(24)	(4)	(13)	0	0	(8)	(22)	(2)	9
에너지솔루션	3	26	16	6	305	41	43	45	4	51	434	205
(QoQ, %)	(25)	767	(38)	(63)	4,983	(87)	5	5				
(YoY, %)	FALSE	FALSE	FALSE	50	10,067	58	0	0		1,175	751	(53)
기타	164	13	(305)	(36)	(37)	(37)	10	10	(550)	(163)	(55)	40
영업이익	29	(16)	(94)	(64)	74	47	37	37	(76)	(145)	195	203
(QoQ, %)	흑전	적전	적지	적지	흑전	(36)	(22)	1				
(YoY, %)	4	적전	적지	적지	155	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전	4
베이직케미칼	6	5	(16)	(51)	(4)	33	17	17	(5)	(56)	63	98
(QoQ, %)	50	(17)	적전	적지	적지	흑전	(47)	(2)				
(YoY, %)	(57)	(84)	적지	적전	적전	560	흑전	흑전	적지	적지	흑전	55
석유화학&카본소재	(7)	(4)	8	(9)	18	26	26	20	60	(12)	90	97
(QoQ, %)	적지	적지	흑전	적전	흑전	44	(2)	(20)				
(YoY, %)	적전	적전	(56)	적지	흑전	흑전	220	흑전	(32)	적전	흑전	7
에너지솔루션	(10)	(13)	(13)	(6)	66	(8)	(4)	2	(7)	(42)	56	16
(QoQ, %)	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전				
(YoY, %)	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	(71)
기타	40	(4)	(73)	2	(6)	(4)	(2)	(2)	(124)	(35)	(14)	(8)
영업이익율	4	(2)	(28)	(12)	8	7	5	5	(3)	(6)	7	7
베이직케미칼	2	1	(4)	(14)	(1)	7	4	4	(0)	(4)	4	5
석유화학&카본소재	(3)	(2)	3	(5)	8	12	12	9	5	(1)	10	10
에너지솔루션	(333)	(50)	(81)	(100)	22	(20)	(9)	4	(175)	(82)	13	8
기타	24	(31)	24	(6)	17	10	(19)	(19)	23	21	25	(19)

자료: LIG투자증권

OCI | 가격 하락으로 생존 경쟁 시작

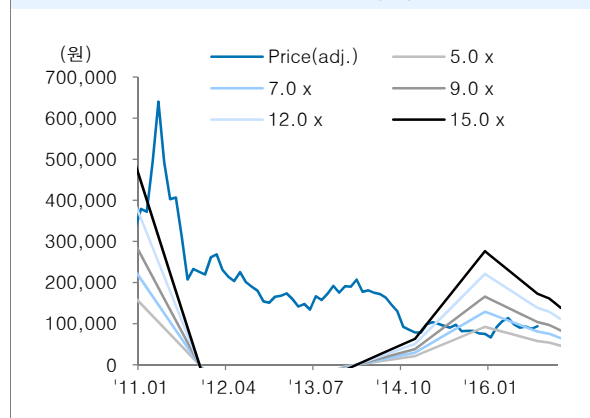
표2. OCI 목표주가 120,000원

(단위: 십억원, 천주, 배)

항목	16F	17F	비고
EBITDA	503	511	
평균 EBITDA		507	
Target Multiple		6.6	정유/화학업종 평균 6배 10% 할증
영업가치 (A)		3,349	
관계기업투자자산 (B)		82	2Q16 기준
순차입금 (C)		1,658	2Q16 기준
우선주시가총액 (D)		-	2Q16 기준
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)		1,773	
유통주식수 (F)		23,849	보통주 기준
목표주가		74,000	
BPS	142,539	149,033	
평균 BPS		145,786	
Target P/B		1.2	
목표주가		174,943	
최종 목표주가		120,000	
현재주가		93,500	
Upside (%)		28	

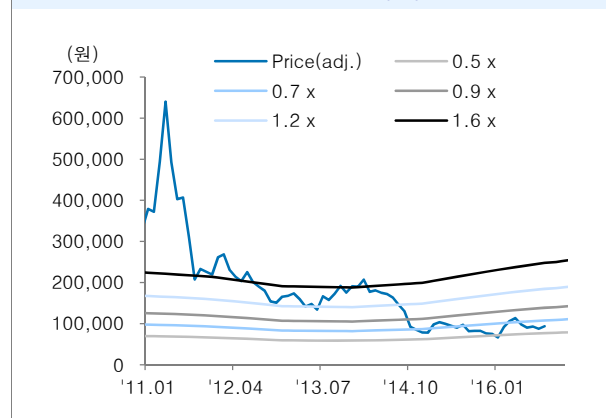
자료: LIG투자증권 리서치본부

그림 1. P/E 밴드 추이



자료: LIG투자증권

그림 2. P/B 밴드 추이



자료: LIG투자증권

OCI | 가격 하락으로 생존 경쟁 시작

대차대조표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,400	3,285	3,555	4,024
현금및현금성자산	477	804	1,053	1,300
매출채권 및 기타채권	563	726	732	798
재고자산	517	667	673	732
비유동자산	4,899	4,725	4,518	4,324
투자자산	119	154	155	169
유형자산	4,259	4,051	3,844	3,636
무형자산	47	46	45	45
자산총계	7,299	8,010	8,074	8,348
유동부채	1,585	1,837	1,847	1,958
매입채무 및 기타채무	624	805	812	884
단기차입금	301	301	301	301
유동성장기부채	326	300	300	300
비유동부채	2,471	2,508	2,413	2,368
사채 및 장기차입금	2,000	1,900	1,800	1,700
부채총계	4,057	4,344	4,260	4,326
지배기업소유지분	2,955	3,399	3,554	3,774
자본금	127	127	127	127
자본잉여금	797	797	797	797
이익잉여금	2,014	2,458	2,613	2,833
기타자본	18	18	18	18
비지배지분	287	266	259	248
자본총계	3,242	3,666	3,813	4,022
총차입금	2,630	2,505	2,405	2,305
순차입금	2,119	1,656	1,307	957

현금흐름표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	21	592	444	458
영업에서 창출된 현금흐름	141	479	543	572
이자의 수취	11	9	10	10
이자의 지급	-78	-74	-75	-75
배당금 수입	4	4	4	4
법인세부담액	-59	174	-37	-53
투자활동 현금흐름	-197	-139	-96	-112
유동자산의 감소(증가)	27	-10	0	-4
투자자산의 감소(증가)	-40	-35	-1	-14
유형자산 감소(증가)	-865	-100	-100	-100
무형자산 감소(증가)	95	0	0	0
재무활동 현금흐름	168	-126	-100	-100
사채 및 차입금증가(감소)	-113	-126	-100	-100
자본금및자본잉여금 증감	7	0	0	0
배당금 지급	-58	0	0	0
외환환산으로 인한 현금변동	8	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-41	328	249	246
기초현금	518	477	804	1,053
기말현금	477	804	1,053	1,300
FCF	-856	392	244	258

자료: LIG투자증권

손익계산서

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	2,302	2,968	2,995	3,261
증가율(%)	-4.9	29.0	0.9	8.9
매출원가	2,216	2,580	2,592	2,776
매출총이익	86	388	403	485
매출총이익률(%)	3.7	13.1	13.4	14.9
판매비와 관리비	230	193	200	208
영업이익	-145	195	203	278
영업이익률(%)	-6.3	6.6	6.8	8.5
EBITDA	219	503	511	586
EBITDA M%	9.5	17.0	17.1	18.0
영업외손익	-158	-82	-18	-16
지분법관련손익	4	6	6	6
금융손익	-88	-41	-60	-60
기타영업외손익	-75	-46	36	39
세전이익	-303	114	185	262
법인세비용	-64	-174	37	53
당기순이익	182	424	147	209
지배주주순이익	100	444	155	220
지배주주순이익률(%)	7.9	14.3	4.9	6.4
비지배주주순이익	82	-21	-7	-11
기타포괄이익	70	0	0	0
총포괄이익	252	424	147	209
EPS 증가율(%, 지배)	-603.7	342.8	-65.1	41.9
이자손익	-67	-65	-65	-65
총외화관련손익	9	6	6	6

주요지표

	2015A	2016E	2017E	2018E
총발행주식수(천주)	23,849	23,849	23,849	23,849
시가총액(십억원)	1,789	2,170	2,170	2,170
주가(원)	75,000	91,000	91,000	91,000
EPS(원)	4,206	18,625	6,495	9,214
BPS(원)	123,914	142,539	149,033	158,247
DPS(원)	0	0	0	0
PER(X)	17.8	5.0	14.4	10.1
PBR(X)	0.6	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(X)	19.1	8.2	7.4	5.9
ROE(%)	5.6	12.3	3.9	5.3
ROA(%)	2.5	5.5	1.8	2.5
ROIC(%)	-3.4	6.5	3.1	4.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	125.1	118.5	111.7	107.5
순차입금/자기자본(%)	65.4	45.2	34.3	23.8
유동비율(%)	151.4	178.8	192.4	205.5
이자보상배율(X)	-1.9	2.6	2.7	3.7
총자산회전율	0.3	0.4	0.4	0.4
매출채권 회전율	3.8	4.6	4.1	4.3
재고자산 회전율	4.3	5.0	4.5	4.6
매입채무 회전율	3.1	3.6	3.2	3.3

별첨1. 정유 동종업체 비교

구분		MARATHON PETROLEUM	TESORO	VALERO ENERGY	PHILLIPS 66	NESTE OY	POLSKI KONCERN NAFTOWY ORLEN	INDIAN OIL CORP LTD	RELIANCE INDUSTRIES LTD
시가총액 (bn USD)		21462	9451	24,451	42,116	10,805	7,270	21,627	52,786
9/30 증가(USD)		41	80	53	81	42	17	9	16
주가수익률(%)	5D	(1.6)	2.3	(0.8)	(0.2)	1.6	(1.4)	3.5	1.8
	1M	0.0	12.1	(0.5)	1.0	(2.4)	0.1	3.2	6.1
	3M	17.2	12.0	6.2	0.8	23.5	(7.1)	36.1	13.9
	6M	13.2	(7.9)	(15.7)	(9.2)	26.2	(6.9)	51.0	6.9
	12M	(7.1)	(15.7)	(4.9)	7.2	80.6	(1.6)	48.4	30.8
매출액 (bn USD)	15	64,359	28,711	87,804	85,195	12,356	23,440	54,421	42,284
	16F	61,762	24,991	71,113	89,957	12,542	20,948	55,463	44,779
	17F	75,476	28,261	85,001	115,005	13,833	24,739	64,589	53,247
매출액성장률(%)	16F	(4.0)	(13.0)	(19.0)	5.6	1.5	(10.6)	1.9	5.9
	17F	22.2	13.1	19.5	27.8	10.3	18.1	16.5	18.9
영업이익 (bn USD)	15	4,604	2,827	6,358	4,712	746	1,084	2,662	4,804
	16F	2,749	1,500	3,062	2,934	1,078	1,503	3,768	5,257
	17F	3,600	1,743	3,913	4,878	1,001	1,296	3,775	6,364
영업이익성장률(%)	16F	(40.3)	(46.9)	(51.8)	(37.7)	44.5	38.6	41.5	9.4
	17F	30.9	16.2	27.8	66.2	(7.2)	(13.8)	0.2	21.1
영업이익률	15	7.2	9.8	7.2	5.5	6.0	4.6	4.9	11.4
	16F	4.5	6.0	4.3	3.3	8.6	7.2	6.8	11.7
	17F	4.8	6.2	4.6	4.2	7.2	5.2	5.8	12.0
ROE	15	15.4	25.1	14.2	13.7	25.4	12.1	15.5	12.0
	16F	7.7	11.7	8.4	7.9	23.4	17.1	18.0	10.7
	17F	9.1	11.9	12.6	12.4	17.6	14.8	17.2	10.9
PER	15	10.9	7.5	8.7	14.1	12.7	10.4	12.8	11.6
	16F	17.6	15.1	16.4	23.6	12.8	6.6	9.8	12.4
	17F	12.2	13.4	10.6	14.5	14.2	7.1	9.2	11.1
PBR	15	1.6	1.8	1.2	1.8	2.9	1.2	1.9	1.3
	16F	1.7	1.8	1.3	1.8	2.6	1.1	1.7	1.3
	17F	1.6	1.8	1.2	1.7	2.4	1.0	1.5	1.2
EV/EBITDA	15	7.1	4.7	4.0	11.2	7.3	6.6	6.4	10.0
	16F	8.6	6.9	6.1	11.5	7.8	4.5	6.8	10.3
	17F	7.1	6.4	5.0	8.1	8.5	4.8	6.4	8.4
EPS	15	5.3	12.5	8.0	7.8	2.4	1.8	0.7	1.4
	16F	2.4	5.5	3.3	3.4	3.3	2.6	0.9	1.3
	17F	3.4	6.2	5.2	5.5	3.0	2.4	1.0	1.5
EPS 성장률(%)	16F	(55.1)	(56.2)	(58.2)	(56.7)	36.4	45.6	28.4	(7.8)
	17F	44.1	12.6	54.7	62.3	(10.2)	(6.8)	7.2	11.6

자료: LIG투자증권 리서치본부

별첨1. 정유 동종업체 비교(2)

구분		SK INNOVATION	FORMOSA PETROCHE MICAL CORP	CALTEX AUSTRALIA LTD	JX HOLDINGS INC	BHARAT PETROLEUM CORP LTD	S-OIL HINDUSTAN PETROLEUM CORP	평균	
시가총액 (bn USD)		13,550	29,005	6,841	9,745	13,414	8,295	6,532	
9/30 증가(USD)		147	3	26	4	9	74	6	
주가수익률(%)	5D	0.3	1.6	1.2	(0.1)	5.1	2.0	5.8	1.4
	1M	8.0	(0.1)	(1.7)	5.4	3.5	10.7	8.6	3.6
	3M	9.9	9.5	8.9	2.9	17.2	2.0	29.0	12.1
	6M	(4.3)	3.9	0.7	(12.5)	41.1	(15.7)	70.9	9.4
	12M	61.5	26.0	4.1	(11.7)	39.6	26.0	65.0	23.2
매출액 (bn USD)	15	42,753	19,830	15,064	72,844	28,655	15,817	28,556	41,473
	16F	37,731	17,938	12,504	83,447	30,386	14,793	26,529	40,326
	17F	42,217	20,427	13,632	84,251	35,173	17,294	29,757	46,860
매출액성장률(%)	16F	(11.7)	(9.5)	(17.0)	14.6	6.0	(6.5)	(7.1)	(4.2)
	17F	11.9	13.9	9.0	1.0	15.8	16.9	12.2	15.1
영업이익 (bn USD)	15	1,750	1,433	630	(519)	1,838	723	1,087	2,316
	16F	2,763	1,862	615	2,121	1,783	1,575	1,339	2,261
	17F	2,517	1,678	645	2,011	1,968	1,473	1,258	2,541
영업이익성장률(%)	16F	57.9	29.9	(2.4)	(508.7)	(3.0)	117.8	23.1	(21.9)
	17F	(8.9)	(9.9)	4.8	(5.2)	10.4	(6.5)	(6.0)	8.0
영업이익률	15	4.1	7.2	4.2	(0.7)	6.4	4.6	3.8	5.8
	16F	7.3	10.4	4.9	2.5	5.9	10.6	5.0	6.6
	17F	6.0	8.2	4.7	2.4	5.6	8.5	4.2	6.0
ROE	15	6.8	22.6	17.3	(18.0)	31.6	14.8	31.5	16.0
	16F	11.5	18.5	19.3	8.5	24.8	22.2	24.7	15.6
	17F	10.5	16.7	19.6	8.6	23.7	17.6	21.7	15.0
PER	15	11.6	15.7	19.3	N/A	11.2	10.1	8.8	11.8
	16F	7.5	17.3	17.1	7.7	11.8	6.8	9.3	12.8
	17F	7.6	18.6	15.7	7.3	10.7	7.3	9.0	11.3
PBR	15	0.9	3.5	3.4	0.7	3.2	1.4	2.5	2.0
	16F	0.8	3.3	3.1	0.6	2.7	1.4	2.1	1.8
	17F	0.8	3.2	2.8	0.6	2.4	1.2	1.8	1.7
EV/EBITDA	15	4.3	9.8	9.3	28.6	5.9	8.8	5.1	8.6
	16F	4.3	11.2	9.4	8.0	8.1	6.1	6.9	7.8
	17F	4.7	11.8	8.9	7.7	7.2	6.3	6.6	7.2
EPS	15	7.7	0.2	1.5	(0.9)	0.8	4.8	0.7	3.6
	16F	18.7	0.2	1.5	0.5	0.8	10.3	0.7	3.7
	17F	18.3	0.2	1.6	0.5	0.9	9.6	0.7	4.0
EPS성장률(%)	16F	141.7	12.4	3.2	(153.1)	(6.7)	115.2	(6.3)	(1.1)
	17F	(1.9)	(7.4)	9.0	5.4	9.9	(7.4)	2.4	12.4

자료: Bloomberg, LIG투자증권

별첨2. 화학 동종업체 비교

구분		DU PONT	SINOPEC	EASTMAN CHEMICAL	HUNTSMAN	대한유화	롯데케미칼	LG화학	금호석유
시가총액 (bn USD)		58,553.5	88,339.6	9,997.1	3,875.0	1,260.2	9,275.0	14,533.0	1,933.9
9/30 증가(USD)		67.0	0.7	67.7	16.3	193.9	270.6	219.3	63.5
주가수익률(%)	5D	0.3	5.8	3.6	5.4	3.1	3.7	1.0	5.9
	1M	(4.5)	1.2	(1.3)	(7.7)	4.4	7.6	(8.2)	3.2
	3M	4.1	1.6	(0.7)	19.9	(10.5)	4.4	(6.4)	18.1
	6M	4.8	12.5	(8.1)	20.5	(17.2)	(11.3)	(23.9)	23.5
	12M	36.0	17.1	2.0	52.3	28.6	11.6	(12.7)	23.5
매출액 (bn USD)	15	25,130	314,553	9,648	10,299	1,527	10,356	17,865	3,479
	16F	24,782	284,011	9,012	9,760	1,488	11,706	18,843	3,526
	17F	26,914	320,880	9,214	10,198	1,771	12,880	20,284	4,069
매출액성장률(%)	16F	(1)	(10)	(7)	(5)	(3)	13	5	1
	17F	9	13	2	4	19	10	8	15
영업이익 (bn USD)	15	3,046	9,845	1,384	405	240	1,424	1,612	148
	16F	4,080	9,219	1,529	735	301	2,004	1,871	192
	17F	4,749	11,185	1,616	871	314	1,861	2,010	251
영업이익성장률(%)	16F	34	(6)	10	81	26	41	16	30
	17F	16	21	6	19	4	(7)	7	31
영업이익률	15	12.1	3.1	14.3	3.9	15.7	13.8	9.0	4.3
	16F	16.5	3.2	17.0	7.5	20.2	17.1	9.9	5.5
	17F	17.6	3.5	17.5	8.5	17.7	14.4	9.9	6.2
ROE	15	18.9	3.9	21.8	12.7	22.0	16.0	9.0	6.4
	16F	29.8	5.3	23.0	26.2	22.9	18.6	10.8	10.1
	17F	33.8	6.7	22.0	28.7	19.5	15.3	10.7	12.0
PER	15	25.4	22.5	9.9	10.0	5.8	8.2	13.6	17.1
	16F	21.0	16.4	10.3	9.9	5.3	6.7	11.5	13.2
	17F	18.0	12.6	9.5	8.4	5.1	7.0	10.6	10.1
PBR	15	5.8	0.9	2.3	2.5	1.2	1.2	1.2	1.1
	16F	6.0	0.9	2.2	2.5	1.1	1.1	1.2	1.3
	17F	3.6	0.8	2.0	2.1	0.9	1.0	1.1	1.2
EV/EBITDA	15	13.8	5.5	8.5	8.5	4.1	4.5	5.5	9.7
	16F	11.9	5.2	7.9	7.2	3.5	4.4	5.0	10.1
	17F	10.4	4.7	7.6	6.5	3.3	4.4	4.8	8.6
EPS	15	2.2	0.0	5.7	0.4	28.7	26.0	13.9	3.8
	16F	3.2	0.0	6.5	1.6	36.5	40.7	19.1	4.8
	17F	3.7	0.1	7.1	1.9	37.8	38.9	20.7	6.3
EPS성장률(%)	16F	47.1	5.5	14.6	333.7	27.3	56.3	37.6	28.5
	17F	16.6	28.9	8.8	18.0	3.5	(4.5)	8.7	29.8

자료: Bloomberg, LIG투자증권

별첨2. 화학 동종업체 비교(2)

구분		DOW CHEMICAL	BASF	SUMITOMO	RELIANCE	SAUDI BASIC	mitsui CHEMICAL	FORMOSA	평균
시가총액 (bn USD)		58,403.6	78,531.7	7,250.8	53,141.6	64,925.4	4,899.9	15,880.3	
9/30 증가(USD)		51.8	85.5	4.4	16.4	21.6	4.8	2.5	
주가수익률(%)	5D	(0.8)	3.8	(2.0)	(1.5)	(1.3)	4.1	(0.1)	2.1
	1M	(4.3)	4.1	(4.9)	7.6	(1.1)	2.3	0.3	(0.1)
	3M	4.6	9.6	5.0	12.0	0.0	29.6	(0.8)	6.0
	6M	1.3	16.9	(8.1)	5.4	9.2	35.0	(1.6)	3.9
	12M	16.6	14.1	(32.3)	26.1	3.8	20.9	10.5	14.5
매출액 (bn USD)	15	48,778	78,199	17,522	42,284	39,477	11,204	6,034	42,424
	16F	46,452	63,494	19,609	44,641	36,313	11,958	5,872	39,431
	17F	48,941	66,670	20,257	53,083	39,925	12,253	6,140	43,565
매출액성장률(%)	16F	(5)	(19)	12	6	(8)	7	(3)	(7)
	17F	5	5	3	19	10	2	5	10
영업이익 (bn USD)	15	5,539	7,017	1,371	4,804	7,811	591	331	3,038
	16F	6,594	6,752	1,295	5,252	6,387	862	348	3,161
	17F	7,143	7,345	1,442	6,361	6,979	870	372	3,558
영업이익성장률(%)	16F	19	(4)	(6)	9	(18)	46	5	4
	17F	8	9	11	21	9	1	7	13
영업이익률	15	11.4	9.0	7.8	11.4	19.8	5.3	5.5	9.8
	16F	14.2	10.6	6.6	11.8	17.6	7.2	5.9	11.4
	17F	14.6	11.0	7.1	12.0	17.5	7.1	6.1	11.4
ROE	15	36.3	13.9	7.7	12.0	10.4	5.6	11.6	13.9
	16F	16.7	13.6	9.0	10.7	9.8	12.0	10.9	15.3
	17F	17.2	14.3	10.0	10.9	10.4	10.7	11.1	15.6
PER	15	14.8	17.4	12.2	11.6	14.5	21.8	15.4	14.7
	16F	14.7	16.6	10.1	12.4	15.4	10.2	15.4	12.6
	17F	12.8	15.1	8.6	11.1	13.9	10.1	14.9	11.2
PBR	15	2.3	2.5	1.0	1.3	1.5	1.3	1.8	1.9
	16F	2.3	2.3	0.9	1.3	1.4	1.2	1.7	1.8
	17F	2.0	2.2	0.9	1.2	1.4	1.1	1.6	1.5
EV/EBITDA	15	8.9	7.5	6.2	10.0	6.9	6.8	25.4	8.8
	16F	8.3	8.4	7.0	10.3	7.4	7.1	24.8	8.6
	17F	7.6	7.9	6.4	8.4	6.9	7.0	20.5	7.7
EPS	15	6.5	4.8	0.4	1.4	1.7	0.2	0.2	6.4
	16F	3.5	5.2	0.4	1.3	1.4	0.5	0.2	8.3
	17F	4.0	5.7	0.5	1.5	1.6	0.5	0.2	8.7
EPS성장률(%)	16F	(45.5)	6.9	5.7	(8.1)	(15.9)	147.7	6.0	43.2
	17F	14.7	9.7	17.1	11.6	11.0	1.7	3.1	11.9

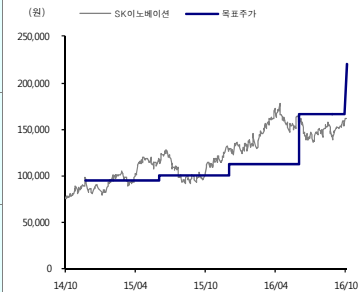
자료: Bloomberg, LIG투자증권

Compliance Notice | 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

▶ SK이노베이션(096770)

▶ 주가 및 목표주가 추이

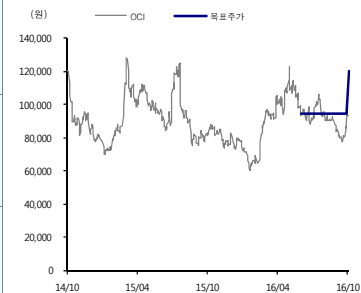
제시일자	2014.11.24	2015.06.05	2015.11.17	2015.12.03	2016.06.03	2016.10.04
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY
목표주가	95,000원	100,000원	100,000원	112,000원	167,000원	220,000원
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						



▶ OCI(010060)

▶ 주가 및 목표주가 추이

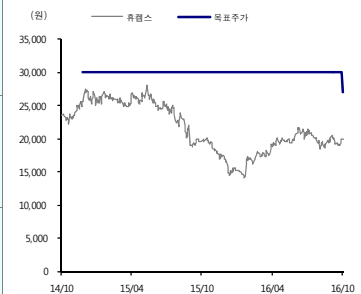
제시일자	2016.06.03	2016.10.04				
투자의견	HOLD	BUY				
목표주가	95,000원	120,000원				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						



▶ 휴켄스(069260)

▶ 주가 및 목표주가 추이

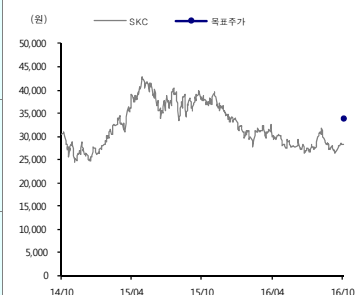
제시일자	2014.11.24	2015.06.05	2015.09.08	2016.05.31	2016.10.04	
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
목표주가	30,000원	30,000원	30,000원	30,000원	27,000원	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						



▶ SKC(011790)

▶ 주가 및 목표주가 추이

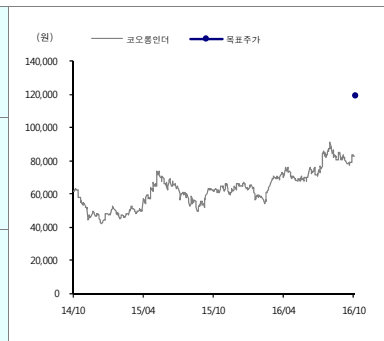
제시일자	2016.10.04					
투자의견	BUY					
목표주가	34,000원					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						



▶ 코오롱인더(120110)

제시일자	2016.10.04					
투자의견	BUY					
목표주가	120,000원					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

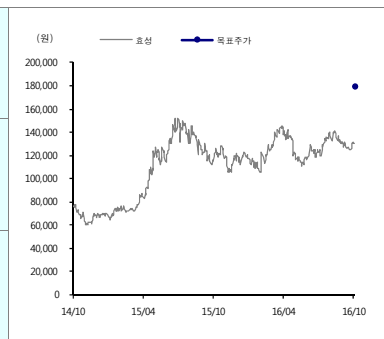
▶ 주가 및 목표주가 추이



▶ 효성(004800)

제시일자	2016.10.04					
투자의견	BUY					
목표주가	180,000원					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

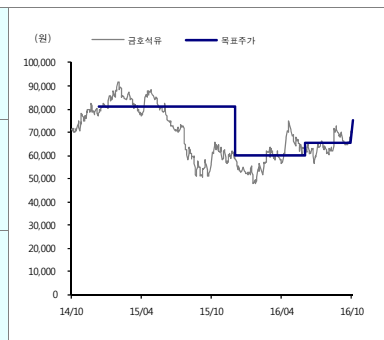
▶ 주가 및 목표주가 추이



▶ 금호석유(011780)

제시일자	2014.12.12	2015.06.05	2015.12.03	2016.06.03	2016.10.04	
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	
목표주가	81,000원	81,000원	60,000원	65,500원	75,000원	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

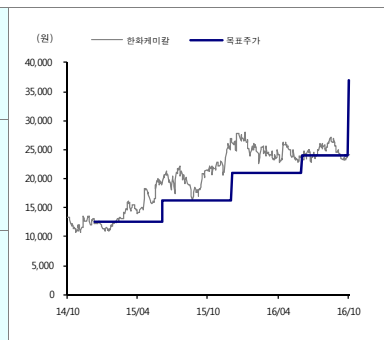
▶ 주가 및 목표주가 추이



▶ 한화케미칼(009830)

제시일자	2014.12.12	2015.06.05	2015.12.03	2016.06.03	2016.10.04	
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	
목표주가	12,500원	16,200원	21,000원	24,000원	37,000원	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

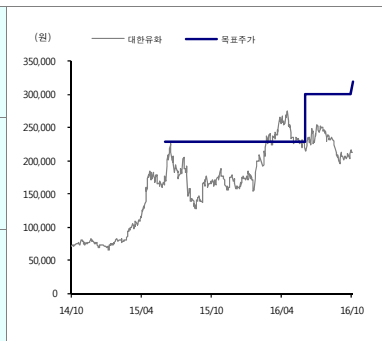
▶ 주가 및 목표주가 추이



▶ 대한유화(006650)

제시일자	2015.06.05	2015.06.05	2015.12.03	2016.06.03	2016.10.04	
투자 의견	담당자 변경	BUY	BUY	BUY	BUY	
목표주가		230,000원	230,000원	300,000원	320,000원	
제시일자						
투자 의견						
목표주가						
제시일자						
투자 의견						
목표주가						

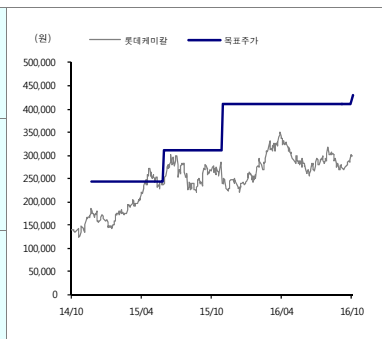
▶ 주가 및 목표주가 추이



▶ 롯데케미칼(011170)

제시일자	2014.11.24	2015.06.01	2015.06.05	2015.11.02	2015.11.17	2016.04.29
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	243,000원	312,000원	312,000원	410,000원	410,000원	410,000원
제시일자	2016.05.30	2016.10.04				
투자 의견	BUY	BUY				
목표주가	410,000원	430,000원				
제시일자						
투자 의견						
목표주가						

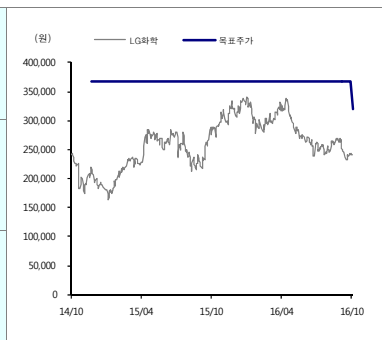
▶ 주가 및 목표주가 추이



▶ LG화학(051910)

제시일자	2014.11.24	2015.06.01	2015.06.05	2015.11.17	2015.12.03	2016.04.22
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	367,000원	367,000원	367,000원	367,000원	367,000원	367,000원
제시일자	2016.05.30	2016.10.04				
투자 의견	BUY	BUY				
목표주가	367,000원	320,000원				
제시일자						
투자 의견						
목표주가						

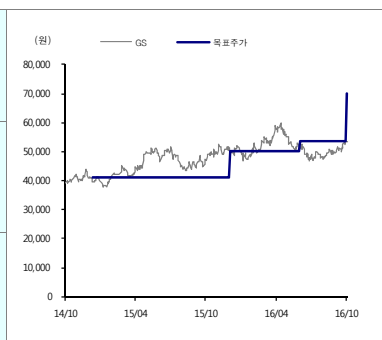
▶ 주가 및 목표주가 추이



▶ GS(078930)

제시일자	2014.12.12	2015.06.05	2015.12.03	2016.06.03	2016.10.04	
투자 의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	
목표주가	41,000원	41,000원	50,000원	53,600원	70,000원	
제시일자						
투자 의견						
목표주가						
제시일자						
투자 의견						
목표주가						

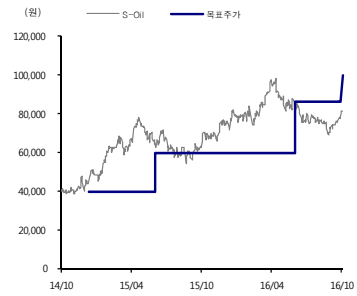
▶ 주가 및 목표주가 추이



▶ S-Oil(010950)

▶ 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2014.12.12	2015.06.05	2015.12.03	2016.06.03	2016.10.04	
투자 의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	
목표주가	40,000원	60,000원	60,000원	86,500원	100,000원	
제시일자						
투자 의견						
목표주가						
제시일자						
투자 의견						
목표주가						



▶ Ratings System

구분	대상기간	투자 의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) • HOLD(0%~15%) • REDUCE(0% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight • Neutral • Underweight	
[투자비율]	12개월	매수(86.18%) • 매도(0%) • 중립(13.82%)	* 기준일 2016.06.30까지

▶ Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



LIG Research

리서치본부장
지기호/기술적분석
02)6923-7330
khchi@ligstock.com

투자전략팀	Analyst	내선번호	E-Mail
이코노미스트(총괄)	김유겸	6923-7332	yukyum@ligstock.com
채권/크레딧	최운선	6923-7344	run4u@ligstock.com
투자전략	윤영교	6923-7352	skyhum00@ligstock.com
계량분석	염동찬	6923-7314	dongchan@ligstock.com
시황	김예은	6923-7349	yekim@ligstock.com
경제 RA	강가림	6923-7338	galim0224@ligstock.com

기업분석팀	Analyst	내선번호	E-Mail
스몰캡/통신서비스(총괄)	김인필	6923-7351	ipkim01@ligstock.com
철강/인터넷/게임	김미송	6923-7336	misongkim@ligstock.com
지주회사/유통	김태현	6923-7312	thkim@ligstock.com
정유/화학/유틸리티	이지연	6923-7319	jylee@ligstock.com
자동차	신재영	6923-7341	jyshin@ligstock.com
조선/기계	최진명	6923-7337	insightjm@ligstock.com
건설	김기룡	6923-7321	kirykim@ligstock.com
휴대폰/전기전자	고의영	6923-7345	keuiy@ligstock.com
화장품	강수민	6923-7362	soomin913@ligstock.com
스몰캡 RA	최서희	6923-7324	soyichoi598@ligstock.com
자동차/건설 RA	류수재	6923-7313	rsj0897@ligstock.com

▶ Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비 고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) • HOLD(0%~15%) • REDUCE(0% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight • Neutral • Underweight	

▶ Compliance

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

▶ Compliance

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



LIG 투자증권

서울시 영등포구 여의도동 25-11 한진해운빌딩 3층
TEL. 02)6923-7000 www.ligstock.com