

에너지/화학

3Q17 preview: Harvey 가 만들어준 피날레?

연초 이후 down-turn 의 우려감이 커지는 상황이었었는데 3Q 에서는 허리케인 Harvey 효과 + 중국 국경절 이전 재고확보 수요로서 실적 반등 기대됨. 에너지/화학 업종(한전/KOGAS 제외)의 합산 OP 는 4.3 조원으로 추정되어 2Q17 2.9 조원 대비 큰 폭 상승 예상함. 다만 허리케인이 fundamental 을 바꾸지는 못했었다는 것을 감안할 때 단기 실적보다 미래에 대한 불확실성이 계속해서 주가 부담요인으로 작용할 것임



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

종목 투자이견

(단위: 십억원)

종목명	투자이견	목표주가 (원)	주가(9/25) 상승여력	3Q17E 추정영업이익	QoQ(%)	YoY(%)	3Q17E 컨센(6/30)	차이
LG 화학	매수	400,000	379,500	771.5	6.1	67.7	718.3	7.4
A051910	(유지)	(상향)	5.4%					
롯데케미칼	매수	410,000	371,000	813.5	28.7	26.5	729.7	11.5
A011170	(유지)	(유지)	10.5%					
금호석유	매수	100,000	71,700	67.0	51.7	185.6	49.9	34.2
A011780	(유지)	(유지)	39.5%					
한화케미칼	매수	39,000	32,300	229.5	4.9	12.1	208.2	10.2
A009830	(유지)	(상향)	20.7%					
OCI	매수	120,000	102,500	72.4	130.6	3,097.1	39.7	82.6
A010060	(유지)	(상향)	17.1%					
KCC	매수	450,000	360,000	89.0	(3.3)	(10.1)	99.7	(10.8)
A002380	(유지)	(하향)	25.0%					
SKC	매수	45,000	41,050	39.6	116.2	(10.5)	48.3	(18.0)
A011790	(유지)	(상향)	9.6%					
SK 이노베이션	매수	210,000	189,500	1,025.6	143.5	147.2	839.9	22.1
A096770	(유지)	(상향)	10.8%					
S-에	매수	140,000	120,000	498.7	325.3	329.2	418.4	19.2
A010950	(유지)	(상향)	16.7%					
GS	매수	80,000	64,000	558.4	42.5	35.3	483.2	15.6
A078930	(유지)	(유지)	25.0%					
SK 가스	매수	130,000	99,600	31.9	(9.5)	(23.0)	42.5	(24.9)
A018670	(유지)	(하향)	30.5%					
포스코대우	매수	25,000	19,150	83.5	(13.8)	25.9	91.0	(8.2)
A047050	(유지)	(하향)	30.5%					
LG 상사	매수	38,000	27,300	53.2	35.7	146.2	54.5	(2.4)
A001120	(유지)	(하향)	39.2%					
한국전력	매수	55,000	38,400	2,439.8	188.2	(44.9)	3,080.8	(20.8)
A015760	(유지)	(하향)	43.2%					
한국가스공사	매수	60,000	41,950	(177.7)	419.6	(6.3)	(134.3)	32.3
A015760	(유지)	(유지)	43.0%					

Contents

1. Coverage Summary	3
2. 개별기업분석	9
1) LG 화학	10
2) 롯데케미칼	15
3) 금호석유	20
4) 한화케미칼	25
5) OCI	30
6) KCC	35
7) SKC	40
8) SK 이노베이션	45
9) S-Oil	50
10) GS	55
11) SK 가스	60
12) 포스코대우	65
13) LG 상사	70
14) 한국전력	75
15) 한국가스공사	80

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 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%
----	--------	----	-------	----	----

Coverage Summary

Coverage summary 1

종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
LG 화학 A051910	매수	400,000 원	Top pick	이제 확인되시나요? 전기차의 힘!	3Q17 영업이익 7,715 억원(QoQ +6.1% / YoY +67.7%) 추정 불가피한 화학의 약세장에서 더욱 두각 될 전기차 모멘텀 목표주가 330,000 원 → 400,000 원 상향 / Top pick 유지
롯데케미칼 A011170	매수	410,000 원		MR 탱커 수주강세가 부담인 이유	3Q17 영업이익 8,135 억원(QoQ +28.7% / YoY +26.5%) 추정 현대미포조선이 MR 탱커를 많이 수주하는 이유가 뭘까? 목표주가 410,000 원 / 투자의견 매수 유지
금호석유화학 A011780	매수	100,000 원	2nd pick	계속 들쭉거리는 고무가격	3Q17 영업이익 670 억원(QoQ +51.7% / YoY +185.6%) 추정 고무계열이 들쭉거릴 수밖에 없는 이유 목표주가 100,000 원 / 투자의견 매수 유지
한화케미칼 A009830	매수	39,000 원		더 없이 좋은 PVC와 가성소다	3Q17 영업이익 2,295 억원(QoQ +4.9% / YoY +121%) 추정 더 좋아질 수 있을 지는 의문 목표주가 33,000 원 → 39,000 원 / 투자의견 매수 유지
OCI A010060	매수	120,000 원		폴리실리콘도 올랐고, 화학도 올랐다	3Q17 영업이익 724 억원(QoQ +130.6% / YoY +3,097.1%) 추정 태양광 시황 회복이 관건 목표주가 100,000 원 → 120,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지
KCC A002380	매수	450,000 원		실적은 좋지만 PVC 가격과 현대중공업은 부담	3Q17 영업이익 955 억원(QoQ +3.8% / YoY -3.5%) 추정 단기적으로는 PVC 가격과 현대중공업에 대한 우려 부각 목표주가 500,000 원 → 450,000 원 / 투자의견 매수 유지
SKC A011790	매수	45,000 원		드디어 "성장"의 키워드를 찾아내다	3Q17 영업이익 492 억원(QoQ +11.3% / YoY +168.9%) 추정 성장여력에 대한 기대감이 이렇게 무섭다 목표주가 40,000 원 → 45,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지
SK 이노베이션 A096770	매수	210,000 원		허리케인까지 도와주는 정유의 호실적	3Q17 영업이익 1 조 256 억원(QoQ +143.5% / YoY +147.2%) 추정 건설의 오만 두کم / 바레인 밥코 수주이슈의 의미 목표주가 180,000 원 → 210,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

자료: SK 증권

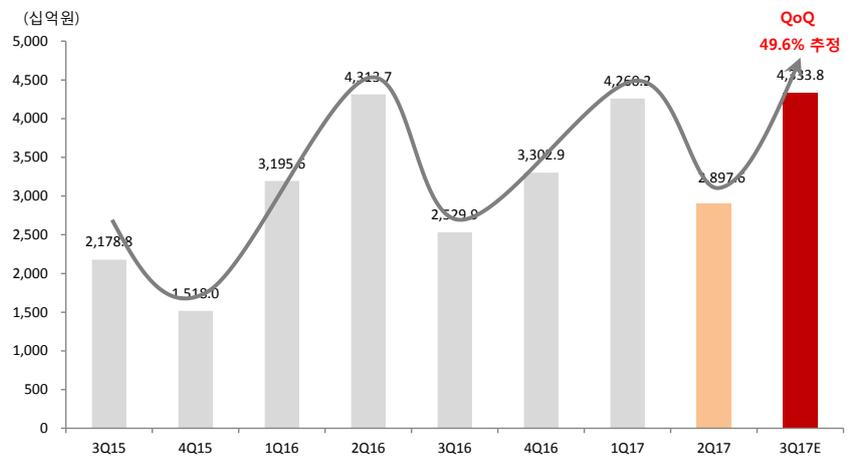
Coverage summary 2

종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
S-Oil A010950	매수	140,000 원		허리케인까지 도와주는 정유의 호실적	3Q17 영업이익 4,987 억원(QoQ +325.3% / YoY +329.2%) 추정 건설의 오만 두콤 / 바레인 밥코 수주이슈의 의미 목표주가 100,000 원 → 140,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지
GS A078930	매수	80,000 원		동종업계 내 저평가는 분명	3Q17 영업이익 5,584 억원(QoQ +325.3% / YoY +329.2%) 추정 건설의 오만 두콤 / 바레인 밥코 수주이슈의 의미 목표주가 80,000 원 / 투자의견 매수 유지
SK 가스 A018670	매수	130,000 원		사우디CP 는 올랐는데 국내 LPG 는 하락	3Q17 영업이익 319 억원(QoQ -23.0% / YoY -9.5%) 추정 LPG 의 시황회복 여부가 주가의 최대 관건 목표주가 150,000 원 → 130,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
포스코대우 A047050	매수	25,000 원		중국 가스파이프 사고의 여파	3Q17 영업이익 835 억원(QoQ -13.8% / YoY +25.9%) 추정 유가에 대한 우려는 지속 목표주가 27,000 원 → 25,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
LG 상사 A001120	매수	38,000 원		앞으로 석탄/물류의 upside 를 기대	3Q17 영업이익 532 억원(QoQ +35.7% / YoY +146.2%) 추정 물류와 석탄의 upside 는 분명 있다 목표주가 42,000 원 → 38,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
한국전력 A015760	매수	55,000 원		이미 약재를 반영한 valuation	3Q17 영업이익 2 조, 4,398 억원(QoQ +188.2% / YoY -44.9%) 추정 점점 불투명해지는 사업 여건 그러나 저점에 근접한 valuation 목표주가 60,000 원 → 55,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
한국가스공사 A015760	매수	60,000 원		긴 그림에서 "가스시대" 도래는 변함없다	3Q17 영업이익 -1,777 억원(QoQ 적전 / YoY 적지) 추정 글로벌 가스시대의 중장기 매력은 유효 목표주가 60,000 원 / 투자의견 매수 유지

자료 SK 증권

SK 증권 리서치센터는 지난 2016년 6월 보고서 “Cyclical 산업에 new-normal은 없다”를 통해서 2017년 이후 시황의 down-turn 가능성을 분석한 바 있었다. 그리고 1분기 사상최대 실적 이후 주가와 시황 모두 약세에 진입하며 그런 측면이 실현되는가 했는데, 금번 3분기 중 발생한 허리케인 Harvey가 이러한 관점에 혼란을 가중시키고 말았다. 일시적인 수급트러블이 예상되면서 정유/화학 제품가격이 급반등을 한 것이다. 3Q17 커버리지 합산 영업이익은 4.3조원으로 추정되어 2Q17 2.9조원 대비 큰 폭의 상승이 다시 한 번 기대되고 있다.

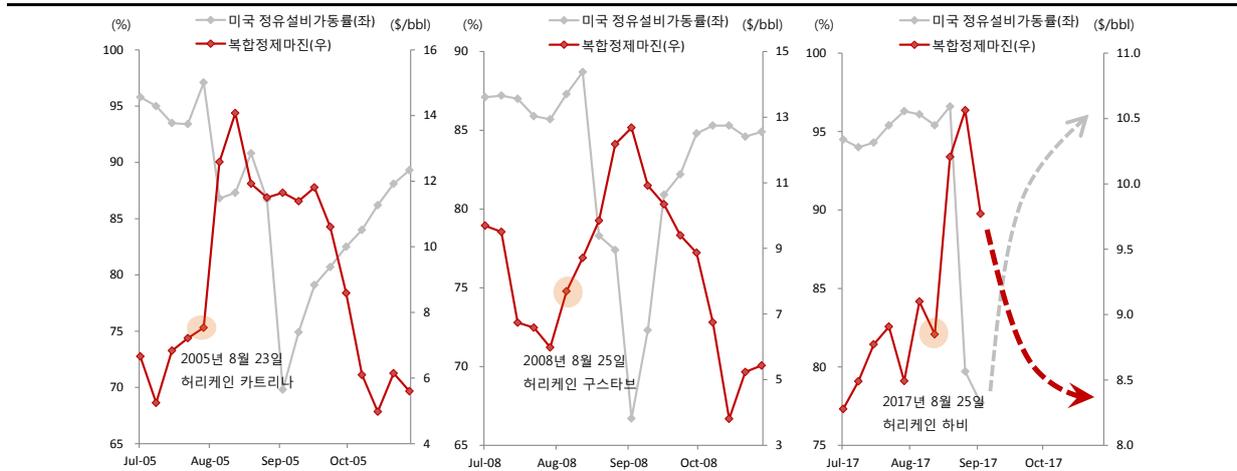
에너지/화학 커버리지 합산 영업이익 추이(유틸리티 제외)



자료: Dataguidepro, SK 증권

다만 이러한 기조가 언제까지 이어질 수 있을 지는 의문이다. 역사적(05 년 카트리나, 08 년 구스타브)으로 보더라도 허리케인 효과 발생 직후 정제마진은 급등하는 양상이 나타나지만 약 1 개월 시차를 두고 제자리를 찾아가는 모습을 보였다. 즉 fundamental 에는 영향을 주지 않았다는 것이다. 금번 실적에서도 이런 양상은 똑같이 나타날 것으로 보이며, 결국 down-turn 이라는 큰 그림에는 변화가 없을 것으로 판단한다.

2005 년 카트리나, 2008 년 구스타브와 2017 년 하비 때의 미국정유설비 가동률 및 정제마진 비교

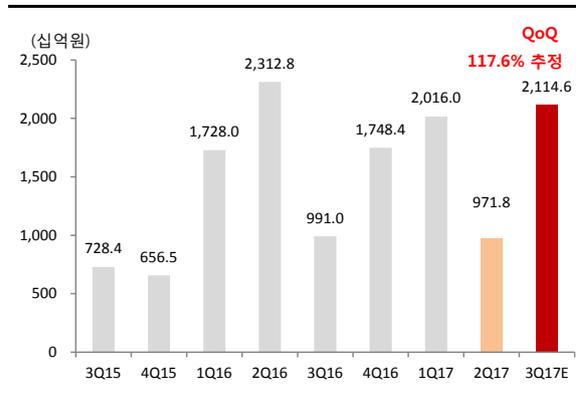


자료: EIA, Petronet, SK 증권

세부적으로 본다면 정유의 컨센서스 상회 가능성이 가장 두드러진다. Harvey 효과가 가장 컸음과 동시에 유가도 반등을 했고, 무엇보다 최근 시점인 9월에 이런 일들이 발생하여 시장 컨센서스는 실제 현황대비 많이 낮았던 것으로 판단된다. 커버리지 합산 영업이익은 정유의 경우 2.1조원으로 지난 1분기를 넘어서는 수준이 기대되고 있다.

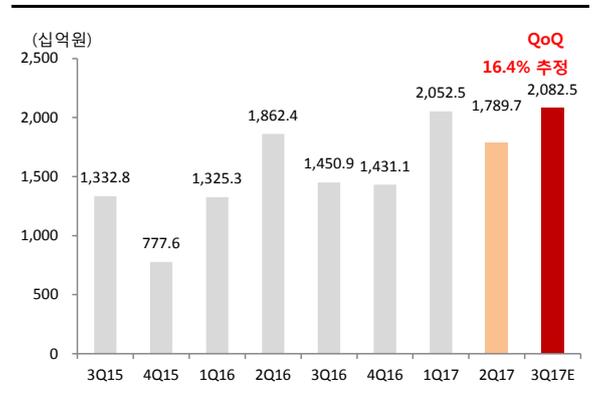
화학 역시 Harvey 효과와 함께 중국 국경절 연후 전 재고확보 수요로 인하여 2.1조원의 이익을 시현할 것으로 기대된다. 역시 지난 1분기를 넘어서는 호실적이다. 하이브리드 업종보다는 순수화학에 대한 노출도가 높은 기업들이 실적 호조가 두드러진다.

Coverage 정유업체 합산 영업이익 추이



자료 : Dataguidepro, SK 증권

Coverage 화학업체 합산 영업이익 추이

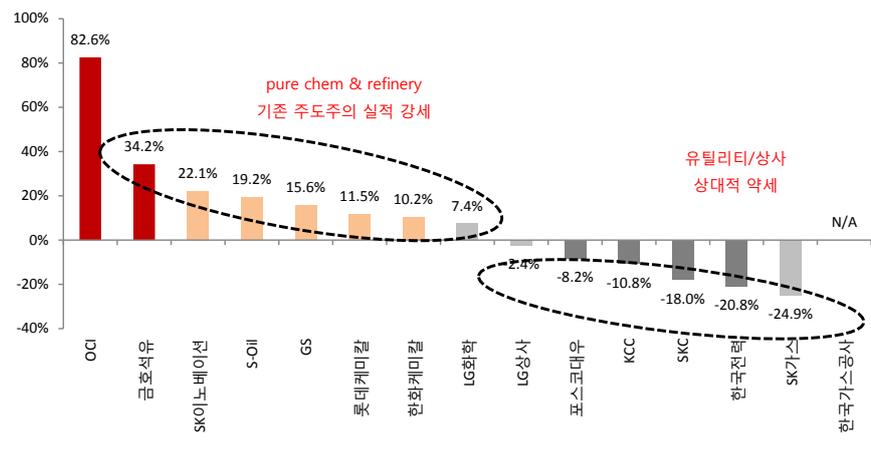


자료 : Dataguidepro, SK 증권

종목별로 살펴본다면 시장 컨센서스 대비 가장 크게 상회하는 실적을 보이는 기업은 OCI 일 것으로 예상된다. 폴리실리콘 가격 상승과 말레이시아 인수설비의 물량증대 효과가 긍정적이었고, 무엇보다 TDI/벤젠 등 화학계열의 증익도 기대된다. 금호석유도 합성수지(ABS/PS)의 강세와 합성고무의 가격 상승으로 시장 기대치를 넘어설 것으로 기대된다.

반면 상사와 유틸리티의 실적은 기대 이하다. 상사에서는 포스코대우의 중국 가스파이프 폭발사고 여파가 악재로 작용했고, LG 상사는 이렇다 할 이익모멘텀을 만들지 못했다. 한국전력 역시 전력구매비용의 부담으로 인하여 기대에 못 미치는 실적이 예상된다. SK 가스는 LPG spread 가 지속 약세 상황을 보인 것이 악재다.

Coverage 업종의 3Q17 컨센서스 대비 추정치와의 차이



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	26,790 십억원
주요주주	
(주)엘지(외4)	33.37%
국민연금공단	8.18%
외국인지분률	37.40%
배당수익률	1.30%

Stock Data

주가(17/09/25)	379,500 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	1.29
52주 최고가	407,500 원
52주 최저가	219,500 원
60일 평균 거래대금	96 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.0%	2.9%
6개월	32.5%	20.7%
12개월	58.8%	37.0%

LG 화학 (051910/KS | 매수(유지) | T.P 400,000 원(상향))

3Q17 preview: 이제 확인되시나요? 전기차의 힘!

3Q17 영업이익은 7,715 억원으로 추정되어 컨센서스를 +7.3% 상회할 것으로 예상함. 석유화학의 강세가 호재인데, 미국 신규크래커의 진입이 본격화되지 않은 시점에서 성수기 + 허리케인 Harvey 효과가 극대화되며 실적강세를 견인했음. 물론 중장기적 관점에서 화학의 downturn은 불가피함. 다만 동사는 압도적 전기차배터리 기술력을 바탕으로 2세대 전기차 시장에서 두각을 나타낼 것이기에 업종 내 top pick 의견 유지함

3Q17 영업이익 7,715 억원(QoQ +6.1% / YoY +67.7%) 추정

9/24 기준 컨센서스 7,187 억원을 +7.3% 상회하는 수치임. 기대 이상의 호실적이 발생한 이유는 역시 석유화학에 있음. 아직 미국의 신규크래커들이 본격적으로 진입하지 않은 상황에서 3분기 성수기, 허리케인 Harvey 효과로 인해 금번 분기 가격과 spread 모두에서 호조를 보였음. 특히 동사의 주요 아이টে인 ABS(2Q 말 \$1,790/t → 3Q 말 \$2,060/t), PVC(\$870/t → 950/t)이 강세를 보이며 실적강세효과를 극대화시켰음. 다만 정보전자소재/2 차전지의 추가실적개선이 없었고, 계절적으로 팜농이 적자전환이 불가피하기에 기타부분에서는 약세가 나타날 것으로 판단함

불가피한 화학의 약세장에서 더욱 두각 될 전기차 모멘텀

SK 증권 리서치센터는 지속적으로 올해 하반기 이후 화학시장의 down-turn이 불가피하다고 주장하고 있음. 미국 에탄크래커가 예정대로 진입하며 공급압박이 발생할 수밖에 없다는 것이 핵심임. 특히 현대미포조선의 MR 탱커 수주강세에서도 드러나듯이, 미국은 2018 년초부터 본격적으로 대규모 물량을 수출할 것이기에, 해당시점부터 하락효과를 두드러질 것으로 판단함. 다만 동사는 압도적인 전기차배터리 기술을 바탕으로 이제 막 시작된 2세대 전기차 시장에서 매출급증을 이룰 가능성이 높기에, 화학업종 내 상대적 매력도는 여전히 높은 것으로 판단함

목표주가 330,000 원 → 400,000 원 상향 / Top pick 유지

현재의 실적강세를 반영하여 이익추정치 역시 상향하며, 이에 근거하여 목표주가를 40만 원으로 상향함. 업종 최선호주로서 지속 제시함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	22,577.8	20,206.6	20,659.3	26,156.6	29,588.3	32,813.8
yoy	%	(2.4)	(10.5)	2.2	26.6	13.1	10.9
영업이익	십억원	1,310.8	1,823.6	1,991.9	2,839.9	2,623.8	2,584.3
yoy	%	(24.8)	39.1	9.2	42.6	(7.6)	(1.5)
EBITDA	십억원	2,461.0	3,079.7	3,328.6	4,247.7	4,033.3	3,993.8
세전이익	십억원	1,159.9	1,549.6	1,659.8	2,709.8	2,559.9	2,526.9
순이익(지배주주)	십억원	867.9	1,153.0	1,281.1	2,092.3	1,964.4	1,939.1
영업이익률%	%	5.8	9.0	9.6	10.9	8.9	7.9
EBITDA%	%	10.9	15.2	16.1	16.2	13.6	12.2
순이익률	%	5.1	7.7	8.0	10.4	8.7	7.7
EPS	원	12,631	16,875	18,808	31,572	29,642	29,260
PER	배	14.3	19.5	13.9	11.7	12.4	12.6
PBR	배	1.1	2.0	1.5	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	배	5.7	7.6	5.7	6.7	6.9	6.9
ROE	%	7.3	9.2	9.5	13.9	11.6	10.5
순차입금	십억원	1,066	(135)	454	1,002	102	(126)
부채비율	%	47.8	41.8	45.8	45.1	42.0	40.6

3Q17 preview

(단위, %, 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	5,054.3	5,511.7	6,486.7	6,382.1	6,429.5	27.2	0.7	6,337.0	1.5
영업이익	460.0	461.7	796.9	726.9	771.5	67.7	6.1	718.7	7.3
세전이익	378.6	358.1	698.3	729.6	755.4	99.5	3.5	689.6	9.5
지배순이익	295.6	268.9	531.5	577.1	579.7	96.1	0.4	505.8	14.6
영업이익률	9.1	8.4	12.3	11.4	12.0	2.9	0.6	11.3	0.7
세전이익률	7.5	6.5	10.8	11.4	11.7	4.3	0.3	10.9	0.9
지배주주순이익률	5.8	4.9	8.2	9.0	9.0	3.2	(0.0)	8.0	1.0

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
ROE(지배주주지분)	10.8%	9.5%	11.1%	10.1%	8.8%	8.1%
Terminal Growth	3.0%		0.33	0.33	0.33	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE				
Risk Free Rate	2.0%	10.8%				
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.96					
3Q18E BPS(지배주주지분)	200,724					
Target Price	393,811					

자료: LG 화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	16,875	27,409	27,273	25,435	25,067
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	26,753				
4Q17E EPS	27,409				
4Q18E EPS	27,273				

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	240,775	267,527	294,280	321,033	347,786	374,538	401,291	428,044	454,796	481,549
TP by 3Q17E EPS	246,680	274,089	301,498	328,907	356,316	383,725	411,134	438,543	465,952	493,361
TP by 3Q18E EPS	245,456	272,729	300,002	327,275	354,548	381,821	409,094	436,367	463,640	490,913

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	24,077.9	29,764.6	20,659.3	26,156.6	29,588.3	0.0%	8.6%	-0.6%
YoY %	22	16.5	23.6	22	26.6	13.1			
영업이익	1,991.9	2,317.0	2,341.3	1,991.9	2,839.9	2,623.8	0.0%	22.6%	12.1%
YoY %	9.2	16.3	1.0	9.2	42.6	(7.6)			
EBITDA	3,328.6	3,719.4	3,743.7	3,328.6	4,247.7	4,033.3	0.0%	14.2%	7.7%
YoY %	8.1	11.7	0.7	8.1	27.6	(5.0)			
순이익	1,281.1	1,665.0	1,745.6	1,281.1	2,092.3	1,964.4	0.0%	25.7%	12.5%
YoY %	11.1	30.0	4.8	11.1	63.3	(6.1)			

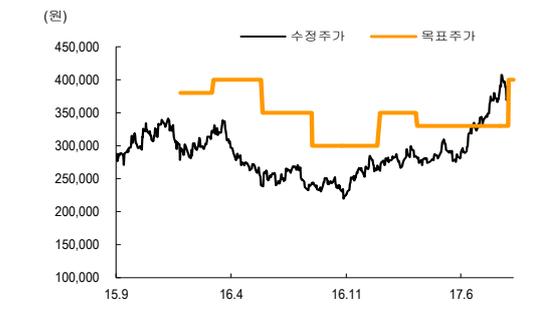
자료: LG 화학 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	5,627.2	5,956.4	7,436.1	7,611.3	6,429.5	6,858.4	7,400.7	7,568.0	14.3%	15.1%	-0.5%	-0.6%
YoY %	11.3	8.1	14.6	26.7	27.2	24.4	14.1	18.6				
QoQ %	(6.3)	5.8	24.8	2.4	0.7	6.7	7.9	2.3				
영업이익	470.1	365.4	629.9	622.7	771.5	544.6	679.9	721.2	64.1%	49.1%	8.0%	15.8%
YoY %	2.2	(20.9)	(21.0)	(9.0)	67.7	18.0	(14.7)	(0.8)				
QoQ %	(31.3)	(22.3)	72.4	(1.1)	6.1	(29.4)	24.8	6.1				
EBITDA	820.7	716.0	980.5	973.3	1,123.9	897.0	1,032.3	1,073.6	36.9%	25.3%	5.3%	10.3%
YoY %	3.0	(11.2)	(14.6)	(6.0)	41.1	11.2	(10.0)	(0.5)				
QoQ %	(20.7)	(12.8)	36.9	(0.7)	4.1	(20.2)	15.1	4.0				
순이익	351.3	269.9	468.7	464.2	579.7	404.1	508.1	540.6	65.0%	49.7%	8.4%	16.5%
YoY %	18.8	0.4	(11.8)	(9.4)	96.1	50.3	(4.4)	(6.3)				
QoQ %	(31.4)	(23.2)	73.7	(1.0)	0.4	(30.3)	25.7	6.4				

자료: LG 화학 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2017.09.26	매수	400,000원	6개월		
2017.07.04	매수	330,000원	6개월	-3.82%	23.48%
2017.04.10	매수	330,000원	6개월	-13.67%	-6.21%
2017.01.31	매수	350,000원	6개월	-19.88%	-14.43%
2017.01.09	매수	300,000원	6개월	-17.00%	-5.00%
2016.10.31	매수	300,000원	6개월	-18.47%	-10.50%
2016.09.27	매수	300,000원	6개월	-19.66%	-16.33%
2016.07.25	매수	350,000원	6개월	-27.54%	-22.71%
2016.06.27	매수	350,000원	6개월	-27.74%	-25.00%
2016.06.20	매수	400,000원	6개월	-27.34%	-15.38%
2016.04.22	매수	400,000원	6개월	-26.53%	-15.38%
2016.03.27	매수	400,000원	6개월	-18.85%	-15.38%
2016.01.27	매수	380,000원	6개월	-19.97%	-10.66%



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 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

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	8,656	9,227	10,762	12,189	13,619
현금및현금성자산	1,705	1,474	1,847	2,747	2,975
매출채권및기타채권	3,364	3,729	4,662	4,951	5,609
재고자산	2,339	2,965	3,425	3,637	4,119
비유동자산	9,923	11,260	12,814	13,179	13,739
장기금융자산	37	88	91	91	91
유형자산	8,867	9,680	10,250	10,615	11,175
무형자산	502	832	1,797	1,797	1,797
자산총계	18,579	20,487	23,575	25,368	27,358
유동부채	4,799	5,447	5,002	5,176	5,572
단기금융부채	2,151	2,213	1,454	1,454	1,454
매입채무 및 기타채무	1,998	2,695	2,811	2,985	3,381
단기충당부채	10	52	57	57	57
비유동부채	676	989	2,330	2,330	2,330
장기금융부채	508	678	1,869	1,869	1,869
장기매입채무 및 기타채무	2	14	9	9	9
장기충당부채	27	134	196	196	196
부채총계	5,475	6,436	7,332	7,506	7,902
지배주주지분	12,991	13,937	16,122	17,741	19,335
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	13,811	15,431	17,024
비지배주주지분	112	114	122	122	122
자본총계	13,104	14,051	16,243	17,863	19,457
부채외자본총계	18,579	20,487	23,575	25,368	27,358

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,172	2,517	2,601	3,439	3,008
당기순이익(손실)	1,550	1,660	2,434	2,010	1,984
비현금성항목등	1,705	1,805	1,687	1,746	1,746
유형자산감가상각비	1,256	1,337	1,408	1,410	1,410
무형자산감각비	0	0	0	0	0
기타	(449)	(469)	(279)	(337)	(337)
운전자본감소(증가)	161	(382)	(1,256)	(317)	(721)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	6	(296)	(961)	(279)	(635)
재고자산감소(증가)	373	(627)	(460)	(212)	(483)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(241)	697	116	174	396
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(1,698)	(1,737)	(1,178)	(1,775)	(1,969)
금융자산감소(증가)	(10)	(3)	(2)	0	0
유형자산감소(증가)	(1,470)	(1,381)	(1,560)	(1,775)	(1,969)
무형자산감소(증가)	(59)	(74)	(27)	0	0
기타	(159)	(279)	410	0	0
재무활동현금흐름	(757)	(1,007)	(923)	(390)	(390)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(452)	(674)	(145)	0	0
자본의증가(감소)	164	18	(2)	0	0
배당금의 지급	309	346	776	390	390
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	717	(231)	373	900	228
기초현금	988	1,705	1,474	1,847	2,747
기말현금	1,705	1,474	1,847	2,747	2,975
FCF	1,447	1,142	745	1,340	663

자료 : LG화학, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	20,207	20,659	26,157	29,588	32,814
매출원가	16,541	16,595	20,715	23,979	26,918
매출총이익	3,666	4,064	5,441	5,609	5,895
매출총이익률 (%)	18.1	19.7	20.8	19.0	18.0
판매비와관리비	1,842	2,072	2,601	2,986	3,311
영업이익	1,824	1,992	2,840	2,624	2,584
영업이익률 (%)	9.0	9.6	10.9	8.9	7.9
비영업손익	(274)	(332)	(130)	(64)	(57)
순금융비용	45	42	29	35	41
외환관련손익	(95)	(101)	20	0	0
관계기업투자등 관련손익	(129)	(45)	10	9	9
세전계속사업이익	1,550	1,660	2,710	2,560	2,527
세전계속사업이익률 (%)	7.7	8.0	10.4	8.7	7.7
계속사업법인세	401	379	565	550	543
계속사업이익	1,149	1,281	2,145	2,010	1,984
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,149	1,281	2,145	2,010	1,984
순이익률 (%)	5.7	6.2	8.2	6.8	6.0
지배주주	1,153	1,281	2,092	1,964	1,939
지배주주귀속 순이익률(%)	5.7	6.2	8.0	6.6	5.9
비지배주주	(4)	(0)	52	45	45
총포괄이익	1,144	1,275	2,078	2,010	1,984
지배주주	1,147	1,278	2,024	1,955	1,930
비지배주주	(2)	(3)	53	55	54
EBITDA	3,080	3,329	4,248	4,033	3,994

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(10.5)	2.2	26.6	13.1	10.9
영업이익	39.1	9.2	42.6	(7.6)	(1.5)
세전계속사업이익	33.6	7.1	63.3	(5.5)	(1.3)
EBITDA	25.1	8.1	27.6	(5.0)	(1.0)
EPS(계속사업)	33.6	11.5	67.9	(6.1)	(1.3)
수익성 (%)					
ROE	9.2	9.5	13.9	11.6	10.5
ROA	6.3	6.6	9.7	8.2	7.5
EBITDA마진	15.2	16.1	16.2	13.6	12.2
안정성 (%)					
유동비율	180.4	169.4	215.1	235.5	244.4
부채비율	41.8	45.8	45.1	42.0	40.6
순차입금/자기자본	(1.0)	3.2	6.2	0.6	(0.6)
EBITDA/이자비용(배)	0.4	0.1	0.3	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	16,875	18,808	31,572	29,642	29,260
BPS	168,089	175,585	191,434	213,349	234,914
CFPS	35,286	38,890	49,453	46,945	46,525
주당 현금배당금	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.5	13.9	11.7	12.4	12.6
PER(최저)					
PBR(최고)	2.0	1.5	1.9	1.7	1.6
PBR(최저)					
PCR	9.3	6.7	7.5	7.9	7.9
EV/EBITDA(최고)	7.6	5.7	6.7	6.9	6.9
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

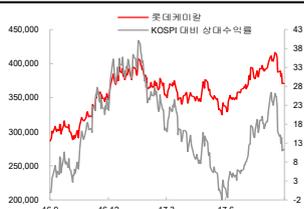
Company Data

자본금	171 십억원
발행주식수	3,428 만주
자사주	58 만주
액면가	5,000 원
시가총액	12,716 십억원
주요주주	
롯데물산(주)(외3)	53.51%
국민연금공단	9.98%
외국인지분률	30.70%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(17/09/25)	371,000 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	1.17
52주 최고가	416,500 원
52주 최저가	286,500 원
60일 평균 거래대금	49 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.6%	-4.7%
6개월	4.5%	-4.8%
12개월	29.0%	11.3%

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

3Q17 preview: MR 탱커 수주강세가 부담인 이유

3Q17 영업이익은 8,135 억원으로 추정되어 컨센서스를 +11.6% 상회할 것으로 예상함. 석유화학의 강세현상 때문인데, 미국 신규크래커의 진입이 본격화되지 않은 시점에서 성수기 + 허리케인 Harvey 효과가 극대화되며 실적강세를 견인했음. 다만 중장기적 관점에서 화학의 downturn은 부담요인이 될 수밖에 없음. 현대미포조선의 MR 탱커(화학운반선) 수주강세는 미국의 대규모 수출 우려감을 확인해주는 요소로서 판단함

3Q17 영업이익 8,135 억원(QoQ +28.7% / YoY +26.5%) 추정

9/24 기준 컨센서스 7,187 억원을 +11.6% 상회하는 수치임. 기대 이상의 호실적이 발생한 이유는 역시 화학시황의 호조에 있음. 아직 미국의 신규크래커들이 본격적으로 진입하지 않은 상황에서 3분기 성수기, 허리케인 Harvey 효과로 인해 금번 분기 가격과 spread 모두에서 호조를 보였음. 특히 동사의 주요 아이템인 MEG(2Q 말 \$782.5/t → 9/11 \$970/t)가 강세를 보이며 실적강세를 극대화시켰음. 지난 분기 단기트러블로 인해 실적약화가 있었던 타이탄케미칼 역시 금번 분기에서는 실적회복 있을 것으로 판단함

현대미포조선이 MR 탱커를 많이 수주하는 이유가 뭘까?

SK 증권 리서치센터는 지속적으로 올 해 하반기 이후 화학시황의 down-turn 이 불가피하다고 주장하고 있음. 미국 에탄크래커가 예정대로 진입하며 공급압박이 발생할 수밖에 없다는 것이 핵심임. 특히 현대미포조선의 MR 탱커 수주강세에서 이 부분을 확인할 수 있음. 결국 화학운반선이 대규모 발주가 발생한다는 것은 그만큼 미국의 신규 설비가 수출을 준비하고 있다는 것임. 통상 1년 내외의 MR 탱커 공기를 감안할 때 2018년초부터 공급압박은 본격화될 것으로 판단함. 순수화학 업체인 동사에게 있어서 시황에 대한 불안감은 주가에 있어서도 지속적인 부담으로 작용할 수밖에 없음

목표주가 410,000 원 / 투자 의견 매수 유지

허리케인 Harvey 이후 급격히 상승한 제품가격의 단기시황을 반영해 2017년 이익추정치 역시 상향 조정함. 다만 2018년 이후 실적 우려감을 반영하여 목표주가 유지함. 단기실적강세 대비 최근 주가급락은 매력일 수 있지만, 중장기 주가부담 요인 감안해야 함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	14,859.0	11,713.3	13,223.5	14,194.7	11,193.0	10,554.4
yoy	%	(9.6)	(21.2)	12.9	7.3	(21.1)	(5.7)
영업이익	십억원	350.9	1,611.1	2,544.3	2,815.8	1,576.8	1,114.4
yoy	%	(28.0)	359.1	57.9	10.7	(44.0)	(29.3)
EBITDA	십억원	842.6	2,098.8	3,173.4	3,503.1	2,255.4	1,792.9
세전이익	십억원	277.3	1,421.4	2,487.4	2,872.6	1,503.3	1,032.8
순이익(지배주주)	십억원	146.9	992.5	1,835.8	2,180.1	1,164.6	800.1
영업이익률%	%	2.4	13.8	19.2	19.8	14.1	10.6
EBITDA%	%	5.7	17.9	24.0	24.7	20.2	17.0
순이익률%	%	1.9	12.1	18.8	20.2	13.4	9.8
EPS	원	4,285	28,957	53,561	63,605	33,977	23,343
PER	배	37.3	8.4	6.9	5.8	10.9	15.9
PBR	배	0.8	1.1	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	7.7	3.7	4.4	3.6	5.4	7.0
ROE	%	2.3	14.2	21.7	21.2	9.9	6.4
순차입금	십억원	1,019	(551)	1,359	(132)	(425)	(224)
부채비율	%	59.6	51.8	68.8	57.9	52.0	49.2

3Q17 preview

(단위, % 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,426.6	3,671.4	3,996.0	3,853.3	3,238.9	(5.5)	(15.9)	3,783.7	(14.4)
영업이익	643.2	733.5	814.8	632.2	813.5	26.5	28.7	729.2	11.6
세전이익	609.1	762.7	863.8	686.3	792.1	30.1	15.4	782.1	1.3
지배순이익	450.9	579.0	640.2	515.3	613.7	36.1	19.1	586.9	4.6
영업이익률	18.8	20.0	20.4	16.4	25.1	6.3	8.7	19.3	5.8
세전이익률	17.8	20.8	21.6	17.8	24.5	6.7	6.6	20.7	3.8
지배주주순이익률	13.2	15.8	16.0	13.4	18.9	5.8	5.6	15.5	3.4

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
ROE(지배주주지분)	8.4%	ROE(지배주주지분)	21.7%	11.0%	6.8%	5.7%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	8.4%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.28					
3Q18E BPS(지배주주지분)	317,023					
Target Price	406,888					

자료: 롯데케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	53,561	38,638	25,270	22,349	20,952
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	30,938				
4Q17E EPS	38,638				
4Q18E EPS	25,270				

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	247,507	278,445	309,384	340,322	371,260	402,199	433,137	464,075	495,014	525,952
TP by 3Q17E EPS	309,106	347,745	386,383	425,021	463,660	502,298	540,936	579,574	618,213	656,851
TP by 3Q18E EPS	202,163	227,434	252,704	277,975	303,245	328,515	353,786	379,056	404,327	429,597

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	12,133.6	10,427.0	13,223.5	14,194.7	11,193.0	0.0%	17.0%	7.3%
YoY %	12.9%	-8.2%	-14.1%	12.9%	7.3%	-21.1%			
영업이익	2,544.3	2,222.4	1,568.1	2,544.3	2,815.8	1,576.8	0.0%	26.7%	0.6%
YoY %	57.9%	-12.7%	-29.4%	57.9%	10.7%	-44.0%			
EBITDA	3,173.4	2,936.0	2,281.7	3,173.4	3,503.1	2,255.4	0.0%	19.3%	-1.2%
YoY %	51.2%	-7.5%	-22.3%	51.2%	10.4%	-35.6%			
순이익	1,835.8	1,659.9	1,097.8	1,835.8	2,180.1	1,164.6	0.0%	31.3%	6.1%
YoY %	85.0%	-9.6%	-33.9%	85.0%	18.8%	-46.6%			

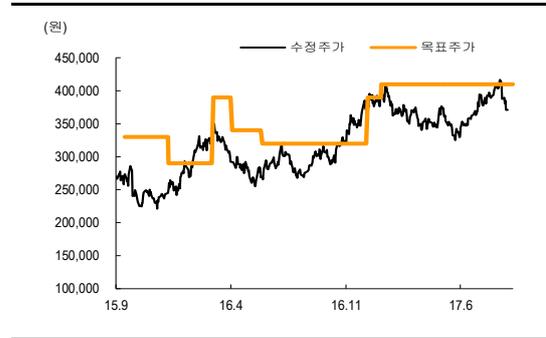
자료: 롯데케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	2,635.0	2,506.8	2,576.2	2,732.4	3,238.9	3,106.5	2,783.0	2,931.3	22.9%	23.9%	8.0%	7.3%
YoY %	-23.1%	-31.7%	-35.5%	-8.8%	-5.5%	-15.4%	-30.4%	-23.9%				
QoQ %	-12.0%	-4.9%	2.8%	6.1%	-15.9%	-4.1%	-10.4%	5.3%				
영업이익	423.6	350.5	379.9	439.4	813.5	555.3	380.1	444.5	92.0%	58.4%	0.0%	1.2%
YoY %	-34.1%	-52.2%	-53.4%	-30.6%	26.5%	-24.3%	-53.4%	-29.7%				
QoQ %	-33.1%	-17.3%	8.4%	15.7%	28.7%	-31.7%	-31.6%	16.9%				
EBITDA	602.1	528.9	558.3	617.8	983.1	724.9	549.7	614.1	63.3%	37.1%	-1.5%	-0.6%
YoY %	-26.0%	-41.1%	-43.8%	-23.9%	20.9%	-19.2%	-44.7%	-23.4%				
QoQ %	-25.8%	-12.1%	5.6%	10.7%	22.6%	-26.3%	-24.2%	11.7%				
순이익	305.7	249.8	265.0	310.4	613.7	410.9	279.9	330.4	100.7%	64.5%	5.6%	6.5%
YoY %	-32.2%	-56.9%	-58.6%	-33.1%	36.1%	-29.0%	-56.3%	-35.9%				
QoQ %	-34.1%	-18.3%	6.1%	17.1%	19.1%	-33.0%	-31.9%	18.1%				

자료: 롯데케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2017.09.26	매수	410,000원	6개월		
2017.07.04	매수	410,000원	6개월	-10.22%	1.59%
2017.04.10	매수	410,000원	6개월	-12.00%	-0.73%
2017.02.03	매수	410,000원	6개월	-8.67%	-0.73%
2017.01.09	매수	390,000원	6개월	-1.00%	1.41%
2016.09.27	매수	320,000원	6개월	-3.96%	20.47%
2016.06.27	매수	320,000원	6개월	-10.34%	-0.78%
2016.05.02	매수	340,000원	6개월	-17.88%	-11.76%
2016.03.27	매수	390,000원	6개월	-17.09%	-10.38%
2016.02.02	매수	290,000원	6개월	-0.24%	16.90%
2016.01.05	매수	290,000원	6개월	-10.91%	-4.31%
2015.11.02	매수	330,000원	6개월	-24.55%	-13.33%
2015.10.16	매수	330,000원	6개월	-18.42%	-13.33%



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 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	5,405	5,852	6,664	6,562	6,304
현금및현금성자산	1,942	2,203	2,899	3,193	2,992
매출채권및기타채권	1,016	1,552	1,262	1,070	1,043
재고자산	1,163	1,477	1,237	1,050	1,023
비유동자산	6,062	10,015	11,134	12,134	13,039
장기금융자산	273	396	359	359	359
유형자산	3,965	5,547	6,484	7,484	8,389
무형자산	38	1,792	1,751	1,751	1,751
자산총계	11,468	15,867	17,798	18,697	19,343
유동부채	2,146	3,449	3,301	3,169	3,150
단기금융부채	914	1,747	1,890	1,890	1,890
매입채무 및 기타채무	934	1,128	869	737	718
단기충당부채	9	20	23	23	23
비유동부채	1,766	3,017	3,229	3,229	3,229
장기금융부채	1,501	2,441	2,549	2,549	2,549
장기매입채무 및 기타채무	13	9	0	0	0
장기충당부채	18	16	89	89	89
부채총계	3,912	6,466	6,529	6,398	6,379
지배주주지분	7,525	9,363	11,232	12,262	12,927
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	477	479	676	676	676
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	6,739	8,487	10,384	11,415	12,080
비지배주주지분	31	38	37	37	37
자본총계	7,556	9,401	11,269	12,299	12,964
부채외자본총계	11,468	15,867	17,798	18,697	19,343

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,585	2,682	3,436	2,789	2,220
당기순이익(손실)	991	1,837	2,182	1,165	800
비현금성항목등	1,096	1,375	1,355	1,385	1,385
유형자산감가상각비	488	629	687	679	679
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(608)	(746)	(668)	(706)	(706)
운전자본감소(증가)	728	(157)	246	239	34
매출채권및기타채권의 감소(증가)	249	(478)	277	184	26
재고자산감소(증가)	365	(314)	240	187	27
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(13)	280	(43)	(132)	(19)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	431	650	735	683	683
투자활동현금흐름	(1,269)	(3,579)	(2,344)	(1,679)	(1,583)
금융자산감소(증가)	(572)	297	(670)	0	0
유형자산감소(증가)	(302)	(1,577)	(1,667)	(1,679)	(1,583)
무형자산감소(증가)	(8)	(7)	(2)	0	0
기타	(387)	(2,291)	(5)	0	0
재무활동현금흐름	(327)	1,133	(13)	(135)	(135)
단기금융부채증가(감소)	(138)	675	(53)	0	0
장기금융부채증가(감소)	(85)	621	138	0	0
자본의증가(감소)	53	11	0	0	0
배당금의 지급	34	84	270	135	135
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	993	261	696	294	(201)
기초현금	949	1,942	2,203	2,899	3,193
기말현금	1,942	2,203	2,899	3,193	2,992
FCF	1,865	775	1,776	486	(3)

자료 : 롯데케미칼, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,713	13,224	14,195	11,193	10,554
매출원가	9,646	9,957	10,614	8,998	8,857
매출총이익	2,067	3,267	3,581	2,195	1,697
매출총이익률 (%)	17.6	24.7	25.2	19.6	16.1
판매비와관리비	456	722	765	618	583
영업이익	1,611	2,544	2,816	1,577	1,114
영업이익률 (%)	13.8	19.2	19.8	14.1	10.6
비영업손익	(190)	(57)	57	(74)	(82)
순금융비용	75	50	44	63	62
외환관련손익	(45)	(37)	11	0	0
관계기업투자등 관련손익	(23)	71	175	34	27
세전계속사업이익	1,421	2,487	2,873	1,503	1,033
세전계속사업이익률 (%)	12.1	18.8	20.2	13.4	9.8
계속사업법인세	431	650	691	338	232
계속사업이익	991	1,837	2,182	1,165	800
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	991	1,837	2,182	1,165	800
순이익률 (%)	8.5	13.9	15.4	10.4	7.6
지배주주	993	1,836	2,180	1,165	800
지배주주귀속 순이익률(%)	8.5	13.9	15.4	10.4	7.6
비지배주주	(2)	1	2	0	0
총포괄이익	1,120	1,923	1,986	1,165	800
지배주주	1,121	1,921	1,986	1,165	800
비지배주주	(1)	3	(0)	0	0
EBITDA	2,099	3,173	3,503	2,255	1,793

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(21.2)	12.9	7.3	(21.1)	(5.7)
영업이익	359.1	57.9	10.7	(44.0)	(29.3)
세전계속사업이익	412.6	75.0	15.5	(47.7)	(31.3)
EBITDA	149.1	51.2	10.4	(35.6)	(20.5)
EPS(계속사업)	575.8	85.0	18.8	(46.6)	(31.3)
수익성 (%)					
ROE	14.2	21.7	21.2	9.9	6.4
ROA	9.1	13.4	13.0	6.4	4.2
EBITDA마진	17.9	24.0	24.7	20.2	17.0
안정성 (%)					
유동비율	251.9	169.7	201.9	207.1	200.1
부채비율	51.8	68.8	57.9	52.0	49.2
순차입금/자기자본	(7.3)	14.5	(1.2)	(3.5)	(1.7)
EBITDA/이자비용(배)	1.8	0.6	0.1	(0.2)	(0.1)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	28,957	53,561	63,605	33,977	23,343
BPS	222,800	235,046	290,363	320,422	339,842
CFPS	46,989	73,182	82,507	55,451	44,994
주당 현금배당금	2,500	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.4	6.9	5.8	10.9	15.9
PER(최저)					
PBR(최고)	1.1	1.6	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)					
PCR	5.2	5.0	4.5	6.7	8.2
EV/EBITDA(최고)	3.7	4.4	3.6	5.4	7.0
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	2,185 십억원
주요주주	
박철완(외6)	24.68%
금호석유 자사주	18.35%
외국인지분률	26.60%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(17/09/25)	71,700 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	92,300 원
52주 최저가	65,500 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.9%	-7.0%
6개월	-5.0%	-13.5%
12개월	8.6%	-6.3%

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

3Q17 preview: 계속 들쭉거리는 고무가격

3Q17 영업이익은 670 억원으로 추정되어 컨센서스를 +34.3% 상회할 것으로 예상함. ABS/PS 시황 강세가 합성수지 사업부의 강세를 견인했을 것으로 기대됨. 뿐만 아니라 고무계열도 전체적으로 가격이 상승하여, 매출액 증대에 따른 증익 효과를 합성고무 사업부에서 기대할 수 있음. 중장기적으로 고무계열의 가격이 우상향에 진입했다는 의견은 변함없으며, 동사의 주가 역시 긴 호흡에서는 매력적으로 접근할 수 있는 수준임

3Q17 영업이익 670 억원(QoQ +51.7% / YoY +185.6%) 추정

9/24 기준 컨센서스 499 억원을 +34.3% 상회하는 수치임. 기대 이상의 호실적이 발생한 이유는 무엇보다 합성수지의 강세에 있음. 지난 3 분기에서 ABS(2Q 말 \$1,790/t → 3Q 말 \$2,060/t, PS(\$1,260/t → \$1,520/t)는 모두 가격강세를 시험하였음. 뿐만 아니라 합성고무 역시 원재료 부타디엔과 동반한 가격강세(\$1,425/t → \$1,830/t)가 나타났음. 비록 margin의 확대는 크지 못했지만, 가격상승에 따른 매출액 증대효과로 인해 이익기여가 있을 것으로 기대됨

고무계열이 들쭉거릴 수밖에 없는 이유

부타디엔 가격은 지난 2011년 이후 추세 우하향 기조를 이어오다가 2015년 하반기 이후 반등기조를 모색하고 있음. 연초 라니냐 효과(동남아시아 홍수)로서 가격이 급반등했고, 이후 금반 cycle에서도 재차 급반등이 나타났음. 이는 cycle의 기본 습성 상 잉여공급물량이 축소하면서 발생하는 현상으로 해석 됨. 천연고무/합성고무의 공급과잉 해소 현상으로 추세적으로 지속될 것이며, 이는 동사의 실적과 주가에 있어서 호재로 작용할 것임

목표주가 100,000 원 / 투자 의견 매수 유지

동사에 대해서는 지속적인 우상향의 의견을 제시하고 있음. 최근 실적에 대한 부담감과 고무시황에 대한 불확실성으로 주가가 고착되는 양상이 나타나고 있지만, 고무계열 가격상승 움직임은 궁극적으로는 중장기적 주가 상승을 견인할 것임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	4,765.7	3,934.5	3,970.4	5,135.7	5,068.3	5,267.6
yoy	%	(7.1)	(17.4)	0.9	29.3	(1.3)	3.9
영업이익	십억원	184.9	164.0	157.1	242.2	316.6	481.7
yoy	%	37.7	(11.3)	(4.2)	54.2	30.7	52.2
EBITDA	십억원	362.5	339.9	363.0	463.7	536.7	701.9
세전이익	십억원	117.2	169.6	112.9	238.7	255.9	427.2
순이익(지배주주)	십억원	93.2	118.9	73.2	179.8	194.3	324.3
영업이익률%	%	3.9	4.2	4.0	4.7	6.2	9.1
EBITDA%	%	7.6	8.6	9.1	9.0	10.6	13.3
순이익률	%	2.5	4.3	2.8	4.6	5.0	8.1
EPS	원	2,904	3,818	2,320	5,900	6,376	10,642
PER	배	27.8	13.6	35.3	12.3	11.4	6.8
PBR	배	1.7	1.1	1.7	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	배	12.0	10.1	11.3	8.3	4.3	3.3
ROE	%	6.1	7.6	4.6	10.6	10.4	15.3
순차입금	십억원	1,768	1,746	1,532	1,542	1,197	951
부채비율	%	170.3	153.1	163.1	147.6	132.3	115.1

3Q17 preview

(단위, %, 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	9944	1,0930	1,408.2	1,239.1	1,182.6	18.9	(4.6)	1,197.0	(1.2)
영업이익	23.5	21.9	65.7	44.2	67.0	185.6	51.7	49.9	34.3
세전이익	22.9	(27.0)	88.4	52.9	49.6	116.7	(6.1)	50.5	(1.7)
지배순이익	17.8	(27.8)	69.1	36.7	37.7	111.4	2.6	38.2	(1.3)
영업이익률	2.4	2.0	4.7	3.6	5.7	3.3	2.1	4.2	1.5
세전이익률	2.3	(2.5)	6.3	4.3	4.2	1.9	(0.1)	4.2	(0.0)
지배주주순이익률	1.8	(2.5)	4.9	3.0	3.2	1.4	0.2	3.2	(0.0)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
ROE(지배주주지분)	11.1%	ROE(지배주주지분)	4.6%	9.8%	13.3%	12.8%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	11.1%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.82					
3Q18E BPS(지배주주지분)	58,365					
Target Price	106,052					

자료: 금호석유, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	3,818	6,078	9,501	10,535	10,604
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	8,107				
4Q17E EPS	6,078				
4Q18E EPS	9,501				

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	81,067	89,173	97,280	105,387	113,493	121,600	129,707	137,814	145,920	154,027
TP by 3Q17E EPS	60,780	66,858	72,936	79,014	85,092	91,170	97,248	103,325	109,403	115,481
TP by 3Q18E EPS	95,015	104,516	114,018	123,519	133,021	142,522	152,024	161,525	171,027	180,528

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	4,790.5	5,289.5	3,970.4	5,135.7	5,068.3	0.0%	7.2%	-4.2%
YoY %	0.9%	20.7%	10.4%	0.9%	29.3%	-1.3%			
영업이익	157.1	218.9	328.7	157.1	242.2	316.6	0.0%	10.6%	-3.7%
YoY %	-4.2%	39.4%	50.1%	-4.2%	54.2%	30.7%			
EBITDA	363.0	444.3	554.1	363.0	463.7	536.7	0.0%	4.4%	-3.1%
YoY %	6.8%	22.4%	24.7%	6.8%	27.7%	15.8%			
순이익	73.2	160.3	222.9	73.2	179.8	194.3	0.0%	12.2%	-12.8%
YoY %	-38.4%	118.8%	39.1%	-38.4%	145.4%	8.1%			

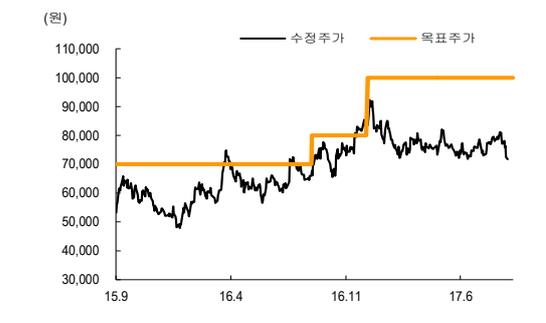
자료: 금호석유, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	1,072.7	1,079.3	1,327.7	1,367.6	1,182.6	1,305.8	1,263.7	1,309.3	10.2%	21.0%	-4.8%	-4.3%
YoY %	7.9%	-1.3%	-5.7%	11.2%	18.9%	19.5%	-10.3%	5.7%				
QoQ %	-12.8%	0.6%	23.0%	3.0%	-4.6%	10.4%	-3.2%	3.6%				
영업이익	53.6	60.9	102.6	90.3	67.0	65.3	68.9	95.2	25.1%	7.3%	-32.9%	5.4%
YoY %	128.3%	177.8%	56.1%	132.9%	185.6%	198.0%	4.8%	115.4%				
QoQ %	38.1%	13.6%	68.6%	-12.0%	51.7%	-2.6%	5.5%	38.2%				
EBITDA	109.9	117.2	159.0	146.7	122.1	120.3	123.9	150.2	11.1%	2.6%	-22.0%	2.4%
YoY %	36.0%	52.9%	30.2%	54.2%	51.0%	56.9%	1.5%	51.4%				
QoQ %	15.5%	6.6%	35.6%	-7.7%	23.0%	-1.4%	3.0%	21.2%				
순이익	32.7	38.9	71.1	61.7	37.7	36.3	39.8	60.5	15.2%	-6.7%	-44.1%	-2.0%
YoY %	83.5%	흑전	3.0%	215.0%	111.4%	흑전	-42.4%	64.7%				
QoQ %	66.9%	19.0%	82.8%	-13.3%	2.6%	-3.7%	9.5%	52.1%				

자료: 금호석유, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2017.09.26	매수	100,000원	6개월		
2017.07.04	매수	100,000원	6개월	-22.55%	-7.70%
2017.04.10	매수	100,000원	6개월	-21.89%	-7.70%
2017.02.03	매수	100,000원	6개월	-20.18%	-7.70%
2017.01.09	매수	100,000원	6개월	-14.07%	-7.70%
2016.09.27	매수	80,000원	6개월	-6.20%	6.75%
2016.06.27	매수	70,000원	6개월	-12.77%	6.86%
2016.03.27	매수	70,000원	6개월	-14.66%	6.86%
2016.02.11	매수	70,000원	6개월	-17.82%	-5.86%
2016.01.05	매수	70,000원	6개월	-18.78%	-5.86%
2015.10.25	매수	70,000원	6개월	-16.10%	-5.86%
2015.09.30	매수	70,000원	6개월	-12.00%	-5.86%



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 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	967.6	1,255.3	1,379.9	1,656.4	1,969.3
현금및현금성자산	47.3	197.0	251.0	596.4	841.6
매출채권및기타채권	471.2	566.5	615.8	576.8	615.0
재고자산	394.7	445.5	474.6	445.6	474.1
비유동자산	3,243.0	3,290.8	3,257.4	3,153.8	3,197.0
장기금융자산	260.6	236.3	317.3	317.3	317.3
유형자산	2,505.7	2,564.8	2,441.7	2,338.0	2,381.2
무형자산	16.2	17.3	16.7	16.7	16.7
자산총계	4,210.6	4,546.1	4,637.3	4,810.2	5,166.3
유동부채	1,541.3	2,145.6	1,996.4	1,970.9	1,995.9
단기금융부채	1,032.3	1,521.1	1,499.6	1,499.6	1,499.6
매입채무 및 기타채무	441.0	542.8	416.9	391.5	416.5
단기충당부채	8.0	6.9	6.8	6.8	6.8
비유동부채	1,005.5	672.7	768.2	768.2	768.2
장기금융부채	883.9	560.5	634.8	634.8	634.8
장기매입채무 및 기타채무	(0.0)	1.5	5.3	5.3	5.3
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,546.8	2,818.2	2,764.6	2,739.1	2,764.1
지배주주지분	1,556.5	1,619.7	1,762.3	1,960.6	2,291.7
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	1,368.7	1,567.0	1,898.1
비지배주주지분	107.3	108.2	110.5	110.5	110.5
자본총계	1,663.7	1,727.9	1,872.7	2,071.1	2,402.1
부채외자본총계	4,210.6	4,546.1	4,637.3	4,810.2	5,166.3

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	483.2	296.8	250.6	547.4	585.4
당기순이익(손실)	121.9	80.8	183.5	198.3	331.1
비현금성항목등	229.7	309.9	301.6	301.3	301.3
유형자산감가상각비	175.9	206.0	221.5	220.2	220.2
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(53.7)	(104.0)	(80.1)	(81.1)	(81.1)
운전자본감소(증가)	217.4	(20.2)	(202.6)	47.8	(46.9)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	111.7	(85.6)	(77.7)	36.6	(35.9)
재고자산감소(증가)	134.6	(50.8)	(29.0)	29.0	(28.5)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(72.9)	154.5	(82.7)	(17.8)	17.5
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	47.8	32.1	64.1	61.5	61.5
투자활동현금흐름	(391.3)	(250.7)	(108.4)	(116.5)	(263.4)
금융자산감소(증가)	5.2	12.8	3.9	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(388.9)	(271.1)	(112.6)	(116.5)	(263.4)
무형자산감소(증가)	(1.6)	(1.5)	(0.7)	0.0	0.0
기타	(6.0)	9.2	0.9	0.0	0.0
재무활동현금흐름	(258.4)	103.6	26.1	0.0	0.0
단기금융부채증가(감소)	(470.7)	(52.1)	(234.0)	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	254.1	183.9	284.4	0.0	0.0
자본의증가(감소)	0.8	1.6	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	42.0	22.5	22.1	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	(166.4)	149.7	54.1	345.4	245.3
기초현금	213.6	47.3	197.0	251.0	596.4
기말현금	47.3	197.0	251.0	596.4	841.6
FCF	64.0	254.1	80.3	392.4	287.5

자료 : 금호석유, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,934.5	3,970.4	5,135.7	5,068.3	5,267.6
매출원가	3,600.6	3,637.5	4,747.9	4,607.1	4,635.6
매출총이익	333.9	332.9	387.8	461.2	632.0
매출총이익률 (%)	8.5	8.4	7.6	9.1	12.0
판매비와관리비	170.0	175.8	145.6	144.6	150.3
영업이익	164.0	157.1	242.2	316.6	481.7
영업이익률 (%)	4.2	4.0	4.7	6.2	9.1
비영업손익	5.7	(44.2)	(3.5)	(60.7)	(54.5)
순금융비용	22.0	15.7	12.6	18.4	43.8
외환관련손익	(22.3)	(17.1)	25.5	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	54.0	36.6	43.4	8.1	10.5
세전계속사업이익	169.6	112.9	238.7	255.9	427.2
세전계속사업이익률 (%)	4.3	2.8	4.6	5.0	8.1
계속사업법인세	47.8	32.1	55.3	57.6	96.1
계속사업이익	121.9	80.8	183.5	198.3	331.1
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	183.5	198.3	331.1
순이익률 (%)	3.1	2.0	3.6	3.9	6.3
지배주주	118.9	73.2	179.8	194.3	324.3
지배주주귀속 순이익률(%)	3.0	1.8	3.5	3.8	6.2
비지배주주	3.0	7.5	3.7	4.1	6.8
총포괄이익	58.3	91.9	244.3	198.3	331.1
지배주주	56.0	87.1	240.4	194.3	324.3
비지배주주	2.2	4.9	3.8	4.1	6.8
EBITDA	339.9	363.0	463.7	536.7	701.9

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(17.4)	0.9	29.3	(1.3)	3.9
영업이익	(11.3)	(4.2)	54.2	30.7	52.2
세전계속사업이익	44.7	(33.5)	111.5	7.2	66.9
EBITDA	(6.2)	6.8	27.7	15.8	30.8
EPS(계속사업)	31.5	(39.2)	154.3	8.1	66.9
수익성 (%)					
ROE	7.6	4.6	10.6	10.4	15.3
ROA	2.8	1.8	4.0	4.2	6.6
EBITDA마진	8.6	9.1	9.0	10.6	13.3
안정성 (%)					
유동비율	62.8	58.5	69.1	84.0	98.7
부채비율	153.1	163.1	147.6	132.3	115.1
순차입금/자기자본	104.9	88.7	82.3	57.8	39.6
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	0.1	0.3	0.2	0.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,818	2,320	5,900	6,376	10,642
BPS	46,563	48,674	53,826	59,748	69,633
CFPS	8,770	9,506	12,174	13,899	17,721
주당 현금배당금	800	800	800	800	800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.6	35.3	12.3	11.4	6.8
PER(최저)					
PBR(최고)	1.1	1.7	1.3	1.2	1.0
PBR(최저)					
PCR	5.9	8.6	6.0	5.2	4.1
EV/EBITDA(최고)	10.1	11.3	8.3	4.3	3.3
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	5,323 십억원
주요주주	
(주)한화(외5)	36.30%
국민연금공단	10.05%
외국인지분률	29.60%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(17/09/25)	32,300 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	1.46
52주 최고가	38,000 원
52주 최저가	23,100 원
60일 평균 거래대금	36 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.5%	-9.6%
6개월	27.9%	16.6%
12개월	37.2%	18.3%

한화케미칼 (009830/KS | 매수(유지) | T.P 39,000 원(상향))

3Q17 preview: 더 없이 좋은 PVC와 가성소다

3Q17 영업이익은 2,295 억원으로 추정되어 컨센서스를 +10.2% 상회할 것으로 예상함. 세계적인 설비폐쇄 효과 속에 타이트한 공급양상이 나타나고 있는 것이 화성계열(PVC/가성소다)에 우호적으로 작용하고 있으며, TDI와 납사크래커의 상황이 여전히 강세라는 부분 또한 실적에서는 큰 호재임. 다만 사양산업인 화성계열의 추가강세는 쉽지 않고, 태양광의 미국보호무역 약재도 감안한다면 주가의 상승탄력 높지 않은 것으로 판단함

3Q17 영업이익 2,295 억원(QoQ +4.9% / YoY +12.1%) 추정

9/24 기준 컨센서스 2,082 억원을 +10.2% 상회하는 수치임. 기대 이상의 호실적을 실현한 가장 큰 원인은 화성계열(PVC/가성소다)에 있음. 최근 세계적으로 설비의 폐쇄가 이어지면서 공급이 타이트한 양상으로 흐르고 있는데, PVC 가격은 2Q 말 \$870/t에서 3Q 말 \$947.5/t까지 상승했고, 동기간 가성소다 또한 \$437.5/t → \$533/t으로 상승하였음. 뿐만 아니라 TDI와 자회사에서 NCC 역시 좋은 spread를 보였기에 동사의 실적 강세는 금번 분기에도 이어질 것으로 판단함

더 좋아질 수 있을 지는 의문

다만 화성계열의 지금과 같은 강세가 지속될 수 있을지는 의문으로 꼽힘. 기본적으로 사양권에 진입한 사업 임에는 분명한 만큼 수요의 극적인 개선을 기대하기는 쉽지 않고, 석탄가격 역시 기초적으로 상승하기는 어려운 에너지원임을 감안할 때 중국설비의 트러블도 영원히 기대할 수 있는 요인은 아니기 때문임. 태양광 역시 미국의 보호무역 이슈와 연계되고 있다는 불안요인 또한 감안해야 함

목표주가 33,000 원 → 39,000 원 / 투자의견 매수 유지

생각 이상으로 강한 화성계열의 시황을 반영하여 2017/18년 이익추정치를 상향하며, 이에 근거하여 목표주가 역시 기존 33,000 원에서 39,000 원으로 상향 조정함. 최근 과도하게 태양광 이슈 때문에 하락한 만큼 단기 매수여력 충분하지만, 추가적인 상승탄력이 높은 것으로는 판단하지 않음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	8,055.3	8,037.0	9,258.8	9,599.1	9,121.5	8,976.1
yoy	%	24	(0.2)	15.2	3.7	(5.0)	(1.6)
영업이익	십억원	141.3	337.0	779.2	828.1	521.3	472.6
yoy	%	44.3	138.6	131.2	6.3	(37.0)	(9.4)
EBITDA	십억원	563.4	789.2	1,224.5	1,257.2	950.4	901.7
세전이익	십억원	50.9	228.4	886.4	1,254.0	595.7	502.5
순이익(지배주주)	십억원	56.7	188.2	755.3	976.9	448.9	378.7
영업이익률%	%	1.8	4.2	8.4	8.6	5.7	5.3
EBITDA%	%	7.0	9.8	13.2	13.1	10.4	10.0
순이익률%	%	0.7	2.3	8.2	10.2	4.9	4.2
EPS	원	349	1,161	4,581	5,927	2,724	2,298
PER	배	33.8	23.4	5.4	6.0	13.1	15.5
PBR	배	0.5	1.0	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	9.8	10.0	6.0	6.7	6.2	6.5
ROE	%	1.3	4.2	15.2	17.1	7.1	5.6
순차입금	십억원	3,625	3,490	3,230	2,503	1,936	1,575
부채비율	%	163.6	180.9	152.7	119.1	111.6	107.7

3Q17 preview

(단위, %, 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,385.6	2,317.3	2,191.3	2,485.5	2,496.3	4.6	0.4	2,336.6	6.8
영업이익	204.7	138.1	196.6	218.8	229.5	12.1	4.9	208.2	10.2
세전이익	251.8	143.6	392.5	305.2	313.7	24.6	2.8	308.6	1.6
지배순이익	198.7	149.4	321.3	236.4	236.4	19.0	(0.0)	247.6	(4.5)
영업이익률	8.6	6.0	9.0	8.8	9.2	0.6	0.4	8.9	0.3
세전이익률	10.6	6.2	17.9	12.3	12.6	2.0	0.3	13.2	(0.6)
지배주주순이익률	8.3	6.4	14.7	9.5	9.5	1.1	(0.0)	10.6	(1.1)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
ROE(지배주주지분)	7.1%	ROE(지배주주지분)	15.2%	8.5%	5.5%	5.5%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	7.1%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.01					
3Q18E BPS(지배주주지분)	38,301					
Target Price	38,696					

자료: 한화케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	1,161	3,337	2,278	2,384	2,320
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,833				
4Q17E EPS	3,337				
4Q18E EPS	2,278				

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	25,497	26,913	28,330	29,746	31,163	32,579	33,996	35,412	36,829	38,245
TP by 3Q17E EPS	30,032	31,700	33,369	35,037	36,706	38,374	40,043	41,711	43,380	45,048
TP by 3Q18E EPS	20,504	21,644	22,783	23,922	25,061	26,200	27,339	28,478	29,617	30,757

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	8,193.4	7,669.4	9,258.8	9,599.1	9,121.5	0.0%	17.2%	18.9%
YoY %	15.2%	-11.5%	-6.4%	15.2%	3.7%	-5.0%			
영업이익	779.2	646.3	453.9	779.2	828.1	521.3	0.0%	28.1%	14.9%
YoY %	131.2%	-17.1%	-29.8%	131.2%	6.3%	-37.0%			
EBITDA	1,224.5	1,075.3	883.0	1,224.5	1,257.2	950.4	0.0%	16.9%	7.6%
YoY %	55.2%	-12.2%	-17.9%	55.2%	2.7%	-24.4%			
순이익	755.3	690.7	366.2	755.3	976.9	448.9	0.0%	41.4%	22.6%
YoY %	301.4%	-8.5%	-47.0%	301.4%	29.3%	-54.0%			

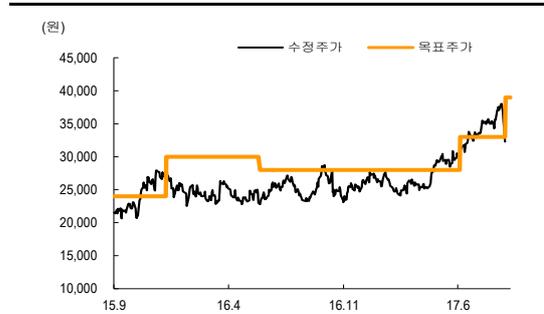
자료: 한화케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	1,958.8	1,904.2	1,898.5	1,957.2	2,496.3	2,426.0	2,276.6	2,325.6	27.4%	27.4%	19.9%	18.8%
YoY %	-17.9%	-17.8%	-13.4%	-8.5%	4.6%	4.7%	3.9%	-6.4%				
QoQ %	-8.4%	-2.8%	-0.3%	3.1%	0.4%	-2.8%	-6.2%	2.2%				
영업이익	139.6	114.6	109.1	135.2	229.5	183.3	134.8	144.9	64.4%	59.9%	23.5%	7.1%
YoY %	-31.8%	-17.0%	-44.5%	-30.8%	12.1%	32.7%	-31.4%	-33.8%				
QoQ %	-28.6%	-17.9%	-4.8%	23.9%	4.9%	-20.2%	-26.4%	7.4%				
EBITDA	246.9	221.9	216.4	242.5	336.8	290.5	242.1	252.2	36.4%	31.0%	11.9%	4.0%
YoY %	-24.4%	1.6%	-28.8%	-19.9%	3.2%	33.0%	-20.3%	-22.7%				
QoQ %	-18.5%	-10.1%	-2.5%	12.1%	3.3%	-13.7%	-16.7%	4.1%				
순이익	113.7	88.1	86.3	112.8	236.4	182.9	118.0	137.0	107.9%	107.5%	36.8%	21.4%
YoY %	-42.8%	-41.0%	-73.1%	-32.7%	19.0%	22.4%	-63.3%	-42.1%				
QoQ %	-32.2%	-22.5%	-2.1%	30.8%	0.0%	-22.6%	-35.5%	16.0%				

자료: 한화케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2017.09.26	매수	39,000원	6개월		
2017.07.04	매수	33,000원	6개월	3.71%	15.15%
2017.04.10	매수	28,000원	6개월	-6.89%	10.18%
2017.01.09	매수	28,000원	6개월	-8.94%	2.68%
2016.09.27	매수	28,000원	6개월	-9.78%	2.68%
2016.06.27	매수	28,000원	6개월	-10.80%	-3.04%
2016.03.27	매수	30,000원	6개월	-18.11%	-6.67%
2016.01.05	매수	30,000원	6개월	-17.00%	-6.67%
2015.09.30	매수	24,000원	6개월	0.23%	16.25%



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 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	4,778	4,524	4,556	4,967	5,431
현금및현금성자산	645	1,012	1,202	1,869	2,330
매출채권및기타채권	1,817	1,561	1,522	1,391	1,392
재고자산	1,826	1,421	1,196	1,096	1,097
비유동자산	9,075	9,294	9,340	9,321	9,296
장기금융자산	209	298	323	323	323
유형자산	6,051	5,761	5,693	5,675	5,649
무형자산	441	426	421	421	421
자산총계	13,853	13,818	13,896	14,288	14,726
유동부채	5,421	4,963	4,810	4,792	4,894
단기금융부채	2,427	2,259	2,566	2,666	2,766
매입채무 및 기타채무	1,615	1,758	1,411	1,293	1,295
단기충당부채	70	71	52	52	52
비유동부채	3,501	3,387	2,744	2,744	2,744
장기금융부채	2,619	2,588	1,954	1,954	1,954
장기매입채무 및 기타채무	209	46	21	21	21
장기충당부채	45	49	51	51	51
부채총계	8,921	8,350	7,554	7,536	7,638
지배주주지분	4,633	5,285	6,152	6,563	6,900
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	4,466	4,876	5,213
비지배주주지분	298	183	189	189	189
자본총계	4,931	5,468	6,342	6,752	7,089
부채외자본총계	13,853	13,818	13,896	14,288	14,726

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,160	1,121	1,189	1,094	882
당기순이익(손실)	228	886	1,134	468	394
비현금성항목등	711	424	210	489	489
유형자산감가상각비	452	445	429	429	429
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(259)	21	219	(60)	(60)
운전자본감소(증가)	305	(152)	(53)	137	(1)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(499)	254	54	124	(1)
재고자산감소(증가)	47	405	224	100	(1)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	37	20	(193)	(87)	1
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(952)	(446)	(364)	(410)	(404)
금융자산감소(증가)	(158)	126	(126)	0	0
유형자산감소(증가)	(662)	(413)	(425)	(410)	(404)
무형자산감소(증가)	(5)	(13)	18	0	0
기타	(127)	(146)	168	0	0
재무활동현금흐름	(105)	(302)	(481)	(58)	(58)
단기금융부채증가(감소)	41	17	(39)	0	0
장기금융부채증가(감소)	44	(80)	(241)	0	0
자본의증가(감소)	97	201	0	0	0
배당금의 지급	25	25	115	58	58
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	95	368	190	667	461
기초현금	549	645	1,012	1,202	1,869
기말현금	645	1,012	1,202	1,869	2,330
FCF	496	468	559	566	395

자료 : 한화케미칼, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,037	9,259	9,599	9,122	8,976
매출원가	6,541	7,211	7,637	7,555	7,475
매출총이익	1,496	2,048	1,962	1,567	1,501
매출총이익률 (%)	18.6	22.1	20.4	17.2	16.7
판매비와관리비	1,159	1,268	1,134	1,045	1,029
영업이익	337	779	828	521	473
영업이익률 (%)	4.2	8.4	8.6	5.7	5.3
비영업손익	(109)	107	426	74	30
순금융비용	59	56	30	51	66
외환관련손익	(72)	(8)	23	0	0
관계기업투자등 관련손익	176	446	554	220	166
세전계속사업이익	228	886	1,254	596	503
세전계속사업이익률 (%)	2.8	9.6	13.1	6.5	5.6
계속사업법인세	48	115	244	128	108
계속사업이익	180	771	1,010	468	394
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	180	771	1,010	468	394
순이익률 (%)	2.2	8.3	10.5	5.1	4.4
지배주주	188	755	977	449	379
지배주주귀속 순이익률(%)	2.3	8.2	10.2	4.9	4.2
비지배주주	(8)	16	33	19	16
총포괄이익	163	668	997	468	394
지배주주	167	663	965	449	379
비지배주주	(4)	5	32	19	16
EBITDA	789	1,225	1,257	950	902

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(0.2)	15.2	3.7	(5.0)	(1.6)
영업이익	138.6	131.2	6.3	(37.0)	(9.4)
세전계속사업이익	348.6	288.1	41.5	(52.5)	(15.6)
EBITDA	40.1	55.2	2.7	(24.4)	(5.1)
EPS(계속사업)	232.5	294.8	29.4	(54.0)	(15.6)
수익성 (%)					
ROE	4.2	15.2	17.1	7.1	5.6
ROA	1.4	5.6	7.3	3.3	2.7
EBITDA마진	9.8	13.2	13.1	10.4	10.0
안정성 (%)					
유동비율	88.1	91.2	94.7	103.6	111.0
부채비율	180.9	152.7	119.1	111.6	107.7
순차입금/자기자본	70.8	59.1	39.5	28.7	22.2
EBITDA/이자비용(배)	0.2	0.2	0.0	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,161	4,581	5,927	2,724	2,298
BPS	27,129	30,729	35,996	38,468	40,498
CFPS	4,405	6,768	6,595	5,052	4,822
주당 현금배당금	150	149	149	149	149
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.4	5.4	6.0	13.1	15.5
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.8	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)					
PCR	6.2	3.6	5.4	7.0	7.4
EV/EBITDA(최고)	10.0	6.0	6.7	6.2	6.5
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

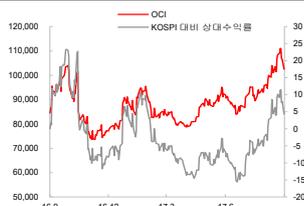
Company Data

자본금	127 십억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,445 십억원
주요주주	
이수영(외31)	30.04%
국민연금공단	8.22%
외국인지분률	15.30%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(17/09/25)	102,500 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	1.45
52주 최고가	111,000 원
52주 최저가	73,600 원
60일 평균 거래대금	28 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.0%	6.9%
6개월	21.5%	10.7%
12개월	27.5%	10.0%

OCI (010060/KS | 매수(유지) | T.P 120,000 원(상향))

3Q17 preview: 폴리실리콘도 올랐고, 화학도 올랐다

3Q17 영업이익은 724 억원으로 추정되어 컨센서스를 +82.6% 큰 폭 상회할 것으로 예상함. 미국의 태양광 보호무역 이슈로 3분기 중 폴리실리콘 가격이 급반등하였고, 화학 역시 TDI와 벤젠계열을 중심으로 개선흐름을 보였기 때문에 예상을 뛰어넘는 호실적 기대됨. 중장기적으로는 글로벌 폴리실리콘 수급이 개선 흐름을 보이고 있고, 동사는 말레이시아 설비까지 인수해 외형확대에 성공했기에 추가 측면에서는 기대요인 상존함

3Q17 영업이익 724 억원(QoQ +130.6% / YoY +3,097.1%) 추정

9/24 기준 컨센서스 397 억원을 +82.6% 상회하는 수치임. 폴리실리콘과 화학의 상승세가 기대 이상의 호실적을 견인할 것으로 판단함. 폴리실리콘은 통상적인 여름 비수기임에도 불구하고 가격이 2Q 말 \$13.9/kg 에서 9/20 기준 \$16.7/kg 으로 급반등하였음. 보호무역 이슈가 커지기 전에 재고를 확보하기 위한 움직임이 컸던 것이 주된 요인임. 물론 하절기 원가(전기요금) 상승 이슈 때문에 대규모 증익까지는 기대하기 어렵겠지만 양호한 실적수준 기대됨. 또한 지난 2분기 인수가 완료된 말레이시아 폴리실리콘 설비의 물량 효과도 감안해야 함. 동사의 화학사업부는 이익 강세의 가장 큰 요인일 것으로 판단함. TDI와 벤젠(9월 허리케인 Harvey 효과) 모두 좋은 상황을 유지하고 있음

태양광 시장 회복이 관건

금번 분기의 이익에서는 화학의 효과가 클 것으로 예상하지만, 결국 동사의 실적과 주가에 있어서 최대중요요인은 역시 태양광임. 폴리실리콘 가격이 미국의 보호무역 이슈로 급반등을 했지만, 그것보다는 구조적인 수급개선 효과가 필요함. 여전히 공급과잉이라는 큰 틀은 벗어나지 못한 것으로 판단함. 다만 메이저 업체들 위주로 폴리실리콘 사업은 재편이 빠르게 진행되었고, 동사 역시 말레이시아 설비를 인수하는 등 외형확장에서 뒤쳐지지 않았기에 차후 이익개선 여지는 충분히 기대해볼 수 있음

목표주가 100,000 원 → 120,000 원 상향 / 투자 의견 매수 유지

말레이시아 설비진입에 따른 증익효과 반영하여 목표주가 상향함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	2,420.5	2,301.5	2,739.4	3,311.0	2,767.3	2,177.5
yoy	%	(18.1)	(4.9)	19.0	20.9	(16.4)	(21.3)
영업이익	십억원	(76.0)	(144.6)	121.4	213.5	268.8	411.9
yoy	%	적지	적지	흑전	76.0	25.9	53.2
EBITDA	십억원	450.2	219.3	427.2	503.3	547.8	473.5
세전이익	십억원	(57.2)	(303.1)	(195.1)	226.1	248.9	418.6
순이익(지배주주)	십억원	(19.9)	100.3	242.1	187.8	195.5	328.8
영업이익률%	%	(3.1)	(6.3)	4.4	6.4	9.7	18.9
EBITDA%	%	18.6	9.5	15.6	15.2	19.8	21.7
순이익률	%	(0.8)	4.4	8.8	5.7	7.1	15.1
EPS	원	(835)	4,206	10,151	7,875	8,197	13,786
PER	배	(94.1)	17.8	7.8	13.5	13.0	7.7
PBR	배	0.8	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	9.0	17.8	8.5	6.4	4.8	4.8
ROE	%	(0.7)	3.5	7.9	5.7	5.7	8.9
순차입금	십억원	2,170	2,123	1,749	684	108	(287)
부채비율	%	127.9	125.1	91.4	80.3	75.8	67.7

3Q17 preview

(단위, %, 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	535.5	650.5	1,138.4	699.4	756.9	41.4	8.2	779.4	(2.9)
영업이익	2.3	(1.9)	69.4	31.4	72.4	3,097.1	130.6	39.7	82.6
세전이익	(150.5)	(92.4)	54.2	90.5	56.2	(137.4)	(37.9)	28.3	98.6
지배순이익	(96.6)	(50.3)	34.0	90.0	44.2	(145.7)	(50.9)	19.2	129.9
영업이익률	0.4	(0.3)	6.1	4.5	9.6	9.1	5.1	5.1	4.5
세전이익률	(28.1)	(14.2)	4.8	12.9	7.4	35.5	(5.5)	3.6	3.8
지배주주순이익률	(18.0)	(7.7)	3.0	12.9	5.8	23.9	(7.0)	2.5	3.4

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E	
ROE(지배주주지분)	6.4%	ROE(지배주주지분)	7.9%	4.8%	7.9%	8.3%	7.9%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.4%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.88						
3Q18E BPS(지배주주지분)	136,698						
Target Price	120,872						

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	4,206	6,931	12,327	14,120	14,563
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	10,211				
4Q17E EPS	6,931				
4Q18E EPS	12,327				

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	91,898	102,109	112,320	122,531	132,742	142,952	153,163	163,374	173,585	183,796
TP by 3Q17E EPS	62,375	69,306	76,237	83,167	90,098	97,028	103,959	110,889	117,820	124,751
TP by 3Q18E EPS	110,943	123,270	135,597	147,924	160,251	172,578	184,905	197,232	209,559	221,886

자료: OCI, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	2,739.4	2,954.6	2,439.3	2,739.4	3,311.0	2,767.3	0.0%	12.1%	13.4%
YoY %	19.0%	7.9%	-17.4%	19.0%	20.9%	-16.4%			
영업이익	121.4	211.9	229.3	121.4	213.5	268.8	0.0%	0.8%	17.2%
YoY %	흑전	74.6%	8.2%	흑전	76.0%	25.9%			
EBITDA	427.2	452.9	424.6	427.2	503.3	547.8	0.0%	11.1%	29.0%
YoY %	94.8%	6.0%	-6.2%	94.8%	17.8%	8.8%			
순이익	242.1	135.5	164.6	242.1	187.8	195.5	0.0%	38.6%	18.7%
YoY %	141.4%	-44.0%	21.5%	141.4%	-22.4%	4.1%			

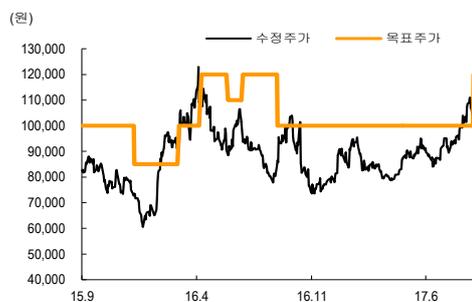
자료: OCI, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	589.0	615.0	610.6	595.4	756.9	716.2	707.5	685.1	28.5%	16.5%	15.9%	15.1%
YoY %	10.0%	-5.5%	-46.4%	-2.8%	41.4%	10.1%	-37.9%	-2.0%				
QoQ %	-3.8%	4.4%	-0.7%	-2.5%	8.2%	-5.4%	-1.2%	-3.2%				
영업이익	60.0	47.1	62.3	42.8	72.4	40.3	82.6	59.3	20.6%	-14.5%	32.5%	38.5%
YoY %	2551.6%	흑전	-10.3%	21.4%	3097.1%	흑전	18.9%	89.0%				
QoQ %	70.2%	-21.5%	32.3%	-31.2%	130.6%	-44.3%	104.9%	-28.1%				
EBITDA	108.9	95.9	111.1	91.7	142.2	110.1	152.3	129.1	30.6%	14.7%	37.0%	40.8%
YoY %	39.3%	30.9%	-22.7%	-12.1%	81.9%	50.1%	5.9%	20.3%				
QoQ %	4.4%	-11.9%	15.9%	-17.5%	32.5%	-22.6%	38.4%	-15.2%				
순이익	43.4	33.8	45.2	29.6	44.2	19.7	58.5	42.5	1.7%	-41.7%	29.6%	43.6%
YoY %	흑전	흑전	32.9%	22.2%	흑전	흑전	72.2%	-52.7%				
QoQ %	79.5%	-22.2%	33.6%	-34.5%	-50.9%	-55.4%	197.2%	-27.4%				

자료: OCI, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2017.09.26	매수	120,000원	6개월		
2017.07.04	매수	100,000원	6개월	-11.90%	11.00%
2017.04.10	매수	100,000원	6개월	-13.93%	4.00%
2017.01.09	매수	100,000원	6개월	-13.90%	4.00%
2016.09.27	매수	100,000원	6개월	-14.29%	4.00%
2016.07.25	매수	120,000원	6개월	-26.46%	-20.17%
2016.06.27	매수	110,000원	6개월	-11.36%	-3.18%
2016.05.09	매수	120,000원	6개월	-16.25%	-4.58%
2016.03.27	매수	100,000원	6개월	4.69%	23.00%
2016.01.05	매수	85,000원	6개월	-7.01%	14.71%
2015.10.28	매수	100,000원	6개월	-19.60%	-12.00%
2015.09.30	매수	100,000원	6개월	-15.34%	-12.00%



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 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	2,400	1,981	1,975	2,318	2,534
현금및현금성자산	477	339	750	1,327	1,722
매출채권및기타채권	562	578	562	428	342
재고자산	517	790	513	415	335
비유동자산	4,899	4,267	4,167	3,999	4,024
장기금융자산	69	50	29	29	29
유형자산	4,259	3,463	3,397	3,228	3,254
무형자산	47	34	45	45	45
자산총계	7,299	6,249	6,142	6,317	6,558
유동부채	1,585	1,438	1,146	1,135	1,058
단기금융부채	630	1,051	629	629	629
매입채무 및 기타채무	566	302	411	400	322
단기충당부채	6	0	21	21	21
비유동부채	2,471	1,546	1,589	1,589	1,589
장기금융부채	2,000	1,204	1,260	1,260	1,260
장기매입채무 및 기타채무	24	11	8	8	8
장기충당부채	9	10	10	10	10
부채총계	4,057	2,984	2,736	2,725	2,647
지배주주지분	2,955	3,196	3,338	3,524	3,843
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	2,425	2,611	2,930
비지배주주지분	287	69	68	68	68
자본총계	3,242	3,265	3,406	3,592	3,911
부채외자본총계	7,299	6,249	6,142	6,317	6,558

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	21	408	749	725	547
당기순이익(손실)	182	219	189	195	329
비현금성항목등	283	239	297	302	85
유형자산감가상각비	364	306	290	279	62
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	81	67	(7)	(23)	(23)
운전자본감소(증가)	(324)	18	287	227	134
매출채권및기타채권의 감소(증가)	114	(23)	13	133	81
재고자산감소(증가)	36	(273)	277	98	81
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(11)	15	(6)	(4)	(28)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	81	0	20	2	2
투자활동현금흐름	(197)	(139)	47	(111)	(87)
금융자산감소(증가)	(15)	(108)	68	0	0
유형자산감소(증가)	(865)	(441)	(132)	(111)	(87)
무형자산감소(증가)	(8)	(2)	(1)	0	0
기타	692	412	113	0	0
재무활동현금흐름	168	(404)	(354)	(10)	(10)
단기금융부채증가(감소)	(259)	(510)	(476)	0	0
장기금융부채증가(감소)	460	113	141	0	0
자본의증가(감소)	11	0	0	0	0
배당금의 지급	58	5	19	10	10
기타	(41)	(5)	0	0	0
현금의 증가(감소)	(41)	(138)	411	577	395
기초현금	518	477	339	750	1,327
기말현금	477	339	750	1,327	1,722
FCF	(1,095)	(304)	1,158	602	399

자료 : OQ, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,302	2,739	3,311	2,767	2,178
매출원가	2,216	2,409	2,871	2,282	1,595
매출총이익	86	330	440	486	583
매출총이익률 (%)	3.7	12.0	13.3	17.6	26.8
판매비와관리비	230	209	226	217	171
영업이익	(145)	121	214	269	412
영업이익률 (%)	(6.3)	4.4	6.4	9.7	18.9
비영업손익	(158)	(316)	13	(20)	7
순금융비용	23	45	44	71	98
외환관련손익	9	11	(27)	0	0
관계기업투자등 관련손익	29	3	9	0	0
세전계속사업이익	(303)	(195)	226	249	419
세전계속사업이익률 (%)	(13.2)	(7.1)	6.8	9.0	19.2
계속사업법인세	(64)	(218)	37	54	90
계속사업이익	(239)	23	189	195	329
중단사업이익	421	197	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	182	219	189	195	329
순이익률 (%)	7.9	8.0	5.7	7.1	15.1
지배주주	100	242	188	195	329
지배주주귀속 순이익률(%)	4.4	8.8	5.7	7.1	15.1
비지배주주	82	(23)	2	(0)	(0)
총포괄이익	252	227	163	195	329
지배주주	167	249	164	195	329
비지배주주	85	(22)	(1)	(0)	(0)
EBITDA	219	427	503	548	473

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(4.9)	19.0	20.9	(16.4)	(21.3)
영업이익	적지	흑전	76.0	25.9	53.2
세전계속사업이익	적지	적지	흑전	10.1	68.2
EBITDA	(51.3)	94.8	17.8	8.8	(13.6)
EPS(계속사업)	흑전	141.4	(22.4)	4.1	68.2
수익성 (%)					
ROE	3.5	7.9	5.7	5.7	8.9
ROA	2.5	3.2	3.1	3.1	5.1
EBITDA마진	9.5	15.6	15.2	19.8	21.7
안정성 (%)					
유동비율	151.4	137.8	172.3	204.2	239.6
부채비율	125.1	91.4	80.3	75.8	67.7
순차입금/자기자본	65.5	53.6	20.1	3.0	(7.3)
EBITDA/이자비용(배)	(0.4)	1.0	0.2	0.1	(0.1)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,206	10,151	7,875	8,197	13,786
BPS	109,042	125,056	130,597	138,389	151,767
CFPS	10,475	12,233	19,082	20,547	16,139
주당 현금배당금	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.8	7.8	13.5	13.0	7.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)					
PCR	7.2	6.4	5.6	5.2	6.6
EV/EBITDA(최고)	17.8	8.5	6.4	4.8	4.8
EV/EBITDA(최저)					

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	3,800 십억원
주요주주	
정몽진(외10)	38.77%
국민연금공단	12.32%
외국인지분률	19.00%
배당수익률	2.20%

Stock Data

주가(17/09/25)	360,000 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	442,500 원
52주 최저가	318,000 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.6%	-8.7%
6개월	1.3%	-7.7%
12개월	-8.2%	-20.8%

KCC (002380/KS | 매수(유지) | T.P 450,000 원(하향))

3Q17 preview: 실적은 좋지만 PVC 가격과 현대중공업은 부담

3Q17 영업이익은 955 억원으로 추정되어 컨센서스를 -2.9% 소폭 하회할 것으로 예상함. 전체적으로 10.9%로 추정되는 영업이익률은 매우 양호함. 석고보드의 증설효과와 건설분양 호조 흐름은 금번 분기에도 지속되고 있는 상황임. 단기적으로는 급등한 PVC 가격에 대한 부담과 투자유가증권 중 현대중공업 불확실성은 악재로 작용할 수 있음. 다만 중장기적인 관점에서는 우량한 재무/영업구조 감안 시 매수여력 상존함

3Q17 영업이익 955 억원(QoQ +3.8% / YoY -3.5%) 추정

9/24 기준 컨센서스 984 억원을 -2.9% 하회하는 수치임. 영업이익률은 10.9%로 추정 이 되는데, 저유가 시대 이후의 호실적 기조는 여전히 이어지고 있는 것으로 판단함. 무엇보다 단기적으로는 지난 7 월부터 상업가동이 시작된 석고보드 증설효과가 기대되고 있으며, 마감재 성격을 보이는 건자재의 특성 상 건설분양 호조가 지속되고 있는 것 도 이익의 가시성을 높여주는 요인임

단기적으로는 PVC 가격과 현대중공업에 대한 우려 부각

다만 동사의 주가는 영업현황 만으로는 설명되지 않음. 3 조원이 넘는 투자유가증권의 가치에 대한 분석 또한 중요한데, 삼성물산에 이어 두 번째로 가치고 높은 현대중공업에 대한 부담요인은 감안해야 함. 상반기 조선 업황의 호재를 기대하면서 현대중공업 주가가 급반등했고 KCC도 이에 동반 상승하는 양상이 나타났지만, 최근 중국발 수출 악재와 함께 불확실한 미래가 점쳐지고 있는 만큼 모멘텀을 얻기는 쉽지 않을 것으로 판단함. 또한 최근 PVC 가격이 글로벌 폐쇄현상과 맞물려 강세를 이어가고 있는데, 동사의 영업 특성 상 일정정도의 시차를 두고 이 부분이 부담으로 작용할 수 있음

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

단기적으로 원재료 PVC의 가격급등과 현대중공업 risk 를 감안해 목표주가를 소폭 하향 조정함. 다만 최근 주가가 많이 하락한 상태이고 재무와 영업력이 우수한 동사의 특성을 감안할 때 매수여력은 충분한 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	3,399.8	3,414.4	3,490.5	3,764.3	3,944.2	4,001.2
yoy	%	5.2	0.4	2.2	7.8	4.8	1.4
영업이익	십억원	273.4	309.2	326.6	290.2	308.5	327.7
yoy	%	18.0	13.1	5.6	(11.2)	6.3	6.2
EBITDA	십억원	428.0	472.8	529.9	500.7	520.8	540.0
세전이익	십억원	475.1	250.7	232.0	253.3	270.4	291.6
순이익(지배주주)	십억원	325.7	183.6	152.3	190.2	209.6	226.0
발표영업이익률	%	8.0	9.1	9.4	7.7	7.8	8.2
EBITDA%	%	12.6	13.8	15.2	13.3	13.2	13.5
순이익률	%	14.0	7.3	6.6	6.7	6.9	7.3
EPS	원	30,964	17,388	14,430	18,015	19,853	21,406
PER	배	16.8	24.0	24.9	20.1	18.2	16.9
PBR	배	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	12.3	11.6	9.4	9.5	9.1	8.6
ROE	%	5.8	3.0	2.6	3.0	3.2	3.3
순차입금	십억원	(194)	1,073	1,202	944	901	846
부채비율	%	38.9	47.7	53.6	53.7	52.8	51.9

SOTP Valuation (단위: 십억원)

1. 영업가치

2017년 EBITDA 추정치	500.7
target multiple	4.5
target value	2,253.2

2. 자산가치

4Q16 기준 현금 및 현금성자산	550.5
4Q16 기준 투자부동산	654.3
4Q16 기준 관계기업/공동투자	307.9
discount	20.0%
target value	1,210.2

3. 투자유가증권

회사명	보유주식수	종가(9/22)	가치
현대중공업	4,106,330	142,000	583.1
현대자동차	713,000	142,000	101.2
현대모비스	923	218,000	0.2
현대산업개발	1,884,600	34,500	65.0
현대중합상사	2,679,576	20,600	55.2
코엔텍	1,000,000	4,230	4.2
쌍용자동차	1,255	5,280	0.0
한라	3,703,703	3,995	14.8
등양	744	1,805	0.0
남광토건	195	6,670	0.0
웅진홀딩스	1,159	2,280	0.0
삼성물산(舊제일모직)	17,009,518	132,000	2,245.3
한라홀딩스	432,100	60,800	26.3
동부건설	1,692	12,800	0.0
비상장사(장부가)			47.0
target value			3,142.4

4. 총차입금

1,932.4

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

4,804.6

target price(원)

444,238

자료: KCC, SK 증권

3Q17 preview

(단위: %, 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	857.4	937.8	843.0	970.3	973.8	13.6	0.4	902.2	7.9
영업이익	99.0	36.7	71.2	92.0	89.0	(10.1)	(3.3)	98.4	(9.6)
세전이익	88.3	(16.7)	44.7	97.4	81.7	(7.5)	(16.1)	100.0	(18.3)
지배순이익	63.1	(29.7)	34.0	69.9	63.3	0.3	(9.5)	70.9	(10.7)
영업이익률	11.5	3.9	8.4	9.5	9.1	(2.4)	(0.4)	10.9	(1.8)
세전이익률	10.3	(1.8)	5.3	10.0	8.4	(1.9)	(1.6)	11.1	(2.7)
지배주주순이익률	7.4	(3.2)	4.0	7.2	6.5	(0.9)	(0.7)	7.9	(1.4)

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	3,280.0	3,089.4	3,490.5	3,764.3	3,944.2	0.0%	14.8%	27.7%
YoY %	2.2%	-6.0%	-5.8%	2.2%	7.8%	4.8%			
영업이익	326.6	282.5	291.3	326.6	290.2	308.5	0.0%	2.7%	5.9%
YoY %	5.6%	-13.5%	3.1%	5.6%	-11.2%	6.3%			
EBITDA	529.9	487.7	496.6	529.9	500.7	520.8	0.0%	2.7%	4.9%
YoY %	12.1%	-8.0%	1.8%	12.1%	-5.5%	4.0%			
순이익	152.3	185.6	185.3	152.3	190.2	209.6	0.0%	2.5%	13.1%
YoY %	-17.0%	21.8%	-0.2%	-17.0%	24.8%	10.2%			

자료: KCC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

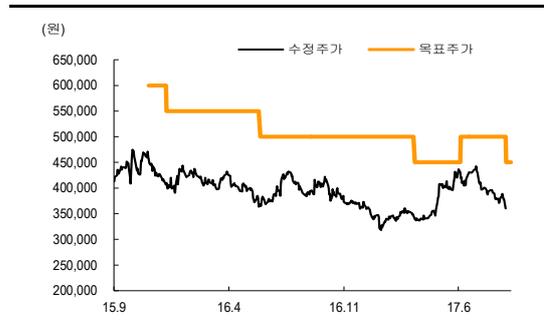
	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	811.8	798.7	786.9	776.5	973.8	977.3	980.8	984.3	19.9%	22.4%	24.6%	26.8%
YoY %	-5.3%	-14.8%	-6.6%	-6.1%	13.6%	4.2%	16.3%	1.4%				
QoQ %	-1.8%	-1.6%	-1.5%	-1.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%				
영업이익	80.8	36.1	68.8	98.3	89.0	38.0	75.5	96.9	10.1%	5.1%	9.8%	-1.4%
YoY %	-18.4%	-1.6%	-3.4%	4.2%	-10.1%	3.4%	6.1%	5.3%				
QoQ %	-14.4%	-55.3%	90.5%	42.8%	-3.3%	-57.3%	98.8%	28.4%				
EBITDA	132.1	87.4	120.1	149.6	142.0	91.1	128.6	150.0	7.5%	4.1%	7.0%	0.3%
YoY %	-12.8%	-2.0%	-2.0%	2.7%	-6.2%	2.1%	5.0%	3.4%				
QoQ %	-9.3%	-33.8%	37.4%	24.5%	-2.1%	-35.9%	41.2%	16.7%				
순이익	59.7	22.8	42.5	66.7	63.3	22.9	50.8	67.8	6.1%	0.5%	19.5%	1.6%
YoY %	-5.5%	흑전	25.0%	-3.5%	0.3%	흑전	49.4%	-3.0%				
QoQ %	-13.7%	-61.8%	86.6%	56.9%	-9.5%	-63.8%	121.9%	33.4%				

자료: KCC, SK 증권

대차대조표

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2017.09.26	매수	450,000원	6개월		
2017.07.04	매수	500,000원	6개월	-19.21%	-11.50%
2017.04.10	매수	450,000원	6개월	-15.99%	-3.00%
2017.01.09	매수	500,000원	6개월	-24.60%	-13.50%
2016.09.27	매수	500,000원	6개월	-21.71%	-13.50%
2016.06.27	매수	500,000원	6개월	-20.65%	-13.50%
2016.03.27	매수	550,000원	6개월	-25.44%	-19.27%
2016.02.11	매수	550,000원	6개월	-24.04%	-19.27%
2016.01.05	매수	550,000원	6개월	-24.69%	-19.27%
2015.12.03	매수	600,000원	6개월	-28.19%	-24.17%

손익계산서



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 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%
----	--------	----	-------	----	----

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,206	2,289	2,302	2,366	2,444
현금및현금성자산	445	588	497	540	595
매출채권및기타채권	898	927	910	923	937
재고자산	527	526	554	562	570
비유동자산	6,463	6,874	7,793	7,857	7,925
장기금융자산	3,127	3,219	4,003	4,003	4,003
유형자산	2,515	2,572	2,728	2,792	2,860
무형자산	41	40	39	39	39
자산총계	8,668	9,162	10,095	10,223	10,369
유동부채	1,375	1,678	2,327	2,334	2,342
단기금융부채	817	1,065	1,700	1,700	1,700
매입채무 및 기타채무	444	510	529	536	544
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,425	1,518	1,198	1,198	1,198
장기금융부채	833	943	417	417	417
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	13	13	17	17	17
부채총계	2,800	3,195	3,525	3,533	3,541
지배주주지분	5,858	5,956	6,559	6,680	6,817
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	4,463	4,584	4,722
비지배주주지분	11	11	11	11	11
자본총계	5,869	5,967	6,569	6,690	6,828
부채와자본총계	8,668	9,162	10,095	10,223	10,369

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	95	431	464	558	574
당기순이익(손실)	185	153	190	210	226
비현금성항목등	337	426	346	365	365
유형자산감가상각비	164	203	211	212	212
무형자산감각비	0	0	0	0	0
기타	(173)	(223)	(135)	(152)	(152)
운전자본감소(증가)	(246)	(47)	(25)	(17)	(17)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(36)	(33)	14	(13)	(13)
재고자산감소(증가)	(14)	1	(29)	(8)	(8)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	35	46	4	5
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	66	79	93	109	109
투자활동현금흐름	(865)	(498)	(410)	(276)	(280)
금융자산감소(증가)	(559)	(105)	(65)	0	0
유형자산감소(증가)	(358)	(289)	(369)	(276)	(280)
무형자산감소(증가)	(11)	(1)	(0)	0	0
기타	63	(103)	25	0	0
재무활동현금흐름	464	202	(72)	(89)	(89)
단기금융부채증가(감소)	606	143	121	0	0
장기금융부채증가(감소)	(11)	197	0	0	0
자본의증가(감소)	3	1	0	0	0
배당금의 지급	88	89	167	89	89
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(301)	144	(92)	43	55
기초현금	745	445	588	497	540
기말현금	445	588	497	540	595
FCF	(300)	328	436	161	172

자료 : KCC, SK증권 추정

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,414	3,490	3,764	3,944	4,001
매출원가	2,529	2,561	2,895	3,041	3,070
매출총이익	886	929	869	904	931
매출총이익률 (%)	25.9	26.6	23.1	22.9	23.3
판매비와관리비	577	603	579	595	604
영업이익	309	327	290	309	328
영업이익률 (%)	9.1	9.4	7.7	7.8	8.2
비영업손익	(58)	(95)	(37)	(38)	(36)
순금융비용	150	49	44	23	25
외환관련손익	(14)	(0)	1	0	0
관계기업투자등 관련손익	(16)	(56)	(3)	0	0
세전계속사업이익	251	232	253	270	292
세전계속사업이익률 (%)	7.3	6.6	6.7	6.9	7.3
계속사업법인세	66	79	63	61	66
계속사업이익	185	153	190	210	226
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	185	153	190	210	226
순이익률 (%)	5.4	4.4	5.1	5.3	5.6
지배주주	184	152	190	210	226
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.4	4.4	5.1	5.3	5.6
비지배주주	1	1	0	0	0
총포괄이익	(273)	189	770	210	226
지배주주	(273)	189	770	210	226
비지배주주	(0)	0	0	0	0
EBITDA	473	530	501	521	540

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	0.4	2.2	7.8	4.8	1.4
영업이익	13.1	5.6	(11.2)	6.3	6.2
세전계속사업이익	(47.2)	(7.5)	9.2	6.7	7.8
EBITDA	10.5	12.1	(5.5)	4.0	3.7
EPS(계속사업)	(43.8)	(17.0)	24.8	10.2	7.8
수익성 (%)					
ROE	3.0	2.6	3.0	3.2	3.3
ROA	2.1	1.7	2.0	2.1	2.2
EBITDA마진	13.8	15.2	13.3	13.2	13.5
안정성 (%)					
유동비율	160.4	136.4	98.9	101.4	104.3
부채비율	47.7	53.6	53.7	52.8	51.9
순차입금/자기자본	18.3	20.1	14.4	13.5	12.4
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.2	(0.1)	0.1	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	17,388	14,430	18,015	19,853	21,406
BPS	601,021	611,189	687,089	698,558	711,581
CFPS	37,115	39,656	40,679	42,761	44,165
주당 현금배당금	8,996	8,996	8,996	8,996	8,996
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.0	24.9	20.1	18.2	16.9
PER(최저)					
PBR(최고)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)					
PCR	11.2	9.1	8.9	8.5	8.2
EV/EBITDA(최고)	11.6	9.4	9.5	9.1	8.6
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	1,541 십억원
주요주주	
SK(주)(외9)	41.70%
국민연금공단	11.84%
외국인지분률	12.80%
배당수익률	1.80%

Stock Data

주가(17/09/25)	41,050 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	1.06
52주 최고가	43,400 원
52주 최저가	27,050 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.5%	9.4%
6개월	34.4%	22.4%
12개월	46.6%	26.5%

SKC (011790/KS | 매수(유지) | T.P 45,000 원(상향))

3Q17 preview: 드디어 “성장”의 키워드를 찾아내다

3Q17 영업이익은 492 억원으로 추정되어 컨센서스를 +1.9% 상회할 것으로 예상함. 기본적으로 PO를 중심으로 한 화학사업부의 강세가 이어졌고, 필름/투자사들 역시 안정적인 이익흐름을 보인 것이 실적강세의 원인이 되고 있음. 특히 최근 반도체 등 IT 소재에 대한 진출 기대감이 반영되며 주가 강세가 나타나고 있는데, 충분한 근거를 지니고 있고 여전히 valuation 매력도 높기에 단기주가급등 불구 추가상승여력도 상존한다고 판단함

3Q17 영업이익 492 억원(QoQ +11.3% / YoY +168.9%) 추정

9/24 기준 컨센서스 483 억원을 +1.9% 상회하는 수치임. 전반적으로 양호한 시황이 이어지고 있는 것으로 판단함. 화학사업부는 중국의 PO 가격으로 판단했을 때 호조가 이어졌음을 알 수 있음. 2Q 말 PO 가격은 \$1,457.5/t 이었는데 8월 한 때 \$2,000/t 을 넘을 정도로 급등했었음. 물론 3Q 말에 근접한 현재에는 \$1,600/t 까지 재차 하락했지만, 3분기 중 강세효과는 실적에 반영될 것으로 판단함. 바닥을 다지고 있는 필름과, 지속적으로 이익강세에 기여하고 있는 투자사들의 실적호조도 지속되는 상황임

성장여력에 대한 기대감이 이렇게 무섭다

동사를 판단함에 있어서 기존에 평가 틀은 “안정적인 영업 상황 대비 성장여력이 부족하기 때문에 valuation 저평가가 이어지고 있다”라는 것이었음. 하지만 최근 반도체 소재 등 기술을 기반으로 한 IT 소재에 대한 다각화된 비전을 보여주면서 주가가 급상승세를 보이고 있음. SK 그룹 내의 입지와 동사의 화학 쪽에서의 기술력을 감안할 때 충분히 가시적인 미래라고 판단되며, 앞으로도 중장기적인 기대감은 유효할 것으로 판단함

목표주가 40,000 원 → 45,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

투자 자회사의 가치 상승과 IT 소재의 미래에 대한 기대감을 반영하여 목표주가 상향 조정함. 물론 단기 급등으로 인한 차익실현 내지는 주가 조정이 발생할 수 있는 상황임. 다만 긴 호흡에서는 성장여력이 매력적인 것이 분명하고, 연간 1,500~2,000 억원의 영업이익이 가능한 체력 대비 현재 시총 1.5 조원 내외도 큰 부담은 아닌 만큼 매수여력은 충분한 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	2,802.2	2,465.7	2,359.4	2,449.3	2,403.9	2,355.6
yoy	%	6.1	(12.0)	(4.3)	3.8	(1.9)	(2.0)
영업이익	십억원	152.4	217.9	149.3	158.8	185.4	160.2
yoy	%	22.9	43.0	(31.5)	6.3	16.8	(13.6)
EBITDA	십억원	289.2	360.7	274.1	273.9	300.6	275.4
세전이익	십억원	71.9	415.5	119.6	180.5	192.5	164.4
순이익(지배주주)	십억원	69.5	272.2	42.8	127.8	134.3	114.7
영업이익률%	%	5.4	8.8	6.3	6.5	7.7	6.8
EBITDA%	%	10.3	14.6	11.6	11.2	12.5	11.7
순이익률	%	2.6	16.9	5.1	7.4	8.0	7.0
EPS	원	1,912	7,397	1,142	3,404	3,577	3,055
PER	배	13.9	4.6	28.9	11.9	11.3	13.2
PBR	배	0.9	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	8.5	7.1	8.6	8.7	4.2	4.6
ROE	%	5.8	20.5	3.0	9.0	8.9	7.1
순차입금	십억원	1,484	1,301	1,125	1,137	993	894
부채비율	%	183.4	137.0	131.6	136.3	125.3	118.2

3Q17 preview

(단위, %, 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	586.5	642.1	587.0	615.2	629.5	7.3	2.3	645.0	(2.4)
영업이익	18.3	41.0	37.8	44.2	39.6	116.2	(10.5)	48.3	(18.1)
세전이익	5.9	32.1	36.8	67.1	39.5	571.0	(41.1)	47.0	(16.0)
지배순이익	(17.1)	(11.1)	22.1	52.3	27.6	(261.5)	(47.3)	32.9	(16.2)
영업이익률	3.1	6.4	6.4	7.2	6.3	3.2	(0.9)	7.5	(1.2)
세전이익률	1.0	5.0	6.3	10.9	6.3	5.3	(4.6)	7.3	(1.0)
지배주주순이익률	(2.9)	(1.7)	3.8	8.5	4.4	7.3	(4.1)	5.1	(0.7)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
ROE(지배주주지분)	7.7%	ROE(지배주주지분)	3.0%	8.4%	7.1%	6.9%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	7.7%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.13					
3Q18E BPS(지배주주지분)	39,543					
Target Price	44,793					

자료: SKC, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	7,397	3,465	3,133	3,240	3,163
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,323				
4Q17E EPS	3,465				
4Q18E EPS	3,133				

Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	33,235	34,896	36,558	38,220	39,882	41,543	43,205	44,867	46,529	48,190
TP by 3Q17E EPS	34,652	36,384	38,117	39,849	41,582	43,315	45,047	46,780	48,512	50,245
TP by 3Q18E EPS	31,331	32,898	34,465	36,031	37,598	39,164	40,731	42,297	43,864	45,430

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	2,136.3	2,029.5	2,359.4	2,449.3	2,403.9	0.0%	14.6%	18.4%
YoY %	(4.3)	(9.5)	(5.0)	(4.3)	3.8	(1.9)			
영업이익	149.3	158.4	152.8	149.3	158.8	185.4	0.0%	0.2%	21.3%
YoY %	(31.5)	6.1	(3.5)	(31.5)	6.3	16.8			
EBITDA	274.1	273.4	267.8	274.1	273.9	300.6	0.0%	0.2%	12.2%
YoY %	(24.0)	(0.3)	(2.0)	(24.0)	(0.1)	9.7			
순이익	42.8	99.6	102.1	42.8	127.8	134.3	0.0%	28.3%	31.5%
YoY %	(84.3)	132.5	2.5	(84.3)	198.2	5.1			

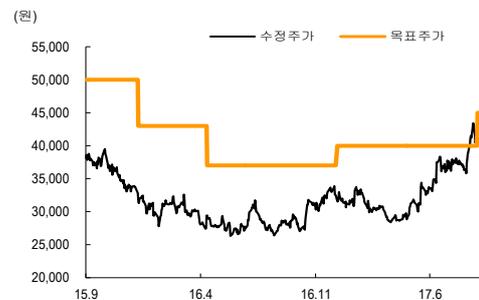
자료: SKC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	503.2	494.0	502.1	521.4	629.5	617.6	594.9	617.1	25.1%	25.0%	18.5%	18.4%
YoY %	(14.2)	(23.1)	(14.5)	(5.6)	7.3	(3.8)	1.3	0.3				
QoQ %	(8.8)	(1.8)	1.6	3.8	2.3	(1.9)	(3.7)	3.7				
영업이익	40.0	39.1	38.7	42.8	39.6	37.2	44.0	52.4	-1.0%	-5.0%	13.5%	22.5%
YoY %	118.4	(4.5)	2.5	3.0	116.2	(9.3)	16.4	18.5				
QoQ %	(3.7)	(2.1)	(1.0)	10.4	(10.5)	(6.1)	18.4	19.2				
EBITDA	68.7	67.9	67.5	71.5	68.4	66.0	72.8	81.2	-0.5%	-2.8%	7.8%	13.5%
YoY %	41.1	(3.6)	1.4	1.8	40.3	(6.3)	9.4	11.2				
QoQ %	(2.2)	(1.3)	(0.6)	6.0	(6.4)	(3.5)	10.3	11.6				
순이익	25.9	25.4	25.5	28.7	27.6	25.8	31.2	38.2	6.6%	1.5%	22.6%	32.9%
YoY %	#VALUE!	#VALUE!	15.4	9.5	#VALUE!	#VALUE!	41.5	(27.0)				
QoQ %	(1.4)	(1.8)	0.2	12.9	(47.3)	(6.4)	20.9	22.4				

자료: SKC, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2017.09.26	매수	45,000원	6개월		
2017.07.04	매수	40,000원	6개월	-16.79%	8.50%
2017.04.10	매수	40,000원	6개월	-22.34%	-14.00%
2017.01.09	매수	40,000원	6개월	-21.54%	-15.63%
2016.11.14	매수	37,000원	6개월	-21.53%	-8.38%
2016.09.27	매수	37,000원	6개월	-23.91%	-14.19%
2016.06.27	매수	37,000원	6개월	-24.01%	-14.19%
2016.05.12	매수	37,000원	6개월	-24.22%	-20.41%
2016.03.27	매수	43,000원	6개월	-29.25%	-24.19%
2016.02.11	매수	43,000원	6개월	-28.26%	-24.53%
2016.01.05	매수	43,000원	6개월	-28.00%	-24.53%
2015.10.28	매수	50,000원	6개월	-27.55%	-21.00%
2015.09.30	매수	50,000원	6개월	-24.66%	-22.40%



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 9월 26 현재 SKC 와(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	787	801	931	1,031	1,129
현금및현금성자산	39	105	89	233	332
매출채권및기타채권	402	376	439	416	415
재고자산	284	253	342	324	323
비유동자산	2,901	2,727	2,773	2,778	2,781
장기금융자산	24	20	13	13	13
유형자산	2,079	1,866	1,960	1,965	1,968
무형자산	146	146	193	193	193
자산총계	3,688	3,529	3,705	3,809	3,909
유동부채	1,056	863	1,170	1,151	1,151
단기금융부채	663	424	732	732	732
매입채무 및 기타채무	306	365	343	324	324
단기충당부채	0	1	1	1	1
비유동부채	1,076	1,142	967	967	967
장기금융부채	880	925	777	777	777
장기매입채무 및 기타채무	20	22	10	10	10
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,132	2,005	2,137	2,118	2,118
지배주주지분	1,444	1,406	1,446	1,568	1,669
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	1,226	1,349	1,449
비지배주주지분	112	118	123	123	123
자본총계	1,556	1,524	1,568	1,691	1,791
부채외자본총계	3,688	3,529	3,705	3,809	3,909

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	108	249	157	349	301
당기순이익(손실)	246	29	142	149	127
비현금성항목등	134	252	148	173	173
유형자산감가상각비	143	125	115	115	115
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	8	(128)	(33)	(57)	(57)
운전자본감소(증가)	(177)	75	(98)	27	1
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(72)	15	(62)	23	0
재고자산감소(증가)	42	30	(88)	18	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(53)	41	(11)	(14)	(0)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	124	71	42	41	41
투자활동현금흐름	(96)	(4)	(178)	(120)	(118)
금융자산감소(증가)	(5)	8	12	0	0
유형자산감소(증가)	(63)	(77)	(119)	(120)	(118)
무형자산감소(증가)	(5)	(5)	(7)	0	0
기타	(23)	70	(64)	0	0
재무활동현금흐름	(26)	(182)	42	(27)	(27)
단기금융부채증가(감소)	(281)	(397)	(47)	0	0
장기금융부채증가(감소)	272	267	167	0	0
자본의증가(감소)	5	(38)	(18)	0	0
배당금의 지급	23	30	56	27	27
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(13)	66	(16)	144	99
기초현금	52	39	105	89	233
기말현금	39	105	89	233	332
FCF	275	139	130	165	122

자료 : SKC, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,466	2,359	2,449	2,404	2,356
매출원가	1,973	1,949	2,055	1,989	1,971
매출총이익	493	410	394	415	385
매출총이익률 (%)	20.0	17.4	16.1	17.2	16.3
판매비와관리비	275	261	235	229	225
영업이익	218	149	159	185	160
영업이익률 (%)	8.8	6.3	6.5	7.7	6.8
비영업손익	198	(30)	22	7	4
순금융비용	6	6	8	11	12
외환관련손익	(7)	(6)	(0)	0	0
관계기업투자등 관련손익	(15)	27	65	45	41
세전계속사업이익	416	120	180	192	164
세전계속사업이익률 (%)	16.9	5.1	7.4	8.0	7.0
계속사업법인세	121	58	39	43	37
계속사업이익	295	61	142	149	127
중단사업이익	(49)	(32)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	246	29	142	149	127
순이익률 (%)	10.0	1.2	5.8	6.2	5.4
지배주주	272	43	128	134	115
지배주주귀속 순이익률(%)	11.0	1.8	5.2	5.6	4.9
비지배주주	(27)	(14)	14	15	13
총포괄이익	250	45	123	149	127
지배주주	276	59	110	134	115
비지배주주	(26)	(15)	13	15	13
EBITDA	361	274	274	301	275

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(12.0)	(4.3)	3.8	(1.9)	(2.0)
영업이익	43.0	(31.5)	6.3	16.8	(13.6)
세전계속사업이익	478.2	(71.2)	50.9	6.6	(14.6)
EBITDA	24.7	(24.0)	(0.1)	9.7	(8.4)
EPS(계속사업)	286.9	(84.6)	198.2	5.1	(14.6)
수익성 (%)					
ROE	20.5	3.0	9.0	8.9	7.1
ROA	6.7	0.8	3.9	4.0	3.3
EBITDA마진	14.6	11.6	11.2	12.5	11.7
안정성 (%)					
유동비율	74.5	92.9	79.6	89.5	98.1
부채비율	137.0	131.6	136.3	125.3	118.2
순차입금/자기자본	83.6	73.8	72.5	58.7	49.9
EBITDA/이자비용(배)	0.5	(0.5)	(0.0)	0.2	(0.2)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,397	1,142	3,404	3,577	3,055
BPS	37,779	37,063	36,457	39,722	42,408
CFPS	8,079	5,358	6,347	6,897	6,377
주당 현금배당금	750	761	761	761	761
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.6	28.9	11.9	11.3	13.2
PER(최저)					
PBR(최고)	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0
PBR(최저)					
PCR	4.2	6.2	6.4	5.9	6.3
EV/EBITDA(최고)	7.1	8.6	8.7	4.2	4.6
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	17,522 십억원
주요주주	
SK(주)(외2)	33.41%
국민연금공단	10.07%
외국인지분률	40.90%
배당수익률	3.40%

Stock Data

주가(17/09/25)	189,500 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	196,000 원
52주 최저가	146,500 원
60일 평균 거래대금	50 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.0%	4.9%
6개월	15.9%	5.6%
12개월	19.2%	2.8%

SK 이노베이션 (096770/KS | 매수(유지) | T.P 210,000 원(상향))

3Q17 preview: 허리케인까지 도와주는 정유의 호실적

3Q17 영업이익은 1 조 256 억원으로 추정되어 컨센서스를 +22.1% 상회할 것으로 예상함. 무엇보다 허리케인 Harvey 이후 정제마진과 유가 모두 급반등한 것이 호실적의 가장 큰 요인임. 또한 NCC spread 강세를 통해서도 화학사업부의 이익 강세가 반영될 것임. 다만 정유의 신증설이 예정대로 진행된다면 현재 정제마진에서 추가 상승여력을 찾기 쉽지 않고, 이는 주가의 모멘텀에 있어서도 우려가 될 수 있음을 감안해야 함

3Q17 영업이익 1 조 256 억원(QoQ +143.5% / YoY +147.2%) 추정

9/24 기준 컨센서스 8,399 억원을 +22.1% 상회하는 수치임. 기대 이상의 호실적이 발생한 이유는 허리케인 Harvey의 효과를 역시 꼽을 수 있음. 7~8 월만 하더라도 시장의 큰 변화는 없었지만 Harvey 발생 이후 북미지역 정유설비 가동률 급감이 정제마진의 급반등으로 연결되었고(복합마진 2Q 평균 \$7.4/bbl → 9 월 첫 주 평균 \$10.6/bbl), 마침 Dubai 원유도 상승(2Q 말 \$46.5/bbl → 9/22 기준 \$54.7/bbl)하여 lagging 효과를 극대화 시켰음. 뿐만 아니라 동사는 NCC 역시 보유하고 있기 때문에 화학부분에서 추가적인 이익의 강세 또한 누릴 수 있었음

건설의 오만 두쿰 / 바레인 밥코 수주이슈의 의미

통상적으로 정유업계에 대해서는 증설 이슈가 없는 것으로 회자되고 있음. 그렇지만 GlobalData(2017년 3월 14일 보도)의 조사자료에 의거할 경우, 차후 4년간 세계적으로 약 16%의 정유증설이 예정되어 있음. 연간 원유수요 성장률이 1% 내외임을 감안한다면 적지 않은 수치임. 실제 국내 건설업체에 있어서 이미 수주가 완료된 오만 두쿰 외 연내 바레인 밥코도 수주가 될 것으로 기대되는 등 refinery 수주이슈가 이어지고 있어 차후 물량증대 우려감은 상존하는 것으로 판단함. 물론 단기간의 진입이 아닌 만큼 현재의 양호한 흐름은 이어지겠지만, 추가상승여력이 적다는 것은 감안할 부분임

목표주가 180,000 원 → 210,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

Harvey 효과 이후 이익강세 효과를 반영해 목표주가가도 상향 조정함. 호실적 기조가 이어지는 분위기는 좋지만, 추가 상승여력에 대해서는 고민이 필요한 시점임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	65,860.7	48,356.3	39,520.5	43,313.5	39,229.3	37,134.8
yoy	%	(0.3)	(26.6)	(18.3)	9.6	(9.4)	(5.3)
영업이익	십억원	(182.8)	1,979.6	3,228.3	3,000.7	2,102.2	1,724.4
yoy	%	적전	흑전	63.1	(7.1)	(29.9)	(18.0)
EBITDA	십억원	602.2	2,931.1	4,142.7	3,878.0	2,990.5	2,612.7
세전이익	십억원	(436.7)	1,654.1	2,423.4	3,174.9	1,961.1	1,656.1
순이익(지배주주)	십억원	(588.8)	814.9	1,671.3	2,291.5	1,448.5	1,223.2
영업이익률%	%	(0.3)	4.1	8.2	6.9	5.4	4.6
EBITDA%	%	0.9	6.1	10.5	9.0	7.6	7.0
순이익률	%	(0.7)	3.4	6.1	7.3	5.0	4.5
EPS	원	(6,368)	8,748	18,010	24,783	15,665	13,229
PER	배	(13.4)	14.9	8.1	7.5	11.9	14.1
PBR	배	0.6	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	24.8	4.8	3.1	4.3	5.8	6.7
ROE	%	(3.8)	5.3	10.1	13.0	7.7	6.2
순차입금	십억원	7,014	1,988	(625)	(899)	(2,763)	(4,163)
부채비율	%	118.5	84.0	78.0	68.0	62.7	59.5

3Q17 preview

(단위, %, 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	9,703.0	10,079.1	11,387.1	10,561.1	10,890.0	12.2	3.1	10,702.6	1.8
영업이익	414.9	849.1	1,004.3	421.2	1,025.6	147.2	143.5	839.9	22.1
세전이익	430.8	351.4	1,163.0	433.2	1,036.1	140.5	139.2	839.5	23.4
지배순이익	360.0	144.1	847.0	278.4	765.3	112.6	174.9	598.4	27.9
영업이익률	4.3	8.4	8.8	4.0	9.4	5.1	5.4	7.8	1.6
세전이익률	4.4	3.5	10.2	4.1	9.5	5.1	5.4	7.8	1.7
지배주주순이익률	3.7	1.4	7.4	2.6	7.0	3.3	4.4	5.6	1.4

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
ROE(지배주주지분)	7.0%	ROE(지배주주지분)	10.1%	7.8%	6.5%	5.8%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	7.0%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.00					
3Q18E BPS(지배주주지분)	199,106					
Target Price	199,677					

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	8,748	16,115	14,043	13,172	13,131
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	14,813				
4Q17E EPS	16,115				
4Q18E EPS	14,043				

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	148,132	155,538	162,945	170,351	177,758	185,165	192,571	199,978	207,384	214,791
TP by 3Q17E EPS	161,145	169,202	177,260	185,317	193,374	201,431	209,489	217,546	225,603	233,660
TP by 3Q18E EPS	140,427	147,448	154,470	161,491	168,512	175,534	182,555	189,576	196,598	203,619

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	41,116.7	38,715.6	39,520.5	43,313.5	39,229.3	0.0%	5.3%	1.3%
YoY %	-18.3%	4.0%	-5.8%	-18.3%	9.6%	-9.4%			
영업이익	3,228.3	2,542.8	1,653.5	3,228.3	3,000.7	2,102.2	0.0%	18.0%	27.1%
YoY %	63.1%	-21.2%	-35.0%	63.1%	-7.1%	-29.9%			
EBITDA	4,142.7	3,387.1	2,497.9	4,142.7	3,878.0	2,990.5	0.0%	14.5%	19.7%
YoY %	41.3%	-18.2%	-26.3%	41.3%	-6.4%	-22.9%			
순이익	1,671.3	2,057.7	1,106.6	1,671.3	2,291.5	1,448.5	0.0%	11.4%	30.9%
YoY %	105.1%	23.1%	-46.2%	105.1%	37.1%	-36.8%			

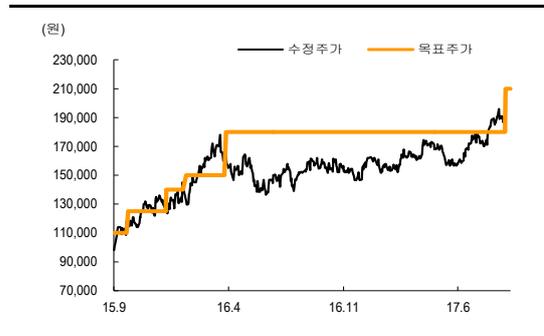
자료: SK 이노베이션 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	9,575.3	9,654.2	9,865.4	9,668.0	10,890.0	10,475.3	10,032.1	9,781.7	13.7%	8.5%	1.7%	1.2%
YoY %	-1.3%	-4.2%	-13.4%	-7.9%	12.2%	3.9%	-11.9%	-7.4%				
QoQ %	-8.8%	0.8%	2.2%	-2.0%	3.1%	-3.8%	-4.2%	-2.5%				
영업이익	480.9	585.8	483.1	367.0	1,025.6	549.7	525.3	503.6	113.3%	-6.2%	8.7%	37.2%
YoY %	15.9%	-31.0%	-51.9%	-22.2%	147.2%	-35.3%	-47.7%	19.6%				
QoQ %	1.9%	21.8%	-17.5%	-24.0%	143.5%	-46.4%	-4.4%	-4.1%				
EBITDA	692.0	796.9	694.2	578.1	1,247.6	771.8	747.4	725.7	80.3%	-3.1%	7.7%	25.5%
YoY %	8.1%	-26.4%	-42.9%	-15.4%	94.9%	-28.8%	-38.5%	12.8%				
QoQ %	1.3%	15.2%	-12.9%	-16.7%	94.0%	-38.1%	-3.2%	-2.9%				
순이익	384.4	469.3	329.1	238.8	765.3	400.7	354.2	343.7	99.1%	-14.6%	7.6%	44.0%
YoY %	6.8%	225.8%	-61.1%	-33.1%	112.6%	178.2%	-58.2%	23.5%				
QoQ %	7.7%	22.1%	-29.9%	-27.5%	174.9%	-47.6%	-11.6%	-3.0%				

자료: SK 이노베이션 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2017.09.26	매수	210,000원	6개월		
2017.07.04	매수	180,000원	6개월	-11.40%	8.89%
2017.02.06	매수	180,000원	6개월	-13.39%	-3.06%
2016.09.27	매수	180,000원	6개월	-15.11%	-8.61%
2016.07.25	매수	180,000원	6개월	-16.65%	-8.61%
2016.06.27	매수	180,000원	6개월	-16.69%	-8.61%
2016.04.25	매수	180,000원	6개월	-14.80%	-8.61%
2016.02.11	매수	150,000원	6개월	4.29%	18.67%
2016.01.05	매수	140,000원	6개월	-5.34%	3.57%
2015.10.25	매수	125,000원	6개월	-0.30%	8.80%
2015.09.30	매수	110,000원	6개월	0.08%	7.27%



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 9월 26 현재 SK 이노베이션(외국) 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	12,842	14,988	15,262	16,289	17,294
현금및현금성자산	3,020	2,644	3,170	5,035	6,434
매출채권및기타채권	3,894	4,272	4,151	3,770	3,590
재고자산	3,560	4,445	4,811	4,400	4,206
비유동자산	18,518	17,594	17,333	17,033	16,702
장기금융자산	340	389	368	368	368
유형자산	13,914	13,603	13,387	13,087	12,756
무형자산	1,663	1,272	1,254	1,254	1,254
자산총계	31,360	32,581	32,595	33,323	33,996
유동부채	7,494	8,737	7,749	7,404	7,242
단기금융부채	2,124	1,808	1,293	1,293	1,293
매입채무 및 기타채무	2,994	4,549	4,030	3,685	3,523
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6,819	5,540	5,443	5,443	5,443
장기금융부채	6,136	4,871	4,659	4,659	4,659
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	53	72	56	56	56
부채총계	14,313	14,276	13,192	12,848	12,685
지배주주지분	15,890	17,103	18,187	19,260	20,096
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	11,972	13,044	13,880
비지배주주지분	1,157	1,202	1,216	1,216	1,216
자본총계	17,046	18,305	19,403	20,475	21,311
부채외자본총계	31,360	32,581	32,595	33,323	33,996

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,086	3,678	2,809	3,420	2,955
당기순이익(손실)	868	1,721	2,376	1,520	1,283
비현금성항목등	2,185	2,354	1,635	1,467	1,467
유형자산감가상각비	952	914	877	888	888
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,233)	(1,440)	(757)	(579)	(579)
운전자본감소(증가)	1,560	268	(788)	433	204
매출채권및기타채권의 감소(증가)	907	(460)	185	346	163
재고자산감소(증가)	1,659	(885)	(366)	411	194
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,662)	1,453	(421)	(324)	(153)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	615	702	691	518	518
투자활동현금흐름	(1,345)	(2,056)	(184)	(588)	(557)
금융자산감소(증가)	(1,488)	(1,415)	487	0	0
유형자산감소(증가)	(349)	(567)	(665)	(588)	(557)
무형자산감소(증가)	(244)	(55)	(42)	0	0
기타	736	(20)	36	0	0
재무활동현금흐름	(2,768)	(2,019)	(1,688)	(447)	(447)
단기금융부채증가(감소)	(2,629)	(368)	4	0	0
장기금융부채증가(감소)	(139)	(1,201)	(638)	0	0
자본의증가(감소)	100	40	0	0	0
배당금의 지급	0	451	1,055	447	447
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	81	(375)	526	1,864	1,399
기초현금	2,939	3,020	2,644	3,170	5,035
기말현금	3,020	2,644	3,170	5,035	6,434
FCF	4,160	2,940	1,263	2,421	1,900

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	48,356	39,521	43,313	39,229	37,135
매출원가	44,197	34,562	38,536	35,451	33,824
매출총이익	4,159	4,959	4,778	3,778	3,311
매출총이익률 (%)	8.6	12.5	11.0	9.6	8.9
판매비와관리비	2,180	1,730	1,777	1,676	1,587
영업이익	1,980	3,228	3,001	2,102	1,724
영업이익률 (%)	4.1	8.2	6.9	5.4	4.6
비영업손익	(325)	(805)	174	(141)	(68)
순금융비용	1,003	486	549	273	366
외환관련손익	(179)	(38)	41	0	0
관계기업투자등 관련손익	257	(124)	198	162	141
세전계속사업이익	1,654	2,423	3,175	1,961	1,656
세전계속사업이익률 (%)	3.4	6.1	7.3	5.0	4.5
계속사업법인세	657	702	788	441	373
계속사업이익	998	1,721	2,387	1,520	1,283
중단사업이익	(130)	0	(12)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	868	1,721	2,376	1,520	1,283
순이익률 (%)	1.8	4.4	5.5	3.9	3.5
지배주주	815	1,671	2,292	1,449	1,223
지배주주귀속 순이익률(%)	1.7	4.2	5.3	3.7	3.3
비지배주주	53	50	84	71	60
총포괄이익	954	1,711	2,271	1,520	1,283
지배주주	898	1,661	2,190	1,449	1,223
비지배주주	56	50	81	71	60
EBITDA	2,931	4,143	3,878	2,990	2,613

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(26.6)	(18.3)	9.6	(9.4)	(5.3)
영업이익	흑전	63.1	(7.1)	(29.9)	(18.0)
세전계속사업이익	흑전	46.5	31.0	(38.2)	(15.6)
EBITDA	386.8	41.3	(6.4)	(22.9)	(12.6)
EPS(계속사업)	흑전	105.6	37.8	(36.8)	(15.6)
수익성 (%)					
ROE	5.3	10.1	13.0	7.7	6.2
ROA	2.6	5.4	7.3	4.6	3.8
EBITDA마진	6.1	10.5	9.0	7.6	7.0
안정성 (%)					
유동비율	171.4	171.6	196.9	220.0	238.8
부채비율	84.0	78.0	68.0	62.7	59.5
순차입금/자기자본	11.7	(3.4)	(4.6)	(13.5)	(19.5)
EBITDA/이자비용(배)	0.3	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,748	17,988	24,783	15,665	13,229
BPS	155,768	173,705	186,910	198,354	207,275
CFPS	22,892	34,227	33,464	26,864	23,740
주당 현금배당금	4,800	6,400	4,800	4,800	4,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.9	8.1	7.5	11.9	14.1
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)					
PCR	5.7	4.3	5.6	6.9	7.9
EV/EBITDA(최고)	4.8	3.1	4.3	5.8	6.7
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	13,510 십억원
주요주주	
Aramco Overseas	
Company,B.V(A.O.C.B.V)	63.45%
(외9)	
국민연금공단	6.06%
외국인지분률	78.00%
배당수익률	4.80%

Stock Data

주가(17/09/25)	120,000 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	127,500 원
52주 최저가	77,500 원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.6%	2.5%
6개월	24.9%	13.8%
12개월	54.2%	33.1%

S-Oil (010950/KS | 매수(유지) | T.P 140,000 원(상향))

3Q17 preview: 허리케인까지 도와주는 정유의 호실적

3Q17 영업이익은 4,987 억원으로 추정되어 컨센서스를 +19.2% 상회할 것으로 예상함. 무엇보다 허리케인 Harvey 이후 정제마진과 유가 모두 급반등한 것이 호실적적 가장 큰 요인임. 다만 정유의 신증설이 예정대로 진행된다면 현재 정제마진에서 추가 상승여력을 찾기 쉽지 않고, 이는 주가의 모멘텀에 있어서도 우려가 될 수 있음을 감안해야 함

3Q17 영업이익 4,987 억원(QoQ +325.3% / YoY +329.2%) 추정

9/24 기준 컨센서스 4,184 억원을 +19.2% 상회하는 수치임. 기대 이상의 호실적이 발생한 이유는 허리케인 Harvey의 효과를 역시 꼽을 수 있음. 7~8월만 하더라도 시황의 큰 변화는 없었지만 Harvey 발생 이후 북미지역 정유설비 가동률 급감이 정제마진의 급반등으로 연결되었고(복합마진 2Q 평균 \$7.4/bbl → 9월 첫 주 평균 \$10.6/bbl), 마침 Dubai 원유도 상승(2Q 말 \$46.5/bbl → 9/22 기준 \$54.7/bbl)하여 lagging 효과를 극대화 시켰음.

건설의 오만 두콩 / 바레인 밥코 수주이슈의 의미

통상적으로 정유업계에 대해서는 증설 이슈가 없는 것으로 회자되고 있음. 그렇지만 GlobalData(2017년 3월 14일 보도)의 조사자료에 의거할 경우, 차후 4년간 세계적으로 약 16%의 정유증설이 예정되어 있음. 연간 원유수요 성장률이 1% 내외임을 감안한다면 적지 않은 수치임. 실제 국내 건설업체에 있어서 이미 수주가 완료된 오만 두콩 외 연내 바레인 밥코도 수주가 될 것으로 기대되는 등 refinery 수주이슈가 이어지고 있어 차후 물량증대 우려감은 상존하는 것으로 판단함. 물론 단기간의 진입이 아닌 만큼 현재의 양호한 흐름은 이어지겠지만, 추가상승여력이 적다는 것은 감안할 부분임

목표주가 100,000 원 → 140,000 원 상향 / 투자 의견 매수 유지

Harvey 효과 이후 이익강세 효과를 반영해 목표주기도 상향 조정함. 호실적 기조가 이어지는 분위기는 좋지만, 추가 상승여력에 대해서는 고민이 필요한 시점임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	28,557.6	17,890.3	16,321.8	19,367.4	17,977.6	17,056.0
yoy	%	(8.3)	(37.4)	(8.8)	18.7	(7.2)	(5.1)
영업이익	십억원	(289.7)	817.6	1,616.9	1,297.7	1,162.7	1,126.4
yoy	%	적전	흑전	97.8	(19.7)	(10.4)	(3.1)
EBITDA	십억원	50.0	1,090.8	1,903.6	1,594.2	1,460.3	1,423.9
세전이익	십억원	(385.5)	812.7	1,575.1	1,341.5	1,157.2	1,138.2
순이익(지배주주)	십억원	(287.8)	631.3	1,205.4	1,050.0	908.4	893.5
영업이익률%	%	(1.0)	4.6	9.9	6.7	6.5	6.6
EBITDA%	%	0.2	6.1	11.7	8.2	8.1	8.3
순이익률	%	(1.0)	3.5	7.4	5.4	5.1	5.2
EPS	원	(2,563)	5,525	10,624	9,244	7,986	7,853
PER	배	(18.9)	14.4	8.0	13.0	15.0	15.3
PBR	배	1.2	1.7	1.5	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	배	161.3	9.2	5.2	11.4	9.5	9.8
ROE	%	(5.6)	12.3	20.5	16.9	14.8	14.1
순차입금	십억원	2,488	903	162	4,324	4,403	4,485
부채비율	%	108.9	100.3	118.4	125.3	120.0	115.8

3Q17 preview

(단위, %, 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,137.9	4,557.1	5,200.2	4,665.0	4,922.4	19.0	5.5	4,786.3	2.8
영업이익	116.2	368.0	333.5	117.3	498.7	329.2	325.3	418.4	19.2
세전이익	227.1	192.2	519.9	71.1	462.8	103.8	550.9	441.8	4.8
지배순이익	171.8	156.7	393.9	66.9	363.3	111.4	442.9	323.4	12.3
영업이익률	2.8	8.1	6.4	2.5	10.1	7.3	7.6	8.7	1.4
세전이익률	5.5	4.2	10.0	1.5	9.4	3.9	7.9	9.2	0.2
지배주주순이익률	4.2	3.4	7.6	1.4	7.4	3.2	5.9	6.8	0.6

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
ROE(지배주주지분)	13.7%	ROE(지배주주지분)	20.5%	14.3%	13.3%	12.8%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	13.7%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	2.34					
3Q18E BPS(지배주주지분)	59,202					
Target Price	138,245					

자료: S-OIL, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	5,525	8,451	8,059	7,946	8,235
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	8,250				
4Q17E EPS	8,451				
4Q18E EPS	8,059				

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	99,001	103,126	107,251	111,376	115,501	119,626	123,751	127,876	132,001	136,126
TP by 3Q17E EPS	101,416	105,642	109,867	114,093	118,319	122,544	126,770	130,996	135,221	139,447
TP by 3Q18E EPS	96,704	100,733	104,763	108,792	112,821	116,851	120,880	124,909	128,939	132,968

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	18,409.8	17,705.3	16,321.8	19,367.4	17,977.6	0.0%	5.2%	1.5%
YoY %	-8.8%	12.8%	-3.8%	-8.8%	18.7%	-7.2%			
영업이익	1,616.9	1,119.9	1,001.2	1,616.9	1,297.7	1,162.7	0.0%	15.9%	16.1%
YoY %	97.8%	-30.7%	-10.6%	97.8%	-19.7%	-10.4%			
EBITDA	1,903.6	1,412.8	1,294.1	1,903.6	1,594.2	1,460.3	0.0%	12.8%	12.8%
YoY %	74.5%	-25.8%	-8.4%	74.5%	-16.3%	-8.4%			
순이익	1,205.4	847.6	739.5	1,205.4	1,050.0	908.4	0.0%	23.9%	22.8%
YoY %	90.9%	-29.7%	-12.8%	90.9%	-12.9%	-13.5%			

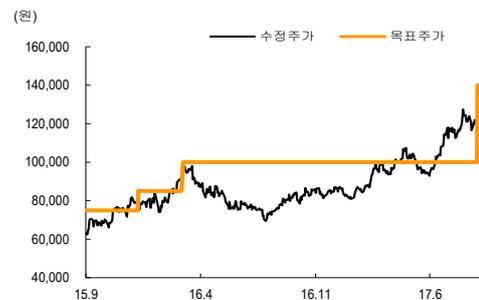
자료: S-OIL, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	4,227.8	4,270.6	4,492.3	4,449.7	4,922.4	4,579.8	4,562.4	4,517.4	16.4%	7.2%	1.6%	1.5%
YoY %	2.2%	-6.3%	-13.6%	-5.6%	19.0%	0.5%	-12.3%	-3.2%				
QoQ %	-10.3%	1.0%	5.2%	-0.9%	5.5%	-7.0%	-0.4%	-1.0%				
영업이익	234.8	326.3	268.3	238.8	498.7	348.3	267.8	288.9	112.4%	6.8%	-0.2%	21.0%
YoY %	102.0%	-11.3%	-19.5%	5.9%	329.2%	-5.3%	-19.7%	146.4%				
QoQ %	4.1%	39.0%	-17.8%	-11.0%	325.3%	-30.1%	-23.1%	7.9%				
EBITDA	308.0	399.5	341.5	312.0	573.1	422.7	342.2	363.3	86.1%	5.8%	0.2%	16.4%
YoY %	63.7%	-8.2%	-16.0%	4.5%	204.6%	-2.8%	-15.9%	89.6%				
QoQ %	3.1%	29.7%	-14.5%	-8.6%	199.0%	-26.2%	-19.1%	6.2%				
순이익	145.0	183.9	195.3	186.1	363.3	225.8	200.6	234.1	150.6%	22.8%	2.7%	25.8%
YoY %	-15.6%	17.4%	-50.4%	49.1%	111.4%	44.1%	-49.1%	249.7%				
QoQ %	16.2%	26.8%	6.2%	-4.7%	442.9%	-37.8%	-11.2%	16.7%				

자료: S-OIL, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2017.09.26	매수	140,000원	6개월		
2017.07.04	매수	100,000원	6개월	-9.25%	27.50%
2017.04.10	매수	100,000원	6개월	-13.70%	7.50%
2017.02.03	매수	100,000원	6개월	-16.41%	0.50%
2017.01.09	매수	100,000원	6개월	-17.86%	-1.90%
2016.09.27	매수	100,000원	6개월	-18.04%	-1.90%
2016.06.27	매수	100,000원	6개월	-18.76%	-1.90%
2016.04.22	매수	100,000원	6개월	-13.05%	-1.90%
2016.03.27	매수	100,000원	6개월	-5.61%	-1.90%
2016.02.01	매수	85,000원	6개월	-4.12%	7.41%
2016.01.05	매수	85,000원	6개월	-7.69%	-4.59%
2015.10.25	매수	75,000원	6개월	-4.01%	9.07%
2015.09.30	매수	75,000원	6개월	-9.70%	-5.87%



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 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	5,690	7,974	6,808	6,567	6,372
현금및현금성자산	201	767	415	336	254
매출채권및기타채권	1,266	1,309	1,145	1,091	1,053
재고자산	1,599	2,423	2,270	2,163	2,089
비유동자산	5,106	5,985	6,837	7,168	7,468
장기금융자산	99	118	60	60	60
유형자산	4,731	5,711	6,588	6,920	7,219
무형자산	47	54	51	51	51
자산총계	10,796	13,959	13,645	13,735	13,840
유동부채	3,222	4,833	4,431	4,335	4,268
단기금융부채	1,599	2,197	2,133	2,133	2,133
매입채무 및 기타채무	1,494	2,152	2,037	1,941	1,873
단기충당부채	5	2	12	12	12
비유동부채	2,183	2,735	3,157	3,157	3,157
장기금융부채	2,007	2,564	2,956	2,956	2,956
장기매입채무 및 기타채무	0	0	29	29	29
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,406	7,567	7,589	7,493	7,425
지배주주지분	5,390	6,392	6,056	6,243	6,414
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	4,410	4,596	4,768
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,390	6,392	6,056	6,243	6,414
부채외자본총계	10,796	13,959	13,645	13,735	13,840

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,476	1,722	1,256	1,324	1,289
당기순이익(손실)	631	1,205	1,050	908	893
비현금성항목등	483	694	462	350	350
유형자산감가상각비	273	287	296	298	298
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(210)	(408)	(166)	(53)	(53)
운전자본감소(증가)	1,472	(188)	101	65	46
매출채권및기타채권의 감소(증가)	493	(123)	13	54	38
재고자산감소(증가)	817	(825)	153	107	75
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(251)	551	896	(96)	(67)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	181	370	139	17	17
투자활동현금흐름	(2,802)	(1,967)	(576)	(629)	(597)
금융자산감소(증가)	(2,052)	(936)	471	0	0
유형자산감소(증가)	(651)	(1,056)	(1,026)	(629)	(597)
무형자산감소(증가)	(3)	(7)	(1)	0	0
기타	(96)	32	(20)	0	0
재무활동현금흐름	(184)	811	(1,006)	(722)	(722)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(56)	1,021	380	0	0
자본의증가(감소)	3	7	0	0	0
배당금의 지급	128	210	1,386	722	722
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(510)	566	(352)	(79)	(82)
기초현금	712	201	767	415	336
기말현금	201	767	415	336	254
FCF	1,842	1,065	246	647	631

자료 : S-에, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,890	16,322	19,367	17,978	17,056
매출원가	16,439	14,021	17,384	16,155	15,304
매출총이익	1,451	2,301	1,983	1,822	1,752
매출총이익률 (%)	8.1	14.1	10.2	10.1	10.3
판매비와관리비	634	684	685	660	626
영업이익	818	1,617	1,298	1,163	1,126
영업이익률 (%)	4.6	9.9	6.7	6.5	6.6
비영업손익	(5)	(42)	44	(6)	12
순금융비용	165	154	244	322	339
외환관련손익	(129)	(67)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	10	7	9	9	9
세전계속사업이익	813	1,575	1,342	1,157	1,138
세전계속사업이익률 (%)	4.5	9.7	6.9	6.4	6.7
계속사업법인세	181	370	292	249	245
계속사업이익	631	1,205	1,050	908	893
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	631	1,205	1,050	908	893
순이익률 (%)	3.5	7.4	5.4	5.1	5.2
지배주주	631	1,205	1,050	908	893
지배주주귀속 순이익률(%)	3.5	7.4	5.4	5.1	5.2
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	609	1,211	1,050	908	893
지배주주	609	1,211	1,050	908	893
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,091	1,904	1,594	1,460	1,424

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(37.4)	(8.8)	18.7	(7.2)	(5.1)
영업이익	흑전	97.8	(19.7)	(10.4)	(3.1)
세전계속사업이익	흑전	93.8	(14.8)	(13.7)	(1.6)
EBITDA	2,081.6	74.5	(16.3)	(8.4)	(2.5)
EPS(계속사업)	흑전	89.9	(11.9)	(13.6)	(1.7)
수익성 (%)					
ROE	12.3	20.5	16.9	14.8	14.1
ROA	6.0	9.7	7.6	6.6	6.5
EBITDA마진	6.1	11.7	8.2	8.1	8.3
안정성 (%)					
유동비율	176.6	165.0	153.6	151.5	149.3
부채비율	100.3	118.4	125.3	120.0	115.8
순차입금/자기자본	16.8	2.5	71.4	70.5	69.9
EBITDA/이자비용(배)	18.8	0.4	(0.1)	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,525	10,494	9,244	7,986	7,853
BPS	47,089	55,582	52,979	54,578	56,050
CFPS	7,790	13,071	11,357	10,380	10,135
주당 현금배당금	2,400	6,200	2,400	2,400	2,400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.4	8.1	13.0	15.0	15.3
PER(최저)					
PBR(최고)	1.7	1.5	2.3	2.2	2.1
PBR(최저)					
PCR	10.2	6.5	10.6	11.6	11.8
EV/EBITDA(최고)	9.2	5.2	11.4	9.5	9.8
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	5,947 십억원
주요주주	
허창수(외48)	46.70%
국민연금공단	10.43%
외국인지분률	20.60%
배당수익률	2.50%

Stock Data

주가(17/09/25)	64,000 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	0.49
52주 최고가	76,700 원
52주 최저가	50,900 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.0%	-6.1%
6개월	12.5%	2.5%
12개월	21.4%	4.8%

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

3Q17 preview: 동종업계 내 저평가는 분명

3Q17 영업이익은 5,584 억원으로 추정되어 컨센서스를 +15.6% 상회할 것으로 예상함. 무엇보다 허리케인 Harvey 이후 정제마진과 유가 모두 급반등하며 칼텍스의 실적을 끌어올린 것이 호실적의 가장 큰 요인임. 장기적인 관점에서 정유의 추가적인 증익이 어려운 만큼 추가측면에서 부담이 느껴지는 것도 사실이지만, 최근 잇따른 설비사고로 동종업계 대비 주가가 크게 하락했다는 것은 오히려 상대적 매력을 부각시킬 수도 있음

3Q17 영업이익 5,584 억원(QoQ +325.3% / YoY +329.2%) 추정

9/24 기준 컨센서스 4,832 억원을 +15.6% 상회하는 수치임. 기대 이상의 호실적이 발생한 이유는 칼텍스의 호조 때문인데, 허리케인 Harvey의 효과가 결정적이었음. 7~8월만 하더라도 시황의 큰 변화는 없었지만 Harvey 발생 이후 북미지역 정유설비 가동률 급감이 정제마진의 급반등으로 연결되었고(복합마진 2Q 평균 \$7.4/bbl → 9월 첫 주 평균 \$10.6/bbl), 마침 Dubai 원유도 상승(2Q 말 \$46.5/bbl → 9/22 기준 \$54.7/bbl)하여 lagging 효과를 극대화 시켰음. 리테일 또한 성수기를 맞아 실적증진이 기대됨

건설의 오만 두쿰 / 바레인 밥코 수주이슈의 의미

통상적으로 정유업계에 대해서는 증설 이슈가 없는 것으로 회자되고 있음. 그렇지만 GlobalData(2017년 3월 14일 보도)의 조사자료에 의거할 경우, 차후 4년간 세계적으로 약 16%의 정유증설이 예정되어 있음. 연간 원유수요 성장률이 1% 내외임을 감안한다면 적지 않은 수치임. 실제 국내 건설업체에 있어서 이미 수주가 완료된 오만 두쿰 외 연내 바레인 밥코도 수주가 될 것으로 기대되는 등 refinery 수주이슈가 이어지고 있어 차후 물량증대 우려감은 상존하는 것으로 판단함. 물론 단기간의 진입이 아닌 만큼 현재의 양호한 흐름은 이어지겠지만, 추가상승여력이 적다는 것은 감안할 부분임

목표주가 80,000 원 / 투자의견 매수 유지

Harvey 효과 이후 이익강세 효과로 호실적 기조가 이어지는 분위기는 좋지만, 추가 상승여력에 대해서는 고민이 필요한 시점임. 다만 동사의 주가는 최근 잇따른 설비사고 이후 동종업계 대비 크게 하락해 있어 상대적 매력도는 부각될 수 있음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	10,866.1	12,179.5	13,462.4	15,854.1	16,381.8	17,714.2
yoy	%	13.4	12.1	10.5	17.8	3.3	8.1
영업이익	십억원	(34.3)	1,604.3	1,754.2	2,014.2	1,643.5	1,776.8
yoy	%	적전	흑전	9.3	14.8	(18.4)	8.1
EBITDA	십억원	(34.3)	1,604.3	1,754.2	2,014.2	1,643.5	1,776.8
세전이익	십억원	(257.5)	1,309.1	1,629.1	1,855.2	1,420.8	1,544.6
순이익(지배주주)	십억원	(346.9)	492.2	805.7	979.1	724.6	919.0
영업이익률%	%	(0.3)	13.2	13.0	12.7	10.0	10.0
EBITDA%	%	(0.3)	13.2	13.0	12.7	10.0	10.0
순이익률	%	(3.2)	4.0	6.0	6.2	4.4	5.2
EPS	원	(3,758)	5,268	8,640	10,537	7,799	9,891
PER	배	(10.6)	9.6	6.3	6.1	8.3	6.5
PBR	배	0.8	1.0	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	(236.9)	7.7	6.7	6.4	3.7	3.4
ROE	%	(5.6)	8.1	12.1	13.2	8.9	10.2
순차입금	십억원	4,365	7,511	6,615	6,759	7,274	7,535
부채비율	%	108.8	134.9	128.0	121.6	114.3	106.1

3Q17 preview

(단위, %, 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,363.1	3,707.1	3,918.1	3,855.6	4,130.0	22.8	7.1	4,072.1	1.4
영업이익	412.8	511.4	645.6	391.9	558.4	35.3	42.5	483.2	15.6
세전이익	370.5	507.7	639.4	345.6	505.9	36.5	46.4	459.4	10.1
지배순이익	159.0	234.0	401.1	134.2	258.0	62.2	92.3	226.6	13.8
영업이익률	12.3	13.8	16.5	10.2	13.5	1.2	3.4	11.9	1.7
세전이익률	11.0	13.7	16.3	9.0	12.2	1.2	3.3	11.3	1.0
지배주주순이익률	4.7	6.3	10.2	3.5	6.2	1.5	2.8	5.6	0.7

자료: SK 증권 Fnguide

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법적용 투자주식)					
비상장사					
칼텍스	5,919.1			50.0%	Target P/B = 0.79x
스푸츠	8.2	8.2		100.0%	2Q17말 장부가반영
EPS	482.1	688.8		70.0%	2Q17말 장부가반영
E&R	174.7	271.3		64.4%	2Q17말 장부가반영
파워	472.3	944.5		50.0%	2Q17말 장부가반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,267.0	1,267.0		100.0%	2Q17말 장부가반영
상장사					
리테일	1,427.7		2,714.3	65.8%	9/22 MV 대비 할인률 20% 적용
홈쇼핑	325.9		1,357.8	30.0%	9/22 MV 대비 할인률 20% 적용
글로벌	111.1		248.4	55.9%	9/22 MV 대비 할인률 20% 적용
임대수익	3,697.4				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	1,128.6				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	15,014.0				
Non-Operating Value 802.6					
현금 및 현금성자산	799.0				
단기금융자산	3.6				
Debt 8,288.7					
Firm Value 7,527.9					
우선주사가총액	73.7				
Equity Value 7,454.2					
기말발행주식수(보통, 천주)	92,915				
Target Price 80,226					

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	16,066.6	17,126.2	13,462.4	15,854.1	16,381.8	0.0%	-1.3%	-4.3%
YoY %	10.5%	19.3%	6.6%	10.5%	17.8%	3.3%			
영업이익	1,754.2	1,823.5	1,526.2	1,754.2	2,014.2	1,643.5	0.0%	10.5%	7.7%
YoY %	9.3%	4.0%	-16.3%	9.3%	14.8%	-18.4%			
EBITDA	1,754.2	1,823.5	1,526.2	1,754.2	2,014.2	1,643.5	0.0%	10.5%	7.7%
YoY %	9.3%	4.0%	-16.3%	9.3%	14.8%	-18.4%			
순이익	805.7	1,117.6	895.1	805.7	979.1	724.6	0.0%	-12.4%	-19.0%
YoY %	63.7%	38.7%	-19.9%	63.7%	21.5%	-26.0%			

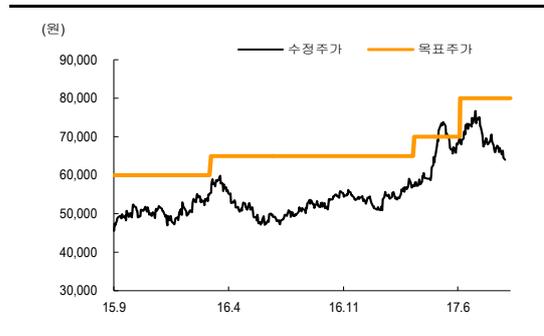
자료: GS, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	4,133.2	4,091.8	3,943.4	4,224.0	4,130.0	3,950.4	3,823.9	4,080.9	-0.1%	-3.5%	-3.0%	-3.4%
YoY %	22.9%	10.4%	0.6%	7.7%	22.8%	6.6%	-2.4%	5.8%				
QoQ %	5.3%	-1.0%	-3.6%	7.1%	7.1%	-4.4%	-3.2%	6.7%				
영업이익	387.1	385.1	368.7	380.7	558.4	418.3	388.4	410.2	44.2%	8.6%	5.4%	7.7%
YoY %	-6.2%	-24.7%	-42.9%	-6.2%	35.3%	-18.2%	-39.8%	4.7%				
QoQ %	-4.6%	-0.5%	-4.3%	3.3%	42.5%	-25.1%	-7.1%	5.6%				
EBITDA	387.1	385.1	368.7	380.7	558.4	418.3	388.4	410.2	44.2%	8.6%	5.4%	7.7%
YoY %	-6.2%	-24.7%	-42.9%	-6.2%	35.3%	-18.2%	-39.8%	4.7%				
QoQ %	-4.6%	-0.5%	-4.3%	3.3%	42.5%	-25.1%	-7.1%	5.6%				
순이익	236.1	230.9	218.6	224.8	258.0	185.8	170.3	181.1	9.3%	-19.5%	-22.1%	-19.4%
YoY %	48.5%	-1.3%	-45.5%	-9.9%	62.2%	-20.6%	-57.5%	35.0%				
QoQ %	-5.3%	-2.2%	-5.3%	2.9%	92.3%	-28.0%	-8.3%	6.3%				

자료: GS, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2017.09.26	매수	80,000원	6개월		
2017.07.04	매수	80,000원	6개월	-12.41%	-4.13%
2017.04.10	매수	70,000원	6개월	-7.12%	5.43%
2017.01.09	매수	65,000원	6개월	-18.66%	-7.85%
2016.09.27	매수	65,000원	6개월	-19.41%	-7.85%
2016.06.27	매수	65,000원	6개월	-20.67%	-7.85%
2016.03.27	매수	65,000원	6개월	-17.24%	-7.85%
2016.02.11	매수	60,000원	6개월	-15.64%	-8.00%
2016.01.05	매수	60,000원	6개월	-16.98%	-11.67%
2015.09.30	매수	60,000원	6개월	-16.53%	-12.67%



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 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	1,946	2,473	3,361	2,954	2,857
현금및현금성자산	507	504	1,530	1,015	754
매출채권및기타채권	826	1,160	1,299	1,375	1,492
재고자산	283	335	387	409	444
비유동자산	17,077	17,868	18,145	19,342	20,502
장기금융자산	295	291	170	170	170
유형자산	6,944	7,866	8,578	9,397	10,106
무형자산	1,935	1,890	1,848	1,848	1,848
자산총계	19,023	20,341	21,507	22,295	23,359
유동부채	2,362	3,771	3,478	3,566	3,700
단기금융부채	1,067	1,980	1,740	1,740	1,740
매입채무 및 기타채무	975	1,183	1,488	1,575	1,709
단기충당부채	19	5	7	7	7
비유동부채	8,563	7,650	8,325	8,325	8,325
장기금융부채	7,377	6,574	7,169	7,169	7,169
장기매입채무 및 기타채무	28	0	288	288	288
장기충당부채	98	126	122	122	122
부채총계	10,925	11,421	11,803	11,891	12,025
지배주주지분	6,321	6,964	7,817	8,518	9,448
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,280	1,270	1,188	1,188	1,188
기타자본구성요소	(3,074)	(3,107)	(2,943)	(2,943)	(2,943)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	7,693	8,348	9,098	9,799	10,729
비지배주주지분	1,777	1,956	1,886	1,886	1,886
자본총계	8,098	8,920	9,703	10,404	11,334
부채외자본총계	19,023	20,341	21,507	22,295	23,359

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	653	852	1,677	1,565	1,788
당기순이익(손실)	509	923	1,121	852	1,081
비현금성항목등	1,004	597	708	725	725
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,004)	(597)	(708)	(725)	(725)
운전자본감소(증가)	(76)	(113)	49	(12)	(18)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	10	(280)	(280)	(76)	(117)
재고자산감소(증가)	39	(53)	(51)	(23)	(35)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(155)	151	660	88	134
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	720	662	748	725	725
투자활동현금흐름	(2,944)	(524)	(1,033)	(819)	(709)
금융자산감소(증가)	492	(199)	42	0	0
유형자산감소(증가)	(1,755)	(894)	(968)	(819)	(709)
무형자산감소(증가)	(795)	(42)	(27)	0	0
기타	(886)	611	(80)	0	0
재무활동현금흐름	2,204	(336)	(24)	(152)	(152)
단기금융부채증가(감소)	0	(6)	584	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,224	(180)	0	0	0
자본의증가(감소)	21	29	(202)	0	0
배당금의 지급	138	172	339	152	152
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(73)	(3)	1,026	(515)	(261)
기초현금	580	507	504	1,530	1,015
기말현금	507	504	1,530	1,015	754
FCF	(1,109)	1,163	(549)	147	505

자료 : GS, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	12,180	13,462	15,854	16,382	17,714
매출원가	9,299	10,273	12,165	12,967	14,022
매출총이익	2,880	3,189	3,689	3,415	3,692
매출총이익률 (%)	23.7	23.7	23.3	20.8	20.8
판매비와관리비	1,276	1,435	1,675	1,771	1,915
영업이익	1,604	1,754	2,014	1,644	1,777
영업이익률 (%)	13.2	13.0	12.7	10.0	10.0
비영업손익	(295)	(125)	(159)	(223)	(232)
순금융비용	93	79	47	33	24
외환관련손익	(18)	4	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(0)	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,309	1,629	1,855	1,421	1,545
세전계속사업이익률 (%)	10.7	12.1	11.7	8.7	8.7
계속사업법인세	720	663	734	568	463
계속사업이익	589	966	1,121	852	1,081
중단사업이익	(80)	(43)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	509	923	1,121	852	1,081
순이익률 (%)	4.2	6.9	7.1	5.2	6.1
지배주주	492	806	979	725	919
지배주주귀속 순이익률(%)	4.0	6.0	6.2	4.4	5.2
비지배주주	17	118	142	128	162
총포괄이익	565	941	1,040	852	1,081
지배주주	549	828	899	725	919
비지배주주	16	113	140	128	162
EBITDA	1,604	1,754	2,014	1,644	1,777

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	12.1	10.5	17.8	3.3	8.1
영업이익	흑전	9.3	14.8	(18.4)	8.1
세전계속사업이익	흑전	24.4	13.9	(23.4)	8.7
EBITDA	흑전	9.3	14.8	(18.4)	8.1
EPS(계속사업)	흑전	64.0	22.0	(26.0)	26.8
수익성 (%)					
ROE	8.1	12.1	13.2	8.9	10.2
ROA	3.0	4.7	5.4	3.9	4.7
EBITDA마진	13.2	13.0	12.7	10.0	10.0
안정성 (%)					
유동비율	82.4	65.6	96.6	82.8	77.2
부채비율	134.9	128.0	121.6	114.3	106.1
순차입금/자기자본	92.8	74.2	69.7	69.9	66.5
EBITDA/이자비용(배)	#VALUE!	0.0	0.1	(0.1)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,268	8,640	10,537	7,799	9,891
BPS	51,043	57,738	67,676	75,077	84,894
CFPS	7,621	10,987	12,794	10,413	13,134
주당 현금배당금	1,500	1,600	1,600	1,600	1,600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.6	6.3	6.1	8.3	6.5
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.9	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)					
PCR	6.7	4.9	5.0	6.2	4.9
EV/EBITDA(최고)	7.7	6.7	6.4	3.7	3.4
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	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 약재로 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/kg 까지 지속적으로 하락하였음. 하지만 영업 외에서 PDH의 호조는 이어졌기 때문에 전체적인 순이익 하락폭은 상쇄해줄 것으로 판단함

LPG 의 시황회복 여부가 주가의 최대 관건

최근까지 화학시황의 강세에 따른 PDH 효과가 영업에서 물량증대, 영업 외에서 수익 기여를 확실하게 보여주며 주가의 driver 로서 작용하기도 했지만, 역시 동사에게 있어서 가장 중요한 것은 본업인 LPG 시황의 회복 여부임. 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 기초적인 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 / 투자의견 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%			

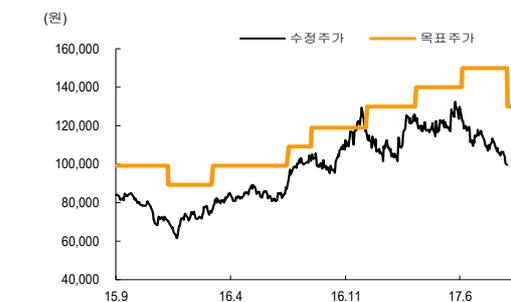
자료: SK 가스 SK 증권

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	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 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 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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 9월 26 현재 SK 가스(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 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
무형자산상각비	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)					

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	2,363 십억원
주요주주	
(주)포스코(외4)	63.24%
외국인지분률	13.00%
배당수익률	2.60%

Stock Data

주가(17/09/25)	19,150 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	1.40
52주 최고가	29,050 원
52주 최저가	19,150 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.6%	-11.6%
6개월	-16.2%	-23.6%
12개월	-16.2%	-27.7%

포스코대우 (047050/KS | 매수(유지) | T.P 25,000 원(하향))

3Q17 preview: 중국 가스파이프 사고의 여파

3Q17 영업이익은 835 억원으로 추정되어 컨센서스를 -8.2% 하회할 것으로 예상함. 지난 7월 발생했던 중국 가스파이프 사고 이후 단기적인 물량 감소가 불가피한 상황임. 다만 무역 사업부의 호실적은 이어지면서 감익의 폭을 상쇄할 것임. 중장기적으로 본다면 동사의 주가에 있어서 핵심요인은 역시 유가임. 다만 장기 저유가라는 큰 틀은 변화가 없기에, 최근 단기주가급락 이후 반등은 충분히 가능하겠지만 추가상승 여부는 불확실함

3Q17 영업이익 835 억원(QoQ -13.8% / YoY +25.9%) 추정

9/24 기준 컨센서스 910 억원을 -8.2% 하회하는 수치임. 지난 7월 초 중국에서 발생한 가스파이프 폭발사고로 인해 금번 분기 내에서 물량차질은 불가피한 것으로 판단함. 다만 무역 사업부의 실적은 지속적인 상품가격의 반등세와 동반하여 안정적인 흐름이 이어질 것으로 판단하기 때문에 감익 영향은 일정 수준 상쇄될 것으로 기대됨

유가에 대한 우려는 지속

중장기적으로 본다면 동사의 주가에 있어서 가장 중요한 요인은 역시 유가임. 금번 중국 가스파이프 사고 직후 나타난 동사의 주가 급락 상황을 본다고 하더라도 이는 짐작이 가능함. 다만 지난 고유가 시대에서 메이저 E&P 업체의 과도한 capex 이후 원유/가스 물량이 지속적으로 출회되고 있는 상황인 만큼, 장기 저유가에 대한 SK 증권 리서치센터의 의견은 변화 없음

목표주가 27,000 원 → 25,000 원 하향 / 투자 의견 매수 유지

단기실적 하락과 유가에 대한 risk 를 감안하여 목표주가 소폭 하향 조정함. 최근 주가 급락은 일시적인 사고 이후 과도한 측면이 있기 때문에, 현 주가에서 반등여력은 충분히 있는 것으로 판단함. 다만 결국 유가에 대한 가치를 크게 부여하기 어렵다는 fundamental 에 기반할 때, 주가의 추가상승여력은 제한적일 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	20,407.8	17,526.9	16,492.1	21,155.9	19,874.3	19,826.8
yoy	%	19.3	(14.1)	(5.9)	28.3	(6.1)	(0.2)
영업이익	십억원	376.1	368.8	318.1	370.7	314.7	298.5
yoy	%	136.7	(1.9)	(13.7)	16.5	(15.1)	(5.2)
EBITDA	십억원	488.8	540.2	484.5	568.4	507.0	490.8
세전이익	십억원	287.2	133.5	174.6	275.1	323.7	280.4
순이익(지배주주)	십억원	184.5	128.9	111.3	203.3	250.9	217.3
영업이익률%	%	1.8	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
EBITDA%	%	2.4	3.1	2.9	2.7	2.6	2.5
순이익률	%	1.4	0.8	1.1	1.3	1.6	1.4
EPS	원	1,620	1,132	977	1,785	2,203	1,908
PER	배	19.4	14.4	27.6	11.0	8.9	10.2
PBR	배	1.6	0.8	1.3	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	16.5	9.9	12.7	9.4	4.8	4.9
ROE	%	8.0	5.3	4.5	7.7	8.7	7.1
순차입금	십억원	4,471	3,474	3,064	2,947	2,645	2,378
부채비율	%	293.3	232.2	231.1	238.1	223.2	212.4

3Q17 preview

(단위, %, 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,836.5	4,929.4	5,224.5	6,120.8	4,883.0	27.3	(20.2)	4,898.9	(0.3)
영업이익	66.4	71.9	110.3	96.9	83.5	25.9	(13.8)	91.0	(8.2)
세전이익	29.1	(13.2)	129.8	28.6	60.6	107.9	112.0	76.9	(21.2)
지배순이익	30.0	(38.6)	91.8	21.1	46.9	56.4	122.7	55.6	(15.6)
영업이익률	1.7	1.5	2.1	1.6	1.7	(0.0)	0.1	1.9	(0.1)
세전이익률	0.8	(0.3)	2.5	0.5	1.2	0.5	0.8	1.6	(0.3)
지배주주순이익률	0.8	(0.8)	1.8	0.3	1.0	0.2	0.6	1.1	(0.2)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E	
ROE(지배주주지분)	7.4%	ROE(지배주주지분)	4.5%	7.7%	7.4%	6.5%	7.0%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	7.4%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.09						
3Q18E BPS(지배주주지분)	22,737						
Target Price	24,761						

자료: 포스코대우, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	1,132	1,833	1,852	1,707	1,940
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	1,822				
4Q17E EPS	1,833				
4Q18E EPS	1,852				

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	16,400	18,222	20,044	21,866	23,688	25,510	27,333	29,155	30,977	32,799
TP by 3Q17E EPS	16,497	18,330	20,163	21,996	23,829	25,662	27,495	29,328	31,161	32,994
TP by 3Q18E EPS	16,664	18,516	20,367	22,219	24,071	25,922	27,774	29,625	31,477	33,328

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	20,084.2	19,874.3	16,492.1	21,155.9	19,874.3	0.0%	5.3%	0.0%
YoY %	-5.9%	21.8%	-1.0%	-5.9%	28.3%	-6.1%			
영업이익	318.1	353.9	326.2	318.1	370.7	314.7	0.0%	4.8%	-3.5%
YoY %	-13.7%	11.2%	-7.8%	-13.7%	16.5%	-15.1%			
EBITDA	484.5	567.6	539.9	484.5	568.4	507.0	0.0%	0.1%	-6.1%
YoY %	-10.3%	17.1%	-4.9%	-10.3%	17.3%	-10.8%			
순이익	111.3	327.8	244.6	111.3	203.3	250.9	0.0%	-38.0%	2.6%
YoY %	-13.7%	194.6%	-25.4%	-13.7%	82.7%	23.4%			

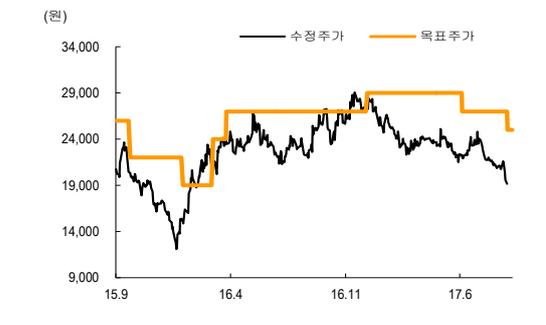
자료: 포스코대우, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	4,879.0	4,927.6	4,977.3	4,960.7	4,883.0	4,927.6	4,977.3	4,960.7	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	27.2%	0.0%	-4.7%	-1.8%	27.3%	0.0%	-4.7%	-19.0%				
QoQ %	-3.4%	1.0%	1.0%	-0.3%	-20.2%	0.9%	1.0%	-0.3%				
영업이익	84.2	82.9	82.3	82.1	83.5	80.0	79.4	79.2	-0.8%	-3.5%	-3.5%	-3.5%
YoY %	27.0%	15.3%	-25.4%	7.4%	25.9%	11.3%	-28.0%	-18.2%				
QoQ %	10.2%	-1.6%	-0.8%	-0.2%	-13.8%	-4.2%	-0.8%	-0.2%				
EBITDA	137.7	136.3	135.7	135.5	131.6	128.1	127.5	127.3	-4.4%	-6.0%	-6.1%	-6.1%
YoY %	23.7%	22.1%	-17.1%	4.3%	18.3%	14.8%	-22.1%	-12.2%				
QoQ %	6.0%	-1.0%	-0.5%	-0.1%	-9.2%	-2.7%	-0.5%	-0.2%				
순이익	12.1	9.2	48.5	58.3	46.9	43.5	54.9	61.2	288.3%	373.9%	13.2%	5.0%
YoY %	-59.7%	흑전	-47.2%	-72.9%	56.4%	흑전	-40.2%	190.4%				
QoQ %	-94.4%	-24.0%	428.0%	20.2%	122.7%	-7.3%	26.1%	11.5%				

자료: 포스코대우, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2017.09.26	매수	25,000원	6개월		
2017.07.04	매수	27,000원	6개월	-17.82%	-8.15%
2017.04.10	매수	29,000원	6개월	-16.15%	-2.07%
2017.01.31	매수	29,000원	6개월	-13.37%	-2.07%
2017.01.09	매수	29,000원	6개월	-4.63%	-2.07%
2016.09.27	매수	27,000원	6개월	-8.85%	7.59%
2016.07.25	매수	27,000원	6개월	-13.16%	-0.74%
2016.06.27	매수	27,000원	6개월	-11.51%	-0.74%
2016.04.22	매수	27,000원	6개월	-10.95%	-0.74%
2016.03.27	매수	24,000원	6개월	-5.78%	1.04%
2016.02.01	매수	19,000원	6개월	41.2%	23.16%
2015.10.25	매수	22,000원	6개월	-21.53%	-7.50%
2015.09.30	매수	26,000원	6개월	-16.48%	-9.04%



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 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	4,346	4,681	5,510	5,840	6,138
현금및현금성자산	225	174	1,069	1,371	1,638
매출채권및기타채권	3,115	3,433	3,445	3,468	3,493
재고자산	771	767	787	792	797
비유동자산	3,697	3,608	3,873	3,742	3,611
장기금융자산	498	469	417	417	417
유형자산	626	666	975	844	712
무형자산	1,745	1,663	1,671	1,671	1,671
자산총계	8,043	8,289	9,383	9,582	9,748
유동부채	3,918	4,305	5,458	5,468	5,478
단기금융부채	2,519	2,246	3,617	3,617	3,617
매입채무 및 기타채무	1,227	1,791	1,562	1,572	1,582
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,704	1,480	1,150	1,150	1,150
장기금융부채	1,610	1,373	1,025	1,025	1,025
장기매입채무 및 기타채무	13	5	4	4	4
장기충당부채	60	88	98	98	98
부채총계	5,622	5,785	6,608	6,618	6,628
지배주주지분	2,442	2,516	2,779	2,968	3,124
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	1,609	1,798	1,954
비지배주주지분	(21)	(12)	(4)	(4)	(4)
자본총계	2,421	2,504	2,775	2,964	3,120
부채외자본총계	8,043	8,289	9,383	9,582	9,748

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,251	807	680	481	446
당기순이익(손실)	109	122	201	251	217
비현금성항목등	437	392	326	248	248
유형자산감가상각비	171	166	198	192	192
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(266)	(225)	(129)	(56)	(56)
운전자본감소(증가)	764	371	210	(18)	(19)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	906	(348)	(59)	(22)	(24)
재고자산감소(증가)	267	4	(20)	(5)	(5)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(365)	597	(194)	9	10
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	25	52	66	38	38
투자활동현금흐름	(191)	(197)	(98)	(61)	(61)
금융자산감소(증가)	8	(38)	41	0	0
유형자산감소(증가)	(102)	(93)	(66)	(61)	(61)
무형자산감소(증가)	(165)	(64)	(75)	0	0
기타	68	(2)	2	0	0
재무활동현금흐름	(1,096)	(661)	389	(62)	(62)
단기금융부채증가(감소)	(1,085)	(338)	548	0	0
장기금융부채증가(감소)	45	(271)	(40)	0	0
자본의증가(감소)	1	2	(0)	0	0
배당금의 지급	57	57	119	62	62
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(32)	(51)	895	302	267
기초현금	257	225	174	1,069	1,371
기말현금	225	174	1,069	1,371	1,638
FCF	1,366	502	459	357	343

자료 : 포스코대우, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,527	16,492	21,156	19,874	19,827
매출원가	16,238	15,356	19,973	18,794	18,764
매출총이익	1,289	1,136	1,183	1,080	1,062
매출총이익률 (%)	7.4	6.9	5.6	5.4	5.4
판매비와관리비	920	818	812	766	764
영업이익	369	318	371	315	298
영업이익률 (%)	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
비영업손익	(235)	(144)	(96)	9	(18)
순금융비용	474	361	311	404	377
외환관련손익	(36)	5	(1)	0	0
관계기업투자등 관련손익	(53)	25	22	9	9
세전계속사업이익	134	175	275	324	280
세전계속사업이익률 (%)	0.8	1.1	1.3	1.6	1.4
계속사업법인세	25	52	74	73	63
계속사업이익	109	122	201	251	217
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	109	122	201	251	217
순이익률 (%)	0.6	0.7	1.0	1.3	1.1
지배주주	129	111	203	251	217
지배주주귀속 순이익률(%)	0.7	0.7	1.0	1.3	1.1
비지배주주	(20)	11	(2)	0	0
총포괄이익	103	139	168	251	217
지배주주	120	130	169	251	217
비지배주주	(18)	9	(1)	0	0
EBITDA	540	485	568	507	491

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(14.1)	(5.9)	28.3	(6.1)	(0.2)
영업이익	(1.9)	(13.7)	16.5	(15.1)	(5.2)
세전계속사업이익	(53.5)	30.8	57.5	17.7	(13.4)
EBITDA	10.5	(10.3)	17.3	(10.8)	(3.2)
EPS(계속사업)	(30.1)	(13.7)	82.7	23.4	(13.4)
수익성 (%)					
ROE	5.3	4.5	7.7	8.7	7.1
ROA	1.2	1.5	2.3	2.6	2.2
EBITDA마진	3.1	2.9	2.7	2.6	2.5
안정성 (%)					
유동비율	110.9	108.7	100.9	106.8	112.0
부채비율	232.2	231.1	238.1	223.2	212.4
순차입금/자기자본	143.5	122.4	106.2	89.2	76.2
EBITDA/이자비용(배)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,132	977	1,785	2,203	1,908
BPS	20,374	20,800	23,029	24,691	26,057
CFPS	4,139	3,416	4,101	3,831	3,720
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.4	27.6	11.0	8.9	10.2
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	1.3	0.8	0.8	0.8
PBR(최저)					
PCR	4.0	7.9	4.8	5.1	5.3
EV/EBITDA(최고)	9.9	12.7	9.4	4.8	4.9
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

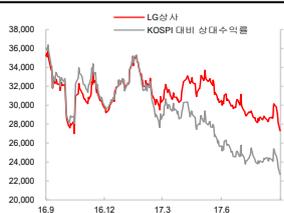
Company Data

자본금	194 십억원
발행주식수	3,876 만주
자사주	10 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,058 십억원
주요주주	
구분준(외40)	26.29%
국민연금공단	13.28%
외국인지분률	15.40%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(17/09/25)	27,300 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	0.76
52주 최고가	35,900 원
52주 최저가	27,000 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.0%	-5.1%
6개월	-9.9%	-17.9%
12개월	-23.1%	-33.6%

LG 상사 (001120/KS | 매수(유지) | T.P 38,000 원(하향))

3Q17 preview: 앞으로 석탄/물류의 upside 를 기대

3Q17 영업이익은 532 억원으로 추정되어 컨센서스를 -2.3% 하회할 것으로 예상함. 석탄가격의 상승효과가 아직 반영되지 않았고, 물류의 수익성도 여전히 개선되지 않았기에 기대에서 크게 벗어나지 않은 실적을 시현할 것임. 다만 차후 기대할 수 있는 요인은 있음. 단기적으로는 석탄가격 상승효과가 다음 분기부터 반영 가능하고, 중장기적으로 물류의 확대매력은 여전히 상존함. 2016 년 이후 세 번째 주가 바닥에서는 매수여력 충분함

3Q17 영업이익 532 억원(QoQ +35.7% / YoY +146.2%) 추정

9/24 기준 컨센서스 545 억원을 -2.3% 하회하는 수치임. 최근 석탄가격의 상승세가 두드러지지만 통상적인 판매가격의 lagging 효과를 감안한다면 금분 분기에서는 그런 효과가 발생하지 않을 것으로 판단함. 또한 물류에서도 수익성 개선 효과는 아직까지 발생하고 있지 않기 때문에 전반적인 실적은 기대와 크게 다르지 않을 것임

물류와 석탄의 upside 는 분명 있다

단기적인 관점에서 본다면 석탄의 수익 기여는 4 분기부터 발생할 수 있을 것으로 기대됨. Newcastle 기준 석탄 가격은 지난 4 분기 평균 \$94.8/t 이후 2 분기 \$79.3/t 까지 하락했지만, 3 분기에서는 재차 \$94.3/t 으로 반등하였음. 현재까지도 석탄가격은 \$100/t 에 근접해있기 때문에 차후 4Q17, 1Q18 에서 석탄사업부의 증익효과 기대할 수 있음. 또한 중장기적인 관점에서는 물류의 성장이라는 요소가 분명한 기대요인이기 때문에, 회사의 전체적인 성장성은 여전히 잠재력을 높게 평가할 만한 상황임

목표주가 42,000 원 → 38,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

생각보다 더딘 물류의 성장성을 실적추정치에 반영하여 목표주가 역시 하향 조정함. 다만 주가가 2016 년 이후 세 번째 저점에 도달하였고, 충분히 현재 실적여력대비 valuation 매력이 있기 때문에 주가의 매수여력은 높은 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	11,372.2	13,224.5	11,966.7	12,269.1	12,974.4	13,823.2
yoy	%	(5.8)	16.3	(9.5)	2.5	5.7	6.5
영업이익	십억원	172.0	81.7	174.1	225.4	228.0	275.5
yoy	%	75.0	(52.5)	113.1	29.5	1.2	20.8
EBITDA	십억원	237.6	136.5	228.1	288.2	290.5	338.0
세전이익	십억원	12.6	(215.2)	133.2	225.9	248.3	280.7
순이익(지배주주)	십억원	(13.2)	(235.4)	58.1	106.5	115.4	130.5
영업이익률%	%	1.5	0.6	1.5	1.8	1.8	2.0
EBITDA%	%	2.1	1.0	1.9	2.3	2.2	2.4
순이익률	%	0.1	(1.6)	1.1	1.8	1.9	2.0
EPS	원	(340)	(6,074)	1,500	2,747	2,979	3,368
PER	배	(84.3)	(5.6)	19.5	10.1	9.3	8.2
PBR	배	0.8	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	8.5	18.1	9.9	7.3	6.9	3.2
ROE	%	(0.9)	(17.9)	4.8	8.3	8.1	8.1
순차입금	십억원	903	1,156	1,123	1,022	941	826
부채비율	%	212.9	248.8	214.7	217.6	203.2	187.5

3Q17 preview

(단위, %, 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,941.9	3,163.9	3,057.8	3,015.3	3,091.9	5.1	2.5	3,137.8	(1.5)
영업이익	21.6	51.5	81.4	39.2	53.2	146.2	35.7	54.5	(2.3)
세전이익	124	274	75.1	34.2	58.7	372.4	71.7	46.4	26.6
지배순이익	5.7	4.8	45.8	6.5	27.3	376.4	320.1	25.6	6.7
영업이익률	0.7	1.6	2.7	1.3	1.7	1.0	0.4	1.7	(0.0)
세전이익률	0.4	0.9	2.5	1.1	1.9	1.5	0.8	1.5	0.4
지배주주순이익률	0.2	0.2	1.5	0.2	0.9	0.7	0.7	0.8	0.1

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
ROE(지배주주지분)	7.5%	ROE(지배주주지분)	4.8%	7.9%	7.7%	7.4%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	7.5%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.11					
3Q18E BPS(지배주주지분)	34,707					
Target Price	38,502					

자료: LG 상사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	(6,074)	2,939	3,265	3,573	3,858
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,223				
4Q17E EPS	2,939				
4Q18E EPS	3,265				

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	35,448	37,059	38,670	40,282	41,893	43,504	45,115	46,727	48,338	49,949
TP by 3Q17E EPS	32,325	33,794	35,264	36,733	38,202	39,672	41,141	42,610	44,080	45,549
TP by 3Q18E EPS	35,910	37,542	39,175	40,807	42,439	44,071	45,704	47,336	48,968	50,600

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	12,277.0	12,900.1	11,966.7	12,269.1	12,974.4	0.0%	-0.1%	0.6%
YoY %	-9.5%	2.6%	5.1%	-9.5%	2.5%	5.7%			
영업이익	174.1	231.8	216.5	174.1	225.4	228.0	0.0%	-2.8%	5.3%
YoY %	113.1%	33.2%	-6.6%	113.1%	29.5%	1.2%			
EBITDA	228.1	295.3	280.0	228.1	288.2	290.5	0.0%	-2.4%	3.8%
YoY %	67.1%	29.4%	-5.2%	67.1%	26.3%	0.8%			
순이익	58.1	125.4	125.6	58.1	106.5	115.4	0.0%	-15.1%	-8.1%
YoY %	흑전	115.7%	0.2%	흑전	83.1%	8.4%			

자료: LG 상사 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	3,071.4	3,087.5	3,165.0	3,187.7	3,091.9	3,104.0	3,182.4	3,205.6	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%
YoY %	4.4%	-2.4%	3.5%	4.2%	5.1%	-1.9%	4.1%	6.3%				
QoQ %	0.4%	0.5%	2.5%	0.7%	2.5%	0.4%	2.5%	0.7%				
영업이익	49.9	48.6	56.3	52.8	53.2	51.5	61.8	54.8	6.6%	5.8%	9.8%	3.8%
YoY %	130.9%	-5.5%	-30.8%	2.0%	146.2%	0.0%	-24.1%	39.7%				
QoQ %	-3.5%	-2.6%	15.8%	-6.3%	35.7%	-3.3%	20.1%	-11.4%				
EBITDA	65.8	64.5	72.2	68.7	68.9	67.1	77.5	70.4	4.6%	4.0%	7.3%	2.6%
YoY %	84.6%	1.0%	-25.8%	1.5%	93.1%	5.1%	-20.4%	28.4%				
QoQ %	-2.7%	-2.0%	11.9%	-4.9%	25.5%	-2.6%	15.4%	-9.1%				
순이익	26.5	26.3	31.7	30.4	27.3	26.9	30.5	27.7	2.9%	2.4%	-3.8%	-8.8%
YoY %	362.9%	447.2%	-30.8%	13.3%	376.4%	460.5%	-33.4%	327.0%				
QoQ %	-1.2%	-0.9%	20.5%	-4.0%	320.1%	-1.3%	13.2%	-9.0%				

자료: LG 상사 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2017.09.26	매수	38,000원	6개월		
2017.07.04	매수	42,000원	6개월	-22.37%	-5.60%
2017.04.10	매수	42,000원	6개월	-20.75%	-5.60%
2017.02.03	매수	42,000원	6개월	-19.82%	-5.60%
2017.01.09	매수	42,000원	6개월	-18.98%	-5.60%
2016.09.27	매수	42,000원	6개월	-18.50%	-5.60%
2016.06.27	매수	42,000원	6개월	-13.07%	-5.60%
2016.05.02	매수	42,000원	6개월	-10.58%	-5.60%
2016.03.27	매수	40,000원	6개월	-14.57%	-5.25%
2016.02.11	매수	40,000원	6개월	-15.61%	-6.00%
2015.10.25	매수	40,000원	6개월	-16.67%	-6.00%
2015.09.30	매수	35,000원	6개월	-7.19%	2.86%



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 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	3,074	2,672	2,932	3,194	3,442
현금및현금성자산	529	311	340	422	537
매출채권및기타채권	1,553	1,444	1,633	1,750	1,836
재고자산	724	517	635	679	711
비유동자산	2,309	2,505	2,522	2,567	2,619
장기금융자산	253	241	241	241	241
유형자산	388	552	575	620	672
무형자산	990	945	942	942	942
자산총계	5,383	5,177	5,455	5,762	6,061
유동부채	2,589	2,098	2,390	2,514	2,606
단기금융부채	669	239	299	299	299
매입채무 및 기타채무	1,718	1,528	1,803	1,927	2,018
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,251	1,434	1,347	1,347	1,347
장기금융부채	1,112	1,297	1,205	1,205	1,205
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	7	14	17	17	17
부채총계	3,840	3,532	3,737	3,861	3,953
지배주주지분	1,199	1,249	1,327	1,510	1,718
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	1,034	1,217	1,425
비지배주주지분	344	396	390	390	390
자본총계	1,543	1,645	1,718	1,900	2,108
부채외자본총계	5,383	5,177	5,455	5,762	6,061

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	298	230	139	225	262
당기순이익(손실)	(217)	85	159	192	218
비현금성항목등	473	156	107	77	77
유형자산감가상각비	55	54	63	63	63
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(418)	(102)	(44)	(14)	(14)
운전자본감소(증가)	101	81	(61)	(44)	(32)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(376)	81	(189)	(113)	(83)
재고자산감소(증가)	323	207	(118)	(44)	(32)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	74	(166)	248	112	83
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(278)	(218)	(69)	(108)	(115)
금융자산감소(증가)	98	(41)	45	0	0
유형자산감소(증가)	(33)	(77)	(95)	(108)	(115)
무형자산감소(증가)	(30)	(49)	(26)	0	0
기타	(314)	(51)	6	0	0
재무활동현금흐름	28	(238)	(11)	(10)	(10)
단기금융부채증가(감소)	44	(210)	18	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	1	0	0	0
배당금의 지급	16	20	29	10	10
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	49	(218)	29	82	115
기초현금	480	529	311	340	422
기말현금	529	311	340	422	537
FCF	92	196	164	76	120

자료 : LG상사, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	13,224	11,967	12,269	12,974	13,823
매출원가	12,711	11,221	11,503	12,167	12,930
매출총이익	514	746	766	807	893
매출총이익률 (%)	3.9	6.2	6.2	6.2	6.5
판매비와관리비	432	572	540	579	617
영업이익	82	174	225	228	275
영업이익률 (%)	0.6	1.5	1.8	1.8	2.0
비영업손익	(297)	(41)	1	20	5
순금융비용	208	91	52	63	49
외환관련손익	(40)	(9)	16	0	0
관계기업투자등 관련손익	(221)	3	16	19	18
세전계속사업이익	(215)	133	226	248	281
세전계속사업이익률 (%)	(1.6)	1.1	1.8	1.9	2.0
계속사업법인세	2	48	67	56	63
계속사업이익	(217)	85	159	192	218
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(217)	85	159	192	218
순이익률 (%)	(1.6)	0.7	1.3	1.5	1.6
지배주주	(235)	58	106	115	131
지배주주귀속 순이익률(%)	(1.8)	0.5	0.9	0.9	0.9
비지배주주	18	27	52	77	87
총포괄이익	(190)	82	96	192	218
지배주주	(215)	58	57	115	131
비지배주주	25	24	39	77	87
EBITDA	137	228	288	291	338

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	16.3	(9.5)	2.5	5.7	6.5
영업이익	(52.5)	113.1	29.5	1.2	20.8
세전계속사업이익	적전	흑전	69.6	9.9	13.1
EBITDA	(42.5)	67.1	26.3	0.8	16.3
EPS(계속사업)	적전	흑전	83.1	8.4	13.1
수익성 (%)					
ROE	(17.9)	4.8	8.3	8.1	8.1
ROA	(4.2)	1.6	3.0	3.4	3.7
EBITDA마진	1.0	1.9	2.3	2.2	2.4
안정성 (%)					
유동비율	118.7	127.3	122.7	127.0	132.1
부채비율	248.8	214.7	217.6	203.2	187.5
순차입금/자기자본	74.9	68.3	59.5	49.5	39.2
EBITDA/이자비용(배)	(0.2)	0.6	0.3	0.0	0.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(6,074)	1,500	2,747	2,979	3,368
BPS	28,284	28,873	30,968	35,682	41,046
CFPS	3,540	4,253	5,646	6,172	7,122
주당 현금배당금	200	250	250	250	250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(5.6)	19.5	10.1	9.3	8.2
PER(최저)					
PBR(최고)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
PBR(최저)					
PCR	9.5	6.9	4.9	4.5	3.9
EV/EBITDA(최고)	18.1	9.9	7.3	6.9	3.2
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

Company Data

자본금	3,210 십억원
발행주식수	64,196 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	24,651 십억원
주요주주	
한국산업은행(외1)	32.93%
정부	18.20%
외국인지분률	31.60%
배당수익률	5.20%

Stock Data

주가(17/09/25)	38,400 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	0.50
52주 최고가	58,600 원
52주 최저가	38,400 원
60일 평균 거래대금	48 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.2%	-13.3%
6개월	-19.1%	-26.3%
12개월	-36.0%	-44.8%

한국전력 (015760/KS | 매수(유지) | T.P 55,000 원(하향))

3Q17 preview: 이미 악재를 반영한 valuation

3Q17 영업이익은 2 조 4,398 억원으로 추정되어 컨센서스를 -20.8% 하회할 것으로 예상함. 석탄 / LNG 등의 가격상승으로 인한 전력구매비용의 압박이 spread 를 축소시켰음. 석탄가격 상승은 차후 몇 개 분기에서 지속 압박요인이 될 것이고, 정부의 가스발전소 중심 중장기 전력수급계획도 우호적인 환경은 아님. 다만 이미 이를 반영해 PBR 0.3x까지 하락한 주가에서는 추가하락보다는 반등에 대한 고민을 해볼만한 시점임

3Q17 영업이익 2 조, 4,398 억원(QoQ +188.2% / YoY -44.9%) 추정

9/24 기준 컨센서스 3 조 808 억원을 -20.8% 하회하는 수치임. 전년동기대비 -44.9%나 하락한 실적 약세가 예상되는데, 원인은 석탄 / LNG 등의 전력구매비용의 상승에 따른 spread 압박이 불가피하기 때문인 것으로 판단함. SMP 역시 지속적인 상승기조를 보이면서 단기 실적에는 악재로 작용하였음

점점 불투명해지는 사업 여건, 그러나 저점에 근접한 valuation

단기적으로 최근 상승한 석탄가격은 통상 그렇듯 2 개 분기 이후 정도부터 spread 압박 요인으로 작용하게 될 것임. 또한 정부의 가스발전소 중심 중장기 전력수급계획도 동사에 있어서는 긍정적으로 작용할 것이 없는 상황임. 하지만 이런 악재들이 반영되어 현재 동사의 PBR 은 역사적 저점인 0.3x 내외까지 하락하였음. 한국전력의 우량한 가치를 감안한다면 충분히 낮은 valuation 이기 때문에 추가하락 여력은 높지 않다고 판단함

목표주가 60,000 원 → 55,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

석탄가격 상승에 따른 단기이익 하향조정분을 반영하여 목표주가 역시 하향 조정함. 다만 낮은 valuation 매력을 감안할 때 현재 주가는 매수를 고민해볼 수 있는 시점임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	57,474.9	58,957.7	60,190.4	56,020.3	54,233.6	54,794.6
yoy	%	6.4	2.6	2.1	(6.9)	(3.2)	1.0
영업이익	십억원	5,787.6	11,346.7	12,001.6	6,318.3	5,793.3	6,345.4
yoy	%	281.0	96.1	5.8	(47.4)	(8.3)	9.5
EBITDA	십억원	13,661.0	19,688.1	20,962.6	15,989.9	15,483.5	16,035.7
세전이익	십억원	4,229.3	18,655.8	10,513.5	5,021.8	3,946.9	4,552.8
순이익(지배주주)	십억원	2,686.9	13,289.1	7,048.6	3,348.0	2,788.2	3,216.2
영업이익률%	%	10.1	19.2	19.9	11.3	10.7	11.6
EBITDA%	%	23.8	33.4	34.8	28.5	28.5	29.3
순이익률%	%	7.4	31.6	17.5	9.0	7.3	8.3
EPS	원	4,185	20,701	10,980	5,215	4,343	5,010
PER	배	10.2	2.4	4.0	7.3	8.8	7.6
PBR	배	0.47	0.44	0.36	0.31	0.30	0.29
EV/EBITDA	배	6.1	3.9	3.3	4.5	4.6	4.4
ROE	%	5.2	22.1	10.2	4.6	3.8	4.3
순차입금	십억원	55,729	43,800	41,016	47,035	46,456	45,575
부채비율	%	198.6	157.9	143.4	144.7	141.3	137.3

3Q17 preview

(단위, %, 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	15,943.5	15,286.1	15,146.6	12,925.5	14,636.4	(8.2)	13.2	15,960.8	(8.3)
영업이익	4,424.2	1,267.6	1,463.2	846.5	2,439.8	(44.9)	188.2	3,080.8	(20.8)
세전이익	4,120.2	480.3	1,389.6	583.2	1,960.5	(52.4)	236.2	2,717.8	(27.9)
지배순이익	2,913.4	273.3	866.9	327.2	1,385.0	(52.5)	323.3	1,763.5	(21.5)
영업이익률	27.7	8.3	9.7	6.5	16.7	(11.1)	10.1	19.3	(2.6)
세전이익률	25.8	3.1	9.2	4.5	13.4	(12.4)	8.9	17.0	(3.6)
지배주순이익률	18.3	1.8	5.7	2.5	9.5	(8.8)	6.9	11.0	(1.6)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
ROE(지배주주지분)	4.4%	ROE(지배주주지분)	10.2%	4.3%	4.1%	4.4%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	4.4%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.43					
3Q18E BPS(지배주주지분)	128,568					
Target Price	55,298					

자료: 한국전력, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	10,980	5,033	4,970	5,470	6,381
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	5,243				
4Q17E EPS	5,033				
4Q18E EPS	4,970				

Multiple	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0
TP by weighted EPS	31,455	36,698	41,940	47,183	52,425	57,668	62,910	68,153	73,396	78,638
TP by 3Q17E EPS	30,198	35,231	40,264	45,297	50,329	55,362	60,395	65,428	70,461	75,494
TP by 3Q18E EPS	29,821	34,791	39,761	44,731	49,701	54,672	59,642	64,612	69,582	74,552

자료: 한국전력, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	60,190.4	60,789.3	62,112.2	60,190.4	56,020.3	54,233.6	0.0%	-7.8%	-12.7%
YoY %	2.1%	1.0%	2.2%	2.1%	-6.9%	-3.2%			
영업이익	12,001.6	7,879.5	8,018.4	12,001.6	6,318.3	5,793.3	0.0%	-19.8%	-27.8%
YoY %	5.8%	-34.3%	1.8%	5.8%	-47.4%	-8.3%			
EBITDA	20,962.6	17,494.9	17,633.8	20,962.6	15,989.9	15,483.5	0.0%	-8.6%	-12.2%
YoY %	6.5%	-16.5%	0.8%	6.5%	-23.7%	-3.2%			
순이익	7,048.6	5,248.2	5,400.7	7,048.6	3,348.0	2,788.2	0.0%	-36.2%	-48.4%
YoY %	-47.0%	-25.5%	2.9%	-47.0%	-52.5%	-16.7%			

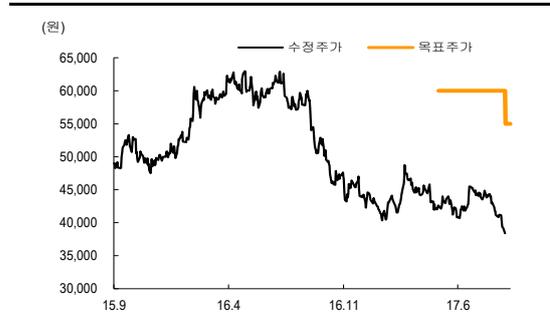
자료: 한국전력, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	16,586.6	15,191.7	16,338.3	13,904.1	14,636.4	13,311.7	14,400.7	11,743.7	-11.8%	-12.4%	-11.9%	-15.5%
YoY %	4.0%	-0.6%	7.9%	0.3%	-8.2%	-12.9%	-4.9%	-9.1%				
QoQ %	19.6%	-8.4%	7.5%	-14.9%	13.2%	-9.1%	8.2%	-18.5%				
영업이익	3,257.5	1,955.2	2,033.6	1,845.9	2,439.8	1,568.9	1,645.2	1,263.3	-25.1%	-19.8%	-19.1%	-31.6%
YoY %	-26.4%	54.2%	39.0%	53.4%	-44.9%	23.8%	12.4%	49.2%				
QoQ %	170.6%	-40.0%	4.0%	-9.2%	188.2%	-35.7%	4.9%	-23.2%				
EBITDA	5,661.3	4,359.1	4,437.5	4,249.8	4,862.4	3,991.4	4,067.8	3,685.9	-14.1%	-8.4%	-8.3%	-13.3%
YoY %	-15.5%	18.8%	14.8%	17.8%	-27.4%	8.8%	5.2%	12.7%				
QoQ %	56.9%	-23.0%	1.8%	-4.2%	48.7%	-17.9%	1.9%	-9.4%				
순이익	2,210.6	1,317.7	1,359.3	1,263.9	1,385.0	769.0	816.1	591.2	-37.3%	-41.6%	-40.0%	-53.2%
YoY %	-24.1%	382.1%	56.8%	48.2%	-52.5%	181.4%	-5.9%	80.7%				
QoQ %	159.2%	-40.4%	3.2%	-7.0%	323.3%	-44.5%	6.1%	-27.6%				

자료: 한국전력, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2017.09.26	매수	55,000원	6개월		
2017.05.25	매수	60,000원	6개월	-28.71%	-24.17%



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 9 월 26 일 기준)

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

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	22,025	19,709	18,190	18,841	19,870
현금및현금성자산	3,783	3,051	2,196	2,775	3,656
매출채권및기타채권	7,141	7,523	6,826	6,861	6,933
재고자산	4,946	5,479	5,986	6,016	6,079
비유동자산	153,232	158,129	163,075	164,232	165,500
장기금융자산	3,437	3,618	2,358	2,358	2,358
유형자산	141,361	145,743	151,750	152,906	154,175
무형자산	858	983	1,177	1,177	1,177
자산총계	175,257	177,837	181,265	183,072	185,370
유동부채	22,711	24,739	25,022	25,042	25,082
단기금융부채	7,974	9,064	10,697	10,697	10,697
매입채무 및 기타채무	3,337	4,109	3,892	3,911	3,952
단기충당부채	1,579	2,000	2,322	2,322	2,322
비유동부채	84,604	80,047	82,159	82,159	82,159
장기금융부채	51,605	45,256	46,666	46,666	46,666
장기매입채무 및 기타채무	3,068	3,041	3,025	3,025	3,025
장기충당부채	12,872	13,435	13,441	13,441	13,441
부채총계	107,315	104,786	107,181	107,201	107,241
지배주주지분	66,634	71,724	72,744	74,531	76,789
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,041	2,079	15,374	15,374	15,374
기타자본구성요소	13,295	13,295	(0)	(0)	(0)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	48,187	53,174	54,160	55,948	58,205
비지배주주지분	1,308	1,327	1,340	1,340	1,340
자본총계	67,942	73,051	74,084	75,872	78,129
부채외자본총계	175,257	177,837	181,265	183,072	185,370

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	16,828	16,445	13,082	15,103	15,517
당기순이익(손실)	13,416	7,148	3,622	3,059	3,528
비현금성항목등	8,790	16,694	13,390	12,096	12,096
유형자산감가상각비	8,341	8,961	9,672	9,690	9,690
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(449)	(7,733)	(3,718)	(2,406)	(2,406)
운전자본감소(증가)	(2,440)	(2,309)	(1,343)	(52)	(107)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	396	(370)	812	(33)	(67)
재고자산감소(증가)	(409)	(533)	(507)	(30)	(62)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,166)	653	(472)	11	22
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	5,239	3,365	1,162	897	897
투자활동현금흐름	(9,659)	(9,570)	(14,756)	(10,847)	(10,959)
금융자산감소(증가)	(5,010)	2,732	703	0	0
유형자산감소(증가)	(4,206)	(11,821)	(15,194)	(10,847)	(10,959)
무형자산감소(증가)	(87)	(124)	(49)	0	0
기타	(355)	(358)	(216)	0	0
재무활동현금흐름	(5,207)	(7,637)	1,018	(1,271)	(1,271)
단기금융부채증가(감소)	(65)	(50)	2,902	0	0
장기금융부채증가(감소)	(4,892)	(5,566)	655	0	0
자본의증가(감소)	9,844	208	0	0	0
배당금의 지급	426	2,105	2,593	1,271	1,271
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	1,987	(732)	(855)	579	881
기초현금	1,796	3,783	3,051	2,196	2,775
기말현금	3,783	3,051	2,196	2,775	3,656
FCF	5,476	6,071	(3,808)	3,281	3,541

자료 : 한국전력, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	58,958	60,190	56,020	54,234	54,795
매출원가	45,458	45,550	47,159	45,799	45,781
매출총이익	13,500	14,641	8,862	8,434	9,014
매출총이익률 (%)	22.9	24.3	15.8	15.6	16.4
판매비와관리비	2,153	2,639	2,543	2,641	2,668
영업이익	11,347	12,002	6,318	5,793	6,345
영업이익률 (%)	19.2	19.9	11.3	10.7	11.6
비영업손익	7,309	(1,488)	(1,297)	(1,846)	(1,793)
순금융비용	1,019	598	252	247	310
외환관련손익	(708)	(290)	541	0	0
관계기업투자등 관련손익	207	(137)	(43)	(259)	(269)
세전계속사업이익	18,656	10,513	5,022	3,947	4,553
세전계속사업이익률 (%)	31.6	17.5	9.0	7.3	8.3
계속사업법인세	5,239	3,365	1,400	888	1,024
계속사업이익	13,416	7,148	3,622	3,059	3,528
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	13,416	7,148	3,622	3,059	3,528
순이익률 (%)	22.8	11.9	6.5	5.6	6.4
지배주주	13,289	7,049	3,348	2,788	3,216
지배주주귀속 순이익률(%)	22.5	11.7	6.0	5.1	5.9
비지배주주	127	100	274	271	312
총포괄이익	13,450	7,146	3,484	3,059	3,528
지배주주	13,308	7,042	3,231	2,788	3,216
비지배주주	142	104	253	271	312
EBITDA	19,688	20,963	15,990	15,484	16,036

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	2.6	2.1	(6.9)	(3.2)	1.0
영업이익	96.1	5.8	(47.4)	(8.3)	9.5
세전계속사업이익	341.1	(43.6)	(52.2)	(21.4)	15.3
EBITDA	44.1	6.5	(23.7)	(3.2)	3.6
EPS(계속사업)	394.6	(47.0)	(52.5)	(16.7)	15.3
수익성 (%)					
ROE	22.1	10.2	4.6	3.8	4.3
ROA	7.9	4.0	2.0	1.7	1.9
EBITDA마진	33.4	34.8	28.5	28.5	29.3
안정성 (%)					
유동비율	97.0	79.7	72.7	75.2	79.2
부채비율	157.9	143.4	144.7	141.3	137.3
순차입금/자기자본	64.5	56.1	63.5	61.2	58.3
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	20,701	10,980	5,215	4,343	5,010
BPS	114,516	122,894	124,361	127,146	130,662
CFPS	25,705	26,670	22,193	22,089	22,755
주당 현금배당금	3,100	1,980	1,980	1,980	1,980
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	2.4	4.0	7.3	8.8	7.6
PER(최저)					
PBR(최고)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR(최저)					
PCR	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA(최고)	3.9	3.3	4.5	4.6	4.4
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

Company Data

자본금	462 십억원
발행주식수	9,231 만주
자사주	468 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,873 십억원
주요주주	
기획재정부(외1)	46.62%
국민연금공단	8.17%
외국인지분률	10.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/09/25)	41,950 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	0.38
52주 최고가	53,700 원
52주 최저가	41,950 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.7%	-8.8%
6개월	-6.3%	-14.6%
12개월	-4.3%	-17.4%

한국가스공사 (036460/KS | 매수(유지) | T.P 60,000 원(유지))

3Q17 preview: 긴 그림에서 “가스시대” 도래는 변함없다

3Q17 영업이익은 -1,777 억원으로 추정되어 컨센서스를 -1,343 억원과 크게 다르지 않을 것으로 예상함. 전년동기의 -1,897 억원과도 유사한 수준인데, 계절적인 판매물량 약세효과가 기본적인 원인임. 판매물량은 8 월 누적 월평균 203.6 만톤으로 3Q16 당시 210.9 만톤 대비 소폭 하락하였음. 최근 E&P 자산 손상처분 우려감으로 주가 급락했지만 글로벌 가스시대에서의 중장기적인 수혜주라는 매력은 여전히 높음

3Q17 영업이익 -1,777 억원(QoQ 적전 / YoY 적지) 추정

9/24 기준 컨센서스 -1,343 억원의 적자 추정과 크게 다르지 않은 수치임. 통상적인 비수기 진입에 따른 판매물량 약세 효과가 기본적인 원인인 것으로 판단함. 지난 3Q16 당시 도시가스용 + 발전용의 판매물량은 월평균 210.9 만톤 이었던 것에 반해 금번 3Q17 에서는 8 월까지 누적 평균이 203.6 만톤으로 소폭 하락하였음. 지난 3Q16 당시의 적자 -1,897 억원 대비 소폭의 개선효과만 있을 것으로 추정함

글로벌 가스시대의 중장기 매력은 유효

SK 증권 리서치센터는 연초 이후 Global New Energy Roadmap 시리즈 1 편과 2 편을 통해서 지속적으로 글로벌 가스시대의 도래가 불가피함을 주장하고 있음. 대한민국도에 크게 다르지 않고 전역에서 가스 비중을 높이려 하고 있으며, 최근 문재인 정부의 러시아 가스도입 노력은 이런 변화의 흐름에 있어서 한 부분이라고 판단함. 결국 국내 가스도입 물량의 증대는 동사에게 있어서 호재로 작용할 수밖에 없음

목표주가 60,000 원 / 투자의견 매수 유지

최근 불거진 E&P 자산에 대한 손상처분 인식 우려감으로 주가가 급락한 측면이 있음. 다만 PBR 0.5x 내외에 불과한 현 시점에서 추가적인 악재를 논하는 것 보다는, 중장기적인 관점에서 가스시대의 최대 수혜주라는 것에 대한 재인식이 필요함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	37,284.9	26,052.7	21,108.1	22,573.2	19,637.4	18,624.8
yoy	%	(2.0)	(30.1)	(19.0)	6.9	(13.0)	(5.2)
영업이익	십억원	1,071.9	1,007.8	917.6	848.8	930.7	958.7
yoy	%	(28.0)	(6.0)	(8.9)	(7.5)	9.7	3.0
EBITDA	십억원	2,219.2	2,354.6	2,534.8	2,589.3	2,703.5	2,731.5
세전이익	십억원	384.1	276.8	(849.6)	614.5	621.0	749.7
순이익(지배주주)	십억원	447.2	319.2	(674.1)	452.1	480.9	580.6
영업이익률%	%	2.9	3.9	4.3	3.8	4.7	5.1
EBITDA%	%	6.0	9.0	12.0	11.5	13.8	14.7
순이익률	%	1.0	1.1	(4.0)	2.7	3.2	4.0
EPS	원	4,845	3,458	(7,302)	4,897	5,209	6,289
PER	배	10.2	10.7	(6.6)	8.6	8.1	6.7
PBR	배	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	14.6	12.2	10.6	10.0	9.1	8.4
ROE	%	4.8	3.2	(7.0)	5.1	5.5	6.2
순차입금	십억원	27,724	25,301	22,427	21,857	20,628	19,170
부채비율	%	381.0	321.5	325.4	346.0	325.3	305.1

3Q17 preview

(단위, %, 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,628.2	6,178.6	7,718.2	4,025.8	4,714.6	29.9	17.1	3,979.2	18.5
영업이익	(189.7)	219.7	826.7	(34.2)	(177.7)	(6.3)	419.6	(134.3)	32.3
세전이익	(386.9)	(921.6)	678.8	(340.2)	113.3	(129.3)	(133.3)	(282.6)	(140.1)
지배순이익	(297.5)	(781.7)	497.0	(258.5)	87.7	(129.5)	(133.9)	(226.3)	(138.8)
영업이익률	(5.2)	3.6	10.7	(0.8)	(3.8)	1.5	(2.9)	(3.4)	(0.4)
세전이익률	(10.7)	(14.9)	8.8	(8.5)	2.4	13.1	10.9	(7.1)	9.5
지배주주순이익률	(8.2)	(12.7)	6.4	(6.4)	1.9	10.1	8.3	(5.7)	7.5

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
ROE(지배주주지분)	5.8%	ROE(지배주주지분)	-7.0%	5.4%	5.8%	5.9%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	5.8%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.75					
3Q18E BPS(지배주주지분)	81,257					
Target Price	61,088					

자료: 한국가스공사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	(7,302)	5,258	6,039	6,455	7,476
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	5,876				
4Q17E EPS	5,258				
4Q18E EPS	6,039				

Multiple	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0
TP by weighted EPS	35,254	41,129	47,005	52,880	58,756	64,632	70,507	76,383	82,258	88,134
TP by 3Q17E EPS	31,551	36,809	42,068	47,326	52,585	57,843	63,102	68,360	73,618	78,877
TP by 3Q18E EPS	36,235	42,274	48,314	54,353	60,392	66,431	72,471	78,510	84,549	90,588

자료: 한국가스공사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	21,108.1	23,986.1	21,001.5	21,108.1	22,573.2	19,637.4	0.0%	-5.9%	-6.5%
YoY %	-19.0%	13.6%	-12.4%	-19.0%	6.9%	-13.0%			
영업이익	917.6	899.7	1,005.6	917.6	848.8	930.7	0.0%	-5.7%	-7.4%
YoY %	-8.9%	-2.0%	11.8%	-8.9%	-7.5%	9.7%			
EBITDA	2,534.8	2,462.6	2,568.5	2,534.8	2,589.3	2,703.5	0.0%	5.1%	5.3%
YoY %	7.7%	-2.8%	4.3%	7.7%	2.2%	4.4%			
순이익	(674.1)	403.1	390.3	(674.1)	452.1	480.9	0.0%	12.2%	23.2%
YoY %	적전	흑전	-3.2%	적전	흑전	6.4%			

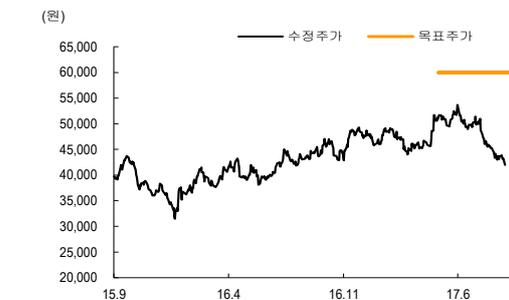
자료: 한국가스공사, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	4,976.8	6,637.0	6,518.9	4,163.6	4,714.6	6,114.6	6,586.4	3,731.5	-5.3%	-7.9%	1.0%	-10.4%
YoY %	37.2%	7.4%	-17.7%	-6.4%	29.9%	-1.0%	-14.7%	-7.3%				
QoQ %	11.9%	33.4%	-1.8%	-36.1%	17.1%	29.7%	7.7%	-43.3%				
영업이익	(183.0)	254.5	944.6	(8.6)	(177.7)	234.0	923.3	(42.2)	-2.9%	-8.0%	-2.3%	392.8%
YoY %	적지	15.8%	13.7%	적지	적지	6.5%	11.7%	적지				
QoQ %	적지	흑전	271.2%	적전	적지	흑전	294.5%	적전				
EBITDA	207.7	645.2	1,335.4	382.2	265.5	677.2	1,366.5	401.0	27.8%	5.0%	2.3%	4.9%
YoY %	-25.0%	5.7%	9.3%	-1.5%	-4.1%	10.9%	10.4%	-2.0%				
QoQ %	-46.4%	210.6%	107.0%	-71.4%	-35.1%	155.1%	101.8%	-70.7%				
순이익	(168.2)	72.8	612.0	(74.1)	87.7	125.9	620.0	(65.4)	-152.1%	72.9%	1.3%	-11.7%
YoY %	적지	흑전	29.9%	적전	흑전	흑전	24.8%	적지				
QoQ %	적전	흑전	740.2%	적전	흑전	43.5%	392.4%	적전				

자료: 한국가스공사, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2017.09.26	매수	60,000원	6개월		
2017.05.25	매수	60,000원	6개월	-19.02%	-10.50%



Compliance Notice

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

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	10,015	8,544	7,658	8,900	10,062
현금및현금성자산	138	483	185	1,415	2,872
매출채권및기타채권	4,801	4,989	3,322	3,768	3,614
재고자산	1,795	1,070	2,465	2,191	2,102
비유동자산	32,371	31,384	30,982	29,995	29,340
장기금융자산	616	570	602	602	602
유형자산	26,455	26,042	25,855	24,868	24,213
무형자산	2,521	2,416	2,262	2,262	2,262
자산총계	42,385	39,928	38,640	38,895	39,402
유동부채	5,729	5,556	6,251	6,024	5,950
단기금융부채	4,169	3,003	3,201	3,201	3,201
매입채무 및 기타채무	1,173	1,805	2,040	1,813	1,739
단기충당부채	52	42	71	71	71
비유동부채	26,600	24,985	23,725	23,725	23,725
장기금융부채	24,345	23,255	22,267	22,267	22,267
장기매입채무 및 기타채무	49	17	13	13	13
장기충당부채	209	139	131	131	131
부채총계	32,328	30,541	29,976	29,749	29,675
지배주주지분	10,057	9,274	8,553	9,035	9,616
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	1,325	1,325	1,325	1,325	1,325
기타자본구성요소	591	591	591	591	591
자기주식	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)
이익잉여금	6,419	5,725	6,175	6,657	7,238
비지배주주지분	(0)	113	111	111	111
자본총계	10,057	9,386	8,664	9,145	9,726
부채외자본총계	42,385	39,928	38,640	38,895	39,402

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	5,456	4,769	3,100	1,585	2,215
당기순이익(손실)	319	(674)	455	481	581
비현금성항목등	2,113	3,240	2,169	1,447	1,447
유형자산감가상각비	1,347	1,617	1,741	1,773	1,773
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(766)	(1,623)	(429)	326	326
운전자본감소(증가)	3,856	3,138	1,272	(343)	187
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2,792	3	1,619	(475)	144
재고자산감소(증가)	1,785	725	(1,395)	274	89
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,828)	336	207	(142)	(46)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	(66)	(326)	(326)
투자활동현금흐름	(2,247)	(2,079)	(1,107)	(785)	(1,117)
금융자산감소(증가)	178	(156)	41	0	0
유형자산감소(증가)	(2,269)	(1,841)	(1,090)	(785)	(1,117)
무형자산감소(증가)	(172)	(58)	(14)	0	0
기타	16	(24)	(45)	0	0
재무활동현금흐름	(3,266)	(2,377)	(1,010)	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(3,238)	(2,460)	(997)	0	0
자본의증가(감소)	3	1	0	0	0
배당금의 지급	22	15	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(71)	345	(299)	1,230	1,458
기초현금	209	138	483	185	1,415
기말현금	138	483	185	1,415	2,872
FCF	2,106	3,615	2,514	1,470	1,619

자료 : 한국가스공사, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	26,053	21,108	22,573	19,637	18,625
매출원가	24,668	19,775	21,300	18,284	17,265
매출총이익	1,385	1,333	1,273	1,354	1,360
매출총이익률 (%)	5.3	6.3	5.6	6.9	7.3
판매비와관리비	377	416	424	423	401
영업이익	1,008	918	849	931	959
영업이익률 (%)	3.9	4.3	3.8	4.7	5.1
비영업손익	(731)	(1,767)	(234)	(310)	(209)
순금융비용	225	228	739	346	445
외환관련손익	125	(32)	(39)	0	0
관계기업투자등 관련손익	90	115	154	249	251
세전계속사업이익	277	(850)	614	621	750
세전계속사업이익률 (%)	1.1	(4.0)	2.7	3.2	4.0
계속사업법인세	(42)	(176)	159	140	169
계속사업이익	319	(674)	455	481	581
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	319	(674)	455	481	581
순이익률 (%)	1.2	(3.2)	2.0	2.5	3.1
지배주주	319	(674)	452	481	581
지배주주귀속 순이익률(%)	1.2	(3.2)	2.0	2.4	3.1
비지배주주	(0)	1	3	0	0
총포괄이익	359	(761)	372	481	581
지배주주	359	(764)	374	481	581
비지배주주	(0)	3	(2)	0	0
EBITDA	2,355	2,535	2,589	2,704	2,731

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(30.1)	(19.0)	6.9	(13.0)	(5.2)
영업이익	(6.0)	(8.9)	(7.5)	9.7	3.0
세전계속사업이익	(27.9)	적전	흑전	1.1	20.7
EBITDA	6.1	7.7	2.2	4.4	1.0
EPS(계속사업)	(28.6)	적전	흑전	6.4	20.7
수익성 (%)					
ROE	3.2	(7.0)	5.1	5.5	6.2
ROA	0.7	(1.6)	1.2	1.2	1.5
EBITDA마진	9.0	12.0	11.5	13.8	14.7
안정성 (%)					
유동비율	174.8	153.8	122.5	147.7	169.1
부채비율	321.5	325.4	346.0	325.3	305.1
순차입금/자기자본	251.6	238.9	252.3	225.6	197.1
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,458	(7,302)	4,897	5,209	6,289
BPS	101,724	86,375	77,359	82,573	88,866
CFPS	27,180	25,399	25,643	27,018	27,253
주당 현금배당금	170	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.7	(6.6)	8.6	8.1	6.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)					
PCR	1.4	1.9	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA(최고)	12.2	10.6	10.0	9.1	8.4
EV/EBITDA(최저)					

memo
