

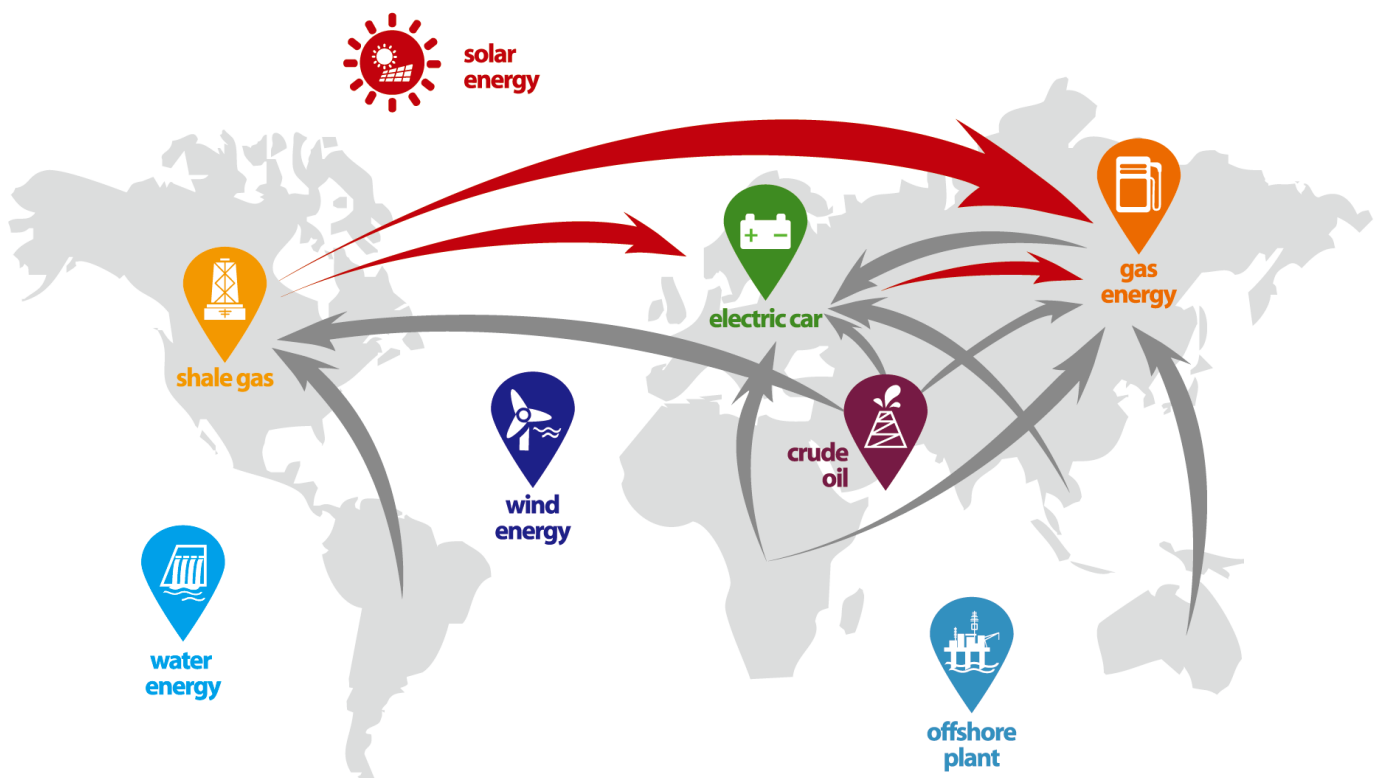
에너지/화학

1Q16 preview

:누가 이들을 경기 민감주라 했던가?

손지우 | 3773-8827

에너지/화학의 1Q16 실적은 글로벌 경기 둔화라는 우려를 무색하게 할만한 수준이다. 커버리지 14개 업체 OP 합계는 3.3조원으로 전분기 1.5조원 대비 123% 증대가 추정된다. 모두를 놀라게 했던 2Q15 surprise 때에 버금가는 수치다. 큰 원인은 ① 2월 이후 유가 급반등, ② 중국 춘절 이후 재고확보 수요, ③ 환율약세를 꼽을 수 있다. 하지만 4월에는 유가방향성을 바꿀 수 있는 큰 이벤트인 산유국회의/미국FOMC가 있다. 경기와 엮박자를 내는 이들의 실적이 무슨 의미였었는지는 이 때를 보면 어느 정도 알 수 있을 것이다.



에너지/화학

1Q16 preview: 누가 이들을 경기 민감주라 했던가?

비중확대(유지)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

에너지/화학의 1Q16 실적은 글로벌 경기 둔화라는 우려를 무색하게 할만한 수준이다. 커버리지 14개 업체 OP 합계는 3.3조원으로 전분기 1.5조원 대비 123% 증대가 추정된다. 모두를 놀라게 했던 2Q15 surprise 때에 버금가는 수치다. 큰 원인은 ① 2월 이후 유가 급반등, ② 중국 춘절 이후 재고확보 수요, ③ 환율약세를 꼽을 수 있다. 하지만 4월에는 유가 방향성을 바꿀 수 있는 큰 이벤트인 산유국회의/미국 FOMC가 있다. 경기와 엮박자를 내는 이들의 실적이 무슨 의미였었는지는 이 때를 보면 어느 정도 알 수 있을 것이다.

종목 투자 의견

(단위: 십억원)

종목명	투자 의견	목표주가 (원)	주가(3/25) 상승여력	1Q16E 추정영업이익	QoQ(%)	YoY(%)	1Q16E 컨센(3/25)	차이
LG 화학	매수	400,000	323,000	527.9	50.0	45.9	446.2	183
A051910	(유지)	(상향)	23.8%					
롯데케미칼	매수	390,000	339,000	505.5	63.6	184.0	421.2	200
A011170	(유지)	(상향)	15.0%					
금호석유	매수	70,000	59,100	38.3	흑전	(30.6)	34.0	12.7
A011780	(유지)	(유지)	18.4%					
한화케미칼	매수	30,000	24,050	104.4	(13.4)	306.9	116.6	(10.5)
A009830	(유지)	(유지)	24.7%					
KCC	매수	550,000	411,000	83.8	40.9	23.8	76.8	9.2
A002380	(유지)	(유지)	33.8%					
OCI	매수	100,000	91,700	20.3	흑전	(29.9)	2.1	857.1
A010060	(유지)	(상향)	9.1%					
SKC	매수	43,000	31,400	48.4	13.1	(21.1)	53.6	(9.6)
A011790	(유지)	(유지)	36.9%					
국도화학	매수	100,000	63,300	17.5	11.0	0.7	16.3	7.4
A007690	(유지)	(유지)	58.0%					
SK 이노베이션	매수	180,000	161,500	749.2	162.1	133.2	560.3	33.7
A096770	(유지)	(상향)	11.5%					
S-Oil	매수	100,000	91,300	506.8	2,659.0	112.8	319.6	58.6
A010950	(유지)	(상향)	9.5%					
GS	매수	65,000	55,200	494.8	34.0	149.8	337.9	46.4
A078930	(유지)	(상향)	17.8%					
SK 가스	매수	100,000	75,500	46.2	27.0	447.1	28.0	65.0
A018670	(유지)	(상향)	32.5%					
포스코대우	매수	24,000	21,100	93.2	11.8	(16.0)	91.8	1.6
A047050	(유지)	(상향)	13.7%					
LG 상사	매수	40,000	34,650	47.8	7,952.0	128.3	41.1	16.2
A001120	(유지)	(유지)	15.4%					

자료: SK 증권

Contents

Coverage Summary	3
개별기업분석	
1. LG 화학	13
2. 롯데케미칼	18
3. 금호석유	23
4. 한화케미칼	28
5. KCC	33
6. OCI	38
7. SKC	43
8. 국도화학	48
9. SK 이노베이션	53
10. S-Oil	58
11. GS	63
12. SK 가스	68
13. 대우인터내셔널	73
14. LG 상사	78

Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 28일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

Coverage Summary

종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
LG화학 A051910	매수	400,000원	Top pick	Cash cow와 Growth의 협연 1Q16 preview	1Q16 영업이익 5,279억원(QoQ +50.0% / YoY +45.9%) 추정 현금창출능력과 성장여력의 계속되는 협연 목표주가 380,000원 → 400,000원 상향 / 업종 최선호주 의견 유지
롯데케미칼 A011170	매수	390,000원		지난 해보다도 빠른 호실적 행진 1Q16 preview	1Q16 영업이익 5,055억원(QoQ +63.6% / YoY +184.0%) 추정 2분기까지 이어질 수 있는 실적강세 기조 목표주가 290,000원 → 390,000원 상향 / 투자의견 매수 유지
금호석유화학 A011780	매수	70,000원		Stay Tuned 1Q16 preview	1Q16 영업이익 383억원(QoQ 흑전 / YoY -30.6%) 추정 분명히 기회는 온다 목표주가 70,000원 / 투자의견 매수 유지
한화케미칼 A009830	매수	30,000원		영업이익보다 세전이익이 기대된다 1Q16 preview	1Q16 영업이익 1,044억원(QoQ -13.4% / YoY +306.9%) 추정 화학과 태양광의 실적 지속성 여부가 관건 목표주가 30,000원 / 투자의견 매수 유지
KCC A002380	매수	550,000원		계속되는 저유가의 수혜 1Q16 preview	1Q16 영업이익 838억원(QoQ +40.9% / YoY +23.8%) 추정 안정성에 주목하자 목표주가 550,000원 / 투자의견 매수 유지
OCI A010060	매수	100,000원		폴리실리콘 회복은 아직 1Q16 preview	1Q16 영업이익 203억원(QoQ 흑전 / YoY -29.9%) 추정 대차대조표보다는 손익계산서가 문제 목표주가 85,000원 → 100,000원 상향 / 투자의견 매수 유지
SKC A011790	매수	43,000원		큰 무리 없는 실적 1Q16 preview	1Q16 영업이익 484억원(QoQ +13.1% / YoY -21.1%) 추정 안정적 실적이라는 장점은 여전 목표주가 43,000원 / 투자의견 매수 유지
국도화학 A007690	매수	100,000원		또 한 번의 증설 계속되는 호실적 1Q16 preview	1Q16 영업이익 175억원(QoQ +11.0% / YoY +0.7%) 추정 실적과 재무의 안정성 + 계속되는 외형성장 + 배당매력 목표주가 100,000원 / 업종 내 중소형 최선호주 의견 유지
SK이노베이션 A096770	매수	180,000원		정제마진 하락보다는 유가상승 1Q16 preview	1Q16 영업이익 7,492억원(QoQ +162.1% / YoY +133.2%) 추정 다시 한 번 확인시켜준 유가의 힘 목표주가 150,000원 → 180,000원 상향 / 투자의견 매수 유지
S-Oil A010950	매수	100,000원		pure refinery의 실적 모멘텀 1Q16 preview	1Q16 영업이익 5,068억원(QoQ +2,659% / YoY +112.8%) 다시 한 번 확인시켜준 유가의 힘 목표주가 85,000원 → 100,000원 상향 / 투자의견 매수 유지
GS A078930	매수	65,000원		칼텍스 실적호조 지속 1Q16 preview	1Q16 영업이익 4,948억원(QoQ +34.0% / YoY +149.8%) 추정 다시 한 번 확인시켜준 유가의 힘 목표주가 60,000원 → 65,000원 상향 / 투자의견 매수 유지
SK가스 A018670	매수	100,000원		LPG는 회복됐고 PDH가 관건 1Q16 preview	1Q16 영업이익 462억원(QoQ +27.0% / YoY +447.1%) 추정 상업가동을 눈 앞에 둔 화두의 P 목표주가 90,000원 → 100,000원 상향 / 투자의견 매수 유지
포스코대우 A047050	매수	24,000원		역시 모든 결론은 유가 1Q16 preview	1Q16 영업이익 932억원(QoQ +11.8% / YoY -16.0%) 추정 유가와 함께하는 포스코대우의 주가 목표주가 19,000원 → 24,000원 상향 / 투자의견 매수 유지
LG상사 A001120	매수	40,000원		산업재/물류 이익기여 지속 1Q16 preview	1Q16 영업이익 478억원(QoQ +7,952% / YoY +128.3%) 추정 물류와 산업재의 이익기여 지속 기대 목표주가 40,000원 / 투자의견 매수 유지

자료: SK증권

커버리지 영업이익합계 3.3 조
 지난 4Q 대비 +123.2%
 2Q15 surprise 에 비견됨

1Q16 에너지/화학 업종은 대체적으로 시장 예상치를 상회하는 호실적이 나올 것으로 판단한다. 커버리지 14 개 업체의 합계 영업이익은 3 조 2,841 억원으로 추정이 되는데, 이는 지난 4Q15 의 1 조 4,715 억원을 123.2% 상회하는 실적에 해당한다. 지난 2Q15 당시 유가의 급반등과 함께 전체적인 earning surprise 가 시현된 바 있었는데, 그 당시 합계 영업이익이 3 조 9,712 억원이었으니 그에 육박하는 수준이었다고 평할 만 하다.

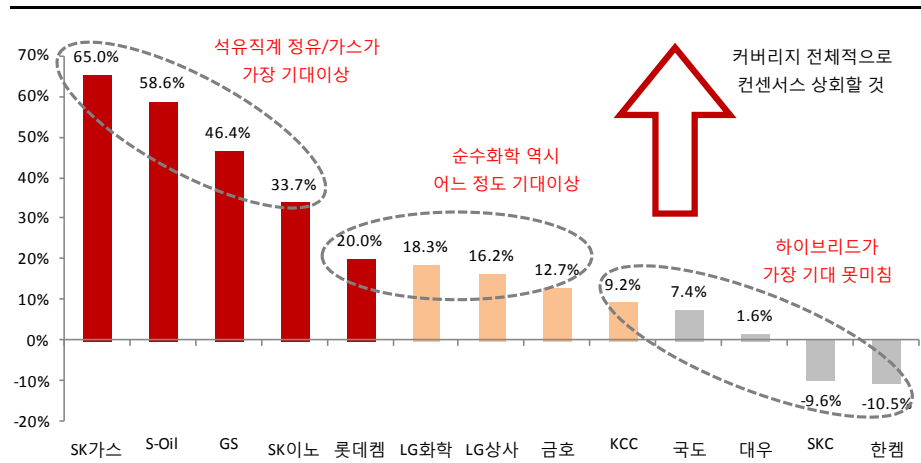
주요원인 3 가지

- ① 2월 이후 유가 급반등
- ② 환율약세
- ③ 중국 춘절 후 re-stocking

호실적의 가장 큰 원인은 역시 유가의 반등이다. 지난 1월 21일까지만 하더라도 Dubai 기준 \$22.8/bbl 에 머무르던 유가는, 그 이후 3월 24일까지 약 2개월 만에 \$36.0/bbl 으로 급반등하였다. 주요 산유국들의 동결 내지는 감산에 대한 기대감, 미국의 금리인상 지연에 대한 기대감, 과매도에 따른 반대매매가 주요 원인으로 꼽을 수 있다. 그 외 원화약세(달러대비 1Q 평균 1,158.9 원 → 2Q 누적평균 1,207.7 원)도 호재로서 작용을 했는데, 마침 중국 춘절 이전 거시경제 방향성에 대한 불안감 때문에 재고를 쌓아두지 않았던 trader 들이, 춘절 이후 이런 요인 속에서 제품가격이 오르자 빠르게 re-stocking 에 들어간 것이 가격 상승에 불을 붙였다고 할 수 있다.

커버리지 전반적 컨센스 상회
 유가반등이 key 였던 만큼
 유가에 가까운 순서대로
 기대 이상의 실적 시현할 듯

Coverage 업체들의 1Q16 영업이익 추정치와 컨센서스와의 차이



자료: SK 증권 Dataguidepro

Coverage 업체들의 영업이익 추이와 1Q16 추정치 정리

	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E
LG화학	357.5	231.6	361.8	563.4	546.3	352.0	527.9
롯데케미칼	142.2	56.0	178.0	639.8	484.5	308.9	505.5
금호석유	61.0	53.8	55.2	64.1	45.0	(0.4)	38.3
한화케미칼	23.5	12.8	25.6	93.7	133.3	84.3	104.4
	64.8	44.7	67.7	82.6	99.7	59.3	83.8
OCI	(74.8)	(58.1)	28.9	6.2	(35.2)	(144.6)	20.3
SKC	36.4	39.8	61.4	59.3	54.6	42.8	48.4
국도화학	5.6	8.1	17.4	23.2	21.6	15.8	17.5
SK이노베이션	48.9	(421.7)	321.2	987.8	363.9	306.6	749.2
S-Oil	(38.3)	(244.0)	238.1	606.2	16.1	(42.9)	506.8
GS	24.0	(193.0)	198.0	701.6	312.8	369.3	494.8
SK가스	47.0	7.5	8.5	26.1	22.5	36.5	46.2
대우인터	89.6	125.4	110.8	86.8	87.8	83.3	93.2
LG상사	34.9	46.4	20.9	30.3	29.9	0.6	47.8
Coverage 합계	822.4	(290.6)	1,693.6	3,971.2	2,182.9	1,471.5	3,284.1
화학 합계	616.2	388.7	796.0	1,532.3	1,349.9	718.0	1,346.1
정유 합계	81.7	(851.1)	765.8	2,321.7	715.4	669.6	1,797.0
상사 합계	124.5	171.8	131.8	117.1	117.7	83.9	141.0

자료: SK 증권

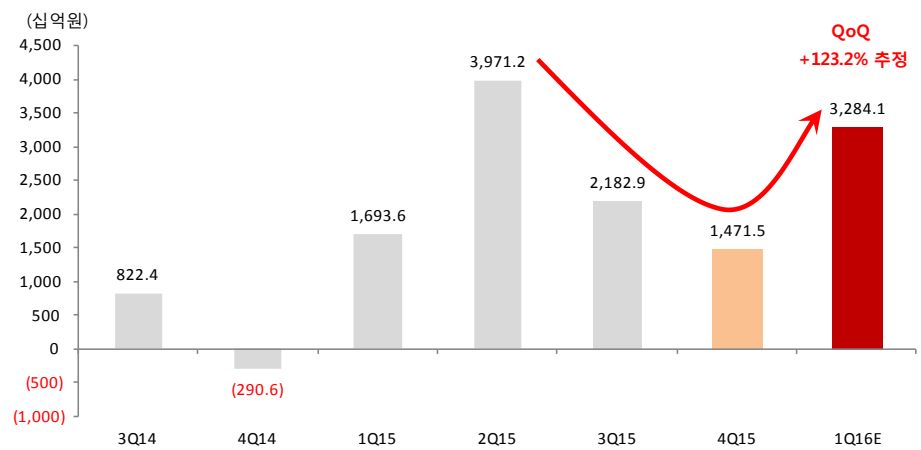
화학 커버리지 이익합계는
1Q16 1.3 조원으로 추정됨
2Q15 의 1.5 조원과 유사함

분기별로 본다면 커버리지 업체의 전체 이익은 2Q15 당시 유가 급반등과 spread 강세가 동시에 나타나면서 사상 최대 이익을 시현했을 때를 정점으로 하락세가 나타나고 있었지만, 금번 분기 재차 이익이 희생되는 방향성이다. 특히 화학의 경우는 지난 분기 비수기 요인 및 유가급락으로 인해 하락했던 이익분을 고스란히 받아 올린 모양새다. 금번 분기 화학커버리지 합계 이익은 1.3 조원으로서 2Q15 당시의 1.5 조원과 큰 차이가 없다

정유 합계는 1.8 조원
3~4Q 0.7 조 대비 급격 개선
마진 약세불구 유가반등 때문

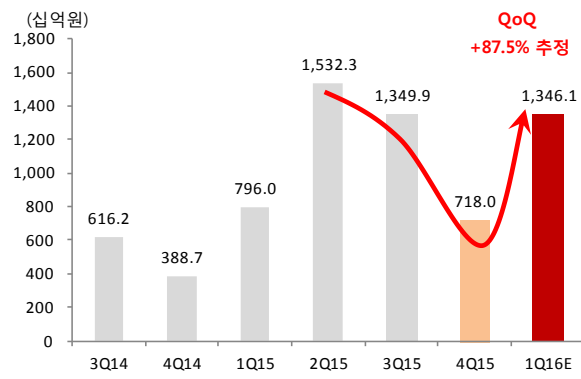
정유 역시 급반등이다. 특히 정제마진이 빠졌음에도 불구하고 금번분기 유가반등의 수혜를 받으면서 호실적이 시현되었다. 커버리지 이익 합계 1.8 조원으로서 지난 3~4 분기의 0.7 조원 수준 대비 큰 폭으로 개선이 되었다.

Coverage 업체들의 영업이익 추이와 1Q16 추정치 정리



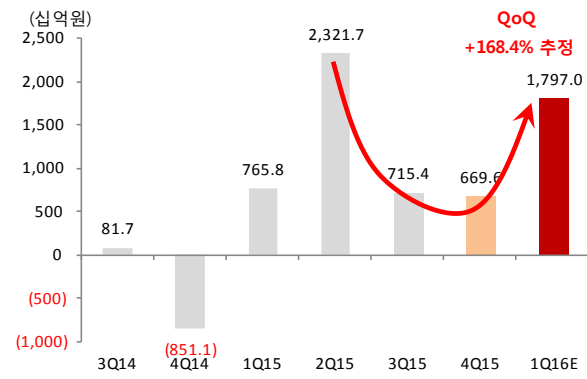
자료: SK 증권 Dataguidepro

화학업체들의 영업이익 추이와 1Q16 추정치 정리



자료: SK 증권 Dataguidepro

정유업체들의 영업이익 추이와 1Q16 추정치 정리



자료: SK 증권 Dataguidepro

**1분기 이익급반등
반영하여 최근까지 주가강세
관건은 2분기, “유가” 방향성**

1분기 실적이 2Q15에 근접했다는 사실은 현재 정유/화학의 시황이 어느 정도로 좋은지 짐작하게 하는 부분이다. 다만 이를 반영하여 주가는 이미 연중 고점들을 거의 경신한 상황이다. 정유가 지난 해 하반기부터 주가가 상승했고, 화학도 연초 이후 상승폭을 빠르게 끌어올리고 있다. 때문에 이제부터 관심이 점점 높아질 부분은 2분기에 관련한 부분이 될 것이다. 그리고 SK증권 리서치센터는 2분기 방향성에 있어서 가장 중요한 요인은 다시 한 번 ‘유가’가 될 것이라고 판단한다.

**유가반등 2월부터 시작
미국 달러약세가 기점
글로벌 risky asset 동반 상승**

유가의 반등은 2월부터 시작되었다. 특히 미국이 금리 추가인상에 대해 완화된 입장을 보이면서 글로벌하게 달러약세 현상이 부각되었고, 이로 인해서 그간 위험성이 부각된 탓에 가격 하락폭이 컸던 risky asset의 반등이 강하게 발생했었다. 어떻게 보자면 국내 pure refinery/chemical의 강세도 그런 일환으로도 파악될 수 있을 것이다. 심지어는 그 동안 경기둔화 우려 탓에 거의 움직이지 않던 soft/hard commodity들이 움직일 정도였으니 말이다.

**4월에 유가에 제동을 걸
2가지의 이벤트 있음
17일: 산유국 비상회의
26~27일: 미국 FOMC**

그러나 이 유가의 움직임에 제동을 걸 수 있는 2가지 이슈가 4월에 있다. 첫 번째는 17일로 예정되어 있는 OPEC 12개국과 비 OPEC 3개국 등 주요 산유국의 긴급회의다. 현재 이 회의는 동결 수준을 넘어 감산에 대한 기대감이 자리 잡고 있는데, 만약 이 때 감산합의에 실패하게 된다면 유가 상승 모멘텀에 찬물을 끼얹게 될 가능성이 높다. 두 번째는 4월 26~27일 예정된 미국 FOMC다. 어떻게 보자면 상반기 유가 반등의 결정적 원인을 제공한 측이 ‘미국 금리 인상 연기’ 가능성이었기 때문에, 만약 이 때 전격 금리인상이 발표된다면 곧바로 악재로 반영할 것으로 예측된다. 최근 들어 급격히 4월 금리 인상설이 회자되고 있는 부분은 눈 여겨 볼 현상이다.

4월 17일 OPEC 12개국 + 비 OPEC 3개국 산유국회의: 감산여부



자료: OPEC, Dataguidepro

4월 26~27일 미국 FOMC: 금리인상 여부



자료: BNP 파리바, Dataguidepro

**2014 년 이후 유가하락에서
'감산'과 '금리인상'은 항상
최고의 화두였음**

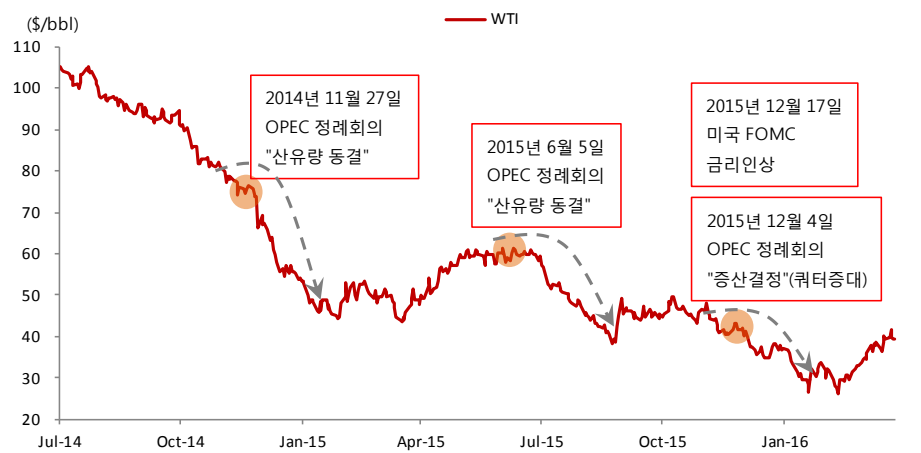
실제로도 2014 년 이후 유가의 하락세를 만들었던 trigger 는 통상 OPEC 정례 회의와 미국 FOMC 였다. 즉 '감산'과 '금리인상'이 항상 유가에 대한 감론을박 이 강해질 때 불거졌던 이슈였다는 것이다. 그런 대단한 이슈가 이번 4 월에 동 시에 열리게 되는데, 재미있는 것은 지난 2015 년 12 월 4 일 당시 OPEC 정례 회의에서 증산(쿼터증대), 17 일 미국 FOMC 에서 금리인상이 결정되고 나서 유 가는 결국 리먼 사태의 저점을 돌파하는 \$20/bbl 권역까지 곤두박질을 쳤었다 는 것이다. 그렇기 때문에 이번 이슈 또한 관심이 갈 수밖에 없다.

**SK 증권 리서치센터의
장기 저유가 의견 변함없음
4 월의 2 가지 빅 이벤트는
하락 변곡점으로 작용 가능**

SK 증권 리서치센터는 장기 저유가에 대한 주장을 지속해 왔고 여전히 그 view 는 변함이 없다. 상반기의 반등은 일시적인 요인이었을 뿐이지 지속성은 가지기 어렵다고 판단한다. 그리고 150 년의 석유 역사로 볼 때 산유국의 감산 합의는 1973 년 셰이크 야마니를 제외하고는 누구도 성공시키지 못했었고, 심지어는 이면 상으로는 합의를 도출하고 실질적으로는 산유량을 늘리는 행동도 수 차례 단행되었었다. 따라서 4 월의 2 가지 이슈는 이미 많이 반등한 유가에 게는 아마도 악재로 작용할 가능성이 높다고 판단한다.

**OPEC 회의와 FOMC 는
항상 유가의 변곡점이었음**

Coverage 업체들의 영업이익 추이와 1Q16 추정치 정리



자료: SK 증권 Petronet

지난 해 하반기 정유강세는
실적이 안 좋음에도 불구하고
유가하락이 오히려
정제마진 강세를 부른다는,
“저유가 수혜주” 논리로 상승

4 월의 유가 effect 는 당연히 정유/화학 모두에게 중요하지만 현재 정황 상 ‘정유’에게 더 큰 이슈가 될 것으로 판단한다. 정유 업종에게는 지난 1 년여 간 놀라운 모순 속에 주가 상승세가 나타났었다. 지난 해 하반기에는 분명 ‘유가가 하락하니까 정제마진이 상승한다.’라는 논리 속에서, 즉 정유가 “저유가 수혜주”라는 논리 속에서 실적이 안 나옴에도 불구하고 주가가 상승했었다. 사실 정유업종의 이익에서 유가 방향성이 절대적으로 중요한 것을 생각한다면 애초부터 아이러니인 측면이 강했다.

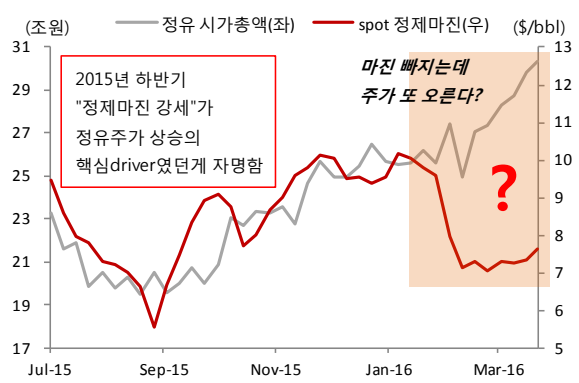
그런데 연초 정제마진 빠지고
유가가 상승하는데
“저유가 수혜주”라는
정유 주가는 또 오름

그런데 연초에 추가적으로 나타난 현상은, 작년 하반기 이후 “저유가 수혜주”라는 시장의 평가를 받던 정유가, 유가가 오르니까 또 주가가 더 오르는 것이었다. 사실 작년 하반기 논리대로라면 정유는 철저하게 정제마진에 연동되어서 주가가 움직여야 하는데, 연초 이후 naphtha/휘발유 spread 가 약세에 접어들면서 사실상 정제마진 상승분을 다 반납했음에도 불구하고 유가에 따라 또 올라가는 현상이 나왔던 것이었다.

정유에 대한 현재 논리는
이현령비현령(耳懸鈴鼻懸鈴)

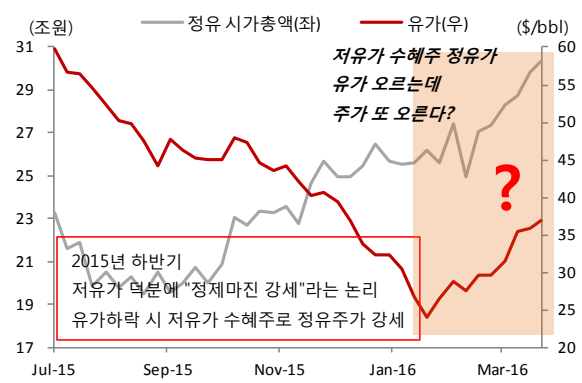
명분은 유가가 오르니까 실적이 좋아진다, 혹은 드라이빙시즌 성수기에 들어가면 정제마진이 또 올라갈 것이다라는 논리였다. 그렇다면 정유는 유가가 하락해도 이득이고 상승해도 이득이라는 것인데, 이현령비현령(耳懸鈴鼻懸鈴)이라는 표현이 딱 들어맞는 논리가 아닐 수 없다.

지난 하반기 때 유가하락 불구 정제마진 논리도 오르던 정유 주가



자료: Petronet, Dataguidepro, SK 증권

올 상반기에는 정제마진이 빠졌는데도 유가가 오르니까 오른다?



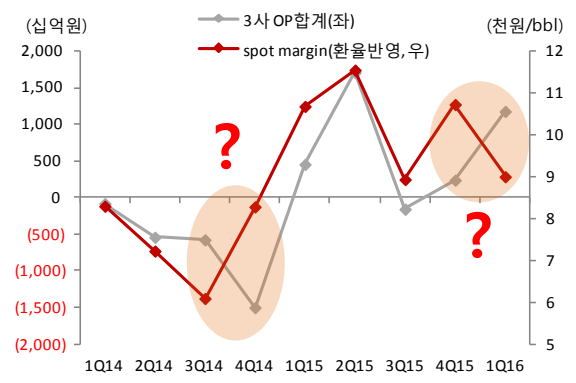
자료: Petronet, Dataguidepro, SK 증권

정유 실적의 절대변수는 정제마진보다 유가임

사실 정유업체의 “실적”에 관해서는 SK 증권 리서치센터가 지속적으로 강조하는 바이지만 “유가”라는 변수가 절대적일 수밖에 없다. 정제마진은 변동의 폭이 \$5/bbl 내외에서 호황과 불황이 결정되지만, 유가는 하루에라도 \$5/bbl 이 움직일 수 있기 때문이다. 정유업체에게는 그렇기에 lagging margin(1 개월 가량의 원재료 투입 시차를 반영한 마진)과 재고평가손익이 중요한 요인이 될 수밖에 없다. 실제로 spot 의 정제마진과 정유 3 사의 영업이익 합계치를 그려보면 순간순간 이해되지 않는 양상이 나타날 때가 많은데, lagging margin 으로 그려보면 거의 정확하게 설명됨을 알 수 있다.

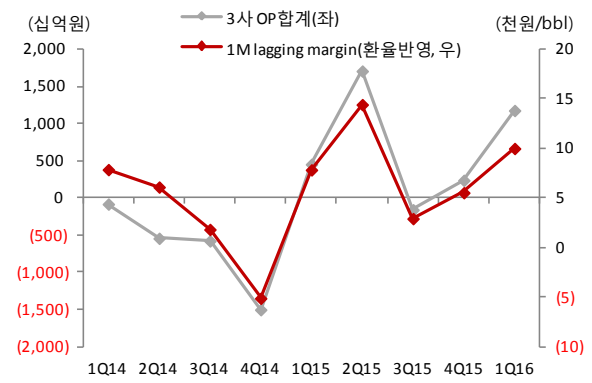
지난 해 하반기 정제마진이 그렇게 좋았음에도 유가가 하락했기 때문에 실적이 잘 안 나오고, 반대로 올 해 1 분기에는 정제마진이 급락했음에도 유가가 상승했기 때문에 실적이 잘 나오는 것만 봐도 이를 쉽게 입증할 수 있다.

지난 하반기 때 유가하락 불구 정제마진 논리도 오르던 정유 주가



자료: Petronet, Dataguidepro, SK 증권

올 상반기에는 정제마진이 빠졌는데도 유가가 오르니까 오른다?



자료: Petronet, Dataguidepro, SK 증권

장기적으로 유가와 정제마진
동행하였음
1996 년 이후 18 년간
correlation 0.66 산출

그보다 더 장기적으로 중요한 그림은 유가와 정제마진은 연동된다는 것이다. 즉 유가가 높은 영역에 있으면 정제마진의 절대 수준도 같이 높아지는 반면, 유가가 낮은 영역에 있으면 정제마진의 절대 수준도 낮아진다는 것이다. 실제로 1996 년부터 2014 년까지 18 년간 유가와 정제마진의 연간 움직임을 correlation 을 할 경우 0.66, strong correlation 의 관계가 발생하게 된다. 즉 유가의 고저에 관계 없이 절대마진(spread)이 유지된다기 보다는 마진율(ratio)이 유지되는 논리라는 것이다. 쉽게 얘기하자면 유가가 \$100/bbl 일 때 마진이 \$10/bbl 의 상황이라면, 유가가 \$50/bbl 로 하락했을 때 같은 상황이라면 마진은 \$5/bbl 이 된다는 것이다.

그렇다면 15 년 하반기
정제마진의 급등은
일시적 현상일 수도 있음

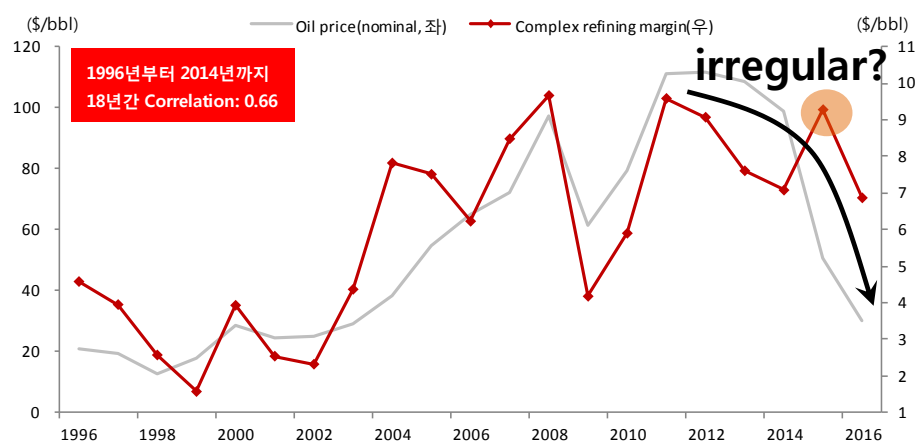
그렇게 본다면 15 년 하반기의 마진 급반등은 불규칙적인(irregular) 현상이었다고도 할 수 있다. 물론 순간적인 유가급락으로 spread 가 확대될 수는 있지만, 그것은 trading 의 기회를 제공했을 뿐이지 어떤 fundamental 의 변화를 말하는 것은 아니었다는 것이다.

4 월 유가 빅이벤트는
많은 부분에 대한 해답을
줄 수 있을 것으로 판단함

어찌되었든 ‘정제마진/유가/실적’, 그리고 그 변수들과 가장 결정적인 ‘주가’의 엮박자는 고개를 가우뚱하게 할 만큼 벌어져 있다. 그리고 모든 이의 관심이 집중될 4 월 빅이벤트들을 통해 유가의 방향성이 나타나게 된다면, 이런 아이러니를 풀어줄 수 있는 간단명료한 로직이 완성되게 될 지도 모르겠다. 그리고 그런 상황이 오게 된다면 그 방향이 위든 아래든 간에 하나의 중장기 방향성이 나오게 될 테니 주의 깊게 지켜봐야 할 것이다.

정제마진과 유가는 동행함
즉 유가 오르면 마진 오르고
유가 빠지면 마진도 빠짐

1996 년 이후 정제마진과 유가 추이



자료: SK 증권, Petronet

Company Analysis

I 개별기업분석

1Q16 preview: Cash cow 와 Growth 의 협연

매수(유지)

T.P 400,000 원(상향)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

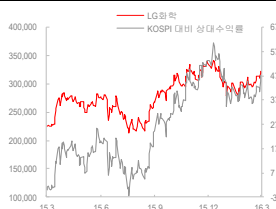
Company Data

자본금	3,695 억원
발행주식수	7,390 만주
자사주	37 만주
액면가	5,000 원
시가총액	214,056 억원
주요주주	
(주)엘지(외2)	33.53%
국민연금공단	9.98%
외국인지분률	39.30%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(16/03/26)	323,000 원
KOSPI	1983.81 pt
52주 Beta	1.47
52주 최고가	341,500 원
52주 최저가	213,000 원
60일 평균 거래대금	750 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.8%	5.2%
6개월	21.0%	18.5%
12개월	42.9%	47.2%

1Q OP 는 컨센을 18% 상회하는 5,279 억원으로 추정. 춘절 전까지만 해도 시황/spread 가 둔화추세였지만, 이후 유가 급반등과 함께 중국 내 재고확보 수요가 강하게 발생하며 방향성을 급격하게 바꾼 것이 실적 호조의 원인임. 동사는 cash cow 화학 외에 전기차배터리, 농화학(동부광한농)과 같은 차세대 성장동력도 보유하고 있는 것이 장점임. 차후 유가하락/경기둔화에 대한 우려 속에서도 가치는 지속 부각될 것임. 업종 top pick 유지함.

1Q16 영업이익 5,279 억원(QoQ +50.0% / YoY +45.9%) 추정

3/26 기준 시장 컨센서스 4,462 억원을 18.3% 상회하는 호실적을 시현할 것으로 추정함. 1Q 가 전통적 비수기 구간임에도 불구하고 호실적이 발생하는 이유는 ① 2 월 이후 시작된 유가반등(Dubai 기준 1/21 \$22.8/bbl → 3/24 \$36.0/bbl), ② 원화약세 (달러대비 1Q 평균 1,158.9 원 → 2Q 누적평균 1,207.7 원), ③ 중국 춘절 이후 re-stocking 으로 요약할 수 있음. 춘절 전까지만 해도 둔화세를 보이던 spread 와 시황 이 춘절 이후 유가와 함께 급격히 방향성을 바꾼 것이 특징임. 특히 실적밸리의 주요 인이자 여전히 가장 큰 주목을 받고 있는 폴리에틸렌(PE)은, HDPE 기준 지난 연말 \$1,075/t 에서 3/24 기준 \$1,170/t 으로 상승세를 이어갔음. 동기간 원재료 naphtha 는 \$410.5/t 에서 \$386/t 으로 하락했기 때문에 spread 는 더욱 크게 확대된 양상임.

현금창출능력과 성장여력의 계속되는 협연

지속적으로 기대 이상의 실적을 시현해주는 cash cow 화학의 기여덕분에 동사의 차세대 사업부들에 대한 공격적 투자는 더욱 기대치를 높여갈 것으로 판단함. 이미 본격적 매출 증대가 발생 중인 중대형 배터리 사업부는, 올 해 하반기 전기차 시장의 game changer 가 될 “Bolt”의 판매 시작과 함께 이익성장세가 더욱 부각될 것으로 기대됨. 동부광한농의 인수로서 시작된 농화학/바이오 사업에 대한 추가확장 가능성도 있음. 여러모로 미래 성장동력이 확실한 동사의 장점은 지속 부각될 것임.

목표주가 380,000 원 → 400,000 원 상향 / 업종 최선호주 의견 유지

16 년 영업이익 추정치를 기존대비 24.3% 상향한 것을 반영해 목표주가 역시 40 만 원으로 상향 조정함. 최근 화학이 호황에 가까운 실적을 보여주고 있지만, 유가의 재하락 가능성과 글로벌 경기둔화는 추가이익 상승에 대한 의문을 가지게 함. 이와 같은 상황에서 전기차배터리를 위시한 성장동력이 확실한 동사의 투자매력은 여전히 높음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	23,143.6	22,577.8	20,206.6	19,929.3	18,605.2	20,272.0
yoy	%	(05)	(24)	(10.5)	(14)	(6.6)	9.0
영업이익	십억원	1,743.0	1,310.8	1,823.6	2,109.4	2,030.8	2,255.6
yoy	%	(88)	(248)	39.1	15.7	(3.7)	11.1
EBITDA	십억원	2,788.3	2,461.0	3,069.6	3,372.2	3,293.6	3,518.5
세전이익	십억원	1,601.3	1,159.9	1,610.0	2,156.8	2,128.5	2,388.4
순이익(지배주주)	십억원	1,266.0	867.9	1,220.0	1,693.1	1,670.9	1,874.9
영업이익률%	%	7.5	5.8	9.0	10.6	10.9	11.1
EBITDA%	%	12.0	10.9	15.2	16.9	17.7	17.4
순이익률	%	6.9	5.1	8.0	10.8	11.4	11.8
EPS	원	18,637	12,631	18,409	25,548	25,213	28,292
PER	배	16.1	14.3	17.8	12.6	12.8	11.4
PBR	배	1.9	1.1	2.0	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	배	7.9	5.7	7.9	6.6	6.5	5.8
ROE	%	11.4	7.3	9.8	12.5	11.2	11.4
순차입금	십억원	884	1,066	628	(884)	(1,844)	(2,785)
부채비율	%	48.8	47.8	41.8	36.3	33.7	31.4

1Q16 preview

(단위, %, 십억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,915.0	5,073.2	5,177.7	5,040.6	5,214.7	6.1	3.5	4,993.8	4.4
영업이익	361.8	563.4	546.3	352.0	527.9	45.9	50.0	446.2	18.3
세전이익	324.1	492.9	439.7	353.3	533.6	64.6	51.0	418.1	27.6
지배순이익	242.8	349.4	350.4	277.3	418.8	72.5	51.0	333.3	25.7
영업이익률	7.4	11.1	10.6	7.0	10.1	2.8	3.1	8.9	1.2
세전이익률	6.6	9.7	8.5	7.0	10.2	3.6	3.2	8.4	1.9
지배주주순이익률	4.9	6.9	6.8	5.5	8.0	3.1	2.5	6.7	1.4

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	12.3%	9.8%	11.9%	10.8%	11.0%	9.8%
Terminal Growth	3.5%		0.33	0.33	0.33	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE 12.3%				
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	2.19					
4Q16E BPS(지배주주지분)	185,648					
Target Price	406,316					

자료: LG 화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
EPS(지배주주지분)	18,409	25,082	24,747	27,826	27,161
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	25,772				
4Q16E EPS	25,082				
4Q17E EPS	24,747				

Multiple	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0	19.0	20.0	21.0
TP by weighted EPS	309,263	335,035	360,807	386,579	412,351	438,123	463,894	489,666	515,438	541,210
TP by 4Q16E EPS	300,990	326,072	351,154	376,237	401,319	426,402	451,484	476,567	501,649	526,732
TP by 4Q17E EPS	296,964	321,711	346,458	371,205	395,952	420,699	445,446	470,194	494,941	519,688

자료: LG 화학, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	20,206.6	18,858.9	19,239.2	20,206.6	19,929.3	18,605.2	0.0%	5.7%	-3.3%
YoY %	(10.5)	(6.7)	2.0	(10.5)	(1.4)	(6.6)			
영업이익	1,823.6	1,696.4	2,058.6	1,823.6	2,109.4	2,030.8	0.0%	24.3%	-1.3%
YoY %	39.1	(7.0)	21.4	39.1	15.7	(3.7)			
EBITDA	3,069.6	2,959.2	3,321.4	3,069.6	3,372.2	3,293.6	0.0%	14.0%	-0.8%
YoY %	24.7	(3.6)	12.2	24.7	9.9	(2.3)			
순이익	1,220.0	1,364.5	1,681.4	1,220.0	1,693.1	1,670.9	0.0%	24.1%	-0.6%
YoY %	40.6	11.8	23.2	40.6	38.8	(1.3)			

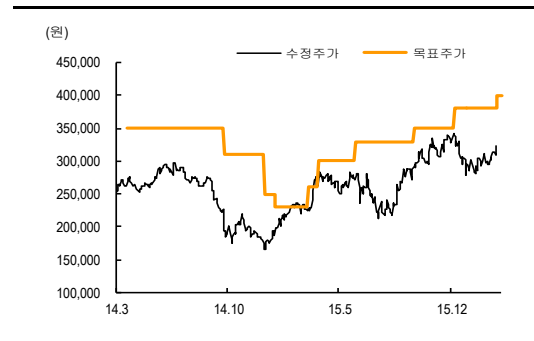
자료: LG 화학, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	4,980.0	4,639.9	4,609.3	4,629.7	5,214.7	5,459.1	4,747.8	4,507.7	4.7%	17.7%	3.0%	-2.6%
YoY %	1.3	(8.5)	(11.0)	(8.2)	6.1	7.6	(8.3)	(10.6)				
QoQ %	(1.2)	(6.8)	(0.7)	0.4	3.5	4.7	(13.0)	(5.1)				
영업이익	363.4	454.2	451.6	427.3	527.9	649.6	509.1	422.8	45.3%	43.0%	12.7%	-1.1%
YoY %	0.4	(19.4)	(17.3)	21.4	45.9	15.3	(6.8)	20.1				
QoQ %	3.2	25.0	(0.6)	(5.4)	50.0	23.1	(21.6)	(17.0)				
EBITDA	679.1	769.9	767.3	743.0	843.6	965.3	824.8	738.5	24.2%	25.4%	7.5%	-0.6%
YoY %	1.4	(11.5)	(11.0)	11.3	26.0	10.9	(4.3)	10.6				
QoQ %	1.7	13.4	(0.3)	(3.2)	26.3	14.4	(14.6)	(10.5)				
순이익	288.2	365.0	365.4	345.9	418.8	517.3	412.2	344.8	45.3%	41.7%	12.8%	-0.3%
YoY %	18.7	4.5	4.3	24.7	72.5	48.0	17.6	24.3				
QoQ %	3.9	26.6	0.1	(5.4)	51.0	23.5	(20.3)	(16.3)				

자료: LG 화학, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.03.28	매수	400,000원
	2016.01.27	매수	380,000원
	2016.01.05	매수	380,000원
	2015.10.20	매수	350,000원
	2015.10.19	매수	350,000원
	2015.09.30	매수	330,000원
	2015.06.29	매수	330,000원
	2015.04.20	매수	300,000원
	2015.03.29	매수	260,000원
	2015.01.27	매수	230,000원
	2015.01.06	매수	250,000원
	2014.10.21	매수	310,000원
	2014.09.29	매수	350,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 28일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
유동자산	8,147	8,243	9,108	10,345	11,695
현금및현금성자산	988	1,191	2,704	3,664	4,604
매출채권및기타채권	3,351	3,287	2,938	3,088	3,307
재고자산	2,711	2,456	2,196	2,308	2,471
비유동자산	9,981	10,121	10,452	10,678	11,037
장기금융자산	34	25	25	25	25
유형자산	8,700	8,968	9,300	9,525	9,884
무형자산	525	498	498	498	498
자산총계	18,128	18,364	19,560	21,023	22,732
유동부채	4,809	4,531	4,328	4,415	4,543
단기금융부채	2,206	2,121	2,121	2,121	2,121
매입채무 및 기타채무	2,362	1,918	1,715	1,802	1,930
단기충당부채	5	4	4	4	4
비유동부채	1,053	884	884	884	884
장기금융부채	728	617	617	617	617
장기매입채무 및 기타채무	55	31	31	31	31
장기충당부채	23	25	25	25	25
부채총계	5,862	5,416	5,213	5,300	5,427
지배주주지분	12,140	12,831	14,230	15,606	17,187
자본금	370	370	370	370	370
자본잉여금	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
기타자본구성요소	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)
자기주식	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)
이익잉여금	10,691	11,320	12,718	14,095	15,675
비지배주주지분	126	117	117	117	117
자본총계	12,266	12,949	14,347	15,724	17,304
부채외자본총계	18,128	18,364	19,560	21,023	22,732

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,994	2,881	3,458	2,867	2,991
당기순이익(손실)	1,160	1,534	1,693	1,671	1,875
비현금성항목등	1,437	1,628	1,367	1,367	1,367
유형자산감가상각비	1,150	1,246	1,263	1,263	1,263
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(287)	(382)	(104)	(104)	(104)
운전자본감소(증가)	(167)	(15)	398	(171)	(251)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(20)	91	335	(143)	(211)
재고자산감소(증가)	(147)	255	260	(111)	(164)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	228	(384)	(196)	84	124
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(1,991)	(1,619)	(1,594)	(1,488)	(1,622)
금융자산감소(증가)	(0)	2	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,401)	(1,517)	(1,594)	(1,488)	(1,622)
무형자산감소(증가)	(50)	(51)	0	0	0
기타	(540)	(53)	0	0	0
재무활동현금흐름	(438)	(1,041)	(295)	(295)	(295)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(153)	(437)	0	0	0
자본의증가(감소)	11	0	0	0	0
배당금의 지급	300	604	295	295	295
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(411)	203	1,513	960	941
기초현금	1,399	988	1,191	2,704	3,664
기말현금	988	1,191	2,704	3,664	4,604
FCF	543	1,067	1,770	1,177	1,131

자료 : LG화학, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	22,578	20,207	19,929	18,605	20,272
매출원가	19,574	16,558	16,005	14,880	16,170
매출총이익	3,004	3,648	3,924	3,725	4,102
매출총이익률 (%)	13.3	18.1	19.7	20.0	20.2
판매비와관리비	1,693	1,825	1,815	1,694	1,846
영업이익	1,311	1,824	2,109	2,031	2,256
영업이익률 (%)	5.8	9.0	10.6	10.9	11.1
비영업손익	(151)	(214)	47	98	133
순금융비용	54	45	76	127	159
외환관련손익	(15)	(50)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	20	(28)	53	52	56
세전계속사업이익	1,160	1,610	2,157	2,129	2,388
세전계속사업이익률 (%)	5.1	8.0	10.8	11.4	11.8
계속사업법인세	306	391	464	458	514
계속사업이익	854	1,219	1,693	1,671	1,875
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	854	1,219	1,693	1,671	1,875
순이익률 (%)	3.8	6.0	8.5	9.0	9.2
지배주주	868	1,220	1,693	1,671	1,875
지배주주귀속 순이익률(%)	3.8	6.0	8.5	9.0	9.2
비지배주주	(14)	(1)	0	0	0
총포괄이익	825	1,301	1,693	1,671	1,875
지배주주	838	1,297	1,708	1,685	1,891
비지배주주	(13)	4	(15)	(14)	(16)
EBITDA	2,461	3,070	3,372	3,294	3,518

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(2.4)	(10.5)	(1.4)	(6.6)	9.0
영업이익	(24.8)	39.1	15.7	(3.7)	11.1
세전계속사업이익	(27.6)	38.8	34.0	(1.3)	12.2
EBITDA	(11.7)	24.7	9.9	(2.3)	6.8
EPS(계속사업)	(32.2)	45.7	38.8	(1.3)	12.2
수익성 (%)					
ROE	7.3	9.8	12.5	11.2	11.4
ROA	4.8	6.7	8.9	8.2	8.6
EBITDA마진	10.9	15.2	16.9	17.7	17.4
안정성 (%)					
유동비율	169.4	181.9	210.4	234.3	257.4
부채비율	47.8	41.8	36.3	33.7	31.4
순차입금/자기자본	8.7	4.9	(6.2)	(11.7)	(16.1)
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	0.3	0.1	(0.0)	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	12,631	18,409	25,548	25,213	28,292
BPS	158,025	166,723	185,648	204,273	225,659
CFPS	28,625	35,535	39,495	38,661	41,049
주당 현금배당금	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.3	17.8	12.6	12.8	11.4
PER(최저)					
PBR(최고)	1.1	2.0	1.7	1.6	1.4
PBR(최저)					
PCR	6.3	9.2	8.2	8.4	7.9
EV/EBITDA(최고)	5.7	7.9	6.6	6.5	5.8
EV/EBITDA(최저)	4.2	5.9	6.8	4.7	2.8

롯데케미칼(011170/KS)

1Q16 preview: 지난 해보다도 빠른 호실적 행진

매수(유지)

T.P 390,000 원(상향)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

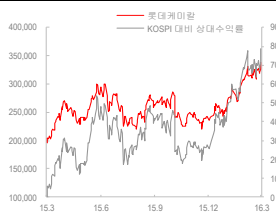
Company Data

자본금	1,714 억원
발행주식수	3,428 만주
자사주	58 만주
액면가	5,000 원
시가총액	116,194 억원
주요주주	
롯데물산(주)(외3)	53.51%
국민연금공단	7.38%
외국인지분률	32.20%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(16/03/28)	339,000 원
KOSPI	1983.81 pt
52주 Beta	1.44
52주 최고가	339,000 원
52주 최저가	202,500 원
60일 평균 거래대금	389 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.5%	5.9%
6개월	29.4%	26.7%
12개월	73.4%	78.6%

1Q OP 는 컨센을 20% 상회하는 5,055 억원으로 추정. 춘절 전까지만 해도 시황/spread 가 둔화추세였지만, 이후 유가의 급반등과 함께 중국 내 재고확보 수요가 강하게 발생하며 방향성을 급격하게 바꾼 것이 실적 호조의 원인임. 2Q 에도 시황은 강세 가능성이 높기에 정기보수에도 불구하고 증익이 가능할 것임. 단 유가 반락 가능성과 경기둔화 우려가 커지는 부분은 리스크임. 이익 추정치 상향분을 반영하여 목표주가 39 만원 제시함

1Q16 영업이익 5,055 억원(QoQ +63.6% / YoY +184.0%) 추정

3/26 기준 시장 컨센서스 4,212 억원을 20.0% 상회하는 호실적을 시현할 것으로 추정함. 전분기대비 상승한 수치임과 동시에, 전년동기대비로 본다고 하더라도 2 배 이상 이익이 늘어나는 수준에 해당함. 1Q 가 전통적 비수기 지속구간임에도 불구하고 호실적이 발생하는 이유는 ① 2 월 이후 시작된 유가반등(Dubai 기준 1/21 \$22.8/bbl → 3/24 \$36.0/bbl), ② 원화약세(달러대비 1Q 평균 1,158.9 원 → 2Q 누적평균 1,207.7 원), ③ 중국 춘절 이후 re-stocking 으로 요약할 수 있음. 춘절 전까지만 해도 둔화세를 보이던 spread 와 시황이, 춘절 이후 유가와 함께 급격히 방향성을 바꾼 것이 특징임. 특히 지난 해부터 시작된 실적밸리의 주요인이자 여전히 가장 큰 주목을 받고 있는 폴리에틸렌(PE)은, HDPE 기준 지난 연말 \$1,075/t 에서 3/24 기준 \$1,170/t 으로 재차 상승세를 이어가며 여전한 강세를 보였음. 동기간 원재료 naphtha 는 \$410.5/t 에서 \$386/t 으로 하락했기 때문에 spread 는 더욱 크게 확대된 양상임.

2 분기까지 이어질 수 있는 실적강세 기조

성수기에 진입하는 2Q 에는 1Q 이상의 실적을 시현할 수 있을 것으로 기대됨. 춘절 전 재고를 많이 비워뒀던 구매자들이 최근까지 물량확보를 지속하고 있고, 또한 본격적 정기보수 시즌에 들어가면서 공급이 충분치 못할 것이기 때문임. 동사 역시 2Q 정기보수가 있지만 이와 같은 제품가격 상승추세와 또한 최근 인수한 삼성 SDI 케미칼의 실적가세까지 감안한다면 증익을 충분히 달성할 수 있을 것으로 판단함. 단 확인해야 할 변수는 유가의 반락 가능성과 글로벌 경기둔화 우려가 점점 커지고 있다는 부분임.

목표주가 290,000 원 → 390,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

춘절 이후 급격히 바뀐 시황 방향성, 그리고 계속되는 PE 강세를 반영해 16 년 영업이익 추정치를 69.0% 상향하며, 이를 토대로 목표주가 역시 39 만원으로 상향 조정함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	16,438.9	14,859.0	11,713.3	9,688.9	7,103.1	6,230.0
yoy	%	3.4	(9.6)	(21.2)	(17.3)	(26.7)	(12.3)
영업이익	십억원	487.4	350.9	1,611.2	1,658.9	919.1	867.9
yoy	%	31.1	(28.0)	359.1	3.0	(44.6)	(5.6)
EBITDA	십억원	994.5	842.6	2,096.9	2,144.1	1,404.3	1,353.1
세전이익	십억원	374.6	277.3	1,422.3	1,598.2	848.7	799.9
순이익(지배주주)	십억원	287.9	146.9	992.2	1,246.6	662.0	623.9
영업이익률%	%	3.0	2.4	13.8	17.1	12.9	13.9
EBITDA%	%	6.0	5.7	17.9	22.1	19.8	21.7
순이익률	%	2.3	1.9	12.1	16.5	11.9	12.8
EPS	원	8,400	4,285	28,949	36,371	19,314	18,203
PER	배	27.6	37.3	8.4	9.3	17.6	18.6
PBR	배	1.3	0.8	1.1	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	배	8.5	7.7	3.6	5.8	8.9	9.0
ROE	%	4.7	2.3	14.4	15.6	7.4	6.6
순차입금	십억원	538	1,019	(889)	753	879	585
부채비율	%	69.8	59.6	51.7	42.3	38.9	36.0

1Q16 preview

(단위, %, 십억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,799.6	3,178.6	3,034.7	2,700.4	2,754.9	(1.6)	2.0	2,753.6	0.0
영업이익	178.0	639.8	484.5	308.9	505.5	184.0	63.6	421.2	20.0
세전이익	166.8	625.6	388.9	241.1	500.5	200.1	107.6	412.2	21.4
지배순이익	120.7	460.2	240.1	171.2	390.4	223.3	128.1	305.8	27.7
영업이익률	6.4	20.1	16.0	11.4	18.3	12.0	6.9	15.3	3.0
세전이익률	6.0	19.7	12.8	8.9	18.2	12.2	9.2	15.0	3.2
지배주주순이익률	4.3	14.5	7.9	6.3	14.2	9.9	7.8	11.1	3.1

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	10.4%	ROE(지배주주지분)	14.4%	14.6%	7.2%	6.4%	5.4%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	10.4%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.54						
4Q16E BPS(지배주주지분)	253,002						
Target Price	388,617						

자료: 롯데케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
EPS(지배주주지분)	4,285	36,371	19,314	18,203	16,173
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	27,306				
4Q16E EPS	36,371				
4Q17E EPS	19,314				

Multiple	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5	15.0	15.5
TP by weighted EPS	300,368	314,021	327,674	341,327	354,980	368,633	382,286	395,939	409,592	423,246
TP by 4Q16E EPS	400,082	418,267	436,453	454,638	472,824	491,009	509,195	527,380	545,566	563,751
TP by 4Q17E EPS	212,456	222,113	231,770	241,427	251,084	260,742	270,399	280,056	289,713	299,370

자료: 롯데케미칼 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	11,658.7	8,527.0	7,699.1	11,713.3	9,688.9	7,103.1	0.5%	13.6%	-7.7%
YoY %	-21.5%	-26.9%	-9.7%	-21.2%	-17.3%	-26.7%			
영업이익	1,539.6	981.8	827.3	1,611.2	1,658.9	919.1	4.6%	69.0%	11.1%
YoY %	338.7%	-36.2%	-15.7%	359.1%	3.0%	-44.6%			
EBITDA	2,025.4	1,467.0	1,312.5	2,096.9	2,144.1	1,404.3	3.5%	46.2%	7.0%
YoY %	140.4%	-27.6%	-10.5%	148.9%	2.3%	-34.5%			
순이익	1,024.7	770.7	647.9	992.2	1,246.6	662.0	-3.2%	61.8%	2.2%
YoY %	597.7%	-24.8%	-15.9%	575.7%	25.6%	-46.9%			

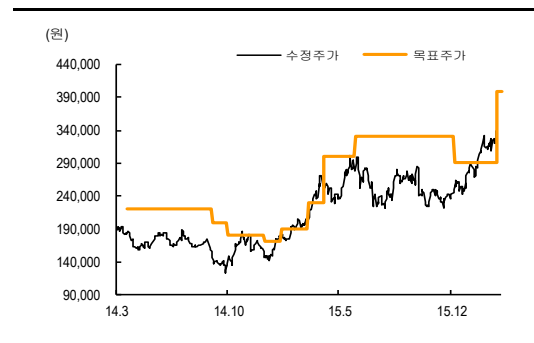
자료: 롯데케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	2,645.8	2,264.6	2,151.2	2,117.8	2,754.9	2,782.5	2,249.1	1,902.4	4.1%	22.9%	4.6%	-10.2%
YoY %	-24.3%	-19.1%	-32.3%	-30.2%	-1.6%	-12.5%	-25.9%	-29.6%				
QoQ %	-12.8%	-14.4%	-5.0%	-1.6%	2.0%	1.0%	-19.2%	-15.4%				
영업이익	237.4	267.6	281.1	271.9	505.5	563.9	392.8	196.8	112.9%	110.7%	39.7%	-27.6%
YoY %	323.6%	50.4%	-56.1%	-43.9%	184.0%	-11.9%	-18.9%	-36.3%				
QoQ %	-51.0%	12.7%	5.0%	-3.3%	63.6%	11.6%	-30.3%	-49.9%				
EBITDA	358.7	388.9	402.4	393.2	626.8	685.2	514.1	318.1	74.7%	76.2%	27.7%	-19.1%
YoY %	99.9%	29.3%	-47.1%	-35.1%	108.4%	-9.9%	-15.1%	-26.1%				
QoQ %	-40.8%	8.4%	3.5%	-2.3%	45.7%	9.3%	-25.0%	-38.1%				
순이익	203.6	207.5	219.9	214.2	390.4	423.6	292.3	140.3	91.8%	104.2%	32.9%	-34.5%
YoY %	흑전	71.9%	-52.2%	-10.8%	223.3%	-8.0%	21.8%	-18.0%				
QoQ %	-15.2%	1.9%	6.0%	-2.6%	128.1%	8.5%	-31.0%	-52.0%				

자료: 롯데케미칼 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.03.28	매수	390,000원
	2016.02.02	매수	290,000원
	2016.01.05	매수	290,000원
	2015.11.02	매수	330,000원
	2015.10.16	매수	330,000원
	2015.09.30	매수	330,000원
	2015.07.31	매수	330,000원
	2015.06.29	매수	330,000원
	2015.04.29	매수	300,000원
	2015.03.29	매수	230,000원
	2015.02.08	매수	190,000원
	2015.01.06	매수	170,000원
	2014.10.25	매수	180,000원



Compliance Notice

- 작성자(손자우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~-+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 28일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,322	5,316	3,014	2,736	2,819
현금및현금성자산	949	1,829	187	61	354
매출채권및기타채권	1,268	997	701	633	538
재고자산	1,528	1,084	764	690	588
비유동자산	6,001	5,898	9,231	10,096	10,545
장기금융자산	225	241	241	241	241
유형자산	3,976	3,787	7,121	7,985	8,434
무형자산	24	34	34	34	34
자산총계	10,323	11,214	12,245	12,832	13,364
유동부채	2,058	2,380	2,198	2,156	2,098
단기금융부채	1,105	1,427	1,427	1,427	1,427
매입채무 및 기타채무	725	616	434	392	334
단기충당부채	3	4	4	4	4
비유동부채	1,796	1,441	1,441	1,441	1,441
장기금융부채	1,523	1,172	1,172	1,172	1,172
장기매입채무 및 기타채무	14	10	10	10	10
장기충당부채	12	16	16	16	16
부채총계	3,854	3,821	3,639	3,597	3,539
지배주주지분	6,437	7,362	8,575	9,203	9,793
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	477	477	477	477	477
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	5,791	6,714	7,927	8,555	9,145
비지배주주지분	32	32	32	32	32
자본총계	6,469	7,393	8,606	9,235	9,825
부채외자본총계	10,323	11,214	12,245	12,832	13,364

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	385	2,703	2,823	1,881	1,884
당기순이익(손실)	144	991	1,247	662	624
비현금성항목등	737	1,127	1,112	1,112	1,112
유형자산감가상각비	492	486	485	485	485
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(245)	(641)	(626)	(626)	(626)
운전자본감소(증가)	(417)	729	465	108	148
매출채권및기타채권의 감소(증가)	232	270	292	68	93
재고자산감소(증가)	101	444	320	74	102
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(713)	(145)	(148)	(34)	(47)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	134	511	598	598	598
투자활동현금흐름	(436)	(1,298)	(3,818)	(1,350)	(934)
금융자산감소(증가)	(153)	(913)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(257)	(306)	(3,818)	(1,350)	(934)
무형자산감소(증가)	(0)	(5)	0	0	0
기타	(26)	(74)	0	0	0
재무활동현금흐름	17	(206)	(34)	(34)	(34)
단기금융부채증가(감소)	(31)	(171)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	176	86	0	0	0
자본의증가(감소)	34	0	0	0	0
배당금의 지급	34	67	34	34	34
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(30)	879	(1,642)	(125)	293
기초현금	979	949	1,829	187	61
기말현금	949	1,829	187	61	354
FCF	(309)	2,256	(1,561)	(37)	380

자료 : 롯데케미칼, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	14,859	11,713	9,689	7,103	6,230
매출원가	14,059	9,676	7,683	5,930	5,139
매출총이익	800	2,038	2,006	1,173	1,091
매출총이익률 (%)	5.4	17.4	20.7	16.5	17.5
판매비와관리비	449	426	347	254	223
영업이익	351	1,611	1,659	919	868
영업이익률 (%)	2.4	13.8	17.1	12.9	13.9
비영업손익	(74)	(189)	(61)	(70)	(68)
순금융비용	52	112	12	3	5
외환관련손익	(13)	(49)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	1	(10)	0	0	0
세전계속사업이익	277	1,422	1,598	849	800
세전계속사업이익률 (%)	1.9	12.1	16.5	11.9	12.8
계속사업법인세	134	432	352	187	176
계속사업이익	144	991	1,247	662	624
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	144	991	1,247	662	624
순이익률 (%)	1.0	8.5	12.9	9.3	10.0
지배주주	147	992	1,247	662	624
지배주주귀속 순이익률(%)	1.0	8.5	12.9	9.3	10.0
비지배주주	(3)	(2)	0	0	0
총포괄이익	215	1,176	1,247	662	624
지배주주	215	1,176	1,247	662	624
비지배주주	(1)	(0)	0	0	0
EBITDA	843	2,097	2,144	1,404	1,353

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(9.6)	(21.2)	(17.3)	(26.7)	(12.3)
영업이익	(28.0)	359.1	3.0	(44.6)	(5.6)
세전계속사업이익	(26.0)	412.9	12.4	(46.9)	(5.8)
EBITDA	(15.3)	148.9	2.3	(34.5)	(3.6)
EPS(계속사업)	(49.0)	575.7	25.6	(46.9)	(5.8)
수익성 (%)					
ROE	2.3	14.4	15.6	7.4	6.6
ROA	1.4	9.2	10.6	5.3	4.8
EBITDA마진	5.7	17.9	22.1	19.8	21.7
안정성 (%)					
유동비율	210.0	223.4	137.1	126.9	134.4
부채비율	59.6	51.7	42.3	38.9	36.0
순차입금/자기자본	15.8	(12.0)	8.8	9.5	6.0
EBITDA/이자비용(배)	(0.2)	1.8	0.0	(0.5)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,285	28,949	36,371	19,314	18,203
BPS	188,956	217,614	253,002	271,333	288,553
CFPS	19,648	46,733	51,908	35,072	33,907
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	37.3	8.4	9.3	17.6	18.6
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	1.1	1.3	1.2	1.2
PBR(최저)					
PCR	8.1	5.2	6.5	9.7	10.0
EV/EBITDA(최고)	7.7	3.6	5.8	8.9	9.0
EV/EBITDA(최저)	2.9	4.4	8.0	3.2	2.1

금호석유(011780/KS)

1Q16 preview: Stay Tuned

매수(유지)

T.P 70,000 원(유지)

Analyst

손자우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	1,675 억원
발행주식수	3,349 만주
자사주	559 만주
액면가	5,000 원
시가총액	18,006 억원

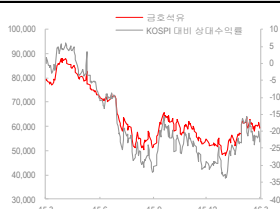
주요주주

박철완(외3)	24.53%
금호석유 자사주	18.35%
외국인지분률	12.00%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(16/03/27)	59,100 원
KOSPI	1983.81 pt
52주 Beta	1.38
52주 최고가	88,200 원
52주 최저가	47,850 원
60일 평균 거래대금	101 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.1%	-7.2%
6개월	12.8%	10.5%
12개월	-25.3%	-23.1%

1Q OP 는 컨센과 유사한 383 억원으로 추정. 기타 화학업체들이 전년동기대비 2 배 이상의 실적호전이 발생함에도 불구하고, 동사는 여전히 주력산업 합성고무 및 합성수지/페놀 사업부의 시황 부진으로 실적약세가 이어지는 상황임. 다만 통상 3 년 주기의 cycle 이 있는 화학 제품의 특성으로 볼 때, 올 해 말 이후 공급이 급격히 줄어드는 시점에서 시황과 주가의 반등을 기대할 수 있을 것으로 판단함. 목표주가 7 만원과 매수 의견 유지함

1Q16 영업이익 383 억원(QoQ 흑전 / YoY -30.6%) 추정

3/26 기준 시장 컨센서스 340 억원을 12.9% 상회하는 실적을 시현할 것으로 추정함. 다만 이익의 절대수준 자체가 크게 낮은 상황(영업이익률 4.0%에 불과함)이기 때문에 기대치에 사실상 부합한다고 할 수 있음. 오히려 대다수 화학업체들이 전년동기대비로 2 배 가까운 실적개선을 보인다는 것을 감안한다면 부진한 실적이라고 평할 수 있음. 합성고무 가격은 1~2 월 저점 수준이 유지되다가 3 월 이후 빠르게 반등하였음. SBR 가격 기준으로는 전년말 \$1,085/t → 3/21 \$1,445/t 으로 상승했음. 그러나 동 기간 원재료 부타디엔이 \$720/t → \$1,045/t 으로 상승했기 때문에 spread 의 큰 확대효과는 없었음. 합성수지와 페놀 사업부도 3 월 가격 반등이 있었지만 1~2 월의 약세기조 탓에 큰 실적기여는 기대하기 어려울 것으로 추정함.

분명히 기회는 온다

통상 화학제품의 cycle 은 3 년 주기로 고저의 반복이 발생함. 지난 2011 년 극한 호황을 경험했던 고무 시황(11 년 7 월 둘째 주 부타디엔 가격 \$4,275/t, 말레이시아 천연고무 가격 \$4,481/t)은, 이후 과도한 공급증대가 발생하면서 지금까지 극한 불황을 경험하고 있음. 때문에 고무계열의 공급물량은 올 해를 기점으로 내년부터 급격하게 축소됨. 따라서 2016 년 말 이후로는 전체적인 시황의 회복기조가 나타날 수 있을 것으로 판단함. 그러나 일단 현재는 여전히 기존 업체들의 가동률이 낮아 잉여공급물량이 풍부하고, 경기둔화도 우려되고 있는 시점이기 때문에 뚜렷한 시황반등이 나타날 시점은 아닌 것으로 판단함

목표주가 70,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익 추정치 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 유지함. 상기에서 언급한 대로 하반기/연말에서부터는 시황과 주가의 매력도가 높아질 수 있을 것으로 기대됨

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	5,132.1	4,765.7	3,934.6	3,822.5	3,732.8	3,596.1
yoy	%	(12.8)	(7.1)	(17.4)	(2.8)	(2.3)	(3.7)
영업이익	십억원	134.2	184.9	163.9	227.3	309.5	379.5
yoy	%	(40.0)	37.7	(11.4)	38.7	36.1	22.6
EBITDA	십억원	308.6	362.5	340.2	402.2	484.4	554.4
세전이익	십억원	(70.5)	117.2	164.6	155.9	245.8	326.8
순이익(지배주주)	십억원	(12.3)	93.2	125.5	120.4	189.8	252.3
영업이익률%	%	2.6	3.9	4.2	5.9	8.3	10.6
EBITDA%	%	6.0	7.6	8.6	10.5	13.0	15.4
순이익률	%	(1.4)	2.5	4.2	4.1	6.6	9.1
EPS	원	(55.8)	2,904	4,121	3,951	6,229	8,282
PER	배	(170.5)	27.8	12.6	15.0	9.5	7.1
PBR	배	2.2	1.7	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	15.7	12.0	10.5	9.3	7.5	3.4
ROE	%	(0.8)	6.1	8.1	7.5	11.0	13.1
순차입금	십억원	1,849	1,768	1,873	1,845	1,744	1,513
부채비율	%	170.0	170.3	161.7	153.2	140.3	123.7

1Q16 preview

(단위, %, 십억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,020.2	1,079.1	963.8	871.6	950.3	(6.8)	9.0	871.1	9.1
영업이익	55.2	64.1	45.0	(0.5)	38.3	(30.6)	(7,768.6)	34.0	12.9
세전이익	55.5	69.2	35.8	4.1	19.6	(64.7)	376.2	26.8	(26.9)
지배순이익	41.5	49.2	26.7	8.2	15.1	(63.5)	84.5	20.9	(27.4)
영업이익률	5.4	5.9	4.7	(0.1)	4.0	(1.4)	4.1	3.9	0.1
세전이익률	5.4	6.4	3.7	0.5	2.1	(3.4)	1.6	3.1	(1.0)
지배주순이익률	4.1	4.6	2.8	0.9	1.6	(2.5)	0.7	2.4	(0.8)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	9.7%	8.1%	7.3%	10.5%	12.5%	12.6%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE 9.7%				
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.40					
4Q16E BPS(지배주주지분)	49,093					
Target Price	68,600					

자료: 금호석유, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
EPS(지배주주지분)	4,121	3,866	6,145	8,198	9,425
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	5,744				
4Q16E EPS	3,866				
4Q17E EPS	6,145				

Multiple	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0
TP by weighted EPS	45,952	51,696	57,440	63,184	68,928	74,673	80,417	86,161	91,905	97,649
TP by 4Q16E EPS	30,930	34,796	38,663	42,529	46,395	50,261	54,128	57,994	61,860	65,726
TP by 4Q17E EPS	49,158	55,303	61,447	67,592	73,737	79,882	86,026	92,171	98,316	104,461

자료: 금호석유, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

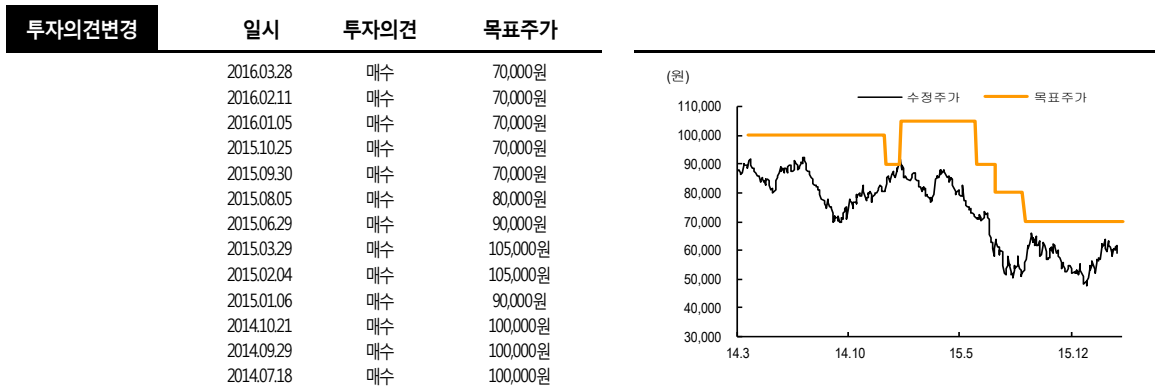
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	3,934.6	3,557.4	3,605.7	3,934.6	3,822.5	3,732.8	0.0%	7.5%	3.5%
YoY %	-17.4%	-9.6%	1.4%	-17.4%	-2.8%	-2.3%			
영업이익	163.9	214.8	291.0	163.9	227.3	309.5	0.0%	5.8%	6.4%
YoY %	-11.4%	31.1%	35.5%	-11.4%	38.7%	36.1%			
EBITDA	340.2	389.7	465.9	340.2	402.2	484.4	0.0%	3.2%	4.0%
YoY %	-6.1%	14.5%	19.6%	-6.1%	18.2%	20.4%			
순이익	125.5	111.9	175.9	125.5	120.4	189.8	0.0%	7.6%	7.9%
YoY %	34.7%	-10.9%	57.2%	34.7%	-4.1%	57.7%			

자료: 금호석유, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	905.1	876.4	901.7	874.2	950.3	990.2	984.6	897.4	5.0%	13.0%	9.2%	2.7%
YoY %	-11.3%	-18.8%	-6.4%	0.3%	-6.8%	-8.2%	2.2%	3.0%				
QoQ %	3.8%	-3.2%	2.9%	-3.0%	9.0%	4.2%	-0.6%	-8.9%				
영업이익	31.8	60.8	68.8	53.4	38.3	72.2	74.1	42.8	20.5%	18.7%	7.7%	-20.0%
YoY %	-42.4%	-5.2%	52.7%	흑전	-30.6%	12.5%	64.5%	흑전				
QoQ %	흑전	91.1%	13.2%	-22.3%	흑전	88.2%	2.6%	-42.3%				
EBITDA	75.5	104.5	112.5	97.1	82.1	115.9	117.8	86.5	8.7%	10.9%	4.7%	-11.0%
YoY %	-24.3%	-3.6%	26.8%	124.7%	-17.8%	6.9%	32.7%	100.1%				
QoQ %	74.7%	38.3%	7.7%	-13.6%	89.9%	41.2%	1.6%	-26.6%				
순이익	10.2	33.6	40.1	28.0	15.1	42.0	43.8	19.3	48.7%	25.1%	9.3%	-31.0%
YoY %	-75.5%	-31.6%	50.1%	241.6%	-63.5%	-14.5%	64.2%	135.8%				
QoQ %	24.1%	230.1%	19.3%	-30.1%	84.5%	177.8%	4.3%	-55.9%				

자료: 금호석유, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 28일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,401.4	984.8	1,040.6	1,172.4	1,332.6
현금및현금성자산	213.6	26.5	54.3	156.0	386.2
매출채권및기타채권	625.8	485.5	500.5	516.5	479.1
재고자산	529.3	423.9	436.5	449.9	418.6
비유동자산	3,035.9	3,289.7	3,344.2	3,393.2	3,434.0
장기금융자산	344.5	308.8	308.8	308.8	308.8
유형자산	2,266.4	2,506.1	2,560.6	2,609.6	2,650.5
무형자산	16.2	16.4	16.4	16.4	16.4
자산총계	4,437.3	4,274.5	4,384.8	4,565.6	4,766.7
유동부채	1,739.4	1,550.1	1,562.1	1,574.8	1,545.1
단기금융부채	1,177.2	1,074.6	1,074.6	1,074.6	1,074.6
매입채무 및 기타채무	488.4	402.9	414.8	427.6	397.8
단기충당부채	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
비유동부채	1,056.3	1,090.8	1,090.8	1,090.8	1,090.8
장기금융부채	973.2	970.7	970.7	970.7	970.7
장기매입채무 및 기타채무	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.0	4.8	4.8	4.8	4.8
부채총계	2,795.7	2,640.9	2,652.9	2,665.6	2,635.9
지배주주지분	1,559.4	1,547.6	1,646.0	1,814.0	2,044.8
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	265.2	265.2	265.2	265.2	265.2
기타자본구성요소	(40.3)	(40.3)	(40.3)	(40.3)	(40.3)
자기주식	(40.3)	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)
이익잉여금	1,102.6	1,155.3	1,253.6	1,421.7	1,652.5
비지배주주지분	82.2	86.0	86.0	86.0	86.0
자본총계	1,641.6	1,633.6	1,731.9	1,900.0	2,130.8
부채외자본총계	4,437.3	4,274.5	4,384.8	4,565.6	4,766.7

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	320.0	476.9	332.2	400.5	533.2
당기순이익(손실)	88.3	129.9	120.8	190.5	253.3
비현금성항목등	301.6	237.3	231.0	231.0	231.0
유형자산감가상각비	177.6	176.4	174.9	174.9	174.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(124.0)	(61.0)	(56.1)	(56.1)	(56.1)
운전자본감소(증가)	11.8	181.6	(19.6)	(21.0)	48.9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(7.9)	104.9	(13.1)	(14.0)	32.6
재고자산감소(증가)	9.3	105.4	(12.5)	(13.4)	31.3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6.1	(88.6)	6.0	6.5	(15.0)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	28.9	47.7	35.8	35.8	35.8
투자활동현금흐름	(231.3)	(405.3)	(229.4)	(224.0)	(215.8)
금융자산감소(증가)	35.5	0.1	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(253.7)	(405.1)	(229.4)	(224.0)	(215.8)
무형자산감소(증가)	0.4	(1.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(13.5)	1.2	0.0	0.0	0.0
재무활동현금흐름	41.5	(196.5)	(22.5)	(22.5)	(22.5)
단기금융부채증가(감소)	(125.8)	(380.1)	0.0	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	209.3	247.8	0.0	0.0	0.0
자본의증가(감소)	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	42.0	64.5	22.5	22.5	22.5
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	130.3	(187.2)	27.8	101.7	230.3
기초현금	83.3	213.6	26.5	54.3	156.0
기말현금	213.6	26.5	54.3	156.0	386.2
FCF	128.6	23.6	105.6	173.5	293.6

자료 : 금호석유, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	4,765.7	3,934.6	3,822.5	3,732.8	3,596.1
매출원가	4,418.7	3,611.4	3,437.7	3,269.6	3,068.4
매출총이익	347.0	323.2	384.8	463.3	527.7
매출총이익률 (%)	7.3	8.2	10.1	12.4	14.7
판매비와관리비	162.1	159.3	157.5	153.8	148.1
영업이익	184.9	163.9	227.3	309.5	379.5
영업이익률 (%)	3.9	4.2	5.9	8.3	10.6
비영업손익	(67.6)	0.7	(71.4)	(63.7)	(52.7)
순금융비용	11.5	29.9	0.3	5.6	14.5
외환관련손익	(12.1)	(31.5)	0.0	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	11.9	38.9	12.1	14.5	16.6
세전계속사업이익	117.2	164.6	155.9	245.8	326.8
세전계속사업이익률 (%)	2.5	4.2	4.1	6.6	9.1
계속사업법인세	28.9	34.7	35.1	55.3	73.5
계속사업이익	88.3	129.9	120.8	190.5	253.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*법인세효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	88.3	129.9	120.8	190.5	253.3
순이익률 (%)	1.9	3.3	3.2	5.1	7.0
지배주주	93.2	125.5	120.4	189.8	252.3
지배주주귀속 순이익률(%)	2.0	3.2	3.1	5.1	7.0
비지배주주	(4.8)	4.4	0.5	0.7	1.0
총포괄이익	123.7	92.9	120.8	190.5	253.3
지배주주	126.6	89.4	120.4	189.8	252.3
비지배주주	(2.9)	3.5	0.5	0.7	1.0
EBITDA	362.5	340.2	402.2	484.4	554.4

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(7.1)	(17.4)	(2.8)	(2.3)	(3.7)
영업이익	37.7	(11.4)	38.7	36.1	22.6
세전계속사업이익	흑전	40.4	(5.3)	57.7	33.0
EBITDA	17.4	(6.1)	18.2	20.4	14.5
EPS(계속사업)	흑전	41.9	(4.1)	57.7	33.0
수익성 (%)					
ROE	6.1	8.1	7.5	11.0	13.1
ROA	2.0	3.0	2.8	4.3	5.4
EBITDA마진	7.6	8.6	10.5	13.0	15.4
안정성 (%)					
유동비율	80.6	63.5	66.6	74.4	86.3
부채비율	170.3	161.7	153.2	140.3	123.7
순차입금/자기자본	107.7	114.7	106.5	91.8	71.0
EBITDA/이자비용(배)	0.3	(0.1)	0.2	0.2	0.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,904	4,121	3,951	6,229	8,282
BPS	46,600	46,156	49,093	54,110	61,003
CFPS	9,462	8,955	10,483	12,385	14,005
주당 현금배당금	1,500	800	800	800	800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	27.8	12.6	15.0	9.5	7.1
PER(최저)					
PBR(최고)	1.7	1.1	1.2	1.1	1.0
PBR(최저)					
PCR	8.5	5.8	5.6	4.8	4.2
EV/EBITDA(최고)	12.0	10.5	9.3	7.5	3.4
EV/EBITDA(최저)	4.1	4.3	12.7	6.7	6.3

한화케미칼(009830/KS)

1Q16 preview: 영업이익보다 세전이익이 기대된다

매수(유지)

T.P 30,000 원(유지)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

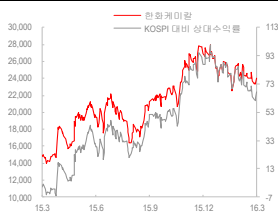
Company Data

자본금	8,153 억원
발행주식수	16,481 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	39,637 억원
주요주주	
(주)한화(외4)	36.30%
국민연금공단	11.77%
외국인지분률	21.00%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(16/03/27)	24,050 원
KOSPI	1983.81 pt
52주 Beta	1.51
52주 최고가	28,000 원
52주 최저가	13,900 원
60일 평균 거래대금	312 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.0%	-4.3%
6개월	12.9%	10.6%
12개월	62.5%	67.3%

1Q OP 는 컨센스를 -10.5% 하회하는 1,044 억원으로 추정. 화학/태양광의 실적강세가 있었지만 신규런칭된 면세점 초기비용으로 인해 리테일의 수익이 악화되는 부분이 악영향을 미쳤음. 다만 NCC 자회사들의 수익호조가 세전이익에서 계상될 것이기에 순이익은 오히려 기대 이상일 것임. 지난 해 공격적 투자 이후 재무부담이 불거질 수 있는 상황에서, 화학/태양광의 호실적이 현재의 경기불황에서도 이어질 수 있느냐가 최대 관건임.

1Q16 영업이익 1,044 억원(QoQ -13.4% / YoY +306.9%) 추정

3/26 기준 시장 컨센서스 1,166 억원을 -10.5% 하회하는 실적을 시현할 것으로 추정함. 전년동기대비로 본다면 3 배 가까이 증진된 호실적이지만, 전분기대비로는 모멘텀이 조금은 약화된 양상임. PE 가격 강세와 동반하여 화학 사업부의 실적은 전분기대비 개선이 되고, 태양광도 NextEra 물량 등을 바탕으로 여전히 견조한 수익이 발생하겠지만, 신규 면세점 런칭에 따른 초기비용 계상으로 인해 리테일 사업부의 적자가 불가피하다는 것이 실적 저하의 원인임. 차후 면세점 수익을 얼마나 빠르게 정상화 시킬 수 있느냐가 관건임. 다만 영업이익보다는 여천 NCC, 한화토탈 등 NCC 자회사들이 영업외 이익에서 기여할 수 있는 부분이 많다는 것이 금번 분기 주목요인임.

화학과 태양광의 실적 지속성 여부가 관건

한화케미칼은 지난 해 이후 몇 차례의 공격적 투자가 진행된 상황임. 이로 인하여 자칫 재무적 위험성이 부각될 수 있는 상황이었지만, 최근 화학과 태양광의 실적이 지난 해 하반기 이후 급격하게 성장했고, 이어서 NCC 자회사들의 분전까지 이어지면서 큰 문제가 부각되지 않고 있음. 하지만 현재 반등한 유가는 불확실한 글로벌 경기 상황으로 볼 때 언제든지 다시 하락세로 접어들 수 있고, 미국 시장의 태양광 발전 모멘텀도 서서히 희석되고 있다는 부분을 간과할 수는 없음. 그리고 사업초기 면세점 사업의 적자도 당분간은 이어질 것임. 따라서 지난 해 하반기부터 만들어왔던 화학/태양광 실적강세 기조가 앞으로 어떤 양상을 보일 지가 동사에게 있어서는 최대 관건임.

목표주가 30,000 원 / 투자 의견 매수 유지

16 년 영업이익 추정치는 기존대비 26.6% 하향했지만 NCC 자회사들의 강세 영향으로 순이익은 오히려 15.9% 상향 추정했음. 따라서 목표주가 3 만원과 투자 의견 매수는 그대로 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	7,863.6	8,055.3	7,537.6	6,246.1	5,429.3	5,199.8
yoy	%	12.9	2.4	(6.4)	(17.1)	(13.1)	(4.2)
영업이익	십억원	97.9	141.3	373.3	381.8	400.6	446.1
yoy	%	1,765.7	44.3	164.2	2.3	4.9	11.3
EBITDA	십억원	487.6	563.4	813.8	830.4	849.2	894.7
세전이익	십억원	(43.3)	50.9	338.6	597.3	433.6	450.2
순이익(지배주주)	십억원	8.3	56.7	256.1	460.0	333.9	346.7
영업이익률%	%	1.2	1.8	5.0	6.1	7.4	8.6
EBITDA%	%	6.2	7.0	10.8	13.3	15.6	17.2
순이익률	%	0.1	0.7	3.4	7.4	6.2	6.7
EPS	원	57	349	1,582	3,279	2,380	2,472
PER	배	376.6	33.8	17.2	7.3	10.1	9.7
PBR	배	0.8	0.5	1.0	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	14.6	9.8	9.8	8.3	7.9	4.4
ROE	%	0.2	1.3	5.6	9.2	6.2	6.1
순차입금	십억원	4,088	3,628	3,547	2,937	2,712	2,452
부채비율	%	187.4	163.6	185.5	165.5	157.0	149.2

1Q16 preview

(단위: %, 십억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,836.9	2,008.7	1,886.8	1,805.2	1,622.9	(11.7)	(10.1)	2,071.9	(21.7)
영업이익	25.6	93.7	133.3	120.5	104.4	306.9	(13.4)	116.6	(10.5)
세전이익	(6.6)	45.2	185.1	114.9	174.0	(2,720.8)	51.5	109.1	59.5
지배순이익	(17.9)	35.4	150.1	88.5	134.0	(849.7)	51.5	88.3	51.8
영업이익률	1.4	4.7	7.1	6.7	6.4	5.0	(0.2)	5.6	0.8
세전이익률	(0.4)	2.2	9.8	6.4	10.7	11.1	4.4	5.3	5.5
지배주주순이익률	(1.0)	1.8	8.0	4.9	8.3	9.2	3.4	4.3	4.0

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	7.4%	5.6%	8.8%	6.1%	5.9%	5.2%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE				
Risk Free Rate	2.0%	7.4%				
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.99					
4Q16E BPS(지배주주지분)	30,265					
Target Price	29,985					

자료: 한화케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
EPS(지배주주지분)	1,582	2,841	2,062	2,141	1,994
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,460				
4Q16E EPS	2,841				
4Q17E EPS	2,062				

Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	24,604	25,834	27,064	28,295	29,525	30,755	31,985	33,215	34,446	35,676
TP by 4Q16E EPS	28,407	29,827	31,247	32,668	34,088	35,508	36,929	38,349	39,769	41,190
TP by 4Q17E EPS	20,621	21,652	22,683	23,714	24,745	25,777	26,808	27,839	28,870	29,901

자료: 한화케미칼 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	7,538.7	6,110.1	5,782.8	7,537.6	6,246.1	5,429.3	0.0%	2.2%	-6.1%
YoY %	-6.4%	-19.0%	-5.4%	-6.4%	-17.1%	-13.1%			
영업이익	373.9	520.0	574.7	373.3	381.8	400.6	-0.2%	-26.6%	-30.3%
YoY %	164.7%	39.1%	10.5%	164.2%	2.3%	4.9%			
EBITDA	814.4	968.6	1,023.3	813.8	830.4	849.2	-0.1%	-14.3%	-17.0%
YoY %	44.5%	18.9%	5.6%	44.4%	2.0%	2.3%			
순이익	256.5	396.9	422.4	256.1	460.0	333.9	-0.1%	15.9%	-20.9%
YoY %	352.1%	54.7%	6.4%	351.4%	79.6%	-27.4%			

자료: 한화케미칼 SK 증권

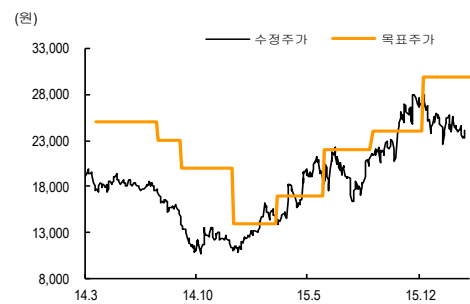
분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	1,545.8	1,536.4	1,516.5	1,511.3	1,622.9	1,654.0	1,526.7	1,442.6	5.0%	7.7%	0.7%	-4.6%
YoY %	-15.8%	-23.5%	-19.6%	-16.3%	-11.7%	-17.7%	-19.1%	-20.1%				
QoQ %	-14.4%	-0.6%	-1.3%	-0.3%	-10.1%	1.9%	-7.7%	-5.5%				
영업이익	140.3	145.8	136.6	97.2	104.4	126.9	96.0	54.5	-25.6%	-13.0%	-29.7%	-44.0%
YoY %	447.1%	55.6%	2.5%	-19.7%	306.9%	35.4%	-28.0%	-54.8%				
QoQ %	15.8%	3.9%	-6.3%	-28.8%	-13.4%	21.6%	-24.3%	-43.3%				
EBITDA	252.5	258.0	248.8	209.4	216.5	239.1	208.2	166.6	-14.2%	-7.3%	-16.3%	-20.4%
YoY %	88.7%	27.8%	1.3%	-10.2%	61.8%	18.4%	-15.2%	-28.4%				
QoQ %	8.2%	2.2%	-3.6%	-15.8%	-6.9%	10.4%	-12.9%	-20.0%				
순이익	105.5	117.0	106.2	68.2	134.0	160.3	111.9	53.8	27.0%	37.0%	5.3%	-21.0%
YoY %	흑전	229.9%	-29.2%	-23.3%	흑전	352.1%	-25.5%	-39.2%				
QoQ %	18.8%	10.8%	-9.2%	-35.8%	51.5%	19.6%	-30.2%	-51.9%				

자료: 한화케미칼 SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.03.28	매수	30,000원
2016.01.05	매수	30,000원
2015.09.30	매수	24,000원
2015.08.17	매수	22,000원
2015.06.29	매수	22,000원
2015.03.29	매수	17,000원
2015.01.06	매수	14,000원
2014.09.29	매수	20,000원
2014.08.14	매수	23,000원
2014.04.18	매수	25,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 28일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,273	5,294	5,188	5,359	5,573
현금및현금성자산	549	864	1,575	1,900	2,259
매출채권및기타채권	1,394	1,757	1,398	1,330	1,266
재고자산	1,873	1,948	1,556	1,483	1,413
비유동자산	8,324	9,178	9,442	9,612	9,756
장기금융자산	208	208	208	208	208
유형자산	6,038	6,162	6,426	6,596	6,740
무형자산	469	504	504	504	504
자산총계	12,597	14,473	14,630	14,971	15,330
유동부채	4,441	6,013	5,729	5,757	5,788
단기금융부채	2,214	2,699	2,799	2,899	2,999
매입채무 및 기타채무	1,626	1,914	1,530	1,457	1,389
단기충당부채	64	65	65	65	65
비유동부채	3,376	3,390	3,390	3,390	3,390
장기금융부채	2,753	2,557	2,557	2,557	2,557
장기매입채무 및 기타채무	14	188	188	188	188
장기충당부채	18	20	20	20	20
부채총계	7,818	9,403	9,119	9,146	9,178
지배주주지분	4,374	4,774	5,216	5,530	5,857
자본금	815	815	815	815	815
자본잉여금	713	827	827	827	827
기타자본구성요소	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,739	2,948	3,389	3,703	4,030
비지배주주지분	405	295	295	295	295
자본총계	4,779	5,069	5,511	5,825	6,152
부채외자본총계	12,597	14,473	14,630	14,971	15,330

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	359	1,413	1,425	934	942
당기순이익(손실)	51	313	466	338	351
비현금성항목등	591	567	511	511	511
유형자산감가상각비	422	441	449	449	449
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(169)	(127)	(63)	(63)	(63)
운전자본감소(증가)	(205)	590	447	84	80
매출채권및기타채권의 감소(증가)	86	(447)	351	66	62
재고자산감소(증가)	(135)	(75)	391	74	70
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(106)	289	(294)	(55)	(52)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(288)	(923)	(712)	(619)	(593)
금융자산감소(증가)	(141)	(124)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(457)	(729)	(712)	(619)	(593)
무형자산감소(증가)	(8)	(24)	0	0	0
기타	318	(47)	0	0	0
재무활동현금흐름	(446)	(35)	(24)	(24)	(24)
단기금융부채증가(감소)	4	(25)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(555)	182	0	0	0
자본의증가(감소)	9	0	0	0	0
배당금의 지급	23	49	24	24	24
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(371)	315	711	325	360
기초현금	920	549	864	1,575	1,900
기말현금	549	864	1,575	1,900	2,259
FCF	126	566	467	224	281

자료 : 한화케미칼, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	8,055	7,538	6,246	5,429	5,200
매출원가	6,777	6,054	4,961	4,244	4,002
매출총이익	1,278	1,483	1,285	1,186	1,198
매출총이익률 (%)	15.9	19.7	20.6	21.8	23.0
판매비와관리비	1,137	1,110	903	785	752
영업이익	141	373	382	401	446
영업이익률 (%)	1.8	5.0	6.1	7.4	8.6
비영업손익	(90)	(35)	215	33	4
순금융비용	37	75	126	132	134
외환관련손익	(27)	(65)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	175	169	281	97	70
세전계속사업이익	51	339	597	434	450
세전계속사업이익률 (%)	0.6	4.5	9.6	8.0	8.7
계속사업법인세	40	82	131	95	99
계속사업이익	11	256	466	338	351
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	11	256	466	338	351
순이익률 (%)	0.1	3.4	7.5	6.2	6.8
지배주주	57	256	460	334	347
지배주주귀속 순이익률(%)	0.7	3.4	7.4	6.2	6.7
비지배주주	(45)	(0)	6	4	4
총포괄이익	(33)	346	466	338	351
지배주주	4	334	460	334	347
비지배주주	(37)	13	6	4	4
EBITDA	563	814	830	849	895

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	2.4	(6.4)	(17.1)	(13.1)	(4.2)
영업이익	44.3	164.2	2.3	4.9	11.3
세전계속사업이익	흑전	565.0	76.4	(27.4)	3.8
EBITDA	15.6	44.4	2.0	2.3	5.4
EPS(계속사업)	509.9	353.2	107.3	(27.4)	3.8
수익성 (%)					
ROE	1.3	5.6	9.2	6.2	6.1
ROA	0.1	1.9	3.2	2.3	2.3
EBITDA마진	7.0	10.8	13.3	15.6	17.2
안정성 (%)					
유동비율	96.2	88.0	90.6	93.1	96.3
부채비율	163.6	185.5	165.5	157.0	149.2
순차입금/자기자본	75.9	70.0	53.3	46.6	39.9
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	349	1,582	3,279	2,380	2,472
BPS	25,652	27,579	35,478	37,716	40,046
CFPS	2,802	4,773	5,321	5,425	5,678
주당 현금배당금	150	150	150	150	150
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	33.8	17.2	7.3	10.1	9.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.5	1.0	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	4.2	5.7	4.5	4.4	4.2
EV/EBITDA(최고)	9.8	9.8	8.3	7.9	4.4
EV/EBITDA(최저)	6.9	12.0	16.4	9.0	7.5

KCC(002380/KS)

1Q16 preview: 계속되는 저유가의 수혜

매수(유지)

T.P 550,000 원(유지)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

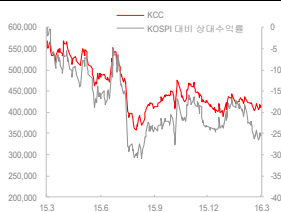
Company Data

자본금	563 억원
발행주식수	1,056 만주
자사주	72 만주
액면가	5,000 원
시가총액	43,387 억원
주요주주	
정몽진(외10)	38.82%
국민연금공단	11.95%
외국인지분률	17.60%
배당수익률	1.90%

Stock Data

주가(16/03/27)	411,000 원
KOSPI	1983.81 pt
52주 Beta	1.22
52주 최고가	568,000 원
52주 최저가	358,000 원
60일 평균 거래대금	106 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.5%	-7.7%
6개월	-0.6%	-2.7%
12개월	-27.8%	-25.6%

1Q OP 는 컨센서스와 부합하는 838 억원으로 추정. 지난 4 분기에 발생했던 1 회성 비용이 소멸되면서 전분기대비로 이익이 증대되었고, 저유가에 따른 건자재 사업부의 강세 기조로 인하여 전년동기대비로도 역시 24% 증대되었음. 연초 이후 글로벌하게 risk asset 의 반등기조를 보이는 와중에 동사는 특유의 안정성 때문에 오히려 주가가 외면되었음. 그러나 불안정한 유가 전망을 감안할 때 이와 같은 안정적 가치는 방어주로 부각 가능함

1Q16 영업이익 838 억원(QoQ +40.9% / YoY +23.8%) 추정

3/26 기준 시장 컨센서스 768 억원을 9.1% 상회하는, 사실상 기대치에 부합하는 수준일 것으로 추정함. 동 수치는 1 회성 비용이 다수 계상되었던 전분기대비 회복되는 것임과 동시에, 전년동기대비로도 또 한 번의 외형성장을 이뤘다는 의미를 부여할 수 있음. 여전히 건축자재가 저유가에서 spread 확대의 수혜를 토대로 실적강세를 이끌고 있음. 또한 도료 역시 저가 원자재 투입이 지속되는 만큼 일정 수준의 마진을 유지하면서 양호한 실적에 기여하는 상황임.

안정성에 주목하자

2015 년 하반기 이후 에너지/화학 업종 내에서는 순수정유/화학의 반등이 눈부시게 나타나고 있음. 특히 연초 이후로는 글로벌하게 risky asset 의 반등이 이어지면서 강세기조가 더욱 부각되는 수준임. 반면 동사는 그와 같은 변동성이 없기 때문에 최근 외면된 주가 양상을 보이고 있음. 그렇지만 세계 경제의 불안정성이 점차 확대되고, 4 월 산유국회의와 미국 FOMC 등에 의해 유가가 재차 하락할 수 있다는 부분에 염두에 둘 필요가 있음. 그럴 경우 저유가 상황에서 안정적인 사업 영역을 영위하고 있고, 또한 투자자산을 대규모로 보유하고 있는 동사의 가치는 방어주로서 충분히 매력적 부각될 수 있음.

목표주가 550,000 원 / 투자 의견 매수 유지

이익추정치의 변동분이 없는 만큼 목표주가와 투자 의견 그대로 유지함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	3,233.0	3,399.8	3,414.3	3,619.1	3,541.9	3,466.3
yoy	%	(0.4)	5.2	0.4	6.0	(2.1)	(2.1)
영업이익	십억원	231.7	273.4	309.4	329.1	319.1	297.5
yoy	%	16.5	18.0	13.2	6.4	(3.0)	(6.8)
EBITDA	십억원	389.1	428.0	468.2	500.2	490.2	468.6
세전이익	십억원	342.4	475.1	249.8	389.1	323.2	302.3
순이익(지배주주)	십억원	247.8	325.7	183.1	305.4	253.7	237.3
발표영업이익률	%	7.2	8.0	9.1	9.1	9.0	8.6
EBITDA%	%	12.0	12.6	13.7	13.8	13.8	13.5
순이익률	%	10.6	14.0	7.3	10.8	9.1	8.7
EPS	원	23,558	30,964	17,345	28,932	24,036	22,479
PER	배	19.9	16.8	24.1	14.2	17.1	18.3
PBR	배	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	13.3	12.3	11.7	10.6	10.7	11.0
ROE	%	5.0	5.8	3.0	5.0	4.0	3.7
순차입금	십억원	265	(194)	1,090	962	883	815
부채비율	%	38.5	38.9	48.4	46.6	45.2	44.1

SOTP Valuation

(단위: 십억원)

1. 영업가치

2016년 EBITDA 추정치	500.2
target multiple	6.5
target value	3,251.1

2. 자산가치

3Q15 기준 현금 및 현금성자산	572.0
3Q15 기준 투자부동산	196.3
3Q15 기준 관계기업/공동투자	332.0
discount	20.0%
target value	880.3

3. 투자유가증권

회사명	보유주식수	종가(3/25)	가치
현대중공업	4,106,330	103,000	423.0
현대자동차	713,000	153,000	109.1
현대모비스	923	249,500	0.2
현대산업개발	1,884,600	45,150	85.1
현대중합상사	2,679,576	23,050	61.8
코엔텍	1,000,000	2,665	2.7
쌍용자동차	1,255	8,170	0.0
한라	3,703,703	4,185	15.5
동양	744	3,385	0.0
남광토건	195	11,200	0.0
웅진홀딩스	1,159	3,110	0.0
삼성물산(舊제일모직)	17,009,518	143,000	2,432.4
한라홀딩스	432,100	54,900	23.7
동부건설	1,692	11,900	0.0
비상장사(장부가)			47.0
target value			3,200.4

4. 총차입금

1,672.5

5. Total target value (1+2+3-4)

5,782.4

target price(원)

537,957

자료: KCC, SK 증권

1Q16 preview

(단위: %, 십억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	770.1	857.9	866.3	920.0	912.1	18.4	(0.9)	825.9	10.4
영업이익	67.7	82.6	99.7	59.4	83.8	23.8	40.9	76.8	9.1
세전이익	86.6	76.2	(24.5)	111.6	96.9	11.9	(13.1)	78.5	23.4
지배순이익	64.5	55.7	(19.7)	82.6	76.1	18.0	(7.9)	62.9	21.0
영업이익률	8.8	9.6	11.5	6.5	9.2	0.4	2.7	9.3	(0.1)
세전이익률	11.2	8.9	(2.8)	12.1	10.6	(0.6)	(1.5)	9.5	1.1
지배주주순이익률	8.4	6.5	(2.3)	9.0	8.3	(0.0)	(0.6)	7.6	0.7

자료: SK 증권 Enguide

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	3,414.3	3,619.1	3,541.9	3,414.3	3,619.1	3,541.9	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	0.4%	6.0%	-2.1%	0.4%	6.0%	-2.1%			
영업이익	309.4	329.1	319.1	309.4	329.1	319.1	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	13.2%	6.4%	-3.0%	13.2%	6.4%	-3.0%			
EBITDA	468.2	500.2	490.2	468.2	500.2	490.2	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	9.4%	6.8%	-2.0%	9.4%	6.8%	-2.0%			
순이익	183.1	305.4	253.7	183.1	305.4	253.7	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	-43.8%	66.8%	-16.9%	-43.8%	66.8%	-16.9%			

자료: 롯데케미칼 SK 증권

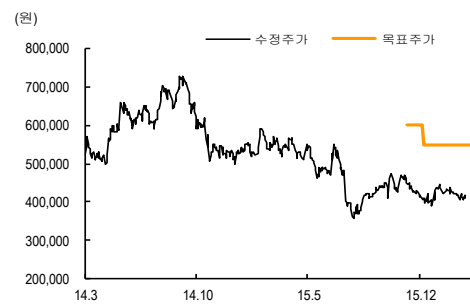
분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	912.1	907.2	902.3	897.5	912.1	907.2	902.3	897.5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	18.4%	5.7%	4.2%	-2.4%	18.4%	5.7%	4.2%	-2.4%				
QoQ %	-0.9%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.9%	-0.5%	-0.5%	-0.5%				
영업이익	83.8	92.5	97.0	55.8	83.8	92.5	97.0	55.8	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	23.8%	12.1%	-2.7%	-6.2%	23.8%	12.1%	-2.7%	-6.2%				
QoQ %	40.9%	10.4%	4.8%	-42.5%	40.9%	10.4%	4.8%	-42.5%				
EBITDA	126.6	135.3	139.7	98.5	126.6	135.3	139.7	98.5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	21.8%	13.1%	-1.9%	-3.6%	21.8%	13.1%	-1.9%	-3.6%				
QoQ %	23.8%	6.9%	3.3%	-29.5%	23.8%	6.9%	3.3%	-29.5%				
순이익	76.1	84.6	89.8	54.9	76.1	84.6	89.8	54.9	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	18.0%	51.9%	흑전	-33.5%	18.0%	51.9%	흑전	-33.5%				
QoQ %	-7.9%	11.3%	6.1%	-38.9%	-7.9%	11.3%	6.1%	-38.9%				

자료: 롯데케미칼 SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.03.28	매수	550,000원
2016.02.11	매수	550,000원
2016.01.05	매수	550,000원
2015.12.03	매수	600,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 3 월 28 일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
비유동자산	2,561	2,260	2,348	2,392	2,426
장기금융자산	745	452	581	660	727
유형자산	890	1,016	991	970	949
무형자산	513	606	591	578	566
유동자산	6,093	6,682	6,800	6,913	7,019
현금및현금성자산	2,949	3,336	3,336	3,336	3,336
매출채권및기타채권	2,563	2,752	2,870	2,982	3,088
재고자산	32	36	36	36	36
자산총계	8,655	8,942	9,149	9,305	9,444
비유동부채	900	1,367	1,356	1,346	1,337
장기금융부채	317	834	834	834	834
장기매입채무 및 기타채무	403	457	446	436	427
장기충당부채	0	0	0	0	0
유동부채	1,525	1,551	1,551	1,551	1,551
단기금융부채	732	840	840	840	840
매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
단기충당부채	11	9	9	9	9
부채총계	2,425	2,918	2,907	2,898	2,888
지배주주지분	6,197	5,993	6,210	6,376	6,525
자본금	56	56	56	56	56
자본잉여금	446	446	446	446	446
기타자본구성요소	(123)	(123)	(123)	(123)	(123)
자기주식	(123)	(123)	(123)	(123)	(123)
이익잉여금	4,274	4,280	4,498	4,663	4,812
비지배주주지분	32	31	31	31	31
자본총계	6,229	6,024	6,242	6,407	6,556
부채외자본총계	8,655	8,942	9,149	9,305	9,444

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	277	162	527	470	453
당기순이익(손실)	327	184	305	254	237
비현금성항목등	142	346	189	189	189
유형자산감가상각비	155	159	171	171	171
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	12	(187)	(18)	(18)	(18)
운전자본감소(증가)	(124)	(192)	32	27	27
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(51)	(127)	24	20	20
재고자산감소(증가)	(36)	(93)	15	13	12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	18	53	(7)	(6)	(5)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	148	31	(23)	(23)	(23)
투자활동현금흐름	(165)	(879)	(290)	(283)	(277)
금융자산감소(증가)	(115)	(562)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(48)	(342)	(290)	(283)	(277)
무형자산감소(증가)	(1)	(4)	0	0	0
기타	(1)	31	0	0	0
재무활동현금흐름	(60)	403	(88)	(88)	(88)
단기금융부채증가(감소)	49	621	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1	(11)	0	0	0
자본의증가(감소)	273	0	0	0	0
배당금의 지급	79	176	88	88	88
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	56	(293)	129	79	68
기초현금	689	745	452	581	660
기말현금	745	452	581	660	727
FCF	149	(353)	170	164	152

자료 : KCC, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	3,400	3,414	3,619	3,542	3,466
매출원가	2,602	2,566	2,745	2,689	2,647
매출총이익	798	849	874	853	820
매출총이익률 (%)	23.5	24.9	24.2	24.1	23.6
판매비와관리비	525	539	545	534	522
영업이익	273	309	329	319	298
영업이익률 (%)	8.0	9.1	9.1	9.0	8.6
비영업손익	202	(60)	60	4	5
순금융비용	180	78	69	13	15
외환관련손익	(18)	(15)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	17	11	20	20	19
세전계속사업이익	475	250	389	323	302
세전계속사업이익률 (%)	14.0	7.3	10.8	9.1	8.7
계속사업법인세	148	66	84	69	65
계속사업이익	327	184	305	254	237
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	327	184	305	254	237
순이익률 (%)	9.6	5.4	8.4	7.2	6.8
지배주주	326	183	305	254	237
	9.6	5.4	8.4	7.2	6.8
	1	1	0	0	0
	1,215	(29)	305	254	237
지배주주귀속 순이익률(%)	1,215	(28)	305	254	237
비지배주주	1	(1)	0	0	0
총포괄이익	428	468	500	490	469

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	5.2	0.4	6.0	(2.1)	(2.1)
영업이익	18.0	13.2	6.4	(3.0)	(6.8)
세전계속사업이익	38.8	(47.4)	55.7	(16.9)	(6.5)
EBITDA	10.0	9.4	6.8	(2.0)	(4.4)
EPS(계속사업)	31.4	(44.0)	66.8	(16.9)	(6.5)
수익성 (%)					
ROE	5.8	3.0	5.0	4.0	3.7
ROA	4.2	2.1	3.4	2.8	2.5
EBITDA마진	12.6	13.7	13.8	13.8	13.5
안정성 (%)					
유동비율	284.5	165.3	173.2	177.6	181.4
부채비율	38.9	48.4	46.6	45.2	44.1
순차입금/자기자본	(3.1)	18.1	15.4	13.8	12.4
EBITDA/이자비용(배)	0.3	0.1	0.2	(0.1)	(0.1)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	30,964	17,345	28,932	24,036	22,479
BPS	653,978	622,737	643,317	659,001	673,127
CFPS	32,569	36,950	40,678	39,935	38,332
주당 현금배당금	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
Valuation지표 (배)					
PER 최고	16.8	24.1	14.2	17.1	18.3
최저					
PBR 최고	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
최저					
PCR	16.0	11.3	10.1	10.3	10.7
EV/EBITDA 최고	12.3	11.7	10.6	10.7	11.0
최저					

OCI(010060/KS)

1Q16 preview: 폴리실리콘 회복은 아직

매수(유지)

T.P 100,000 원(상향)

Analyst

손자우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	1,272 억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	21,870 억원

주요주주

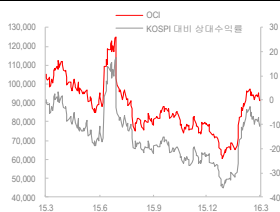
이수영(외27)	30.08%
국민연금공단	6.19%

외국인지분률	14.50%
배당수익률	

Stock Data

주가(16/03/27)	91,700 원
KOSPI	1983.81 pt
52주 Beta	1.54
52주 최고가	125,000 원
52주 최저가	60,500 원
60일 평균 거래대금	162 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.2%	-1.1%
6개월	13.2%	10.9%
12개월	-12.7%	-10.1%

1Q OP 는 컨센을 상회하는 203 억원으로 추정. 전분기대비 이익이 개선될 수 있었던 것은 ① 4Q 약 -340 억원의 1 회성 손실분이 소멸되었고, ② 폴리실리콘 가격이 소폭 상승하면서 적자폭을 줄여 주었으며, ③ 알라모 7 매각대금이 반영되었기 때문임. 영업 외에서는 머티리얼즈 매각차익 3 천억원 이상도 반영될 것임. 다만 이익 가시성을 높이기 위해서는 태양광 시황 회복이 우선되어야 함. 현재로서는 단기간 내 회복 가능성 제한적임

1Q16 영업이익 203 억원(QoQ 흑전 / YoY -29.9%) 추정

3/26 기준 시장 컨센서스 21 억원을 855.0% 상회하는 실적을 시현할 것으로 추정함. 다만 이익의 기저가 워낙 낮은 상황이기 때문에 전체적으로 좋지 못한 영업상황이 이어진다고 결론 내릴 수 있음. 지난 4 분기에는 채고자산평가손실 및 퇴직위로금 등 1 회성 비용이 -340 억원 가량 발생했었는데, 금번 분기에는 이런 부분이 자연스럽게 소멸되면서 실적이 회복되는 부분이 있음. 다만 폴리실리콘(베이직케미칼) 사업부는 여전히 흑자전환이 어려울 것으로 추정함. 비수기를 지나간 석탄화학 사업부 역시 흑자전환은 하겠지만 그 폭이 미미할 것임. 금번 분기 기대 이상의 이익이 나올 수 있었던 것은 알라모 7(106MW)의 매각대금이 반영되었기 때문임. 또한 영업 외에서 머티리얼즈 매각차익 3 천억원 이상도 반영될 것으로 추정함.

대차대조표보다는 손익계산서가 문제

폴리실리콘 업황의 부진이 장기화되고 있고 이로 인해서 글로벌 태양광 업체의 부도 위기설이 끊임없이 제기되고 있음. 그러나 리소시스/머티리얼즈 매각으로 대규모 현금을 확보한 동사는, 폴리실리콘 top-tier 의 기술력까지 보유하고 있는 만큼 그런 문제에서는 어느 정도 안정적인. 다만 주력사업인 폴리실리콘의 가격이 지속 약세인 상황에서는 이익 확보가 쉽지 않기 때문에 지속적인 이익창출흐름에는 의문감이 들 수밖에 없음. 2 분기 이후로는 새만큼 발전소의 이익이 계상되기 때문에 어느 정도 숨통은 틀 수 있겠지만, 결국 태양광의 이익회복이 나타날 수 있는냐가 최대 관건임. 단 단기간에서는 그런 일이 벌어질 가능성은 그다지 높지 않아 보임.

목표주가 85,000 원 → 100,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

머티리얼즈 매각차익의 반영과 최근 폴리실리콘 가격 상승분을 반영하여 목표주가를 소폭 상향 조정함. 다만 태양광 수요약세는 여전하기 때문에 상승여력은 제한적일 것.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	2,955.5	3,139.7	2,310.6	2,144.8	2,269.6	2,276.6
yoy	%	(82)	62	(264)	(72)	5.8	0.3
영업이익	십억원	(106.2)	45.9	(157.8)	91.4	288.1	377.7
yoy	%	적전	흑전	적전	흑	215.2	31.1
EBITDA	십억원	422.1	572.1	190.1	341.5	504.1	559.7
세전이익	십억원	(183.0)	49.2	(258.0)	130.6	269.4	344.7
순이익(지배주주)	십억원	(327.7)	(19.9)	(122.9)	103.2	212.8	272.4
영업이익률%	%	(3.6)	1.5	(6.8)	4.3	12.7	16.6
EBITDA%	%	14.3	18.2	8.2	15.9	22.2	24.6
순이익률	%	(11.1)	(0.6)	(5.3)	4.8	9.4	12.0
EPS	원	(13,741)	(835)	(5,154)	4,325	8,923	11,420
PER	배	(13.9)	(94.1)	(20.1)	21.2	10.3	8.0
PBR	배	1.9	0.8	1.1	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	15.1	7.1	21.2	10.9	7.9	7.0
ROE	%	(10.9)	(0.7)	(4.5)	3.6	6.7	7.9
순차입금	십억원	1,804	2,170	1,559	1,535	1,804	1,751
부채비율	%	123.1	127.9	150.1	133.7	127.8	119.3

1Q16 preview

(단위: %, 십억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	775.5	668.5	333.2	533.4	551.0	(29.0)	3.3	693.3	(20.5)
영업이익	28.9	(15.9)	(93.7)	(77.1)	20.3	(29.9)	(126.3)	2.1	855.0
세전이익	1.6	(13.7)	(125.6)	(120.3)	34.1	2,023.6	(128.3)	42.5	(19.8)
지배순이익	(9.2)	5.0	(23.7)	(95.0)	26.9	(393.8)	(128.3)	116.4	(76.9)
영업이익률	3.7	(2.4)	(28.1)	(14.5)	3.7	(0.1)	18.1	0.3	3.4
세전이익률	0.2	(2.1)	(37.7)	(22.6)	6.2	6.0	28.7	6.1	0.1
지배주주순이익률	(1.2)	0.7	(7.1)	(17.8)	4.9	6.1	22.7	16.8	(11.9)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

ROE(지배주주지분) Target Price Calculation							
항목			2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	6.7%	ROE(지배주주지분)	-4.5%	3.4%	6.5%	7.7%	9.1%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.33	0.33	0.33	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	6.7%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						

Target P/B	0.86						
4Q16E BPS(지배주주지분)	112,912						
Target Price	96,651						

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
EPS(지배주주지분)	(5,154)	4,325	8,923	11,420	14,750
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	7,706				
4Q16E EPS	4,325				
4Q17E EPS	8,923				

Multiple	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0
TP by weighted EPS	69,357	77,063	84,769	92,475	100,182	107,888	115,594	123,301	131,007	138,713
TP by 4Q16E EPS	38,929	43,254	47,579	51,905	56,230	60,556	64,881	69,206	73,532	77,857
TP by 4Q17E EPS	80,309	89,232	98,155	107,079	116,002	124,925	133,848	142,771	151,695	160,618

자료: OCI, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	2,351.4	2,252.4	2,360.5	2,310.6	2,144.8	2,269.6	-1.7%	-4.8%	-3.9%
YoY %	-25.1%	-4.2%	4.8%	-26.4%	-7.2%	5.8%			
영업이익	(109.3)	135.5	286.5	(157.8)	91.4	288.1	44.3%	-32.6%	0.5%
YoY %	적전	흑전	111.5%	적전	흑전	215.2%			
EBITDA	250.1	436.1	553.0	190.1	341.5	504.1	-24.0%	-21.7%	-8.8%
YoY %	-56.3%	74.3%	26.8%	-66.8%	79.7%	47.6%			
순이익	(80.6)	100.2	195.5	(122.9)	103.2	212.8	52.4%	2.9%	8.8%
YoY %	적지	흑전	95.1%	적지	흑전	106.3%			

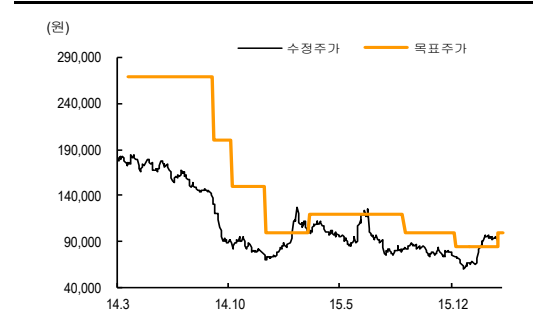
자료: OCI, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	528.1	556.6	574.6	593.1	551.0	507.0	525.7	561.2	4.3%	-8.9%	-8.5%	-5.4%
YoY %	-31.9%	-16.7%	72.4%	3.3%	-29.0%	-24.2%	57.8%	5.2%				
QoQ %	-8.0%	5.4%	3.2%	3.2%	3.3%	-8.0%	3.7%	6.7%				
영업이익	0.6	34.1	44.1	56.7	20.3	8.1	12.7	50.4	3093.4%	-76.3%	-71.3%	-11.2%
YoY %	-97.8%	흑전	흑전	흑전	-29.9%	흑전	흑전	흑전				
QoQ %	흑전	5269.8%	29.4%	28.8%	흑전	-60.2%	57.0%	298.1%				
EBITDA	75.8	109.2	119.2	131.9	82.8	70.6	75.2	112.9	9.3%	-35.3%	-36.9%	-14.4%
YoY %	-36.7%	43.2%	흑전	141.7%	-30.9%	-7.4%	흑전	흑전				
QoQ %	38.9%	44.1%	9.2%	10.6%	흑전	-14.7%	6.5%	50.2%				
순이익	(0.2)	26.2	32.7	41.5	26.9	14.7	15.9	45.6	-12800%	-43.8%	-51.4%	9.9%
YoY %	적지	427.3%	흑전	흑전	흑전	196.5%	흑전	흑전				
QoQ %	적지	흑전	25.0%	26.8%	흑전	-45.3%	8.0%	186.8%				

자료: OCI, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.03.28	매수	100,000원
	2016.01.05	매수	85,000원
	2015.10.28	매수	100,000원
	2015.09.30	매수	100,000원
	2015.06.29	매수	120,000원
	2015.04.30	매수	120,000원
	2015.03.29	매수	120,000원
	2015.02.10	매수	100,000원
	2015.01.06	매수	100,000원
	2014.11.02	매수	150,000원
	2014.09.29	매수	200,000원
	2014.04.24	매수	270,000원
	2014.04.18	매수	270,000원



Compliance Notice

- 작성자(손자우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 28일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,886	2,975	3,058	2,855	2,613
현금및현금성자산	518	580	604	335	388
매출채권및기타채권	658	467	492	520	398
재고자산	553	487	512	541	369
비유동자산	5,533	5,029	5,422	5,887	6,388
장기금융자산	15	70	70	70	70
유형자산	4,869	4,380	4,773	5,238	5,739
무형자산	144	74	74	74	74
자산총계	7,419	8,004	8,480	8,742	9,001
유동부채	1,823	2,500	2,548	2,601	2,593
단기금융부채	985	855	855	855	855
매입채무 및 기타채무	737	918	965	1,019	1,010
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,341	2,303	2,303	2,303	2,303
장기금융부채	1,759	1,847	1,847	1,847	1,847
장기매입채무 및 기타채무	14	34	34	34	34
장기충당부채	7	2	2	2	2
부채총계	4,163	4,803	4,851	4,905	4,896
지배주주지분	2,787	2,667	3,096	3,304	3,571
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	790	790	790	790	790
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,884	1,751	2,179	2,387	2,655
비지배주주지분	469	533	533	533	533
자본총계	3,255	3,201	3,629	3,837	4,105
부채와자본총계	7,419	8,004	8,480	8,742	9,001

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	171	268	674	414	776
당기순이익(손실)	42	(58)	433	213	272
비현금성항목등	632	408	280	246	212
유형자산감가상각비	526	348	250	216	182
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(106)	(60)	(30)	(30)	(30)
운전자본감소(증가)	(294)	(12)	(39)	(44)	292
매출채권및기타채권의 감소(증가)	38	229	(22)	(25)	122
재고자산감소(증가)	(116)	66	(25)	(29)	172
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	5	8	9	(1)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	7	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(343)	(588)	(643)	(681)	(683)
금융자산감소(증가)	174	(3)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(685)	(822)	(643)	(681)	(683)
무형자산감소(증가)	(3)	(11)	0	0	0
기타	171	248	0	0	0
재무활동현금흐름	336	264	(5)	(5)	(5)
단기금융부채증가(감소)	(305)	(223)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	690	511	0	0	0
자본의증가(감소)	13	0	0	0	0
배당금의 지급	59	62	5	5	5
기타	0	(78)	0	0	0
현금의 증가(감소)	166	62	24	(269)	53
기초현금	352	518	580	604	335
기말현금	518	580	604	335	388
FCF	(265)	(112)	(332)	(250)	84

자료 : OCI, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	3,140	2,311	2,145	2,270	2,277
매출원가	2,652	2,348	2,221	2,159	2,077
매출총이익	487	(37)	(77)	110	199
매출총이익률 (%)	15.5	(1.6)	(3.6)	4.9	8.8
판매비와관리비	441	121	(168)	(178)	(178)
영업이익	46	(158)	91	288	378
영업이익률 (%)	1.5	(6.8)	4.3	12.7	16.6
비영업손익	3	(100)	39	(19)	(33)
순금융비용	37	22	115	53	34
외환관련손익	(1)	12	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	72	16	27	40	45
세전계속사업이익	49	(258)	131	269	345
세전계속사업이익률 (%)	1.6	(11.2)	6.1	11.9	15.1
계속사업법인세	7	(55)	27	57	72
계속사업이익	42	(203)	103	213	272
중단사업이익	0	145	(330)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	42	(58)	433	213	272
순이익률 (%)	1.3	(2.5)	20.2	9.4	12.0
지배주주	(20)	(123)	103	213	272
지배주주귀속 순이익률(%)	(0.6)	(5.3)	4.8	9.4	12.0
비지배주주	62	65	0	0	0
총포괄이익	30	(13)	433	213	272
지배주주	(41)	(94)	433	213	272
비지배주주	71	81	0	0	0
EBITDA	572	190	342	504	560

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	6.2	(26.4)	(7.2)	5.8	0.3
영업이익	흑전	적전	흑전	215.2	31.1
세전계속사업이익	흑전	적전	흑전	106.3	28.0
EBITDA	35.5	(66.8)	79.7	47.6	11.0
EPS(계속사업)	흑전	적전	흑전	106.3	28.0
수익성 (%)					
ROE	(0.7)	(4.5)	3.6	6.7	7.9
ROA	0.6	(0.8)	5.3	2.5	3.1
EBITDA마진	18.2	8.2	15.9	22.2	24.6
안정성 (%)					
유동비율	103.5	119.0	120.0	109.7	100.8
부채비율	127.9	150.1	133.7	127.8	119.3
순차입금/자기자본	66.7	48.7	42.3	47.0	42.7
EBITDA/이자비용(배)	0.3	(0.4)	0.8	0.4	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(835)	(5,154)	4,325	8,923	11,420
BPS	97,153	94,950	112,912	121,635	132,855
CFPS	23,719	17,932	13,516	18,601	20,142
주당 현금배당금	200	2,000	3,000	3,000	3,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(94.1)	(20.1)	21.2	10.3	8.0
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	1.1	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)					
PCR	3.3	5.8	6.8	4.9	4.6
EV/EBITDA(최고)	7.1	21.2	10.9	7.9	7.0
EV/EBITDA(최저)	4.2	3.5	6.5	3.7	1.5

SKC(011790/KS)

1Q16 preview: 큰 무리 없는 실적

매수(유지)

T.P 43,000 원(유지)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

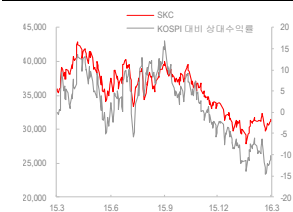
Company Data

자본금	1,839 억원
발행주식수	3,683 만주
자사주	29 만주
액면가	5,000 원
시가총액	11,566 억원
주요주주	
SK(주)(외11)	44.13%
국민연금공단	13.05%
외국인지분률	12.10%
배당수익률	2.40%

Stock Data

주가(16/03/27)	31,400 원
KOSPI	1983.81 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	42,900 원
52주 최저가	27,800 원
60일 평균 거래대금	50 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.1%	-4.4%
6개월	-21.5%	-23.1%
12개월	-12.8%	-10.2%

OP는 컨센스를 -9.6% 하회하는 484 억원으로 추정. 정유화학 업종 대다수가 전년동기대비 2 배 전후로 이익이 늘어났음에도 동사의 경우 감소가 발생하는 것은, ① 전통적 비수기, ② PPG 사업부의 MCNS로 이관, ③ 조업일수 부족 때문인 것으로 추정함. 지난해 하반기 이후 화학업종 내 상대적 주가 약세가 나타났던 것은 모멘텀/성장동력 부재 때문인데, 유가하락 가능성이 가시화될 경우 동사의 실적 안정성은 오히려 매력으로 부각될 것

1Q16 영업이익 484 억원(QoQ +13.1% / YoY -21.1%) 추정

3/26 기준 시장 컨센서스 536 억원 대비 -9.6% 하회하는 실적을 시현할 것으로 추정함. 전년동기대비로는 상승한 수치이지만, 동종업계 정유화학 업종 대다수가 전년동기대비 2 배 전후로 이익이 늘어나는 수준 대비로 본다면 상대적 약세에 해당하는 수준이라 평할 수 있음. 화학은 PO 가격이 견조한 흐름을 보였지만 짧았던 조업일수와 PPG 사업부의 MCNS 이전효과, 그리고 전통적 비수기로 인해 전년동기대비 축소 양상이 나타날 수밖에 없었음. 필름 역시 여전히 이어지는 공급과잉과 비수기 효과 탓에 별다른 이익기여를 하지 못했음

안정적 실적이라는 장점은 여전

지난 해 하반기 이후 순수 정유/화학 업종의 급반등세가 나온 것에 반해 동사의 주가는 약세를 면치 못했는데, 이익흐름이 안정적인 기업인 만큼 상대적으로 저점에서 상승시의 모멘텀이 약할 수밖에 없었기 때문인 것으로 판단함. 또한 차세대 성장여력으로 주목 받았던 반도체 소재에 대한 기대감이 냉랭해진 측면 또한 있었음. 그렇지만 최근 전 세계 risky asset의 상승을 주도했던 유가 급반등의 흐름이, 4 월로 예정된 두 가지의 빅 이벤트(산유국회의, 미국 FOMC)에 의해서 또다시 변할 수 있는 만큼 동사가 지닌 안정성은 이제 반대로 주목 받을 수도 있을 것으로 판단함.

목표주가 43,000 원 / 투자 의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자 의견 그대로 유지함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	2,641.4	2,802.2	2,565.5	2,134.2	2,026.3	1,933.0
yoy	%	0.5	6.1	(8.4)	(16.8)	(5.1)	(4.6)
영업이익	십억원	124.0	152.4	218.1	201.9	208.5	211.7
yoy	%	(14.3)	22.9	43.1	(7.4)	3.3	1.5
EBITDA	십억원	245.1	289.2	359.5	338.3	345.0	348.1
세전이익	십억원	48.0	71.9	368.2	157.3	173.7	178.2
순이익(지배주주)	십억원	56.8	69.5	242.4	123.2	136.1	139.6
영업이익률%	%	4.7	5.4	8.5	9.5	10.3	11.0
EBITDA%	%	9.3	10.3	14.0	15.9	17.0	18.0
순이익률	%	1.8	2.6	14.4	7.4	8.6	9.2
EPS	원	1,568	1,912	6,588	3,403	3,759	3,855
PER	배	19.5	13.9	5.1	9.2	8.4	8.1
PBR	배	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	10.7	8.5	7.3	6.7	6.0	3.3
ROE	%	4.9	5.8	18.6	8.5	8.8	8.4
순차입금	십억원	1,505	1,484	1,386	1,118	921	691
부채비율	%	197.5	183.4	144.1	132.5	123.9	115.3

1Q16 preview

(단위, %, 십억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	701.0	632.4	631.7	600.3	567.4	(19.1)	(5.5)	620.6	(8.6)
영업이익	61.4	59.3	54.6	42.8	48.4	(21.1)	13.1	53.6	(9.6)
세전이익	37.5	38.0	301.2	(8.5)	35.1	(6.3)	(511.1)	40.9	(14.0)
지배순이익	22.7	26.2	223.8	(30.3)	27.5	21.1	(191.0)	32.2	(14.5)
영업이익률	8.8	9.4	8.7	7.1	8.5	(0.2)	1.4	8.6	(0.1)
세전이익률	5.3	6.0	47.7	(1.4)	6.2	0.8	7.6	6.6	(0.4)
지배주순이익률	3.2	4.1	35.4	(5.0)	4.9	1.6	9.9	5.2	(0.3)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	8.1%	18.6%	8.3%	8.5%	8.1%	8.1%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE				
Risk Free Rate	2.0%	8.1%				
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.11					
4Q16E BPS(지배주주지분)	38,920					
Target Price	43,389					

자료: SKC, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
EPS(지배주주지분)	6,588	3,349	3,699	3,794	4,088
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,582				
4Q16E EPS	3,349				
4Q17E EPS	3,699				

Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	35,818	37,609	39,400	41,191	42,982	44,773	46,564	48,355	50,146	51,937
TP by 4Q16E EPS	33,489	35,163	36,837	38,512	40,186	41,861	43,535	45,210	46,884	48,558
TP by 4Q17E EPS	36,992	38,842	40,692	42,541	44,391	46,240	48,090	49,940	51,789	53,639

자료: SKC, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	2,565.5	2,202.5	2,145.6	2,565.5	2,134.2	2,026.3	0.0%	-3.1%	-5.6%
YoY %	(8.4)	(14.1)	(2.6)	(8.4)	(16.8)	(5.1)			
영업이익	218.1	194.7	212.9	218.1	201.9	208.5	0.0%	3.7%	-2.0%
YoY %	43.1	(10.7)	9.3	43.1	(7.4)	3.3			
EBITDA	359.5	331.2	349.3	359.5	338.3	345.0	0.0%	2.2%	-1.2%
YoY %	24.3	(7.9)	5.5	24.3	(5.9)	2.0			
순이익	242.4	116.3	138.0	242.4	123.2	136.1	0.0%	6.0%	-1.3%
YoY %	248.9	(52.0)	18.6	248.9	(49.2)	10.5			

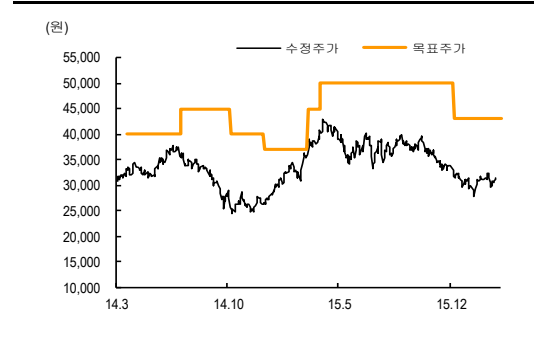
자료: SKC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	575.9	543.1	547.1	536.5	567.4	535.5	527.9	503.4	-1.5%	-1.4%	-3.5%	-6.2%
YoY %	(17.9)	(14.1)	(13.4)	(10.6)	(19.1)	(15.3)	(16.4)	(16.1)				
QoQ %	(4.1)	(5.7)	0.7	(1.9)	(5.5)	(5.6)	(1.4)	(4.6)				
영업이익	49.6	50.3	50.3	44.5	48.4	53.8	55.3	44.4	-2.4%	7.0%	9.8%	-0.3%
YoY %	(19.1)	(15.2)	(7.9)	4.0	(21.1)	(9.2)	1.1	3.8				
QoQ %	15.9	1.3	0.1	(11.5)	13.1	11.1	2.7	(19.6)				
EBITDA	83.7	84.4	84.4	78.6	82.5	87.9	89.4	78.5	-1.4%	4.2%	5.8%	-0.1%
YoY %	(14.2)	(12.2)	(4.9)	2.2	(15.5)	(8.6)	0.7	2.1				
QoQ %	8.9	0.8	0.1	(6.9)	7.3	6.5	1.7	(12.1)				
순이익	28.4	30.1	30.9	26.9	27.5	33.1	35.2	27.3	-3.0%	9.8%	14.0%	1.8%
YoY %	24.8	15.2	(86.2)	#VALUE!	21.1	26.5	(84.3)	#VALUE!				
QoQ %	#VALUE!	6.1	2.6	(13.2)	#VALUE!	20.2	6.5	(22.4)				

자료: SKC, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.03.28	매수	43,000원
	2016.02.11	매수	43,000원
	2016.01.05	매수	43,000원
	2015.10.28	매수	50,000원
	2015.09.30	매수	50,000원
	2015.08.07	매수	50,000원
	2015.06.29	매수	50,000원
	2015.04.23	매수	50,000원
	2015.03.29	매수	45,000원
	2015.02.12	매수	37,000원
	2015.01.06	매수	37,000원
	2014.11.01	매수	40,000원
	2014.09.29	매수	45,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 3월 28 현재 SK와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 28일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
유동자산	941	774	915	1,115	1,307
현금및현금성자산	52	(10)	258	455	685
매출채권및기타채권	310	426	354	355	334
재고자산	326	293	246	247	233
비유동자산	2,746	2,956	2,875	2,790	2,703
장기금융자산	26	28	28	28	28
유형자산	2,213	2,112	2,030	1,946	1,859
무형자산	175	149	149	149	149
자산총계	3,687	3,730	3,790	3,905	4,010
유동부채	1,333	1,200	1,158	1,159	1,146
단기금융부채	819	812	812	812	812
매입채무 및 기타채무	398	265	222	223	210
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	1,053	1,002	1,002	1,002	1,002
장기금융부채	893	804	804	804	804
장기매입채무 및 기타채무	69	22	22	22	22
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,386	2,202	2,160	2,161	2,148
지배주주지분	1,217	1,393	1,495	1,610	1,728
자본금	182	184	184	184	184
자본잉여금	157	124	124	124	124
기타자본구성요소	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	884	1,087	1,189	1,303	1,421
비지배주주지분	84	135	135	135	135
자본총계	1,301	1,528	1,630	1,744	1,862
부채와자본총계	3,687	3,730	3,790	3,905	4,010

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	190	119	678	609	638
당기순이익(손실)	43	237	122	135	138
비현금성항목등	246	147	476	476	476
유형자산감가상각비	137	141	136	136	136
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(109)	(6)	(339)	(339)	(339)
운전자본감소(증가)	(39)	(183)	80	(2)	24
매출채권및기타채권의 감소(증가)	77	(82)	64	(2)	19
재고자산감소(증가)	(1)	32	47	(1)	14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(103)	(93)	(32)	1	(10)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	29	189	320	320	320
투자활동현금흐름	(84)	(106)	(55)	(52)	(50)
금융자산감소(증가)	11	(12)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(123)	(66)	(55)	(52)	(50)
무형자산감소(증가)	(12)	(6)	0	0	0
기타	39	(22)	0	0	0
재무활동현금흐름	(77)	28	(20)	(20)	(20)
단기금융부채증가(감소)	(228)	(104)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	164	161	0	0	0
자본의증가(감소)	11	0	0	0	0
배당금의 지급	18	43	20	20	20
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	29	(62)	268	197	230
기초현금	23	52	(10)	258	455
기말현금	52	(10)	258	455	685
FCF	(38)	389	322	244	276

자료 : SKC, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	2,802	2,565	2,134	2,026	1,933
매출원가	2,361	2,070	1,706	1,603	1,516
매출총이익	441	496	428	423	417
매출총이익률 (%)	15.7	19.3	20.1	20.9	21.5
판매비와관리비	289	278	226	215	205
영업이익	152	218	202	209	212
영업이익률 (%)	5.4	8.5	9.5	10.3	11.0
비영업손익	(81)	150	(45)	(35)	(34)
순금융비용	7	5	14	23	24
외환관련손익	(0)	(4)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	2	(14)	7	7	7
세전계속사업이익	72	368	157	174	178
세전계속사업이익률 (%)	2.6	14.4	7.4	8.6	9.2
계속사업법인세	29	131	35	39	40
계속사업이익	43	237	122	135	138
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	43	237	122	135	138
순이익률 (%)	1.5	9.3	5.7	6.6	7.1
지배주주	69	242	123	136	140
지배주주귀속 순이익률(%)	2.5	9.4	5.8	6.7	7.2
비지배주주	(26)	(5)	(1)	(1)	(2)
총포괄이익	23	263	122	135	138
지배주주	49	267	123	136	140
비지배주주	(26)	(4)	(1)	(1)	(2)
EBITDA	289	359	338	345	348

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	6.1	(8.4)	(16.8)	(5.1)	(4.6)
영업이익	22.9	43.1	(7.4)	3.3	1.5
세전계속사업이익	49.8	412.3	(57.3)	10.5	2.6
EBITDA	18.0	24.3	(5.9)	2.0	0.9
EPS(계속사업)	22.0	244.6	(48.4)	10.5	2.6
수익성 (%)					
ROE	5.8	18.6	8.5	8.8	8.4
ROA	1.2	6.4	3.2	3.5	3.5
EBITDA마진	10.3	14.0	15.9	17.0	18.0
안정성 (%)					
유동비율	70.6	64.5	79.0	96.2	114.1
부채비율	183.4	144.1	132.5	123.9	115.3
순차입금/자기자본	114.0	90.7	68.6	52.8	37.1
EBITDA/이자비용(배)	0.2	0.4	(0.1)	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,912	6,588	3,403	3,759	3,855
BPS	29,559	36,154	39,546	42,709	45,968
CFPS	6,291	11,003	8,088	8,230	8,298
주당 현금배당금	550	550	550	550	550
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.9	5.1	9.2	8.4	8.1
PER(최저)					
PBR(최고)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
PBR(최저)					
PCR	4.2	3.1	3.9	3.8	3.8
EV/EBITDA(최고)	8.5	7.3	6.7	6.0	3.3
EV/EBITDA(최저)	5.0	8.3	10.9	7.3	7.1

국도화학(007690/KS)

1Q16 preview: 또 한 번의 증설, 계속되는 호실적

매수(유지)

T.P 100,000 원(유지)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

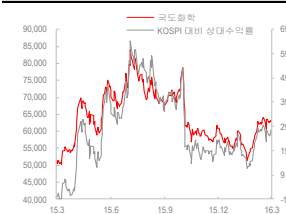
Company Data

자본금	291 억원
발행주식수	581 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,678 억원
주요주주	
뉴서울화학(외2)	22.90%
신일제철화학	22.38%
외국인지분률	35.00%
배당수익률	2.40%

Stock Data

주가(16/03/27)	63,300 원
KOSPI	1983.81 pt
52주 Beta	1.01
52주 최고가	84,000 원
52주 최저가	50,300 원
60일 평균 거래대금	12 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.1%	5.6%
6개월	-6.4%	-8.3%
12개월	23.6%	27.3%

1Q OP 는 컨센스에 부합하는 175 억원으로 추정. 사상 최대 실적을 시현하였던 지난 해의 호실적 기조가 이어지고 있는 것인데, 예폭시 spread 의 소폭 확대도 있었지만 증설을 토대로 지속적인 물량확대를 이뤄가는 부분이 가장 긍정적임. 현재로서는 실적과 재무의 안정성 + 계속되는 외형 성장 + 배당 매력을 모두 기대할 수 있음. 2 분기 역시 성수기에 진입하는 만큼 호실적 예상되며 추정치 상향 가능성도 있음. 중소형 최선호주 의견 유지

1Q16 영업이익 175 억원(QoQ +11.0% / YoY +0.7%) 추정

3/26 기준 시장 컨센서스 163 억원을 7.5% 상회하는 기대만큼의 호실적을 시현할 것으로 추정함. 전분기대비 상승한 수치임과 동시에, 사상최대 이익을 시현했던 2015 년의 실적호조 기세가 그대로 이어지는 분위기를 확인할 수 있음. 1 분기 중 원재료 BPA 와 ECH 의 하락으로 인하여 예폭시 spread 가 소폭 확대됨과 동시에, 물량 증대가 전분기대비 약 20% 가량 증대된 것이 긍정적으로 작용하였음. 동사는 금번분기 중(2 월) 익산공장에 추가 6 만톤/년 설비증설을 완료하였는데, 확대된 capacity 를 토대로 기존 Dow Chemical 의 예폭시 사업부(현재 Olin 으로 매각된 상황)가 지닌 시장을 순차적으로 가져오면서 물량증대에 성공한 것으로 판단됨.

실적과 재무의 안정성 + 계속되는 외형성장 + 배당매력

글로벌 경기 둔화추세가 깊어지면서 리스크에 우려가 불거질 수 있는 상황인데, 15 년 영업이익 780 억원, 16 년 추정치 726 억원으로 판단되는 이익 안정성은 높게 평가할 만함. 특히 단순한 spread 확대에 그치지 않고 지속적으로 외형성장을 추구하면서 이익의 규모를 늘려가는 것이기 때문에 차후 추가성장에도 기대감도 충분히 가질 수 있음. 근본적으로 글로벌 예폭시 시장에서 메이저업체로서 꾸준히 자리매김한다는 것이 긍정적인 상황임. 2016 년 기준으로는 부채비율 50% 이하, 순현금 구조에 진입할 것으로 추정될 정도로 재무 역시 안정적임. 지난 해에는 이익성장에 걸맞게 주당 배당금도 1,500 원으로 확대(기존 1,000 원)하였기 때문에 배당에 대한 매력도도 충분함

목표주가 100,000 원 / 업종 내 중소형 최선호주 의견 유지

2 분기에도 성수기에 진입하는 만큼 실적 가시성은 여전히 높을 것으로 판단함. 오히려 물량증대를 지속 성공시킬 경우 추정치의 추가 상향 가능성도 타진할 수 있음. 추정치 대비 PER 은 7 배 수준에 불과해 투자매력은 여전히 크게 높음.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	911.9	978.0	1,011.8	808.2	652.4	670.8
yoy	%	8.4	7.2	3.5	(20.1)	(19.3)	2.8
영업이익	십억원	40.6	31.5	78.0	72.6	71.8	72.0
yoy	%	0.0	(22.2)	147.1	(6.9)	(1.1)	0.3
EBITDA	십억원	52.0	44.7	91.9	86.7	85.9	86.0
세전이익	십억원	40.8	29.1	75.1	67.5	67.1	67.4
순이익(지배주주)	십억원	31.0	20.3	56.2	51.9	51.5	51.8
영업이익률%	%	4.4	3.2	7.7	9.0	11.0	10.7
EBITDA%	%	5.7	4.6	9.1	10.7	13.2	12.8
순이익률	%	4.5	3.0	7.4	8.4	10.3	10.0
EPS	원	5,335	3,495	9,666	8,932	8,868	8,915
PER	배	10.4	11.8	6.1	7.1	7.1	7.1
PBR	배	0.9	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	6.6	6.2	4.0	3.1	2.6	4.3
ROE	%	9.1	5.6	14.3	11.8	10.6	9.7
순차입금	십억원	23	38	21	(97)	(141)	(187)
부채비율	%	62.8	68.2	65.2	51.3	47.0	43.3

1Q16 preview

(단위, %, 십억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,799.6	3,178.6	3,034.7	2,700.4	2,754.9	(1.6)	2.0	2,753.6	0.0
영업이익	178.0	639.8	484.5	308.9	505.5	184.0	63.6	421.2	20.0
세전이익	166.8	625.6	388.9	241.1	500.5	200.1	107.6	412.2	21.4
지배순이익	120.7	460.2	240.1	171.2	390.4	223.3	128.1	305.8	27.7
영업이익률	6.4	20.1	16.0	11.4	18.3	12.0	6.9	15.3	3.0
세전이익률	6.0	19.7	12.8	8.9	18.2	12.2	9.2	15.0	3.2
지배주주순이익률	4.3	14.5	7.9	6.3	14.2	9.9	7.8	11.1	3.1

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	10.1%	ROE(지배주주지분)	14.3%	11.2%	10.1%	9.3%	7.8%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	10.1%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.48						
4Q16E BPS(지배주주지분)	84,628						
Target Price	102,789						

자료: 국도화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
EPS(지배주주지분)	9,666	8,932	8,868	8,915	8,049
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	8,827				
4Q16E EPS	8,932				
4Q17E EPS	8,868				

Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	88,274	92,687	97,101	101,515	105,928	110,342	114,756	119,169	123,583	127,997
TP by 4Q16E EPS	89,318	93,784	98,249	102,715	107,181	111,647	116,113	120,579	125,045	129,511
TP by 4Q17E EPS	88,679	93,113	97,547	101,980	106,414	110,848	115,282	119,716	124,150	128,584

자료: 국도화학, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	1,011.8	864.4	845.8	1,011.8	808.2	652.4	0.0%	-6.5%	-22.9%
YoY %	3.5%	-14.6%	-2.1%	3.5%	-20.1%	-19.3%			
영업이익	77.9	65.3	61.8	78.0	72.6	71.8	0.0%	11.2%	16.3%
YoY %	147.1%	-16.2%	-5.5%	147.1%	-6.9%	-1.1%			
EBITDA	91.8	79.4	75.8	91.9	86.7	85.9	0.0%	9.2%	13.3%
YoY %	105.6%	-13.6%	-4.5%	105.6%	-5.7%	-0.9%			
순이익	56.2	47.0	44.4	56.2	51.9	51.5	0.0%	10.5%	16.1%
YoY %	176.5%	-16.3%	-5.5%	176.6%	-7.6%	-0.7%			

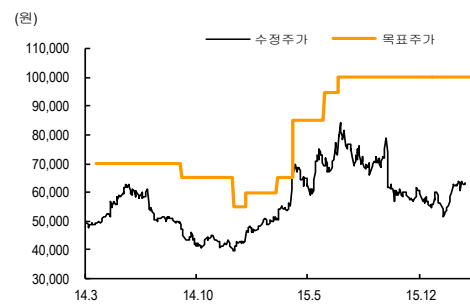
자료: 국도화학, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	235.6	222.0	211.4	195.3	234.7	232.6	189.2	151.8	-0.4%	4.8%	-10.5%	-22.3%
YoY %	-3.7%	-17.8%	-18.1%	-18.2%	-4.1%	-13.9%	-26.7%	-36.4%				
QoQ %	-1.3%	-5.8%	-4.8%	-7.6%	-1.7%	-0.9%	-18.7%	-19.8%				
영업이익	15.1	19.5	16.9	13.8	17.5	19.9	20.3	15.0	16.4%	1.7%	20.1%	8.1%
YoY %	-13.4%	-15.8%	-21.8%	-12.1%	0.7%	-14.4%	-6.1%	-5.2%				
QoQ %	-4.5%	29.8%	-13.6%	-18.0%	11.0%	13.4%	2.1%	-26.2%				
EBITDA	18.6	23.0	20.4	17.4	21.0	23.4	23.8	18.5	13.3%	1.4%	16.6%	6.4%
YoY %	-10.9%	-13.5%	-18.7%	-9.9%	0.9%	-12.3%	-5.2%	-4.2%				
QoQ %	-3.7%	24.2%	-11.5%	-14.9%	9.0%	11.2%	1.8%	-22.3%				
순이익	10.7	14.2	12.2	9.9	12.4	14.3	14.6	10.6	16.0%	0.4%	20.0%	7.2%
YoY %	-11.2%	-14.7%	-19.7%	-19.6%	3.0%	-14.3%	-3.6%	-14.0%				
QoQ %	-12.5%	32.3%	-14.2%	-19.1%	1.4%	14.6%	2.5%	-27.7%				

자료: 국도화학, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.03.28	매수	100,000원
	2016.02.01	매수	100,000원
	2016.01.05	매수	100,000원
	2015.10.28	매수	100,000원
	2015.09.30	매수	100,000원
	2015.07.27	매수	100,000원
	2015.06.29	매수	95,000원
	2015.04.29	매수	85,000원
	2015.03.29	매수	65,000원
	2015.01.30	매수	60,000원
	2015.01.06	매수	55,000원
	2014.11.02	매수	65,000원
	2014.09.29	매수	65,000원



Compliance Notice

- 작성자(손자우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 28일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
유동자산	372.6	408.5	416.9	464.5	511.8
현금및현금성자산	9.6	50.5	168.4	213.3	258.5
매출채권및기타채권	174.9	201.8	127.9	129.8	131.2
재고자산	102.2	89.7	57.0	57.8	58.5
비유동자산	264.9	298.3	300.4	299.4	298.8
장기금융자산	22.7	46.2	46.2	46.2	46.2
유형자산	234.9	244.8	246.9	245.9	245.3
무형자산	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
자산총계	637.4	706.8	717.3	763.9	810.6
유동부채	184.3	237.0	201.4	202.2	202.9
단기금융부채	76.2	118.6	118.6	118.6	118.6
매입채무 및 기타채무	100.4	97.9	62.2	63.1	63.8
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	74.1	41.9	41.9	41.9	41.9
장기금융부채	46.4	12.3	12.3	12.3	12.3
장기매입채무 및 기타채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	258.4	278.9	243.2	244.1	244.8
지배주주지분	370.0	418.2	464.3	510.0	556.0
자본금	29.1	29.1	29.1	29.1	29.1
자본잉여금	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2
기타자본구성요소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	293.1	337.6	383.7	429.4	475.4
비지배주주지분	9.0	9.8	9.8	9.8	9.8
자본총계	379.1	428.0	474.1	519.8	565.8
부채외자본총계	637.4	706.8	717.3	763.9	810.6

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	15.9	76.5	162.2	84.1	84.8
당기순이익(손실)	20.9	56.5	51.9	51.5	51.8
비현금성항목등	25.4	36.4	34.4	34.4	34.4
유형자산감가상각비	13.1	13.9	14.0	14.0	14.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(12.3)	(22.5)	(20.4)	(20.4)	(20.4)
운전자본감소(증가)	(21.8)	(11.8)	75.9	(1.9)	(1.5)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(11.0)	(26.0)	73.3	(1.8)	(1.4)
재고자산감소(증가)	(7.0)	12.5	32.6	(0.8)	(0.6)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1.8	0.4	(30.1)	0.7	0.6
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	8.2	19.4	18.2	18.2	18.2
투자활동현금흐름	(34.6)	(22.1)	(16.2)	(13.0)	(13.4)
금융자산감소(증가)	(15.1)	(6.7)	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(20.1)	(15.5)	(16.2)	(13.0)	(13.4)
무형자산감소(증가)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0
재무활동현금흐름	16.6	(7.9)	(5.8)	(5.8)	(5.8)
단기금융부채증가(감소)	13.3	2.6	0.0	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	9.3	1.2	0.0	0.0	0.0
자본의증가(감소)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	5.9	11.8	5.8	5.8	5.8
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	(2.0)	41.4	117.9	44.9	45.2
기초현금	11.2	9.2	50.5	168.4	213.3
기말현금	9.2	50.5	168.4	213.3	258.5
FCF	(1.0)	70.5	127.6	54.3	54.5

자료 : 국도화학, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	978.0	1,011.8	808.2	652.4	670.8
매출원가	892.1	874.9	687.1	541.4	558.6
매출총이익	85.8	136.9	121.1	111.0	112.2
매출총이익률 (%)	8.8	13.5	15.0	17.0	16.7
판매비와관리비	54.3	59.0	48.5	39.1	40.2
영업이익	31.5	78.0	72.6	71.8	72.0
영업이익률 (%)	3.2	7.7	9.0	11.0	10.7
비영업손익	(2.5)	(2.9)	(5.1)	(4.8)	(4.6)
순금융비용	3.0	3.7	0.4	0.8	0.9
외환관련손익	(1.1)	(2.5)	0.0	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	29.1	75.1	67.5	67.1	67.4
세전계속사업이익률 (%)	3.0	7.4	8.4	10.3	10.0
계속사업법인세	8.2	18.6	15.6	15.5	15.6
계속사업이익	20.9	56.5	51.9	51.5	51.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*법인세효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	20.9	56.5	51.9	51.5	51.8
순이익률 (%)	2.1	5.6	6.4	7.9	7.7
지배주주	20.3	56.2	51.9	51.5	51.8
지배주주귀속 순이익률(%)	2.1	5.6	6.4	7.9	7.7
비지배주주	0.6	0.3	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	22.3	60.7	51.9	51.5	51.8
지배주주	21.5	59.8	51.9	51.5	51.8
비지배주주	0.8	0.9	0.0	0.0	0.0
EBITDA	44.7	91.9	86.7	85.9	86.0

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	7.2	3.5	(20.1)	(19.3)	2.8
영업이익	(22.2)	147.1	(6.9)	(1.1)	0.3
세전계속사업이익	(28.6)	158.0	(10.0)	(0.7)	0.5
EBITDA	(14.1)	105.6	(5.7)	(0.9)	0.2
EPS(계속사업)	(34.5)	176.6	(7.6)	(0.7)	0.5
수익성 (%)					
ROE	5.6	14.3	11.8	10.6	9.7
ROA	3.4	8.4	7.3	7.0	6.6
EBITDA마진	4.6	9.1	10.7	13.2	12.8
안정성 (%)					
유동비율	202.2	172.4	207.0	229.7	252.2
부채비율	68.2	65.2	51.3	47.0	43.3
순차입금/자기자본	10.0	5.0	(20.4)	(27.2)	(33.0)
EBITDA/이자비용(배)	(3.2)	23.4	(1.0)	(0.2)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,495	9,666	8,932	8,868	8,915
BPS	68,093	76,696	84,628	92,496	100,411
CFPS	6,166	12,496	12,019	11,913	11,937
주당 현금배당금	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.8	6.1	7.1	7.1	7.1
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6
PBR(최저)					
PCR	6.7	4.7	5.3	5.3	5.3
EV/EBITDA(최고)	6.2	4.0	3.1	2.6	4.3
EV/EBITDA(최저)	5.4	6.9	6.7	5.8	4.7

1Q16 preview: 정제마진 하락보다는 유가상승

매수(유지)

T.P 180,000 원(상향)

Analyst

손자우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	4,686 억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	52 만주
액면가	5,000 원
시가총액	149,332 억원

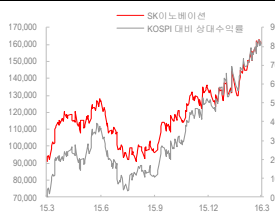
주요주주

SK(주)(외)	33.41%
국민연금공단	8.72%
외국인지분률	40.10%
배당수익률	3.00%

Stock Data

주가(16/03/28)	161,500 원
KOSPI	1983.81 pt
52주 Beta	1.55
52주 최고가	163,000 원
52주 최저가	91,000 원
60일 평균 거래대금	482 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.0%	7.4%
6개월	68.2%	64.8%
12개월	77.1%	82.3%

1Q OP 는 컨센스를 34% 상회하는 7,492 억원으로 추정. 정제마진이 하락했음에도 불구하고 이익이 잘 나오는 이유 중에서 가장 큰 것은, 2 월 이후 나타난 유가 급반등 추세에 의해 정유/화학/윤활유 모든 실적이 개선세를 탄 것임. 정유업종의 key factor 는 마진보다 유가임을 재차 확인. 유가의 추가상승 여부는 4 월에 있을 산유국 회의와 미국 FOMC 가 가장 중요한 것으로 예상하는데, 정유업종의 이익과 주가에서도 핵심변수가 될 것임

1Q16 영업이익 7,492 억원(QoQ +162.1% / YoY +133.2%) 추정

3/26 기준 시장 컨센서스 5,603 억원을 33.7% 상회하는 호실적을 시현할 것으로 추정함. 전년 동기 대비 상승한 수치임과 동시에, 전년 동기 대비로 본다고 하더라도 2 배 이상 이익이 늘어나는 수준에 해당함. 정제마진이 하락(SK 증권 리서치센터 추정 기준 복합정제마진 4Q 평균 \$9.3/bbl → 1Q 누적평균 \$8.2/bbl)했음에도 불구하고 시장 기대보다 높은 수치를 시현할 수 있는 이유는 ① 2 월 이후 시작된 유가반등(Dubai 기준 1/21 \$22.8/bbl → 3/24 \$36.0/bbl), ② 원화약세(달러 대비 1Q 평균 1,158.9 원 → 2Q 누적평균 1,207.7 원), ③ 화학에서 중국 춘절 이후 re-stocking 으로 요약할 수 있음. 정유/화학/윤활유 등 대다수 사업부가 공히 실적개선을 보일 것으로 기대됨

다시 한 번 확인시켜준 유가의 힘

2015 년 하반기 전체적인 실적이 하향세였음에도 불구하고 ‘정제마진’ 강세라는 요인을 필두로 주가 강세가 시현되었던 정유 업종은, 금번 분기를 통해 역시 ‘유가’가 실적에 있어서 최대 변수임을 확인시켜줬음. 정제마진이 하락했음에도 정유 사업부를 필두로 화학/윤활유의 실적이 개선된 가장 큰 원인은 역시 유가의 반등 때문이었음. 따라서 차후 정유업종의 주가와 이익의 key factor 는 다시 유가로 환원될 가능성이 높음. 반등세를 이어온 유가의 방향성은 4 월 두 가지의 이벤트에 의해서 변곡점을 맞이하게 될 가능성이 있는데, 한 가지는 4 월 17 일로 예정된 산유국 회의(감산합의 여부)이고, 다른 한 가지는 4 월 26~27 일로 예정된 미국 FOMC(금리인상 여부)임.

목표주가 150,000 원 → 180,000 원 상향 / 투자이견 매수 유지

16 년 영업이익 추정치를 기존 대비 28.0% 상향 조정한 것을 반영하여 목표주가 역시 18 만원으로 상향 조정함. 지난 해 하반기 이후 지속되어온 주가 rally 가 추가적으로 이어질 수 있을 지에 관해서는 상기 언급한 두 가지 이벤트가 중요할 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	66,039.3	65,865.3	48,325.0	34,092.2	31,252.0	28,685.9
yoy	%	(9.9)	(0.3)	(26.6)	(29.5)	(8.3)	(8.2)
영업이익	십억원	1,406.4	(231.3)	1,958.9	1,923.8	1,498.2	1,331.5
yoy	%	(17.2)	적전	흑전	(1.8)	(22.1)	(11.1)
EBITDA	십억원	2,075.7	553.7	2,904.6	2,883.6	2,458.0	2,291.4
세전이익	십억원	1,139.1	(493.1)	1,617.8	2,086.1	1,613.6	1,403.6
순이익(지배주주)	십억원	729.9	(588.8)	1,081.8	1,578.3	1,220.8	1,062.0
영업이익률%	%	2.1	(0.4)	4.1	5.6	4.8	4.6
EBITDA%	%	3.1	0.8	6.0	8.5	7.9	8.0
순이익률	%	1.7	(0.7)	3.3	6.1	5.2	4.9
EPS	원	4,712	(6,368)	11,700	17,070	13,203	11,485
PER	배	30.0	(13.4)	11.1	9.5	12.2	14.1
PBR	배	0.9	0.6	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	8.8	27.0	5.1	5.1	5.4	6.6
ROE	%	4.7	(3.8)	7.0	9.6	7.0	5.8
순차입금	십억원	5,163	6,999	2,775	(200)	(1,812)	(3,550)
부채비율	%	108.6	118.5	86.0	75.8	72.0	68.1

1Q16 preview

(단위, %, 십억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	12,045.5	12,998.3	12,447.5	10,833.7	8,727.8	(27.5)	(19.4)	9,483.8	(8.0)
영업이익	321.2	987.8	363.9	285.9	749.2	133.2	162.1	560.3	33.7
세전이익	422.8	852.6	351.5	(9.1)	773.4	82.9	(8,578.6)	493.6	56.7
지배순이익	292.7	571.7	152.3	65.2	585.2	99.9	797.2	347.0	68.6
영업이익률	2.7	7.6	2.9	2.6	8.6	5.9	5.9	5.9	2.7
세전이익률	3.5	6.6	2.8	(0.1)	8.9	5.4	8.9	5.2	3.7
지배주주순이익률	2.4	4.4	1.2	0.6	6.7	4.3	6.1	3.7	3.0

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	7.8%	ROE(지배주주지분)	7.0%	9.3%	6.9%	5.8%	5.6%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	7.8%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.06						
4Q16E BPS(지배주주지분)	166,094						
Target Price	176,661						

자료: SK 이노베이션 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
EPS(지배주주지분)	11,700	17,070	13,203	11,485	11,675
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	14,640				
4Q16E EPS	17,070				
4Q17E EPS	13,203				

Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	146,399	153,719	161,039	168,359	175,679	182,999	190,319	197,639	204,958	212,278
TP by 4Q16E EPS	170,696	179,230	187,765	196,300	204,835	213,369	221,904	230,439	238,974	247,509
TP by 4Q17E EPS	132,029	138,631	145,232	151,834	158,435	165,037	171,638	178,240	184,841	191,443

자료: SK 이노베이션 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	48,359.9	37,099.8	34,973.6	48,325.0	34,092.2	31,252.0	-0.1%	-8.1%	-10.6%
YoY %	-26.6%	-23.3%	-5.7%	-26.6%	-29.5%	-8.3%			
영업이익	1,980.3	1,503.0	1,697.8	1,958.9	1,923.8	1,498.2	-1.1%	28.0%	-11.8%
YoY %	흑전	-24.1%	13.0%	흑전	-1.8%	-22.1%			
EBITDA	2,926.0	2,462.9	2,657.7	2,904.6	2,883.6	2,458.0	-0.7%	17.1%	-7.5%
YoY %	428.5%	-15.8%	7.9%	424.6%	-0.7%	-14.8%			
순이익	998.5	1,170.1	1,317.6	1,081.8	1,578.3	1,220.8	8.3%	34.9%	-7.3%
YoY %	흑전	17.2%	12.6%	흑전	45.9%	-22.7%			

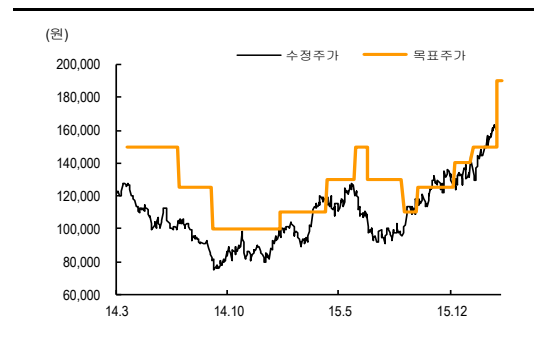
자료: SK 이노베이션 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	9,238.8	9,098.6	9,438.7	9,323.7	8,727.8	8,531.2	8,599.9	8,233.3	-5.5%	-6.2%	-8.9%	-11.7%
YoY %	-23.3%	-30.0%	-24.2%	-14.2%	-27.5%	-34.4%	-30.9%	-24.0%				
QoQ %	-15.0%	-1.5%	3.7%	-1.2%	-19.4%	-2.3%	0.8%	-4.3%				
영업이익	347.7	459.7	383.4	312.3	749.2	565.4	390.2	218.9	115.5%	23.0%	1.8%	-29.9%
YoY %	8.2%	-53.5%	5.3%	1.6%	133.2%	-42.8%	7.2%	-23.4%				
QoQ %	13.1%	32.2%	-16.6%	-18.5%	162.1%	-24.5%	-31.0%	-43.9%				
EBITDA	587.6	699.7	623.3	552.3	989.2	805.4	630.2	458.9	68.3%	15.1%	1.1%	-16.9%
YoY %	6.6%	-42.8%	3.2%	0.9%	79.4%	-34.2%	4.4%	-12.7%				
QoQ %	7.4%	19.1%	-10.9%	-11.4%	88.1%	-18.6%	-21.7%	-27.2%				
순이익	254.4	355.8	302.6	257.3	585.2	456.8	329.5	206.9	130.0%	28.4%	8.9%	-19.6%
YoY %	-13.1%	-37.8%	98.8%	흑전	99.9%	-20.1%	116.4%	217.2%				
QoQ %	흑전	39.8%	-14.9%	-15.0%	797.2%	-21.9%	-27.9%	-37.2%				

자료: SK 이노베이션 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.03.28	매수	190,000원
	2016.02.11	매수	150,000원
	2016.01.05	매수	140,000원
	2015.10.25	매수	125,000원
	2015.09.30	매수	110,000원
	2015.07.30	매수	130,000원
	2015.07.23	매수	130,000원
	2015.06.29	매수	150,000원
	2015.05.06	매수	130,000원
	2015.03.29	매수	110,000원
	2015.02.06	매수	110,000원
	2014.11.02	매수	100,000원
	2014.09.29	매수	100,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 3월 28 현재 SK 이노베이션(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 28일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
유동자산	14,888	12,511	13,470	14,827	15,854
현금및현금성자산	2,939	3,933	6,908	8,520	10,259
매출채권및기타채권	5,475	3,910	2,943	2,820	2,479
재고자산	5,219	3,876	2,946	2,829	2,500
비유동자산	20,213	19,243	18,617	17,964	17,286
장기금융자산	418	391	391	391	391
유형자산	15,126	14,092	13,467	12,814	12,135
무형자산	1,944	2,001	2,001	2,001	2,001
자산총계	35,101	31,754	32,087	32,791	33,140
유동부채	11,403	7,326	6,480	6,373	6,074
단기금융부채	4,521	1,548	1,548	1,548	1,548
매입채무 및 기타채무	4,644	3,527	2,680	2,573	2,275
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	7,637	7,352	7,352	7,352	7,352
장기금융부채	6,848	6,489	6,489	6,489	6,489
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	31	46	46	46	46
부채총계	19,040	14,678	13,832	13,725	13,426
지배주주지분	15,000	15,924	17,104	17,915	18,563
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,893	5,884	5,884	5,884	5,884
기타자본구성요소	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
자기주식	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	8,636	9,708	10,887	11,699	12,346
비지배주주지분	1,061	1,151	1,151	1,151	1,151
자본총계	16,061	17,076	18,255	19,066	19,714
부채외자본총계	35,101	31,754	32,087	32,791	33,140

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	927	4,304	4,376	3,145	3,205
당기순이익(손실)	(537)	1,116	1,627	1,259	1,095
비현금성항목등	1,169	1,723	1,761	1,761	1,761
유형자산감가상각비	785	946	960	960	960
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(384)	(777)	(802)	(802)	(802)
운전자본감소(증가)	807	1,918	988	125	348
매출채권및기타채권의 감소(증가)	507	1,041	862	109	304
재고자산감소(증가)	1,861	1,342	930	117	328
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,614)	(1,065)	(805)	(102)	(284)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	756	745	745	745
투자활동현금흐름	(2,569)	101	(335)	(307)	(282)
금융자산감소(증가)	31	25	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,554)	(482)	(335)	(307)	(282)
무형자산감소(증가)	(665)	(245)	0	0	0
기타	(382)	804	0	0	0
재무활동현금흐름	1,710	(3,050)	(447)	(447)	(447)
단기금융부채증가(감소)	(67)	(3,636)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,042	586	0	0	0
자본의증가(감소)	81	0	0	0	0
배당금의 지급	300	0	447	447	447
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	90	995	2,975	1,612	1,739
기초현금	2,849	2,939	3,933	6,908	8,520
기말현금	2,939	3,933	6,908	8,520	10,259
FCF	(16)	1,850	3,296	1,969	2,130

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	65,865	48,325	34,092	31,252	28,686
매출원가	64,292	44,399	30,539	28,260	25,983
매출총이익	1,574	3,926	3,553	2,992	2,703
매출총이익률 (%)	2.4	8.1	10.4	9.6	9.4
판매비와관리비	1,805	1,967	1,629	1,494	1,371
영업이익	(231)	1,959	1,924	1,498	1,332
영업이익률 (%)	(0.4)	4.1	5.6	4.8	4.6
비영업손익	(262)	(341)	162	115	72
순금융비용	1,071	1,148	731	701	665
외환관련손익	(208)	(173)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	131	282	115	98	92
세전계속사업이익	(493)	1,618	2,086	1,614	1,404
세전계속사업이익률 (%)	(0.7)	3.3	6.1	5.2	4.9
계속사업법인세	(17)	501	459	355	309
계속사업이익	(476)	1,116	1,627	1,259	1,095
중단사업이익	(61)	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(537)	1,116	1,627	1,259	1,095
순이익률 (%)	(0.8)	2.3	4.8	4.0	3.8
지배주주	(589)	1,082	1,578	1,221	1,062
지배주주귀속 순이익률(%)	(0.9)	2.2	4.6	3.9	3.7
비지배주주	52	35	49	38	33
총포괄이익	(448)	1,328	1,627	1,259	1,095
지배주주	(541)	1,284	1,578	1,221	1,062
비지배주주	92	44	49	38	33
EBITDA	554	2,905	2,884	2,458	2,291

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(0.3)	(26.6)	(29.5)	(8.3)	(8.2)
영업이익	적전	흑전	(1.8)	(22.1)	(11.1)
세전계속사업이익	적전	흑전	28.9	(22.7)	(13.0)
EBITDA	(73.3)	424.6	(0.7)	(14.8)	(6.8)
EPS(계속사업)	적전	흑전	45.9	(22.7)	(13.0)
수익성 (%)					
ROE	(3.8)	7.0	9.6	7.0	5.8
ROA	(1.5)	3.3	5.1	3.9	3.3
EBITDA마진	0.8	6.0	8.5	7.9	8.0
안정성 (%)					
유동비율	130.6	170.8	207.9	232.7	261.0
부채비율	118.5	86.0	75.8	72.0	68.1
순차입금/자기자본	43.6	16.3	(1.1)	(9.5)	(18.0)
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	0.4	(0.0)	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(6,368)	11,700	17,070	13,203	11,485
BPS	142,715	153,505	166,094	174,750	181,658
CFPS	5,994	1,821	26,254	22,712	21,325
주당 현금배당금	n/a	4,800	3,200	3,200	3,200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(13.4)	11.1	9.5	12.2	14.1
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.8	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)					
PCR	14.2	71.4	6.2	7.1	7.6
EV/EBITDA(최고)	27.0	5.1	5.1	5.4	6.6
EV/EBITDA(최저)	5.8	4.5	6.3	5.0	3.3

1Q16 preview: pure refinery 의 실적 모멘텀

매수(유지)

T.P 100,000 원(상향)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

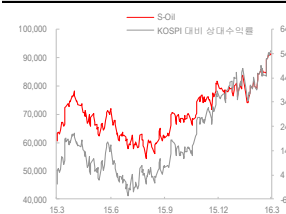
자본금	2,915 억원
발행주식수	11,660 만주
자사주	18 만주
액면가	2,500 원
시가총액	102,788 억원
주요주주	
Aramco(외8)	63.46%

외국인지분률	78.30%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(16/03/28)	91,300 원
KOSPI	1983.81 pt
52주 Beta	1.52
52주 최고가	91,300 원
52주 최저가	54,200 원
60일 평균 거래대금	253 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.0%	9.3%
6개월	48.2%	45.1%
12개월	50.9%	55.4%

1Q OP 는 컨센을 56% 상회하는 5,068 억원으로 추정. 정제마진이 하락했음에도 불구하고 이익이 잘 나오는 이유 중에서 가장 큰 것은, 2 월 이후 나타난 유가 급반등 추세에 의해 정유/화학/유탄유 모든 실적이 개선세를 탄 것임. 정유업종의 key factor 는 마진보다 유가임을 재차 확인. 유가의 추가상승 여부는 4 월에 있을 산유국 회의와 미국 FOMC 가 가장 중요할 것으로 예상하는데, 정유업종의 이익과 주가에서도 핵심변수가 될 것임

1Q16 영업이익 5,068 억원(QoQ +2,659% / YoY +112.8%)

3/26 기준 시장 컨센서스 3,196 억원을 58.5% 상회하는 호실적을 시현할 것으로 추정함. 전년 동기 대비 상승한 수치임과 동시에, 전년 동기 대비로 본다고 하더라도 2 배 이상 이익이 늘어나는 수준에 해당함. 정제마진이 하락(SK 증권 리서치센터 추정 기준 복합정제마진 4Q 평균 \$9.3/bbl → 1Q 누적평균 \$8.2/bbl)했음에도 불구하고 시장 기대보다 높은 수치를 시현할 수 있는 이유는 ① 2 월 이후 시작된 유가반등(Dubai 기준 1/21 \$22.8/bbl → 3/24 \$36.0/bbl), ② 원화약세(달러 대비 1Q 평균 1,158.9 원 → 2Q 누적평균 1,207.7 원), ③ 화학에서 중국 춘절 이후 re-stocking 으로 요약할 수 있음. 정유/화학/유탄유 등 대다수 사업부가 공히 실적개선을 보일 것으로 기대됨

다시 한 번 확인시켜준 유가의 힘

2015 년 하반기 전체적인 실적이 하향세였음에도 불구하고 ‘정제마진’ 강세라는 요인을 필두로 주가 강세가 시현되었던 정유 업종은, 금번 분기를 통해 역시 ‘유가’가 실적에 있어서 최대 변수임을 확인시켜줬음. 정제마진이 하락했음에도 정유 사업부를 필두로 화학/유탄유의 실적이 개선된 가장 큰 원인은 역시 유가의 반등 때문이었음. 따라서 차후 정유업종의 주가와 이익의 key factor 는 다시 유가로 환원될 가능성이 높음. 반등세를 이어온 유가의 방향성은 4 월 두 가지의 이벤트에 의해서 변곡점을 맞이하게 될 가능성이 있는데, 한 가지는 4 월 17 일로 예정된 산유국 회의(감산합의 여부)이고, 다른 한 가지는 4 월 26~27 일로 예정된 미국 FOMC(금리인상 여부)임.

목표주가 85,000 원 → 100,000 원 상향 / 투자 의견 매수 유지

16 년 영업이익 추정치를 기존 대비 55.8% 상향 조정한 것을 반영하여 목표주가 역시 10 만원으로 상향 조정함. 지난 해 하반기 이후 지속되어온 주가 rally 가 추가적으로 이어질 수 있을 지에 관해서는 상기 언급한 두 가지 이벤트가 중요할 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	31,158.5	28,557.6	17,876.5	12,513.2	11,304.7	10,686.8
yoy	%	(10.3)	(8.3)	(37.4)	(30.0)	(9.7)	(5.5)
영업이익	십억원	366.0	(289.7)	878.8	1,265.3	901.2	777.9
yoy	%	(53.2)	적전	흑전	44.0	(28.8)	(13.7)
EBITDA	십억원	733.9	50.0	1,146.9	1,516.2	1,152.1	1,028.7
세전이익	십억원	387.2	(385.5)	864.0	1,362.5	873.7	750.0
순이익(지배주주)	십억원	289.6	(287.8)	668.7	1,055.9	677.1	581.3
영업이익률%	%	1.2	(1.0)	4.9	10.1	8.0	7.3
EBITDA%	%	2.4	0.2	6.4	12.1	10.2	9.6
순이익률	%	0.9	(1.0)	3.7	8.4	6.0	5.4
EPS	원	2,526	(2,563)	5,934	9,373	6,008	5,157
PER	배	29.3	(18.9)	13.8	9.7	15.2	17.7
PBR	배	1.6	1.2	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	배	14.5	161.3	10.4	8.9	12.6	10.2
ROE	%	5.4	(5.6)	12.9	17.7	10.0	7.8
순차입금	십억원	2,116	2,488	2,476	2,986	4,071	3,667
부채비율	%	122.7	108.9	90.6	84.9	76.6	69.9

1Q16 preview

(단위, %, 십억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,373.8	5,142.5	4,426.7	3,933.5	3,212.6	(26.5)	(18.3)	3,393.6	(5.3)
영업이익	238.1	606.2	16.1	18.4	506.8	112.8	2,659.7	319.6	58.5
세전이익	278.2	559.2	(57.9)	84.5	564.7	102.9	568.4	305.5	84.9
지배순이익	211.3	428.8	(44.0)	72.7	437.6	107.2	502.3	217.7	101.0
영업이익률	5.4	11.8	0.4	0.5	15.8	10.3	15.3	9.4	6.4
세전이익률	6.4	10.9	(1.3)	2.1	17.6	11.2	15.4	9.0	8.6
지배주주순이익률	4.8	8.3	(1.0)	1.8	13.6	8.8	11.8	6.4	7.2

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	12.2%	12.9%	16.4%	9.6%	7.6%	6.9%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	12.2%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					

Target P/B	1.85					
4Q16E BPS(지배주주지분)	56,163					
Target Price	104,027					

자료: S-OIL, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
EPS(지배주주지분)	5,934	9,373	6,008	5,157	5,045
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	7,424				
4Q16E EPS	9,373				
4Q17E EPS	6,008				

Multiple	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5	15.0	15.5
TP by weighted EPS	81,665	85,377	89,089	92,801	96,513	100,225	103,938	107,650	111,362	115,074
TP by 4Q16E EPS	103,105	107,792	112,478	117,165	121,852	126,538	131,225	135,911	140,598	145,284
TP by 4Q17E EPS	66,090	69,094	72,098	75,102	78,106	81,111	84,115	87,119	90,123	93,127

자료: S-OIL, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	17,890.3	13,611.8	12,632.2	17,876.5	12,513.2	11,304.7	-0.1%	-8.1%	-10.5%
YoY %	-37.4%	-23.9%	-7.2%	-37.4%	-30.0%	-9.7%			
영업이익	877.5	812.4	797.6	878.8	1,265.3	901.2	0.2%	55.8%	13.0%
YoY %	흑전	-7.4%	-1.8%	흑전	44.0%	-28.8%			
EBITDA	1,145.5	1,063.3	1,048.5	1,146.9	1,516.2	1,152.1	0.1%	42.6%	9.9%
YoY %	2191.0%	-7.2%	-1.4%	2193.8%	32.2%	-24.0%			
순이익	665.8	710.3	632.2	668.7	1,055.9	677.1	0.4%	48.7%	7.1%
YoY %	흑전	6.7%	-11.0%	흑전	57.9%	-35.9%			

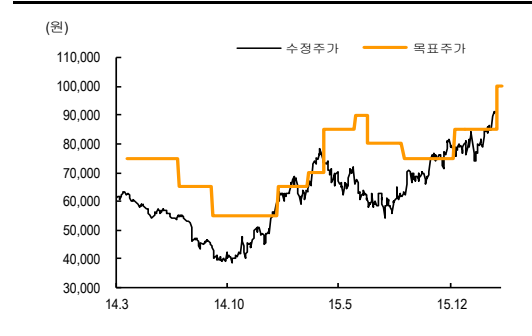
자료: S-OIL, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	3,520.1	3,325.6	3,425.7	3,340.4	3,212.6	3,260.6	3,098.5	2,941.4	-8.7%	-2.0%	-9.5%	-11.9%
YoY %	-19.5%	-35.3%	-22.6%	-15.4%	-26.5%	-36.6%	-30.0%	-25.2%				
QoQ %	-10.8%	-5.5%	3.0%	-2.5%	-18.3%	1.5%	-5.0%	-5.1%				
영업이익	176.9	273.5	214.3	147.7	506.8	363.0	252.7	142.9	186.5%	32.7%	17.9%	-3.2%
YoY %	-25.7%	-54.9%	1228.3%	769.9%	112.8%	-40.1%	1465.8%	678.1%				
QoQ %	942.2%	54.6%	-21.6%	-31.1%	2659.7%	-28.4%	-30.4%	-43.4%				
EBITDA	239.6	336.2	277.1	210.4	569.5	425.7	315.4	205.6	137.7%	26.6%	13.8%	-2.3%
YoY %	-20.3%	-51.0%	251.4%	164.0%	89.3%	-38.0%	300.0%	153.6%				
QoQ %	200.7%	40.3%	-17.6%	-24.1%	602.4%	-25.2%	-25.9%	-34.8%				
순이익	162.9	247.0	184.2	116.2	437.6	308.8	208.0	101.5	168.6%	25.0%	12.9%	-12.6%
YoY %	-22.9%	-42.4%	흑전	66.6%	107.2%	-28.0%	흑전	39.8%				
QoQ %	133.6%	51.6%	-25.4%	-36.9%	502.3%	-29.4%	-32.7%	-51.2%				

자료: S-OIL, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.03.28	매수	100,000원
	2016.02.01	매수	85,000원
	2016.01.05	매수	85,000원
	2015.10.25	매수	75,000원
	2015.09.30	매수	75,000원
	2015.07.23	매수	80,000원
	2015.06.29	매수	90,000원
	2015.04.29	매수	85,000원
	2015.03.29	매수	70,000원
	2015.02.01	매수	65,000원
	2015.01.06	매수	55,000원
	2014.11.02	매수	55,000원
	2014.09.29	매수	55,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 28일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,708	5,508	5,118	3,965	4,156
현금및현금성자산	712	823	1,214	128	532
매출채권및기타채권	2,090	1,222	913	887	803
재고자산	2,415	1,826	1,366	1,326	1,200
비유동자산	4,548	4,843	6,845	8,629	8,912
장기금융자산	117	54	54	54	54
유형자산	4,322	4,626	6,627	8,411	8,695
무형자산	50	45	45	45	45
자산총계	10,256	10,352	11,963	12,594	13,069
유동부채	3,955	3,411	3,984	3,956	3,867
단기금융부채	2,325	2,001	2,901	2,901	2,901
매입채무 및 기타채무	1,479	1,298	971	943	853
단기충당부채	5	8	8	8	8
비유동부채	1,392	1,508	1,508	1,508	1,508
장기금융부채	1,313	1,310	1,310	1,310	1,310
장기매입채무 및 기타채무	0	21	21	21	21
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,347	4,920	5,492	5,464	5,375
지배주주지분	4,909	5,432	6,470	7,130	7,694
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본구성요소	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	3,262	3,785	4,824	5,483	6,047
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,909	5,432	6,470	7,130	7,694
부채외자본총계	10,256	10,352	11,963	12,594	13,069

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	879	2,362	1,726	944	930
당기순이익(손실)	(288)	669	1,056	677	581
비현금성항목등	403	487	229	229	229
유형자산감가상각비	340	268	251	251	251
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(63)	(219)	22	22	22
운전자본감소(증가)	828	1,310	441	38	120
매출채권및기타채권의 감소(증가)	638	307	308	26	84
재고자산감소(증가)	1,822	589	461	39	126
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,488)	457	(327)	(28)	(89)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	170	(56)	(56)	(56)
투자활동현금흐름	(964)	(1,676)	(2,252)	(2,035)	(534)
금융자산감소(증가)	(55)	(1,133)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(911)	(556)	(2,252)	(2,035)	(534)
무형자산감소(증가)	(1)	(0)	0	0	0
기타	3	13	0	0	0
재무활동현금흐름	212	(586)	(18)	(18)	(18)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	332	(440)	0	0	0
자본의증가(감소)	1	0	0	0	0
배당금의 지급	120	146	18	18	18
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	127	112	391	(1,086)	404
기초현금	585	712	823	1,214	128
기말현금	712	823	1,214	128	532
FCF	(98)	1,630	(567)	(1,047)	443

자료 : S-Oil, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	28,558	17,876	12,513	11,305	10,687
매출원가	28,282	16,418	10,817	10,015	9,541
매출총이익	275	1,458	1,696	1,290	1,145
매출총이익률 (%)	1.0	8.2	13.6	11.4	10.7
판매비와관리비	565	579	430	389	368
영업이익	(290)	879	1,265	901	778
영업이익률 (%)	(1.0)	4.9	10.1	8.0	7.3
비영업손익	(96)	(15)	97	(28)	(28)
순금융비용	81	275	516	400	403
외환관련손익	(118)	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	6	10	37	28	25
세전계속사업이익	(386)	864	1,362	874	750
세전계속사업이익률 (%)	(1.4)	4.8	10.9	7.7	7.0
계속사업법인세	(98)	195	307	197	169
계속사업이익	(288)	669	1,056	677	581
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(288)	669	1,056	677	581
순이익률 (%)	(1.0)	3.7	8.4	6.0	5.4
지배주주	(288)	669	1,056	677	581
지배주주귀속 순이익률(%)	(1.0)	3.7	8.4	6.0	5.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	(325)	669	1,056	677	581
지배주주	(325)	669	1,056	677	581
비지배주주					
EBITDA	50	1,147	1,516	1,152	1,029

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(8.3)	(37.4)	(30.0)	(9.7)	(5.5)
영업이익	적전	흑전	44.0	(28.8)	(13.7)
세전계속사업이익	적전	흑전	57.7	(35.9)	(14.2)
EBITDA	(93.2)	2,193.8	32.2	(24.0)	(10.7)
EPS(계속사업)	적전	흑전	58.0	(35.9)	(14.2)
수익성 (%)					
ROE	(5.6)	12.9	17.7	10.0	7.8
ROA	(2.6)	6.5	9.5	5.5	4.5
EBITDA마진	0.2	6.4	12.1	10.2	9.6
안정성 (%)					
유동비율	144.3	161.5	128.5	100.2	107.5
부채비율	108.9	90.6	84.9	76.6	69.9
순차입금/자기자본	50.7	45.6	46.1	57.1	47.7
EBITDA/이자비용(배)	(1.0)	7.4	0.1	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(2,563)	5,934	9,373	6,008	5,157
BPS	41,893	47,258	56,163	61,820	66,654
CFPS	1,058	8,077	10,561	8,141	7,321
주당 현금배당금	150	150	150	150	150
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(18.9)	13.8	9.7	15.2	17.7
PER(최저)					
PBR(최고)	1.2	1.7	1.6	1.5	1.4
PBR(최저)					
PCR	45.7	10.1	8.6	11.2	12.5
EV/EBITDA(최고)	161.3	10.4	8.9	12.6	10.2
EV/EBITDA(최저)	6.8	5.9	10.7	5.1	2.6

GS(078930/KS)

1Q16 preview: 칼텍스 실적호조 지속

매수(유지)

T.P 65,000 원(상향)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	4,735 억원
발행주식수	9,470 만주
자사주	3 만주
액면가	5,000 원
시가총액	51,289 억원

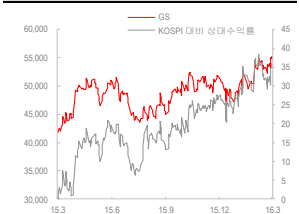
주요주주

허창수(외49)	46.38%
국민연금공단	8.05%
외국인지분률	20.00%
배당수익률	2.70%

Stock Data

주가(16/03/25)	55,200 원
KOSPI	1983.81 pt
52주 Beta	1.05
52주 최고가	55,200 원
52주 최저가	42,000 원
60일 평균 거래대금	106 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.4%	-1.0%
6개월	22.8%	20.3%
12개월	32.1%	36.0%

1Q OP 는 컨센을 30% 상회하는 4,948 억원으로 추정. 핵심 계열사인 칼텍스는 정제마진이 하락했음에도 불구하고 호실적을 시현할 것으로 기대됨. 주요 이유는 2 월 이후 나타난 유가 급반등 추세에 의해 정유/화학/유탄유 모든 실적이 개선세를 탄 것임. 다만 동사는 지주사 형태이기 때문에 peer group 대비 주가 상승폭이 미진했음. 하지만 4 월 유가 이벤트로 인해 리스크가 불거질 때는 오히려 안정성이 부각될 수 있음을 감안해야 함

1Q16 영업이익 4,948 억원(QoQ +34.0% / YoY +149.8%) 추정

3/26 기준 시장 컨센서스 3,803 억원을 30.1% 상회하는 호실적을 시현할 것으로 추정함. 호실적의 가장 큰 원인은 역시 핵심계열사 칼텍스의 이익호조 때문임. 정제마진이 하락(SK 증권 리서치센터 추정 기준 복합정제마진 4Q 평균 \$9.3/bbl → 1Q 누적평균 \$8.2/bbl)했음에도 불구하고 시장 기대보다 높은 수치를 시현할 수 있는 이유는 ① 2 월 이후 시작된 유가반등(Dubai 기준 1/21 \$22.8/bbl → 3/24 \$36.0/bbl), ② 원화약세(달러대비 1Q 평균 1,158.9 원 → 2Q 누적평균 1,207.7 원), ③ 화학에서 중국 준철 이후 re-stocking 으로 요약할 수 있음. 다만 기타 계열사인 리테일과 홈쇼핑, 그리고 발전자회사들이 부진한 실적을 보인 탓에 기타 정유사 대비 실적개선은 제한적.

다시 한 번 확인시켜준 유가의 힘

2015 년 하반기 전체적인 실적이 하향세였음에도 불구하고 ‘정제마진’ 강세라는 요인을 필두로 주가 강세가 시현되었던 정유 업종은, 금번 분기를 통해 역시 ‘유가’가 실적에 있어서 최대 변수임을 확인시켜줬음. 정제마진이 하락했음에도 정유 사업부를 필두로 화학/유탄유의 실적이 개선된 가장 큰 원인은 역시 유가의 반등 때문이었음. 따라서 차후 정유업종의 주가와 이익의 key factor 는 다시 유가로 환원될 가능성이 높음. 반등세를 이어온 유가의 방향성은 4 월 두 가지의 이벤트에 의해서 변곡점을 맞이하게 될 가능성이 있는데, 한 가지는 4 월 17 일로 예정된 산유국 회의(감산합의 여부)이고, 다른 한 가지는 4 월 26~27 일로 예정된 미국 FOMC(금리인상 여부)임.

목표주가 60,000 원 → 65,000 원 상향 / 투자 의견 매수 유지

정유사업의 호조에도 불구하고 동사는 지주사의 형태이기 때문에 peer group 대비 주가 상승폭이 미진하였음. 그러나 발전자회사의 실적개선이 기대되고, 특히 유가하락 이슈가 불거질 경우 오히려 안정성이 부각될 수 있다는 것을 감안해야 함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	9,583.2	10,866.1	12,301.2	13,155.1	13,260.1	13,635.7
yoy	%	(1.4)	13.4	13.2	6.9	0.8	2.8
영업이익	십억원	552.1	(34.3)	1,581.8	1,722.8	1,246.7	1,260.7
yoy	%	(19.3)	적전	흑전	8.9	(27.6)	1.1
EBITDA	십억원	552.1	(34.3)	1,581.8	1,722.8	1,246.7	1,260.7
세전이익	십억원	513.5	(257.5)	1,220.4	1,542.2	1,092.8	1,087.0
순이익(지배주주)	십억원	357.8	(346.9)	485.7	740.3	524.5	521.8
영업이익률%	%	5.8	(0.3)	12.9	13.1	9.4	9.2
EBITDA%	%	5.8	(0.3)	12.9	13.1	9.4	9.2
순이익률	%	3.7	(3.2)	3.9	5.6	4.0	3.8
EPS	원	3,824	(3,758)	5,227	7,967	5,645	5,615
PER	배	15.0	(10.6)	9.7	6.5	9.2	9.3
PBR	배	0.9	0.8	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	14.0	(236.9)	7.2	6.9	9.9	3.9
ROE	%	5.5	(5.6)	8.0	11.2	7.2	6.7
순차입금	십억원	2,345	4,365	6,556	7,068	7,393	7,747
부채비율	%	70.2	108.8	134.5	123.1	116.6	110.8

1Q16 preview

(단위, %, 십억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,784.9	3,418.6	2,988.2	3,109.5	3,096.9	11.2	(0.4)	3,084.9	0.4
영업이익	198.0	701.6	312.8	369.3	494.8	149.8	34.0	380.3	30.1
세전이익	166.3	662.6	274.9	116.5	453.6	172.8	289.3	237.7	90.8
지배순이익	121.5	245.5	60.4	58.3	217.7	79.2	273.7	118.3	84.1
영업이익률	7.1	20.5	10.5	11.9	16.0	8.9	4.1	12.3	3.6
세전이익률	6.0	19.4	9.2	3.7	14.6	8.7	10.9	7.7	6.9
지배주주순이익률	4.4	7.2	2.0	1.9	7.0	2.7	5.2	3.8	3.2

자료: SK 증권 Fnguide

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법적용 투자주식)					
비상장사					
칼텍스	5,419.9	4,948.5		50.0%	Target P/B = 1.17x
스포츠	15.4	15.4		100.0%	3Q15말 장부가반영
EPS	429.7	613.9		70.0%	3Q15말 장부가반영
E&R	267.9	269.7		64.4%	3Q15말 장부가반영
파워	218.1	436.1		50.0%	3Q15말 장부가반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,221.1	1,221.1		100.0%	3Q15말 장부가반영
상장사					
리테일	1,708.2		3,711.4	65.8%	3/24 MV 대비 할인률 30% 적용
홈쇼핑	248.5		1,183.2	30.0%	3/24 MV 대비 할인률 30% 적용
글로벌	52.0		132.9	55.9%	3/24 MV 대비 할인률 30% 적용
임대수익	2,480.3				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	703.8				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	12,764.9				
Non-Operating Value					
	1,425.9				
현금 및 현금성자산	1,395.5				
단기금융자산	30.4				
Debt	7,951.7				
Firm Value	6,239.1				
우선주시가총액	63.2				
Equity Value	6,175.9				
기말발행주식수(보통, 천주)	92,915				
Target Price	66,468				

자료: GS, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	12,301.2	12,963.6	13,224.6	12,301.2	13,155.1	13,260.1	0.0%	1.5%	0.3%
YoY %	13.2%	5.4%	2.0%	13.2%	6.9%	0.8%			
영업이익	1,581.8	1,616.5	1,410.5	1,581.8	1,722.8	1,246.7	0.0%	6.6%	-11.6%
YoY %	흑전	2.2%	-12.7%	흑전	8.9%	-27.6%			
EBITDA	1,581.8	1,616.5	1,410.5	1,581.8	1,722.8	1,246.7	0.0%	6.6%	-11.6%
YoY %	흑전	2.2%	-12.7%	흑전	8.9%	-27.6%			
순이익	485.6	898.4	795.6	485.7	740.3	524.5	0.0%	-17.6%	-34.1%
YoY %	흑전	85.0%	-11.4%	흑전	52.4%	-29.1%			

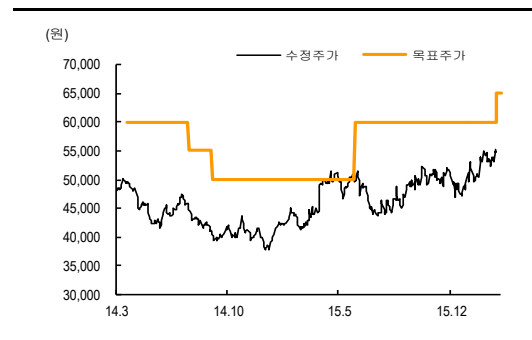
자료: GS, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	2,981.7	3,259.8	3,426.4	3,295.7	3,096.9	3,297.6	3,461.2	3,299.4	3.9%	1.2%	1.0%	0.1%
YoY %	7.1%	-4.6%	14.7%	6.0%	11.2%	-3.5%	15.8%	6.1%				
QoQ %	-4.1%	9.3%	5.1%	-3.8%	-0.4%	6.5%	5.0%	-4.7%				
영업이익	361.6	454.5	428.7	371.6	494.8	451.1	433.4	343.5	36.8%	-0.8%	1.1%	-7.6%
YoY %	82.6%	-35.2%	37.0%	0.6%	149.8%	-35.7%	38.5%	-7.0%				
QoQ %	-2.1%	25.7%	-5.7%	-13.3%	34.0%	-8.8%	-3.9%	-20.7%				
EBITDA	361.6	454.5	428.7	371.6	494.8	451.1	433.4	343.5	36.8%	-0.8%	1.1%	-7.6%
YoY %	82.6%	-35.2%	37.0%	0.6%	149.8%	-35.7%	38.5%	-7.0%				
QoQ %	-2.1%	25.7%	-5.7%	-13.3%	34.0%	-8.8%	-3.9%	-20.7%				
순이익	200.2	257.1	239.7	201.3	217.7	195.7	186.1	140.7	8.8%	-23.9%	-22.4%	-30.1%
YoY %	64.8%	4.7%	297.1%	245.9%	79.2%	-20.3%	208.2%	141.5%				
QoQ %	243.9%	28.4%	-6.8%	-16.0%	273.7%	-10.1%	-4.9%	-24.4%				

자료: GS, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.03.28	매수	65,000원
	2016.02.11	매수	60,000원
	2016.01.05	매수	60,000원
	2015.09.30	매수	60,000원
	2015.08.17	매수	60,000원
	2015.06.29	매수	60,000원
	2015.03.29	매수	50,000원
	2015.02.12	매수	50,000원
	2015.01.06	매수	50,000원
	2014.09.29	매수	50,000원
	2014.08.14	매수	55,000원
	2014.04.18	매수	60,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 28일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,546	2,670	2,234	1,941	1,621
현금및현금성자산	580	1,396	884	559	204
매출채권및기타채권	836	777	825	845	866
재고자산	322	313	332	340	349
비유동자산	12,527	15,953	17,237	18,071	18,930
장기금융자산	309	84	84	84	84
유형자산	4,243	7,019	8,071	8,867	9,412
무형자산	1,200	2,004	2,004	2,004	2,004
자산총계	15,073	18,623	19,471	20,012	20,551
유동부채	2,706	2,222	2,287	2,315	2,344
단기금융부채	1,460	1,048	1,048	1,048	1,048
매입채무 및 기타채무	1,066	1,064	1,129	1,157	1,186
단기충당부채	15	12	12	12	12
비유동부채	5,149	8,458	8,458	8,458	8,458
장기금융부채	4,426	7,128	7,128	7,128	7,128
장기매입채무 및 기타채무	3	431	431	431	431
장기충당부채	26	103	103	103	103
부채총계	7,855	10,680	10,745	10,772	10,802
지배주주지분	5,907	6,227	7,010	7,523	8,033
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,295	1,280	1,280	1,280	1,280
기타자본구성요소	(171)	(3,072)	(3,072)	(3,072)	(3,072)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	4,429	7,545	8,328	8,842	9,352
비지배주주지분	1,311	1,716	1,716	1,716	1,716
자본총계	7,218	7,943	8,726	9,240	9,750
부채외자본총계	15,073	18,623	19,471	20,012	20,551

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	500	1,040	1,715	1,446	1,442
당기순이익(손실)	(321)	506	925	656	652
비현금성항목등	1,002	892	791	791	791
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,002)	(892)	(791)	(791)	(791)
운전자본감소(증가)	(42)	210	(2)	(1)	(1)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(156)	(28)	(47)	(20)	(21)
재고자산감소(증가)	(42)	9	(19)	(8)	(9)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	40	233	65	27	29
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	63	825	791	791	791
투자활동현금흐름	(1,758)	(2,615)	(1,052)	(796)	(545)
금융자산감소(증가)	36	507	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,286)	(1,511)	(1,052)	(796)	(545)
무형자산감소(증가)	(53)	(757)	0	0	0
기타	(454)	(855)	0	0	0
재무활동현금흐름	1,231	1,637	(142)	(142)	(142)
단기금융부채증가(감소)	1,325	1,917	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	9	0	0	0	0
배당금의 지급	161	280	142	142	142
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(27)	816	(512)	(325)	(354)
기초현금	607	580	1,396	884	559
기말현금	580	1,396	884	559	204
FCF	(1,379)	(1,057)	(30)	(52)	206

자료 : GS, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	10,866	12,301	13,155	13,260	13,636
매출원가	9,689	9,430	10,004	10,573	10,894
매출총이익	1,177	2,871	3,151	2,687	2,741
매출총이익률 (%)	10.8	23.3	24.0	20.3	20.1
판매비와관리비	1,212	1,289	1,429	1,440	1,481
영업이익	(34)	1,582	1,723	1,247	1,261
영업이익률 (%)	(0.3)	12.9	13.1	9.4	9.2
비영업손익	(223)	(361)	(181)	(154)	(174)
순금융비용	82	96	74	101	81
외환관련손익	(10)	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(0)	0	0	0	0
세전계속사업이익	(258)	1,220	1,542	1,093	1,087
세전계속사업이익률 (%)	(2.4)	9.9	11.7	8.2	8.0
계속사업법인세	63	714	617	437	435
계속사업이익	(321)	506	925	656	652
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(321)	506	925	656	652
순이익률 (%)	(3.0)	4.1	7.0	4.9	4.8
지배주주	(347)	486	740	525	522
지배주주귀속 순이익률(%)	(3.2)	3.9	5.6	4.0	3.8
비지배주주	26	20	185	131	130
총포괄이익	(346)	608	925	656	652
지배주주	(365)	587	740	525	522
비지배주주	19	21	185	131	130
EBITDA	(34)	1,582	1,723	1,247	1,261
	15,073	18,623	19,758	20,536	21,382

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	13.4	13.2	6.9	0.8	2.8
영업이익	적전	흑전	8.9	(27.6)	1.1
세전계속사업이익	적전	흑전	26.4	(29.1)	(0.5)
EBITDA	적전	흑전	8.9	(27.6)	1.1
EPS(계속사업)	적전	흑전	52.4	(29.1)	(0.5)
수익성 (%)					
ROE	(5.6)	8.0	11.2	7.2	6.7
ROA	(2.3)	3.0	4.9	3.3	3.2
EBITDA마진	(0.3)	12.9	13.1	9.4	9.2
안정성 (%)					
유동비율	94.1	120.2	97.7	83.9	69.2
부채비율	108.8	134.5	123.1	116.6	110.8
순차입금/자기자본	60.5	82.5	81.0	80.0	79.5
EBITDA/이자비용(배)	#VALUE!	#VALUE!	0.0	(0.1)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(3,758)	5,227	7,967	5,645	5,615
BPS	51,906	49,989	58,259	63,682	69,069
CFPS	(451)	6,567	10,915	7,899	7,988
주당 현금배당금	1,200	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(10.6)	9.7	6.5	9.2	9.3
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	1.0	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)					
PCR	(88.6)	7.7	4.8	6.6	6.5
EV/EBITDA(최고)	(236.9)	7.2	6.9	9.9	3.9
EV/EBITDA(최저)	6.7	7.4	11.3	8.6	7.1

1Q16 preview: LPG 는 회복됐고 PDH 가 관건

매수(유지)

T.P 100,000 원(상향)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

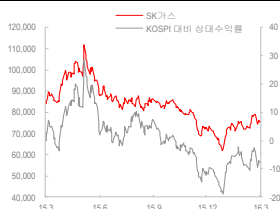
Company Data

자본금	440 억원
발행주식수	880 만주
자사주	34 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,641 억원
주요주주	
SK케미칼(주)(외4)	56.28%
국민연금공단	9.39%
외국인지분률	7.10%
배당수익률	2.70%

Stock Data

주가(16/03/27)	75,500 원
KOSPI	1983.81 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	112,057 원
52주 최저가	62,000 원
60일 평균 거래대금	10 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.3%	0.9%
6개월	-12.0%	-13.8%
12개월	-10.3%	-7.7%

1Q OP 는 컨센을 156.9% 상회하는 462 억원으로 추정. 4 분기의 이익 회복세를 이어감과 동시에 전년동기대비 5 배 가까이 증대된 실적호조임. 유가하락이 일단락되면서 LPG 수익성이 회복된 영향이 큼. 한편 최근 프로필렌-프로판 spread 가 \$400/t 이상까지 벌어지면서 상업가동을 앞둔 PDH 의 수익 기대감이 재차 높아졌음. 과거 LPG 와 PDH 에 대한 부담감으로 주가가 하락했던 만큼, 우려가 해소되면서 반대급부의 주가 상승도 가능함

1Q16 영업이익 462 억원(QoQ +27.0% / YoY +447.1%) 추정

3/26 기준 시장 컨센서스 180 억원을 156.9% 상회하는 호실적을 시현할 것으로 추정함. 전반기의 상승추세를 이어감과 동시에 전년동기대비 5 배 가까운 이익성장이 기대되고 있음. 전반적인 호실적의 가장 큰 원인은 역시 본업 LPG 사업의 수익성 회복임. 지난 해 지속적인 유가하락으로 인한 채고손실처분이 악재였었는데, 유가하락이 일단락되고 수요회복도 발생하며 전년동기대비 크게 개선된 실적을 시현할 수 있을 것으로 기대하고 있음.

상업가동을 눈 앞에 둔 화두의 PDH

수년 간 투자를 통해 드디어 상업가동을 눈 앞에 둔 PDH 사업부(SK Advanced)는, 지난 해까지만 해도 프로필렌 시황의 약세 속에서 수익성 확보에 의문이 많았지만, 가동직전 프로필렌-프로판 spread 가 개선되면서 기대감을 높여가고 있음. 2 월 사우디가 발표한 프로판 CP(contract price)는 \$285/t 인 반면, 최근 석유화학 시황 회복과 함께 한국 프로필렌 가격은 \$700/t 을 넘어선 상황임. Spread \$400/t 이상이라면 수익확보, 혹은 그 이상도 충분히 기대할 수 있는 레벨임. 또한 기본적으로 석유제품 가격이 하락하며 PDH unit cost 도 동반 하락했을 가능성이 높기 때문에 실제 가동시 이익에 대한 기대치를 높일 수 있음.

목표주가 90,000 원 → 100,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

LPG 수익성 회복에 따른 이익추정치 상향분과 PDH 의 수익확보 기대감 등을 반영하여 목표주가를 기존대비 상향 조정함. 과거 2 가지 핵심 사업부에 대한 우려 때문에 동종업계 대비 상승폭이 떨어졌던 것을 감안한다면, 반대로 2 가지에 대한 기대감을 지닐 수 있는 현 시점에서는 주가 상승이 가능할 것으로 판단함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	6,672.2	5,943.5	4,060.0	4,238.5	4,044.7	3,893.6
yoy	%	(12.0)	(10.9)	(31.7)	4.4	(4.6)	(3.7)
영업이익	십억원	123.5	120.3	93.4	133.4	127.6	153.4
yoy	%	(12.3)	(2.6)	(22.4)	42.8	(4.4)	20.3
EBITDA	십억원	160.3	158.7	138.1	238.5	232.6	258.4
세전이익	십억원	128.7	125.9	79.3	104.6	103.5	133.1
순이익(지배주주)	십억원	102.4	97.4	55.5	82.1	81.2	104.5
발표영업이익률%	%	1.9	2.0	2.3	3.1	3.2	3.9
EBITDA%	%	2.4	2.7	3.4	5.6	5.8	6.6
순이익률	%	1.9	2.1	2.0	2.5	2.6	3.4
EPS	원	11,871	11,183	6,312	9,335	9,236	11,879
PER	배	6.3	8.7	11.6	8.1	8.2	6.4
PBR	배	0.6	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	6.9	12.0	16.5	10.0	10.3	9.0
ROE	%	9.8	8.5	4.8	6.9	6.5	7.9
순차입금	십억원	456	1,051	1,636	1,721	1,728	1,674
부채비율	%	134.9	137.4	159.3	153.6	156.2	147.2

1Q16 preview

(단위, %, 십억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	914.2	963.7	1,088.3	1,093.9	988.6	8.1	(9.6)	794.5	24.4
영업이익	8.5	26.1	22.5	36.4	46.2	447.1	27.0	18.0	156.9
세전이익	14.4	25.0	16.0	23.9	46.4	222.5	93.8	N/A	N/A
지배순이익	6.9	20.5	9.3	18.8	36.4	426.5	93.8	16.5	120.5
영업이익률	0.9	2.7	2.1	3.3	4.7	3.8	1.3	2.3	2.4
세전이익률	1.6	2.6	1.5	2.2	4.7	3.1	2.5	0.0	4.7
지배주주순이익률	0.8	2.1	0.9	1.7	3.7	2.9	2.0	2.1	1.6

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	6.9%	ROE(지배주주지분)	4.8%	6.7%	6.3%	7.7%	7.8%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	6.9%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						

Target P/B	0.90						
4Q16E BPS(지배주주지분)	112,748						
Target Price	101,314						

자료: SK 가스, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
EPS(지배주주지분)	6,312	9,335	9,236	11,879	12,888
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	10,179				
4Q16E EPS	9,335				
4Q17E EPS	9,236				

Multiple	8.0	8.5	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5
TP by weighted EPS	81,432	86,522	91,611	96,701	101,790	106,880	111,969	117,059	122,149	127,238
TP by 4Q16E EPS	74,676	79,343	84,011	88,678	93,345	98,012	102,680	107,347	112,014	116,681
TP by 4Q17E EPS	73,886	78,504	83,121	87,739	92,357	96,975	101,593	106,211	110,829	115,446

자료: SK 가스, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	3,915.2	3,423.1	3,407.5	4,060.0	4,238.5	4,044.7	3.7%	23.8%	18.7%
YoY %	-34.1%	-12.6%	-0.5%	-31.7%	4.4%	-4.6%			
영업이익	93.5	96.9	107.1	93.4	133.4	127.6	-0.1%	37.8%	19.1%
YoY %	-22.3%	3.6%	10.6%	-22.4%	42.8%	-4.4%			
EBITDA	138.1	201.9	212.2	138.1	238.5	232.6	-0.1%	18.1%	9.6%
YoY %	-13.0%	46.2%	5.1%	-13.0%	72.7%	-2.5%			
순이익	65.5	70.3	81.6	55.5	82.1	81.2	-15.3%	16.8%	-0.4%
YoY %	-32.7%	7.3%	16.0%	-43.0%	47.9%	-1.1%			

자료: SK 가스 SK 증권

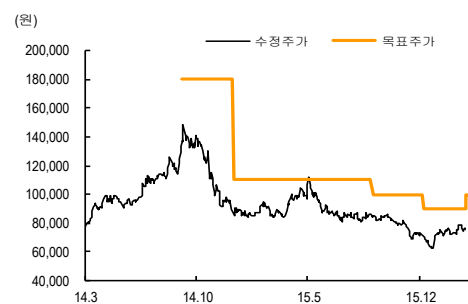
분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	794.5	756.1	926.0	946.5	988.6	944.3	1,146.7	1,159.0	24.4%	24.9%	23.8%	22.5%
YoY %	-13.1%	-21.5%	-14.9%	-0.3%	8.1%	-2.0%	5.4%	6.0%				
QoQ %	-16.3%	-4.8%	22.5%	2.2%	-9.6%	-4.5%	21.4%	1.1%				
영업이익	28.0	26.1	26.3	16.5	46.2	30.8	28.3	28.1	65.4%	18.0%	7.7%	70.0%
YoY %	230.8%	0.1%	17.1%	-54.8%	447.1%	18.1%	26.1%	-23.0%				
QoQ %	-23.4%	-6.7%	0.7%	-37.2%	27.0%	-33.4%	-8.0%	-1.0%				
EBITDA	54.2	52.4	52.6	42.8	72.5	57.1	54.6	54.3	33.7%	9.0%	3.9%	27.0%
YoY %	179.5%	40.5%	55.9%	-10.5%	273.7%	53.1%	61.9%	13.9%				
QoQ %	13.5%	-3.4%	0.4%	-18.6%	52.1%	-21.3%	-4.3%	-0.5%				
순이익	24.1	24.7	16.5	5.0	36.4	27.4	11.5	6.8	50.8%	10.9%	-30.1%	36.0%
YoY %	249.1%	20.7%	76.5%	-82.7%	426.5%	33.8%	23.4%	-63.9%				
QoQ %	-16.2%	2.6%	-33.4%	-69.8%	93.8%	-24.6%	-58.0%	-41.2%				

자료: SK 가스 SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.03.28	매수	100,000원
2016.02.11	매수	90,000원
2016.01.05	매수	90,000원
2015.09.30	매수	100,000원
2015.06.29	매수	110,000원
2015.04.30	매수	110,000원
2015.03.29	매수	110,000원
2015.01.06	매수	110,000원
2014.09.29	매수	180,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 3월 28 현재 SK 가스(와) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 28일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
비유동자산	1,299	1,367	1,340	1,448	1,427
장기금융자산	285	214	129	272	326
유형자산	467	553	586	567	524
무형자산	326	337	358	346	319
유동자산	2,039	2,542	2,649	2,746	2,835
현금및현금성자산	188	186	186	186	186
매출채권및기타채권	1,466	1,934	2,040	2,138	2,227
재고자산	303	309	309	309	309
자산총계	3,338	3,909	3,989	4,194	4,262
비유동부채	928	972	986	1,128	1,108
장기금융부채	582	698	698	848	848
장기매입채무 및 기타채무	297	250	265	256	236
장기충당부채	0	0	0	0	0
유동부채	1,004	1,430	1,430	1,430	1,430
단기금융부채	892	1,324	1,324	1,324	1,324
매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
단기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,932	2,401	2,416	2,557	2,538
지배주주지분	1,182	1,150	1,215	1,279	1,367
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	192	192	192	192	192
기타자본구성요소	(5)	(18)	(18)	(18)	(18)
자기주식	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
이익잉여금	911	933	998	1,062	1,149
비지배주주지분	225	357	357	357	357
자본총계	1,406	1,507	1,572	1,637	1,724
부채와자본총계	3,338	3,909	3,989	4,194	4,262

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	240	(83)	166	230	282
당기순이익(손실)	99	61	82	81	104
비현금성항목등	47	79	125	125	125
유형자산감가상각비	38	45	105	105	105
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(9)	(35)	(19)	(19)	(19)
운전자본감소(증가)	97	(186)	(40)	24	53
매출채권및기타채권의 감소(증가)	235	(80)	(31)	18	40
재고자산감소(증가)	(7)	(11)	(20)	12	26
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(264)	14	11	(6)	(14)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	27	17	15	15	15
투자활동현금흐름	(779)	(505)	(212)	(202)	(195)
금융자산감소(증가)	(41)	(10)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(527)	(499)	(212)	(202)	(195)
무형자산감소(증가)	(6)	(1)	0	0	0
기타	(205)	5	0	0	0
재무활동현금흐름	349	448	(17)	(17)	(17)
단기금융부채증가(감소)	(31)	(81)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	356	487	0	0	0
자본의증가(감소)	2	(0)	0	0	0
배당금의 지급	14	36	17	17	17
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(188)	(71)	(85)	143	55
기초현금	473	285	214	129	272
기말현금	285	214	129	272	326
FCF	(419)	(544)	(46)	29	88

자료 : SK가스 SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	5,943	4,060	4,239	4,045	3,894
매출원가	5,600	3,750	3,894	3,715	3,546
매출총이익	343	310	345	329	348
매출총이익률 (%)	5.8	7.6	8.1	8.1	8.9
판매비와관리비	223	217	212	202	194
영업이익	120	93	133	128	153
영업이익률 (%)	2.0	2.3	3.1	3.2	3.9
비영업손익	6	(14)	(29)	(24)	(20)
순금융비용	156	134	108	125	128
외환관련손익	(42)	(46)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(6)	(3)	2	2	2
세전계속사업이익	126	79	105	103	133
세전계속사업이익률 (%)	2.1	2.0	2.5	2.6	3.4
계속사업법인세	27	18	22	22	29
계속사업이익	99	61	82	81	104
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	99	61	82	81	104
순이익률 (%)	1.7	1.5	1.9	2.0	2.7
지배주주	97	56	82	81	104
	1.6	1.4	1.9	2.0	2.7
	2	6	0	0	0
	71	56	82	81	104
지배주주귀속 순이익률(%)	70	49	82	81	104
비지배주주	1	7	0	0	0
총포괄이익	159	138	238	233	258

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(10.9)	(31.7)	4.4	(4.6)	(3.7)
영업이익	(2.6)	(22.4)	42.8	(4.4)	20.3
세전계속사업이익	(2.2)	(37.0)	31.9	(1.1)	28.6
EBITDA	(1.0)	(13.0)	72.7	(2.5)	11.1
EPS(계속사업)	(5.8)	(43.6)	47.9	(1.1)	28.6
수익성 (%)					
ROE	8.5	4.8	6.9	6.5	7.9
ROA	3.3	1.7	2.1	2.0	2.5
EBITDA마진	2.7	3.4	5.6	5.8	6.6
안정성 (%)					
유동비율	140.0	140.7	135.8	128.4	128.7
부채비율	137.4	159.3	153.6	156.2	147.2
순차입금/자기자본	74.8	108.5	109.5	105.6	97.1
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.1)	0.5	(0.0)	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,183	6,312	9,335	9,236	11,879
BPS	111,189	105,349	112,748	120,048	129,992
CFPS	15,275	13,393	23,847	23,324	25,629
주당 현금배당금	2,063	2,063	2,063	2,063	2,063
Valuation지표 (배)					
PER 최고	8.7	11.6	8.1	8.2	6.4
최저					
PBR 최고	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
최저					
PCR	6.3	5.5	3.2	3.2	2.9
EV/EBITDA 최고	12.0	16.5	10.0	10.3	9.0
최저					

포스코대우(047050/KS)

1Q16 preview: 역시 모든 결론은 유가

매수(유지)

T.P 24,000 원(상향)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

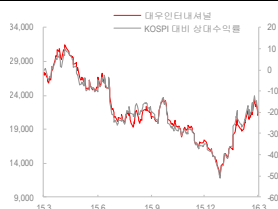
Company Data

자본금	5,694 억원
발행주식수	11,388 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	24,028 억원
주요주주	
(주)포스코	60.31%
Templeton (외6)	5.20%
외국인지분률	13.20%
배당수익률	2.40%

Stock Data

주가(16/03/27)	21,100 원
KOSPI	1983.81 pt
52주 Beta	1.41
52주 최고가	31,400 원
52주 최저가	12,100 원
60일 평균 거래대금	123 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.8%	7.1%
6개월	1.2%	-0.9%
12개월	-22.9%	-20.6%

1Q OP 는 컨센스에 부합하는 932 억원으로 추정. 유가가 trailing 으로 반영되는 E&P 의 이익은 불가피하겠지만, 지난 분기 1 회성 비용효과가 있었던 트레이딩의 이익이 회복되면서 증익 가능할 것으로 판단함. 동사의 주가는 유가가 반등하기 시작한 2 월부터 정확히 동행하여 최근까지 강세 나타나고 있음. 그러나 4 월 산유국회의와 미국 FOMC 라는 이벤트에 의해 유가 방향성이 바뀔 수 있는 만큼, 추가 상승 이전에 이에 대한 확인 필요함

1Q16 영업이익 932 억원(QoQ +11.8% / YoY -16.0%) 추정

3/26 기준 시장 컨센서스 918 억원에 부합하는 실적수준일 것으로 판단함. 전분기대 비로 본다면 소폭 증진된 실적이지만, 유가하락에 따른 미얀마 가스전의 감익 추세는 이어지면서 전년대비로는 하락한 실적일 것으로 추정함. E&P 이익은 하락세가 이어지고 있을 것으로 판단함. 동사의 가격 계약체계는 trailing 을 따르는 것으로 파악되는데, 2015 년 이후 분기별 Dubai 방향을 보면 2Q \$60.5/bbl → 3Q \$49.9/bbl → 4Q \$40.6/bbl 으로 지속 하락세를 보였다는 것을 감안해야 함. 트레이딩은 1 회성 비용 소멸과 함께 분기 가격 반등추세로 인해 실적이 회복되었을 것임.

유가와 함께하는 포스코대우의 주가

Dubai 원유는 2 월 이후부터 반등 시작하였음(1/21 \$22.8/bbl → 3/24 \$36.0/bbl). 동사의 주가 또한 이와 정확한 시점에서부터 동반 상승 시작했는데, 1/20 11,800 원으로 저점을 기록한 뒤 3/24 21,100 원까지 반등하였음. 그만큼 동사에게 있어서 E&P(미얀마 가스전)의 가치 탓에 유가가 중요할 수밖에 없음. 다만 유가는 4 월 이후 변곡점을 맞이하게 될 가능성 상존함. 4 월 중 산유국 회의와 미국 FOMC 라는 주요 이벤트가 있기 때문임. 해당 이벤트에서 악재가 될 감산합의 실패, 혹은 금리인상이 발표될 경우, 연초부터 반등한 유가의 수준은 fundamental 에 맞게 재차 하락할 수 있음.

목표주가 19,000 원 → 24,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

트레이딩 사업부의 이익회복 기대감을 반영하여 16 년과 17 년 영업이익 추정치를 기존대비 각각 11.8%, 12.2% 상향조정하며, 이를 반영해 목표주가 또한 소폭 상향함. 리먼사태 이후 최저 수준까지 하락한 현재 주가 레벨에서 저가매수 매력을 불러일으키는 것은 사실이지만, 장기 저유가의 기조는 변함이 없고 4 월 risk 가 상존한다는 부분에서는 추가상승여력의 제한요소가 있는 것으로 판단함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	17,108.6	20,407.8	17,526.9	15,686.2	15,358.5	15,117.7
yoy	%	(12)	19.3	(14.1)	(10.5)	(2.1)	(1.6)
영업이익	십억원	158.9	376.1	368.8	352.0	329.1	315.1
yoy	%	13.7	136.7	(1.9)	(4.6)	(6.5)	(4.2)
EBITDA	십억원	203.5	488.8	539.8	538.1	515.2	501.3
세전이익	십억원	177.9	287.2	136.9	292.4	251.5	244.2
순이익(지배주주)	십억원	138.2	184.5	116.7	228.1	196.2	190.5
영업이익률%	%	0.9	1.8	2.1	2.2	2.1	2.1
EBITDA%	%	1.2	2.4	3.1	3.4	3.4	3.3
순이익률	%	1.0	1.4	0.8	1.9	1.6	1.6
EPS	원	1,214	1,620	1,025	2,003	1,723	1,673
PER	배	34.0	19.4	16.0	10.5	12.2	12.6
PBR	배	2.2	1.6	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	40.7	16.5	10.8	11.0	10.9	4.8
ROE	%	6.3	8.0	5.0	9.5	7.7	7.1
순차입금	십억원	3,583	4,472	3,964	3,524	3,229	2,928
부채비율	%	270.7	293.3	272.3	250.6	236.3	223.8

1Q16 preview

(단위, %, 십억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,525.5	4,704.5	4,179.4	4,117.4	3,922.6	(13.3)	(4.7)	4,382.3	(10.5)
영업이익	110.8	86.8	87.8	83.3	93.2	(16.0)	11.8	91.8	1.5
세전이익	109.6	64.2	(20.0)	(16.9)	55.0	(49.8)	(424.7)	70.6	(22.1)
지배순이익	91.3	48.5	(9.9)	(13.2)	42.9	(53.0)	(424.7)	49.2	(12.7)
영업이익률	2.4	1.8	2.1	2.0	2.4	(0.1)	0.4	2.1	0.3
세전이익률	2.4	1.4	(0.5)	(0.4)	1.4	(1.0)	1.8	1.6	(0.2)
지배주주순이익률	2.0	1.0	(0.2)	(0.3)	1.1	(0.9)	1.4	1.1	(0.0)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	8.3%	ROE(지배주주지분)	5.0%	9.2%	7.5%	6.9%	7.6%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	8.3%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						

Target P/B	1.14						
4Q16E BPS(지배주주지분)	20,997						
Target Price	23,911						

자료: 포스코대우, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
EPS(지배주주지분)	1,025	2,003	1,723	1,673	1,941
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	1,875				
4Q16E EPS	2,003				
4Q17E EPS	1,723				

Multiple	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0
TP by weighted EPS	14,998	16,873	18,748	20,622	22,497	24,372	26,247	28,122	29,996	31,871
TP by 4Q16E EPS	16,024	18,027	20,030	22,033	24,036	26,039	28,043	30,046	32,049	34,052
TP by 4Q17E EPS	13,781	15,503	17,226	18,949	20,671	22,394	24,116	25,839	27,562	29,284

자료: 포스코대우, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	17,526.9	16,057.3	15,759.3	17,526.9	15,686.2	15,358.5	0.0%	-2.3%	-2.5%
YoY %	-14.1%	-8.4%	-1.9%	-14.1%	-10.5%	-2.1%			
영업이익	368.8	315.0	293.4	368.8	352.0	329.1	0.0%	11.8%	12.2%
YoY %	-1.9%	-14.6%	-6.8%	-1.9%	-4.6%	-6.5%			
EBITDA	539.8	501.1	479.6	539.8	538.1	515.2	0.0%	7.4%	7.4%
YoY %	10.4%	-7.2%	-4.3%	10.4%	-0.3%	-4.3%			
순이익	116.7	186.2	180.4	116.7	228.1	196.2	0.0%	22.5%	8.7%
YoY %	-36.8%	59.6%	-3.1%	-36.8%	95.5%	-14.0%			

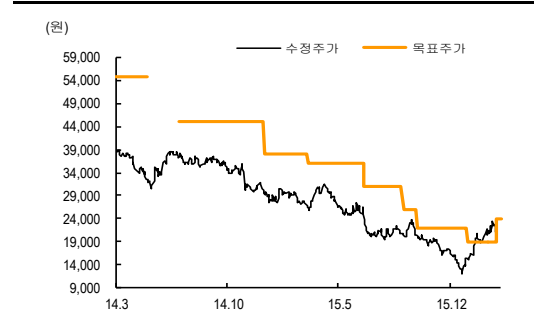
자료: 포스코대우, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	4,008.0	4,014.9	4,029.8	4,004.6	3,922.6	3,923.9	3,934.6	3,905.0	-2.1%	-2.3%	-2.4%	-2.5%
YoY %	-11.4%	-14.7%	-3.6%	-2.7%	-13.3%	-16.6%	-5.9%	-5.2%				
QoQ %	-2.7%	0.2%	0.4%	-0.6%	-4.7%	0.0%	0.3%	-0.8%				
영업이익	84.9	80.3	75.3	74.4	93.2	90.5	85.3	83.0	9.7%	12.7%	13.3%	11.5%
YoY %	-23.4%	-7.5%	-14.2%	-10.6%	-16.0%	4.3%	-2.8%	-0.4%				
QoQ %	1.9%	-5.4%	-6.2%	-1.2%	11.8%	-2.8%	-5.7%	-2.7%				
EBITDA	131.4	126.9	121.9	121.0	139.7	137.1	131.9	129.5	6.3%	8.0%	8.2%	7.1%
YoY %	-12.7%	1.4%	-9.3%	-6.8%	-7.2%	9.6%	-1.9%	-0.2%				
QoQ %	1.2%	-3.5%	-3.9%	-0.7%	7.6%	-1.9%	-3.8%	-1.8%				
순이익	37.8	43.8	49.3	55.2	42.9	53.4	61.8	70.0	13.4%	21.8%	25.5%	26.7%
YoY %	-58.6%	-9.5%	흑전	흑전	-53.0%	10.1%	흑전	흑전				
QoQ %	흑전	15.8%	12.4%	12.1%	흑전	24.4%	15.9%	13.2%				

자료: 포스코대우, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.03.28	매수	24,000원
	2016.02.01	매수	19,000원
	2015.10.25	매수	22,000원
	2015.09.30	매수	26,000원
	2015.07.17	매수	31,000원
	2015.06.29	매수	36,000원
	2015.04.21	매수	36,000원
	2015.03.29	매수	36,000원
	2015.02.01	매수	38,000원
	2015.01.06	매수	38,000원
	2014.09.29	매수	45,000원
	2014.07.27	매수	45,000원
	2014.05.28	담당자 변경	



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 28일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,652	4,752	4,956	5,175	5,385
현금및현금성자산	250	139	579	874	1,176
매출채권및기타채권	4,050	3,395	3,215	3,156	3,087
재고자산	1,037	948	899	883	864
비유동자산	3,689	3,766	3,667	3,565	3,463
장기금융자산	574	560	560	560	560
유형자산	583	584	484	383	280
무형자산	1,728	1,780	1,780	1,780	1,780
자산총계	9,341	8,519	8,623	8,740	8,848
유동부채	5,437	4,675	4,607	4,586	4,559
단기금융부채	3,662	3,226	3,226	3,226	3,226
매입채무 및 기타채무	1,564	1,306	1,239	1,217	1,191
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,530	1,556	1,556	1,556	1,556
장기금융부채	1,432	1,477	1,477	1,477	1,477
장기매입채무 및 기타채무	13	12	12	12	12
장기충당부채	55	44	44	44	44
부채총계	6,966	6,231	6,163	6,142	6,115
지배주주지분	2,378	2,305	2,476	2,615	2,749
자본금	569	569	569	569	569
자본잉여금	333	333	333	333	333
기타자본구성요소	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,400	1,403	1,574	1,713	1,847
비지배주주지분	(4)	(16)	(16)	(16)	(16)
자본총계	2,375	2,288	2,459	2,599	2,732
부채와자본총계	9,341	8,519	8,623	8,740	8,848

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	(381)	933	593	449	454
당기순이익(손실)	176	101	228	196	191
비현금성항목등	271	364	199	199	199
유형자산감가상각비	113	171	186	186	186
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(159)	(193)	(13)	(13)	(13)
운전자본감소(증가)	(688)	524	165	53	64
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(603)	612	176	57	68
재고자산감소(증가)	(237)	89	49	16	19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(161)	(232)	(59)	(19)	(23)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	111	40	1	1	1
투자활동현금흐름	(484)	(181)	(87)	(85)	(83)
금융자산감소(증가)	(92)	(3)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(93)	(96)	(87)	(85)	(83)
무형자산감소(증가)	(126)	(146)	0	0	0
기타	(173)	65	0	0	0
재무활동현금흐름	953	(740)	(57)	(57)	(57)
단기금융부채증가(감소)	788	(800)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	199	174	0	0	0
자본의증가(감소)	3	0	0	0	0
배당금의 지급	35	114	57	57	57
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	90	(117)	440	295	302
기초현금	167	257	139	579	874
기말현금	257	139	579	874	1,176
FCF	(708)	1,104	543	413	414

자료 : 포스코대우, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	20,408	17,527	15,686	15,358	15,118
매출원가	19,170	16,248	14,509	14,221	14,007
매출총이익	1,238	1,279	1,178	1,137	1,111
매출총이익률 (%)	6.1	7.3	7.5	7.4	7.3
판매비와관리비	862	910	826	808	796
영업이익	376	369	352	329	315
영업이익률 (%)	1.8	2.1	2.2	2.1	2.1
비영업손익	(89)	(232)	(60)	(78)	(71)
순금융비용	434	376	399	382	390
외환관련손익	(23)	(38)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	16	40	37	35	34
세전계속사업이익	287	137	292	251	244
세전계속사업이익률 (%)	1.4	0.8	1.9	1.6	1.6
계속사업법인세	111	36	64	55	54
계속사업이익	176	101	228	196	191
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	176	101	228	196	191
순이익률 (%)	0.9	0.6	1.5	1.3	1.3
지배주주	185	117	228	196	191
지배주주귀속 순이익률(%)	0.9	0.7	1.5	1.3	1.3
비지배주주	(8)	(16)	0	0	0
총포괄이익	177	150	228	196	191
지배주주	185	157	320	275	267
비지배주주	(8)	(7)	(91)	(79)	(76)
EBITDA	489	540	538	515	501

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	19.3	(14.1)	(10.5)	(2.1)	(1.6)
영업이익	136.7	(1.9)	(4.6)	(6.5)	(4.2)
세전계속사업이익	61.4	(52.3)	113.7	(14.0)	(2.9)
EBITDA	140.2	10.4	(0.3)	(4.3)	(2.7)
EPS(계속사업)	33.5	(36.8)	95.5	(14.0)	(2.9)
수익성 (%)					
ROE	8.0	5.0	9.5	7.7	7.1
ROA	2.0	1.1	2.7	2.3	2.2
EBITDA마진	2.4	3.1	3.4	3.4	3.3
안정성 (%)					
유동비율	104.0	101.7	107.6	112.8	118.1
부채비율	293.3	272.3	250.6	236.3	223.8
순차입금/자기자본	188.3	173.2	143.3	124.3	107.2
EBITDA/이자비용(배)	0.3	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,620	1,025	2,003	1,723	1,673
BPS	20,123	19,494	20,997	22,220	23,393
CFPS	3,018	4,191	4,046	3,889	3,793
주당 현금배당금	300	300	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.4	16.0	10.5	12.2	12.6
PER(최저)					
PBR(최고)	1.6	0.8	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)					
PCR	10.4	3.9	5.2	5.4	5.6
EV/EBITDA(최고)	16.5	10.8	11.0	10.9	4.8
EV/EBITDA(최저)	34.3	36.2	14.8	6.8	5.0

LG 상사(001120/KS)

1Q16 preview: 산업재/물류 이익기여 지속

매수(유지)

T.P 40,000 원(유지)

Analyst

손자우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	1,938 억원
발행주식수	3,876 만주
자사주	10 만주
액면가	5,000 원
시가총액	13,430 억원
주요주주	
구분준(외43)	27.61%
국민연금공단	13.48%
외국인지분률	11.30%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(16/03/27)	34,650 원
KOSPI	1983.81 pt
52주 Beta	1.36
52주 최고가	43,300 원
52주 최저가	24,200 원
60일 평균 거래대금	75 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.1%	0.6%
6개월	21.8%	19.3%
12개월	-6.5%	-3.7%

1Q OP 는 컨센을 16% 상회하는 411 억원으로 추정. 1 회성 비용이 다수 발생했던 전분기 대비 큰 폭의 개선일 뿐만 아니라, 전년동기대비로 본다고 하더라도 물류(범한판토스/하이로지스틱스)의 가세와 산업재의 수익 본격화로 인해 2 배 이상 증대된 호실적임. 앞으로도 물류와 산업재의 안정성과 성장성은, 불안정한 경기 사이클 내에서 매력도를 더욱 높일 수 있을 것으로 판단함. 목표주가 40,000 원과 투자의견 매수 유지함

1Q16 영업이익 478 억원(QoQ +7,952% / YoY +128.3%) 추정

3/26 기준 시장 컨센서스 411 억원을 16.1% 상회하는 실적을 시현할 것으로 추정함. 1 회성 비용 탓에 소폭 흑자에 불과했던 전분기 대비 큰 폭의 개선이 일어나고 동시에, 전년동기대비로 본다고 하더라도 물류(범한판토스/하이로지스틱스)의 가세와 산업재의 수익 본격화로 인하여 2 배 이상 증대되는 실적을 기대하고 있음. 자원/원자재에서도 금번 분기 중 발생한 유가 반등(Dubai 기준 1/21 \$22.8/bbl → 3/24 \$36.0/bbl)으로 인한 실적 회복이 기대됨

물류와 산업재의 이익기여 지속 기대

범한판토스와 하이로지스틱스로 구성된 물류 사업부는 지난 해 이후 동사의 최고 성장 모멘텀으로 주목 받아 왔음. 기본적으로 물류의 안정적인 이익흐름은 기존 동사 사업부들의 높은 이익 변동성을 낮춰주는 역할을 함. 하지만 더 기대되는 것은 LG 그룹 내 물량 증대, 혹은 벌크와 같은 시너지를 높이는 신규사업 추진 등으로 인해 이익규모를 늘릴 수 있다는 부분임. 또한 최근 중앙아시아 프로젝트로부터 꾸준하게 수익을 창출 중에 있는 산업재 또한 올 해 이익성장과 함께 추가 프로젝트 개발도 진행 중에 있어 기대감을 높일 수 있음

목표주가 40,000 원 / 투자의견 매수 유지

과거 동사는 자원/원자재에 대한 의존도가 높은 만큼 commodity 가격에 민감한 영향을 보였지만, 차후 안정적인 이익과 성장여력이 기업 가치평가의 잣대로서 지속적으로 부각될 것으로 판단함. 목표주가 4 만원과 투자의견 매수 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	12,072.7	11,372.2	13,086.2	14,883.4	15,693.0	16,477.4
yoy	%	(5.6)	(5.8)	15.1	13.7	5.4	5.0
영업이익	십억원	98.3	172.0	81.7	216.8	243.8	254.9
yoy	%	(52.2)	75.0	(52.5)	165.4	12.5	4.6
EBITDA	십억원	216.4	237.6	137.6	268.9	296.0	307.1
세전이익	십억원	74.5	12.6	67.4	151.6	175.8	179.4
순이익(지배주주)	십억원	48.2	(13.2)	8.2	119.0	138.0	140.8
영업이익률%	%	0.8	1.5	0.6	1.5	1.6	1.5
EBITDA%	%	1.8	2.1	1.1	1.8	1.9	1.9
순이익률	%	0.6	0.1	0.5	1.0	1.1	1.1
EPS	원	1,242	(340)	211	3,070	3,561	3,634
PER	배	23.1	(84.3)	160.1	11.3	9.7	9.5
PBR	배	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	10.4	8.5	21.0	10.6	9.3	8.8
ROE	%	3.3	(0.9)	0.6	8.3	8.9	8.4
순차입금	십억원	1,134	903	1,577	1,495	1,413	1,350
부채비율	%	202.3	212.9	262.3	251.4	240.7	232.5

1Q16 preview

(단위, %, 십억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,644.9	3,202.9	3,617.7	3,620.7	3,711.5	40.3	2.5	3,474.9	6.8
영업이익	20.9	30.3	29.9	0.6	47.8	128.3	7,952.4	41.1	16.1
세전이익	23.2	28.7	11.5	4.1	28.3	22.2	598.3	34.8	(18.7)
지배순이익	12.2	(0.4)	(6.8)	3.2	22.2	82.3	598.3	16.5	34.6
영업이익률	0.8	0.9	0.8	0.0	1.3	0.5	1.3	1.2	0.1
세전이익률	0.9	0.9	0.3	0.1	0.8	(0.1)	0.7	1.0	(0.2)
지배주주순이익률	0.5	(0.0)	(0.2)	0.1	0.6	0.1	0.5	0.5	0.1

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	8.1%	ROE(지배주주지분)	0.6%	8.0%	8.6%	8.1%	8.6%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	8.1%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						

Target P/B	1.11						
4Q16E BPS(지배주주지분)	37,285						
Target Price	41,314						

자료: LG 상사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
EPS(지배주주지분)	211	3,070	3,561	3,634	4,147
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,389				
4Q16E EPS	3,070				
4Q17E EPS	3,561				

Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	33,886	35,581	37,275	38,969	40,663	42,358	44,052	45,746	47,441	49,135
TP by 4Q16E EPS	30,700	32,235	33,770	35,305	36,840	38,375	39,910	41,445	42,980	44,515
TP by 4Q17E EPS	35,611	37,392	39,172	40,953	42,734	44,514	46,295	48,075	49,856	51,636

자료: LG 상사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	13,086.2	14,883.4	15,693.0	13,086.2	14,883.4	15,693.0	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	15.1%	13.7%	5.4%	15.1%	13.7%	5.4%			
영업이익	81.7	216.8	243.8	81.7	216.8	243.8	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	-52.5%	165.4%	12.5%	-52.5%	165.4%	12.5%			
EBITDA	137.6	268.9	296.0	137.6	268.9	296.0	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	-42.1%	95.5%	10.1%	-42.1%	95.5%	10.1%			
순이익	8.2	119.0	138.0	8.2	119.0	138.0	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	흑전	1354.6%	16.0%	흑전	1354.6%	16.0%			

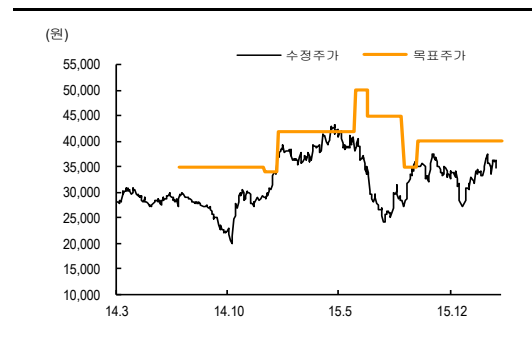
자료: LG 상사, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	3,711.5	3,686.6	3,719.2	3,766.2	3,711.5	3,686.6	3,719.2	3,766.2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	40.3%	15.1%	2.8%	4.0%	40.3%	15.1%	2.8%	4.0%				
QoQ %	2.5%	-0.7%	0.9%	1.3%	2.5%	-0.7%	0.9%	1.3%				
영업이익	47.8	56.3	57.7	55.0	47.8	56.3	57.7	55.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	128.3%	85.7%	93.3%	9171.4%	128.3%	85.7%	93.3%	9171.4%				
QoQ %	7952.4%	17.8%	2.6%	-4.8%	7952.4%	17.8%	2.6%	-4.8%				
EBITDA	60.8	69.3	70.8	68.0	60.8	69.3	70.8	68.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	73.4%	50.9%	64.9%	398.8%	73.4%	50.9%	64.9%	398.8%				
QoQ %	345.8%	14.0%	2.1%	-3.9%	345.8%	14.0%	2.1%	-3.9%				
순이익	22.2	31.2	33.6	32.0	22.2	31.2	33.6	32.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	82.3%	흑전	흑전	905.2%	82.3%	흑전	흑전	905.2%				
QoQ %	598.3%	40.4%	7.9%	-5.0%	598.3%	40.4%	7.9%	-5.0%				

자료: LG 상사, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.03.28	매수	40,000원
	2016.02.11	매수	40,000원
	2015.10.25	매수	40,000원
	2015.09.30	매수	35,000원
	2015.07.23	매수	45,000원
	2015.06.29	매수	50,000원
	2015.04.26	매수	42,000원
	2015.03.29	매수	42,000원
	2015.02.01	매수	42,000원
	2015.01.06	매수	34,000원
	2014.09.29	매수	35,000원
	2014.07.27	매수	35,000원
	2014.05.28	담당자 변경	



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~-+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 28일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,830	3,784	4,000	4,262	4,556
현금및현금성자산	480	400	481	563	626
매출채권및기타채권	1,097	1,771	1,847	1,948	2,078
재고자산	1,047	1,218	1,267	1,332	1,416
비유동자산	2,067	2,464	2,436	2,409	2,384
장기금융자산	306	289	289	289	289
유형자산	96	304	276	250	225
무형자산	805	1,003	1,003	1,003	1,003
자산총계	4,897	6,247	6,436	6,671	6,940
유동부채	2,352	3,291	3,372	3,481	3,620
단기금융부채	716	1,055	1,055	1,055	1,055
매입채무 및 기타채무	1,566	2,028	2,109	2,218	2,357
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	979	1,232	1,232	1,232	1,232
장기금융부채	862	1,094	1,094	1,094	1,094
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	4	6	6	6	6
부채총계	3,332	4,523	4,605	4,713	4,853
지배주주지분	1,427	1,381	1,488	1,615	1,744
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	102	102	102	102	102
기타자본구성요소	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	1,101	1,087	1,194	1,321	1,450
비지배주주지분	139	343	343	343	343
자본총계	1,565	1,724	1,832	1,958	2,087
부채와자본총계	4,897	6,247	6,436	6,671	6,940

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	348	(115)	142	147	133
당기순이익(손실)	(14)	23	119	138	141
비현금성항목등	252	158	65	65	65
유형자산감가상각비	66	56	52	52	52
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(187)	(102)	(13)	(13)	(13)
운전자본감소(증가)	145	(260)	(42)	(56)	(73)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	124	(568)	(69)	(92)	(118)
재고자산감소(증가)	(358)	(171)	(49)	(65)	(84)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	237	407	76	101	130
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(23)	(210)	(25)	(26)	(27)
금융자산감소(증가)	50	61	0	0	0
유형자산감소(증가)	(8)	(17)	(25)	(26)	(27)
무형자산감소(증가)	(49)	(22)	0	0	0
기타	(16)	(232)	0	0	0
재무활동현금흐름	(237)	298	(12)	(12)	(12)
단기금융부채증가(감소)	(214)	326	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	1	0	0	0	0
배당금의 지급	23	28	12	12	12
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	95	(80)	82	82	63
기초현금	385	480	400	481	563
기말현금	480	400	481	563	626
FCF	119	(392)	144	147	134

자료 : LG상사, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	11,372	13,086	14,883	15,693	16,477
매출원가	10,873	12,578	14,135	14,889	15,634
매출총이익	499	508	748	804	844
매출총이익률 (%)	4.4	3.9	5.0	5.1	5.1
판매비와관리비	327	426	532	561	589
영업이익	172	82	217	244	255
영업이익률 (%)	1.5	0.6	1.5	1.6	1.5
비영업손익	(159)	(14)	(65)	(68)	(76)
순금융비용	124	258	107	104	97
외환관련손익	(34)	(50)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(8)	18	(5)	(5)	(5)
세전계속사업이익	13	67	152	176	179
세전계속사업이익률 (%)	0.1	0.5	1.0	1.1	1.1
계속사업법인세	26	44	33	38	39
계속사업이익	(14)	23	119	138	141
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(14)	23	119	138	141
순이익률 (%)	(0.1)	0.2	0.8	0.9	0.9
지배주주	(13)	8	119	138	141
지배주주귀속 순이익률(%)	(0.1)	0.1	0.8	0.9	0.9
비지배주주	(1)	15	0	0	0
총포괄이익	(33)	69	119	138	141
지배주주	(37)	41	119	138	141
비지배주주	4	28	0	0	0
EBITDA	238	138	269	296	307

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(5.8)	15.1	13.7	5.4	5.0
영업이익	75.0	(52.5)	165.4	12.5	4.6
세전계속사업이익	(83.0)	433.7	124.8	16.0	2.0
EBITDA	9.8	(42.1)	95.5	10.1	3.8
EPS(계속사업)	적전	흑전	1,354.6	16.0	2.0
수익성 (%)					
ROE	(0.9)	0.6	8.3	8.9	8.4
ROA	(0.3)	0.4	1.9	2.1	2.1
EBITDA마진	2.1	1.1	1.8	1.9	1.9
안정성 (%)					
유동비율	120.3	115.0	118.6	122.4	125.8
부채비율	212.9	262.3	251.4	240.7	232.5
순차입금/자기자본	57.7	91.4	81.6	72.2	64.7
EBITDA/이자비용(배)	0.1	(0.2)	0.6	0.1	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(340)	211	3,070	3,561	3,634
BPS	35,287	34,514	37,285	40,547	43,881
CFPS	(3,145)	1,970	5,736	6,284	6,510
주당 현금배당금	300	300	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(84.3)	160.1	11.3	9.7	9.5
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	1.0	0.9	0.9	0.8
PBR(최저)					
PCR	(9.1)	17.2	6.0	5.5	5.3
EV/EBITDA(최고)	8.5	21.0	10.6	9.3	8.8
EV/EBITDA(최저)	11.2	8.7	9.6	9.3	8.1

memo
