



산업분석 | 정유/화학

Analyst
양형모

02 3779 8843

yhm@ebestsec.co.kr

Overweight

조선 (Overweight)

S-Oil

투자의견 Buy (유지)

목표주가 150,000 원 (유지)

Sk 이노베이션

투자의견 Buy (유지)

목표주가 280,000 원 (유지)

현대중공업지주

투자의견 Buy (유지)

목표주가 510,000 원 (하향)

정유/화학

상반기보단 하반기 정제마진 견조할 전망

2Q18 Review

- S-Oil: S-Oil 은 매출액 6.0 조원(yoy +28.7%, qoq +10.9%), 영업이익 4,026 억원(yoy +243.4%, qoq +58.2%), 세전이익 2,590 억원을 기록. 2 분기 컨센서스가 매출액 5.9 조원에 영업이익 4,160 억원이었기 때문에 시장 기대치에 부합한 실적
- Sk 이노베이션: SK 이노베이션은 매출액 13.4 조원(yoy +27.2%, qoq +10.4%), 영업이익 8,516 억원(yoy +102.1%, qoq +19.6%), 순이익 5,126 억원을 기록. 2 분기 컨센서스가 매출액 12.9 조원에 영업이익 8,510 억원이었기 때문에 이익은 시장 기대치에 부합한 실적
- 현대중공업지주: 현대중공업지주는 매출액 6.9 조원(yoy +65.9%, qoq +10.2%), 영업이익 3,413 억원(yoy +60.8%, qoq +4.1%), 순이익 1,737 억원을 기록. 2 분기 컨센서스가 매출액 6.7 조원에 영업이익 5,263 억원이었기 때문에 이익은 시장 및 당사 기대치를 하회한 실적. 현대중공업과 현대오일뱅크 실적 부진이 컨센서스 하회의 원인

하반기부터 정제마진 견조할 전망

- 상반기는 수요 증가에 의한 유가 상승보다는 공급 차질에 의한 유가 상승이었기 때문에 평가 인상이 어려웠음.
- 하반기 정제마진은 견조할 전망. 휘발유, 등유, 경유 등에 대한 수요 호조와 중국 티펫업체 생산비용 증가로 인한 가동률 하향으로 수급 타이트가 예상되기 때문
- 전세계 정제설비 순증설 규모는 2017 년 67 만 bpd, 2018 년 84 만 bpd, 2019 년 124 만 bpd 로 예상. 하반기 수요 증가를 감안하면 0.84 백만 bpd 수요 우위 예상. 하반기 유럽 경기 회복으로 이머징 국가 수입 증가가 예상되고 이로 인해 무역분쟁에도 불구하고 경기 모멘텀 둔화 우려에서 벗어날 것. 미국 달러화 강세도 진정될 전망으로 하반기 정유업 투자의견 비중확대를 제시.

Top Pick: S-Oil

- S-Oil: 동사는 Pure Player. 1 분기 실적 부진으로 투자자들의 우려가 컸음. 2 분기는 예상치에 부합. 하반기 증설이 제한적인 가운데 수요는 강할 것. 이를 기반으로 한 정제마진 및 스프레드 견조 예상. RUC(Residue Upgrading Complex)/ODC(Olefin Downstream Complex, PP, PO 생산) 프로젝트는 2 분기 완공 이후 시운전에 들어감. RUC 가 3 분기 먼저 가동하고, 4 분기 중 ODC 가 정상 가동될 전망. RUC/ODC 설비가 Fully 가동하면 연간 3~4 천억원 수준의 영업이익 증가가 예상. 정제마진 개선과 동시에 신규 설비 가동으로 동사 실적은 하반기부터 개선될 전망.

하반기 정제마진 견조할 전망

2018년 순증설 규모는 84만 bpd 예상

상반기는 수요 증가에 의한 유가 상승이 아니었기 때문에 판가 인상이 어려웠다. 공급 차질에 의한 유가 급등이었기 때문에 원료가 상승으로 마진 축소가 일어났다. WTI-Dubai 스프레드 확대로 미국 정유사들 가동률이 97%를 넘어서기도 했다. 6월 휘발유 성수기 진입에도 불구하고 마진은 지난 2년 동안의 최저치 수준을 기록했다. 이로 인해 마진이 악화되었다. 하반기 정제마진은 견조할 전망이다. 휘발유, 등유, 경유 등에 대한 수요 호조와 중국 티파트업체 생산비용 증가로 인한 가동률 하향으로 수급 타이트가 예상되기 때문이다. 3분기 드라이빙 시즌에 진입하면서 휘발유 마진이 상승할 전망이다. 경유 재고 감소 및 4분기 등경유 성수기 진입으로 마진 상승이 예상된다.

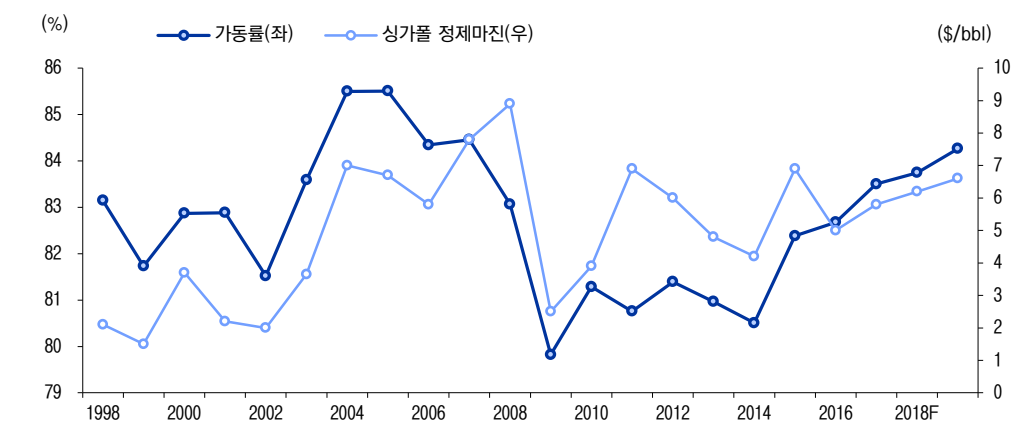
상반기 원유 수요는 60만 bpd 수준 증가했다. 전세계 정제설비 순증설 규모는 2017년 67만 bpd, 2018년 84만 bpd, 2019년 124만 bpd로 예상된다. 순증설 규모는 제한적이다. 하반기 수요 증가를 감안하면 0.84백만 bpd 수요 우위가 예상된다. 최근 중국은 국무원 상무회의에서 적극적인 재정정책을 추진하겠다고 밝혔다. 상반기 유로화 약세로 인해 유럽 기업들의 채산성이 개선되었다. 하반기 유럽 경기 회복으로 이머징 국가에서 수입 증가가 예상되고 이로 인해 경기 모멘텀 둔화 우려에서 벗어나겠다. 달러 강세도 진정되겠다. 하반기 정유업 투자의견 비중확대를 제시한다.

표1 정제마진 수급 분석

Capa(천 bpd)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
North America	20,967	21,479	21,495	21,375	21,803	22,110	22,259	22,387	22,434
Latin America	6,449	5,819	5,917	6,078	6,214	6,259	6,222	6,222	6,222
Europe	24,195	23,492	23,536	23,528	23,563	23,304	23,553	23,553	23,744
ME/Africa	11,325	11,664	11,851	12,799	12,771	12,933	13,331	13,655	14,041
Asia Pacific	30,659	31,723	32,410	33,210	32,642	32,825	33,200	33,592	34,212
World Capa	93,596	94,176	95,210	96,990	96,992	97,430	98,565	99,409	100,653
% Change yoy	1.1%	0.6%	1.1%	1.9%	0.0%	0.5%	1.2%	0.9%	1.3%
Capa 순증설	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
North America	-145	512	16	-119	427	307	149	128	47
Latin America	142	-631	99	161	136	46	-37	0	0
Europe	56	-703	45	-9	36	-259	-213	0	191
ME/Africa	80	339	187	947	-28	162	398	324	386
Asia Pacific	877	1,063	688	800	-568	183	375	392	619
순증설	1,010	581	1,034	1,779	3	438	673	844	1,243
수요 증가	1,008	946	1,438	911	1,978	1,555	1,500	1,400~1,500	1,500 이상
수요-Capa	-2	365	404	-868	1,975	1,117	827	556	257

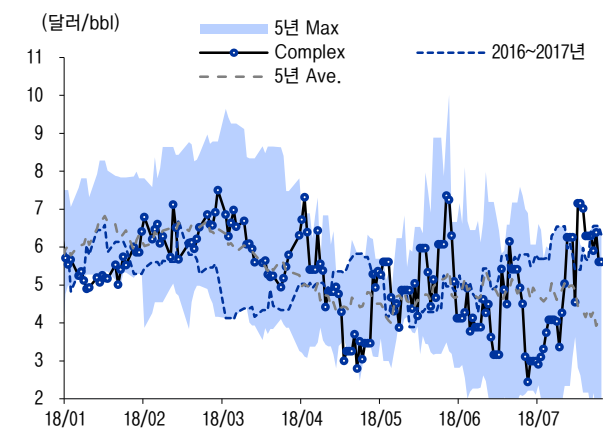
자료: IEA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 가동률과 정제마진 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 정제마진 회복



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 휘발유 마진



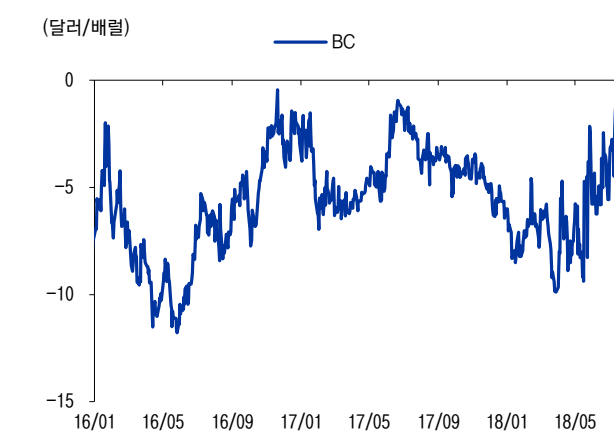
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 경유 마진



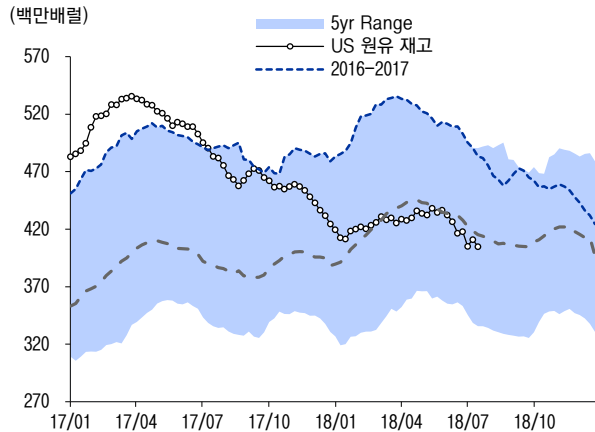
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 bunker C 마진



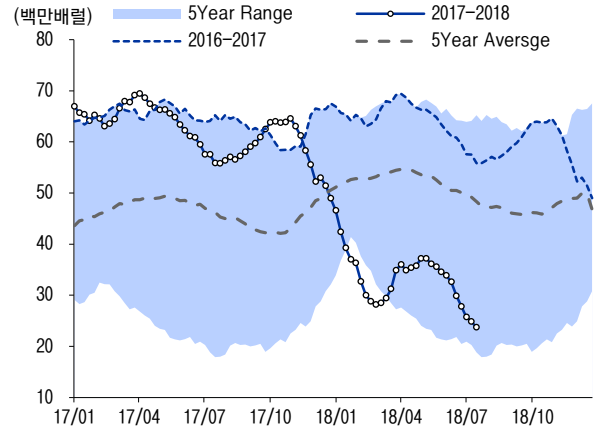
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 원유 재고



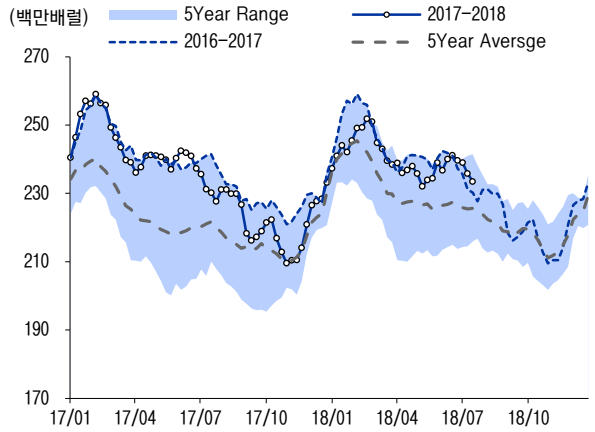
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 쿠싱 원유 재고



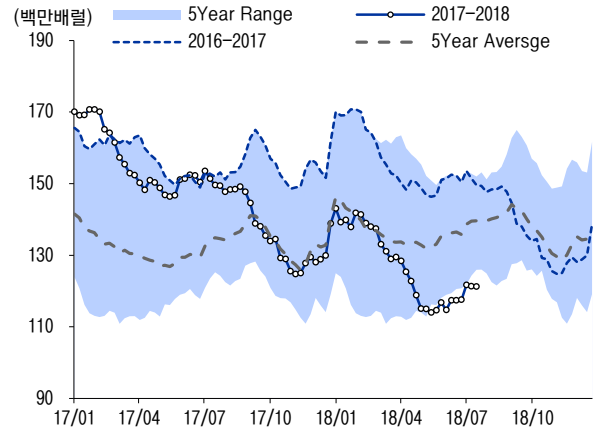
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 미국 휘발유 재고



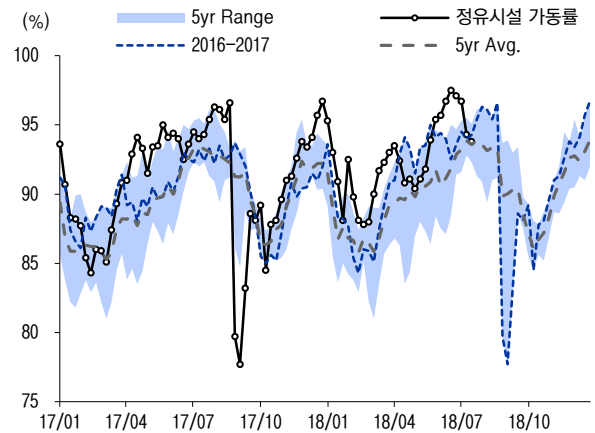
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 미국 증류유(Distillate) 재고



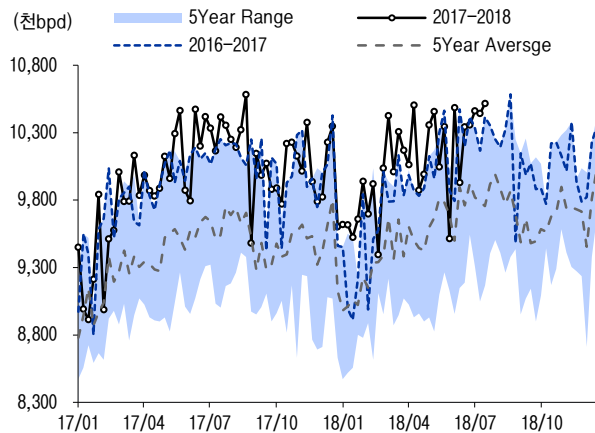
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 미국 정유시설 가동률



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 미국 휘발유 소비



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

S-Oil (010950)	6
SK 이노베이션 (096770)	9
현대중공업지주 (267250)	12

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
S-Oil	Buy (유지)	150,000 원(유지)
SK 이노베이션	Buy (유지)	280,000 원(유지)
현대중공업지주	Buy (유지)	510,000 원(하향)

S-Oil (010950)

2018. 7. 31

정유/화학

Analyst 양형모

02. 3779-8843

yhm@ebestsec.co.kr

하반기 겨냥한 매수 타이밍

2Q18 실적 Review: 컨센서스 부합

S-Oil 은 매출액 6.0 조원(yoy +28.7%, qoq +10.9%), 영업이익 4,026 억원(yoy +243.4%, qoq +58.2%), 세전이익 2,590 억원을 기록했다. 2분기 컨센서스가 매출액 5.9 조원에 영업이익 4,160 억원이었기 때문에 시장 기대치에 부합한 실적이다. 매출액 증가 원인은 분기평균판매단가가 전분기 대비 9.3% 상승했고, 판매량이 1.5% 증가했기 때문이다. 영업이익 증가 원인은 재고관련이익 1,700 억원이 반영되었기 때문이다. 부문별로는 정유가 매출액 4.8 조원, 영업이익 3,052 억원(OPM 6.4%), 석유화학이 매출액 8,293 억원, 영업이익 165 억원(OPM 2.0%), 윤활기유가 매출액 4,197 억원, 영업이익 809 억원(OPM 19.3%) 기록했다. 실적은 1 분기를 바닥으로 위상향 추세를 이어가겠다.

2분기 시황은 다음과 같다. 역내 설비증설 및 유가 불확실성 증가 속에 계절적 수요 약세로 정제마진은 1분기 4.5 달러에서 2분기 3.0 달러로 하락했다. 석유화학은 주요 다운스트림 공장의 대규모 정비보수 및 역내 신규 아로마틱 제품시설의 가동개시로 제품 스프레드가 축소되었다. 윤활기유는 주요 생산업체의 공급재개와 유가 상승으로 스프레드가 축소되었다. 3분기는 정제마진 개선이 예상된다. 견조한 수요 성장세가 지속되고, 역내 제한적인 증설 때문이다. 파라자일렌은 폴리에스터 수요 강세로 스프레드는 견조하겠겠다. 벤젠은 약세가 지속될 전망이다. PP는 중국 자동차 및 소비재 전자제품 시장에서의 견고한 수요 덕분에 스프레드 확대가 예상된다. PO는 공급 증가 우려에도 수요 강세로 스프레드는 견조하겠겠다.

투자 의견 매수 및 목표주가 150,000 원 유지

S-Oil 에 대해 투자 의견 매수 및 목표주가 150,000 원을 유지한다. 1분기 실적 부진으로 투자자들의 우려가 커졌다. 하반기 증설이 제한적인 가운데 수요는 강하다. 이를 기반으로 한 정제마진 및 스프레드는 견조하겠겠다. RUC/ODC 프로젝트는 2분기 완공 이후 시운전에 들어갔다. RUC가 3분기 먼저 가동하고, 4분기 중 ODC 정상 가동할 전망이다. RUC/ODC 설비가 Fully 가동하면 연간 3~4 천억원 수준의 영업이익의 증가가 예상된다. 하반기부터 실적 개선으로 동사 주가는 위상향할 전망이다.

Buy (maintain)

목표주가 150,000 원

현재주가 117,000 원

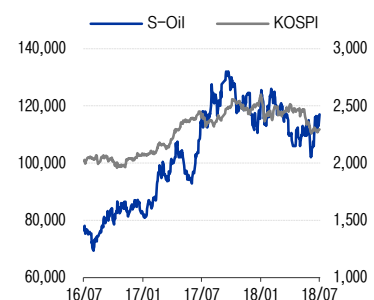
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI (4/16)	2,293.51 pt
시가총액	131,722 억원
발행주식수	112,583 천주
52주 최고가 / 최저가	102,000/132,000 원
90일 일평균거래대금	315 억원
외국인 지분율	76.7%
배당수익률(18.12E)	5.6%
BPS(18.12E)	63,076 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 8.3%
	6개월 3.9%
	12개월 7.1%
주주구성	Aramco 외 12인 63.5%
	국민연금공단 6.1%
	Bank of New York 0.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	16,322	1,617	1,575	1,205	10,494	89.9	1,904	8.1	5.4	1.5	20.5
2017	20,891	1,373	1,645	1,246	10,870	3.6	1,667	10.8	9.7	2.0	18.8
2018E	24,404	1,843	1,815	1,376	11,964	10.1	2,191	9.8	7.3	1.8	19.1
2019E	26,358	2,367	2,343	1,776	15,483	29.4	2,722	7.6	5.6	1.6	22.2
2020E	28,529	2,065	2,045	1,550	13,474	-13.0	2,426	8.7	6.1	1.5	17.8

자료: S-OIL, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표2 실적과 컨센서스

(십억원)	2Q18 실적	1Q18 추정치	컨센서스	추정치 대비	컨센서스 대비
매출액	6,003	5,922	5,904	1.4%	1.7%
영업이익	403	439	416	-8.4%	-3.2%
순이익	163	258	279	-36.7%	-41.5%
영업이익률	6.7%	7.4%	7.0%	-0.7%	-0.3%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결 기준

표3 실적 전망 변경/수정

(십억원)	수정 전		수정 후		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	23,494	26,148	23,612	25,532	0.5%	-2.4%
영업이익	1,668	2,318	1,574	2,256	-5.6%	-2.7%
순이익	1,113	1,607	1,060	1,502	-4.8%	-6.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결 기준

표4 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F
매출액	5,200	4,665	5,212	5,814	5,411	6,003	6,003	6,194
YoY	51.7%	11.1%	26.0%	27.6%	4.1%	28.7%	15.2%	6.5%
QoQ	14.1%	-10.3%	11.7%	11.6%	-6.9%	10.9%	0.0%	3.2%
정유	4,044	3,699	4,107	4,562	4,341	4,754	4,692	4,928
YoY	63.9%	15.0%	28.9%	26.9%	7.4%	28.5%	14.2%	8.0%
QoQ	12.5%	-8.5%	11.1%	11.1%	-4.8%	9.5%	-1.3%	5.0%
석유화학	771	561	700	833	690	829	847	753
YoY	21.3%	-12.0%	11.3%	29.7%	-10.5%	47.9%	21.1%	-9.6%
QoQ	20.1%	-27.3%	24.8%	19.0%	-17.1%	20.2%	2.2%	-11.1%
윤활기유	385	406	405	419	380	420	464	514
YoY	18.3%	17.4%	25.8%	30.9%	-1.4%	3.4%	14.6%	22.4%
QoQ	20.1%	5.5%	-0.2%	3.6%	-9.5%	10.6%	10.6%	10.6%
영업이익	333	117	553	369	255	403	413	504
YoY	-32.2%	-81.7%	376.1%	0.4%	-23.6%	243.4%	-25.4%	36.4%
QoQ	-9.4%	-64.8%	371.8%	-33.2%	-31.0%	58.1%	2.5%	22.0%
정유	110	-85	336	332	90	305	251	339
YoY	-50.1%	적전	흑전	44.7%	-18.2%	흑전	-25.3%	1.9%
QoQ	-52.2%	적전	흑전	-1.2%	-73.0%	-28.8%	9.3%	17.4%
석유화학	140	73	91	39	81	17	42	56
YoY	-3.1%	-48.0%	-36.4%	-51.7%	-42.1%	-77.3%	-53.2%	46.5%
QoQ	75.2%	-47.9%	24.3%	-57.5%	109.8%	-79.6%	156.4%	33.3%
윤활기유	84	129	126	88	84	81	119	109
YoY	-34.0%	1.0%	29.7%	48.8%	0.1%	-37.4%	-5.5%	23.7%
QoQ	42.7%	53.7%	-2.4%	-30.5%	-4.0%	-3.8%	47.3%	-9.0%
OPM	6.4%	2.5%	10.6%	6.4%	4.7%	6.7%	6.9%	8.1%
정유	2.7%	-2.3%	8.2%	7.3%	2.1%	6.4%	5.4%	6.9%
석유화학	18.1%	13.0%	12.9%	4.6%	11.7%	2.0%	5.0%	7.5%
윤활기유	21.9%	31.9%	31.2%	20.9%	22.2%	19.3%	25.7%	21.1%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결 기준

S-OIL (010950)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,974	6,775	7,552	8,313	8,920
현금 및 현금성자산	767	480	1,723	2,039	2,338
매출채권 및 기타채권	1,309	1,744	1,629	1,906	1,908
재고자산	2,423	2,791	3,055	3,176	3,435
기타유동자산	3,475	1,760	1,145	1,191	1,240
비유동자산	5,985	8,313	9,778	9,878	9,979
관계기업투자등	83	82	81	85	88
유형자산	5,711	7,969	9,442	9,534	9,627
무형자산	54	105	103	102	101
자산총계	13,959	15,087	17,329	18,190	18,900
유동부채	4,833	4,544	5,964	6,070	6,316
매입채무 및 기타채무	2,152	2,750	2,715	2,823	3,053
단기금융부채	2,197	1,377	1,981	1,928	1,891
기타유동부채	484	418	1,268	1,319	1,373
비유동부채	2,735	3,700	4,011	4,020	4,029
장기금융부채	2,564	3,475	3,752	3,752	3,752
기타비유동부채	171	226	259	268	277
부채총계	7,567	8,245	9,975	10,090	10,346
지배주주지분	6,392	6,843	7,355	8,100	8,554
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,745	5,198	5,710	6,456	6,909
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	6,392	6,843	7,355	8,100	8,554

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,722	1,143	1,233	1,666	1,698
당기순이익(손실)	1,205	1,246	1,060	1,502	1,269
비현금수익비용가감	694	619	435	412	416
유형자산감가상각비	278	285	365	401	404
무형자산상각비	8	9	9	9	9
기타현금수익비용	94	-85	61	2	3
영업활동 자산부채변동	-188	-236	-232	-247	14
매출채권 감소(증가)	-110	-401	46	-277	-2
재고자산 감소(증가)	-699	-369	-267	-122	-258
매입채무 증가(감소)	530	616	-115	108	230
기타자산, 부채변동	90	-83	104	43	44
투자활동 현금	-1,967	-832	-886	-540	-547
유형자산처분(취득)	-1,056	-2,411	-1,685	-493	-498
무형자산 감소(증가)	-7	-1	-7	-7	-7
투자자산 감소(증가)	0	0	-25	-34	-36
기타투자활동	-904	1,581	831	-6	-6
재무활동 현금	811	-598	896	-810	-852
차입금의 증가(감소)	1,021	205	896	-53	-37
자본의 증가(감소)	-210	-803	-687	-757	-815
배당금의 지급	210	803	687	757	815
기타재무활동	0	0	687	0	0
현금의 증가	566	-287	1,243	316	299
기초현금	201	767	480	1,723	2,039
기말현금	767	480	1,723	2,039	2,338

자료: S-OIL, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,322	20,891	23,612	25,532	27,233
매출원가	14,021	18,783	21,256	22,375	24,327
매출총이익	2,301	2,108	2,355	3,157	2,906
판매비 및 관리비	684	735	781	901	959
영업이익	1,617	1,373	1,574	2,256	1,947
(EBITDA)	1,904	1,667	1,947	2,666	2,360
금융손익	-68	237	-68	-92	-90
이자비용	56	58	84	114	113
관계기업등 투자손익	7	5	7	7	7
기타영업외손익	20	30	-101	-182	-184
세전계속사업이익	1,575	1,645	1,412	1,989	1,680
계속사업법인세비용	370	398	352	487	412
계속사업이익	1,205	1,246	1,060	1,502	1,269
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,205	1,246	1,060	1,502	1,269
지배주주	1,205	1,246	1,060	1,502	1,269
총포괄이익	1,205	1,245	1,060	1,502	1,269
매출총이익률 (%)	14.1	10.1	10.0	12.4	10.7
영업이익률 (%)	9.9	6.6	6.7	8.8	7.1
EBITDA 마진률 (%)	11.7	8.0	8.2	10.4	8.7
당기순이익률 (%)	7.4	6.0	4.5	5.9	4.7
ROA (%)	9.7	8.6	6.5	8.5	6.8
ROE (%)	20.5	18.8	14.9	19.4	15.2
ROIC (%)	19.0	12.8	12.0	16.2	13.7

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	8.1	10.8	12.7	8.9	10.6
P/B	1.5	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	5.4	9.7	8.5	6.1	6.7
P/CF	5.2	7.3	9.1	7.1	8.1
배당수익률 (%)	7.3	5.0	5.6	6.0	5.6
성장성 (%)					
매출액	-8.8	28.0	13.0	8.1	6.7
영업이익	97.8	-15.1	14.6	43.4	-13.7
세전이익	93.8	4.4	-14.2	40.9	-15.5
당기순이익	90.9	3.4	-15.0	41.8	-15.5
EPS	89.9	3.6	-15.5	42.6	-15.7
안정성 (%)					
부채비율	118.4	120.5	135.6	124.6	121.0
유동비율	165.0	149.1	126.6	136.9	141.2
순차입금/자기자본(x)	8.6	38.4	41.9	33.0	26.9
영업이익/금융비용(x)	28.7	23.6	18.7	19.8	17.2
총차입금 (십억원)	4,760	4,852	5,733	5,680	5,643
순차입금 (십억원)	547	2,629	3,080	2,673	2,298
주당지표(원)					
EPS	10,494	10,870	9,190	13,103	11,046
BPS	54,814	58,682	63,076	69,467	73,357
CFPS	16,293	16,002	12,813	16,412	14,445
DPS	6,200	5,900	6,500	7,000	6,500

SK 이노베이션 (096770)

2018. 7. 31

정유/화학

Analyst 양형모

02. 3779-8843

yhm@ebestsec.co.kr

정제마진 반등 모멘텀 부각 예상

2Q18 실적 Review: 컨센서스 부합

SK 이노베이션은 매출액 13.4 조원(yoy +27.2%, qoq +10.4%), 영업이익 8,516 억원(yoy +102.1%, qoq +19.6%), 순이익 5,126 억원을 기록했다. 2 분기 컨센서스가 매출액 12.9 조원에 영업이익 8,510 억원이었기 때문에 이익은 시장 기대치에 부합한 실적이다. 사업부별 실적은 다음과 같다.

석유사업은 매출액 9.7 조원, 영업이익 5,334 억원을 기록했다. 휘발유 크랙은 전분기 11.1 볼에서 9.7 볼로 하락했다. 등경유 크랙은 15.5 볼에서 15.3 볼로 소폭 하락했다. 전분기 대비 정제마진은 약세였다. 전분기 대비 마진효과는 +637 억원, 재고관련 이익이 +2,045 억원 발생했다.

화학사업은 매출액 2.5 조원, 영업이익 2,377 억원 기록했다. 다운스트림 정기보수 및 역외물량 영향으로 올레핀 시장이 약세였다. 아로마틱 시장도 PTA 정기보수 및 재고 영향으로 PX 스프레드가 전분기 383 달러에서 343 달러, 벤젠 스프레드가 310 달러로 201 달러로 하락했다.

유탄유 사업은 Gas Oil 유가 상승으로 스프레드는 전분기 22.1 달러에서 16.7 달러로 하락했다. 하반기 Diesel 중심의 견조한 수요 기반으로 정제마진은 개선될 전망이다.

투자의견 매수 및 목표주가 280,000 원 유지

SK 이노베이션에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 28 만원을 유지한다. 상반기는 유가 상승과 환율 영향으로 실적 불확실성이 높았다. 하반기 정제마진은 견조할 전망이다. 휘발유, 등유, 경유 등에 대한 수요 호조와 중국 티파트체 생산비용 증가로 인한 가동률 하향으로 수급 타이트가 예상되기 때문이다. 3 분기 드라이빙 시즌에 진입하면서 휘발유 마진이 상승할 전망이다. 경유 재고 감소 및 4 분기 등경유 성수기 진입으로 마진 상승이 예상된다.

Buy (maintain)

목표주가 280,000 원

현재주가 204,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI (7/30)	2,293.51 pt
시가총액	188,630 억원
발행주식수	92,466 천주
52 주 최고가 / 최저가	217,500 / 170,000
90 일 일평균거래대금	510.55 억원
외국인 지분율	40.3%
배당수익률(18.12E)	4.2%
BPS(18.12E)	208,586 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 2.4%
	6 개월 7.8%
	12 개월 21.0%
주주구성	SK(주)외 3 인 33.4%
	국민연금공단 10.0%
	SK 이노베이션 자사주 6.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	39,521	3,228	2,423	1,721	18,090	105.6	4,143	8.1	3.5	0.8	10.1
2017	46,261	3,234	3,235	2,145	22,772	25.9	4,134	9.0	4.9	1.1	12.0
2018E	51,570	3,535	3,411	2,575	27,895	22.5	4,451	7.3	4.1	1.0	13.6
2019E	57,889	4,518	4,418	3,336	36,160	29.6	5,446	5.6	3.2	0.8	15.7
2020E	58,249	4,251	4,166	3,145	34,079	-5.8	5,192	5.9	3.1	0.8	13.3

자료: SK 이노베이션, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표5 실적과 컨센서스

(십억원)	2Q18 실적	2Q18 추정치	컨센서스	추정치 대비	컨센서스 대비
매출액	13,438	13,406	129,978	0.24%	-89.66%
영업이익	852	736	851	15.71%	0.09%
순이익	513	511	612	0.32%	-16.24%
영업이익률	6.3%	5.5%	0.7%	0.85%	5.68%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결 기준

표6 실적 전망 변경/수정

(십억원)	수정 전		수정 후		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	50,115	55,695	52,502	57,219	4.8%	2.7%
영업이익	3,169	4,139	3,144	3,683	-0.8%	-11.0%
순이익	2,299	3,049	2,059	2,517	-10.4%	-17.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결 기준

표7 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F
매출액	11,387	10,561	11,759	12,554	12,166	13,434	14,480	12,506
YoY	20.4%	2.7%	21.2%	24.6%	6.8%	27.2%	23.1%	-0.5%
QoQ	13.0%	-7.3%	11.3%	6.8%	-3.1%	10.4%	7.8%	-13.6%
석유	8,064	7,388	8,429	9,457	8,687	9,772	10,387	9,312
YoY	21.3%	-0.7%	20.0%	30.3%	7.7%	32.3%	23.2%	-1.5%
QoQ	11.1%	-8.4%	14.1%	12.2%	-8.1%	12.5%	6.3%	-10.3%
화학	2,333	2,164	2,292	2,550	2,439	2,531	2,945	2,068
YoY	18.6%	11.3%	24.9%	31.5%	4.5%	16.9%	28.5%	-18.9%
QoQ	20.3%	-7.2%	5.9%	11.3%	-4.4%	3.8%	16.4%	-29.8%
윤활기유	729	757	750	812	780	817	826	802
YoY	17.1%	15.8%	25.2%	22.8%	7.0%	8.0%	10.2%	-1.3%
QoQ	10.2%	3.9%	-0.9%	8.2%	-4.0%	4.8%	1.1%	-3.0%
영업이익	1,004	421	964	845	712	851	827	754
YoY	18.9%	-62.4%	132.3%	-0.5%	-29.1%	102.1%	-14.2%	-10.8%
QoQ	18.3%	-58.1%	128.8%	-12.3%	-15.8%	19.6%	-2.8%	-8.8%
석유	454	13	526	509	325	533	389	466
YoY	-7.5%	-98.2%	472.8%	-21.9%	-28.3%	4165.1%	-26.0%	-8.4%
QoQ	-30.4%	-97.2%	4111.2%	-3.2%	-36.1%	63.8%	-27.0%	19.8%
화학	455	334	326	263	285	238	292	171
YoY	102.7%	10.2%	51.3%	49.1%	-37.4%	-28.8%	-10.6%	-35.0%
QoQ	157.9%	-26.6%	-2.3%	-19.4%	8.4%	-16.6%	22.7%	-41.4%
윤활기유	95	120	144	146	129	126	145	128
YoY	-28.2%	-9.6%	23.2%	68.6%	35.5%	4.7%	0.4%	-12.0%
QoQ	9.8%	26.7%	19.9%	1.1%	-11.7%	-2.1%	14.9%	-11.3%
OPM	8.8%	4.0%	8.2%	6.7%	5.8%	6.3%	5.7%	6.0%
석유	5.6%	0.2%	6.2%	5.4%	3.7%	5.5%	3.7%	5.0%
화학	19.5%	15.4%	14.2%	10.3%	11.7%	9.4%	9.9%	8.3%
윤활기유	13.0%	15.9%	19.2%	17.9%	16.5%	15.4%	17.5%	16.0%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결 기준

SK 이노베이션 (096770)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,988	16,219	16,016	17,285	17,885
현금 및 현금성자산	2,644	2,004	2,612	2,813	3,169
매출채권 및 기타채권	4,272	5,297	5,208	5,674	5,738
재고자산	4,445	5,979	5,482	5,973	6,040
기타유동자산	3,626	2,939	2,714	2,824	2,939
비유동자산	17,594	18,024	18,464	18,936	19,415
관계기업투자등	2,421	2,708	2,814	2,929	3,048
유형자산	13,603	13,587	13,883	14,215	14,549
무형자산	1,272	1,521	1,530	1,547	1,563
자산총계	32,581	34,244	34,479	36,220	37,300
유동부채	8,737	9,955	8,724	9,044	9,105
매입채무 및 기타채무	4,549	5,712	5,482	5,973	6,040
단기금융부채	1,808	1,606	897	631	526
기타유동부채	2,380	2,637	2,345	2,440	2,539
비유동부채	5,540	4,979	4,968	4,664	4,500
장기금융부채	4,871	4,064	3,906	3,559	3,350
기타비유동부채	668	916	1,062	1,106	1,150
부채총계	14,276	14,934	13,692	13,708	13,605
지배주주지분	17,103	18,086	19,547	21,272	22,455
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,766	5,766	5,766	5,766
이익잉여금	10,671	12,042	13,482	15,207	16,390
비지배주주지분(연결)	1,202	1,224	1,240	1,240	1,240
자본총계	18,305	19,309	20,788	22,512	23,695

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	3,678	2,180	2,488	3,061	2,994
당기순이익(손실)	1,721	2,145	2,059	2,517	2,022
비현금수익비용가감	2,354	1,992	1,118	943	966
유형자산감가상각비	799	791	816	832	852
무형자산상각비	115	109	103	112	114
기타현금수익비용	174	-365	199	-1	1
영업활동 자산부채변동	268	-1,214	-607	-399	6
매출채권 감소(증가)	-315	-957	75	-466	-63
재고자산 감소(증가)	-858	-1,501	459	-491	-67
매입채무 증가(감소)	1,467	1,273	-787	491	67
기타자산, 부채변동	-26	-29	-354	67	70
투자활동 현금	-2,056	-1,066	-1,025	-1,454	-1,485
유형자산처분(취득)	-567	-864	-1,169	-1,163	-1,186
무형자산 감소(증가)	-55	-70	-129	-129	-129
투자자산 감소(증가)	-22	-24	-112	-152	-160
기타투자활동	-1,413	-108	386	-10	-10
재무활동 현금	-2,019	-1,671	-857	-1,405	-1,153
차입금의 증가(감소)	-1,569	-911	-857	-613	-314
자본의 증가(감소)	-451	-757	-746	-792	-839
배당금의 지급	451	757	746	792	839
기타재무활동	1	-3	745	0	0
현금의 증가	-375	-640	608	202	356
기초현금	3,020	2,644	2,004	2,612	2,813
기말현금	2,644	2,004	2,612	2,813	3,169

자료: SK 이노베이션, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	39,521	46,261	52,586	57,332	58,469
매출원가	34,562	40,905	47,167	51,028	52,785
매출총이익	4,959	5,356	5,418	6,304	5,685
판매비 및 관리비	1,730	2,121	2,275	2,620	2,672
영업이익	3,228	3,234	3,144	3,683	3,012
(EBITDA)	4,143	4,134	4,062	4,628	3,978
금융손익	-196	-21	-109	-94	-76
이자비용	253	206	189	162	147
관계기업등 투자손익	-124	311	44	44	44
기타영업외손익	-485	-290	-298	-300	-303
세전계속사업이익	2,423	3,235	2,780	3,334	2,678
계속사업법인세비용	702	1,079	721	817	656
계속사업이익	1,721	2,156	2,060	2,517	2,022
중단사업이익	0	-11	0	0	0
당기순이익	1,721	2,145	2,059	2,517	2,022
지배주주	1,671	2,104	2,045	2,517	2,022
총포괄이익	1,714	1,875	2,080	2,517	2,022
매출총이익률 (%)	12.5	11.6	10.3	11.0	9.7
영업이익률 (%)	8.2	7.0	6.0	6.4	5.2
EBITDA 마진률 (%)	10.5	8.9	7.7	8.1	6.8
당기순이익률 (%)	4.4	4.6	3.9	4.4	3.5
ROA (%)	5.2	6.3	6.0	7.1	5.5
ROE (%)	10.1	12.0	10.9	12.3	9.2
ROIC (%)	13.2	12.4	12.9	15.0	12.0

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	8.1	9.0	9.2	7.5	9.3
P/B	0.8	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.5	4.9	4.7	4.0	4.4
P/CF	3.4	4.6	6.0	5.5	6.4
배당수익률 (%)	4.4	3.9	4.2	4.4	4.7
성장성 (%)					
매출액	-18.3	17.1	13.7	9.0	2.0
영업이익	63.1	0.2	-2.8	17.2	-18.2
세전이익	46.5	33.5	-14.1	19.9	-19.7
당기순이익	98.4	24.6	-4.0	22.2	-19.7
EPS	105.6	25.9	-2.8	23.2	-19.8
안정성 (%)					
부채비율	78.0	77.3	65.9	60.9	57.4
유동비율	171.6	162.9	183.6	191.1	196.4
순차입금/자기자본(x)	5.0	6.9	0.8	-3.2	-6.2
영업이익/금융비용(x)	12.8	15.7	16.6	22.7	20.5
총차입금 (십억원)	6,680	5,670	4,803	4,190	3,876
순차입금 (십억원)	924	1,327	172	-724	-1,479
주당지표(원)					
EPS	18,090	22,772	22,125	27,252	21,859
BPS	182,504	192,989	208,586	226,991	239,614
CFPS	43,489	44,148	33,903	36,921	31,881
DPS	6,400	8,000	8,500	9,000	9,500

현대중공업지주 (267250)

하반기 자회사가 성장한다

2018. 7. 31

정유/화학

Analyst 양형모

02. 3779-8843

yhm@ebestsec.co.kr

2Q18 실적 Review: 컨센서스 하회

현대중공업지주는 매출액 6.9 조원(yoy +65.9%, qoq +10.2%), 영업이익 3,413 억원(yoy +60.8%, qoq +4.1%), 순이익 1,737 억원을 기록했다. 2 분기 컨센서스가 매출액 6.7 조원에 영업이익 5,263 억원이었기 때문에 이익은 시장 및 당사 기대치를 하회한 실적이다. 연결 대상 자회사 매출액과 영업이익은 다음과 같다. 현대오일뱅크는 5.4 조원에 3,136 억원, 현대건설기계는 9,227 억원에 751 억원, 현대일렉트릭은 5,075 억원에 37 억원, 현대글로벌서비스는 876 억원에 203 억원을 기록했다. 자본법 대상인 현대중공업이 당기순손실 2,337 억원을 기록하여 동사 매출액과 영업이익에 -642 억원 영향을 끼쳤다.

현대중공업과 현대오일뱅크 실적 부진이 컨센서스 하회의 원인이다. 2 분기 현대중공업은 일회성으로 희망퇴직비용과 과도한 충당금을 설정했다. 후판 가격 상승에 따라 공사순실충당금을 현대중공업 950 억원, 미포 170 억원, 삼호 1,211 억원 쌓았다. 위로금은 조선 261 억원, 해양 201 억원, 플랜트 69 억원, 엔진 78 억원 반영했다. 공손충은 총 2,331 억원이고, 위로금은 총 609 억원으로 일회성비용은 합산 2,940 억원이다. 만약 후판 가격이 예상만큼 오르지 않거나, 선가 상승이 일어난다면 환입 가능성이 높다. 현대중공업 매출은 1 분기가 바닥, 이익은 2 분기가 바닥이겠다. 하반기 정제마진 상승으로 현대오일뱅크의 호실적이 기대된다. 현대중공업도 2 분기를 바닥으로 실적이 개선될 전망이다. 3 분기 동사 실적은 회복되겠다.

투자 의견 매수 유지하나 목표주가 510,000 원으로 하향

현대중공업지주에 대해 투자 의견 매수는 유지하고, 목표주가를 기존 57 만원에서 51 만원으로 하향 조정한다. 목표주가는 실적 추정치 변경에 기인한다. 자회사 포트폴리오가 매크로 이슈에 민감한 사업들로 이루어져 있다. 지금 주가는 자회사 실적 불확실성과 대내외적인 이슈들이 반영된 레벨이다. 하반기 자회사 실적 개선을 감안하면 PBR 1.0 배까지 밸류에이션 리레이팅이 가능할 전망이다.

Buy (maintain)

목표주가 510,000 원

현재주가 326,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

Stock Data

KOSPI (7/30)	2,293.51 pt
시가총액	53,094 억원
발행주식수	16,287 천주
52 주 최고가 / 최저가	488,000 / 326,000
90 일 일평균거래대금	192.15 억원
외국인 지분율	20.8%
배당수익률(18.12E)	1.3%
BPS(18.12E)	511,242 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -6.4%
	6 개월 -20.2%
	12 개월 -19.1%
주주구성	정몽준외 6 인 33.3%
	국민연금공단 10.4%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	13,224	2,544	2,487	1,837	54,488	85.0	3,173	6.8	4.5	1.4	21.7
2017	15,875	2,930	3,085	2,285	66,600	22.2	3,621	5.5	3.3	1.1	21.5
2018E	16,446	2,804	2,903	2,192	65,048	-2.3	3,652	6.3	3.6	1.0	17.7
2019E	18,267	2,923	3,046	2,299	68,247	4.9	3,908	6.0	3.3	0.9	16.1
2020E	19,626	2,302	2,448	1,849	54,868	-19.6	3,429	7.4	3.8	0.8	11.6

자료: 현대중공업지주, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

현대중공업지주 (267250)

재무상태표

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	8,030	9,034	9,853	10,727
현금 및 현금성자산	1,185	1,584	2,125	2,493
매출채권 및 기타채권	3,120	3,034	3,145	3,362
재고자산	3,342	3,513	3,642	3,893
기타유동자산	383	904	940	978
비유동자산	13,180	14,050	14,546	15,067
관계기업투자등	3,232	3,681	3,831	3,986
유형자산	7,537	7,881	8,232	8,601
무형자산	2,160	2,178	2,161	2,145
자산총계	21,210	23,084	24,399	25,795
유동부채	6,555	7,419	7,475	7,596
매입채무 및 기타채무	2,912	3,034	3,145	3,362
단기금융부채	3,016	3,750	3,669	3,546
기타유동부채	626	635	661	688
비유동부채	4,429	4,169	4,147	4,118
장기금융부채	3,580	3,189	3,129	3,060
기타비유동부채	849	980	1,018	1,058
부채총계	10,984	11,588	11,622	11,714
지배주주지분	7,488	8,326	9,372	10,437
자본금	81	81	81	81
자본잉여금	6,775	6,735	6,735	6,735
이익잉여금	945	1,824	2,870	3,935
비지배주주지분(연결)	2,738	3,170	3,404	3,644
자본총계	10,226	11,497	12,777	14,081

현금흐름표

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	876	1,901	1,966	1,902
당기순이익(손실)	1,043	1,009	1,464	1,497
비현금수익비용가감	298	891	621	646
유형자산감가상각비	270	530	592	618
무형자산상각비	54	66	54	54
기타현금수익비용	-4	295	-25	-26
영업활동 자산부채변동	-148	124	-120	-241
매출채권 감소(증가)	-285	205	-112	-217
재고자산 감소(증가)	-522	-38	-129	-251
매입채무 증가(감소)	551	-121	112	217
기타자산, 부채변동	108	77	9	10
투자활동 현금	-644	-1,549	-1,216	-1,269
유형자산처분(취득)	-747	-787	-942	-987
무형자산 감소(증가)	-17	-38	-38	-38
투자자산 감소(증가)	42	-180	-224	-230
기타투자활동	79	-544	-13	-13
재무활동 현금	376	45	-208	-265
차입금의 증가(감소)	36	48	-141	-192
자본의 증가(감소)	0	0	-67	-73
배당금의 지급	0	0	67	73
기타재무활동	339	-3	0	0
현금의 증가	605	399	541	368
기초현금	580	1,185	1,584	2,125
기말현금	1,185	1,584	2,125	2,493

자료: 현대중공업지주, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준

손익계산서

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	14,289	27,573	30,398	31,840
매출원가	12,784	24,748	26,811	28,154
매출총이익	1,505	2,825	3,587	3,687
판매비 및 관리비	571	1,187	1,309	1,371
영업이익	935	1,638	2,278	2,316
(EBITDA)	1,259	2,234	2,925	2,988
금융손익	-90	-176	-170	-162
이자비용	128	216	215	209
관계기업등 투자손익	-62	-54	-54	-54
기타영업외손익	459	-90	-116	-117
세전계속사업이익	1,242	1,318	1,939	1,983
계속사업법인세비용	199	309	475	486
계속사업이익	1,043	1,009	1,464	1,497
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,043	1,009	1,464	1,497
지배주주	932	766	1,113	1,138
총포괄이익	1,229	1,009	1,464	1,497
매출총이익률 (%)	10.5	10.2	11.8	11.6
영업이익률 (%)	6.5	5.9	7.5	7.3
EBITDA 마진률 (%)	8.8	8.1	9.6	9.4
당기순이익률 (%)	7.3	3.7	4.8	4.7
ROA (%)	n/a	3.5	4.7	4.5
ROE (%)	n/a	9.7	12.6	11.5
ROIC (%)	n/a	10.1	13.4	13.1

주요 투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)				
P/E	n/a	5.9	6.9	4.8
P/B	n/a	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA	n/a	9.1	4.5	3.2
P/CF	n/a	4.1	2.8	2.5
배당수익률 (%)	n/a	n/a	1.3	1.4
성장성 (%)				
매출액	n/a	n/a	93.0	10.2
영업이익	n/a	n/a	75.2	39.1
세전이익	n/a	n/a	6.1	47.1
당기순이익	n/a	n/a	-3.2	45.0
EPS	n/a	n/a	-26.9	45.3
안정성 (%)				
부채비율	n/a	107.4	100.8	91.0
유동비율	n/a	122.5	121.8	131.8
순차입금/자기자본(x)	n/a	50.9	42.2	32.5
영업이익/금융비용(x)	n/a	7.3	7.6	10.6
총차입금 (십억원)	0	6,597	6,939	6,798
순차입금 (십억원)	0	5,204	4,853	4,151
주당지표(원)				
EPS	n/a	64,355	47,034	68,321
BPS	n/a	459,750	511,242	575,463
CFPS	n/a	92,551	116,682	128,044
DPS	n/a	n/a	4,100	4,500

S-Oil 목표주가 추이			투자이견 변동내역												
(원) 주가 목표주가 200,000 150,000 100,000 50,000 0 16/07 17/01 17/07 18/01 18/07			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
			2016.05.31	변경	배은영										
			2016.10.10	Buy	104,000	-16.7		-20.1							
			2016.12.05	Buy	110,000	-2.3		-16.6							
			2017.06.22	Buy	120,000	-4.6		-16.2							
			2017.07.27	Buy	140,000	-7.9		-14.4							
			2017.10.12	Buy	155,000	-14.8		-15.9							
			2017.10.31	Buy	170,000	-24.1		-29.6							
			2018.04.17	변경	양형모										
			2018.04.17	Buy	160,000	-26.9		-27.9							
			2018.04.26	Buy	150,000										

SK 이노베이션 목표주가 추이			투자이견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
			2016.05.31	변경	배은영									
			2016.10.10	Buy	200,000	-12.8		-20.4						
			2017.06.22	Buy	190,000	-6.6		-13.6						
			2017.07.28	Buy	210,000	0.0		-11.1						
			2017.10.20	Buy	250,000	-16.4		-17.6						
			2017.11.06	Buy	260,000	-16.3		-21.7						
			2018.04.17	변경	양형모	-30.5		-33.3						
			2018.04.17	Buy	300,000	-30.5		-33.3						
			2018.05.16	Buy	280,000									

현대중공업지주

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

600,000

500,000

400,000

300,000

200,000

100,000

0

17/05

17/11

18/05

투자이견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2017.08.22	변경	양형모			
2017.08.22	Buy	570,000	-14.4		-28.0
2018.07.31	Buy	510,000			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 양형모)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+20% 이상 기대	93.0%	2015 년 2 월 2 일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		Hold (보유)	-20% ~ +20% 기대	7.0%	
		Sell (매도)	-20% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2017. 7. 1 ~ 2018. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)