

JUL.2017



SK INDUSTRY ANALYSIS

에너지/화학

2Q17 preview: 진행되고 있는 실적 둔화

에너지/Commodity/화학. 손지우 | 3773-8827, jwshon@sk.com
연구원. 유승우 | 3773-9180, yswbest@sk.com

SK INDUSTRY Analysis



Analyst
손지우
jwshon@sk.com
02-3773-8827



R.A.
유승우
yswbest@sk.com
02-3773-9180

에너지/화학

2Q17 preview: 진행되고 있는 실적 둔화

2Q17 커버리지 합산 OP 는 3.0 조원으로 추정되어 전분기 4.3 조원 대비 -29.2% 하락이 불가피함. 지난 해 이후 SK 증권 리서치센터가 지속적으로 유지해 온 업종의 down-tum 이 현실화 되는 것으로 판단함. 세부적으로 본다면 정유업종이 하락폭이 가장 클뿐더러, 컨센서스 대비로도 가장 유의미하게 하회하는 것으로 추정됨. 상사 역시 약세가 예상되며 상대적으로 화학은 컨센서스와 크게 다르지 않은 양호한 수준임

종목 투자의견

(단위: 십억원)

종목명	투자의견	목표주가 (원)	주가(7/3) 상승여력	2Q17E 추정영업이익	QoQ(%)	YoY(%)	2Q17E 컨센(6/30)	차이
LG 화학 A051910	매수 (유지)	330,000 (유지)	296,500 11.3%	684.6	(14.1)	11.8	666.1	2.8
롯데케미칼 A011170	매수 (유지)	410,000 (유지)	353,500 16.0%	633.4	(22.3)	8.7	666.1	(4.9)
금호석유 A011780	매수 (유지)	100,000 (유지)	77,300 29.4%	38.8	(41.0)	(40.7)	49.9	(22.3)
한화케미칼 A009830	매수 (유지)	33,000 (상향)	30,600 7.8%	195.5	(0.5)	(33.4)	193.1	1.2
OCI A010060	매수 (유지)	100,000 (유지)	89,100 12.2%	35.3	(49.2)	(25.2)	38.5	(8.4)
KCC A002380	매수 (유지)	500,000 (상향)	431,000 16.0%	94.4	32.5	(10.3)	94.8	(0.5)
SKC A011790	매수 (유지)	40,000 (유지)	33,600 19.0%	41.5	9.8	3.9	43.4	(4.5)
국도화학 A007690	매수 (유지)	70,000 (유지)	53,100 31.8%	14.8	147.4	32.9	12.6	17.5
SK 이노베이션 A096770	매수 (유지)	180,000 (유지)	161,000 11.8%	471.8	(53.0)	(57.9)	794.8	(40.6)
S-Oil A010950	매수 (유지)	100,000 (유지)	97,000 3.1%	225.4	(32.4)	(64.8)	362.5	(37.8)
GS A078930	매수 (유지)	80,000 (상향)	69,700 14.8%	405.7	(37.2)	(19.0)	476.3	(14.8)
SK 가스 A018670	매수 (유지)	150,000 (상향)	124,500 20.5%	51.4	57.3	21.6	51.5	(0.1)
포스코대우 A047050	매수 (유지)	27,000 (하향)	22,300 21.1%	76.4	(30.7)	(7.0)	92.7	(17.6)
LG 상사 A001120	매수 (유지)	42,000 (유지)	31,200 34.6%	51.8	(36.5)	(8.2)	63.3	(18.1)

자료: SK 증권

Contents

1. Coverage Summary	3
2. 개별기업분석	8
1) LG 화학	
2) 롯데케미칼	
3) 금호석유	
4) 한화케미칼	
5) OCI	
6) KCC	
7) SKC	
8) 국도화학	
9) SK 이노베이션	
10) S-Oil	
11) GS	
12) SK 가스	
13) 포스코대우	
14) LG 상사	

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 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

Coverage Summary

Coverage summary 1

종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
LG화학 A051910	매수	330,000원	Top pick	화학 down-turn에서의 확실한 대안	2Q17 영업이익 6,846억원(QoQ -14.1% / YoY +11.8%) 추정 2Q17 영업이익 6,846억원(QoQ -14.1% / YoY +11.8%) 추정 목표주가 330,000원 / 투자의견 매수 유지
롯데케미칼 A011170	매수	410,000원		중국 춘절 이후의 약세 여파	2Q17 영업이익 6,334억원(QoQ -22.3% / YoY -8.7%) 추정 미국 에틸렌 수출물량을 감당할 수 있을까? 목표주가 410,000원 / 투자의견 매수 유지
금호석유화학 A011780	매수	100,000원	2nd pick	고무는 잠시 쉬어가고 있을 뿐	2Q17 영업이익 388억원(QoQ -41.0% / YoY -40.7%) 추정 그래도 유효한 Rubber rally 목표주가 100,000원 / 투자의견 매수 유지
한화케미칼 A009830	매수	33,000원		화학 계열의 분투	2Q17 영업이익 1,955억원(QoQ -0.5% / YoY -33.4%) 추정 길어지기는 어려운 화학의 효과 목표주가 28,000원 → 33,000원 상향 / 투자의견 매수 유지
OCI A010060	매수	100,000원		지속 하락하는 폴리실리콘	2Q17 영업이익 353억원(QoQ -49.2% / YoY -25.2%) 추정 폴리실리콘에서의 경쟁력 확보가 관건 목표주가 100,000원 / 투자의견 매수 유지
KCC A002380	매수	500,000원		영업상황보다는 보유주식가치 상승이 호재	2Q17 영업이익 944억원(QoQ +32.5% / YoY -10.3%) 추정 주가의 상승은 보유주식 가치 강세로 해석 목표주가 450,000원 → 500,000원 상향 / 투자의견 매수 유지
SKC A011790	매수	40,000원		양호한 실적, 관건은 성장 모멘텀	2Q17 영업이익 415억원(QoQ +9.8% / YoY +3.9%) 추정 성장모멘텀에 대한 기대를 보여주는 주가 반등 목표주가 40,000원 / 투자의견 매수 유지
국도화학 A007690	매수	70,000원		빠른 spread 반등, 기대되는 2분기 실적	2Q17 영업이익 148억원(QoQ +147.4% / YoY +32.9%) 추정 공급과잉 영역은 서서히 해소될 것으로 판단함 목표주가 70,000원 / 투자의견 매수 유지

자료: SK 증권

Coverage summary 2

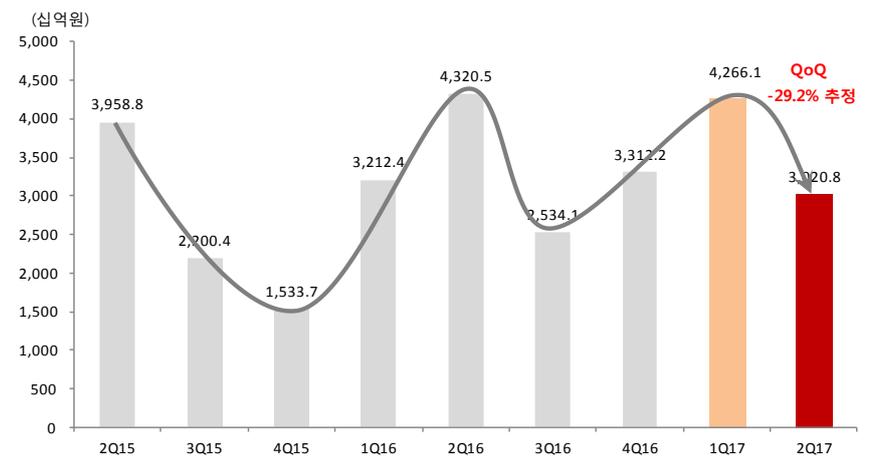
종목	투자 의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
SK이노베이션 A096770	매수	180,000원		2분기 실적 둔화 불가피	2Q17 영업이익 4,718억원(QoQ -53.0% / YoY -57.9%) 추정 실적하락과 배당매력 사이의 고민 목표주가 180,000원 / 투자의견 매수 유지
S-Oil A010950	매수	100,000원		2분기 실적 둔화 불가피	2Q17 영업이익 2,254억원(QoQ -32.4% / YoY -64.8%) 추정 실적하락과 배당매력 사이의 고민 목표주가 100,000원 / 투자의견 매수 유지
GS A078930	매수	80,000원		가스발전소 스토리의 상대적 매력	2Q17 영업이익 4,057억원(QoQ -37.2% / YoY -19.0%) 추정 문재인 정부의 가스발전 스토리는 매력적 목표주가 70,000원 → 80,000원 상향 / 투자의견 매수 유지
SK가스 A018670	매수	150,000원		다시 보여주는 실적호재	2Q17 영업이익 514억원(QoQ +57.3% / YoY +21.6%) 추정 LPG의 지속적인 이익확대가 관건 목표주가 140,000원 → 150,000원 상향 / 투자의견 매수 유지
포스코대우 A047050	매수	27,000원		다시 시작된 유가에 대한 부담	2Q17 영업이익 764억원(QoQ -30.7% / YoY -7.0%) 추정 유가의 방향성이 최대 관건 목표주가 29,000원 → 27,000원 / 투자의견 매수 유지
LG상사 A001120	매수	42,000원		한 번 쉬어가는 실적	2Q17 영업이익 518억원(QoQ -36.5% / YoY -8.2%) 추정 물류를 바라보는 시장의 시각 목표주가 42,000원 / 투자의견 매수 유지

자료: SK 증권

지난 1Q17 에너지/화학 커버리지 업종의 이익은 사상 최대에 준하는 수준이었다. 정유/화학 할 것 없이 모두 호조를 기록한 결과물이었다. 다만 SK 증권 리서치센터는 지난 2016년 6월 보고서 “Cyclical 산업에 new-normal은 없다”를 통해서 2017년 이후 시황의 down-turn 가능성을 분석한 바 있었는데, 비록 1Q17의 이익급증이 있긴 했지만 전체적으로는 당시 분석의 방향성이 반영된 금번 2Q17의 이익 추세가 나올 것으로 판단된다. 즉 전반적인 업황의 방향성은 하락으로 자리 잡고 있다.

2Q17 추정되는 커버리지 전체 합산 영업이익은 3.0조원으로 추정된다. 이는 지난 분기 4.3조원 대비 -29.2% 하락하는 수준이다. 또한 4Q16보다도 낮은 수치에 해당한다. 통상적으로 2분기가 화학 성수기의 시작 시즌임을 감안한다면 기대에 못 미치는 것이라고 결론 내릴 수 있다.

에너지/화학 커버리지 합산 영업이익 추이



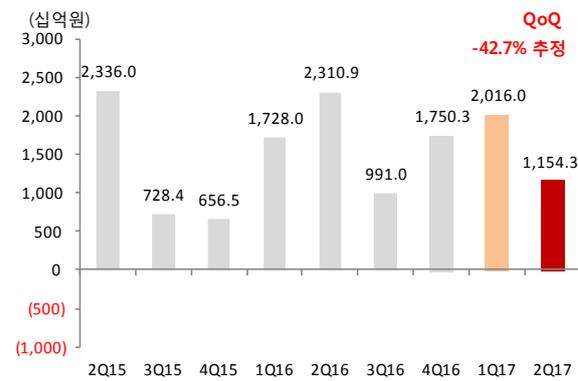
자료: Dataguidepro, SK 증권

세부적으로 본다면 화학은 아직 지난 3년간 시황을 견인해 온 PE/PP 계열이 견조하게 이어지고 있지만, 그 외 MEG, BD, SM 등의 제품이 중국 준절 이후로 급격한 하락세를 보이며 이익이 조정세를 보일 것으로 판단된다. 커버리지 합계 영업이익은 1.7조원으로서 2.1조원이었던 전분기 대비 -15.6%가 추정된다. 특히 pure chemical 업종에서 이런 추세가 두드러진다.

반면 정유의 감익 폭은 꽤나 크다. 합산 영업이익 1.2조원으로서 2.0조원을 기록한 지난 분기 대비 -42.7% 감익이 추정된다. 지난 해부터 1Q17까지 실적 강세를 견인했던 유가의 흐름이 2분기 들어서면서 하락으로 바뀐 것은 결정적인 요인이었다. 대표업체인 SK 이노베이션을 위시하여 관련 업종의 감익이 불가피하다.

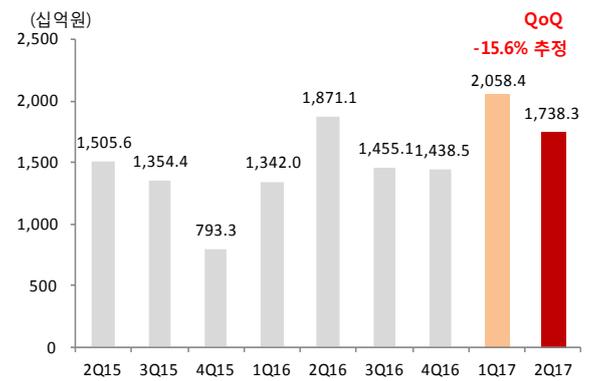
한편 상사 역시 1분기 이익 강세 이후 금번 분기에서는 commodity 가격 하락과 각개 기업의 이슈로 인하여 컨센서스를 하회하는 이익 약세가 불가피하다.

Coverage 정유업체 합산 영업이익 추이



자료 : Dataguidepro, SK 증권

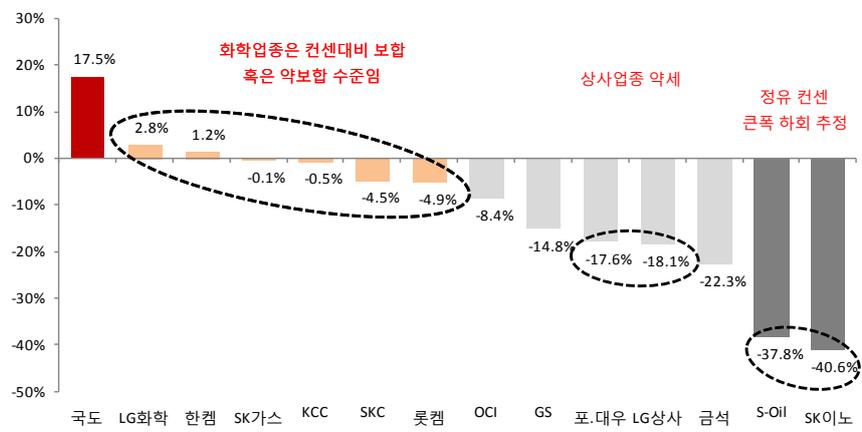
Coverage 화학업체 합산 영업이익 추이



자료 : Dataguidepro, SK 증권

종목별로 살펴본다면 시장 컨센서스 대비 가장 크게 하회하는 실적을 보이는 쪽은 정유일 것으로 판단된다. SK 이노베이션은 -40.6% / S-Oil 은 -37.8%이다. 상사 업종 역시 포스코대우 -17.6% / LG 상사 -18.1%로서 약세가 불가피하다. 화학업종은 보험 내지는 약보합 수준으로 정리가 가능하다. 상대적으로 커버리지 내에서는 실적 risk 를 가장 무난하게 넘어갈 수 있을 것으로 예상된다.

Coverage 업종의 2Q17 컨센서스 대비 추정치와의 차이



자료: Dataguidepro, SK 증권

Coverage 업종의 분기별 이익 추이 및 4Q16 추정치

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
LG화학	361.8	563.4	546.3	352.0	457.7	612.5	460.0	461.7	796.9
롯데케미칼	178.0	639.8	484.5	308.9	473.6	693.9	643.2	733.5	814.8
금호석유	55.2	64.1	45.0	(0.4)	46.3	65.4	23.5	21.9	65.7
한화케미칼	25.6	93.7	133.3	84.3	142.8	293.6	204.7	138.1	196.6
KCC	67.7	82.6	99.7	59.3	85.7	105.2	99.0	36.7	71.2
OCI	(20.1)	(18.6)	(30.7)	(75.2)	73.8	47.1	2.3	(1.9)	69.4
SKC	57.1	57.4	54.7	48.7	45.4	42.2	18.3	43.4	37.8
국도화학	17.4	23.2	21.6	15.8	16.7	11.1	4.2	5.0	6.0
SK이노베이션	333.6	999.6	370.6	275.8	844.8	1,119.5	414.9	849.1	1,004.3
S-Oil	238.1	606.2	16.1	(42.9)	491.8	640.9	116.2	368.0	333.5
GS	198.0	702.9	317.8	385.6	328.4	503.8	416.2	505.9	645.6
SK가스	10.0	27.3	23.9	37.9	63.1	46.7	43.8	27.3	32.6
포스코대우	110.8	86.8	87.8	83.3	97.7	82.2	66.4	71.9	110.3
LG상사	20.9	30.3	29.9	0.6	44.6	56.4	21.6	51.5	81.4
Coverage 합계	1,654.3	3,958.8	2,200.4	1,533.7	3,212.4	4,320.5	2,534.1	3,312.2	4,266.1
화학 합계	742.8	1,505.6	1,354.4	793.3	1,342.0	1,871.1	1,455.1	1,438.5	2,058.4
정유 합계	779.8	2,336.0	728.4	656.5	1,728.0	2,310.9	991.0	1,750.3	2,016.0
상사 합계	131.8	117.1	117.7	83.9	142.3	138.6	88.0	123.4	191.8

자료: Dataguidepro, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

Company Data

자본금	391 십억원
발행주식수	7,828 만주
자사주	37 만주
액면가	5,000 원
시가총액	20,542 십억원
주요주주	
(주)엘지(외4)	33.37%
국민연금공단	8.18%
외국인지분률	37.20%
배당수익률	1.70%

Stock Data

주가(17/06/30)	291,000 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	1.21
52주 최고가	309,500 원
52주 최저가	219,500 원
60일 평균 거래대금	71 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.6%	-5.4%
6개월	11.5%	-5.5%
12개월	11.9%	-7.8%

LG 화학 (051910/KS | 매수(유지) | T.P 330,000 원(유지))

2Q17 preview: 화학 down-turn 에서의 확실한 대안

2 분기 영업이익은 6,846 억원으로 추정되어 시장 컨센서스에 부합하는 것으로 판단함. 기본적으로 매출액의 60% 이상인 화학이 여전히 견조한 추이를 보이고 있고, IT 소재(2 차전자/정보전자소재)의 이익 회복세가 호재로 작용하였음. SK 증권 리서치센터는 올 하반기 이후 미국 물량 진입이 본격화되며 화학의 down-tum 지속 주장 중. 다만 동사는 Chevy BOLT의 기대감이 갈수록 커질 것기에 상대적 매력 부각될 것으로 판단함

2Q17 영업이익 6,846 억원(QoQ -14.1% / YoY +11.8%) 추정

6/30 기준 시장 컨센서스 6,661 억원을 +2.8% 상회하는, 사실상 기대치에 부합하는 수준일 것으로 판단함. 전분기대비로도 견조한 추세가 이어지고 있는 셈인데, 금번 분기에서는 IT 소재(2 차전자/정보전자소재)의 이익회복세가 호재로 작용하였음. 물론 기본적으로는 2016 년 기준 전체 매출액의 약 60% 이상을 차지하는 화학사업부가 양호한 실적을 이끌고 있음. 비록 중국 춘절 이후 전체적인 화학 시황은 둔화되고 있지만 동사의 제품군은 일정 수준의 spread 를 유지하면서 감익 폭 최소화 하였음.

캘리포니아에서만 판매하고도 미국 전기차 판매랭킹 5 위인 Chevy BOLT

SK 증권 리서치센터는 2017 년 하반기 이후 지속적으로 화학 시황의 down-cycle 진입이 불가피함을 주장하고 있음. 미국 에틸렌 수출물량이 본격 증대되는 시점부터 이와 같은 현상이 가속화될 것이라고 판단함. 동사 역시 매출액의 60% 이상이 화학이기 때문에 피해는 불가피함. 다만 2 세대 전기차의 시발점인 Chevy BOLT가 5 월까지 사실상 캘리포니아에서만 판매하고도 미국 내 전기차 랭킹 5 위에 오르는 등 기대를 모으고 있어, 상대적으로 기타 화학업종 대비 안정적 주가 추이 보낼 것으로 판단함. 전기차의 계절성 상 연말로 가면서 계속 판매량이 늘어난다는 부분도 감안해야 함.

목표주가 330,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익 추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 그대로 유지함. 차후 화학의 down-turn 상황이 올 경우 절대주가보다 업종 내 상대주가의 매력이 부각될 것으로 판단함. 업종 내 최선호주로서의 입지 여전히 유지함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	22,577.8	20,206.6	20,659.3	24,077.9	29,764.6	30,959.4
yoy	%	(2.4)	(10.5)	2.2	16.5	23.6	4.0
영업이익	십억원	1,310.8	1,823.6	1,991.9	2,317.0	2,341.3	2,496.3
yoy	%	(24.8)	39.1	9.2	16.3	1.0	6.6
EBITDA	십억원	2,461.0	3,079.7	3,328.6	3,719.4	3,743.7	3,898.7
세전이익	십억원	1,159.9	1,549.6	1,659.8	2,187.6	2,293.5	2,466.5
순이익(지배주주)	십억원	867.9	1,153.0	1,281.1	1,665.0	1,745.6	1,877.3
영업이익률%	%	5.8	9.0	9.6	9.6	7.9	8.1
EBITDA%	%	10.9	15.2	16.1	15.4	12.6	12.6
순이익률	%	5.1	7.7	8.0	9.1	7.7	8.0
EPS	원	12,631	16,875	18,808	25,124	26,340	28,327
PER	배	14.3	19.5	13.9	11.6	11.0	10.3
PBR	배	1.1	2.0	1.5	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	5.7	7.6	5.7	5.9	5.9	5.5
ROE	%	7.3	9.2	9.5	11.2	10.6	10.5
순차입금	십억원	1,066	(135)	454	(59)	(10)	(77)
부채비율	%	47.8	41.8	45.8	44.5	44.2	41.5

2Q17 preview

(단위, %, 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	5,219.2	5,054.3	5,511.7	6,486.7	6,007.6	15.1	(7.4)	6,253.3	(3.9)
영업이익	612.5	460.0	461.7	796.9	684.6	11.8	(14.1)	666.1	2.8
세전이익	500.1	378.6	358.1	698.3	673.1	34.6	(3.6)	624.9	7.7
지배순이익	376.9	295.6	268.9	531.5	512.3	35.9	(3.6)	462.9	10.7
영업이익률	11.7	9.1	8.4	12.3	11.4	(0.3)	(0.9)	10.7	0.7
세전이익률	9.6	7.5	6.5	10.8	11.2	1.6	0.4	10.0	1.2
지배주주순이익률	7.2	5.8	4.9	8.2	8.5	1.3	0.3	7.4	1.1

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21	
ROE(지배주주지분)	10.7%	ROE(지배주주지분)	9.5%	9.5%	10.1%	9.6%	8.8%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.33	0.33	0.33	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	10.7%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						

Target P/B	1.73						
2Q18E BPS(지배주주지분)	188,650						
Target Price	326,703						

자료: LG 화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
EPS(지배주주지분)	16,875	22,015	25,659	26,410	26,154
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	24,036				
2Q18E EPS	22,015				
2Q19E EPS	25,659				

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	216,328	240,365	264,401	288,437	312,474	336,510	360,547	384,583	408,620	432,656
TP by 2Q18E EPS	198,131	220,145	242,160	264,174	286,189	308,204	330,218	352,233	374,247	396,262
TP by 2Q19E EPS	230,934	256,594	282,253	307,912	333,572	359,231	384,891	410,550	436,209	461,869

자료: LG 화학, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	20,659.3	23,391.2	27,353.4	20,659.3	24,077.9	29,764.6	0.0%	2.9%	8.8%
YoY %	22	132	16.9	22	16.5	23.6			
영업이익	1,991.9	2,107.6	2,212.7	1,991.9	2,317.0	2,341.3	0.0%	9.9%	5.8%
YoY %	9.2	5.8	5.0	9.2	16.3	1.0			
EBITDA	3,328.6	3,486.1	3,591.2	3,328.6	3,719.4	3,743.7	0.0%	6.7%	4.2%
YoY %	8.1	4.7	3.0	8.1	11.7	0.7			
순이익	1,281.1	1,584.5	1,667.2	1,281.1	1,665.0	1,745.6	0.0%	5.1%	4.7%
YoY %	11.1	23.7	5.2	11.1	30.0	4.8			

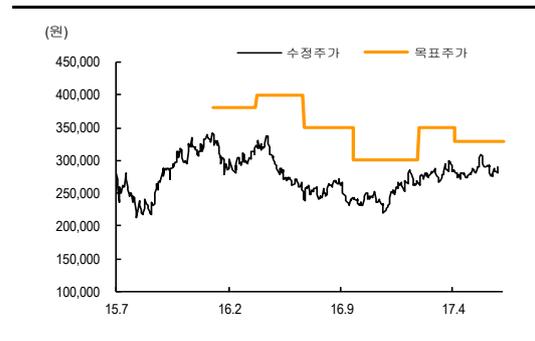
자료: LG 화학, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	5,848.2	5,463.7	5,696.7	6,904.4	6,007.6	5,627.2	5,956.4	7,436.1	2.7%	3.0%	4.6%	7.7%
YoY %	12.1	8.1	3.4	8.2	15.1	11.3	8.1	14.6				
QoQ %	(8.4)	(6.6)	4.3	21.2	(7.4)	(6.3)	5.8	24.8				
영업이익	482.3	441.8	433.3	571.8	684.6	470.1	365.4	629.9	41.9%	6.4%	-15.7%	10.1%
YoY %	(21.2)	(3.9)	(6.2)	(23.8)	11.8	2.2	(20.9)	(21.0)				
QoQ %	(35.7)	(8.4)	(1.9)	32.0	(14.1)	(31.3)	(22.3)	72.4				
EBITDA	826.9	786.5	778.0	916.5	1,035.2	820.7	716.0	980.5	25.2%	4.4%	-8.0%	7.0%
YoY %	(12.6)	(1.3)	(3.5)	(16.3)	9.4	3.0	(11.2)	(14.6)				
QoQ %	(24.5)	(4.9)	(1.1)	17.8	(9.8)	(20.7)	(12.8)	36.9				
순이익	361.2	330.9	324.4	430.4	512.3	351.3	269.9	468.7	41.9%	6.2%	-16.8%	8.9%
YoY %	(4.2)	11.9	20.6	(24.2)	35.9	18.8	0.4	(11.8)				
QoQ %	(36.4)	(8.4)	(2.0)	32.7	(3.6)	(31.4)	(23.2)	73.7				

자료: LG 화학, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.03	매수	330,000원
	2017.04.10	매수	330,000원
	2017.01.31	매수	350,000원
	2017.01.09	매수	300,000원
	2016.10.31	매수	300,000원
	2016.09.27	매수	300,000원
	2016.07.25	매수	350,000원
	2016.06.27	매수	350,000원
	2016.06.20	매수	400,000원
	2016.04.22	매수	400,000원
	2016.03.27	매수	400,000원
	2016.01.27	매수	380,000원
	2016.01.05	매수	380,000원



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 (2017년 7월 3일 기준)

매수	92.72%	중립	7.28%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	8,656	9,227	10,345	11,961	13,229
현금및현금성자산	1,705	1,474	2,720	2,670	3,437
매출채권및기타채권	3,364	3,729	3,779	4,656	4,920
재고자산	2,339	2,965	3,084	3,798	4,013
비유동자산	9,923	11,260	12,526	12,909	13,365
장기금융자산	37	88	92	92	92
유형자산	8,867	9,680	10,000	10,383	10,838
무형자산	502	832	1,777	1,777	1,777
자산총계	18,579	20,487	22,871	24,870	26,593
유동부채	4,799	5,447	5,674	6,263	6,440
단기금융부채	2,151	2,213	2,175	2,175	2,175
매입채무 및 기타채무	1,998	2,695	2,545	3,134	3,311
단기충당부채	10	52	57	57	57
비유동부채	676	989	1,365	1,365	1,365
장기금융부채	508	678	972	972	972
장기매입채무 및 기타채무	2	14	11	11	11
장기충당부채	27	134	163	163	163
부채총계	5,475	6,436	7,039	7,628	7,805
지배주주지분	12,991	13,937	15,710	17,120	18,666
자본금	370	370	391	391	391
자본잉여금	1,158	1,158	2,274	2,274	2,274
기타자본구성요소	(16)	(16)	(355)	(355)	(355)
자기주식	(15)	(15)	(355)	(355)	(355)
이익잉여금	11,533	12,463	13,400	14,810	16,356
비지배주주지분	112	114	122	122	122
자본총계	13,104	14,051	15,832	17,242	18,788
부채외자본총계	18,579	20,487	22,871	24,870	26,593

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,172	2,517	2,944	2,548	3,361
당기순이익(손실)	1,550	1,660	1,867	1,800	1,936
비현금성항목등	1,705	1,805	1,710	1,717	1,717
유형자산감가상각비	1,256	1,337	1,402	1,402	1,402
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(449)	(469)	(308)	(314)	(314)
운전자본감소(증가)	161	(382)	(530)	(969)	(292)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	6	(296)	(102)	(844)	(254)
재고자산감소(증가)	373	(627)	(119)	(714)	(215)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(241)	697	(150)	589	177
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(1,698)	(1,737)	(963)	(1,786)	(1,858)
금융자산감소(증가)	(10)	(3)	(1)	0	0
유형자산감소(증가)	(1,470)	(1,381)	(1,341)	(1,786)	(1,858)
무형자산감소(증가)	(59)	(74)	(10)	0	0
기타	(159)	(279)	389	0	0
재무활동현금흐름	(757)	(1,007)	(661)	(390)	(390)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(452)	(674)	(269)	0	0
자본의증가(감소)	164	18	(2)	0	0
배당금의 지급	309	346	390	390	390
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	717	(231)	1,245	(50)	767
기초현금	988	1,705	1,474	2,720	2,670
기말현금	1,705	1,474	2,720	2,670	3,437
FCF	1,447	1,142	1,790	378	1,180

자료 : LG화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	20,207	20,659	24,078	29,765	30,959
매출원가	16,541	16,595	19,472	24,593	25,520
매출총이익	3,666	4,064	4,606	5,171	5,440
매출총이익률 (%)	18.1	19.7	19.1	17.4	17.6
판매비와관리비	1,842	2,072	2,289	2,830	2,943
영업이익	1,824	1,992	2,317	2,341	2,496
영업이익률 (%)	9.0	9.6	9.6	7.9	8.1
비영업손익	(274)	(332)	(129)	(48)	(30)
순금융비용	45	42	51	50	68
외환관련손익	(95)	(101)	(44)	0	0
관계기업투자등 관련손익	(129)	(45)	10	11	11
세전계속사업이익	1,550	1,660	2,188	2,293	2,466
세전계속사업이익률 (%)	7.7	8.0	9.1	7.7	8.0
계속사업법인세	401	379	471	493	531
계속사업이익	1,149	1,281	1,717	1,800	1,936
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,149	1,281	1,717	1,800	1,936
순이익률 (%)	5.7	6.2	7.1	6.0	6.3
지배주주	1,153	1,281	1,665	1,746	1,877
지배주주귀속 순이익률(%)	5.7	6.2	6.9	5.9	6.1
비지배주주	(4)	(0)	52	55	59
총포괄이익	1,144	1,275	1,593	1,800	1,936
지배주주	1,147	1,278	1,562	1,765	1,899
비지배주주	(2)	(3)	31	35	37
EBITDA	3,080	3,329	3,719	3,744	3,899

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(10.5)	2.2	16.5	23.6	4.0
영업이익	39.1	9.2	16.3	1.0	6.6
세전계속사업이익	33.6	7.1	31.8	4.8	7.5
EBITDA	25.1	8.1	11.7	0.7	4.1
EBITDA/계속사업	33.6	11.5	33.6	4.8	7.5
수익성 (%)					
ROE	9.2	9.5	11.2	10.6	10.5
ROA	6.3	6.6	7.9	7.5	7.5
EBITDA마진	15.2	16.1	15.4	12.6	12.6
안정성 (%)					
유동비율	180.4	169.4	182.3	191.0	205.4
부채비율	41.8	45.8	44.5	44.2	41.5
순차입금/자기자본	(1.0)	3.2	(0.4)	(0.1)	(4.1)
EBITDA/이자비용(배)	0.4	0.1	0.1	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	16,875	18,808	25,124	26,340	28,327
BPS	168,089	175,585	186,816	205,898	226,818
CFPS	35,286	38,890	43,586	43,844	45,491
주당 현금배당금	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.5	13.9	11.6	11.0	10.3
PER(최저)					
PBR(최고)	2.0	1.5	1.6	1.4	1.3
PBR(최저)					
PCR	9.3	6.7	6.7	6.6	6.4
EV/EBITDA(최고)	7.6	5.7	5.9	5.9	5.5
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

Company Data

자본금	171 십억원
발행주식수	3,428 만주
자사주	58 만주
액면가	5,000 원
시가총액	11,791 십억원
주요주주	
롯데물산(주)(외3)	53.51%
국민연금공단	9.99%
외국인지분률	30.10%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(17/06/30)	344,000 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	1.29
52주 최고가	407,000 원
52주 최저가	268,000 원
60일 평균 거래대금	59 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.6%	-6.3%
6개월	-6.8%	-21.0%
12개월	21.6%	0.1%

롯데케미칼 (011170/KS | 매수(유지) | T.P 410,000 원(유지))

2Q17 preview: 중국 춘절 이후의 약세 여파

2Q17 영업이익은 6,334 억원으로 추정되어 시장 컨센서스에 부합할 것으로 예상함. MEG/BD/SM 등 주력제품의 spread가 2분기에서 하락한 만큼 전분기대비 실적 약세 불가피하지만, 지난 3년 간 시황을 이끌어온 PE/PP가 견조한 탓에 양호한 실적은 유지되었음. 다만 하반기 이후 미국의 대규모 신증설물량 진입에 따른 수출 증대가 예상되는 만큼, down-turn이라는 예측에는 변함 없음. 최근 과매도 불구 반등 여력은 크지 않음.

2Q17 영업이익 6,334 억원(QoQ -22.3% / YoY -8.7%) 추정

6/30 기준 시장 컨센서스 6,661 억원을 -4.9% 하회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적 수준 예상함. 전체적으로 중국 춘절 이후 MEG, BD, SM 등 주력 제품의 spread 하락이 실적 약세의 원인임. 평균가격 기준으로 MEG는 1Q \$867.7/t → 2Q \$744.8/t, BD \$2,642.1/t → \$1,611.7/t, SM \$1,325.0/t → \$1,184.7/t 으로 모두 원재료 naphtha 가격 대비 하락폭이 컸음. 그럼에도 불구하고 지난 3년간 시황을 이끌어온 PE/PP의 시황이 여전히 견조했기 때문에 실적하락 폭은 크지 않았음.

미국 에틸렌 수출물량을 감당할 수 있을까?

SK 증권 리서치센터가 지속적으로 2017년 하반기 이후 화학의 down-cycle 진입을 우려하는 이유는 역시 미국 크래커의 급격한 신증설에 있음. 올 해 중순/하반기 기점으로 on-spec 을 가정할 때 물량은 하반기/연말부터 본격적으로 출하될 것으로 예상됨. 주요 측면에 대한 기대감이 일부 있지만, 중국이 2015~16년 저유가 상황 직후 re-stocking 한 레벨이 지나치게 높았고, 그 때문에 현재 PE 수요가 연간 역성장을 하는 것을 감안한다면 이 또한 cycle의 방향성을 바꾸는 데에는 무리가 있는 것으로 판단함.

목표주가 410,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익 추정치 변동폭이 작아 목표주가와 투자의견 그대로 유지함. 동사의 주가는 실제 업황에 대한 우려감 때문에 연초대비 하락했음. 동 기간 KOSPI가 20% 가까이 상승한 것을 감안한다면 이미 underperform 이 발생한 것임. 물론 단기간의 빠른 주가 하락 때문에 반등은 가능하겠지만, 시황의 방향성을 감안할 때 그 여력은 제한적인 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	14,859.0	11,713.3	13,223.5	12,133.6	10,427.0	10,447.2
yoy	%	(9.6)	(21.2)	12.9	(8.2)	(14.1)	0.2
영업이익	십억원	350.9	1,611.1	2,544.3	2,222.4	1,568.1	1,468.4
yoy	%	(28.0)	359.1	57.9	(12.7)	(29.4)	(6.4)
EBITDA	십억원	842.6	2,098.8	3,173.4	2,936.0	2,281.7	2,182.0
세전이익	십억원	277.3	1,421.4	2,487.4	2,239.5	1,481.1	1,379.6
순이익(지배주주)	십억원	146.9	992.5	1,835.8	1,659.9	1,097.8	1,022.6
영업이익률%	%	2.4	13.8	19.2	18.3	15.0	14.1
EBITDA%	%	5.7	17.9	24.0	24.2	21.9	20.9
순이익률%	%	1.9	12.1	18.8	18.5	14.2	13.2
EPS	원	4,285	28,957	53,561	48,429	32,029	29,834
PER	배	37.3	8.4	6.9	7.7	11.7	12.6
PBR	배	0.8	1.1	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	7.7	3.7	4.4	4.3	5.5	5.7
ROE	%	2.3	14.2	21.7	16.5	9.8	8.4
순차입금	십억원	1,019	(551)	1,359	(186)	(324)	(316)
부채비율	%	59.6	51.8	68.8	60.4	55.4	51.6

2Q17 preview

(단위: %, 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,441.1	3,426.6	3,671.4	3,996.0	2,995.7	(12.9)	(25.0)	3,720.1	(19.5)
영업이익	693.9	643.2	733.5	814.8	633.4	(8.7)	(22.3)	666.1	(4.9)
세전이익	657.0	609.1	762.7	863.8	626.2	(4.7)	(27.5)	696.9	(10.2)
지배순이익	459.7	450.9	579.0	640.2	464.1	1.0	(27.5)	522.7	(11.2)
영업이익률	20.2	18.8	20.0	20.4	21.1	1.0	0.8	17.9	3.2
세전이익률	19.1	17.8	20.8	21.6	20.9	1.8	(0.7)	18.7	2.2
지배주주순이익률	13.4	13.2	15.8	16.0	15.5	2.1	(0.5)	14.1	1.4

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21	
ROE(지배주주지분)	9.1%	ROE(지배주주지분)	21.7%	10.1%	8.7%	8.0%	7.2%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	9.1%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						

Target P/B	1.42						
2Q18E BPS(지배주주지분)	291,667						
Target Price	415,427						

자료: 롯데케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
EPS(지배주주지분)	53,561	32,997	30,472	30,163	29,126
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	31,538				
2Q18E EPS	32,997				
2Q19E EPS	30,472				

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	252,304	283,841	315,379	346,917	378,455	409,993	441,531	473,069	504,607	536,145
TP by 2Q18E EPS	263,974	296,971	329,968	362,965	395,961	428,958	461,955	494,952	527,949	560,945
TP by 2Q19E EPS	243,774	274,246	304,717	335,189	365,661	396,133	426,604	457,076	487,548	518,020

자료: 롯데케미칼 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	13,223.5	11,195.4	10,044.5	13,223.5	12,133.6	10,427.0	0.0%	8.4%	3.8%
YoY %	12.9%	-15.3%	-10.3%	12.9%	-8.2%	-14.1%			
영업이익	2,544.3	2,030.8	1,543.3	2,544.3	2,222.4	1,568.1	0.0%	9.4%	1.6%
YoY %	57.9%	-20.2%	-24.0%	57.9%	-12.7%	-29.4%			
EBITDA	3,173.4	2,686.6	2,199.1	3,173.4	2,936.0	2,281.7	0.0%	9.3%	3.8%
YoY %	51.2%	-15.3%	-18.1%	51.2%	-7.5%	-22.3%			
순이익	1,835.8	1,503.3	1,089.8	1,835.8	1,659.9	1,097.8	0.0%	10.4%	0.7%
YoY %	85.0%	-18.1%	-27.5%	85.0%	-9.6%	-33.9%			

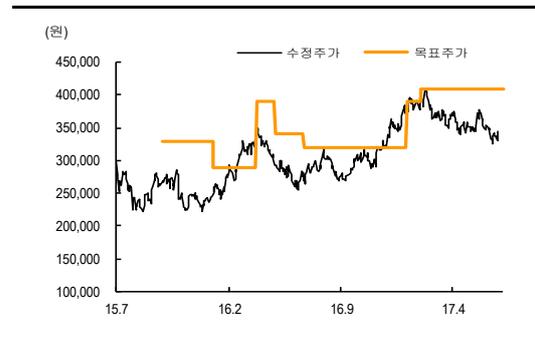
자료: 롯데케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	2,732.6	2,536.7	2,519.4	2,480.3	2,995.7	2,635.0	2,506.8	2,576.2	9.6%	3.9%	-0.5%	3.9%
YoY %	-20.6%	-26.0%	-31.4%	-27.2%	-12.9%	-23.1%	-31.7%	-35.5%				
QoQ %	-19.8%	-7.2%	-0.7%	-1.6%	-25.0%	-12.0%	-4.9%	2.8%				
영업이익	469.9	367.5	340.4	358.9	633.4	423.6	350.5	379.9	34.8%	15.3%	3.0%	5.9%
YoY %	-32.3%	-42.9%	-53.6%	-57.9%	-8.7%	-34.1%	-52.2%	-53.4%				
QoQ %	-44.9%	-21.8%	-7.4%	5.4%	-22.3%	-33.1%	-17.3%	8.4%				
EBITDA	633.9	531.4	504.4	522.9	811.8	602.1	528.9	558.3	28.1%	13.3%	4.9%	6.8%
YoY %	-26.5%	-34.7%	-43.8%	-48.6%	-5.9%	-26.0%	-41.1%	-43.8%				
QoQ %	-37.7%	-16.2%	-5.1%	3.7%	-18.3%	-25.8%	-12.1%	5.6%				
순이익	347.2	268.4	247.0	251.3	464.1	305.7	249.8	265.0	33.7%	13.9%	1.2%	5.5%
YoY %	-24.5%	-40.5%	-57.3%	-60.8%	1.0%	-32.2%	-56.9%	-58.6%				
QoQ %	-45.8%	-22.7%	-8.0%	1.7%	-27.5%	-34.1%	-18.3%	6.1%				

자료: 롯데케미칼 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.03	매수	410,000원
	2017.04.10	매수	410,000원
	2017.02.03	매수	410,000원
	2017.01.09	매수	390,000원
	2016.09.27	매수	320,000원
	2016.06.27	매수	320,000원
	2016.05.02	매수	340,000원
	2016.03.27	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



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 (2017년 7월 3일 기준)

매수	92.72%	중립	7.28%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,405	5,852	6,351	6,454	6,512
현금및현금성자산	1,942	2,203	3,294	3,432	3,425
매출채권및기타채권	1,016	1,552	963	947	977
재고자산	1,163	1,477	1,022	1,005	1,036
비유동자산	6,062	10,015	10,908	11,759	12,612
장기금융자산	273	396	369	369	369
유형자산	3,965	5,547	6,419	7,269	8,122
무형자산	38	1,792	1,771	1,771	1,771
자산총계	11,468	15,867	17,260	18,213	19,124
유동부채	2,146	3,449	3,252	3,241	3,262
단기금융부채	914	1,747	1,872	1,872	1,872
매입채무 및 기타채무	934	1,128	675	664	685
단기충당부채	9	20	22	22	22
비유동부채	1,766	3,017	3,249	3,249	3,249
장기금융부채	1,501	2,441	2,602	2,602	2,602
장기매입채무 및 기타채무	13	9	0	0	0
장기충당부채	18	16	84	84	84
부채총계	3,912	6,466	6,502	6,490	6,511
지배주주지분	7,525	9,363	10,722	11,687	12,577
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	477	479	675	675	675
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	6,739	8,487	9,875	10,840	11,730
비지배주주지분	31	38	36	36	36
자본총계	7,556	9,401	10,758	11,723	12,613
부채외자본총계	11,468	15,867	17,260	18,213	19,124

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,585	2,682	3,823	2,821	2,682
당기순이익(손실)	991	1,837	1,663	1,100	1,024
비현금성항목등	1,096	1,375	1,634	1,699	1,699
유형자산감가상각비	488	629	714	714	714
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(608)	(746)	(920)	(985)	(985)
운전자본감소(증가)	728	(157)	543	22	(41)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	249	(478)	526	16	(30)
재고자산감소(증가)	365	(314)	455	17	(32)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(13)	280	(236)	(12)	21
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	431	650	890	890	890
투자활동현금흐름	(1,269)	(3,579)	(2,206)	(1,564)	(1,567)
금융자산감소(증가)	(572)	297	(491)	0	0
유형자산감소(증가)	(302)	(1,577)	(1,693)	(1,564)	(1,567)
무형자산감소(증가)	(8)	(7)	(1)	0	0
기타	(387)	(2,291)	(20)	0	0
재무활동현금흐름	(327)	1,133	176	(135)	(135)
단기금융부채증가(감소)	(138)	675	124	0	0
장기금융부채증가(감소)	(85)	621	(10)	0	0
자본의증가(감소)	53	11	0	0	0
배당금의 지급	34	84	135	135	135
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	993	261	1,091	138	(7)
기초현금	949	1,942	2,203	3,294	3,432
기말현금	1,942	2,203	3,294	3,432	3,425
FCF	1,865	775	1,684	338	193

자료 : 롯데케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,713	13,224	12,134	10,427	10,447
매출원가	9,646	9,957	9,297	8,331	8,450
매출총이익	2,067	3,267	2,836	2,096	1,997
매출총이익률 (%)	17.6	24.7	23.4	20.1	19.1
판매비와관리비	456	722	614	528	529
영업이익	1,611	2,544	2,222	1,568	1,468
영업이익률 (%)	13.8	19.2	18.3	15.0	14.1
비영업손익	(190)	(57)	17	(87)	(89)
순금융비용	75	50	103	67	68
외환관련손익	(45)	(37)	7	0	0
관계기업투자등 관련손익	(23)	71	119	68	65
세전계속사업이익	1,421	2,487	2,240	1,481	1,380
세전계속사업이익률 (%)	12.1	18.8	18.5	14.2	13.2
계속사업법인세	431	650	577	381	355
계속사업이익	991	1,837	1,663	1,100	1,024
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	991	1,837	1,663	1,100	1,024
순이익률 (%)	8.5	13.9	13.7	10.5	9.8
지배주주	993	1,836	1,660	1,098	1,023
지배주주귀속 순이익률(%)	8.5	13.9	13.7	10.5	9.8
비지배주주	(2)	1	3	2	2
총포괄이익	1,120	1,923	1,393	1,100	1,024
지배주주	1,121	1,921	1,393	1,098	1,023
비지배주주	(1)	3	0	2	2
EBITDA	2,099	3,173	2,936	2,282	2,182

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(21.2)	12.9	(8.2)	(14.1)	0.2
영업이익	359.1	57.9	(12.7)	(29.4)	(6.4)
세전계속사업이익	412.6	75.0	(10.0)	(33.9)	(6.9)
EBITDA	149.1	51.2	(7.5)	(22.3)	(4.4)
EPS(계속사업)	575.8	85.0	(9.6)	(33.9)	(6.9)
수익성 (%)					
ROE	14.2	21.7	16.5	9.8	8.4
ROA	9.1	13.4	10.0	6.2	5.5
EBITDA마진	17.9	24.0	24.2	21.9	20.9
안정성 (%)					
유동비율	251.9	169.7	195.3	199.2	199.6
부채비율	51.8	68.8	60.4	55.4	51.6
순차입금/자기자본	(7.3)	14.5	(1.7)	(2.8)	(2.5)
EBITDA/이자비용(배)	1.8	0.6	(0.0)	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	28,957	53,561	48,429	32,029	29,834
BPS	222,800	235,046	274,850	303,003	328,957
CFPS	46,989	73,182	68,962	54,788	52,630
주당 현금배당금	2,500	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.4	6.9	7.7	11.7	12.6
PER(최저)					
PBR(최고)	1.1	1.6	1.4	1.2	1.1
PBR(최저)					
PCR	5.2	5.0	5.4	6.8	7.1
EV/EBITDA(최고)	3.7	4.4	4.3	5.5	5.7
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

Company Data

자본금	168 십억원
발행주식수	3,349 만주
자사주	559 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,239 십억원
주요주주	
박철완(외6)	24.66%
금호석유 자사주	18.35%
외국인지분률	24.80%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(17/06/30)	73,500 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	0.80
52주 최고가	92,300 원
52주 최저가	59,200 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.0%	-7.8%
6개월	-10.4%	-24.1%
12개월	23.5%	1.8%

금호석유 (011780/KS | 매수(유지) | T.P 100,000 원(유지))

2Q17 preivew: 고무는 잠시 쉬어가고 있을 뿐

2Q17 영업이익은 388 억원으로서 시장 기대치를 -22.4% 하회할 것으로 판단함. 1분기 중 태국홍수 / 중국 춘절 효과로 발생한 급격한 가격상승이 2분기 들어 완전히 소멸된 것이 실적약세의 큰 원인임. 다만 기초적인 공급여력의 감소 속에서 고무라는 commodity 가 up-cycle 에 들어갔다는 의견을 유지하는 만큼 목표주가와 투자의견 그대로 유지함. 화학 down-tum 기초에서도 주가의 절대수익 노릴 수 있는 유력한 기업임

2Q17 영업이익 388 억원(QoQ -41.0% / YoY -40.7%) 추정

6/30 기준 시장 컨센서스 499 억원을 -22.4% 하회하는 실적 수준 예상됨. 지난 분기 고무계열의 급격한 가격 상승 속에서 657 억원의 기대 이상 실적을 시현했다면, 금번 분기는 반대급부의 가격하락이 실적 악화의 기본적인 원인임. 합성고무(SBR) 가격은 평균 1Q \$2,798.3/t 에서 2Q \$1,852.8/t 으로 급락하였음. 1분기 중 작용하였던 태국 홍수 / 중국 춘절 전 재고확보 호재가 급격히 사라진 탓으로 해석 됨. 뿐만 아니라 중국 수요 약세와 정기보수 요인 또한 악재로 작용하였음.

그래도 유효한 Rubber rally

SK 증권 리서치센터는 2016년 7월 이후 rubber rally 를 지속 주장하고 있음. 연말/연초 실제 역사적 바닥권에 머물던 부타디엔, 천연고무 가격이 일제히 반등하면서 동 기대감을 높였지만, 앞서 언급한 대로 2분기 가격 하락 탓에 최근 시장의 기대감은 재차 낮아진 상황임. 다만 기초적인 생산여력의 감소 속에 up-cycle 에 진입했다는 사실은 그대로이기 때문에 재차 가격은 상승세를 보일 것으로 판단함. 실제 6월 말을 전후로 천연고무와 부타디엔, 합성고무 가격은 반등세를 보이고 있음.

목표주가 100,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익 추정치 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 그대로 유지함. 전반적인 화학의 down-cycle 진입이 불가피한 상황에서 동사의 주력인 고무계열만큼은 다른 움직임을 보일 수 있기에, 화학섹터에서 드물게 절대수익 관점에서도 매력 있는 기업으로 판단함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	4,765.7	3,934.5	3,970.4	4,790.5	5,289.5	5,569.4
yoy	%	(7.1)	(17.4)	0.9	20.7	10.4	5.3
영업이익	십억원	184.9	164.0	157.1	218.9	328.7	427.2
yoy	%	37.7	(11.3)	(4.2)	39.4	50.1	30.0
EBITDA	십억원	362.5	339.9	363.0	444.3	554.1	652.6
세전이익	십억원	117.2	169.6	112.9	206.9	289.6	354.1
순이익(지배주주)	십억원	93.2	118.9	73.2	160.3	222.9	272.5
영업이익률%	%	3.9	4.2	4.0	4.6	6.2	7.7
EBITDA%	%	7.6	8.6	9.1	9.3	10.5	11.7
순이익률	%	2.5	4.3	2.8	4.3	5.5	6.4
EPS	원	2,904	3,818	2,320	5,260	7,315	8,945
PER	배	27.8	13.6	35.3	14.0	10.0	8.2
PBR	배	1.7	1.1	1.7	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	12.0	10.1	11.3	8.6	4.2	3.6
ROE	%	6.1	7.6	4.6	9.5	12.0	12.9
순차입금	십억원	1,768	1,746	1,532	1,509	1,431	1,264
부채비율	%	170.3	153.1	163.1	152.9	139.9	125.1

2Q17 preview

(단위: %, 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,011.5	994.4	1,093.0	1,408.2	1,230.3	21.6	(12.6)	1,199.2	2.6
영업이익	65.4	23.5	21.9	65.7	38.8	(40.7)	(41.0)	49.9	(22.4)
세전이익	66.1	22.9	(27.0)	88.4	25.5	(61.5)	(71.2)	40.4	(36.9)
지배순이익	45.0	17.8	(27.8)	69.1	19.6	(56.4)	(71.6)	32.1	(38.9)
영업이익률	6.5	2.4	2.0	4.7	3.2	(3.3)	(1.5)	4.2	(1.0)
세전이익률	6.5	2.3	(2.5)	6.3	2.1	(4.5)	(4.2)	3.4	(1.3)
지배주주순이익률	4.4	1.8	(2.5)	4.9	1.6	(2.9)	(3.3)	2.7	(1.1)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21	
ROE(지배주주지분)	11.0%	ROE(지배주주지분)	4.6%	11.1%	11.2%	11.6%	10.3%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.50	0.20	0.20	0.10	
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	11.0%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						

Target P/B	1.79						
2Q18E BPS(지배주주지분)	56,652						
Target Price	101,565						

자료: 금호석유, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
EPS(지배주주지분)	3,818	6,711	7,664	8,977	8,898
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	7,574				
2Q18E EPS	6,711				
2Q19E EPS	7,664				

Multiple	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0	19.0
TP by weighted EPS	75,736	83,309	90,883	98,456	106,030	113,604	121,177	128,751	136,324	143,898
TP by 2Q18E EPS	67,111	73,822	80,534	87,245	93,956	100,667	107,378	114,089	120,800	127,512
TP by 2Q19E EPS	76,642	84,306	91,971	99,635	107,299	114,963	122,628	130,292	137,956	145,620

자료: 금호석유, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	3,970.4	5,634.5	5,880.0	3,970.4	4,790.5	5,289.5	0.0%	-15.0%	-10.0%
YoY %	0.9%	41.9%	4.4%	0.9%	20.7%	10.4%			
영업이익	157.1	301.3	350.3	157.1	218.9	328.7	0.0%	-27.3%	-6.1%
YoY %	-4.2%	91.8%	16.3%	-4.2%	39.4%	50.1%			
EBITDA	363.0	520.4	569.4	363.0	444.3	554.1	0.0%	-14.6%	-2.7%
YoY %	6.8%	43.3%	9.4%	6.8%	22.4%	24.7%			
순이익	73.2	185.6	225.1	73.2	160.3	222.9	0.0%	-13.7%	-1.0%
YoY %	-38.4%	153.4%	21.3%	-38.4%	118.8%	39.1%			

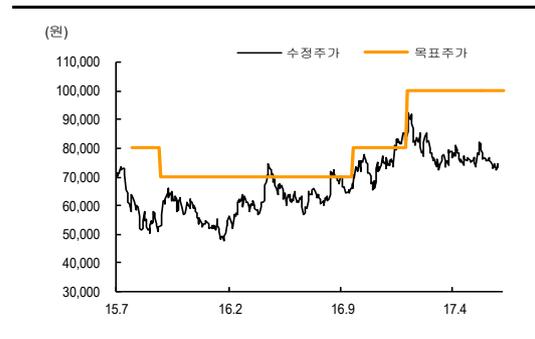
자료: 금호석유, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	1,369.7	1,308.0	1,332.9	1,471.7	1,230.3	1,072.7	1,079.3	1,327.7	-10.2%	-18.0%	-19.0%	-9.8%
YoY %	35.4%	31.5%	22.0%	-9.4%	21.6%	7.9%	-1.3%	-5.7%				
QoQ %	-15.7%	-4.5%	1.9%	10.4%	-12.6%	-12.8%	0.6%	23.0%				
영업이익	73.5	77.7	82.3	91.9	38.8	53.6	60.9	102.6	-47.2%	-31.1%	-26.1%	11.6%
YoY %	12.4%	231.3%	275.9%	35.8%	-40.7%	128.3%	177.8%	56.1%				
QoQ %	8.5%	5.8%	5.9%	11.7%	-41.0%	38.1%	13.6%	68.6%				
EBITDA	128.3	132.5	137.1	146.7	95.1	109.9	117.2	159.0	-25.8%	-17.1%	-14.5%	8.3%
YoY %	10.0%	64.0%	78.8%	19.8%	-18.4%	36.0%	52.9%	30.2%				
QoQ %	4.7%	3.3%	3.5%	7.0%	-22.1%	15.5%	6.6%	35.6%				
순이익	45.1	49.2	52.8	59.3	19.6	32.7	38.9	71.1	-56.6%	-33.5%	-26.3%	19.9%
YoY %	0.4%	176.0%	흑전	54.3%	-56.4%	83.5%	흑전	3.0%				
QoQ %	17.4%	9.0%	7.4%	12.3%	-71.6%	66.9%	19.0%	82.8%				

자료: 금호석유, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.04	매수	100,000원
	2017.04.10	매수	100,000원
	2017.02.03	매수	100,000원
	2017.01.09	매수	100,000원
	2016.09.27	매수	80,000원
	2016.06.27	매수	70,000원
	2016.03.27	매수	70,000원
	2016.02.11	매수	70,000원
	2016.01.05	매수	70,000원
	2015.10.25	매수	70,000원
	2015.09.30	매수	70,000원
	2015.08.05	매수	80,000원



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 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	967.6	1,255.3	1,399.9	1,665.6	1,931.1
현금및현금성자산	47.3	197.0	352.1	430.0	597.0
매출채권및기타채권	471.2	566.5	531.0	630.9	683.3
재고자산	394.7	445.5	478.0	564.2	609.3
비유동자산	3,243.0	3,290.8	3,281.5	3,320.6	3,373.7
장기금융자산	260.6	236.3	271.9	271.9	271.9
유형자산	2,505.7	2,564.8	2,524.3	2,563.3	2,616.4
무형자산	16.2	17.3	17.1	17.1	17.1
자산총계	4,210.6	4,546.1	4,681.4	4,986.2	5,304.7
유동부채	1,541.3	2,145.6	2,083.4	2,160.9	2,201.5
단기금융부채	1,032.3	1,521.1	1,560.4	1,560.4	1,560.4
매입채무 및 기타채무	441.0	542.8	429.8	507.2	547.9
단기충당부채	8.0	6.9	8.0	8.0	8.0
비유동부채	1,005.5	672.7	746.9	746.9	746.9
장기금융부채	883.9	560.5	624.4	624.4	624.4
장기매입채무 및 기타채무	(0.0)	1.5	1.4	1.4	1.4
장기충당부채	0.0	0.0	1.9	1.9	1.9
부채총계	2,546.8	2,818.2	2,830.3	2,907.8	2,948.4
지배주주지분	1,556.5	1,619.7	1,741.5	1,968.8	2,246.8
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	267.8	266.5	266.5	266.5	266.5
기타자본구성요소	(40.3)	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)
자기주식	(40.3)	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)
이익잉여금	1,145.7	1,207.9	1,347.9	1,575.2	1,853.2
비지배주주지분	107.3	108.2	109.6	109.6	109.6
자본총계	1,663.7	1,727.9	1,851.1	2,078.4	2,356.4
부채외자본총계	4,210.6	4,546.1	4,681.4	4,986.2	5,304.7

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	483.2	296.8	346.8	427.0	533.2
당기순이익(손실)	121.9	80.8	163.5	227.3	278.0
비현금성항목등	229.7	309.9	306.9	316.5	316.5
유형자산감가상각비	175.9	206.0	225.4	225.4	225.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(53.7)	(104.0)	(81.5)	(91.1)	(91.1)
운전자본감소(증가)	217.4	(20.2)	(108.8)	(116.8)	(61.3)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	111.7	(85.6)	20.8	(90.1)	(47.3)
재고자산감소(증가)	134.6	(50.8)	(32.5)	(86.1)	(45.2)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(72.9)	154.5	(44.0)	59.4	31.2
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	47.8	32.1	71.9	71.9	71.9
투자활동현금흐름	(391.3)	(250.7)	(196.0)	(264.5)	(278.5)
금융자산감소(증가)	5.2	12.8	(0.9)	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(388.9)	(271.1)	(196.0)	(264.5)	(278.5)
무형자산감소(증가)	(1.6)	(1.5)	(0.4)	0.0	0.0
기타	(6.0)	9.2	1.2	0.0	0.0
재무활동현금흐름	(258.4)	103.6	125.6	0.0	0.0
단기금융부채증(감소)	(470.7)	(52.1)	14.7	0.0	0.0
장기금융부채증(감소)	254.1	183.9	109.6	0.0	0.0
자본의증(감)소	0.8	1.6	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	42.0	22.5	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증(감)소	(166.4)	149.7	155.2	77.8	167.0
기초현금	213.6	47.3	197.0	352.1	430.0
기말현금	47.3	197.0	352.1	430.0	597.0
FCF	64.0	254.1	74.9	108.6	224.4

자료 : 금호석유, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,934.5	3,970.4	4,790.5	5,289.5	5,569.4
매출원가	3,600.6	3,637.5	4,438.2	4,813.5	4,987.1
매출총이익	333.9	332.9	352.3	476.0	582.3
매출총이익률 (%)	8.5	8.4	7.4	9.0	10.5
판매비와관리비	170.0	175.8	133.4	147.3	155.1
영업이익	164.0	157.1	218.9	328.7	427.2
영업이익률 (%)	4.2	4.0	4.6	6.2	7.7
비영업손익	5.7	(44.2)	(12.0)	(39.1)	(73.2)
순금융비용	22.0	15.7	14.0	19.7	30.3
외환관련손익	(22.3)	(17.1)	30.1	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	54.0	36.6	28.1	16.6	9.8
세전계속사업이익	169.6	112.9	206.9	289.6	354.1
세전계속사업이익률 (%)	4.3	2.8	4.3	5.5	6.4
계속사업법인세	47.8	32.1	43.5	62.3	76.1
계속사업이익	121.9	80.8	163.5	227.3	278.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*법인세효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	121.9	80.8	163.5	227.3	278.0
순이익률 (%)	3.1	2.0	3.4	4.3	5.0
지배주주	118.9	73.2	160.3	222.9	272.5
지배주주귀속 순이익률(%)	3.0	1.8	3.3	4.2	4.9
비지배주주	3.0	7.5	3.2	4.4	5.4
총포괄이익	58.3	91.9	186.6	227.3	278.0
지배주주	56.0	87.1	183.4	222.9	272.5
비지배주주	2.2	4.9	3.2	4.4	5.4
EBITDA	339.9	363.0	444.3	554.1	652.6

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(17.4)	0.9	20.7	10.4	5.3
영업이익	(11.3)	(4.2)	39.4	50.1	30.0
세전계속사업이익	44.7	(33.5)	83.3	39.9	22.3
EBITDA	(6.2)	6.8	22.4	24.7	17.8
EPS(계속사업)	31.5	(39.2)	126.8	39.1	22.3
수익성 (%)					
ROE	7.6	4.6	9.5	12.0	12.9
ROA	2.8	1.8	3.5	4.7	5.4
EBITDA마진	8.6	9.1	9.3	10.5	11.7
안정성 (%)					
유동비율	62.8	58.5	67.2	77.1	87.7
부채비율	153.1	163.1	152.9	139.9	125.1
순차입금/자기자본	104.9	88.7	81.5	68.9	53.6
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	0.1	0.3	0.3	0.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,818	2,320	5,260	7,315	8,945
BPS	46,563	48,674	52,606	59,393	67,693
CFPS	8,770	9,506	11,885	14,435	16,744
주당 현금배당금	800	800	800	800	800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.6	35.3	14.0	10.0	8.2
PER(최저)	1.1	1.7	1.4	1.2	1.1
PBR(최고)	5.9	8.6	6.2	5.1	4.4
PBR(최저)	10.1	11.3	8.6	4.2	3.6
EV/EBITDA(최고)	10.1	11.3	8.6	4.2	3.6
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

Company Data

자본금	830 십억원
발행주식수	16,481 만주
자사주	170 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,977 십억원
주요주주	
(주)한화(외5)	36.30%
국민연금공단	10.03%
외국인지분률	27.40%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(17/07/03)	30,200 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	1.39
52주 최고가	30,850 원
52주 최저가	23,100 원
60일 평균 거래대금	35 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.3%	-0.5%
6개월	22.3%	3.6%
12개월	27.2%	4.8%

한화케미칼 (009830/KS | 매수(유지) | T.P 33,000 원(상향))

2Q17 preview: 화성 계열의 분투

2Q17 영업이익은 1,955 억원으로서 컨센서스에 부합할 것으로 판단함. 무엇보다 화성 계열(PVC/가성소다)과 TDI 의 호조가 기타 화학업체대비 QoQ 의 흐름이 견조한 가장 큰 원인임. 다만 올 하반기 이후로는 동사 이익의 여전한 증추인 유화(PE)와 NCC 의 수익성 하락이 불가피하기 때문에 이익/주가의 추가 상승은 제약요인이 될 것임. 이익추정치 상향폭을 반영하여 목표주가 역시 33,000 원으로 상향함

2Q17 영업이익 1,955 억원(QoQ -0.5% / YoY -33.4%) 추정

6/30 기준 컨센서스 1,931 억원을 +1.2% 상회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적 수준일 것으로 판단함. 대다수 화학업종이 중국 춘절 이후 약세 탓에 전분기 대비 감익이 발생하는 상황에서 동사의 이익이 꾸준히 유지되는 이유는 화성계열(PVC/가성소다)과 TDI 의 호조에서 찾을 수 있음. 특히 분기평균 가격으로 볼 때 가성소다 1Q 428.8/t → 2Q 444.0/t, TDI 1Q \$3,181/t → 2Q \$3,529/t(5 월 누적)의 가격은 모두 상승했음. Naphtha 가격의 하락 대비로 본다면 spread 확대폭은 두드러지는 수준임.

길어지기는 어려운 화학의 효과

동사는 화학사업부 외 다양한 사업부를 보유하고 있음. 다만 지난 주가강세의 요인은 유화에 이어 화성까지, 화학사업부가 여전히 이끌고 있는 것은 사실임. 실제로 태양광(폴리실리콘 포함), 유통의 추세는 주가에 있어서 그다지 매력적이지 않음. SK 증권 리서치센터는 지속적으로 2017 년 하반기 이후로는 화학의 down-turn 이 불가피하다고 주장 중임. 이럴 경우 화성과 NCC 의 효과는 기존과 같지 못할 가능성이 큼. 이는 주가의 추가적인 상승에도 제약요인이 될 수밖에 없음

목표주가 28,000 원 → 33,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

화성 효과로 인한 기대 이상의 2분기 실적과 2017 년 증으로 이어질 수 있는 이익 모멘텀을 감안하여 목표주가를 기존대비 상향 조정함. 다만 앞서 언급한 요인들이 추가적인 상승에는 제약요인이 될 수밖에 없을 것으로 판단함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	8,055.3	8,037.0	9,258.8	8,193.4	7,669.4	7,702.6
yoy	%	24	(0.2)	15.2	(11.5)	(6.4)	0.4
영업이익	십억원	141.3	337.0	779.2	646.3	453.9	520.7
yoy	%	44.3	138.6	131.2	(17.1)	(29.8)	14.7
EBITDA	십억원	563.4	789.2	1,224.5	1,075.3	883.0	949.8
세전이익	십억원	50.9	228.4	886.4	867.5	470.8	566.2
순이익(지배주주)	십억원	56.7	188.2	755.3	690.7	366.2	440.5
영업이익률%	%	1.8	4.2	8.4	7.9	5.9	6.8
EBITDA%	%	7.0	9.8	13.2	13.1	11.5	12.3
순이익률	%	0.7	2.3	8.2	8.4	4.8	5.7
EPS	원	349	1,161	4,581	4,191	2,222	2,673
PER	배	33.8	23.4	5.4	7.2	13.6	11.3
PBR	배	0.5	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	9.8	10.0	6.0	6.0	4.9	4.6
ROE	%	1.3	4.2	15.2	12.5	6.2	7.0
순차입금	십억원	3,625	3,490	3,230	2,106	1,718	1,301
부채비율	%	163.6	180.9	152.7	133.1	127.7	122.1

2Q17 preview

(단위: %, 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,392.2	2,385.6	2,317.3	2,191.3	2,139.1	(10.6)	(2.4)	2,307.8	(7.3)
영업이익	293.6	204.7	138.1	196.6	195.5	(33.4)	(0.5)	193.1	1.2
세전이익	342.0	251.8	143.6	392.5	215.5	(37.0)	(45.1)	269.5	(20.0)
지배순이익	299.8	198.7	149.4	321.3	167.6	(44.1)	(47.8)	190.0	(11.8)
영업이익률	12.3	8.6	6.0	9.0	9.1	(3.1)	0.2	8.4	0.8
세전이익률	14.3	10.6	6.2	17.9	10.1	(4.2)	(7.8)	11.7	(1.6)
지배주주순이익률	12.5	8.3	6.4	14.7	7.8	(4.7)	(6.8)	8.2	(0.4)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
ROE(지배주주지분)	6.8%	ROE(지배주주지분)	15.2%	6.8%	6.4%	6.9%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.8%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					

Target P/B	0.96					
2Q18E BPS(지배주주지분)	34,918					
Target Price	33,425					

자료: 한화케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
EPS(지배주주지분)	1,161	2,433	2,420	2,779	2,759
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,532				
2Q18E EPS	2,433				
2Q19E EPS	2,420				

Multiple	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5
TP by weighted EPS	22,789	24,055	25,321	26,587	27,853	29,119	30,385	31,651	32,917	34,183
TP by 2Q18E EPS	21,896	23,112	24,329	25,545	26,762	27,978	29,195	30,411	31,627	32,844
TP by 2Q19E EPS	21,777	22,987	24,197	25,407	26,617	27,826	29,036	30,246	31,456	32,666

자료: 한화케미칼 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	9,258.8	8,736.6	8,292.6	9,258.8	8,193.4	7,669.4	0.0%	-6.2%	-7.5%
YoY %	15.2%	-5.6%	-5.1%	15.2%	-11.5%	-6.4%			
영업이익	779.2	568.0	475.3	779.2	646.3	453.9	0.0%	13.8%	-4.5%
YoY %	131.2%	-27.1%	-16.3%	131.2%	-17.1%	-29.8%			
EBITDA	1,224.5	889.1	796.4	1,224.5	1,075.3	883.0	0.0%	20.9%	10.9%
YoY %	55.2%	-27.4%	-10.4%	55.2%	-12.2%	-17.9%			
순이익	755.3	470.0	348.7	755.3	690.7	366.2	0.0%	47.0%	5.0%
YoY %	301.4%	-37.8%	-25.8%	301.4%	-8.5%	-47.0%			

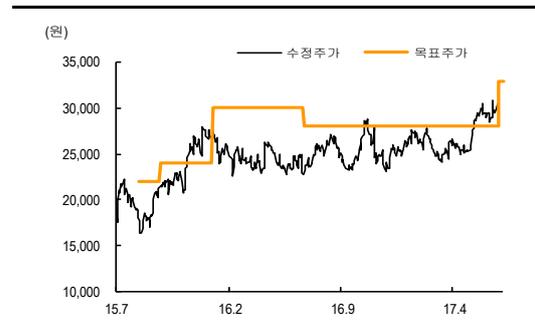
자료: 한화케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	2,182.4	2,110.3	2,088.4	2,052.6	2,139.1	1,958.8	1,904.2	1,898.5	-2.0%	-7.2%	-8.8%	-7.5%
YoY %	-8.8%	-11.5%	-9.9%	-12.9%	-10.6%	-17.9%	-17.8%	-13.4%				
QoQ %	-7.4%	-3.3%	-1.0%	-1.7%	-2.4%	-8.4%	-2.8%	-0.3%				
영업이익	146.5	130.7	111.8	119.8	195.5	139.6	114.6	109.1	33.4%	6.8%	2.5%	-8.9%
YoY %	-50.1%	-36.1%	-19.0%	-33.0%	-33.4%	-31.8%	-17.0%	-44.5%				
QoQ %	-18.1%	-10.8%	-14.5%	7.1%	-0.5%	-28.6%	-17.9%	-4.8%				
EBITDA	226.8	211.0	192.1	200.1	302.8	246.9	221.9	216.4	33.5%	17.0%	15.5%	8.2%
YoY %	-44.7%	-35.4%	-12.0%	-22.8%	-26.2%	-24.4%	1.6%	-28.8%				
QoQ %	-12.5%	-7.0%	-9.0%	4.1%	-0.4%	-18.5%	-10.1%	-2.5%				
순이익	116.0	100.3	81.6	85.0	167.6	113.7	88.1	86.3	44.5%	13.4%	8.1%	1.4%
YoY %	-61.3%	-49.5%	-45.4%	-50.6%	-44.1%	-42.8%	-41.0%	-73.1%				
QoQ %	-32.7%	-13.5%	-18.7%	4.3%	-47.8%	-32.2%	-22.5%	-2.1%				

자료: 한화케미칼 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.04	매수	33,000원
	2017.04.10	매수	28,000원
	2017.01.09	매수	28,000원
	2016.09.27	매수	28,000원
	2016.06.27	매수	28,000원
	2016.03.27	매수	30,000원
	2016.01.05	매수	30,000원
	2015.09.30	매수	24,000원
	2015.08.17	매수	22,000원



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 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,778	4,524	4,744	5,190	5,754
현금및현금성자산	645	1,012	1,712	2,199	2,717
매출채권및기타채권	1,817	1,561	1,270	1,250	1,271
재고자산	1,826	1,421	1,267	1,248	1,269
비유동자산	9,075	9,294	9,114	9,059	9,006
장기금융자산	209	298	299	299	299
유형자산	6,051	5,761	5,631	5,576	5,523
무형자산	441	426	401	401	401
자산총계	13,853	13,818	13,858	14,249	14,759
유동부채	5,421	4,963	4,776	4,855	4,978
단기금융부채	2,427	2,259	2,158	2,258	2,358
매입채무 및 기타채무	1,615	1,758	1,452	1,430	1,454
단기충당부채	70	71	61	61	61
비유동부채	3,501	3,387	3,135	3,135	3,135
장기금융부채	2,619	2,588	2,353	2,353	2,353
장기매입채무 및 기타채무	209	46	46	46	46
장기충당부채	45	49	33	33	33
부채총계	8,921	8,350	7,912	7,991	8,114
지배주주지분	4,633	5,285	5,777	6,089	6,476
자본금	815	830	830	830	830
자본잉여금	829	828	829	829	829
기타자본구성요소	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,887	3,586	4,165	4,477	4,864
비지배주주지분	298	183	170	170	170
자본총계	4,931	5,468	5,946	6,259	6,645
부채외자본총계	13,853	13,818	13,858	14,249	14,759

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,160	1,121	1,347	882	909
당기순이익(손실)	228	886	765	370	444
비현금성항목등	711	424	310	490	490
유형자산감가상각비	452	445	429	429	429
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(259)	21	119	(61)	(61)
운전자본감소(증가)	305	(152)	278	23	(25)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(499)	254	268	19	(21)
재고자산감소(증가)	47	405	154	19	(20)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	37	20	(224)	(15)	16
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(952)	(446)	(123)	(374)	(376)
금융자산감소(증가)	(158)	126	(29)	0	0
유형자산감소(증가)	(662)	(413)	(400)	(374)	(376)
무형자산감소(증가)	(5)	(13)	19	0	0
기타	(127)	(146)	287	0	0
재무활동현금흐름	(105)	(302)	(301)	(58)	(58)
단기금융부채증가(감소)	41	17	(35)	0	0
장기금융부채증가(감소)	44	(80)	(164)	0	0
자본의증가(감소)	97	201	0	0	0
배당금의 지급	25	25	58	58	58
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	95	368	699	488	518
기초현금	549	645	1,012	1,712	2,199
기말현금	645	1,012	1,712	2,199	2,717
FCF	496	468	1,002	432	439

자료 : 한화케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,037	9,259	8,193	7,669	7,703
매출원가	6,541	7,211	6,480	6,217	6,179
매출총이익	1,496	2,048	1,713	1,453	1,524
매출총이익률 (%)	18.6	22.1	20.9	18.9	19.8
판매비와관리비	1,159	1,268	1,067	999	1,003
영업이익	337	779	646	454	521
영업이익률 (%)	4.2	8.4	7.9	5.9	6.8
비영업손익	(109)	107	221	17	45
순금융비용	59	56	36	62	77
외환관련손익	(72)	(8)	13	0	0
관계기업투자등 관련손익	176	446	384	190	209
세전계속사업이익	228	886	868	471	566
세전계속사업이익률 (%)	2.8	9.6	10.6	6.1	7.4
계속사업법인세	48	115	170	101	122
계속사업이익	180	771	697	370	444
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	180	771	697	370	444
순이익률 (%)	2.2	8.3	8.5	4.8	5.8
지배주주	188	755	691	366	440
지배주주귀속 순이익률(%)	2.3	8.2	8.4	4.8	5.7
비지배주주	(8)	16	6	3	4
총포괄이익	163	668	602	370	444
지배주주	167	663	603	366	440
비지배주주	(4)	5	(1)	3	4
EBITDA	789	1,225	1,075	883	950

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(0.2)	15.2	(11.5)	(6.4)	0.4
영업이익	138.6	131.2	(17.1)	(29.8)	14.7
세전계속사업이익	348.6	288.1	(2.1)	(45.7)	20.3
EBITDA	40.1	55.2	(12.2)	(17.9)	7.6
EPS(계속사업)	232.5	294.8	(8.5)	(47.0)	20.3
수익성 (%)					
ROE	4.2	15.2	12.5	6.2	7.0
ROA	1.4	5.6	5.0	2.6	3.1
EBITDA마진	9.8	13.2	13.1	11.5	12.3
안정성 (%)					
유동비율	88.1	91.2	99.3	106.9	115.6
부채비율	180.9	152.7	133.1	127.7	122.1
순차입금/자기자본	70.8	59.1	35.4	27.5	19.6
EBITDA/이자비용(배)	0.2	0.2	(0.1)	(0.1)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,161	4,581	4,191	2,222	2,673
BPS	27,129	30,729	33,708	35,588	37,920
CFPS	4,405	6,768	5,692	4,733	5,049
주당 현금배당금	150	149	149	149	149
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.4	5.4	7.2	13.6	11.3
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)					
PCR	6.2	3.6	5.3	6.4	6.0
EV/EBITDA(최고)	10.0	6.0	6.0	4.9	4.6
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

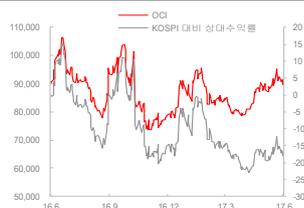
Company Data

자본금	127 십억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,139 십억원
주요주주	
이수영(외31)	30.04%
국민연금공단	9.26%
외국인지분률	12.10%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(17/06/30)	89,700 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	1.59
52주 최고가	106,500 원
52주 최저가	73,600 원
60일 평균 거래대금	25 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.8%	-1.1%
6개월	14.0%	-3.4%
12개월	-0.7%	-18.2%

OCI (010060/KS | 매수(유지) | T.P 100,000 원(유지))

2Q17 preview: 지속 하락하는 폴리실리콘

2Q17 영업이익 353 억원으로 추정되어 컨센서스와 유사할 것으로 판단함. 전분기대비로는 하락 폭이 큰 편인데, 이는 전분기 반영되었던 Alamo 7 매각 차익이 소멸된 부분이 큼. 영업에서는 폴리실리콘의 약세를 TDI의 강세가 상쇄했을 것으로 판단함. 최근 정부 신재생에너지 확대정책 기대감이 반영되어 주가 상승 있었음. 하지만 fundamental 변수는 여전히 약세이기에 추가 상승동력으로 작용하기에는 부담 있어 보임

2Q17 영업이익 353 억원(QoQ -49.2% / YoY -25.2%) 추정

6/30 시장 컨센서스 385 억원을 -8.4% 하회하는, 사실상 기대치에 부합하는 수준인 것으로 판단함. 전분기 대비(694 억원)로 본다면 하락인데, 이는 Alamo7 매각 차익이 반영된 효과가 금번 분기에는 소멸된 것이 크다고 할 수 있음. 폴리실리콘은 1Q \$15.9/kg 으로 반등했었으나 2Q 에는 \$13.6/kg 으로 급락하면서 분기 최저 가격을 재차 경신하였음. 다만 TDI 가격이 유가하락에도 불구하고 오히려 1Q \$3,181/t → 2Q \$3,529/t(5 월 누적)으로 상승하는 호조세를 보인 것이 그나마 플러스 요인으로 작용하였음.

폴리실리콘에서의 경쟁력 확보가 관건

현재 신재생에너지 시장 자체에 호호적인 환경이 조성되지는 않고 있음. 문재인 정부 이후 신재생발전량 증대 기대감이 있지만, 일단 가스가 우선시되는 데다가 명확한 정책이 나오지 않았다는 risk 가 있고, 글로벌 환경을 본다 하더라도 트럼프가 파리기후협약에서 공식 탈퇴하는 등 탄소에너지(hydrocarbon)의 낮은 가격이 부각되고 있기 때문임. 결국 폴리실리콘 내에서 GCL/Wacker 대비 하락한 원가 경쟁력을 회복하는 것이 동사에게 있어서 최대 관건이 될 것으로 판단함.

목표주가 100,000 원 / 투자 의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자 의견 그대로 유지함. 최근 정책과 시장 회복 기대감으로 주가가 상승했지만, fundamental 변수는 여전히 불안한 부분이 있기 때문에 주가의 추가 상승여력이 높지는 않은 것으로 판단함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	2,420.5	2,301.5	2,739.4	2,954.6	2,439.3	2,188.3
yoy	%	(18.1)	(4.9)	19.0	7.9	(17.4)	(10.3)
영업이익	십억원	(76.0)	(144.6)	121.4	211.9	229.3	352.3
yoy	%	적지	적지	흑전	74.6	8.2	53.6
EBITDA	십억원	450.2	219.3	427.2	452.9	424.6	420.3
세전이익	십억원	(57.2)	(303.1)	(195.1)	167.6	190.9	328.0
순이익(지배주주)	십억원	(19.9)	100.3	242.1	117.9	141.2	242.6
영업이익률%	%	(3.1)	(6.3)	4.4	7.2	9.4	16.1
EBITDA%	%	18.6	9.5	15.6	15.3	17.4	19.2
순이익률%	%	(0.8)	4.4	8.8	4.0	5.8	11.1
EPS	원	(835)	4,206	10,151	4,942	5,919	10,172
PER	배	(94.1)	17.8	7.8	18.2	15.2	8.8
PBR	배	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	9.0	17.8	8.5	6.3	6.8	6.2
ROE	%	(0.7)	3.5	7.9	3.6	4.2	6.9
순차입금	십억원	2,170	2,123	1,749	733	741	478
부채비율	%	127.9	125.1	91.4	76.1	73.1	67.9

2Q17 preview

(단위: %, 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	663.7	535.5	650.5	1,138.4	612.2	(7.8)	(46.2)	676.2	(9.5)
영업이익	47.1	2.3	(1.9)	69.4	35.3	(25.2)	(49.2)	38.5	(8.4)
세전이익	(40.3)	(150.5)	(92.4)	54.2	24.8	(161.6)	(54.3)	24.3	2.2
지배순이익	149.9	(96.6)	(50.3)	34.0	18.3	(87.8)	(46.1)	19.8	(7.6)
영업이익률	7.1	0.4	(0.3)	6.1	5.8	(1.3)	(0.3)	5.7	0.1
세전이익률	(6.1)	(28.1)	(14.2)	4.8	4.1	10.1	(0.7)	3.6	0.5
지배주주순이익률	22.6	(18.0)	(7.7)	3.0	3.0	(19.6)	0.0	2.9	0.1

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
ROE(지배주주지분)	5.9%	ROE(지배주주지분)	7.9%	3.9%	5.5%	6.5%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.33	0.33	0.33
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	5.9%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					

Target P/B	0.79					
2Q18E BPS(지배주주지분)	131,204					
Target Price	103,450					

자료: OI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
EPS(지배주주지분)	4,206	5,390	8,105	10,207	10,328
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	7,390				
2Q18E EPS	5,390				
2Q19E EPS	8,105				

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	66,511	73,901	81,291	88,682	96,072	103,462	110,852	118,242	125,632	133,022
TP by 2Q18E EPS	48,509	53,899	59,289	64,678	70,068	75,458	80,848	86,238	91,628	97,018
TP by 2Q19E EPS	72,945	81,050	89,156	97,261	105,366	113,471	121,576	129,681	137,786	145,891

자료: OI, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	2,739.4	2,516.8	2,401.1	2,739.4	2,954.6	2,439.3	0.0%	17.4%	1.6%
YoY %	19.0%	-8.1%	-4.6%	19.0%	7.9%	-17.4%			
영업이익	121.4	232.6	217.9	121.4	211.9	229.3	0.0%	-8.9%	5.2%
YoY %	흑전	91.7%	-6.3%	흑전	74.6%	8.2%			
EBITDA	427.2	473.1	418.0	427.2	452.9	424.6	0.0%	-4.3%	1.6%
YoY %	94.8%	10.7%	-11.6%	94.8%	6.0%	-6.2%			
순이익	242.1	159.8	161.0	242.1	117.9	141.2	0.0%	-26.3%	-12.3%
YoY %	141.4%	-34.0%	0.8%	141.4%	-51.3%	19.8%			

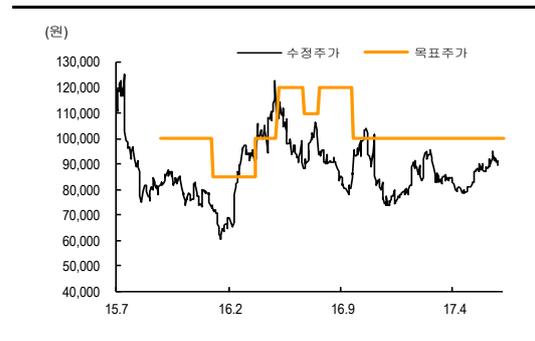
자료: OCI, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	588.2	606.0	617.6	601.0	612.2	589.0	615.0	610.6	4.1%	-2.8%	-0.4%	1.6%
YoY %	-11.4%	13.2%	-5.1%	-14.8%	-7.8%	10.0%	-5.5%	-46.4%				
QoQ %	-16.6%	3.0%	1.9%	-2.7%	-46.2%	-3.8%	4.4%	-0.7%				
영업이익	23.8	70.8	54.0	50.4	35.3	60.0	47.1	62.3	48.4%	-15.2%	-12.7%	23.5%
YoY %	-49.6%	3025.3%	흑전	-40.0%	-25.2%	2551.6%	흑전	-10.3%				
QoQ %	-71.7%	197.7%	-23.8%	-6.5%	-49.2%	70.2%	-21.5%	32.3%				
EBITDA	94.0	120.8	104.0	100.5	104.3	108.9	95.9	111.1	11.0%	-9.9%	-7.7%	10.6%
YoY %	-24.6%	54.6%	41.8%	-34.9%	-16.3%	39.3%	30.9%	-22.7%				
QoQ %	-39.1%	28.5%	-13.9%	-3.4%	-27.5%	4.4%	-11.9%	15.9%				
순이익	16.6	51.3	37.7	31.5	18.3	37.6	27.9	39.3	10.2%	-26.8%	-25.9%	24.6%
YoY %	-88.9%	흑전	흑전	-41.7%	-87.8%	흑전	흑전	15.6%				
QoQ %	-69.3%	208.4%	-26.5%	-16.4%	-46.1%	104.9%	-25.6%	40.6%				

자료: OCI, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.04	매수	100,000원
	2017.04.10	매수	100,000원
	2017.01.09	매수	100,000원
	2016.09.27	매수	100,000원
	2016.07.25	매수	120,000원
	2016.06.27	매수	110,000원
	2016.05.09	매수	120,000원
	2016.03.27	매수	100,000원
	2016.01.05	매수	85,000원
	2015.10.28	매수	100,000원
	2015.09.30	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 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 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,400	1,981	1,805	2,019	2,207
현금및현금성자산	477	339	1,142	1,134	1,397
매출채권및기타채권	562	578	296	385	348
재고자산	517	790	228	361	326
비유동자산	4,899	4,267	4,074	4,001	4,042
장기금융자산	69	50	58	58	58
유형자산	4,259	3,463	3,294	3,221	3,262
무형자산	47	34	33	33	33
자산총계	7,299	6,249	5,879	6,019	6,250
유동부채	1,585	1,438	1,009	1,011	997
단기금융부채	630	1,051	759	759	759
매입채무 및 기타채무	566	302	149	151	137
단기충당부채	6	0	0	0	0
비유동부채	2,471	1,546	1,530	1,530	1,530
장기금융부채	2,000	1,204	1,195	1,195	1,195
장기매입채무 및 기타채무	24	11	11	11	11
장기충당부채	9	10	10	10	10
부채총계	4,057	2,984	2,540	2,542	2,527
지배주주지분	2,955	3,196	3,273	3,411	3,656
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	797	786	786	786	786
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,014	2,257	2,360	2,498	2,743
비지배주주지분	287	69	67	67	67
자본총계	3,242	3,265	3,339	3,478	3,722
부채외자본총계	7,299	6,249	5,879	6,019	6,250

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	21	408	1,164	221	482
당기순이익(손실)	182	219	124	148	254
비현금성항목등	283	239	353	293	166
유형자산감가상각비	364	306	241	195	68
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	81	67	(112)	(98)	(98)
운전자본감소(증가)	(324)	18	701	(220)	62
매출채권및기타채권의 감소(증가)	114	(23)	280	(89)	36
재고자산감소(증가)	36	(273)	562	(132)	34
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(11)	15	(75)	1	(8)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	81	0	74	74	74
투자활동현금흐름	(197)	(139)	3	(122)	(109)
금융자산감소(증가)	(15)	(108)	63	0	0
유형자산감소(증가)	(865)	(441)	(118)	(122)	(109)
무형자산감소(증가)	(8)	(2)	(1)	0	0
기타	692	412	60	0	0
재무활동현금흐름	168	(404)	(278)	(10)	(10)
단기금융부채증가(감소)	(259)	(510)	(318)	0	0
장기금융부채증가(감소)	460	113	50	0	0
자본의증가(감소)	11	0	0	0	0
배당금의 지급	58	5	10	10	10
기타	(41)	(5)	0	0	0
현금의 증가(감소)	(41)	(138)	803	(8)	263
기초현금	518	477	339	1,142	1,134
기말현금	477	339	1,142	1,134	1,397
FCF	(1,095)	(304)	1,039	31	292

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,302	2,739	2,955	2,439	2,188
매출원가	2,216	2,409	2,597	2,090	1,728
매출총이익	86	330	357	349	460
매출총이익률 (%)	3.7	12.0	12.1	14.3	21.0
판매비와관리비	230	209	145	120	108
영업이익	(145)	121	212	229	352
영업이익률 (%)	(6.3)	4.4	7.2	9.4	16.1
비영업손익	(158)	(316)	(44)	(38)	(24)
순금융비용	23	45	77	66	80
외환관련손익	9	11	(33)	0	0
관계기업투자등 관련손익	29	3	20	13	13
세전계속사업이익	(303)	(195)	168	191	328
세전계속사업이익률 (%)	(13.2)	(7.1)	5.7	7.8	15.0
계속사업법인세	(64)	(218)	44	43	74
계속사업이익	(239)	23	124	148	254
중단사업이익	421	197	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	182	219	124	148	254
순이익률 (%)	7.9	8.0	4.2	6.1	11.6
지배주주	100	242	118	141	243
지배주주귀속 순이익률(%)	4.4	8.8	4.0	5.8	11.1
비지배주주	82	(23)	6	7	12
총포괄이익	252	227	76	148	254
지배주주	167	249	74	141	243
비지배주주	85	(22)	2	7	12
EBITDA	219	427	453	425	420

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(4.9)	19.0	7.9	(17.4)	(10.3)
영업이익	적지	흑전	74.6	8.2	53.6
세전계속사업이익	적지	적지	흑전	13.9	71.9
EBITDA	(51.3)	94.8	6.0	(6.2)	(1.0)
EPS(계속사업)	흑전	141.4	(51.3)	19.8	71.9
수익성 (%)					
ROE	3.5	7.9	3.6	4.2	6.9
ROA	2.5	3.2	2.0	2.5	4.1
EBITDA마진	9.5	15.6	15.3	17.4	19.2
안정성 (%)					
유동비율	151.4	137.8	178.8	199.6	221.4
부채비율	125.1	91.4	76.1	73.1	67.9
순차입금/자기자본	65.5	53.6	22.0	21.3	12.8
EBITDA/이자비용(배)	(0.4)	1.0	0.0	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,206	10,151	4,942	5,919	10,172
BPS	109,042	125,056	128,435	134,238	144,497
CFPS	10,475	12,233	16,650	15,641	14,300
주당 현금배당금	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.8	7.8	18.2	15.2	8.8
PER(최저)					
PBR(최고)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
PBR(최저)					
PCR	7.2	6.4	5.4	5.7	6.3
EV/EBITDA(최고)	17.8	8.5	6.3	6.8	6.2
EV/EBITDA(최저)	4.2	3.5	6.5	3.7	1.5

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

Company Data

자본금	56 십억원
발행주식수	1,056 만주
자사주	72 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,608 십억원
주요주주	
정몽진(외10)	38.77%
국민연금공단	11.69%
외국인지분률	17.30%
배당수익률	1.80%

Stock Data

주가(17/06/30)	436,500 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	0.88
52주 최고가	436,500 원
52주 최저가	318,000 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.1%	5.1%
6개월	21.4%	2.9%
12개월	14.7%	-5.5%

KCC (002380/KS | 매수(유지) | T.P 500,000 원(상향))

2Q17 preview: 영업상황보다는 보유주식가치 상승이 호재

2Q17 영업이익 944 억원으로 컨센서스와 유사할 것으로 판단함. 1 분기 중 우려요인이 되었던 원재료 가격 상승은, 2 분기 진입 이후 유가하락과 함께 상쇄되었음. 오히려 현대 중공업, 삼성물산 등 보유주식 가치 강세로 인한 최근 주가상승이 조금 더 이어질 수 있는 여력 있음. 해당 사항을 반영해 목표주가 역시 50 만원으로 상향 조정함.

2Q17 영업이익 944 억원(QoQ +32.5% / YoY -10.3%) 추정

6/30 기준 컨센서스 948 억원을 -0.5% 하회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적일 것으로 판단함. 1 분기까지만 하더라도 유가와 동반한 원재료 가격 상승이 동사 실적/ 주가에 부담 요인으로 작용했지만, 2 분기 중 유가와 함께 석유화학 제품가격이 동반 하락하면서 이러한 요인을 해소하였을 것으로 기대됨.

주가의 상승은 보유주식 가치 강세로 해석

연초 이후 동사의 주가는 약 30 만원 수준의 저가레벨에서 40 만원 이상까지 급반등하였음. 기본적으로 KOSPI 의 강세도 있지만, 투자유가증권(보유주식) 중 현대중공업, 삼성물산의 가치가 급반등한 것이 호재로 작용하였음. 특히 현대중공업은 수주절벽으로 주가가 바닥을 이룬 지난 해 이후 지속반등 추세가 가능할 것으로 판단되는 만큼 추가적인 모멘텀을 낼 수 있을 것으로 판단함.

목표주가 450,000 원 → 500,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

최근 주식가치 상승 반영하여 동사의 자산가치(투자유가증권 가치)를 상향조정하며, 이를 반영해 목표주가 역시 기존대비 소폭 상향 조정함. KOSPI 의 강세 여건이 마련되어 있고 원재료 하락도 영업에는 호재이기 때문에 추가 주가 상승 가능한 것으로 판단함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	3,399.8	3,414.4	3,490.5	3,280.0	3,089.4	2,970.0
yoy	%	5.2	0.4	2.2	(6.0)	(5.8)	(3.9)
영업이익	억원	273.4	309.2	326.6	282.5	291.3	306.7
yoy	%	18.0	13.1	5.6	(13.5)	3.1	5.3
EBITDA	억원	428.0	472.8	529.9	487.7	496.6	512.0
세전이익	억원	475.1	250.7	232.0	237.8	236.0	257.2
순이익(지배주주)	억원	325.7	183.6	152.3	185.6	185.3	201.9
발표영업이익률	%	8.0	9.1	9.4	8.6	9.4	10.3
EBITDA%	%	12.6	13.8	15.2	14.9	16.1	17.2
순이익률	%	14.0	7.3	6.6	7.3	7.6	8.7
EPS	원	30,964	17,388	14,430	17,583	17,552	19,123
PER	배	16.8	24.0	24.9	24.8	24.9	22.8
PBR	배	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	12.3	11.6	9.4	11.8	11.3	10.7
ROE	%	5.8	3.0	2.6	3.1	3.0	3.3
순차입금	억원	(194)	1,073	1,202	1,146	1,017	879
부채비율	%	38.9	47.7	53.6	51.8	50.6	49.4

SOTP Valuation (단위: 십억원)

1. 영업가치

2017년 EBITDA 추정치	487.7
target multiple	4.5
target value	2,194.8

2. 자산가치

1Q17 기준 현금 및 현금성자산	500.7
1Q17 기준 투자부동산	648.7
1Q17 기준 관계기업/공동투자	306.8
discount	20.0%
target value	1,165.0

3. 투자유가증권

회사명	보유주식수	종가(6/30)	가치
현대중공업	4,106,330	176,500	724.8
현대자동차	713,000	159,500	113.7
현대모비스	923	250,000	0.2
현대산업개발	1,884,600	46,950	88.5
현대중합상사	2,679,576	20,200	54.1
코엔텍	1,000,000	4,485	4.5
쌍용자동차	1,255	6,840	0.0
한라	3,703,703	4,820	17.9
등양	744	2,275	0.0
남광토건	195	7,400	0.0
웅진홀딩스	1,159	2,300	0.0
삼성물산(舊제일모직)	17,009,518	148,000	2,517.4
한라홀딩스	432,100	64,200	27.7
동부건설	1,692	15,350	0.0
비상장사(장부가)			47.0
target value			3,595.9

4. 총차입금

1,932.4

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

4,804.6

target price(원)

477,498

자료: KCC, SK 증권

2Q17 preview

(단위 % 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	908.7	857.4	937.8	843.0	826.5	(9.0)	(1.9)	937.2	(11.8)
영업이익	105.2	99.0	36.7	71.2	94.4	(10.3)	32.5	94.8	(0.5)
세전이익	82.0	88.3	(16.7)	44.7	88.1	7.5	97.0	76.9	14.6
지배순이익	60.3	63.1	(29.7)	34.0	69.1	14.6	103.2	57.9	19.4
영업이익률	11.6	11.5	3.9	8.4	11.4	(0.2)	3.0	10.1	1.3
세전이익률	9.0	10.3	(1.8)	5.3	10.7	1.6	5.4	8.2	2.5
지배주주순이익률	6.6	7.4	(3.2)	4.0	8.4	1.7	4.3	6.2	2.2

자료: SK 증권 Fnguide

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	3,490.5	3,580.6	3,609.1	3,490.5	3,280.0	3,089.4	0.0%	-8.4%	-14.4%
YoY %	2.2%	2.6%	0.8%	2.2%	-6.0%	-5.8%			
영업이익	326.6	318.8	330.7	326.6	282.5	291.3	0.0%	-11.4%	-11.9%
YoY %	5.6%	-2.4%	3.8%	5.6%	-13.5%	3.1%			
EBITDA	529.9	528.8	540.8	529.9	487.7	496.6	0.0%	-7.8%	-8.2%
YoY %	12.1%	-0.2%	2.3%	12.1%	-8.0%	1.8%			
순이익	152.3	239.7	228.6	152.3	185.6	185.3	0.0%	-22.6%	-18.9%
YoY %	-17.0%	57.4%	-4.7%	-17.0%	21.8%	-0.2%			

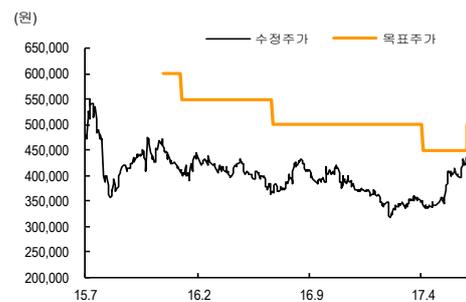
자료: KCC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	894.3	896.0	897.8	899.6	826.5	811.8	798.7	786.9	-7.6%	-9.4%	-11.0%	-12.5%
YoY %	-1.6%	4.5%	-4.3%	0.8%	-9.0%	-5.3%	-14.8%	-6.6%				
QoQ %	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	-1.9%	-1.8%	-1.6%	-1.5%				
영업이익	111.8	82.3	36.2	88.5	94.4	80.8	36.1	68.8	-15.6%	-1.8%	-0.3%	-22.2%
YoY %	6.2%	-16.9%	-1.4%	0.0%	-10.3%	-18.4%	-1.6%	-3.4%				
QoQ %	26.3%	-26.4%	-56.0%	144.3%	32.5%	-14.4%	-55.3%	90.5%				
EBITDA	164.3	134.8	88.7	141.0	145.7	132.1	87.4	120.1	-11.3%	-2.0%	-1.4%	-14.8%
YoY %	5.6%	-11.0%	-0.6%	0.0%	-6.4%	-12.8%	-2.0%	-2.0%				
QoQ %	16.5%	-17.9%	-34.2%	58.9%	18.9%	-9.3%	-33.8%	37.4%				
순이익	85.6	62.5	25.6	61.5	69.1	59.7	22.8	42.5	-19.2%	-4.5%	-11.0%	-30.9%
YoY %	41.9%	-1.0%	흑전	-6.9%	14.6%	-5.5%	흑전	25.0%				
QoQ %	29.5%	-27.0%	-59.0%	140.1%	103.2%	-13.7%	-61.8%	86.6%				

자료: KCC, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.04	매수	500,000원
	2017.04.10	매수	450,000원
	2017.01.09	매수	500,000원
	2016.09.27	매수	500,000원
	2016.06.27	매수	500,000원
	2016.03.27	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 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
비유동자산	2,206	2,289	2,165	2,226	2,321
장기금융자산	445	588	581	711	848
유형자산	898	927	809	768	743
무형자산	527	526	527	501	485
유동자산	6,463	6,874	7,020	7,031	7,033
현금및현금성자산	3,127	3,219	3,335	3,335	3,335
매출채권및기타채권	2,515	2,572	2,629	2,640	2,642
재고자산	41	40	39	39	39
자산총계	8,668	9,162	9,185	9,257	9,355
비유동부채	1,375	1,678	1,614	1,589	1,573
장기금융부채	817	1,065	1,021	1,021	1,021
장기매입채무 및 기타채무	444	510	502	477	461
장기충당부채	0	0	0	0	0
유동부채	1,425	1,518	1,521	1,521	1,521
단기금융부채	833	943	930	930	930
매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
단기충당부채	13	13	12	12	12
부채총계	2,800	3,195	3,135	3,110	3,095
지배주주지분	5,858	5,956	6,040	6,136	6,250
자본금	56	56	56	56	56
자본잉여금	468	468	468	468	468
기타자본구성요소	(123)	(123)	(123)	(123)	(123)
자기주식	(123)	(123)	(123)	(123)	(123)
이익잉여금	4,363	4,440	4,458	4,555	4,668
비지배주주지분	11	11	10	10	10
자본총계	5,869	5,967	6,050	6,147	6,260
부채외자본총계	8,668	9,162	9,185	9,257	9,355

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	95	431	488	534	530
당기순이익(손실)	185	153	186	185	202
비현금성항목등	337	426	304	295	295
유형자산감가상각비	164	203	205	205	205
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(173)	(223)	(98)	(90)	(90)
운전자본감소(증가)	(246)	(47)	20	53	33
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(36)	(33)	130	39	24
재고자산감소(증가)	(14)	1	(2)	26	16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	35	(13)	(12)	(8)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	66	79	42	42	42
투자활동현금흐름	(865)	(498)	(255)	(216)	(208)
금융자산감소(증가)	(559)	(105)	6	0	0
유형자산감소(증가)	(358)	(289)	(267)	(216)	(208)
무형자산감소(증가)	(11)	(1)	(0)	0	0
기타	63	(103)	7	0	0
재무활동현금흐름	464	202	(143)	(89)	(89)
단기금융부채증가(감소)	606	143	(42)	0	0
장기금융부채증가(감소)	(11)	197	0	0	0
자본의증가(감소)	3	1	0	0	0
배당금의 지급	88	89	89	89	89
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(301)	144	(7)	130	138
기초현금	745	445	588	581	711
기말현금	445	588	581	711	848
FCF	(300)	328	248	261	265

자료 : KCC, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,414	3,490	3,280	3,089	2,970
매출원가	2,529	2,561	2,460	2,292	2,177
매출총이익	886	929	820	797	793
매출총이익률 (%)	25.9	26.6	25.0	25.8	26.7
판매비와관리비	577	603	537	506	487
영업이익	309	327	282	291	307
영업이익률 (%)	9.1	9.4	8.6	9.4	10.3
비영업손익	(58)	(95)	(45)	(55)	(50)
순금융비용	150	49	66	28	34
외환관련손익	(14)	(0)	(6)	0	0
관계기업투자등 관련손익	(16)	(56)	7	10	10
세전계속사업이익	251	232	238	236	257
세전계속사업이익률 (%)	7.3	6.6	7.3	7.6	8.7
계속사업법인세	66	79	52	51	55
계속사업이익	185	153	186	185	202
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	185	153	186	185	202
순이익률 (%)	5.4	4.4	5.7	6.0	6.8
지배주주	184	152	186	185	202
지배주주귀속 순이익률(%)	5.4	4.4	5.7	6.0	6.8
비지배주주	1	1	0	0	0
총포괄이익	(273)	189	250	185	202
지배주주	(273)	189	251	185	202
비지배주주	(0)	0	(1)	0	0
EBITDA	473	530	488	497	512

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	0.4	2.2	(6.0)	(5.8)	(3.9)
영업이익	13.1	5.6	(13.5)	3.1	5.3
세전계속사업이익	(47.2)	(7.5)	2.5	(0.8)	9.0
EBITDA	10.5	12.1	(8.0)	1.8	3.1
EPS(계속사업)	(43.8)	(17.0)	21.8	(0.2)	9.0
수익성 (%)					
ROE	3.0	2.6	3.1	3.0	3.3
ROA	2.1	1.7	2.0	2.0	2.2
EBITDA마진	13.8	15.2	14.9	16.1	17.2
안정성 (%)					
유동비율	160.4	136.4	134.2	140.1	147.5
부채비율	47.7	53.6	51.8	50.6	49.4
순차입금/자기자본	18.3	20.1	18.9	16.5	14.0
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.2	(0.1)	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	17,388	14,430	17,583	17,552	19,123
BPS	601,021	611,189	620,660	629,829	640,568
CFPS	37,115	39,656	40,302	41,106	42,254
주당 현금배당금	8,996	8,996	8,996	8,996	8,996
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.0	24.9	24.8	24.9	22.8
PER(최저)					
PBR(최고)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
PBR(최저)					
PCR	11.2	9.1	10.8	10.6	10.3
EV/EBITDA(최고)	11.6	9.4	11.8	11.3	10.7
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

Company Data

자본금	188 십억원
발행주식수	3,753 만주
자사주	211 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,259 십억원
주요주주	
SK(주)(외9)	41.71%
국민연금공단	12.28%
외국인지분률	10.90%
배당수익률	2.20%

Stock Data

주가(17/06/30)	33,550 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	1.02
52주 최고가	34,400 원
52주 최저가	26,400 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.0%	4.0%
6개월	1.7%	-13.9%
12개월	24.0%	2.2%

SKC (011790/KS | 매수(유지) | T.P 40,000 원(유지))

2Q17 preview: 양호한 실적, 관건은 성장 모멘텀

2Q17 영업이익 415 억원은 시장 컨센서스와 크게 다르지 않은 수준인 것으로 판단함. 여전히 화학(PO)이 양호한 시황으로 실적을 견인하는 가운데, 필름의 회복과 투자회사의 견조한 실적도 긍정적으로 판단할 수 있는 부분임. 다만 동사의 주가에서 중요한 부분은 현재 꾸준한 실적보다는 성장모멘텀의 확보임. 최근 저점 valuation에서 시장은 결과물을 기대하고 있으며 이는 충분히 기대할 만한 상황으로 판단함. 목표주가 4 만원 유지함.

2Q17 영업이익 415 억원(QoQ +9.8% / YoY +3.9%) 추정

6/30 기준 컨센서스 434 억원을 -4.4% 하회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적 수준 예상함. 여전히 실적을 견인하는 요인은 화학(PO)임. 중국 PO 가격은 평균 1Q \$1,527/t에서 2Q \$1,428/t으로 약 \$100/t 하락했지만, 원재료인 프로필렌 가격 또한 국내외 평균적으로 \$100/t 가량 하락하며 spread는 유지했음. 필름도 소폭 시황이 개선되며 이익에 일정 부분 기여했을 것으로 판단함.

성장모멘텀에 대한 기대를 보여주는 주가 반등

동사의 실적은 꾸준한 성향이 이어지고 있음. 차후에도 비록 PO의 감익이 불가피한 환경이지만, 필름의 회복세와 지속적으로 정상화/효율화 되는 투자회사의 실적 개선세가 하방을 제한해줄 수 있을 것으로 판단함. 결국 이익이 일정 수준 유지될 수 있다면 성장모멘텀이 최대 관건임. 반도체소재를 비롯해 신규 성장동력을 확보하려는 동사의 움직임이 시장은 긍정적으로 평가하고 있으며, 결국 실제적인 결과물이 필요한 상황임.

목표주가 40,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익 추정치 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 그대로 유지함. 현재 주가 상승에 있어서 최대 관건은 실적보다는 성장동력의 확보 여부임. 역사적인 저점 valuation에 가까운 현 주가에서는 이와 같은 기대감을 가져볼 수 있는 시점임.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	2,802.2	2,465.7	2,359.4	2,136.3	2,029.5	2,085.6
yoy	%	6.1	(12.0)	(4.3)	(9.5)	(5.0)	2.8
영업이익	십억원	152.4	217.9	149.3	158.4	152.8	174.9
yoy	%	22.9	43.0	(31.5)	6.1	(3.5)	14.5
EBITDA	십억원	289.2	360.7	274.1	273.4	267.8	289.9
세전이익	십억원	71.9	415.5	119.6	150.8	150.1	172.8
순이익(지배주주)	십억원	69.5	272.2	42.8	99.6	102.1	117.6
영업이익률%	%	5.4	8.8	6.3	7.4	7.5	8.4
EBITDA%	%	10.3	14.6	11.6	12.8	13.2	13.9
순이익률	%	2.6	16.9	5.1	7.1	7.4	8.3
EPS	원	1,912	7,397	1,142	2,653	2,721	3,134
PER	배	13.9	4.6	28.9	12.6	12.3	10.7
PBR	배	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	8.5	7.1	8.6	8.2	4.7	4.3
ROE	%	5.8	20.5	3.0	7.0	7.0	7.5
순차입금	십억원	1,484	1,301	1,125	975	850	729
부채비율	%	183.4	137.0	131.6	126.8	119.6	112.8

2Q17 preview

(단위, %, 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	590.8	569.9	642.1	587.0	552.0	(6.6)	(6.0)	605.1	(8.8)
영업이익	40.0	23.0	41.0	37.8	41.5	3.9	9.8	43.4	(4.4)
세전이익	31.5	13.6	32.1	36.8	38.6	22.6	4.7	39.4	(2.2)
지배순이익	45.7	(17.1)	(11.1)	22.1	26.2	(42.5)	19.0	28.3	(7.2)
영업이익률	6.8	4.0	6.4	6.4	7.5	0.8	1.1	7.2	0.3
세전이익률	5.3	2.4	5.0	6.3	7.0	1.7	0.7	6.5	0.5
지배주주순이익률	7.7	(3.0)	(1.7)	3.8	4.8	(3.0)	1.0	4.7	0.1

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
ROE(지배주주지분)	7.2%	ROE(지배주주지분)	3.0%	7.2%	7.0%	7.2%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	7.2%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					

Target P/B	1.04					
2Q18E BPS(지배주주지분)	39,180					
Target Price	40,748					

자료: SKC, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
EPS(지배주주지분)	7,397	2,811	2,917	3,205	3,189
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,948				
2Q18E EPS	2,811				
2Q19E EPS	2,917				

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	29,484	30,958	32,433	33,907	35,381	36,855	38,330	39,804	41,278	42,752
TP by 2Q18E EPS	28,105	29,510	30,916	32,321	33,726	35,131	36,537	37,942	39,347	40,752
TP by 2Q19E EPS	29,166	30,624	32,082	33,540	34,999	36,457	37,915	39,374	40,832	42,290

자료: SKC, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	2,359.4	2,401.0	2,403.6	2,359.4	2,136.3	2,029.5	0.0%	-11.0%	-15.6%
YoY %	(4.3)	1.8	0.1	(4.3)	(9.5)	(5.0)			
영업이익	149.3	159.6	159.6	149.3	158.4	152.8	0.0%	-0.8%	-4.2%
YoY %	(31.5)	6.9	(0.0)	(31.5)	6.1	(3.5)			
EBITDA	274.1	277.5	277.5	274.1	273.4	267.8	0.0%	-1.5%	-3.5%
YoY %	(24.0)	1.2	(0.0)	(24.0)	(0.3)	(2.0)			
순이익	42.8	105.9	110.4	42.8	99.6	102.1	0.0%	-6.0%	-7.5%
YoY %	(84.3)	147.2	4.3	(84.3)	132.5	2.5			

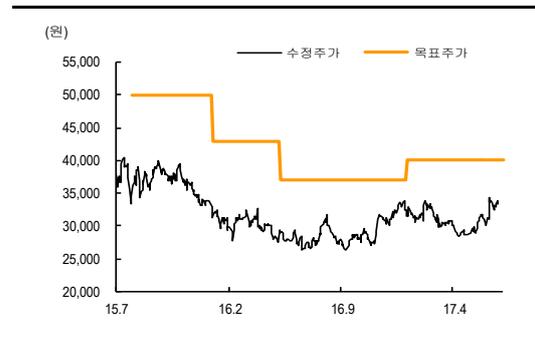
자료: SKC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	600.8	587.0	589.4	593.1	552.0	503.2	494.0	502.1	-8.1%	-14.3%	-16.2%	-15.3%
YoY %	1.7	3.0	(8.2)	(4.9)	(6.6)	(11.7)	(23.1)	(14.5)				
QoQ %	(3.7)	(2.3)	0.4	0.6	(6.0)	(8.8)	(1.8)	1.6				
영업이익	41.7	38.8	41.3	39.4	41.5	40.0	39.1	38.7	-0.4%	3.1%	-5.4%	-1.6%
YoY %	4.3	68.6	0.9	4.1	3.9	73.9	(4.5)	2.5				
QoQ %	10.1	(7.0)	6.6	(4.8)	9.8	(3.7)	(2.1)	(1.0)				
EBITDA	71.1	68.2	70.8	68.9	70.3	68.7	67.9	67.5	-1.2%	0.7%	-4.2%	-2.0%
YoY %	0.2	27.8	0.5	2.3	(1.1)	28.7	(3.6)	1.4				
QoQ %	5.7	(4.1)	3.8	(2.8)	5.6	(2.2)	(1.3)	(0.6)				
순이익	27.6	26.0	28.6	26.5	26.2	25.9	25.4	25.5	-4.9%	-0.3%	-11.2%	-4.1%
YoY %	(39.6)	후전	후전	11.8	(42.5)	후전	후전	15.4				
QoQ %	16.3	(6.0)	10.3	(7.3)	19.0	(1.4)	(1.8)	0.2				

자료: SKC, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.04	매수	40,000원
	2017.04.10	매수	40,000원
	2017.01.09	매수	40,000원
	2016.11.14	매수	37,000원
	2016.09.27	매수	37,000원
	2016.06.27	매수	37,000원
	2016.05.12	매수	37,000원
	2016.03.27	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



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 7 월 4 일 현재 SKC 와(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 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	787	801	828	952	1,102
현금및현금성자산	39	105	245	369	491
매출채권및기타채권	402	376	302	301	317
재고자산	284	253	227	227	237
비유동자산	2,901	2,727	2,665	2,633	2,603
장기금융자산	24	20	19	19	19
유형자산	2,079	1,866	1,802	1,770	1,739
무형자산	146	146	147	147	147
자산총계	3,688	3,529	3,494	3,584	3,704
유동부채	1,056	863	778	778	789
단기금융부채	663	424	472	472	472
매입채무 및 기타채무	306	365	226	225	236
단기충당부채	0	1	1	1	1
비유동부채	1,076	1,142	1,175	1,175	1,175
장기금융부채	880	925	954	954	954
장기매입채무 및 기타채무	20	22	21	21	21
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,132	2,005	1,953	1,953	1,963
지배주주지분	1,444	1,406	1,424	1,515	1,624
자본금	184	188	188	188	188
자본잉여금	126	140	140	140	140
기타자본구성요소	(2)	(90)	(108)	(108)	(108)
자기주식	(2)	(43)	(62)	(62)	(62)
이익잉여금	1,130	1,146	1,204	1,295	1,404
비지배주주지분	112	118	117	117	117
자본총계	1,556	1,524	1,541	1,632	1,741
부채외자본총계	3,688	3,529	3,494	3,584	3,704

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	108	249	224	296	295
당기순이익(손실)	246	29	115	118	136
비현금성항목등	134	252	176	177	177
유형자산감가상각비	143	125	115	115	115
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	8	(128)	(61)	(62)	(62)
운전자본감소(증가)	(177)	75	(42)	1	(18)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(72)	15	49	1	(15)
재고자산감소(증가)	42	30	26	1	(11)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(53)	41	(115)	(0)	8
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	124	71	46	46	46
투자활동현금흐름	(96)	(4)	(88)	(82)	(85)
금융자산감소(증가)	(5)	8	7	0	0
유형자산감소(증가)	(63)	(77)	(87)	(82)	(85)
무형자산감소(증가)	(5)	(5)	(3)	0	0
기타	(23)	70	(6)	0	0
재무활동현금흐름	(26)	(182)	57	(27)	(27)
단기금융부채증가(감소)	(281)	(397)	(48)	0	0
장기금융부채증가(감소)	272	267	151	0	0
자본의증가(감소)	5	(38)	(18)	0	0
배당금의 지급	23	30	27	27	27
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(13)	66	140	125	122
기초현금	52	39	105	245	369
기말현금	39	105	245	369	491
FCF	275	139	214	153	150

자료 : SKC, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,466	2,359	2,136	2,029	2,086
매출원가	1,973	1,949	1,768	1,677	1,706
매출총이익	493	410	368	352	380
매출총이익률 (%)	20.0	17.4	17.2	17.4	18.2
판매비와관리비	275	261	210	199	205
영업이익	218	149	158	153	175
영업이익률 (%)	8.8	6.3	7.4	7.5	8.4
비영업손익	198	(30)	(8)	(3)	(2)
순금융비용	6	6	10	19	18
외환관련손익	(7)	(6)	(3)	0	0
관계기업투자등 관련손익	(15)	27	34	27	29
세전계속사업이익	416	120	151	150	173
세전계속사업이익률 (%)	16.9	5.1	7.1	7.4	8.3
계속사업법인세	121	58	36	32	37
계속사업이익	295	61	115	118	136
중단사업이익	(49)	(32)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	246	29	115	118	136
순이익률 (%)	10.0	1.2	5.4	5.8	6.5
지배주주	272	43	100	102	118
지배주주귀속 순이익률(%)	11.0	1.8	4.7	5.0	5.6
비지배주주	(27)	(14)	15	16	18
총포괄이익	250	45	91	118	136
지배주주	276	59	77	102	118
비지배주주	(26)	(15)	14	16	18
EBITDA	361	274	273	268	290

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(12.0)	(4.3)	(9.5)	(5.0)	2.8
영업이익	43.0	(31.5)	6.1	(3.5)	14.5
세전계속사업이익	478.2	(71.2)	26.0	(0.5)	15.2
EBITDA	24.7	(24.0)	(0.3)	(2.0)	8.3
EPS(계속사업)	286.9	(84.6)	132.5	2.5	15.2
수익성 (%)					
ROE	20.5	3.0	7.0	7.0	7.5
ROA	6.7	0.8	3.3	3.3	3.7
EBITDA마진	14.6	11.6	12.8	13.2	13.9
안정성 (%)					
유동비율	74.5	92.9	106.4	122.3	139.7
부채비율	137.0	131.6	126.8	119.6	112.8
순차입금/자기자본	83.6	73.8	63.3	52.1	41.9
EBITDA/이자비용(배)	0.5	(0.5)	(0.0)	(0.0)	0.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,397	1,142	2,653	2,721	3,134
BPS	37,779	37,063	37,514	39,944	42,850
CFPS	8,079	5,358	6,282	6,260	6,723
주당 현금배당금	750	761	761	761	761
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.6	28.9	12.6	12.3	10.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)					
PCR	4.2	6.2	5.3	5.4	5.0
EV/EBITDA(최고)	7.1	8.6	8.2	4.7	4.3
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

Company Data

자본금	29 십억원
발행주식수	581 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	305 십억원
주요주주	
신도케미칼(외3)	23.98%
Nippon Steel Chemical Co.,Ltd	22.38%
외국인지분률	33.10%
배당수익률	2.30%

Stock Data

주가(17/06/30)	52,500 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	0.52
52주 최고가	62,500 원
52주 최저가	46,450 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.9%	-2.8%
6개월	-4.4%	-19.0%
12개월	-11.6%	-27.2%

국도화학 (007690/KS | 매수(유지) | T.P 70,000 원(유지))

2Q17 preview: 빠른 spread 반등, 기대되는 2 분기 실적

2Q17 영업이익은 148 억원으로 추정되어 전분기대비 2 배 이상 증진할 것으로 판단함. 주력제품 에폭시 가격이 지난 연말 이후 지속 회복과정에 놓인 것에 반해, 원재료 BPA 와 ECH 는 지속 하락하면서 spread 를 확대한 것이 긍정적이었음. 차후에도 회복 방향성은 이어질 것으로 판단함. 다만 하반기 비수기와 현재 공급과잉 정도를 파악한다면 속도는 서서히 이뤄질 것임. 목표주가 7 만원 유지하며 중장기적으로 본다면 매력 있는 주가임.

2Q17 영업이익 148 억원(QoQ +147.4% / YoY +32.9%) 추정

전분기대비 2 배 이상 확대되는 호실적이 예상됨. 전년동기대비로 본다고 하더라도 30% 이상 증진되는 실적임. 에폭시 가격은 KITA 기준으로 봤을 때 지난 해 12 월말 \$1,971/t 에서 2017 년 5 월 \$2,289/t 까지 꾸준한 상승세를 보여왔음. 동 기간 원재료 BPA 와 ECH 가 하락한 것 대비로 본다면 spread 확대요인임. 기본적으로 성수기에 돌입했고 경쟁업체의 트러블 요인도 작용했음. 4~5 월 평균 1M lagging spread 는 \$688/t 으로 계산됨. 이는 1Q16 당시 \$772/t 이후 최고치며 당시 동사의 영업이익은 167 억 원이었음. 참고로 2Q16 은 \$640/t 이었고 당시 동사의 영업이익은 111 억 원이었음. SK 증권 리서치센터는 1Q16 과 2Q16 의 중간 수준 영업이익을 추정하였음.

공급과잉 영역은 서서히 해소될 것으로 판단함

글로벌 에폭시 시장은 지난 수 년 간 공격적으로 증설한 동사의 영향으로 공급과잉 영역에 진입했었음. 때문에 3Q16 부터 1Q17 까지는 평균 2% 내외의 낮은 영업이익률이 시현되었음. 이 국면은 서서히 해소될 개연성이 높음. 다만 하반기 이후 재차 비수기에 진입한다는 부분을 감안할 때 회복속도는 서서히 진행될 것으로 판단함.

목표주가 70,000 원 / 투자의견 매수 유지

기존 이익 추정치와 크게 달라지지 않음을 감안해 목표주가와 투자의견 유지함. 현재 가격은 중장기적으로 본다면 매력이 있는 수준임. 다만 앞서 언급한대로 빠른 속도의 회복보다는 서서히 개선되는 방향성을 기대하는 것이 옳음.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	978.0	1,011.9	952.6	983.4	994.5	1,174.1
yoy	%	7.2	3.5	(5.9)	3.2	1.1	18.1
영업이익	십억원	31.5	78.0	37.0	47.4	46.5	42.2
yoy	%	(22.2)	147.1	(52.6)	28.2	(1.9)	(9.2)
EBITDA	십억원	44.7	91.9	52.4	63.1	62.2	57.9
세전이익	십억원	29.1	74.2	35.1	44.8	42.7	38.1
순이익(지배주주)	십억원	20.3	55.9	26.1	34.6	32.1	28.6
영업이익률%	%	3.2	7.7	3.9	4.8	4.7	3.6
EBITDA%	%	4.6	9.1	5.5	6.4	6.3	4.9
순이익률	%	3.0	7.3	3.7	4.6	4.3	3.2
EPS	원	3,495	9,618	4,490	5,958	5,522	4,929
PER	배	11.8	6.2	12.2	8.8	9.5	10.7
PBR	배	0.6	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	6.2	4.0	6.8	5.1	6.0	5.3
ROE	%	5.6	14.1	6.1	7.8	6.9	5.8
순차입금	십억원	38	20	35	16	26	72
부채비율	%	68.2	58.2	53.1	54.5	53.2	55.5

2Q17 preview

(단위, %, 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	261.8	228.4	221.7	243.5	286.8	9.6	17.8	230.3	24.6
영업이익	11.1	4.2	5.0	6.0	14.8	32.9	147.4	12.6	17.1
세전이익	10.5	3.5	4.5	6.2	14.2	34.6	129.5	0.0	#DIV/0!
지배순이익	7.6	2.0	4.3	5.6	10.6	39.6	90.7	9.0	18.2
영업이익률	4.2	1.8	2.2	2.4	5.1	0.9	2.7	5.5	(0.3)
세전이익률	4.0	1.5	2.0	2.5	4.9	0.9	2.4	0.0	4.9
지배주주순이익률	2.9	0.9	1.9	2.3	3.7	0.8	1.4	3.9	(0.2)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
ROE(지배주주지분)	6.9%	14.1%	7.7%	7.8%	5.2%	5.6%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.9%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					

Target P/B	0.98					
2Q18E BPS(지배주주지분)	85,454					
Target Price	75,430					

자료: 국도화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
EPS(지배주주지분)	9,618	6,163	6,739	4,667	5,270
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	5,890				
2Q18E EPS	6,163				
2Q19E EPS	6,739				

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	47,118	53,008	58,897	64,787	70,677	76,566	82,456	88,346	94,236	100,125
TP by 2Q18E EPS	49,303	55,466	61,629	67,792	73,955	80,118	86,281	92,444	98,607	104,770
TP by 2Q19E EPS	53,910	60,648	67,387	74,126	80,865	87,603	94,342	101,081	107,820	114,558

자료: 국도화학, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	952.6	896.2	963.8	952.6	983.4	994.5	0.0%	9.7%	3.2%
YoY %	-5.9%	-5.9%	7.5%	-5.9%	3.2%	1.1%			
영업이익	37.0	37.9	50.9	37.0	47.4	46.5	0.0%	25.2%	-8.6%
YoY %	-52.6%	2.5%	34.2%	-52.6%	28.2%	-1.9%			
EBITDA	52.4	99.4	112.4	52.4	63.1	62.2	0.0%	-36.6%	-44.7%
YoY %	-43.0%	89.9%	13.0%	-43.0%	20.5%	-1.5%			
순이익	26.1	26.5	36.2	26.1	34.6	32.1	0.0%	30.9%	-11.3%
YoY %	-53.3%	1.4%	36.7%	-53.3%	32.7%	-7.3%			

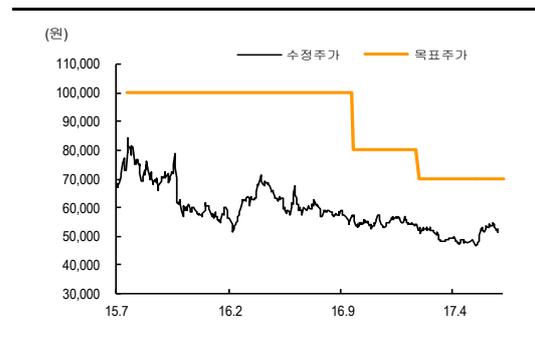
자료: 국도화학, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	230.3	209.5	198.8	235.0	286.8	237.3	215.7	242.5	24.6%	13.3%	8.5%	3.2%
YoY %	-12.0%	-8.3%	-10.3%	-8.7%	9.6%	3.9%	-2.7%	-0.4%				
QoQ %	-10.6%	-9.0%	-5.1%	18.2%	17.8%	-17.3%	-9.1%	12.5%				
영업이익	12.6	11.0	7.0	14.5	14.8	13.1	13.6	10.7	16.9%	18.8%	93.9%	-26.3%
YoY %	13.7%	161.9%	41.5%	100.7%	32.9%	211.1%	174.4%	78.8%				
QoQ %	75.1%	-12.5%	-36.6%	106.5%	147.4%	-11.1%	3.6%	-21.5%				
EBITDA	28.0	26.4	22.4	29.9	18.7	17.0	17.5	14.6	-33.3%	-35.6%	-21.8%	-51.2%
YoY %	87.3%	228.7%	10.1%	32.1%	24.8%	111.8%	-13.9%	47.6%				
QoQ %	24.0%	-5.6%	-15.3%	33.3%	89.0%	-8.8%	2.8%	-16.7%				
순이익	9.0	7.9	4.9	10.4	10.6	9.0	9.4	7.3	18.3%	14.3%	92.7%	-29.5%
YoY %	18.0%	295.5%	12.9%	120.1%	39.6%	352.3%	117.6%	30.8%				
QoQ %	91.1%	-12.2%	-38.3%	112.8%	90.7%	-15.2%	3.9%	-22.2%				

자료: 국도화학, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.04	매수	70,000원
	2017.04.10	매수	70,000원
	2017.01.31	매수	70,000원
	2016.09.27	매수	80,000원
	2016.06.27	매수	100,000원
	2016.04.25	매수	100,000원
	2016.03.27	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



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 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	396.2	390.5	410.8	420.5	435.5
현금및현금성자산	32.2	48.2	82.7	72.8	27.2
매출채권및기타채권	193.8	180.9	169.3	182.2	222.0
재고자산	94.0	84.1	81.9	88.1	107.3
비유동자산	285.0	292.3	304.3	328.5	359.8
장기금융자산	31.5	9.2	7.2	7.2	7.2
유형자산	246.3	275.6	289.5	313.6	344.9
무형자산	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9
자산총계	681.3	682.8	715.1	748.9	795.3
유동부채	209.1	166.0	184.1	191.8	215.6
단기금융부채	92.8	58.9	71.8	71.8	71.8
매입채무 및 기타채무	94.4	96.9	101.8	109.5	133.3
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	41.4	70.9	68.3	68.3	68.3
장기금융부채	11.9	43.3	41.6	41.6	41.6
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	250.6	236.9	252.3	260.0	283.8
지배주주지분	421.2	436.4	453.9	480.0	502.5
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	343.1	360.5	382.1	408.2	430.7
비지배주주지분	9.5	9.4	8.9	8.9	8.9
자본총계	430.7	445.8	462.8	488.9	511.5
부채외자본총계	681.3	682.8	715.1	748.9	795.3

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	67.4	56.4	70.6	41.5	12.7
당기순이익(손실)	56.3	26.6	35.6	33.1	29.5
비현금성항목등	36.0	26.0	19.9	20.5	20.5
유형자산감가상각비	13.9	15.4	15.6	15.6	15.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(22.1)	(10.6)	(4.3)	(4.8)	(4.8)
운전자본감소(증가)	(19.7)	25.1	14.2	(12.1)	(37.3)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(19.1)	13.3	12.6	(12.8)	(39.4)
재고자산감소(증가)	8.2	9.9	2.2	(6.2)	(19.2)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(4.3)	6.9	6.1	6.9	21.3
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	17.9	8.5	2.0	2.0	2.0
투자활동현금흐름	(18.3)	(29.4)	(29.8)	(39.8)	(47.0)
금융자산감소(증가)	(0.5)	18.1	3.7	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(17.9)	(47.5)	(33.2)	(39.8)	(47.0)
무형자산감소(증가)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	0.0	(0.3)	0.0	0.0
재무활동현금흐름	(26.6)	(11.3)	(1.0)	(7.0)	(7.0)
단기금융부채증가(감소)	(23.6)	(44.4)	12.9	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	2.9	41.9	0.0	0.0	0.0
자본의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	6.0	8.9	13.9	7.0	7.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	22.6	15.5	35.5	(9.9)	(45.6)
기초현금	9.2	31.7	47.2	82.7	72.8
기말현금	31.7	47.2	82.7	72.8	27.2
FCF	69.0	(1.8)	37.9	(0.0)	(35.4)

자료 : 국토화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,011.9	952.6	983.4	994.5	1,174.1
매출원가	873.3	851.9	873.0	884.3	1,056.6
매출총이익	138.6	100.8	110.4	110.2	117.4
매출총이익률 (%)	13.7	10.6	11.2	11.1	10.0
판매비와관리비	60.6	63.8	63.0	63.7	75.2
영업이익	78.0	37.0	47.4	46.5	42.2
영업이익률 (%)	7.7	3.9	4.8	4.7	3.6
비영업손익	(3.8)	(1.9)	(2.6)	(3.8)	(4.1)
순금융비용	3.2	3.9	1.5	0.6	0.3
외환관련손익	(2.8)	(0.7)	0.4	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	(0.2)	(0.2)	(0.0)	0.0	0.0
세전계속사업이익	74.2	35.1	44.8	42.7	38.1
세전계속사업이익률 (%)	7.3	3.7	4.6	4.3	3.2
계속사업법인세	17.9	8.5	9.2	9.6	8.6
계속사업이익	56.3	26.6	35.6	33.1	29.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*법인세효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	56.3	26.6	35.6	33.1	29.5
순이익률 (%)	5.6	2.8	3.6	3.3	2.5
지배주주	55.9	26.1	34.6	32.1	28.6
지배주주귀속 순이익률(%)	5.5	2.7	3.5	3.2	2.4
비지배주주	0.4	0.5	1.0	1.0	0.9
총포괄이익	57.6	24.0	30.9	33.1	29.5
지배주주	57.0	23.9	30.5	32.1	28.6
비지배주주	0.6	0.1	0.4	1.0	0.9
EBITDA	91.9	52.4	63.1	62.2	57.9

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	3.5	(5.9)	3.2	1.1	18.1
영업이익	147.1	(52.6)	28.2	(1.9)	(9.2)
세전계속사업이익	155.1	(52.7)	27.8	(4.7)	(10.7)
EBITDA	105.7	(43.0)	20.5	(1.5)	(6.9)
EPS(계속사업)	175.2	(53.3)	32.7	(7.3)	(10.7)
수익성 (%)					
ROE	14.1	6.1	7.8	6.9	5.8
ROA	8.5	3.9	5.1	4.5	3.8
EBITDA마진	9.1	5.5	6.4	6.3	4.9
안정성 (%)					
유동비율	189.5	235.3	223.2	219.3	202.0
부채비율	58.2	53.1	54.5	53.2	55.5
순차입금/자기자본	4.6	7.7	3.5	5.3	14.0
EBITDA/이자비용(배)	23.9	(8.8)	4.3	(0.3)	(1.5)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,618	4,490	5,958	5,522	4,929
BPS	77,227	79,523	82,365	86,858	90,739
CFPS	12,578	7,468	9,166	8,896	8,328
주당 현금배당금	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.2	12.2	8.8	9.5	10.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	4.7	7.4	5.7	5.9	6.3
EV/EBITDA(최고)	4.0	6.8	5.1	6.0	5.3
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

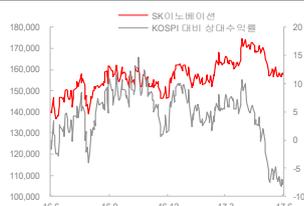
Company Data

자본금	469 십억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	52 만주
액면가	5,000 원
시가총액	14,656 십억원
주요주주	
SK(주)(외2)	33.41%
국민연금공단	9.99%
외국인지분률	41.20%
배당수익률	4.00%

Stock Data

주가(17/06/30)	158,500 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	0.95
52주 최고가	174,500 원
52주 최저가	136,500 원
60일 평균 거래대금	44 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.2%	-7.9%
6개월	8.2%	-8.3%
12개월	12.8%	-7.1%

SK 이노베이션 (096770/KS | 매수(유지) | T.P 180,000 원(유지))

2Q17 preview: 2 분기 실적 둔화 불가피

2Q17 영업이익은 4,718 억원으로 추정되어 시장 컨센서스를 -40.6% 하회할 것으로 판단함. 기대에 못 미치는 실적이 나오는 가장 큰 원인은 유가하락에 따른 lagging margin 및 재고평가에서 손실임. 하반기에도 지난 해 같은 유가와 환율의 반등이 발생하지 않는 한 현재의 둔화 기조는 이어질 것임. 다만 중간배당 등 주주친화적인 정책은 주가의 하방을 방어해줄 것이기 때문에 현 주가 수준에서 큰 움직임 없을 개연성이 높음.

2Q17 영업이익 4,718 억원(QoQ -53.0% / YoY -57.9%) 추정

6/30 기준 시장 컨센서스 7,948 억원을 -40.6% 하회하는 실적일 것으로 판단함. 시장 기대치에 전체적으로 정유업종이 크게 못 미치는 양상인데, 원인은 2 분기 중 진행된 급격한 유가하락에 있음. Spot 정제마진은 평균 1Q \$7.52/bbl 대비 2Q \$7.36/bbl 로서 큰 변화는 없음. 다만 Dubai 유는 3 월말 \$50.8/bbl 에서 6 월말 \$46.5/bbl 로 하락한 만큼 lagging margin / 재고평가 손실 불가피함. 다만 화학(PX/NCC) 및 윤활유의 견조한 실적이 추가 이익 하락폭을 제한할 수 있을 것으로 판단함.

실적하락과 배당 매력 사이의 고민

현재 유가의 방향성과 지난 해 유가/환율 급반등에 따른 이익의 대폭 증대 감안 시 2017 년은 하반기에도 전체적인 시황둔화 여파는 불가피할 것으로 판단함. 다만 현재 시장에서 주가의 고민을 만드는 요인은 배당의 매력임. 고배당은 충분히 주가의 추가 하락을 방어할 수 있음. 다만 기본적으로 실적이 받쳐주지 않는다면 전통적인 고배당 업체가 아닌 cyclical 산업 관점에서는 중장기적으로 주가 부담이 작용할 수밖에 없음.

목표주가 180,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 그대로 유지함. 실적 우려감과 배당 매력은 주가의 상/하방 모두를 제한하는 요인이 될 것으로 판단함. 따라서 현 주가 수준에서 상승, 하락의 여력은 둘 다 낮은 상황임.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	65,860.7	48,356.3	39,520.5	41,116.7	38,715.6	36,889.2
yoy	%	(0.3)	(26.6)	(18.3)	4.0	(5.8)	(4.7)
영업이익	십억원	(182.8)	1,979.6	3,228.3	2,542.8	1,653.5	1,619.5
yoy	%	적전	흑전	63.1	(21.2)	(35.0)	(2.1)
EBITDA	십억원	602.2	2,931.1	4,142.7	3,387.1	2,497.9	2,463.9
세전이익	십억원	(436.7)	1,654.1	2,423.4	2,728.7	1,431.1	1,445.3
순이익(지배주주)	십억원	(588.8)	814.9	1,671.3	2,057.7	1,106.6	1,117.6
영업이익률%	%	(0.3)	4.1	8.2	6.2	4.3	4.4
EBITDA%	%	0.9	6.1	10.5	8.2	6.5	6.7
순이익률%	%	(0.7)	3.4	6.1	6.6	3.7	3.9
EPS	원	(6,368)	8,748	17,988	22,254	11,968	12,086
PER	배	(13.4)	14.9	8.1	7.1	13.2	13.1
PBR	배	0.6	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	24.8	4.8	3.1	3.6	5.9	6.0
ROE	%	(3.8)	5.3	10.1	11.8	6.1	5.9
순차입금	십억원	7,014	1,988	(625)	(2,469)	(3,310)	(4,286)
부채비율	%	118.5	84.0	78.0	73.9	71.0	67.9

2Q17 preview

(단위, % 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	10,280.2	9,703.0	10,079.1	11,387.1	10,500.1	2.1	(7.8)	11,077.7	(5.2)
영업이익	1,119.5	414.9	849.1	1,004.3	471.8	(57.9)	(53.0)	794.8	(40.6)
세전이익	901.2	430.8	351.4	1,163.0	461.5	(48.8)	(60.3)	684.8	(32.6)
지배순이익	611.4	360.0	144.1	847.0	356.9	(41.6)	(57.9)	507.9	(29.7)
영업이익률	10.9	4.3	8.4	8.8	4.5	(6.4)	(4.3)	7.2	(2.7)
세전이익률	8.8	4.4	3.5	10.2	4.4	(4.4)	(5.8)	6.2	(1.8)
지배주주순이익률	5.9	3.7	1.4	7.4	3.4	(2.5)	(4.0)	4.6	(1.2)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
ROE(지배주주지분)	6.8%	ROE(지배주주지분)	10.1%	7.7%	5.8%	5.7%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.8%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.96					
2Q18E BPS(지배주주지분)	189,921					
Target Price	182,209					

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
EPS(지배주주지분)	8,748	15,375	12,023	12,090	11,599
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	13,670				
2Q18E EPS	15,375				
2Q19E EPS	12,023				

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	136,700	143,535	150,370	157,205	164,040	170,875	177,710	184,545	191,380	198,215
TP by 2Q18E EPS	153,751	161,438	169,126	176,813	184,501	192,188	199,876	207,563	215,251	222,938
TP by 2Q19E EPS	120,232	126,244	132,255	138,267	144,279	150,290	156,302	162,314	168,325	174,337

자료: SK 이노베이션, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	39,520.5	38,785.5	36,765.4	39,520.5	41,116.7	38,715.6	0.0%	6.0%	5.3%
YoY %	-18.3%	-1.9%	-5.2%	-18.3%	4.0%	-5.8%			
영업이익	3,228.3	2,606.1	1,648.6	3,228.3	2,542.8	1,653.5	0.0%	-2.4%	0.3%
YoY %	63.1%	-19.3%	-36.7%	63.1%	-21.2%	-35.0%			
EBITDA	4,142.7	3,542.8	2,585.3	4,142.7	3,387.1	2,497.9	0.0%	-4.4%	-3.4%
YoY %	41.3%	-14.5%	-27.0%	41.3%	-18.2%	-26.3%			
순이익	1,671.3	1,817.2	1,077.4	1,671.3	2,057.7	1,106.6	0.0%	13.2%	2.7%
YoY %	105.1%	8.7%	-40.7%	105.1%	23.1%	-46.2%			

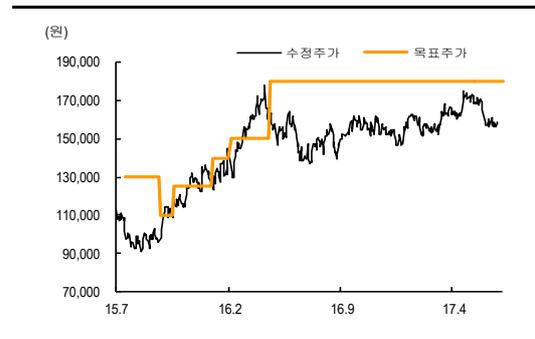
자료: SK 이노베이션 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	9,394.6	9,038.6	9,563.7	9,399.9	10,500.1	9,575.3	9,654.2	9,865.4	11.8%	5.9%	0.9%	5.0%
YoY %	-8.6%	-6.8%	-5.1%	-12.9%	2.1%	-1.3%	-4.2%	-13.4%				
QoQ %	-12.9%	-3.8%	5.8%	-1.7%	-7.8%	-8.8%	0.8%	2.2%				
영업이익	443.7	493.3	718.1	453.0	471.8	480.9	585.8	483.1	6.3%	-2.5%	-18.4%	6.7%
YoY %	-60.4%	18.9%	-15.4%	-52.4%	-57.9%	15.9%	-31.0%	-51.9%				
QoQ %	-53.3%	11.2%	45.6%	-36.9%	-53.0%	1.9%	21.8%	-17.5%				
EBITDA	677.9	727.4	952.2	687.2	682.9	692.0	796.9	694.2	0.7%	-4.9%	-16.3%	1.0%
YoY %	-49.7%	13.7%	-12.1%	-42.0%	-49.3%	8.1%	-26.4%	-42.9%				
QoQ %	-42.8%	7.3%	30.9%	-27.8%	-43.8%	1.3%	15.2%	-12.9%				
순이익	289.9	334.8	512.0	298.0	356.9	384.4	469.3	329.1	23.1%	14.8%	-8.3%	10.5%
YoY %	-52.6%	-7.0%	255.5%	-56.2%	-41.6%	6.8%	225.8%	-61.1%				
QoQ %	-57.4%	15.5%	53.0%	-41.8%	-57.9%	7.7%	22.1%	-29.9%				

자료: SK 이노베이션 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.04	매수	180,000원
	2017.02.06	매수	180,000원
	2016.09.27	매수	180,000원
	2016.07.25	매수	180,000원
	2016.06.27	매수	180,000원
	2016.04.25	매수	180,000원
	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



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 7 월 4 일 현재 SK 이노베이션(외국) 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 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	12,842	14,988	15,961	16,629	17,272
현금및현금성자산	3,020	2,644	4,406	5,247	6,223
매출채권및기타채권	3,894	4,272	3,901	3,818	3,658
재고자산	3,560	4,445	4,022	3,943	3,791
비유동자산	18,518	17,594	17,274	17,204	17,097
장기금융자산	340	389	350	350	350
유형자산	13,914	13,603	13,372	13,302	13,195
무형자산	1,663	1,272	1,258	1,258	1,258
자산총계	31,360	32,581	33,235	33,833	34,370
유동부채	7,494	8,737	8,616	8,538	8,387
단기금융부채	2,124	1,808	1,975	1,975	1,975
매입채무 및 기타채무	2,994	4,549	3,976	3,898	3,747
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6,819	5,540	5,507	5,507	5,507
장기금융부채	6,136	4,871	4,740	4,740	4,740
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	53	72	70	70	70
부채총계	14,313	14,276	14,122	14,044	13,894
지배주주지분	15,890	17,103	17,916	18,592	19,279
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,884	5,883	5,883	5,883
기타자본구성요소	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
자기주식	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	9,450	10,671	11,701	12,377	13,064
비지배주주지분	1,157	1,202	1,196	1,196	1,196
자본총계	17,046	18,305	19,113	19,789	20,476
부채외자본총계	31,360	32,581	33,235	33,833	34,370

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,086	3,678	3,737	3,333	3,430
당기순이익(손실)	868	1,721	2,089	1,123	1,135
비현금성항목등	2,185	2,354	2,027	2,118	2,118
유형자산감가상각비	952	914	844	844	844
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,233)	(1,440)	(1,183)	(1,273)	(1,273)
운전자본감소(증가)	1,560	268	(249)	92	178
매출채권및기타채권의 감소(증가)	907	(460)	363	76	146
재고자산감소(증가)	1,659	(885)	423	79	152
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,662)	1,453	(1,013)	(63)	(121)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	615	702	1,212	1,212	1,212
투자활동현금흐름	(1,345)	(2,056)	(610)	(774)	(738)
금융자산감소(증가)	(1,488)	(1,415)	81	0	0
유형자산감소(증가)	(349)	(567)	(665)	(774)	(738)
무형자산감소(증가)	(244)	(55)	(23)	0	0
기타	736	(20)	(4)	0	0
재무활동현금흐름	(2,768)	(2,019)	(325)	(447)	(447)
단기금융부채증가(감소)	(2,629)	(368)	7	0	0
장기금융부채증가(감소)	(139)	(1,201)	115	0	0
자본의증가(감소)	100	40	0	0	0
배당금의 지급	0	451	447	447	447
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	81	(375)	1,762	841	977
기초현금	2,939	3,020	2,644	4,406	5,247
기말현금	3,020	2,644	4,406	5,247	6,223
FCF	4,160	2,940	2,744	1,463	1,561

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	48,356	39,521	41,117	38,716	36,889
매출원가	44,197	34,562	37,084	35,659	33,933
매출총이익	4,159	4,959	4,033	3,057	2,957
매출총이익률 (%)	8.6	12.5	9.8	7.9	8.0
판매비와관리비	2,180	1,730	1,490	1,403	1,337
영업이익	1,980	3,228	2,543	1,654	1,619
영업이익률 (%)	4.1	8.2	6.2	4.3	4.4
비영업손익	(325)	(805)	186	(222)	(174)
순금융비용	1,003	486	577	252	302
외환관련손익	(179)	(38)	59	0	0
관계기업투자등 관련손익	257	(124)	152	112	111
세전계속사업이익	1,654	2,423	2,729	1,431	1,445
세전계속사업이익률 (%)	3.4	6.1	6.6	3.7	3.9
계속사업법인세	657	702	640	308	311
계속사업이익	998	1,721	2,089	1,123	1,135
중단사업이익	(130)	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	868	1,721	2,089	1,123	1,135
순이익률 (%)	1.8	4.4	5.1	2.9	3.1
지배주주	815	1,671	2,058	1,107	1,118
지배주주귀속 순이익률(%)	1.7	4.2	5.0	2.9	3.0
비지배주주	53	50	31	17	17
총포괄이익	954	1,711	1,926	1,123	1,135
지배주주	898	1,661	1,908	1,107	1,118
비지배주주	56	50	18	17	17
EBITDA	2,931	4,143	3,387	2,498	2,464

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(26.6)	(18.3)	4.0	(5.8)	(4.7)
영업이익	흑전	63.1	(21.2)	(35.0)	(2.1)
세전계속사업이익	흑전	46.5	12.6	(47.6)	1.0
EBITDA	386.8	41.3	(18.2)	(26.3)	(1.4)
EPS(계속사업)	흑전	105.6	23.7	(46.2)	1.0
수익성 (%)					
ROE	5.3	10.1	11.8	6.1	5.9
ROA	2.6	5.4	6.3	3.4	3.3
EBITDA마진	6.1	10.5	8.2	6.5	6.7
안정성 (%)					
유동비율	171.4	171.6	185.3	194.8	205.9
부채비율	84.0	78.0	73.9	71.0	67.9
순차입금/자기자본	11.7	(3.4)	(12.9)	(16.7)	(20.9)
EBITDA/이자비용(배)	0.3	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,748	17,988	22,254	11,968	12,086
BPS	155,768	173,705	183,768	190,983	198,316
CFPS	22,892	34,227	29,821	22,861	22,576
주당 현금배당금	4,800	6,400	4,800	4,800	4,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.9	8.1	7.1	13.2	13.1
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)					
PCR	5.7	4.3	5.3	6.9	7.0
EV/EBITDA(최고)	4.8	3.1	3.6	5.9	6.0
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	292 십억원
발행주식수	11,660 만주
자사주	18 만주
액면가	2,500 원
시가총액	10,673 십억원
주요주주	
Aramco (외9)	63.45%
국민연금공단	6.06%
외국인지분률	77.70%
배당수익률	6.00%

Stock Data

주가(17/06/30)	94,800 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	107,500 원
52주 최저가	69,400 원
60일 평균 거래대금	27 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.4%	-10.1%
6개월	11.9%	-5.2%
12개월	25.2%	3.2%

S-Oil (010950/KS | 매수(유지) | T.P 100,000 원(유지))

2Q17 preview: 2 분기 실적 둔화 불가피

2Q17 영업이익은 2,254 억원으로 추정되어 시장 컨센서스를 -32.4% 하회할 것으로 판단함. 기대에 못 미치는 실적이 나오는 가장 큰 원인은 유가하락에 따른 lagging margin 및 재고평가에서 손실임. 하반기에도 지난 해 같은 유가와 환율의 반등이 발생하지 않는 한 현재의 둔화 기조는 이어질 것임. 다만 중간배당 등 주주친화적인 정책은 주가의 하방을 방어해줄 것이기 때문에 현 주가 수준에서 큰 움직임 없을 개연성이 높음

2Q17 영업이익 2,254 억원(QoQ -32.4% / YoY -64.8%) 추정

6/30 기준 시장 컨센서스 3,652 억원을 -37.8% 하회하는 실적일 것으로 판단함. 시장 기대치에 전체적으로 정유업종이 크게 못 미치는 양상인데, 원인은 2 분기 중 진행된 급격한 유가하락에 있음. Spot 정제마진은 평균 1Q \$7.52/bbl 대비 2Q \$7.36/bbl 로서 큰 변화는 없음. 다만 Dubai 유는 3 월말 \$50.8/bbl 에서 6 월말 \$46.5/bbl 로 하락한 만큼 lagging margin / 재고평가 손실 불가피함. 다만 화학(PX) 및 윤활유의 견조한 실적이 추가 이익 하락폭을 제한할 수 있을 것으로 판단함.

실적하락과 배당 매력 사이의 고민

현재 유가의 방향성과 지난 해 유가/환율 급반등에 따른 이익의 대폭 증대 감안 시 2017 년은 하반기에도 전체적인 시황둔화 여파는 불가피할 것으로 판단함. 다만 현재 시장에서 주가의 고민을 만드는 요인은 배당의 매력임. 고배당은 충분히 주가의 추가 하락을 방어할 수 있음. 다만 기본적으로 실적이 받쳐주지 않는다면 전통적인 고배당 업체가 아닌 cyclical 산업 관점에서는 중장기적으로 주가 부담이 작용할 수밖에 없음.

목표주가 100,000 원 / 투자 의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자 의견 그대로 유지함. 실적 우려감과 배당 매력은 주가의 상/하방 모두를 제한하는 요인이 될 것으로 판단함. 따라서 현 주가 수준에서 상승, 하락의 여력은 둘 다 낮은 상황임.

영업 실적 및 투자 지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	28,557.6	17,890.3	16,321.8	18,409.8	17,705.3	16,919.7
yoy	%	(8.3)	(37.4)	(8.8)	12.8	(3.8)	(4.4)
영업이익	십억원	(289.7)	817.6	1,616.9	1,119.9	1,001.2	994.6
yoy	%	적전	흑전	97.8	(30.7)	(10.6)	(0.7)
EBITDA	십억원	50.0	1,090.8	1,903.6	1,412.8	1,294.1	1,287.5
세전이익	십억원	(385.5)	812.7	1,575.1	1,097.9	942.1	932.8
순이익(지배주주)	십억원	(287.8)	631.3	1,205.4	847.6	739.5	732.2
영업이익률%	%	(1.0)	4.6	9.9	6.1	5.7	5.9
EBITDA%	%	0.2	6.1	11.7	7.7	7.3	7.6
순이익률	%	(1.0)	3.5	7.4	4.6	4.2	4.3
EPS	원	(2,563)	5,525	10,494	7,446	6,486	6,421
PER	배	(18.9)	14.4	8.1	12.7	14.6	14.8
PBR	배	1.2	1.7	1.5	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA	배	161.3	9.2	5.2	10.9	8.5	8.5
ROE	%	(5.6)	12.3	20.5	13.8	12.6	12.5
순차입금	십억원	2,488	903	162	4,387	4,615	4,784
부채비율	%	108.9	100.3	118.4	144.0	143.8	142.6

2Q17 preview

(단위, %, 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,198.4	4,137.9	4,557.1	5,200.2	4,711.3	12.2	(9.4)	4,893.8	(3.7)
영업이익	640.9	116.2	368.0	333.5	225.4	(64.8)	(32.4)	362.5	(37.8)
세전이익	585.4	227.1	192.2	519.9	159.0	(72.8)	(69.4)	366.2	(56.6)
지배순이익	443.6	171.8	156.7	393.9	124.8	(71.9)	(68.3)	267.3	(53.3)
영업이익률	15.3	2.8	8.1	6.4	4.8	(10.5)	(1.6)	7.4	(2.6)
세전이익률	13.9	5.5	4.2	10.0	3.4	(10.6)	(6.6)	7.5	(4.1)
지배주주순이익률	10.6	4.2	3.4	7.6	2.6	(7.9)	(4.9)	5.5	(2.8)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21	
ROE(지배주주지분)	11.3%	ROE(지배주주지분)	20.5%	11.6%	11.8%	11.3%	8.8%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	11.3%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						

Target P/B	1.86						
2Q18E BPS(지배주주지분)	54,525						
Target Price	101,225						

자료: S-OIL, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
EPS(지배주주지분)	5,525	6,309	6,465	6,156	4,621
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	6,140				
2Q18E EPS	6,309				
2Q19E EPS	6,465				

Multiple	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5	15.0	15.5	16.0	16.5
TP by weighted EPS	73,686	76,756	79,826	82,897	85,967	89,037	92,107	95,178	98,248	101,318
TP by 2Q18E EPS	75,702	78,857	82,011	85,165	88,319	91,474	94,628	97,782	100,937	104,091
TP by 2Q19E EPS	77,577	80,809	84,041	87,274	90,506	93,738	96,971	100,203	103,435	106,668

자료: S-OIL, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	16,321.8	17,411.7	16,940.6	16,321.8	18,409.8	17,705.3	0.0%	5.7%	4.5%
YoY %	-8.8%	6.7%	-2.7%	-8.8%	12.8%	-3.8%			
영업이익	1,616.9	1,278.3	1,003.8	1,616.9	1,119.9	1,001.2	0.0%	-12.4%	-0.3%
YoY %	97.8%	-20.9%	-21.5%	97.8%	-30.7%	-10.6%			
EBITDA	1,903.6	1,546.2	1,271.7	1,903.6	1,412.8	1,294.1	0.0%	-8.6%	1.8%
YoY %	74.5%	-18.8%	-17.8%	74.5%	-25.8%	-8.4%			
순이익	1,205.4	887.9	693.5	1,205.4	847.6	739.5	0.0%	-4.5%	6.6%
YoY %	90.9%	-26.3%	-21.9%	90.9%	-29.7%	-12.8%			

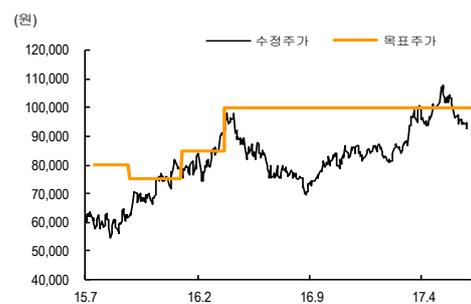
자료: S-OIL, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	4,164.5	4,027.2	4,257.5	4,301.5	4,711.3	4,227.8	4,270.6	4,492.3	13.1%	5.0%	0.3%	4.4%
YoY %	-0.8%	-2.7%	-6.6%	-13.3%	12.2%	2.2%	-6.3%	-13.6%				
QoQ %	-16.1%	-3.3%	5.7%	1.0%	-9.4%	-10.3%	1.0%	5.2%				
영업이익	262.9	271.6	356.1	246.1	225.4	234.8	326.3	268.3	-14.3%	-13.6%	-8.4%	9.0%
YoY %	-59.0%	133.7%	-3.2%	-36.5%	-64.8%	102.0%	-11.3%	-19.5%				
QoQ %	-32.2%	3.3%	31.1%	-30.9%	-32.4%	4.1%	39.0%	-17.8%				
EBITDA	329.9	338.6	423.1	313.0	298.7	308.0	399.5	341.5	-9.5%	-9.0%	-5.6%	9.1%
YoY %	-54.2%	80.0%	-2.7%	-31.1%	-58.6%	63.7%	-8.2%	-16.0%				
QoQ %	-27.4%	2.6%	24.9%	-26.0%	-26.6%	3.1%	29.7%	-14.5%				
순이익	180.6	193.3	259.0	168.9	124.8	145.0	183.9	195.3	-30.9%	-25.0%	-29.0%	15.6%
YoY %	-59.3%	12.5%	65.3%	-33.7%	-71.9%	-15.6%	17.4%	-50.4%				
QoQ %	-29.2%	7.0%	34.0%	-34.8%	-68.3%	16.2%	26.8%	6.2%				

자료: S-OIL, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.04	매수	100,000원
	2017.04.10	매수	100,000원
	2017.02.03	매수	100,000원
	2017.01.09	매수	100,000원
	2016.09.27	매수	100,000원
	2016.06.27	매수	100,000원
	2016.04.22	매수	100,000원
	2016.03.27	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



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 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,690	7,974	7,895	7,687	7,427
현금및현금성자산	201	767	1,064	835	666
매출채권및기타채권	1,266	1,309	1,298	1,306	1,269
재고자산	1,599	2,423	1,918	1,930	1,876
비유동자산	5,106	5,985	6,390	6,629	6,843
장기금융자산	99	118	69	69	69
유형자산	4,731	5,711	6,132	6,370	6,585
무형자산	47	54	53	53	53
자산총계	10,796	13,959	14,286	14,315	14,270
유동부채	3,222	4,833	5,269	5,281	5,226
단기금융부채	1,599	2,197	2,844	2,844	2,844
매입채무 및 기타채무	1,494	2,152	1,971	1,983	1,927
단기충당부채	5	2	5	5	5
비유동부채	2,183	2,735	3,163	3,163	3,163
장기금융부채	2,007	2,564	2,959	2,959	2,959
장기매입채무 및 기타채무	0	0	27	27	27
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,406	7,567	8,432	8,444	8,389
지배주주지분	5,390	6,392	5,854	5,871	5,881
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	3,743	4,745	4,207	4,225	4,235
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,390	6,392	5,854	5,871	5,881
부채외자본총계	10,796	13,959	14,286	14,315	14,270

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,476	1,722	1,156	1,565	1,600
당기순이익(손실)	631	1,205	848	740	732
비현금성항목등	483	694	704	833	833
유형자산감가상각비	273	287	293	293	293
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(210)	(408)	(411)	(540)	(540)
운전자본감소(증가)	1,472	(188)	(217)	(8)	35
매출채권및기타채권의 감소(증가)	493	(123)	(140)	(8)	37
재고자산감소(증가)	817	(825)	505	(12)	54
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(251)	551	830	12	(56)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	181	370	504	504	504
투자활동현금흐름	(2,802)	(1,967)	(934)	(531)	(508)
금융자산감소(증가)	(2,052)	(936)	(166)	0	0
유형자산감소(증가)	(651)	(1,056)	(743)	(531)	(508)
무형자산감소(증가)	(3)	(7)	(1)	0	0
기타	(96)	32	(24)	0	0
재무활동현금흐름	(184)	811	477	(722)	(722)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(56)	1,021	1,199	0	0
자본의증가(감소)	3	7	0	0	0
배당금의 지급	128	210	722	722	722
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(510)	566	296	(228)	(169)
기초현금	712	201	767	1,064	835
기말현금	201	767	1,064	835	666
FCF	1,842	1,065	700	540	601

자료 : S-OIL, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,890	16,322	18,410	17,705	16,920
매출원가	16,439	14,021	16,705	16,141	15,387
매출총이익	1,451	2,301	1,705	1,564	1,533
매출총이익률 (%)	8.1	14.1	9.3	8.8	9.1
판매비와관리비	634	684	585	563	538
영업이익	818	1,617	1,120	1,001	995
영업이익률 (%)	4.6	9.9	6.1	5.7	5.9
비영업손익	(5)	(42)	(22)	(59)	(62)
순금융비용	165	154	471	608	605
외환관련손익	(129)	(67)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	10	7	6	5	5
세전계속사업이익	813	1,575	1,098	942	933
세전계속사업이익률 (%)	4.5	9.7	6.0	5.3	5.5
계속사업법인세	181	370	250	203	201
계속사업이익	631	1,205	848	740	732
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	631	1,205	848	740	732
순이익률 (%)	3.5	7.4	4.6	4.2	4.3
지배주주	631	1,205	848	740	732
지배주주귀속 순이익률(%)	3.5	7.4	4.6	4.2	4.3
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	609	1,211	848	740	732
비지배주주	609	1,211	848	740	732
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,091	1,904	1,413	1,294	1,288

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(37.4)	(8.8)	12.8	(3.8)	(4.4)
영업이익	흑전	97.8	(30.7)	(10.6)	(0.7)
세전계속사업이익	흑전	93.8	(30.3)	(14.2)	(1.0)
EBITDA	2,081.6	74.5	(25.8)	(8.4)	(0.5)
EPS(계속사업)	흑전	89.9	(29.0)	(12.9)	(1.0)
수익성 (%)					
ROE	12.3	20.5	13.8	12.6	12.5
ROA	6.0	9.7	6.0	5.2	5.1
EBITDA마진	6.1	11.7	7.7	7.3	7.6
안정성 (%)					
유동비율	176.6	165.0	149.8	145.5	142.1
부채비율	100.3	118.4	144.0	143.8	142.6
순차입금/자기자본	16.8	2.5	74.9	78.6	81.3
EBITDA/이자비용(배)	18.8	0.4	(0.1)	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,525	10,494	7,446	6,486	6,421
BPS	47,089	55,582	51,255	51,406	51,494
CFPS	7,790	13,071	9,973	9,252	9,208
주당 현금배당금	2,400	6,200	2,400	2,400	2,400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.4	8.1	12.7	14.6	14.8
PER(최저)					
PBR(최고)	1.7	1.5	1.8	1.8	1.8
PBR(최저)					
PCR	10.2	6.5	9.5	10.2	10.3
EV/EBITDA(최고)	9.2	5.2	10.9	8.5	8.5
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	474 십억원
발행주식수	9,470 만주
자사주	3 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,337 십억원
주요주주	
허창수(외48)	46.67%
국민연금공단	10.30%
외국인지분률	19.90%
배당수익률	2.30%

Stock Data

주가(17/06/30)	68,200 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	0.57
52주 최고가	73,800 원
52주 최저가	47,100 원
60일 평균 거래대금	17 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.5%	-8.2%
6개월	26.1%	6.8%
12개월	43.7%	18.4%

GS (078930/KS | 매수(유지) | T.P 80,000 원(상향))

2Q17 preview: 가스발전소 스토리의 상대적 매력

2Q17 영업이익은 4,057 억원으로 추정되어 시장 컨센서스를 -14.8% 하회할 것으로 판단함. 기대 이하의 실적이 나오는 가장 큰 원인은 핵심 자회사 칼텍스가 유가하락에 따른 lagging margin 및 재고평가에서 손실이 불가피하기 때문임. 다만 리테일의 성수기 진입은 부진을 일정수준 상쇄해줄 것임. 추가로 본다면 문재인 정부의 가스발전소 스토리가 지속 매력임. 따라서 주가의 절대수익보다는 동종업계 내 상대수익 노리는 전략은 유효함

2Q17 영업이익 4,057 억원(QoQ -37.2% / YoY -19.0%) 추정

6/30 기준 시장 컨센서스 4,763 억원을 -14.8% 하회하는 실질적인 것으로 판단함. 원인은 2분기 중 진행된 급격한 유가하락이 핵심자회사 칼텍스에 악영향을 미쳤기 때문임. Spot 정제마진은 평균 1Q \$7.52/bbl 대비 2Q \$7.36/bbl 로서 큰 변화는 없음. 다만 Dubai 유는 3 월말 \$50.8/bbl에서 6 월말 \$46.5/bbl로 하락한 만큼 lagging margin / 재고평가 손실 불가피함. 다만 칼텍스 내 화학/유탄유는 견조한 실적이 예상되고, 1분기 최대 비수기 이후 GS 리테일의 호실적 전환도 감안되기에 상대적으로 감익의 폭은 SK 이노베이션 / S-Oil 대비로는 제한적일 것으로 추정됨.

문재인 정부의 가스발전 스토리는 매력적

칼텍스의 경우 현재 유가의 방향성과 지난 해 유가/환율 급반등에 따른 이익의 대폭 증대 감안 시 2017년은 하반기에도 전체적인 시황둔화 여파는 불가피할 것으로 판단함. 다만 동사는 동종업계 대비 매력을 느끼게 할 수 있는 요인이 있는데, 문재인 정부가 가스발전소에 대한 적극적인 의지를 누차 천명하고 있어 발전 자회사에 이익이 될 수 있다는 부분임. 이를 감안한다면 상대적인 주가 매력도는 충분히 부각될 수 있음.

목표주가 70,000 원 → 80,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

가스발전의 모멘텀과 리테일의 실적개선 분위기를 감안해 목표주가 역시 소폭 상향 조정함. 정유의 연간 감익 추세가 이어진다면 동사의 상대적 매력은 현재와 같이 지속 부각될 수 있음. 다만 발전자회사의 이익 수준이 칼텍스를 상쇄할 만큼 큰 규모는 아니기 때문에 절대수익의 상승국면을 기대할 수 있는 여력은 제한적임.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	10,866.1	12,179.5	13,462.4	16,066.6	17,126.2	18,930.0
yoy	%	13.4	12.1	10.5	19.3	6.6	10.5
영업이익	십억원	(34.3)	1,604.3	1,754.2	1,823.5	1,526.2	1,428.8
yoy	%	적전	흑전	9.3	4.0	(16.3)	(6.4)
EBITDA	십억원	(34.3)	1,604.3	1,754.2	1,823.5	1,526.2	1,428.8
세전이익	십억원	(257.5)	1,309.1	1,629.1	1,749.1	1,386.5	1,251.7
순이익(지배주주)	십억원	(346.9)	492.2	805.7	1,117.6	895.1	808.1
영업이익률%	%	(0.3)	13.2	13.0	11.3	8.9	7.5
EBITDA%	%	(0.3)	13.2	13.0	11.3	8.9	7.5
순이익률	%	(3.2)	4.0	6.0	7.0	5.2	4.3
EPS	원	(3,758)	5,268	8,640	12,028	9,634	8,697
PER	배	(10.6)	9.6	6.3	5.7	7.1	7.8
PBR	배	0.8	1.0	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	(236.9)	7.7	6.7	7.0	4.2	4.5
ROE	%	(5.6)	8.1	12.1	15.1	10.9	9.0
순차입금	십억원	4,365	7,511	6,615	6,396	7,090	7,339
부채비율	%	108.8	134.9	128.0	121.9	114.1	108.1

2Q17 preview

(단위: % 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,374.6	3,313.5	3,707.1	3,918.1	3,923.5	16.3	0.1	3,804.1	3.1
영업이익	501.0	413.4	511.4	645.6	405.7	(19.0)	(37.2)	476.3	(14.8)
세전이익	458.7	373.6	507.7	639.4	386.3	(15.8)	(39.6)	449.0	(14.0)
지배순이익	260.3	159.0	234.0	401.1	249.4	(4.2)	(37.8)	224.5	11.1
영업이익률	14.8	12.5	13.8	16.5	10.3	(4.5)	(6.1)	12.5	(2.2)
세전이익률	13.6	11.3	13.7	16.3	9.8	(3.7)	(6.5)	11.8	(2.0)
지배주주순이익률	7.7	4.8	6.3	10.2	6.4	(1.4)	(3.9)	5.9	0.5

자료: SK 증권 Fnguide

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법적용 투자주식)					
비상장사					
칼텍스	4,599.8	4,621.9		50.0%	Target P/B = 0.86x
스포츠	12.7	12.7		100.0%	1Q17말 장부가반영
EPS	458.2	654.6		70.0%	1Q17말 장부가반영
E&R	175.4	272.4		64.4%	1Q17말 장부가반영
파워	462.5	925.0		50.0%	1Q17말 장부가반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,269.3	1,269.3		100.0%	1Q17말 장부가반영
상장사					
리테일	1,828.7		3,973.2	65.8%	6/30 MV 대비 할인률 30% 적용
홈쇼핑	318.9		1,518.6	30.0%	6/30 MV 대비 할인률 30% 적용
글로벌	101.6		259.6	55.9%	6/30 MV 대비 할인률 30% 적용
임대수익	3,603.2				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	919.6				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	13,749.8				
Non-Operating Value 1,002.6					
현금 및 현금성자산	992.2				
단기금융자산	10.4				
Debt 7,392.9					
Firm Value 7,359.5					
우선주시가총액	76.8				
Equity Value 7,282.7					
기발행행주식수(보통, 천주)	92,915				
Target Price 78,380					

자료: GS, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	13,462.4	14,186.9	14,848.5	13,462.4	16,066.6	17,126.2	0.0%	13.2%	15.3%
YoY %	10.5%	5.4%	4.7%	10.5%	19.3%	6.6%			
영업이익	1,754.2	1,735.5	1,567.5	1,754.2	1,823.5	1,526.2	0.0%	5.1%	-2.6%
YoY %	9.3%	-1.1%	-9.7%	9.3%	4.0%	-16.3%			
EBITDA	1,754.2	1,735.5	1,567.5	1,754.2	1,823.5	1,526.2	0.0%	5.1%	-2.6%
YoY %	9.3%	-1.1%	-9.7%	9.3%	4.0%	-16.3%			
순이익	805.7	668.0	572.6	805.7	1,117.6	895.1	0.0%	67.3%	56.3%
YoY %	63.7%	-17.1%	-14.3%	63.7%	38.7%	-19.9%			

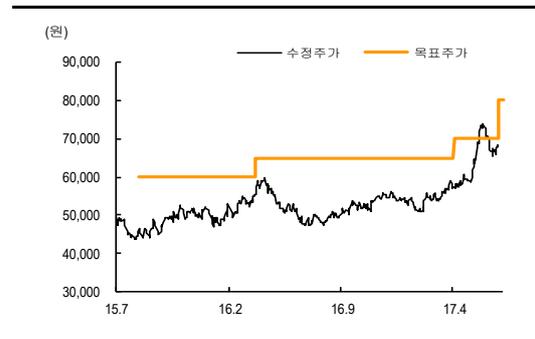
자료: GS, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	3,390.7	3,591.4	3,497.7	3,413.4	3,923.5	4,133.2	4,091.8	3,943.4	15.7%	15.1%	17.0%	15.5%
YoY %	0.5%	8.4%	-5.6%	-7.9%	16.3%	24.7%	10.4%	0.6%				
QoQ %	-8.5%	5.9%	-2.6%	-2.4%	0.1%	5.3%	-1.0%	-3.6%				
영업이익	391.2	431.2	439.9	368.2	405.7	387.1	385.1	368.7	3.7%	-10.2%	-12.5%	0.1%
YoY %	-21.9%	4.3%	-14.0%	-22.2%	-19.0%	-6.4%	-24.7%	-42.9%				
QoQ %	-17.3%	10.2%	2.0%	-16.3%	-37.2%	-4.6%	-0.5%	-4.3%				
EBITDA	391.2	431.2	439.9	368.2	405.7	387.1	385.1	368.7	3.7%	-10.2%	-12.5%	0.1%
YoY %	-21.9%	4.3%	-14.0%	-22.2%	-19.0%	-6.4%	-24.7%	-42.9%				
QoQ %	-17.3%	10.2%	2.0%	-16.3%	-37.2%	-4.6%	-0.5%	-4.3%				
순이익	147.0	165.3	168.7	133.2	249.4	236.1	230.9	218.6	69.7%	42.8%	36.9%	64.0%
YoY %	-43.5%	4.0%	-27.9%	-28.8%	-4.2%	48.5%	-1.3%	-45.5%				
QoQ %	-21.4%	12.5%	2.0%	-21.0%	-37.8%	-5.3%	-2.2%	-5.3%				

자료: GS, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.04	매수	80,000원
	2017.04.10	매수	70,000원
	2017.01.09	매수	65,000원
	2016.09.27	매수	65,000원
	2016.06.27	매수	65,000원
	2016.03.27	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



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 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,946	2,473	3,588	3,064	2,953
현금및현금성자산	507	504	1,855	1,161	912
매출채권및기타채권	826	1,160	1,146	1,259	1,352
재고자산	283	335	397	436	468
비유동자산	17,077	17,868	18,139	19,662	20,644
장기금융자산	295	291	117	117	117
유형자산	6,944	7,866	8,770	9,930	10,589
무형자산	1,935	1,890	1,826	1,826	1,826
자산총계	19,023	20,341	21,727	22,726	23,597
유동부채	2,362	3,771	3,756	3,936	4,082
단기금융부채	1,067	1,980	1,709	1,709	1,709
매입채무 및 기타채무	975	1,183	1,817	1,998	2,144
단기충당부채	19	5	3	3	3
비유동부채	8,563	7,650	8,178	8,178	8,178
장기금융부채	7,377	6,574	7,064	7,064	7,064
장기매입채무 및 기타채무	28	0	274	274	274
장기충당부채	98	126	118	118	118
부채총계	10,925	11,421	11,933	12,114	12,260
지배주주지분	6,321	6,964	7,829	8,648	9,372
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,280	1,270	1,267	1,267	1,267
기타자본구성요소	(3,074)	(3,107)	(3,134)	(3,134)	(3,134)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	7,693	8,348	9,222	10,041	10,766
비지배주주지분	1,777	1,956	1,964	1,964	1,964
자본총계	8,098	8,920	9,793	10,612	11,337
부채외자본총계	19,023	20,341	21,727	22,726	23,597

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	653	852	2,211	1,816	1,716
당기순이익(손실)	509	923	1,212	971	876
비현금성항목등	1,004	597	644	818	818
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,004)	(597)	(644)	(818)	(818)
운전자본감소(증가)	(76)	(113)	314	27	22
매출채권및기타채권의 감소(증가)	10	(280)	(127)	(114)	(92)
재고자산감소(증가)	39	(53)	(61)	(39)	(32)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(155)	151	989	180	146
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	720	662	818	818	818
투자활동현금흐름	(2,944)	(524)	(1,018)	(1,159)	(659)
금융자산감소(증가)	492	(199)	98	0	0
유형자산감소(증가)	(1,755)	(894)	(1,088)	(1,159)	(659)
무형자산감소(증가)	(795)	(42)	(12)	0	0
기타	(886)	611	(17)	0	0
재무활동현금흐름	2,204	(336)	29	(152)	(152)
단기금융부채증가(감소)	0	(6)	181	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,224	(180)	0	0	0
자본의증가(감소)	21	29	0	0	0
배당금의 지급	138	172	158	152	152
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(73)	(3)	1,351	(694)	(249)
기초현금	580	507	504	1,855	1,161
기말현금	507	504	1,855	1,161	912
FCF	(1,109)	1,163	(302)	(81)	350

자료 : GS, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	12,180	13,462	16,067	17,126	18,930
매출원가	9,299	10,273	12,666	13,918	15,643
매출총이익	2,880	3,189	3,401	3,208	3,287
매출총이익률 (%)	23.7	23.7	21.2	18.7	17.4
판매비와관리비	1,276	1,435	1,577	1,682	1,859
영업이익	1,604	1,754	1,824	1,526	1,429
영업이익률 (%)	13.2	13.0	11.3	8.9	7.5
비영업손익	(295)	(125)	(74)	(140)	(177)
순금융비용	93	79	150	124	87
외환관련손익	(18)	4	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(0)	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,309	1,629	1,749	1,386	1,252
세전계속사업이익률 (%)	10.7	12.1	10.9	8.1	6.6
계속사업법인세	720	663	537	416	376
계속사업이익	589	966	1,212	971	876
중단사업이익	(80)	(43)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	509	923	1,212	971	876
순이익률 (%)	4.2	6.9	7.5	5.7	4.6
지배주주	492	806	1,118	895	808
지배주주귀속 순이익률(%)	4.0	6.0	7.0	5.2	4.3
비지배주주	17	118	94	75	68
총포괄이익	565	941	1,105	971	876
지배주주	549	828	1,011	895	808
비지배주주	16	113	94	75	68
EBITDA	1,604	1,754	1,824	1,526	1,429

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	12.1	10.5	19.3	6.6	10.5
영업이익	흑전	9.3	4.0	(16.3)	(6.4)
세전계속사업이익	흑전	24.4	7.4	(20.7)	(9.7)
EBITDA	흑전	9.3	4.0	(16.3)	(6.4)
EPS(계속사업)	흑전	64.0	39.2	(19.9)	(9.7)
수익성 (%)					
ROE	8.1	12.1	15.1	10.9	9.0
ROA	3.0	4.7	5.8	4.4	3.8
EBITDA마진	13.2	13.0	11.3	8.9	7.5
안정성 (%)					
유동비율	82.4	65.6	95.5	77.8	72.3
부채비율	134.9	128.0	121.9	114.1	108.1
순차입금/자기자본	92.8	74.2	65.3	66.8	64.7
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,268	8,640	12,028	9,634	8,697
BPS	51,043	57,738	67,869	76,517	84,168
CFPS	7,621	10,987	13,344	11,281	10,561
주당 현금배당금	1,500	1,600	1,600	1,600	1,600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.6	6.3	5.7	7.1	7.8
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.9	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)					
PCR	6.7	4.9	5.1	6.0	6.5
EV/EBITDA(최고)	7.7	6.7	7.0	4.2	4.5
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	897 만주
자사주	34 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,157 십억원
주요주주	
SK케미칼(주)(외4)	55.75%
(주)VP투자자문	8.27%
외국인지분률	10.80%
배당수익률	2.00%

Stock Data

주가(17/07/03)	129,000 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	0.54
52주 최고가	132,500 원
52주 최저가	80,749 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.0%	5.9%
6개월	-0.4%	-15.6%
12개월	50.7%	24.1%

SK 가스 (018670/KS | 매수(유지) | T.P 150,000 원(상향))

2Q17 preview: 다시 보여주는 실적호재

2Q17 영업이익은 514 억원으로 추정되어 컨센서스와 유사할 것으로 판단함. LPG의 물량과 spread가 모두 회복세를 보인 것이 가장 큰 요인임. 세전이익도 PDH(SKA)와 SK 디앤디의 수송스퀘어 매각차익 반영효과로 큰 폭 증진 기대됨. 지난 해 이후 계속 상승한 주가의 추가 상승을 위해서는 LPG의 지속적인 이익확대가 관건임. 견조한 실적을 이어가고 있다는 매력은 충분하지만, 추가적인 이익증진 여력이 제한된다는 것은 감안해야 함

2Q17 영업이익 514 억원(QoQ +57.3% / YoY +21.6%) 추정

6/30 기준 컨센서스 515 억원과 사실상 부합하는 실적 수준일 것으로 판단함. 지난 1분기 이익대비 회복국면을 보이는 것은 LPG의 물량과 spread가 모두 회복세를 보인 것이 가장 큼. 특히 원재료 가격의 indicator로 활용할 수 있는 사우디 CP는 금번분기 들어 모두 하락(프로판 3월 \$480/t → 6월 \$385/t, 부탄 3월 \$600/t → 6월 \$390/t)하면서 spread 확대에 큰 요인이 되었음. 세전이익에서 PDH(SKA)와 함께 SK 디앤디의 수송스퀘어 매각차익 반영효과로 큰 폭의 이익증진 기대됨.

LPG의 지속적인 이익확대가 관건

지난 해 이후 지속 우상향을 이어가고 있는 동사의 주가에 있어서는 결국 LPG의 지속적인 이익확대가 최대 관건임. 현재로서 가장 이상적인 시나리오는 미국/중동물량의 유입으로 원재료 가격이 하락하면서 spread를 확대하고, 동시에 판가인하로 인하여 수요가 증대되는 부분임. 다만 이미 2014년부터 미국 물량이 유입되면서 일정 수준 국내 spread 확대효과는 반영이 된 상황이고, 중국 4대 가스업체가 있는 상황에서 해외 물량의 추가확대 여력도 제한적이라는 부분은 감안되어야 함.

목표주가 140,000 원 → 150,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

1분기와는 다른 2분기의 LPG spread 강세와 여전히 양호한 PDH의 수익성을 감안하여 목표주가를 15만원으로 소폭 상향함. 가스시대에서 여러 가지 이점을 찾을 수 있는 동사의 매력은 분명 상존함. 다만 이익을 발생시킬 수 있는 기저대비 이미 상승한 주가에 대한 고민은 필요한 시점임.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	5,943.5	4,079.0	5,254.7	6,286.9	6,051.9	5,715.7
yoy	%	(10.9)	(31.4)	28.8	19.6	(3.7)	(5.6)
영업이익	억원	120.3	99.2	180.8	172.7	180.7	163.8
yoy	%	(2.6)	(17.6)	82.3	(4.4)	4.6	(9.4)
EBITDA	억원	158.7	144.0	234.8	219.1	227.1	210.2
세전이익	억원	125.9	95.2	216.4	221.4	199.6	166.7
순이익(지배주주)	억원	97.4	69.2	170.4	146.4	131.2	109.6
발표영업이익률	%	2.0	2.4	3.4	2.7	3.0	2.9
EBITDA%	%	2.7	3.5	4.5	3.5	3.8	3.7
순이익률	%	2.1	2.3	4.1	3.5	3.3	2.9
EPS	원	11,183	7,866	19,181	16,487	14,773	12,338
PER	배	8.5	9.2	6.8	7.8	8.7	10.5
PBR	배	0.9	0.7	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	12.0	16.2	9.5	10.3	9.3	5.5
ROE	%	8.5	5.8	13.1	10.3	8.6	6.6
순차입금	억원	1,051	1,682	1,063	1,100	962	847
부채비율	%	137.4	150.7	137.9	144.8	134.4	127.0

2Q17 preview

(단위, %, 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,295.9	1,290.5	1,503.3	1,706.4	1,527.1	17.8	(10.5)	1,555.5	(1.8)
영업이익	42.2	43.8	31.7	32.6	51.4	21.6	57.3	51.5	(0.2)
세전이익	43.9	52.6	76.1	41.1	100.9	129.7	145.2	98.0	3.0
지배순이익	51.2	37.7	50.4	28.0	66.3	29.7	136.9	53.8	23.3
영업이익률	3.3	3.4	2.1	1.9	3.4	0.1	1.4	3.3	0.1
세전이익률	3.4	4.1	5.1	2.4	6.6	3.2	4.2	6.3	0.3
지배주주순이익률	3.9	2.9	3.4	1.6	4.3	0.4	2.7	3.5	0.9

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21	
ROE(지배주주지분)	7.2%	ROE(지배주주지분)	13.1%	7.9%	6.9%	6.1%	5.9%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	7.2%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.05						
2Q18E BPS(지배주주지분)	146,040						
Target Price	152,808						

자료: SK 가스, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
EPS(지배주주지분)	7,866	13,375	12,646	11,944	12,176
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	12,823				
2Q18E EPS	13,375				
2Q19E EPS	12,646				

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	102,585	108,996	115,408	121,819	128,231	134,642	141,054	147,465	153,877	160,289
TP by 2Q18E EPS	107,000	113,687	120,375	127,062	133,750	140,437	147,125	153,812	160,500	167,187
TP by 2Q19E EPS	101,169	107,492	113,815	120,138	126,461	132,784	139,107	145,430	151,753	158,076

자료: SK 가스, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	5,254.7	5,084.2	5,019.4	5,254.7	6,286.9	6,051.9	0.0%	23.7%	20.6%
YoY %	28.8%	-3.2%	-1.3%	28.8%	19.6%	-3.7%			
영업이익	180.8	170.2	182.6	180.8	172.7	180.7	0.0%	1.5%	-1.0%
YoY %	82.3%	-5.9%	7.3%	82.3%	-4.4%	4.6%			
EBITDA	234.8	215.1	227.5	234.8	219.1	227.1	0.0%	1.9%	-0.2%
YoY %	63.1%	-8.4%	5.7%	63.1%	-6.7%	3.6%			
순이익	170.4	124.0	110.9	170.4	146.4	131.2	0.0%	18.1%	18.3%
YoY %	146.2%	-27.2%	-10.5%	146.2%	-14.0%	-10.4%			

자료: SK 가스 SK 증권

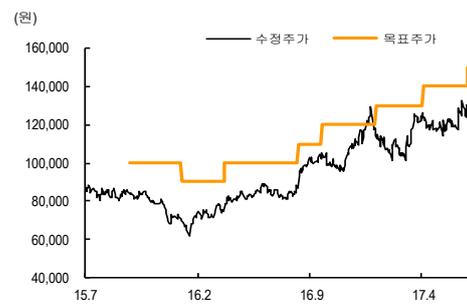
분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	1,161.1	1,233.1	1,381.0	1,161.0	1,527.1	1,463.5	1,589.9	1,496.1	31.5%	18.7%	15.1%	28.9%
YoY %	-10.4%	-4.5%	-8.1%	-11.3%	17.8%	13.4%	5.8%	-12.3%				
QoQ %	-11.3%	6.2%	12.0%	-15.9%	-10.5%	-4.2%	8.6%	-5.9%				
영업이익	39.6	37.7	49.1	42.8	51.4	41.5	47.3	50.5	29.8%	10.1%	-3.7%	17.9%
YoY %	-6.3%	-13.9%	54.8%	-2.3%	21.6%	-5.3%	49.1%	54.7%				
QoQ %	-9.8%	-4.7%	30.2%	-12.7%	57.3%	-19.2%	13.9%	6.8%				
EBITDA	50.8	48.9	60.3	54.1	62.9	53.1	58.9	62.1	23.9%	8.5%	-2.4%	14.8%
YoY %	-17.8%	-11.8%	40.5%	-1.9%	1.9%	-4.3%	37.1%	40.4%				
QoQ %	-7.8%	-3.7%	23.3%	-10.4%	42.3%	-15.7%	10.9%	5.5%				
순이익	35.9	25.2	31.0	26.5	66.3	25.6	26.6	34.8	84.9%	1.5%	-14.2%	31.3%
YoY %	-29.9%	-33.2%	-38.6%	-17.0%	29.7%	-32.1%	-47.3%	24.4%				
QoQ %	12.2%	-29.8%	23.1%	-14.3%	136.9%	-61.5%	3.9%	31.1%				

자료: SK 가스 SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.07.04	매수	150,000원
2017.04.10	매수	140,000원
2017.01.09	매수	130,000원
2016.11.14	매수	120,000원
2016.09.27	매수	120,000원
2016.08.16	매수	110,000원
2016.06.27	매수	100,000원
2016.03.27	매수	100,000원
2016.02.11	매수	90,000원
2016.01.05	매수	90,000원
2015.09.30	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 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 7 월 4 일 현재 SK 가스(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 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
비유동자산	1,467	1,980	2,254	2,372	2,467
장기금융자산	225	206	377	515	630
유형자산	418	726	852	840	829
무형자산	600	394	430	424	419
유동자산	2,613	2,091	2,122	2,133	2,141
현금및현금성자산	250	288	280	280	280
매출채권및기타채권	1,941	1,120	1,132	1,143	1,151
재고자산	309	311	312	312	312
자산총계	4,080	4,071	4,376	4,505	4,608
비유동부채	774	1,595	1,757	1,751	1,746
장기금융부채	497	1,039	1,080	1,080	1,080
장기매입채무 및 기타채무	225	303	385	380	374
장기충당부채	0	0	0	0	0
유동부채	1,679	765	832	832	832
단기금융부채	1,581	662	733	733	733
매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
단기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,452	2,360	2,588	2,583	2,578
지배주주지분	1,209	1,388	1,464	1,598	1,707
자본금	44	44	45	45	45
자본잉여금	192	192	192	192	192
기타자본구성요소	(13)	(11)	(11)	(11)	(11)
자기주식	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
이익잉여금	962	1,114	1,238	1,372	1,481
비지배주주지분	418	323	323	323	323
자본총계	1,628	1,711	1,788	1,922	2,030
부채외자본총계	4,080	4,071	4,376	4,505	4,608

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	(160)	(108)	211	252	225
당기순이익(손실)	73	188	175	157	131
비현금성항목등	67	61	93	82	82
유형자산감가상각비	45	54	46	46	46
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(22)	(7)	(47)	(35)	(35)
운전자본감소(증가)	(263)	(334)	(44)	13	12
매출채권및기타채권의 감소(증가)	60	(293)	(130)	11	11
재고자산감소(증가)	(273)	206	(37)	6	6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	45	101	(4)	(4)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	19	51	31	31	31
투자활동현금흐름	(585)	(117)	(65)	(57)	(54)
금융자산감소(증가)	(59)	(48)	21	0	0
유형자산감소(증가)	(510)	(138)	(59)	(57)	(54)
무형자산감소(증가)	(2)	(2)	(3)	0	0
기타	(13)	70	(24)	0	0
재무활동현금흐름	681	200	86	(23)	(23)
단기금융부채증가(감소)	(187)	46	131	0	0
장기금융부채증가(감소)	753	211	(10)	0	0
자본의증가(감소)	2	7	0	0	0
배당금의 지급	19	20	23	23	23
기타	0	0	7	0	0
현금의 증가(감소)	(60)	(19)	171	138	115
기초현금	285	225	206	377	515
기말현금	225	206	377	515	630
FCF	(662)	156	(23)	146	135

자료 : SK가스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,079	5,255	6,287	6,052	5,716
매출원가	3,747	4,786	5,876	5,642	5,335
매출총이익	332	469	411	410	380
매출총이익률 (%)	8.1	8.9	6.5	6.8	6.7
판매비와관리비	233	288	238	229	216
영업이익	99	181	173	181	164
영업이익률 (%)	2.4	3.4	2.7	3.0	2.9
비영업손익	(4)	36	49	19	3
순금융비용	116	251	189	165	162
외환관련손익	(40)	(24)	49	0	0
관계기업투자등 관련손익	(9)	11	54	34	21
세전계속사업이익	95	216	221	200	167
세전계속사업이익률 (%)	2.3	4.1	3.5	3.3	2.9
계속사업법인세	20	46	46	43	36
계속사업이익	75	170	175	157	131
중단사업이익	(2)	18	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	73	188	175	157	131
순이익률 (%)	1.8	3.6	2.8	2.6	2.3
지배주주	69	170	146	131	110
지배주주귀속 순이익률(%)	1.7	3.2	2.3	2.2	1.9
비지배주주	4	18	28	26	21
총포괄이익	58	213	164	157	131
지배주주	53	194	138	131	110
비지배주주	5	19	27	26	21
EBITDA	144	235	219	227	210

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(31.4)	28.8	19.6	(3.7)	(5.6)
영업이익	(17.6)	82.3	(4.4)	4.6	(9.4)
세전계속사업이익	(24.4)	127.3	2.3	(9.8)	(16.5)
EBITDA	(9.3)	63.1	(6.7)	3.6	(7.5)
EPS(계속사업)	(29.7)	143.9	(14.0)	(10.4)	(16.5)
수익성 (%)					
ROE	5.8	13.1	10.3	8.6	6.6
ROA	2.0	4.6	4.1	3.5	2.9
EBITDA마진	3.5	4.5	3.5	3.8	3.7
안정성 (%)					
유동비율	189.6	124.1	128.3	135.4	141.3
부채비율	150.7	137.9	144.8	134.4	127.0
순차입금/자기자본	103.4	62.1	61.6	50.1	41.7
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	0.3	(0.0)	0.0	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,866	19,181	16,487	14,773	12,338
BPS	111,230	130,624	138,331	153,436	165,632
CFPS	14,006	22,113	20,593	21,195	19,698
주당 현금배당금	2,063	2,666	2,666	2,666	2,666
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.2	6.8	7.8	8.7	10.5
PER(최저)					
PBR(최고)	0.7	1.0	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)					
PCR	5.2	5.9	6.3	6.1	6.5
EV/EBITDA(최고)	16.2	9.5	10.3	9.3	5.5
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

Company Data

자본금	617 십억원
발행주식수	12,338 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,751 십억원
주요주주	
(주)포스코(외4)	63.24%

외국인지분률	15.50%
배당수익률	2.20%

Stock Data

주가(17/06/30)	22,300 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	1.45
52주 최고가	29,050 원
52주 최저가	21,300 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.7%	-9.4%
6개월	-17.4%	-30.0%
12개월	-10.8%	-26.5%

포스코대우 (047050/KS | 매수(유지) | T.P 27,000 원(하향))

2Q17 preview: 다시 시작된 유가에 대한 부담

2Q17 영업이익은 764 억원으로 추정되어 컨센서스를 하회할 것으로 판단함. 미안마 가스전의 중국 PNG 물량이 일시적으로 감소했고, 유가와 동반한 commodity 가격 하락도 trading 사업부에 안 좋은 영향 미쳤을 것임. 동사의 주가에 있어서 최대 관건은 유가임. 다만 올 해 들어 미국증산, 지속적인 신규물량 유입으로 하락하고 있기 때문에 당분간 주가에는 약재로 작용할 것임. 장기 저유가 의견은 여전히 유지하고 있음.

2Q17 영업이익 764 억원(QoQ -30.7% / YoY -7.0%) 추정

6/30 기준 시장 컨센서스 927 억원을 -17.6% 하회하는 실적을 추정함. 미안마 가스전의 PNG 물량이 일시적으로 감소한 상황(KITA 기준 중국 PNG 수입에서 미안마 물량 3월 약 22.8 만톤 → 5월 14.8 만톤)이고, 주요 commodity 가격이 유가와 함께 동반 하락했기 때문에 E&P와 trading 모두 감익이 불가피한 것으로 판단함.

유가의 방향성이 최대 관건

지난 수 년 간 동사의 주가 향방에 있어서 절대적인 영향을 미친 요인은 역시 유가임. 미안마 가스전의 이익이 동사에서 가장 큰 부분을 차지함과 동시에 차후 성장동력으로서도 크게 평가 받았기 때문에 어쩔 수 없이 발생할 수밖에 없는 현상임. 유가는 지난해 빠른 반등 이후 연초부터 재차 하락세를 보이고 있음. 미국의 증산 의지가 멈추지 않고 있고 OPEC의 감산이 언제까지 이어질 지도 미지수이기 때문임. 또한 세계 각국에서 생산하고 있는 석유/가스 물량이 지속적으로 유입된다는 것도 석유시장을 압박하고 있음. 장기 저유가에 대한 생각은 변함 없는 만큼 동사의 주가 반등여력도 그만큼 제한될 수밖에 없는 것으로 판단함.

목표주가 29,000 원 → 27,000 원 / 투자의견 매수 유지

유가하락과 실적 하향조정 분을 반영하여 목표주가 역시 소폭 하향 조정함. 유가의 sentiment가 회복되지 않는다면 동사의 주가에 대한 부담도 지속될 수밖에 없음.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	20,407.8	17,526.9	16,492.1	20,084.2	19,874.3	19,826.8
yoy	%	19.3	(14.1)	(5.9)	21.8	(1.0)	(0.2)
영업이익	십억원	376.1	368.8	318.1	353.9	326.2	309.9
yoy	%	136.7	(1.9)	(13.7)	11.2	(7.8)	(5.0)
EBITDA	십억원	488.8	540.2	484.5	567.6	539.9	523.7
세전이익	십억원	287.2	133.5	174.6	431.3	312.5	265.8
순이익(지배주주)	십억원	184.5	128.9	111.3	327.8	244.6	208.1
영업이익률%	%	1.8	2.1	1.9	1.8	1.6	1.6
EBITDA%	%	2.4	3.1	2.9	2.8	2.7	2.6
순이익률	%	1.4	0.8	1.1	2.1	1.6	1.3
EPS	원	1,620	1,132	977	2,878	2,148	1,827
PER	배	19.4	14.4	27.6	7.7	10.4	12.2
PBR	배	1.6	0.8	1.3	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	16.5	9.9	12.7	10.1	5.1	5.3
ROE	%	8.0	5.3	4.5	12.1	8.2	6.6
순차입금	십억원	4,471	3,474	3,064	2,991	2,678	2,403
부채비율	%	293.3	232.2	231.1	217.8	205.2	196.3

2Q17 preview

(단위: %, 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,843.1	3,836.5	4,929.4	5,224.5	5,053.2	31.5	(3.3)	4,890.8	3.3
영업이익	82.2	66.4	71.9	110.3	76.4	(7.0)	(30.7)	92.7	(17.6)
세전이익	68.1	29.1	(13.2)	129.8	274.3	302.8	111.3	85.2	221.9
지배순이익	53.3	30.0	(38.6)	91.8	214.7	302.8	134.0	62.8	241.8
영업이익률	2.1	1.7	1.5	2.1	1.5	(0.6)	(0.6)	1.9	(0.4)
세전이익률	1.8	0.8	(0.3)	2.5	5.4	3.7	2.9	1.7	3.7
지배주주순이익률	1.4	0.8	(0.8)	1.8	4.2	2.9	2.5	1.3	3.0

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21	
ROE(지배주주지분)	8.1%	ROE(지배주주지분)	4.5%	9.7%	7.7%	6.3%	5.8%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.50	0.20	0.20	0.10	
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	8.1%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						

Target P/B	1.22						
2Q18E BPS(지배주주지분)	22,699						
Target Price	27,797						

자료: 포스코대우, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
EPS(지배주주지분)	1,132	2,306	1,951	1,657	1,590
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,034				
2Q18E EPS	2,306				
2Q19E EPS	1,951				

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	18,303	20,337	22,370	24,404	26,438	28,471	30,505	32,539	34,572	36,606
TP by 2Q18E EPS	20,753	23,059	25,365	27,671	29,977	32,283	34,589	36,895	39,201	41,506
TP by 2Q19E EPS	17,562	19,513	21,465	23,416	25,367	27,318	29,270	31,221	33,172	35,124

자료: 포스코대우, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	16,492.1	18,307.3	17,914.1	16,492.1	20,084.2	19,874.3	0.0%	9.7%	10.9%
YoY %	-5.9%	11.0%	-2.1%	-5.9%	21.8%	-1.0%			
영업이익	318.1	326.3	308.9	318.1	353.9	326.2	0.0%	8.4%	5.6%
YoY %	-13.7%	2.6%	-5.3%	-13.7%	11.2%	-7.8%			
EBITDA	484.5	485.2	467.8	484.5	567.6	539.9	0.0%	17.0%	15.4%
YoY %	-10.3%	0.1%	-3.6%	-10.3%	17.1%	-4.9%			
순이익	111.3	236.0	247.5	111.3	327.8	244.6	0.0%	38.9%	-1.2%
YoY %	-13.7%	112.1%	4.9%	-13.7%	194.6%	-25.4%			

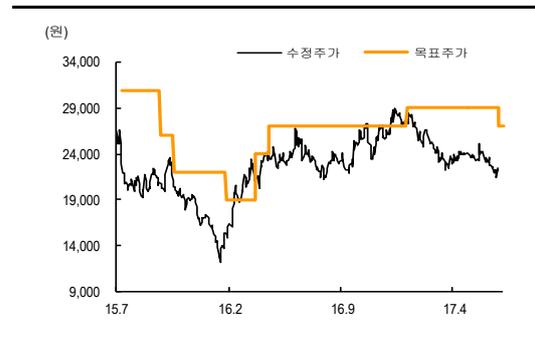
자료: 포스코대우, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	4,520.9	4,449.7	4,551.9	4,515.3	5,053.2	4,879.0	4,927.6	4,977.3	11.8%	9.6%	8.3%	10.2%
YoY %	17.6%	16.0%	-7.7%	-5.6%	31.5%	27.2%	0.0%	-4.7%				
QoQ %	-5.5%	-1.6%	2.3%	-0.8%	-3.3%	-3.4%	1.0%	1.0%				
영업이익	81.3	80.8	79.2	78.3	76.4	84.2	82.9	82.3	-5.9%	4.3%	4.7%	5.1%
YoY %	-1.2%	21.7%	10.1%	-8.0%	-7.0%	27.0%	15.3%	-25.4%				
QoQ %	-4.5%	-0.6%	-2.0%	-1.1%	-30.7%	10.2%	-1.6%	-0.8%				
EBITDA	121.0	120.5	118.9	118.0	129.9	137.7	136.3	135.7	7.3%	14.3%	14.7%	15.0%
YoY %	2.3%	8.3%	6.5%	-5.5%	9.8%	23.7%	22.1%	-17.1%				
QoQ %	-3.1%	-0.4%	-1.3%	-0.7%	-20.7%	6.0%	-1.0%	-0.5%				
순이익	57.5	67.9	69.1	55.0	214.7	12.1	9.2	48.5	273.5%	-82.2%	-86.7%	-11.9%
YoY %	7.9%	126.4%	흑전	32.7%	302.8%	-59.7%	흑전	-47.2%				
QoQ %	38.6%	18.1%	1.7%	-20.3%	134.0%	-94.4%	-24.0%	428.0%				

자료: 포스코대우, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.04	매수	27,000원
	2017.04.10	매수	29,000원
	2017.01.31	매수	29,000원
	2017.01.09	매수	29,000원
	2016.09.27	매수	27,000원
	2016.07.25	매수	27,000원
	2016.06.27	매수	27,000원
	2016.04.22	매수	27,000원
	2016.03.27	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



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 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,346	4,681	5,434	5,778	6,085
현금및현금성자산	225	174	633	946	1,221
매출채권및기타채권	3,115	3,433	3,583	3,606	3,631
재고자산	771	767	963	969	976
비유동자산	3,697	3,608	3,790	3,641	3,492
장기금융자산	498	469	424	424	424
유형자산	626	666	915	766	617
무형자산	1,745	1,663	1,643	1,643	1,643
자산총계	8,043	8,289	9,224	9,419	9,577
유동부채	3,918	4,305	5,106	5,117	5,128
단기금융부채	2,519	2,246	3,068	3,068	3,068
매입채무 및 기타채무	1,227	1,791	1,746	1,757	1,769
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,704	1,480	1,216	1,216	1,216
장기금융부채	1,610	1,373	1,101	1,101	1,101
장기매입채무 및 기타채무	13	5	9	9	9
장기충당부채	60	88	88	88	88
부채총계	5,622	5,785	6,322	6,333	6,345
지배주주지분	2,442	2,516	2,904	3,088	3,235
자본금	569	569	617	617	617
자본잉여금	333	333	553	553	553
기타자본구성요소	(1)	0	(0)	(0)	(0)
자기주식	0	0	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	1,472	1,525	1,735	1,918	2,065
비지배주주지분	(21)	(12)	(2)	(2)	(2)
자본총계	2,421	2,504	2,902	3,086	3,233
부채외자본총계	8,043	8,289	9,224	9,419	9,577

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,251	807	581	608	570
당기순이익(손실)	109	122	329	245	209
비현금성항목등	437	392	337	381	381
유형자산감가상각비	171	166	214	214	214
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(266)	(225)	(123)	(167)	(167)
운전자본감소(증가)	764	371	(84)	(19)	(20)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	906	(348)	(168)	(23)	(24)
재고자산감소(증가)	267	4	(197)	(6)	(6)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(365)	597	(31)	10	11
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	25	52	151	151	151
투자활동현금흐름	(191)	(197)	(48)	(65)	(65)
금융자산감소(증가)	8	(38)	22	0	0
유형자산감소(증가)	(102)	(93)	(65)	(65)	(65)
무형자산감소(증가)	(165)	(64)	(15)	0	0
기타	68	(2)	12	0	0
재무활동현금흐름	(1,096)	(661)	89	(62)	(62)
단기금융부채증가(감소)	(1,085)	(338)	168	0	0
장기금융부채증가(감소)	45	(271)	(19)	0	0
자본의증가(감소)	1	2	(0)	0	0
배당금의 지급	57	57	62	62	62
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(32)	(51)	459	313	275
기초현금	257	225	174	633	946
기말현금	225	174	633	946	1,221
FCF	1,366	502	233	386	372

자료 : 포스코대우, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,527	16,492	20,084	19,874	19,827
매출원가	16,238	15,356	18,967	18,793	18,763
매출총이익	1,289	1,136	1,117	1,082	1,064
매출총이익률 (%)	7.4	6.9	5.6	5.4	5.4
판매비와관리비	920	818	764	756	754
영업이익	369	318	354	326	310
영업이익률 (%)	2.1	1.9	1.8	1.6	1.6
비영업손익	(235)	(144)	77	(14)	(44)
순금융비용	474	361	491	398	368
외환관련손익	(36)	5	(1)	0	0
관계기업투자등 관련손익	(53)	25	38	27	26
세전계속사업이익	134	175	431	312	266
세전계속사업이익률 (%)	0.8	1.1	2.1	1.6	1.3
계속사업법인세	25	52	103	67	57
계속사업이익	109	122	329	245	209
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	109	122	329	245	209
순이익률 (%)	0.6	0.7	1.6	1.2	1.1
지배주주	129	111	328	245	208
지배주주귀속 순이익률(%)	0.7	0.7	1.6	1.2	1.0
비지배주주	(20)	11	1	1	1
총포괄이익	103	139	279	245	209
지배주주	120	130	277	245	208
비지배주주	(18)	9	1	1	1
EBITDA	540	485	568	540	524

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(14.1)	(5.9)	21.8	(1.0)	(0.2)
영업이익	(1.9)	(13.7)	11.2	(7.8)	(5.0)
세전계속사업이익	(53.5)	30.8	147.0	(27.5)	(14.9)
EBITDA	10.5	(10.3)	17.1	(4.9)	(3.0)
EPS(계속사업)	(30.1)	(13.7)	194.6	(25.4)	(14.9)
수익성 (%)					
ROE	5.3	4.5	12.1	8.2	6.6
ROA	1.2	1.5	3.8	2.6	2.2
EBITDA마진	3.1	2.9	2.8	2.7	2.6
안정성 (%)					
유동비율	110.9	108.7	106.4	112.9	118.7
부채비율	232.2	231.1	217.8	205.2	196.3
순차입금/자기자본	143.5	122.4	103.1	86.8	74.3
EBITDA/이자비용(배)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,132	977	2,878	2,148	1,827
BPS	20,374	20,800	24,165	25,778	27,068
CFPS	4,139	3,416	4,242	4,125	4,013
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.4	27.6	7.7	10.4	12.2
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	1.3	0.9	0.9	0.8
PBR(최저)					
PCR	4.0	7.9	5.3	5.4	5.6
EV/EBITDA(최고)	9.9	12.7	10.1	5.1	5.3
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

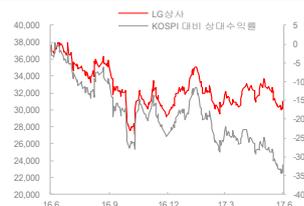
Company Data

자본금	194 십억원
발행주식수	3,876 만주
자사주	10 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,204 십억원
주요주주	
구분준(외43)	27.28%
국민연금공단	13.23%
외국인지분률	17.30%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(17/07/03)	31,050 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	37,950 원
52주 최저가	27,000 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.9%	-9.6%
6개월	6.2%	-10.1%
12개월	-17.5%	-32.1%

LG 상사 (001120/KS | 매수(유지) | T.P 42,000 원(유지))

2Q17 preview: 한 번 쉬어가는 실적

2Q17 영업이익은 518 억원으로서 시장 컨센서스 633 억원을 하회할 것으로 판단함. 전분기 대비로는 하락하는 실적인데, 원인은 석탄 가격의 하락 반영 / 프로젝트 수익 감소 / 물류의 부진에서 꼽을 수 있음. 차후 동사의 주가에 있어 관건은 역시 물류의 성장 여부임. 다만 현재 주가는 valuation merit 를 부각시킬 수 있는 상황이기 때문에 긍정적인 기대감을 가질 수 있는 영역인 것으로 판단함.

2Q17 영업이익 518 억원(QoQ -36.5% / YoY -8.2%) 추정

6/30 기준 시장 컨센서스 633 억원을 -18.2% 하회하는 실적 추정함. 전분기 대비로도 유의미하게 하락하는 수준임. 실적하락의 원인은 ① 1 개 분기가 lagging 되어 반영되는 석탄 가격이 하락세로 금번 분기 반영되었고, ② 2 개 분기 연속 반영되었던 프로젝트 수익이 금번 분기에서는 반영되기 어려울 것으로 판단되며, ③ 물류 역시 기대했던 이익을 시현하지 못했기 때문임. 또한 전체적인 commodity 가격의 하락은 석유, 팜오일 등의 수익성에도 일정 수준 영향을 미쳤을 것으로 판단함.

물류를 바라보는 시장의 시각

동사의 주가는 2017 년 진입 이후로는 큰 폭의 움직임이 없는 상황임. 심지어는 1 분기 814 억원이라는 earning surprise 를 시현했음에도 주가 상승폭은 제한 되었음. 결국 시장은 1 회성 이익의 증대보다는 기초적인 증익을 평가하고 있고, 결국 이를 이끌어 줄 수 있는 물류 부분의 수익성을 체크하고 있기 때문으로 판단함. 차후 물량증대와 마진 확보를 통해 이익을 추가시킬 수 있느냐는 부분이 주가에 있어서 최대 관건임.

목표주가 42,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 그대로 유지함. 현 주가 수준은 valuation 매력에 부각되는 만큼 매수여력은 상존하는 것으로 판단함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	11,372.2	13,224.5	11,966.7	12,277.0	12,900.1	13,738.5
yoy	%	(5.8)	16.3	(9.5)	2.6	5.1	6.5
영업이익	십억원	172.0	81.7	174.1	231.8	216.5	262.8
yoy	%	75.0	(52.5)	113.1	33.2	(6.6)	21.4
EBITDA	십억원	237.6	136.5	228.1	295.3	280.0	326.3
세전이익	십억원	12.6	(215.2)	133.2	212.1	216.2	240.8
순이익(지배주주)	십억원	(13.2)	(235.4)	58.1	125.4	125.6	140.0
영업이익률%	%	1.5	0.6	1.5	1.9	1.7	1.9
EBITDA%	%	2.1	1.0	1.9	2.4	2.2	2.4
순이익률%	%	0.1	(1.6)	1.1	1.7	1.7	1.8
EPS	원	(340)	(6,074)	1,500	3,235	3,242	3,611
PER	배	(84.3)	(5.6)	19.5	9.6	9.6	8.6
PBR	배	0.8	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	8.5	18.1	9.9	7.2	7.2	3.7
ROE	%	(0.9)	(17.9)	4.8	9.7	8.9	8.8
순차입금	십억원	903	1,156	1,123	916	821	699
부채비율	%	212.9	248.8	214.7	220.8	209.0	195.5

2Q17 preview

(단위, % 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,845.6	2,941.9	3,163.9	3,057.8	3,060.2	7.5	0.1	3,079.1	(0.6)
영업이익	56.4	21.6	51.5	81.4	51.8	(8.2)	(36.5)	63.3	(18.2)
세전이익	42.0	12.4	27.4	75.1	46.2	9.9	(38.5)	56.3	(17.9)
지배순이익	24.0	5.7	4.8	45.8	26.8	12.0	(41.3)	31.1	(13.7)
영업이익률	2.0	0.7	1.6	2.7	1.7	(0.3)	(1.0)	2.1	(0.4)
세전이익률	1.5	0.4	0.9	2.5	1.5	0.0	(0.9)	1.8	(0.3)
지배주주순이익률	0.8	0.2	0.2	1.5	0.9	0.0	(0.6)	1.0	(0.1)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21	
ROE(지배주주지분)	8.5%	ROE(지배주주지분)	4.8%	8.2%	8.5%	8.4%	8.3%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	8.5%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						

Target P/B	1.29						
2Q18E BPS(지배주주지분)	33,055						
Target Price	42,730						

자료: LG 상사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
EPS(지배주주지분)	(6,074)	2,965	3,434	3,802	4,208
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,350				
2Q18E EPS	2,965				
2Q19E EPS	3,434				

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	36,854	38,530	40,205	41,880	43,555	45,230	46,906	48,581	50,256	51,931
TP by 2Q18E EPS	32,611	34,093	35,575	37,058	38,540	40,022	41,505	42,987	44,469	45,952
TP by 2Q19E EPS	37,779	39,496	41,214	42,931	44,648	46,365	48,082	49,800	51,517	53,234

자료: LG 상사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	11,966.7	13,353.8	14,172.4	11,966.7	12,277.0	12,900.1	0.0%	-8.1%	-9.0%
YoY %	-9.5%	11.6%	6.1%	-9.5%	2.6%	5.1%			
영업이익	174.1	203.7	222.1	174.1	231.8	216.5	0.0%	13.8%	-2.5%
YoY %	113.1%	17.0%	9.0%	113.1%	33.2%	-6.6%			
EBITDA	228.1	253.2	271.6	228.1	295.3	280.0	0.0%	16.6%	3.1%
YoY %	67.1%	11.0%	7.3%	67.1%	29.4%	-5.2%			
순이익	58.1	108.3	121.9	58.1	125.4	125.6	0.0%	15.8%	3.1%
YoY %	흑전	86.3%	12.5%	흑전	115.7%	0.2%			

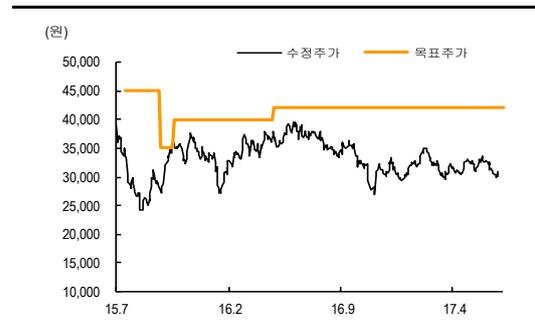
자료: LG 상사 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	3,326.7	3,349.3	3,377.0	3,464.9	3,060.2	3,071.4	3,087.5	3,165.0	-8.0%	-8.3%	-8.6%	-8.7%
YoY %	16.9%	13.9%	6.7%	5.0%	7.5%	4.4%	-2.4%	3.5%				
QoQ %	0.8%	0.7%	0.8%	2.6%	0.1%	0.4%	0.5%	2.5%				
영업이익	49.7	50.5	49.3	58.2	51.8	49.9	48.6	56.3	4.2%	-1.1%	-1.3%	-3.1%
YoY %	-11.9%	133.5%	-4.2%	7.2%	-8.2%	130.9%	-5.5%	-30.8%				
QoQ %	-8.4%	1.7%	-2.4%	18.0%	-36.5%	-3.5%	-2.6%	15.8%				
EBITDA	62.1	62.9	61.7	70.5	67.6	65.8	64.5	72.2	9.0%	4.7%	4.6%	2.4%
YoY %	-12.3%	76.3%	-3.4%	5.9%	-4.4%	84.6%	1.0%	-25.8%				
QoQ %	-6.8%	1.3%	-1.9%	14.4%	-30.5%	-2.7%	-2.0%	11.9%				
순이익	25.9	27.3	27.6	31.0	26.8	26.5	26.3	31.7	3.6%	-2.8%	-4.6%	2.3%
YoY %	8.2%	376.1%	473.6%	12.3%	12.0%	362.9%	447.2%	-30.8%				
QoQ %	-6.0%	5.2%	1.0%	12.4%	-41.3%	-1.2%	-0.9%	20.5%				

자료: LG 상사 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.04	매수	42,000원
	2017.04.10	매수	42,000원
	2017.02.03	매수	42,000원
	2017.01.09	매수	42,000원
	2016.09.27	매수	42,000원
	2016.06.27	매수	42,000원
	2016.05.02	매수	42,000원
	2016.03.27	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



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 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,074	2,672	3,039	3,310	3,559
현금및현금성자산	529	311	501	596	718
매출채권및기타채권	1,553	1,444	1,542	1,652	1,732
재고자산	724	517	655	700	733
비유동자산	2,309	2,505	2,469	2,483	2,502
장기금융자산	253	241	248	248	248
유형자산	388	552	538	553	572
무형자산	990	945	925	925	925
자산총계	5,383	5,177	5,508	5,793	6,062
유동부채	2,589	2,098	2,390	2,517	2,609
단기금융부채	669	239	235	235	235
매입채무 및 기타채무	1,718	1,528	1,850	1,977	2,069
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,251	1,434	1,401	1,401	1,401
장기금융부채	1,112	1,297	1,264	1,264	1,264
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	7	14	15	15	15
부채총계	3,840	3,532	3,791	3,918	4,010
지배주주지분	1,199	1,249	1,336	1,494	1,671
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	102	101	101	101	101
기타자본구성요소	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	858	910	1,043	1,201	1,378
비지배주주지분	344	396	380	380	380
자본총계	1,543	1,645	1,717	1,875	2,052
부채외자본총계	5,383	5,177	5,508	5,793	6,062

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	298	230	232	209	238
당기순이익(손실)	(217)	85	160	168	187
비현금성항목등	473	156	84	78	78
유형자산감가상각비	55	54	64	64	64
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(418)	(102)	(21)	(15)	(15)
운전자본감소(증가)	101	81	14	(37)	(27)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(376)	81	(107)	(106)	(77)
재고자산감소(증가)	323	207	(138)	(45)	(33)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	74	(166)	284	114	83
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(278)	(218)	(46)	(78)	(83)
금융자산감소(증가)	98	(41)	36	0	0
유형자산감소(증가)	(33)	(77)	(74)	(78)	(83)
무형자산감소(증가)	(30)	(49)	(15)	0	0
기타	(314)	(51)	7	0	0
재무활동현금흐름	28	(238)	16	(10)	(10)
단기금융부채증가(감소)	44	(210)	25	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	1	0	0	0
배당금의 지급	16	20	10	10	10
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	49	(218)	190	95	122
기초현금	480	529	311	501	596
기말현금	529	311	501	596	718
FCF	92	196	264	105	149

자료 : LG상사, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	13,224	11,967	12,277	12,900	13,739
매출원가	12,711	11,221	11,527	12,139	12,896
매출총이익	514	746	750	761	843
매출총이익률 (%)	3.9	6.2	6.1	5.9	6.1
판매비와관리비	432	572	518	544	580
영업이익	82	174	232	216	263
영업이익률 (%)	0.6	1.5	1.9	1.7	1.9
비영업손익	(297)	(41)	(20)	(0)	(22)
순금융비용	208	91	80	101	80
외환관련손익	(40)	(9)	21	0	0
관계기업투자등 관련손익	(221)	3	16	15	15
세전계속사업이익	(215)	133	212	216	241
세전계속사업이익률 (%)	(1.6)	1.1	1.7	1.7	1.8
계속사업법인세	2	48	52	49	54
계속사업이익	(217)	85	160	168	187
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(217)	85	160	168	187
순이익률 (%)	(1.6)	0.7	1.3	1.3	1.4
지배주주	(235)	58	125	126	140
지배주주귀속 순이익률(%)	(1.8)	0.5	1.0	1.0	1.0
비지배주주	18	27	35	42	47
총포괄이익	(190)	82	69	168	187
지배주주	(215)	58	54	126	140
비지배주주	25	24	15	42	47
EBITDA	137	228	295	280	326

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	16.3	(9.5)	2.6	5.1	6.5
영업이익	(52.5)	113.1	33.2	(6.6)	21.4
세전계속사업이익	적전	흑전	59.3	1.9	11.4
EBITDA	(42.5)	67.1	29.4	(5.2)	16.5
EPS(계속사업)	적전	흑전	115.7	0.2	11.4
수익성 (%)					
ROE	(17.9)	4.8	9.7	8.9	8.8
ROA	(4.2)	1.6	3.0	3.0	3.1
EBITDA마진	1.0	1.9	2.4	2.2	2.4
안정성 (%)					
유동비율	118.7	127.3	127.1	131.5	136.4
부채비율	248.8	214.7	220.8	209.0	195.5
순차입금/자기자본	74.9	68.3	53.3	43.8	34.1
EBITDA/이자비용(배)	(0.2)	0.6	0.2	(0.0)	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(6,074)	1,500	3,235	3,242	3,611
BPS	28,284	28,873	30,919	34,992	39,557
CFPS	3,540	4,253	6,148	5,968	6,894
주당 현금배당금	200	250	250	250	250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(5.6)	19.5	9.6	9.6	8.6
PER(최저)					
PBR(최고)	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)					
PCR	9.5	6.9	5.1	5.2	4.5
EV/EBITDA(최고)	18.1	9.9	7.2	7.2	3.7
EV/EBITDA(최저)					

memo
