

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	893 십억원
주요주주	
SK케미칼(주)(외4)	55.75%
(주)VIP투자자문	8.27%
외국인지분률	11.00%
배당수익률	2.60%

Stock Data

주가(17/09/25)	99,600 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	0.57
52주 최고가	132,500 원
52주 최저가	95,331 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.5%	-9.5%
6개월	-20.3%	-27.4%
12개월	-4.8%	-17.9%

SK 가스 (018670/KS | 매수(유지) | T.P 130,000 원(하향))

3Q17 preview: 사우디 CP 는 올랐는데 국내 LPG 는 하락

3Q17 영업이익은 319 억원으로 추정되어 컨센서스를 -24.9% 하회할 것으로 예상함. 3분기 내내 도입가격인 사우디의 LPG CP는 상승한 반면 국내 LPG 가격은 오히려 하락한 것이 악재로 작용했음. 미국의 LPG 수출 이후 중동과 출혈경쟁으로 인한 상대적 수혜효과가 반감되는 것으로 판단함. 다만 최근 국내 LPG 차량규제완화가 이슈가 되고 있고 주가 역시 최근 급락했기 때문에 매수여력 상존하는 것으로 판단함

3Q17 영업이익 319 억원(QoQ -23.0% / YoY -9.5%) 추정

9/24 기준 컨센서스 425 억원을 -24.9% 하회하는 수치임. 기본적으로 사우디 CP는 3분기 내내 급반등(프로판 기준 7월 \$345/t → 8월 \$420/t → 9월 \$480/t)한 반면 국내 LPG 판매가격은 오히려 하락한 부분이 spread 축소의 원인으로 작용했을 것으로 판단함. 국내 정유사판매가격 기준 프로판 가격은 6월 680.9 원/kg에서 8월 646.6 원/kg까지 지속적으로 하락하였음. 하지만 영업 외에서 PDH의 호조는 이어졌기 때문에 전체적인 순이익의 하락폭은 상쇄해줄 것으로 판단함

LPG의 시황회복 여부가 주가의 최대 관건

최근까지 화학시황의 강세에 따른 PDH 효과가 영업에서 물량증대, 영업 외에서 수익기여를 확실하게 보여주며 주가의 driver로서 작용하기도 했지만, 역시 동사에게 있어서 가장 중요한 것은 본업인 LPG 시황의 회복 여부인. 지난 해까지 미국의 NGL(Natural Gas Liquids) 계열 수출과 중동의 경쟁적인 가격인하로 인해 spread 확대효과를 누렸지만, 이런 경쟁이 일단락되자 국내 LPG 가격이 약세를 보이면서 효과가 반감되고 있음. 결국 기조적인 수요회복여부가 관건이 될 텐데, 단기적으로 본다면 LPG 차량규제완화 이슈 이후에 수요 방향성, 혹은 추가적인 완화여부가 주목요인이 될 수 있음

목표주가 150,000 원 → 130,000 원 하향 / 투자 의견 매수 유지

LPG spread 약세에 따른 실적 추정치 조정분을 반영하여 목표주가를 하향 조정함. 다만 최근 주가가 급락한 상황이고 LPG 차량규제완화가 이슈가 되는 만큼 반등여력은 있는 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	5,943.5	4,079.0	5,254.7	7,115.2	6,622.2	6,430.7
yoy	%	(10.9)	(31.4)	28.8	35.4	(6.9)	(2.9)
영업이익	십억원	120.3	99.2	180.8	146.2	150.5	162.3
yoy	%	(2.6)	(17.6)	82.3	(19.1)	3.0	7.8
EBITDA	십억원	158.7	144.0	234.8	193.7	198.4	210.2
세전이익	십억원	125.9	95.2	216.4	211.1	166.5	154.1
순이익(지배주주)	십억원	97.4	69.2	170.4	117.5	117.6	108.8
발표영업이익률	%	2.0	2.4	3.4	2.1	2.3	2.5
EBITDA%	%	2.7	3.5	4.5	2.7	3.0	3.3
순이익률	%	2.1	2.3	4.1	3.0	2.5	2.4
EPS	원	11,183	7,866	19,181	13,234	13,241	12,256
PER	배	8.5	9.2	6.8	7.6	7.6	8.2
PBR	배	0.9	0.7	1.0	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	12.0	16.2	9.5	11.0	10.2	4.3
ROE	%	8.5	5.8	13.1	8.4	8.0	6.9
순차입금	십억원	1,051	1,682	1,063	1,237	1,117	1,057
부채비율	%	137.4	150.7	137.9	126.4	118.4	112.4

3Q17 preview

(단위: % 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,282.0	1,503.3	1,706.4	1,652.5	1,887.2	47.2	14.2	1,588.2	18.8
영업이익	35.3	31.7	32.6	41.5	31.9	(9.5)	(23.0)	42.5	(24.9)
세전이익	52.6	76.1	41.1	114.4	25.1	(52.2)	(78.0)	57.0	(55.9)
지배순이익	37.7	50.4	28.0	50.3	17.8	(52.9)	(64.7)	39.6	(55.1)
영업이익률	2.8	2.1	1.9	2.5	1.7	(1.1)	(0.8)	2.7	(1.0)
세전이익률	4.1	5.1	2.4	6.9	1.3	(2.8)	(5.6)	3.6	(2.3)
지배주주순이익률	2.9	3.4	1.6	3.0	0.9	(2.0)	(2.1)	2.5	(1.6)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
ROE(지배주주지분)	6.7%	13.1%	7.4%	6.7%	5.9%	5.8%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.7%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.94					
3Q18E BPS(지배주주지분)	144,699					
Target Price	135,710					

자료: SK 가스, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	7,866	12,333	11,913	11,090	11,578
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	11,925				
4Q17E EPS	12,333				
4Q18E EPS	11,913				

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	95,400	101,362	107,325	113,287	119,250	125,212	131,175	137,137	143,100	149,062
TP by 3Q17E EPS	98,667	104,834	111,000	117,167	123,334	129,500	135,667	141,834	148,000	154,167
TP by 3Q18E EPS	95,302	101,259	107,215	113,171	119,128	125,084	131,040	136,997	142,953	148,910

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	6,286.9	6,051.9	5,254.7	7,115.2	6,622.2	0.0%	13.2%	9.4%
YoY %	28.8%	19.6%	-3.7%	28.8%	35.4%	-6.9%			
영업이익	180.8	172.7	180.7	180.8	146.2	150.5	0.0%	-15.4%	-16.7%
YoY %	82.3%	-4.4%	4.6%	82.3%	-19.1%	3.0%			
EBITDA	234.8	219.1	227.1	234.8	193.7	198.4	0.0%	-11.6%	-12.6%
YoY %	63.1%	-6.7%	3.6%	63.1%	-17.5%	2.4%			
순이익	170.4	146.4	131.2	170.4	117.5	117.6	0.0%	-19.7%	-10.4%
YoY %	146.2%	-14.0%	-10.4%	146.2%	-31.0%	0.1%			

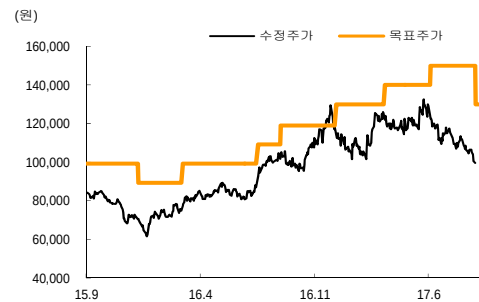
자료: SK 가스 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	1,463.5	1,589.9	1,496.1	1,449.2	1,887.2	1,869.1	1,630.2	1,528.3	29.0%	17.6%	9.0%	5.5%
YoY %	14.2%	5.8%	-12.3%	-5.1%	47.2%	24.3%	-4.5%	-7.5%				
QoQ %	-4.2%	8.6%	-5.9%	-3.1%	14.2%	-1.0%	-12.8%	-6.3%				
영업이익	41.5	47.3	50.5	43.3	31.9	40.2	34.5	34.7	-23.1%	-15.0%	-31.8%	-19.9%
YoY %	17.6%	49.1%	54.7%	-15.6%	-9.5%	26.7%	5.6%	-16.3%				
QoQ %	-19.2%	13.9%	6.8%	-14.2%	-23.0%	25.9%	-14.2%	0.8%				
EBITDA	53.1	58.9	62.1	54.9	43.9	52.2	46.4	46.7	-17.3%	-11.4%	-25.2%	-15.0%
YoY %	13.1%	37.1%	40.4%	-12.7%	-6.5%	21.5%	5.0%	-12.6%				
QoQ %	-15.7%	10.9%	5.5%	-11.5%	-17.9%	18.8%	-11.0%	0.6%				
순이익	25.6	26.6	34.8	33.0	17.8	21.5	26.2	31.3	-30.5%	-19.1%	-24.9%	-5.1%
YoY %	-32.1%	-47.3%	24.4%	-50.2%	-52.9%	-57.4%	-6.5%	-37.8%				
QoQ %	-61.5%	3.9%	31.1%	-5.2%	-64.7%	21.0%	21.8%	19.7%				

자료: SK 가스 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.09.26	매수	130,000원	6개월		
2017.07.04	매수	150,000원	6개월	-25.36%	-18.33%
2017.04.10	매수	140,000원	6개월	-13.04%	-5.36%
2017.01.09	매수	130,000원	6개월	-13.41%	-3.08%
2016.11.14	매수	119,040원	6개월	-9.67%	8.79%
2016.09.27	매수	119,040원	6개월	-16.28%	-11.25%
2016.08.16	매수	109,120원	6개월	-8.71%	-4.09%
2016.06.27	매수	99,200원	6개월	-15.75%	-10.00%
2016.03.27	매수	99,200원	6개월	-15.92%	-10.00%
2016.02.11	매수	89,280원	6개월	-19.87%	-12.22%
2016.01.05	매수	89,280원	6개월	-23.81%	-16.78%
2015.09.30	매수	99,200원	6개월	-20.75%	-14.22%



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 9월 26일 현재 SK 가스(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 9월 26일 기준)

매수	90.63%	중립	9.38%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,467	1,980	1,836	1,878	1,925
현금및현금성자산	225	206	259	380	439
매출채권및기타채권	418	726	661	625	619
재고자산	600	394	624	590	585
비유동자산	2,613	2,091	2,197	2,248	2,297
장기금융자산	250	288	318	318	318
유형자산	1,941	1,120	1,164	1,215	1,264
무형자산	309	311	312	312	312
자산총계	4,080	4,071	4,033	4,126	4,222
유동부채	774	1,595	1,222	1,207	1,205
단기금융부채	497	1,039	880	880	880
매입채무 및 기타채무	225	303	278	263	261
단기충당부채	0	0	1	1	1
비유동부채	1,679	765	1,030	1,030	1,030
장기금융부채	1,581	662	916	916	916
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,452	2,360	2,252	2,237	2,234
지배주주지분	1,209	1,388	1,417	1,525	1,623
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	1,191	1,299	1,397
비지배주주지분	418	323	364	364	364
자본총계	1,628	1,711	1,781	1,889	1,988
부채외자본총계	4,080	4,071	4,033	4,126	4,222

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	(160)	(108)	89	336	278
당기순이익(손실)	73	188	167	131	121
비현금성항목등	67	61	92	149	149
유형자산감가상각비	45	54	48	48	48
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(22)	(7)	(45)	(101)	(101)
운전자본감소(증가)	(263)	(334)	(132)	57	9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	60	(293)	45	34	5
재고자산감소(증가)	(273)	206	(231)	34	5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	45	(3)	(12)	(2)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	19	51	80	96	96
투자활동현금흐름	(585)	(117)	66	(99)	(96)
금융자산감소(증가)	(59)	(48)	9	0	0
유형자산감소(증가)	(510)	(138)	(91)	(99)	(96)
무형자산감소(증가)	(2)	(2)	(3)	0	0
기타	(13)	70	150	0	0
재무활동현금흐름	681	200	34	(23)	(23)
단기금융부채증가(감소)	(187)	46	(179)	0	0
장기금융부채증가(감소)	753	211	292	0	0
자본의증가(감소)	2	7	(0)	0	0
배당금의 지급	19	20	49	23	23
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(60)	(19)	53	121	60
기초현금	285	225	206	259	380
기말현금	225	206	259	380	439
FCF	(662)	156	(149)	131	89

자료: SK가스, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,079	5,255	7,115	6,622	6,431
매출원가	3,747	4,786	6,660	6,172	5,977
매출총이익	332	469	456	450	453
매출총이익률 (%)	8.1	8.9	6.4	6.8	7.0
판매비와관리비	233	288	309	300	291
영업이익	99	181	146	151	162
영업이익률 (%)	2.4	3.4	2.1	2.3	2.5
비영업손익	(4)	36	65	16	(8)
순금융비용	116	251	105	140	124
외환관련손익	(40)	(24)	35	0	0
관계기업투자등 관련손익	(9)	11	49	30	21
세전계속사업이익	95	216	211	166	154
세전계속사업이익률 (%)	2.3	4.1	3.0	2.5	2.4
계속사업법인세	20	46	44	36	33
계속사업이익	75	170	167	131	121
중단사업이익	(2)	18	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	73	188	167	131	121
순이익률 (%)	1.8	3.6	2.4	2.0	1.9
지배주주	69	170	118	118	109
지배주주귀속 순이익률(%)	1.7	3.2	1.7	1.8	1.7
비지배주주	4	18	50	13	12
총포괄이익	58	213	182	131	121
지배주주	53	194	133	118	109
비지배주주	5	19	49	13	12
EBITDA	144	235	194	198	210

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(31.4)	28.8	35.4	(6.9)	(2.9)
영업이익	(17.6)	82.3	(19.1)	3.0	7.8
세전계속사업이익	(24.4)	127.3	(2.5)	(21.1)	(7.4)
EBITDA	(9.3)	63.1	(17.5)	2.4	5.9
EPS(계속사업)	(29.7)	143.9	(31.0)	0.1	(7.4)
수익성 (%)					
ROE	5.8	13.1	8.4	8.0	6.9
ROA	2.0	4.6	4.1	3.2	2.9
EBITDA마진	3.5	4.5	2.7	3.0	3.3
안정성 (%)					
유동비율	189.6	124.1	150.2	155.6	159.8
부채비율	150.7	137.9	126.4	118.4	112.4
순차입금/자기자본	103.4	62.1	69.5	59.1	53.2
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	0.3	(0.1)	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,866	19,181	13,234	13,241	12,256
BPS	111,230	130,624	134,950	147,121	158,198
CFPS	14,006	22,113	18,402	18,700	19,739
주당 현금배당금	2,063	2,666	2,666	2,666	2,666
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.2	6.8	7.6	7.6	8.2
PER(최저)					
PBR(최고)	0.7	1.0	0.7	0.7	0.6
PBR(최저)					
PCR	5.2	5.9	5.5	5.4	5.1
EV/EBITDA(최고)	16.2	9.5	11.0	10.2	4.3
EV/EBITDA(최저)					