

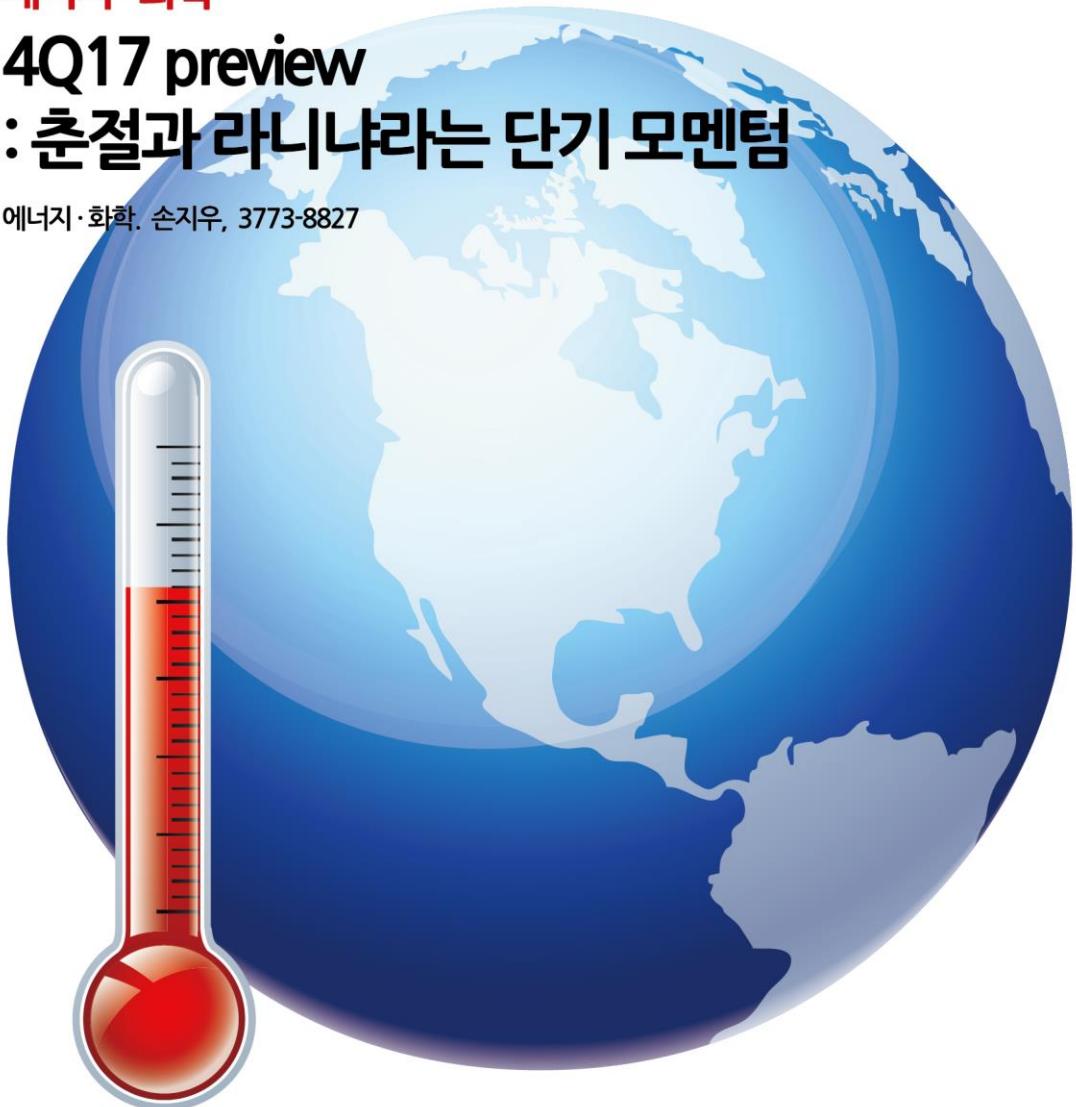
20180108

S K
I N D U S T R Y
A N A L Y S I S

에너지 · 화학

4Q17 preview
: 춘절과 라니냐라는 단기 모멘텀

에너지 · 화학. 손지우, 3773-8827





Analyst

손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

에너지/화학

4Q17 preview: 춘절과 라니나라는 단기 모멘텀

4Q17 에너지 업종의 합산 OP(유일 제외)는 약 3.7 조원으로 추정되어 전분기 4.3조 원 대비 -13.8% 하락이 예상됩니다. 고무+수지+페놀 3 박자의 금호석유와 폴리실리 콘의 OCI를 제외하고는 대다수 좋지 못한 흐름이네요. 주가도 이를 반영해 연말/연초에 힘을 못 쓰고 있습니다. 아마 중장기적 방향성도 이와 유사하리라 봅니다. 단 2 월의 중국 춘절, 그리고 상반기 기대되는 라니나는 단기 반등 기회가 될 수 있을 겁니다

종목 투자의견

(단위: 십억원)

종목명	투자의견	목표주가 (원)	주가(1/5) 상승여력	4Q17E 추정영업이익	QoQ(%))	YoY(%)	4Q17E 컨센(1/5)	차이
LG 화학	매수	450,000	405,000	616.2	(22.0)	33.4	689.2	(10.6)
A051910	(유지)	(상향)	11.1%					
롯데케미칼	매수	410,000	351,500	627.1	(18.2)	(14.5)	698.4	(10.2)
A011170	(유지)	(유지)	16.6%					
금호석유	매수	150,000	108,500	85.4	47.9	289.8	61.3	39.3
A011780	(유지)	(상향)	38.2%					
한화케미칼	매수	39,000	33,700	149.8	(30.4)	8.5	180.6	(17.0)
A009830	(유지)	(유지)	15.7%					
OCI	매수	180,000	161,500	98.6	25.3	흑전	76.8	28.4
A010060	(유지)	(상향)	11.5%					
KCC	매수	450,000	393,000	64.3	(42.6)	75.2	74.6	(13.8)
A002380	(유지)	(유지)	14.5%					
SKC	매수	55,000	46,950	46.9	(2.6)	14.5	48.8	(3.8)
A011790	(유지)	(상향)	17.1%					
SK 이노베이션	매수	230,000	201,500	840.3	(12.8)	(1.0)	909.0	(7.6)
A096770	(유지)	(상향)	14.1%					
S-Oil	매수	140,000	113,000	446.7	(19.2)	21.4	459.9	(2.9)
A010950	(유지)	(유지)	23.9%					
GS	매수	80,000	62,200	516.7	4.0	20	526.0	(1.8)
A078930	(유지)	(유지)	28.6%					
SK 가스	매수	130,000	94,500	32.5	(14.3)	69.0	46.8	(30.6)
A018670	(유지)	(유지)	37.6%					
포스코대우	매수	25,000	19,950	117.3	19.6	63.1	126.4	(7.3)
A047050	(유지)	(유지)	25.3%					
LG 상사	매수	38,000	29,350	51.7	(20.5)	0.4	51.9	(0.5)
A001120	(유지)	(유지)	29.5%					
한국전력	매수	50,000	37,200	972.2	(64.9)	(23.3)	1,117.5	(13.0)
A015760	(유지)	(하향)	34.4%					
한국가스공사	매수	60,000	43,450	312.6	(248.1)	42.3	420.9	(25.7)
A015760	(유지)	(유지)	38.1%					

Contents

1. Coverage Summary	3
2. 개별기업분석	10
1) LG 화학	11
2) 롯데케미칼	16
3) 금호석유	21
4) 한화케미칼	26
5) OCI	31
6) KCC	36
7) SKC	41
8) SK 이노베이션	46
9) S-Oil	51
10) GS	56
11) SK 가스	61
12) 포스코대우	66
13) LG 상사	71
14) 한국전력	76
15) 한국가스공사	81

Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

Coverage Summary

Coverage summary 1

종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
LG 화학 A051910	매수	450,000 원	Top pick	'17년 전기차배터리 모멘텀 4Q17 영업이익 6,162 억원(QoQ -22.0% / YoY +33.4%) 추정 은 강력했지만 '18년은 valuation 을 봐야 할 때	'17년 전기차배터리 모멘텀 4Q17 영업이익 6,162 억원(QoQ -22.0% / YoY +33.4%) 추정 2017년에 제대로 확인한 배터리의 힘, 하지만 valuation 은 부담 목표주가 400,000 원 → 450,000 원 상향 / 업종 내 top pick 의견 유지
롯데케미칼 A011170	매수	410,000 원		단기 반등 기회를 모색 한다면 "중국 춘절 모멘텀"	4Q17 영업이익 6,271 억원(QoQ -18.2% / YoY -14.5%) 추정 춘절은 하락한 주가의 단기 상승 모멘텀으로 작용 가능 목표주가 410,000 원 / 투자의견 매수 유지
금호석유화학 A011780	매수	150,000 원	2nd pick	구조적 rubber rally 가 라니냐까지 만났다	4Q17 영업이익 854 억원(QoQ +47.9% / YoY +289.8%) 추정 라니냐가 온다면 또 다시 rubber rally 를 봐야 할 시간 목표주가 100,000 원 → 150,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지
한화케미칼 A009830	매수	39,000 원		2016년 태양광, 2017년 화학, 2018년은 무엇일까?	4Q17 영업이익 1,498 억원(QoQ -30.4% / YoY +8.5%) 추정 2018년에도 한화케미칼의 화학아이템들은 2017년과 같을 수 있을까? 목표주가 39,000 원 / 투자의견 매수 유지
OCI A010060	매수	180,000 원		드디어 돌아오는 폴리실리콘	4Q17 영업이익 986 억원(QoQ +25.3% / YoY 흑전) 추정 완연하게 드러나는 폴리실리콘의 회복 국면 목표주가 120,000 원 → 180,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지
KCC A002380	매수	450,000 원		화학의 down-turn 0 고민이라면 대안이 될 수 있는 KCC	4Q17 영업이익 643 억원(QoQ -42.6% / YoY +75.2%) 추정 자산과 영업가치의 매력은 여전함 목표주가 450,000 원 / 투자의견 매수 유지
SKC A011790	매수	55,000 원		이익과 성장모멘텀을 모두 기대할 수 있는 2018년	4Q17 영업이익 469 억원(QoQ -2.6% / YoY +14.5%) 추정 이익과 성장모멘텀을 동시에 기대할 수 있는 2018년 목표주가 45,000 원 → 55,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지
SK 이노베이션 A096770	매수	230,000 원		건설의 호재가 정유의 악재가 될 수 있는 이유	4Q17 영업이익 8,403 억원(QoQ -12.8% / YoY -1.0%) 추정 건설산업의 해외수주 증대를 눈여겨 볼 타이밍 목표주가 210,000 원 → 230,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

자료 SK증권

Coverage summary 2

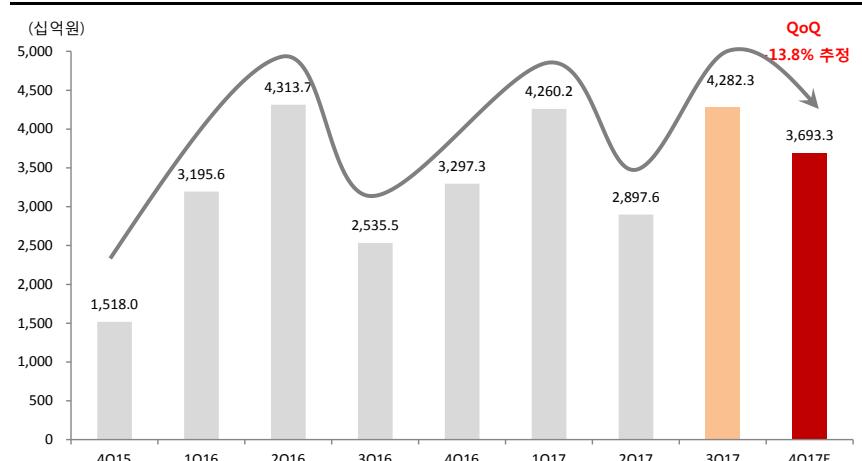
종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
S-Oil	매수	140,000 원		건설의 호재가 정유의 약재가 될 수 있는 이유	4Q17 영업이익 4,467 억원(QoQ -19.2% / YoY +21.4%) 추정 건설산업의 해외수주 증대를 눈 여겨 볼 타이밍 목표주가 140,000 원 / 투자의견 매수 유지
A010950					
GS	매수	80,000 원		건설의 호재가 정유의 약재가 될 수 있는 이유	4Q17 영업이익 5,167 억원(QoQ +4.0% / YoY +2.0%) 추정 건설산업의 해외수주 증대를 눈 여겨 볼 타이밍 목표주가 80,000 원 / 투자의견 매수 유지
A078930					
SK 가스	매수	130,000 원		사우디 도입 LPG 가격 급반등 으로 인한 실적약세 불가피	4Q17 영업이익 325 억원(QoQ -14.3% / YoY +69.0%) 추정 2016년 LPG 물량증대 같은 모멘텀이 필요한 시점 목표주가 130,000 원 / 투자의견 매수 유지
A018670					
포스코대우	매수	25,000 원		2018년 상반기 원자재에 단기 베팅 해볼 수 있는 타이밍	4Q17 영업이익 1,173 억원(QoQ +19.6% / YoY +63.1%) 추정 2018년 상반기 원자재 가격 상승 모멘텀 유효할 것 목표주가 25,000 원 / 투자의견 매수 유지
A047050					
LG 상사	매수	38,000 원		라니나가 이끌어 줄 석탄 강세의 기대감	4Q17 영업이익 517 억원(QoQ -20.5% / YoY +0.4%) 추정 2018년 상반기 원자재 가격 상승 모멘텀 유효할 것 목표주가 38,000 원 / 투자의견 매수 유지
A001120					
한국전력	매수	50,000 원		좋은 것은 없지만 이미 PBR은 4Q17 영업이익 9,722 억원(QoQ -64.9% / YoY -23.3%) 추정 역사적 저점인 0.3x	정책 상의 호재가 나올 수 있을까? 목표주가 55,000 원 → 50,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
A015760					
한국가스공사	매수	60,000 원		단기유가 반등 + 가스발전 시대 + 금리인상 모두 호재	4Q17 영업이익 3,126 억원(QoQ 흑전 / YoY +42.3%) 추정 해소되는 약재 + 누적되는 호재 + 여전히 낮은 valuation 목표주가 60,000 원 / 투자의견 매수 유지
A015760					

자료: SK 증권

2017년 4분기 에너지 업종의 합산 영업이익(유틸리티 제외)은 약 3.7조원으로 추정되어 전분기 4.3조원 대비 -13.8%의 하락이 예상되고 있다. 여전히 전체적인 이익 수준은 높다고 볼 수 있다. 2016년 이후로 본다면 2.5조원 ~4.3조원의 밴드가 유지되고 있는 상황인데, 3.7조원이라면 중간 수준에 해당한다.

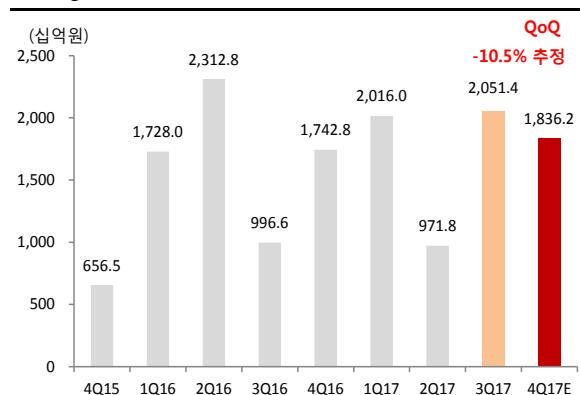
업종별로 나눠본다면 화학이 합산영업이익 1.7조원으로서 전분기 대비 -18.4%로 하락폭이 더 클 것으로 추정된다. 화학은 통상적인 계절적 비수기를 맞았을 뿐만 아니라. 유가반등에 따른 원재료 naphtha의 상승(9월 말 \$520.5/t → 12월 말 \$597/t), 미국 신규크래커의 물량진입 부담감이 반영된 결과물이다. 합성고무, BPA, ABS라는 호재 아이템만 보유하고 있는 금호석유를 제외하고는 모두 감익이 불가피하다. 정유는 합산 영업이익 1.8조원으로서 전분기 대비 -10.5%의 하락이 추정된다. 유가 상승의 호재 (\$55.2/bbl → \$64.3/bbl)가 있었지만, 정제마진 약세(\$9.4/bbl → \$7.1/bbl), 원화강세 (1,145 원 → 1,070 원)가 부담요인으로 작용했음을 간과해서는 안 된다.

에너지/화학 커버리지 합산 영업이익 추이(유틸리티 제외)



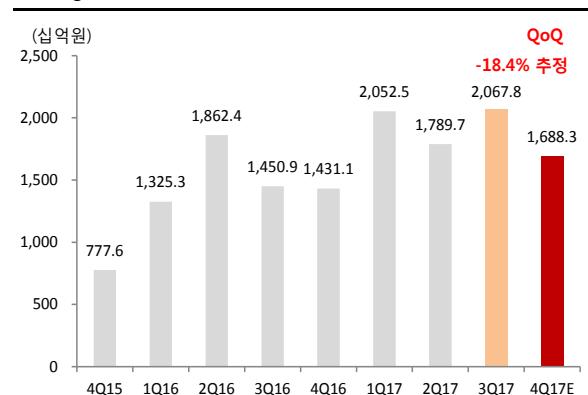
자료 : Dataguidepro, SK증권

Coverage 정유업체 합산 영업이익 추이



자료 : Dataguidepro, SK증권

Coverage 화학업체 합산 영업이익 추이

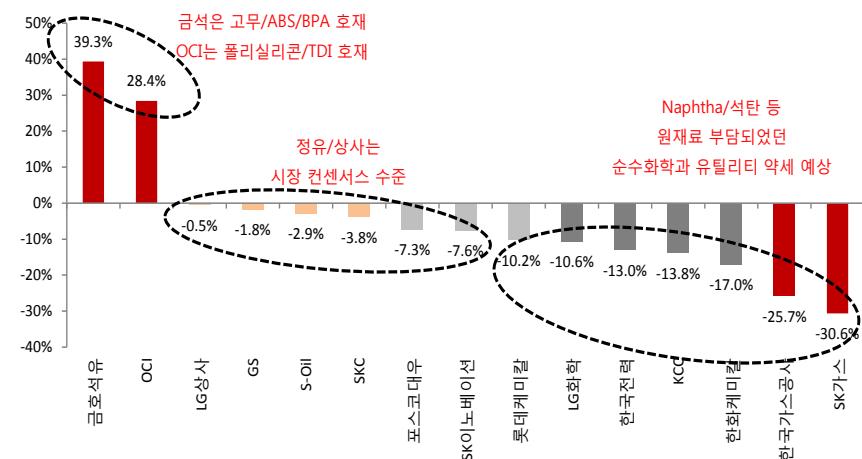


자료 : Dataguidepro, SK증권

종목별로 살펴본다면 시장 컨센서스를 크게 넘어서는, 그리고 그 이상의 earning surprise 까지도 기대되는 기업은 금호석유와 OCI가 될 것으로 판단한다. 금호석유는 기본적으로 대표제품인 합성고무가 견조한 추세를 이어가고 있다. 특히 연말/연초에서부터 라니냐 진입이 임박하면서 추가 상승에 대한 기대감까지 받고 있다. 실적 측면에서는 ABS(합성수지)와 BPA(페놀유도체)가 강세를 이어간 것이 호재였다. 화학이 전체적인 down-turn을 보이는 와중에 몇 안 되는 강세제품을 대표 아이템으로 보유한 사업 portfolio 가 빛을 발했다. OCI는 폴리실리콘 시황 회복세에 TDI 강세 효과로 인해 호실적을 보일 것으로 예상한다.

정유와 상사는 컨센서스 수준이 예상된다. 상황에 따라서 LG 상사와 포스코대우는 연말 commodity 의 강세로 인하여 기대 이상의 실적이 가능할 수도 있다. 다만 원자재 부담과 시황약세가 고스란히 반영된 화학과 유틸리티는 모두 컨센서스를 하회할 것으로 추정된다.

Coverage 업종의 4Q17 컨센서스 대비 추정치와의 차이



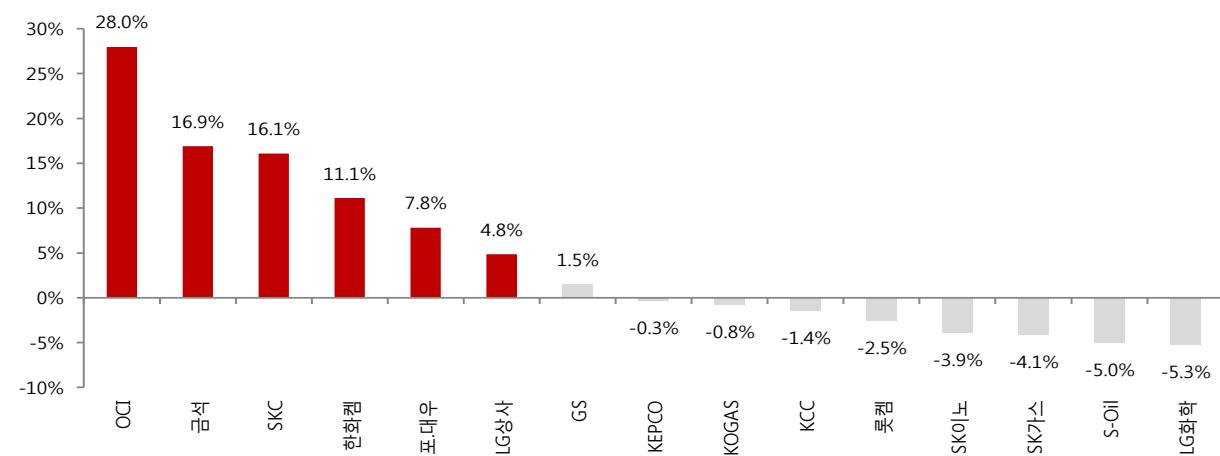
자료 Dataguidepro, SK증권

2017년 LG 화학과 정유를 제외한다면 KOSPI 대비 대다수 underperform 을 경험했던 화학업종은, 연말/연초에서도 그다지 좋은 performance 를 보여주지 못하고 있다. 금번 preview 에서도 알 수 있듯이 실적 강세가 기대되고 있는 OCI 와 금호석유의 강세가 두드러지고, 그 외 원자재 가격 상승의 탄력을 받는 포스코대우와 LG 상사 같은 상사업종이 그나마 상승세를 보였지만, 에너지 업종의 대형주이자 대표주라고 할 수 있는 정유(SK 이노베이션, S-Oil, GS), 화학(LG 화학, 롯데케미칼), 유틸리티(KEPCO, KOGAS)는 모두 하락세를 보이고 있다. 여전히 섹터의 전체적인 underperform 이 이어지고 있다는 것이다.

SK 증권 리서치센터는 2017년 중 지속적인 순수화학의 down-turn 진입을 주장하고 있다. 그리고 정유 역시 최근 건설업종의 활발한 해외수주에 따른 주가상승에서 알 수 있듯이 정유설비 발주가 이어지고 있어 추가적인 증익을 기대하기는 어려운 국면이다. 그렇기 때문에 현재 주가는 어느 정도 설명력 있는 움직임이라고 판단하고 있다. 2018년 역시 underperform 을 생각해두는 것이 좋을 듯도 싶다.

그렇지만 단기반등의 기회는 모색할 수 없는 것일까? 그렇지는 않다. 2월 중순으로 예정된 중국 춘절을 기점으로 순수화학 업종이 짧게나마 기회를 찾을 수 있고, 상반기 유가강세와 라니냐에 따른 commodity 상승기조로 상사업종 또한 기회가 될 것이라고 판단한다. (물론 Rubber rally 구간에 진입한 금호석유의 강세 주장은 여전히 유효하다)

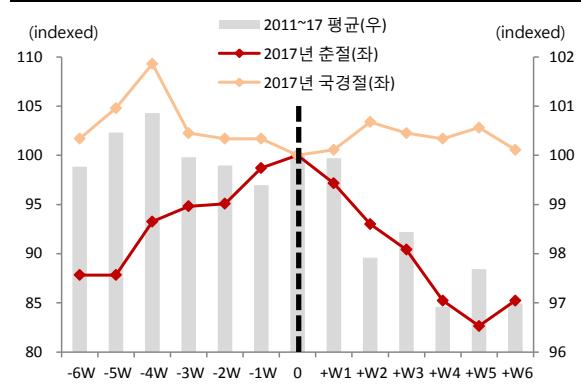
2017년 12월 이후 현재까지 커버리지 업종의 주가 수익률



자료: Dataguidepro, SK 증권

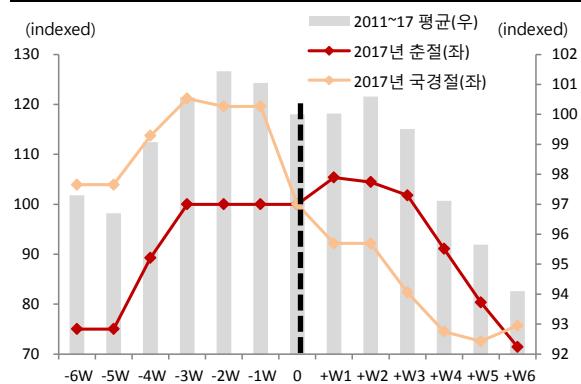
중국의 춘절과 국경절은 2011년 이후 화학제품가격 상승의 빌미를 늘 제공했다. 워낙 긴 휴가일정인 만큼 필드 플레이어들이 재고를 미리 축적하는(re-stocking) 과정을 거치기 때문에 이런 일이 발생하는데, 실제로 중국과 가장 관련이 깊은 아이템인 MEG 와 BD는 공히 휴일 이전 6주 간은 가격 강세가 나타났었다. 2017년에도 그런 현상은 뚜렷하게 보인다. 물론 이후 6주 간은 대다수 상승폭을 반납하고 하락하기 때문에 단기 현상 정도로 보면 되지만, 최근 추가가 많이 하락했고 1월 말을 전후로 실적발표도 마무리가 되는 화학업종이기 때문에 지금 타이밍에서 단기 매수의 기회는 충분히 제공 할 수 있다.

2011년부터 17년까지 춘절/국경절 전후의 MEG 움직임



자료 : Platts, Cischem, SK 증권

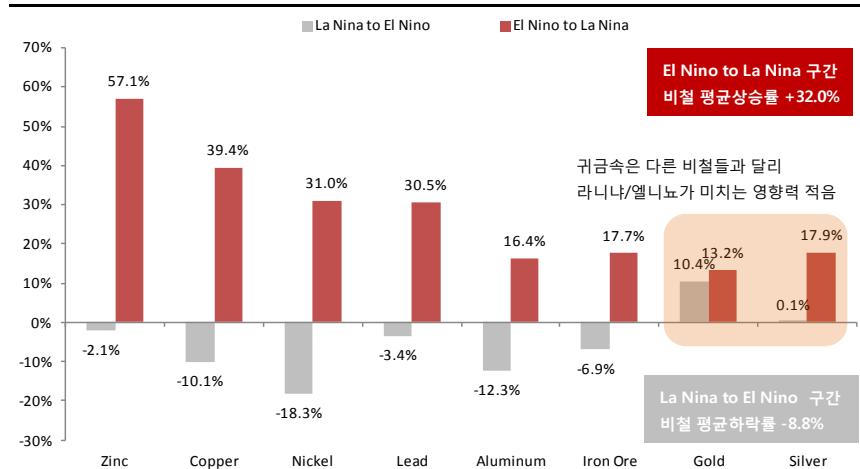
2011년부터 17년까지 춘절/국경절 전후의 BD 움직임



자료 : Platts, Cischem, SK 증권

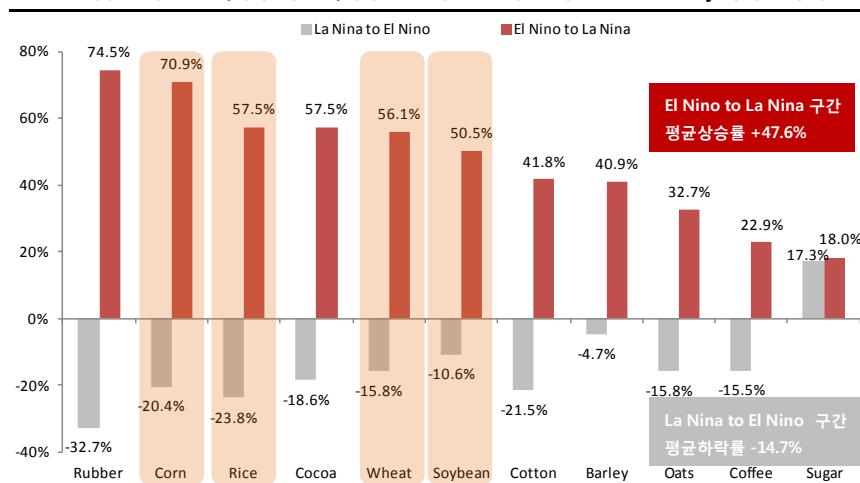
또 하나 감안해야 할 것은 라니냐 구간에 진입했다는 것이다. 과거 곡물/비철 분석 자료를 통해서도 라니냐 진입구간에서는 홍수에 따른 운송루트의 차질에 의해서 commodity 가격이 상승한다는 것을 입증한 바 있다. 그리고 실제 2016년 초에서는 라니냐가 국지적으로 호주와 동남아시아에서 발생하면서 석탄과 고무가격이 급등하기도 했었다. 라니냐의 잣대로 평가되는 ONI(Oceanic Nino Index)는 이미 기준점인 -0.5를 하회하고 있는 상황이다. 강한 라니냐로 평가되는 -1.0 까지 진입할 가능성 또한 타진되고 있는데, 이럴 경우 다시 한 번 곡물/비철의 가격을 끌어올리면서 관련된 금호석유, 그리고 상사업종에 수혜가 될 수 있다.

1960년 이후 엘니뇨 / 라니냐 진행 구간 때 각 비철품목들의 연평균 수익률



자료 : 미국 국립해양대기청(NOAA), World Bank(Pink sheet), Bloomberg, CEIC, SK 증권

1960년 이후 엘니뇨 → 라니냐, 혹은 라니њ → 엘니뇨 진행구간 시 soft commodity의 평균 수익률



자료 : 미국 국립해양대기청(NOAA), FAO, World Bank(Pink sheet), Bloomberg, CEIC, 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	28,590 십억원
주요주주	
(주)엘지(외4)	33.37%
국민연금공단	9.73%
외국인지분율	40.70%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(18/01/06)	405,000 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	1.22
52주 최고가	423,500 원
52주 최저가	261,000 원
60일 평균 거래대금	101 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.2%	-1.7%
6개월	39.2%	33.1%
12개월	51.4%	23.8%

LG 화학 (051910/KS | 매수(유지) | T.P 450,000 원(상향))

'17년 전기차배터리 모멘텀은 강력했지만 '18년은 valuation을 봄 때 4Q17 OP는 6,162 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 -10.6% 하회하는 수치임. 화학에서 비수기 진입, 미국 신규 물량에 대한 선제적 우려, 유가상승에 따른 spread 축소가 기대를 하회하는 이익의 원인임. SK 증권 리서치센터는 동사의 높은 배터리 기술력을 시대적 상황과 연관 지으며 LG 화학에 대해 top pick을 유지해왔음. 여전히 업종 내 매력 가장 높음. 다만 valuation 감안 시 '17년과 같은 큰 폭의 상승은 기대하기 어려움

4Q17 영업이익 6,162 억원(QoQ -22.0% / YoY +33.4%) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 6,892 억원 대비 -10.6% 하회하는 수치에 해당함. 기본적으로 비수기에 진입했음과 동시에 미국 신규크래커 물량에 대한 선제적 우려감이 작용하면서 NCC/PO 의 spread 가 하락한 것이 악재였음. 유가상승으로 원재료 naphtha 는 9 월 말 \$520.5/t → 12 월 말 \$597/t 으로 동반 상승한 반면, HDPE 는 \$1,187.5/t → \$1,182.5/t 으로 오히려 하락하였음. 그나마 동사는 ABS 를 대규모 보유한 것이 호재였지만 풍한농의 계절적 비수기도 감안해야 하기 때문에 이익은 기대에 미치지 못할 것임

2017년에 제대로 확인한 배터리의 힘, 하지만 valuation은 부담

SK 증권 리서치센터는 전기차배터리의 압도적 역량을 바탕으로 동사에 대해 업종 내 top pick 의견을 자속 유지했음. 실제 2 세대 전기차 Chevrolet BOLT 판매가 호조였을 뿐만 아니라(미국 내 판매량 '17년 2.3 만대, Tesla model S 에 이어 2위), 기타 2 세대 차량들에 대해서도 대규모 수주를 기록하며 시장의 기대감을 한껏 끌어올렸음. 다만 현재 영업이익 수준이 유사한 롯데케미칼의 시가총액이 약 12 조원인 반면 동사가 2 배 이상인 약 28 조원이라는 것은 valuation 부담을 고민하게 만드는 구간임

목표주가 400,000 원 → 450,000 원 상향 / 업종 내 top pick 의견 유지

전기차 및 ESS 등 배터리의 모멘텀과 IT 소재 계열의 실적 상승분을 감안하여 목표주가를 기존 40 만원에서 45 만원으로 상향 조정함. 시가총액 규모와 스마트카 시대에서 압도적인 배터리 기술력, 실적 안정성 등을 감안 해 여전히 업종 내 top pick 의견 유지 함. 다만 '17년과 같은 큰 폭의 상승은 valuation 부담 탓에 어려울 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	20,206.6	20,659.3	26,278.9	31,663.1	38,022.9	39,858.4
yoY	%	(10.5)	2.2	27.2	20.5	20.1	4.8
영업이익	십억원	1,823.6	1,991.9	2,929.6	2,643.2	2,588.2	2,578.7
yoY	%	39.1	9.2	47.1	(9.8)	(2.1)	(0.4)
EBITDA	십억원	3,079.7	3,328.6	4,333.0	4,044.0	3,989.0	3,979.4
세전이익	십억원	1,549.6	1,659.8	2,730.5	2,580.7	2,514.5	2,510.4
순이익(자배주주)	십억원	1,153.0	1,281.1	2,091.3	1,985.4	1,934.4	1,931.3
영업이익률%	%	9.0	9.6	11.1	8.3	6.8	6.5
EBITDA%	%	15.2	16.1	16.5	12.8	10.5	10.0
순이익률	%	7.7	8.0	10.4	8.2	6.6	6.3
EPS	원	16,875	18,751	31,556	29,958	29,190	29,142
PER	배	19.5	13.9	12.8	13.5	13.9	13.9
PBR	배	2.0	1.5	2.1	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	배	7.6	5.7	7.3	7.7	8.0	8.0
ROE	%	9.2	9.5	13.9	11.7	10.4	9.6
순차입금	십억원	(135)	454	1,351	973	1,667	1,494
부채비율	%	41.8	45.8	48.4	46.1	46.1	43.6

4Q17 preview

(단위 %, 십억원)

	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	5,511.7	6,486.7	6,382.1	6,397.1	7,013.1	27.2	9.6	6,523.9	7.5
영업이익	461.7	796.9	726.9	789.7	616.2	33.4	(22.0)	689.2	(10.6)
세전이익	358.1	698.3	729.6	702.4	600.2	67.6	(14.5)	649.7	(7.6)
지배순이익	268.9	531.5	577.1	521.0	461.7	71.7	(11.4)	479.3	(3.7)
영업이익률	8.4	12.3	11.4	12.3	8.8	0.4	(3.6)	10.6	(1.8)
세전이익률	6.5	10.8	11.4	11.0	8.6	2.1	(2.4)	10.0	(1.4)
지배주주순이익률	4.9	8.2	9.0	8.1	6.6	1.7	(1.6)	7.3	(0.8)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
ROE(지배주주지분)	11.2%	ROE(지배주주지분)	9.5%	11.2%	9.8%	9.4%	9.5%
Terminal Growth	3.5%	weight		0.33	0.33	0.33	0.10
Cost of Equity	7.0%						
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	2.19	Target ROE	11.2%				
3Q18E EPS(지배주주지분)	207,045						
Target Price	452,901						

자료: LG 화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
EPS(지배주주지분)	16,875	28,649	27,235	28,193	30,928
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	28,503				
4Q17E EPS	28,649				
4Q18E EPS	27,235				

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	256,527	285,030	313,533	342,036	370,539	399,042	427,545	456,048	484,551	513,054
TP by 4Q17E EPS	257,844	286,493	315,142	343,791	372,441	401,090	429,739	458,388	487,038	515,687
TP by 4Q18E EPS	245,115	272,350	299,585	326,820	354,055	381,290	408,525	435,760	462,995	490,230

자료: LG 화학, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

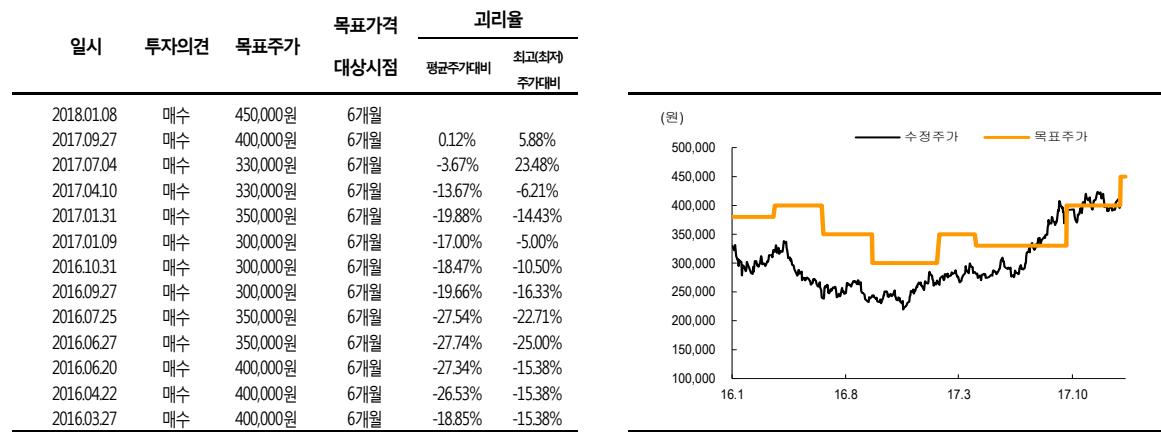
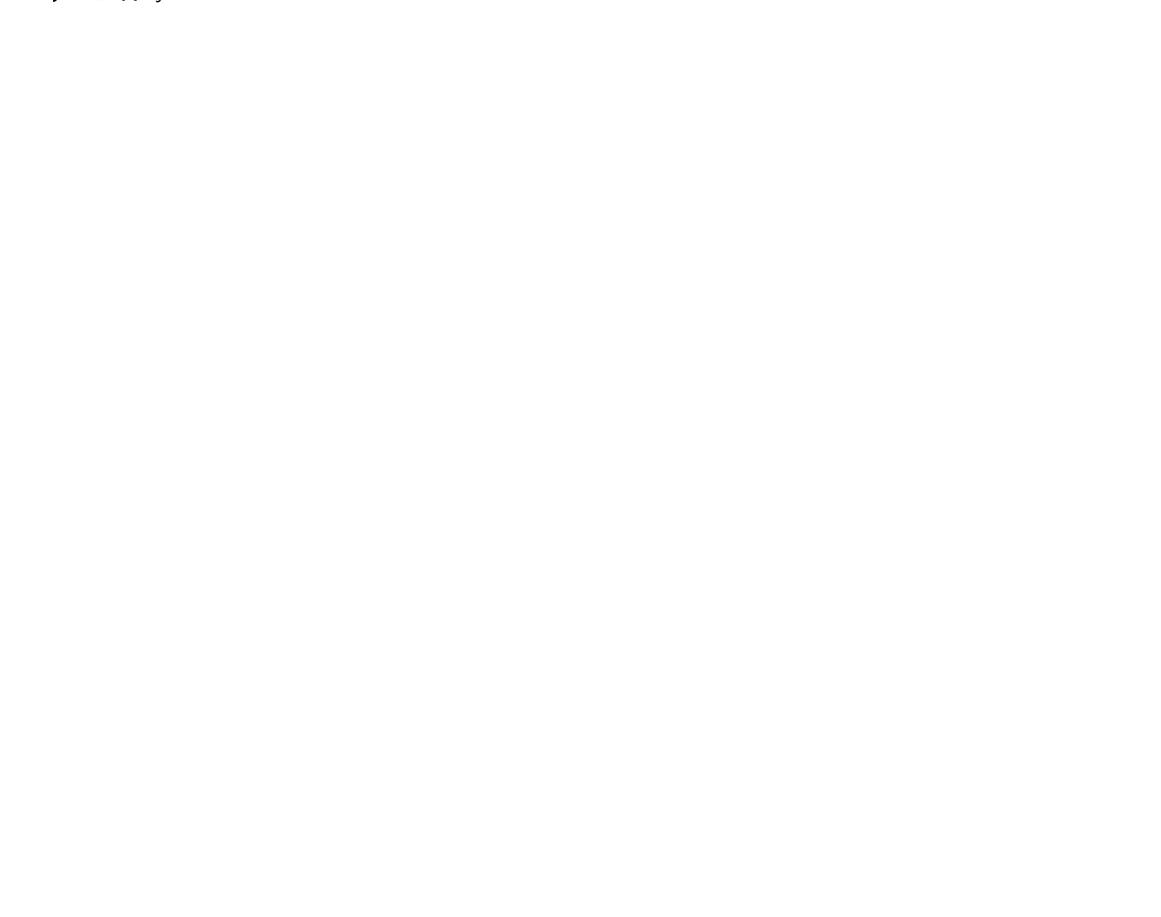
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	26,156.6	29,588.3	32,813.8	26,278.9	31,663.1	38,022.9	0.5%	7.0%	15.9%
YoY %	26.6	13.1	10.9	27.2	20.5	20.1			
영업이익	2,839.9	2,623.8	2,584.3	2,929.6	2,643.2	2,588.2	3.2%	0.7%	0.2%
YoY %	42.6	(7.6)	(1.5)	47.1	(9.8)	(2.1)			
EBITDA	4,247.7	4,033.3	3,993.8	4,333.0	4,044.0	3,989.0	2.0%	0.3%	-0.1%
YoY %	27.6	(5.0)	(1.0)	30.2	(6.7)	(1.4)			
순이익	2,092.3	1,964.4	1,939.1	2,091.3	1,985.4	1,934.4	0.0%	1.1%	-0.2%
YoY %	63.3	(6.1)	(1.3)	63.2	(5.1)	(2.6)			

자료 LG 화학, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	6,858.4	7,400.7	7,568.0	7,337.1	7,013.1	8,034.0	7,878.0	7,866.5	2.3%	8.6%	4.1%	7.2%
YoY %	24.4	14.1	18.6	14.1	27.2	23.9	23.4	23.0				
QoQ %	6.7	7.9	2.3	(3.1)	9.6	14.6	(1.9)	(0.1)				
영업이익	544.6	679.9	721.2	642.9	616.2	648.7	615.3	712.5	13.1%	-4.6%	-14.7%	10.8%
YoY %	18.0	(14.7)	(0.8)	(16.7)	33.4	(18.6)	(15.4)	(9.8)				
QoQ %	(29.4)	24.8	6.1	(10.9)	(22.0)	5.3	(5.2)	15.8				
EBITDA	897.0	1,032.3	1,073.6	995.3	966.4	998.9	965.5	1,062.7	7.7%	-3.2%	-10.1%	6.8%
YoY %	11.2	(10.0)	(0.5)	(11.4)	19.8	(12.9)	(10.5)	(6.8)				
QoQ %	(20.2)	15.1	4.0	(7.3)	(15.2)	3.4	(3.3)	10.1				
순이익	404.1	508.1	540.6	482.1	461.7	484.4	460.8	537.7	14.3%	-4.7%	-14.8%	11.5%
YoY %	50.3	(4.4)	(6.3)	(16.8)	71.7	(8.9)	(20.1)	3.2				
QoQ %	(30.3)	25.7	6.4	(10.8)	(11.4)	4.9	(4.9)	16.7				

자료 LG 화학, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,227	11,086	12,614	14,037	14,842
현금및현금성자산	1,474	1,209	1,587	893	1,066
매출채권및기타채권	3,729	5,127	5,765	6,940	7,291
재고자산	2,965	3,602	4,050	4,874	5,120
비유동자산	11,260	13,032	13,531	14,412	15,403
장기금융자산	88	89	89	89	89
유형자산	9,680	10,384	10,883	11,764	12,755
무형자산	832	1,816	1,816	1,816	1,816
자산총계	20,487	24,118	26,145	28,449	30,244
유동부채	5,447	5,427	5,818	6,537	6,753
단기금융부채	2,213	1,361	1,361	1,361	1,361
매입채무 및 기타채무	2,695	3,147	3,538	4,258	4,473
단기충당부채	52	53	53	53	53
비유동부채	989	2,435	2,435	2,435	2,435
장기금융부채	678	1,915	1,915	1,915	1,915
장기매입채무 및 기타채무	14	9	9	9	9
장기충당부채	134	208	208	208	208
부채총계	6,436	7,862	8,253	8,973	9,188
지배주주지분	13,937	16,100	17,736	19,320	20,900
자본금	370	391	391	391	391
자본잉여금	1,158	2,274	2,274	2,274	2,274
기타자본구성요소	(16)	(361)	(361)	(361)	(361)
자기주식	(15)	(355)	(355)	(355)	(355)
이익잉여금	12,463	13,795	15,431	17,015	18,596
비자매주주지분	114	156	156	156	156
자본총계	14,051	16,256	17,892	19,476	21,057
부채와자본총계	20,487	24,118	26,145	28,449	30,244

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,517	2,433	3,069	2,451	3,318
당기순이익(순실)	1,660	2,601	2,026	1,974	1,971
비현금성항목등	1,805	1,779	1,717	1,717	1,717
유형자산감가상각비	1,337	1,403	1,401	1,401	1,401
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(469)	(375)	(317)	(317)	(317)
운전자본감소(증가)	(382)	(1,556)	(674)	(1,240)	(371)
매출채권및기타채권의 감소증가)	(296)	(1,422)	(617)	(1,136)	(340)
재고자산감소(증가)	(627)	(637)	(448)	(824)	(246)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	697	452	391	719	215
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(1,737)	(1,623)	(1,900)	(2,281)	(2,392)
금융자산감소(증가)	(3)	(2)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,381)	(1,748)	(1,900)	(2,281)	(2,392)
무형자산감소(증가)	(74)	(57)	0	0	0
기타	(279)	183	0	0	0
재무활동현금흐름	(1,007)	(995)	(390)	(390)	(390)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(674)	(217)	0	0	0
자본의증가(감소)	18	(2)	0	0	0
배당금의 지급	346	776	390	390	390
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(231)	(265)	378	(694)	172
기초현금	1,705	1,474	1,209	1,587	893
기말현금	1,474	1,209	1,587	893	1,066
FCF	1,142	408	817	(246)	616

자료 : LG화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	20,659	26,279	31,663	38,023	39,858
매출원가	16,595	20,690	25,717	31,469	33,122
매출총이익	4,064	5,589	5,946	6,554	6,736
매출총이익률 (%)	19.7	21.3	18.8	17.2	16.9
판매비와관리비	2,072	2,659	3,303	3,966	4,157
영업이익	1,992	2,930	2,643	2,588	2,579
영업이익률 (%)	9.6	11.1	8.3	6.8	6.5
비영업손익	(332)	(199)	(63)	(74)	(68)
순금융비용	42	29	30	19	25
외환관련손익	(101)	67	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(45)	7	2	2	2
세전계속사업이익	1,660	2,730	2,581	2,515	2,510
세전계속사업이익률 (%)	8.0	10.4	8.2	6.6	6.3
계속사업법인세	379	575	555	541	540
계속사업이익	1,281	2,155	2,026	1,974	1,971
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,281	2,155	2,026	1,974	1,971
순이익률 (%)	62	8.2	6.4	5.2	4.9
지배주주	1,281	2,091	1,985	1,934	1,931
지배주주구속 순이익률(%)	62	8.0	6.3	5.1	4.8
비자매주주	(0)	64	41	39	39
총포괄이익	1,275	2,130	2,026	1,974	1,971
지배주주	1,278	2,052	1,926	1,877	1,873
비자매주주	(3)	78	100	97	97
EBITDA	3,329	4,333	4,044	3,989	3,979

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	22	27.2	20.5	20.1	4.8
영업이익	9.2	47.1	(9.8)	(2.1)	(0.4)
세전계속사업이익	7.1	64.5	(5.5)	(2.6)	(0.2)
EBITDA	8.1	30.2	(6.7)	(1.4)	(0.2)
EPS(계속사업)	11.1	68.3	(5.1)	(2.6)	(0.2)
수익성 (%)					
ROE	9.5	13.9	11.7	10.4	9.6
ROA	6.6	9.7	8.1	7.2	6.7
EBITDA/마진	16.1	16.5	12.8	10.5	10.0
안정성 (%)					
유동비율	169.4	204.3	216.8	214.7	219.8
부채비율	45.8	48.4	46.1	46.1	43.6
순자본/자기자본	3.2	8.3	5.4	8.6	7.1
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.3	(0.1)	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	18,751	31,556	29,958	29,190	29,142
BPS	175,585	189,982	212,119	233,553	254,943
CFPS	38,890	50,256	47,033	46,448	46,347
주당 현금배당금	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.9	12.8	13.5	13.9	13.9
PER(최저)	1.5	2.1	1.9	1.7	1.6
PBR(최고)	6.7	8.1	8.6	8.7	8.7
PBR(최저)	5.7	7.3	7.7	8.0	8.0

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	12,048 십억원
주요주주	
롯데물산(주)(외3)	53.51%
국민연금공단	9.75%
외국인지분율	32.10%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(18/01/06)	351,500 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	416,500 원
52주 최저가	325,000 원
60일 평균 거래대금	39 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.4%	-3.9%
6개월	0.4%	-4.0%
12개월	-5.5%	-22.7%

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

단기 반등 기회를 모색한다면 “중국 춘절 모멘텀”

4Q17 OP는 6,271 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 -10.2% 하회하는 수치임. 4 분기 비수기 진입, 미국 신규크래커 물량에 대한 선제적 우려, 유가상승 부담에 따른 spread 축소가 기대를 하회하는 이익의 원인임. 2017년 이후 지속적으로 시장을 크게 underperform 하고 있는 만큼, 2월 중순 중국 춘절 때의 re-stocking 모멘텀을 감안하여 단기 반등은 모색할 수 있는 수준으로 판단함. 다만 어디까지나 단기적 요인임

4Q17 영업이익 6,271 억원(QoQ -18.2% / YoY -14.5%) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 6,984 억원 대비 -10.2% 하회하는 수치에 해당함. 기본적으로 비수기에 진입했음과 동시에 미국 신규크래커 물량에 대한 선제적 우려감이 작용하면서 대표제품 PE의 spread가 하락한 것이 악재였음. 유가상승으로 원재료 naphtha는 9월 말 \$520.5/t → 12월 말 \$597/t으로 동반 상승한 반면, HDPE는 \$1,187.5/t → \$1,182.5/t으로 오히려 하락하였음. 그 외 MEG, SM, BD 등 주력 제품 대다수 역시 하락세를 시현하며 전체적 실적 약세의 원인을 제공하였음

춘절은 하락한 주가의 단기 상승 모멘텀으로 작용 가능

동사의 주가는 2017년 중 385,500 원 → 368,000 원으로 -4.5% 하락하였음. KOSPI가 +21.8% 상승한 것 대비로 본다면 꽤 큰 폭의 underperform 을 한 셈임. 또한 1월 5월까지 주가는 351,500 원으로 추가 하락한 상황임. SK 증권 리서치센터는 2017년 이후 지속적인 순수화학의 downturn 을 주장하고 있으며, 주가는 이익보다 먼저 이를 반영한 것으로 판단함. 따라서 장기적인 관점에서 본다면 현재의 주가 움직임은 합리적이라 할 수 있음. 다만 시장 대비 underperform 의 폭이 큰 만큼 단기 반등의 여지는 찾아볼 수 있는데, 중국 춘절(2월 중순)을 앞두고 re-stocking 모멘텀으로 제품가격이 상승할 수 있어 이를 바탕으로 한 단기매수 여력은 있는 것으로 판단함

목표주가 410,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익 추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가/투자의견 그대로 유지함. 과매도 된 현 주가 상황에서 단기 반등은 충분히 나올 수 있지만, 장기적 관점에서 매력도는 높지 않음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	11,713.3	13,223.5	15,953.0	13,772.1	13,080.3	12,480.3
yoY	%	(21.2)	12.9	20.6	(13.7)	(5.0)	(4.6)
영업이익	십억원	1,611.1	2,544.3	2,840.3	1,602.7	1,141.8	1,134.7
yoY	%	359.1	57.9	11.6	(43.6)	(28.8)	(0.6)
EBITDA	십억원	2,098.8	3,173.4	3,545.1	2,316.2	1,855.2	1,848.1
세전이익	십억원	1,421.4	2,487.4	3,061.1	1,696.9	1,194.4	1,191.4
순이익(자배주주)	십억원	992.5	1,835.8	2,273.5	1,255.5	883.7	881.5
영업이익률%	%	13.8	19.2	17.8	11.6	8.7	9.1
EBITDA%	%	17.9	24.0	22.2	16.8	14.2	14.8
순이익률	%	12.1	18.8	19.2	12.3	9.1	9.5
EPS	원	28,957	53,561	66,329	36,630	25,782	25,719
PER	배	8.4	6.9	5.3	9.6	13.6	13.7
PBR	배	1.1	1.6	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	3.7	4.4	3.3	4.9	6.1	6.0
ROE	%	14.2	21.7	21.7	10.4	6.8	6.4
순차입금	십억원	(551)	1,359	(341)	(602)	(695)	(1,010)
부채비율	%	51.8	68.8	53.9	47.6	44.8	42.3

4Q17 preview

	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위 %, 십억원) 차이(a/b)
매출액	3,671.4	3,996.0	3,853.3	3,990.2	4,113.5	12.0	3.1	4,097.3	0.4
영업이익	733.5	814.8	632.2	766.2	627.1	(14.5)	(18.2)	698.4	(10.2)
세전이익	762.7	863.8	686.3	832.8	678.2	(11.1)	(18.6)	750.4	(9.6)
지배순이익	579.0	640.2	515.3	616.2	501.8	(13.3)	(18.6)	543.5	(7.7)
영업이익률	20.0	20.4	16.4	19.2	15.2	(4.7)	(4.0)	17.0	(1.8)
세전이익률	20.8	21.6	17.8	20.9	16.5	(4.3)	(4.4)	18.3	(1.8)
지배주주순이익률	15.8	16.0	13.4	15.4	12.2	(3.6)	(3.2)	13.3	(1.1)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
ROE(지배주주지분)	8.1%	ROE(지배주주지분)	21.7%	9.9%	6.6%	6.2%	6.1%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE		8.1%			
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.23						
3Q18E EPS(지배주주지분)	333,897						
Target Price	410,046						

자료: 롯데케미칼, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
EPS(지배주주지분)	53,561	36,630	25,782	25,719	26,624
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	31,278				
4Q17E EPS	36,630				
4Q18E EPS	25,782				

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	250,223	281,501	312,779	344,057	375,335	406,613	437,891	469,169	500,447	531,725
TP by 4Q17E EPS	293,044	329,674	366,305	402,935	439,566	476,196	512,827	549,457	586,088	622,718
TP by 4Q18E EPS	206,259	232,042	257,824	283,607	309,389	335,171	360,954	386,736	412,519	438,301

자료: 롯데케미칼, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

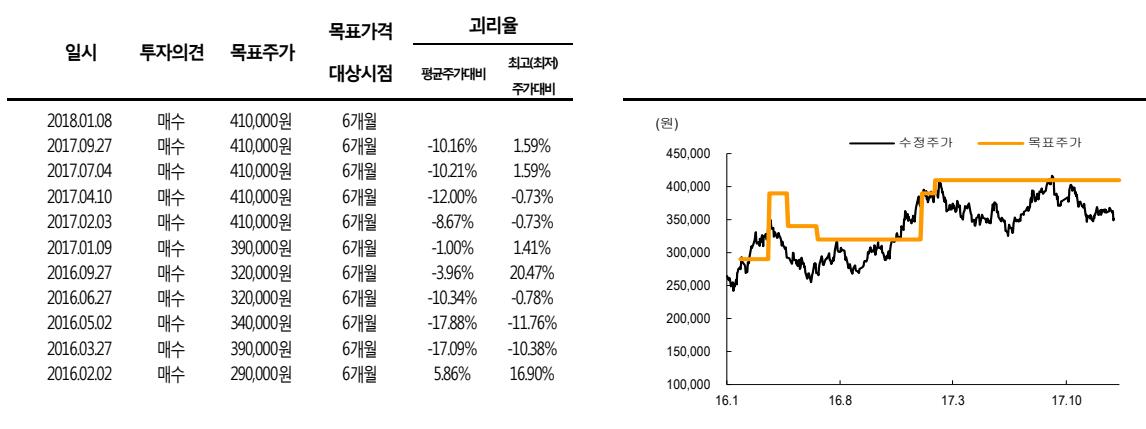
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	14,194.7	11,193.0	10,554.4	15,953.0	13,772.1	13,080.3	12.4%	23.0%	23.9%
YoY %	7.3%	-21.1%	-5.7%	20.6%	-13.7%	-5.0%			
영업이익	2,815.8	1,576.8	1,114.4	2,840.3	1,602.7	1,141.8	0.9%	1.6%	2.5%
YoY %	10.7%	-44.0%	-29.3%	11.6%	-43.6%	-28.8%			
EBITDA	3,503.1	2,255.4	1,792.9	3,545.1	2,316.2	1,855.2	1.2%	2.7%	3.5%
YoY %	104%	-35.6%	-20.5%	11.7%	-34.7%	-19.9%			
순이익	2,180.1	1,164.6	800.1	2,273.5	1,255.5	883.7	4.3%	7.8%	10.4%
YoY %	18.8%	-46.6%	-31.3%	23.8%	-44.8%	-29.6%			

자료: 롯데케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	3,106.5	2,783.0	2,931.3	2,842.8	4,113.5	3,555.2	3,509.7	3,430.4	32.4%	27.7%	19.7%	20.7%
YoY %	-15.4%	-30.4%	-23.9%	-12.2%	120%	-11.0%	-8.9%	-14.0%				
QoQ %	-4.1%	-10.4%	5.3%	-3.0%	3.1%	-13.6%	-1.3%	-2.3%				
영업이익	555.3	380.1	444.5	409.2	627.1	445.3	411.9	392.2	12.9%	17.2%	-7.3%	-4.1%
YoY %	-24.3%	-53.4%	-29.7%	-49.7%	-14.5%	-45.3%	-34.8%	-48.8%				
QoQ %	-31.7%	-31.6%	16.9%	-7.9%	-18.2%	-29.0%	-7.5%	-4.8%				
EBITDA	724.9	549.7	614.1	578.9	805.4	623.7	590.3	570.6	11.1%	13.5%	-3.9%	-1.4%
YoY %	-19.2%	-44.7%	-23.4%	-41.1%	-10.3%	-37.2%	-26.4%	-39.6%				
QoQ %	-26.3%	-24.2%	11.7%	-5.7%	-14.7%	-22.6%	-5.4%	-3.3%				
순이익	410.9	279.9	330.4	303.1	501.8	350.0	323.0	307.2	22.1%	25.0%	-2.2%	1.3%
YoY %	-29.0%	-56.3%	-35.9%	-50.6%	-13.3%	-45.3%	-37.3%	-50.1%				
QoQ %	-33.0%	-31.9%	18.1%	-8.3%	-18.6%	-30.3%	-7.7%	-4.9%				

자료: 롯데케미칼 SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,852	7,325	6,899	6,920	7,114
현금및현금성자산	2,203	1,468	1,729	1,822	2,137
매출채권및기타채권	1,552	1,748	1,392	1,355	1,292
재고자산	1,477	1,506	1,200	1,167	1,113
비유동자산	10,015	11,649	13,001	13,727	14,261
장기금융자산	396	358	358	358	358
유형자산	5,547	6,965	8,317	9,042	9,577
무형자산	1,792	1,723	1,723	1,723	1,723
자산총계	15,867	18,974	19,900	20,646	21,375
유동부채	3,449	3,167	2,941	2,918	2,878
단기금융부채	1,747	1,419	1,419	1,419	1,419
매입채무 및 기타채무	1,128	1,108	883	859	819
단기충당부채	20	10	10	10	10
비유동부채	3,017	3,475	3,475	3,475	3,475
장기금융부채	2,441	2,790	2,790	2,790	2,790
장기매입채무 및 기타채무	9	0	0	0	0
장기충당부채	16	90	90	90	90
부채총계	6,466	6,642	6,416	6,392	6,353
지배주주지분	9,363	11,545	12,696	13,466	14,234
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	479	880	880	880	880
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	8,487	10,493	11,644	12,415	13,183
비자매주주지분	38	788	788	788	788
자본총계	9,401	12,333	13,484	14,254	15,022
부채와자본총계	15,867	18,974	19,900	20,646	21,375

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,682	2,938	3,283	2,512	2,540
당기순이익(순실)	1,837	2,302	1,286	905	903
비현금성항목등	1,375	1,366	1,561	1,561	1,561
유형자산감가상각비	629	705	713	713	713
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(746)	(661)	(848)	(848)	(848)
운전자본감소(증가)	(157)	(261)	436	46	77
매출채권및기타채권의 감소증가)	(478)	(259)	355	37	62
재고자산감소(증가)	(314)	(29)	306	32	54
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	280	196	(225)	(24)	(40)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	650	797	807	807	807
투자활동현금흐름	(3,579)	(4,033)	(2,066)	(1,439)	(1,248)
금융자산감소(증가)	297	(1,978)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,577)	(2,099)	(2,066)	(1,439)	(1,248)
무형자산감소(증가)	(7)	(2)	0	0	0
기타	(2,291)	47	0	0	0
재무활동현금흐름	1,133	662	(135)	(135)	(135)
단기금융부채증가(감소)	675	(591)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	621	440	0	0	0
자본의증가(감소)	11	0	0	0	0
배당금의 지급	84	270	135	135	135
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	261	(735)	261	94	315
기초현금	1,942	2,203	1,468	1,729	1,822
기말현금	2,203	1,468	1,729	1,822	2,137
FCF	775	1,070	324	189	407

자료 : 롯데케미칼 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	13,224	15,953	13,772	13,080	12,480
매출원가	9,957	12,237	11,386	11,195	10,636
매출총이익	3,267	3,716	2,386	1,886	1,844
매출총이익률 (%)	24.7	23.3	17.3	14.4	14.8
판매비와관리비	722	876	783	744	710
영업이익	2,544	2,840	1,603	1,142	1,135
영업이익률 (%)	19.2	17.8	11.6	8.7	9.1
비영업손익	(57)	221	94	53	57
순금융비용	50	64	36	36	41
외환관련손익	(37)	15	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	71	309	212	170	169
세전계속사업이익	2,487	3,061	1,697	1,194	1,191
세전계속사업이익률 (%)	18.8	19.2	12.3	9.1	9.5
계속사업법인세	650	759	411	289	289
계속사업이익	1,837	2,302	1,286	905	903
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,837	2,302	1,286	905	903
순이익률 (%)	13.9	14.4	9.3	6.9	7.2
지배주주	1,836	2,273	1,256	884	882
지배주주구속 순이익률(%)	13.9	14.3	9.1	6.8	7.1
비자매주주	1	28	30	21	21
총포괄이익	1,923	2,130	1,286	905	903
지배주주	1,921	2,100	1,256	884	882
비자매주주	3	31	30	21	21
EBITDA	3,173	3,545	2,316	1,855	1,848

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	12.9	20.6	(13.7)	(5.0)	(4.6)
영업이익	57.9	11.6	(43.6)	(28.8)	(0.6)
세전계속사업이익	75.0	23.1	(44.6)	(29.6)	(0.2)
EBITDA	51.2	11.7	(34.7)	(19.9)	(0.4)
EPS(계속사업)	85.0	23.8	(44.8)	(29.6)	(0.2)
수익성 (%)					
ROE	21.7	21.7	10.4	6.8	6.4
ROA	13.4	13.2	6.6	4.5	4.3
EBITDA/마진	24.0	22.2	16.8	14.2	14.8
안정성 (%)					
유동비율	169.7	231.3	234.5	237.2	247.2
부채비율	68.8	53.9	47.6	44.8	42.3
순자기자본/자기자본	14.5	(2.8)	(4.5)	(4.9)	(6.7)
EBITDA/이자비용(배)	0.6	0.1	(0.2)	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	53,561	66,329	36,630	25,782	25,719
BPS	235,046	300,314	333,897	356,370	378,778
CFPS	73,182	82,869	56,248	46,057	45,901
주당 현금배당금	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.9	5.3	9.6	13.6	13.7
PER(최저)	1.6	1.2	1.1	1.0	0.9
PBR(최고)	5.0	4.2	6.2	7.6	7.7
PBR(최저)	4.4	3.3	4.9	6.1	6.0

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	3,306 십억원
주요주주	
박철완(외6)	24.72%
금호석유 자사주	18.35%
외국인지분율	28.00%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(18/01/06)	108,500 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	0.70
52주 최고가	108,500 원
52주 최저가	67,100 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	19.8%	20.4%
6개월	47.0%	40.6%
12개월	31.0%	7.1%

금호석유 (011780/KS | 매수(유지) | T.P 150,000 원(상향))

구조적 rubber rally 가 라니냐까지 만났다

4Q17 OP는 854 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 무려 +39.3% 상회하는 수치임. 추가적인 earning surprise 도 기대해 볼만함. 페놀 계열을 비롯해 전 사업부가 고르게 호조를 보임. SK 증권 리서치센터는 2016년 이후 자속적으로 rubber rally 국면에 진입했음을 주장하고 있으며, 특히 라니냐가 다가오기에 합성고무 세계 1위 업체인 동사에 대해선 긍정적 의견 유지함. 단기 급반등한 주가가 부담될 수 있지만 중장기 매력 유호

4Q17 영업이익 854 억원(QoQ +47.9% / YoY +289.8%) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 613 억원 대비 +39.3% 상회하는 수치에 해당함. 추가적인 earning surprise 의 가능성도 있을 정도로 실적 기대감을 높여도 좋음. 합성고무 / 합성수지 / 페놀 등 주력 화학 아이템들이 모두 원재료 가격 하락 대비 견조한 제품가격을 보이면서 spread 확대 현상이 나타났음. 특히 페놀계열의 BPA 가 9월 말 \$1,190/t → 12월 말 \$1,635/t 으로 큰 폭의 가격 상승을 나타내며 호실적의 가장 큰 원인으로 작용했음. BPA 의 capacity 가 크게 늘어나지 않고 있고 경쟁업체의 공급트러블도 있는 만큼 당분간 호재로서 지속 작용할 것임. SMP 와 유가 반등으로 에너지의 이익 역시 호조임

라니냐가 온다면 또 다시 rubber rally 를 봄아 할 시간

SK 증권 리서치센터는 2016년 하반기 이후 글로벌 천연/합성 고무 시장에 대해서 긍정적인 의견을 지속적으로 제시 중에 있음. 오랜 시황약세 때문에 신규공급 증대가 눈에 띠게 줄어들었고, 동시에 강한 엔비뇨 이후 라니냐가 지속적으로 발생하면서 가격 상승 요인으로 작용하기 때문임. 단기 가격상승의 절대적 모멘텀인 라니냐는 현재 재차 발생 중에 있음. 중장기적인 관점에서 rubber rally 는 여전히 마무리 되지 않은 국면이고, 이는 글로벌 합성고무 생산 1위 업체인 동사의 주가에 당연한 호재임

목표주가 100,000 원 → 150,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

현재 시황 호조를 감안해 2018년 영업이익 추정치를 21.6% 상향하며, 이를 반영해 목표주가 역시 기존 10만원에서 15만원으로 상향 조정함. 4분기 이후 50% 가량 주가가 급반등한 만큼 단기부담은 있지만, 중장기적 관점의 랠리는 여전히 기대할 만함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	3,934.5	3,970.4	5,095.6	5,425.1	6,579.9	6,222.9
yoY	%	(17.4)	0.9	28.3	6.5	21.3	(5.4)
영업이익	십억원	164.0	157.1	253.1	384.8	569.2	546.7
yoY	%	(11.3)	(4.2)	61.1	52.1	47.9	(3.9)
EBITDA	십억원	339.9	363.0	470.3	596.5	780.9	758.5
세전이익	십억원	169.6	112.9	287.8	323.1	495.5	484.5
순이익(자배주주)	십억원	118.9	73.2	215.1	249.7	382.9	374.4
영업이익률%	%	4.2	4.0	5.0	7.1	8.6	8.8
EBITDA%	%	8.6	9.1	9.2	11.0	11.9	12.2
순이익률	%	4.3	2.8	5.6	6.0	7.5	7.8
EPS	원	3,818	2,320	7,060	8,195	12,566	12,288
PER	배	13.6	35.3	15.4	13.2	8.6	8.8
PBR	배	1.1	1.7	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	10.1	11.3	10.3	5.7	4.3	4.5
ROE	%	7.6	4.6	12.6	13.0	17.1	14.3
순차입금	십억원	1,746	1,532	1,460	1,272	1,102	791
부채비율	%	153.1	163.1	149.6	135.6	119.8	102.9

4Q17 preview

	(단위 %, 십억원)								
	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,093.0	1,408.2	1,239.1	1,205.2	1,243.1	13.7	3.1	1,217.5	2.1
영업이익	21.9	65.7	44.2	57.8	85.4	289.8	47.9	61.3	39.3
세전이익	(27.0)	88.4	52.9	78.1	68.4	(353.4)	(12.5)	64.6	5.8
지배순이익	(27.8)	69.1	36.7	56.5	52.8	(290.2)	(6.5)	50.0	5.7
영업이익률	2.0	4.7	3.6	4.8	6.9	4.9	2.1	5.0	1.8
세전이익률	(2.5)	6.3	4.3	6.5	5.5	8.0	(1.0)	5.3	0.2
지배주주순이익률	(2.5)	4.9	3.0	4.7	4.2	6.8	(0.4)	4.1	0.1

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
ROE(지배주주지분)	13.6%		ROE(지배주주지분)	4.6%	12.4%	16.0%	13.6%
Terminal Growth	2.0%		weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.0%		Target ROE	13.6%			
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	2.31						
3Q18E EPS(지배주주지분)	62,397						
Target Price	144,145						

자료: 금호석유, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
EPS(지배주주지분)	3,818	8,195	12,566	12,288	12,772
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	10,346				
4Q17E EPS	8,195				
4Q18E EPS	12,566				

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	103,455	113,801	124,147	134,492	144,838	155,183	165,529	175,874	186,220	196,565
TP by 4Q17E EPS	81,949	90,144	98,339	106,533	114,728	122,923	131,118	139,313	147,508	155,703
TP by 4Q18E EPS	125,664	138,230	150,796	163,363	175,929	188,495	201,062	213,628	226,194	238,761

자료: 금호석유, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

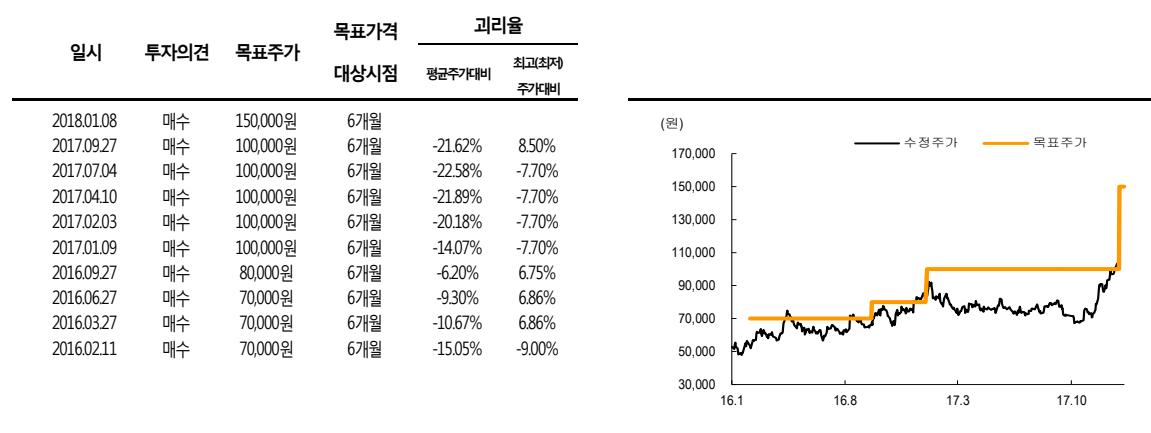
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	5,135.7	5,068.3	5,267.6	5,095.6	5,425.1	6,579.9	-0.8%	7.0%	24.9%
YoY %	29.3%	-1.3%	3.9%	28.3%	6.5%	21.3%			
영업이익	242.2	316.6	481.7	253.1	384.8	569.2	4.5%	21.6%	18.2%
YoY %	54.2%	30.7%	52.2%	61.1%	52.1%	47.9%			
EBITDA	463.7	536.7	701.9	470.3	596.5	780.9	1.4%	11.1%	11.3%
YoY %	27.7%	15.8%	30.8%	29.6%	26.8%	30.9%			
순이익	179.8	194.3	324.3	215.1	249.7	382.9	19.7%	28.5%	18.1%
YoY %	145.4%	8.1%	66.9%	193.7%	16.1%	53.3%			

자료: 금호석유, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	1,305.8	1,263.7	1,309.3	1,269.3	1,243.1	1,320.1	1,306.7	1,412.3	-4.8%	4.5%	-0.2%	11.3%
YoY %	19.5%	-10.3%	5.7%	7.3%	13.7%	-6.3%	5.5%	17.2%				
QoQ %	10.4%	-3.2%	3.6%	-3.0%	3.1%	6.2%	-10%	8.1%				
영업이익	65.3	68.9	95.2	78.9	85.4	88.7	93.3	113.8	30.8%	28.8%	-2.0%	44.3%
YoY %	198.0%	4.8%	115.4%	17.7%	289.8%	34.9%	111.2%	97.1%				
QoQ %	-26%	5.5%	38.2%	-17.1%	47.9%	3.9%	5.2%	22.0%				
EBITDA	120.3	123.9	150.2	133.9	138.3	141.6	146.2	166.7	15.0%	14.3%	-2.7%	24.5%
YoY %	56.9%	1.5%	51.4%	9.7%	80.4%	16.0%	47.4%	50.6%				
QoQ %	-14%	3.0%	21.2%	-10.9%	25.0%	24%	32%	14.0%				
순이익	36.3	39.8	60.5	48.7	52.8	55.7	59.9	76.8	45.6%	40.2%	-0.9%	57.9%
YoY %	흑전	-42.4%	64.7%	29.1%	흑전	-19.3%	63.2%	36.0%				
QoQ %	-3.7%	9.5%	52.1%	-19.5%	-6.5%	5.5%	7.6%	28.2%				

자료: 금호석유, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,255.3	1,486.9	1,803.4	2,189.4	2,421.6
현금및현금성자산	197.0	361.6	548.8	718.7	1,030.5
매출채권및기타채권	566.5	615.6	688.5	810.3	765.4
재고자산	445.5	471.7	525.9	616.5	583.1
비유동자산	3,290.8	3,279.9	3,285.2	3,402.4	3,501.8
장기금융자산	236.3	267.6	267.6	267.6	267.6
유형자산	2,564.8	2,469.8	2,475.1	2,592.4	2,691.8
무형자산	17.3	16.1	16.1	16.1	16.1
자산총계	4,546.1	4,766.9	5,088.6	5,591.9	5,923.5
유동부채	2,145.6	2,084.3	2,155.6	2,274.8	2,230.9
단기금융부채	1,521.1	1,374.2	1,374.2	1,374.2	1,374.2
매입채무 및 기타채무	542.8	620.8	692.1	811.4	767.4
단기충당부채	69	75	75	75	75
비유동부채	672.7	773.0	773.0	773.0	773.0
장기금융부채	560.5	632.4	632.4	632.4	632.4
장기매입채무 및 기타채무	15	51	51	51	51
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,818.2	2,857.2	2,928.6	3,047.8	3,003.9
지배주주지분	1,619.7	1,798.8	2,049.3	2,433.3	2,808.8
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	266.5	266.5	266.5	266.5	266.5
기타자본구성요소	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)
자기주식	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)
이익잉여금	1,207.9	1,405.2	1,655.7	2,039.7	2,415.2
비자본주주지분	108.2	110.8	110.8	110.8	110.8
자본총계	1,727.9	1,909.6	2,160.0	2,544.1	2,919.6
부채와자본총계	4,546.1	4,766.9	5,088.6	5,591.9	5,923.5

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	296.8	446.1	499.7	587.8	734.2
당기순이익(순실)	80.8	217.6	250.4	384.0	375.5
비현금성항목등	309.9	291.6	316.9	316.9	316.9
유형자산감가상각비	206.0	217.3	211.7	211.7	211.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(104.0)	(74.4)	(105.2)	(105.2)	(105.2)
운전자본감소(증가)	(20.2)	(11.0)	(67.7)	(113.2)	41.7
매출채권및기타채권의 감소증가)	(85.6)	(73.7)	(68.3)	(114.2)	42.1
재고자산감소증가)	(50.8)	(26.1)	(54.2)	(90.6)	33.4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	154.5	103.3	54.8	91.6	(33.8)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	32.1	76.2	85.7	85.7	85.7
투자활동현금흐름	(250.7)	(112.3)	(217.0)	(329.0)	(311.1)
금융자산감소(증가)	12.8	8.2	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(271.1)	(120.9)	(217.0)	(329.0)	(311.1)
무형자산감소(증가)	(1.5)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
기타	9.2	11	0.0	0.0	0.0
재무활동현금흐름	103.6	(103.7)	0.0	0.0	0.0
단기금융부채증가(감소)	(52.1)	(383.5)	0.0	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	183.9	305.1	0.0	0.0	0.0
자본의증가(감소)	16	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	22.5	22.1	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	149.7	164.7	187.2	169.9	311.8
기초현금	47.3	197.0	361.6	548.8	718.7
기말현금	197.0	361.6	548.8	718.7	1,030.5
FCF	254.1	134.9	235.0	227.0	360.0

자료 : 금호석유 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	3,970.4	5,095.6	5,425.1	6,579.9	6,222.9
매출원가	3,637.5	4,684.7	4,855.7	5,786.9	5,464.5
매출총이익	332.9	410.9	569.3	793.0	758.4
매출총이익률 (%)	84	81	105	121	122
판매비외관리비	175.8	157.8	184.5	223.8	211.7
영업이익	157.1	253.1	384.8	569.2	546.7
영업이익률 (%)	4.0	5.0	7.1	8.6	8.8
비영업손익	(44.2)	34.7	(61.7)	(73.6)	(62.2)
순금융비용	15.7	13.0	18.7	24.8	36.6
외환관련손익	(17.1)	26.2	0.0	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	36.6	84.0	29.8	11.7	11.4
세전계속사업이익	112.9	287.8	323.1	495.5	484.5
세전계속사업이익률 (%)	28	56	60	75	78
계속사업법인세	32.1	70.2	72.7	111.5	109.0
계속사업이익	80.8	217.6	250.4	384.0	375.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*법인세효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	80.8	217.6	250.4	384.0	375.5
순이익률 (%)	2.0	4.3	4.6	5.8	6.0
지배주주	73.2	215.1	249.7	382.9	374.4
지배주주구속 순이익률(%)	1.8	4.2	4.6	5.8	6.0
비지배주주	7.5	2.5	0.8	1.2	1.1
총포괄이익	91.9	244.3	250.4	384.0	375.5
지배주주	87.1	241.6	249.7	382.9	374.4
비지배주주	4.9	2.7	0.8	1.2	1.1
EBITDA	363.0	470.3	596.5	780.9	758.5

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	0.9	28.3	6.5	21.3	(5.4)
영업이익	(4.2)	61.1	52.1	47.9	(3.9)
세전계속사업이익	(33.5)	154.9	12.3	53.3	(2.2)
EBITDA	6.8	29.6	26.8	30.9	(2.9)
EPS(계속사업)	(39.2)	204.4	16.1	53.3	(2.2)
수익성 (%)					
ROE	4.6	12.6	13.0	17.1	14.3
ROA	1.8	4.7	5.1	7.2	6.5
EBITDA/마진	9.1	92	11.0	11.9	12.2
안정성 (%)					
유동비율	58.5	71.3	83.7	96.2	108.5
부채비율	163.1	149.6	135.6	119.8	102.9
순자본/자기자본	88.7	76.4	58.9	43.3	27.1
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.3	0.2	0.3	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2320	7,060	8,195	12,566	12,288
BPS	48,674	54,920	62,397	73,864	85,076
CFPS	9,506	12,214	15,227	19,493	18,974
주당 현금배당금	785	785	785	785	785
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	35.3	15.4	13.2	8.6	8.8
PER(최저)					
PBR(최고)	1.7	2.0	1.7	1.5	1.3
PBR(최저)					
PCR	8.6	8.9	7.1	5.6	5.7
EV/EBITDA(최고)	113	103	5.7	43	45
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



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

Company Data

자본금	830 십억원
발행주식수	16481 만주
자사주	170 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,554 십억원
주요주주	
(주)한화(외4)	36.29%
국민연금공단	9.14%
외국인지분율	29.30%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(18/01/06)	33,700 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	1.14
52주 최고가	38,000 원
52주 최저가	24,100 원
60일 평균 거래대금	32 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.8%	103%
6개월	8.7%	4.0%
12개월	27.4%	4.2%

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

2016년 태양광, 2017년 화학, 2018년은 무엇일까?

4Q17 OP는 1,498 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 -17.0% 하회하는 수치임. 4 분기 비수기 진입, 미국 신규크래커 물량에 대한 선제적 우려, 유가상승 부담에 따른 spread 축소가 기대를 하회하는 이익의 원인임. 그러나 가성소다와 TDI를 보유하고 있다는 부분이 호재임. 18년에는 전체 OP의 80% 이상을 차지하는 화학이 추가상승을 기대하기 어려운 국면임. 따라서 연초 이후 단기 주가반등에 추가 상승을 기대하기 쉽지 않음

4Q17 영업이익 1,498 억원(QoQ -30.4% / YoY +8.5%) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 1,806 억원 대비 -17.0% 하회하는 수치에 해당함. 기본적으로 비수기에 진입했음과 동시에 미국 신규크래커 물량에 대한 선제적 우려감이 작용하면서 대표제품 PE의 spread가 하락한 것이 악재였음. 유가상승으로 원재료 naphtha는 9월 말 \$520.5/t → 12월 말 \$597/t으로 동반 상승한 반면, LDPE는 \$1,267.5/t → \$1,212.5/t, PVC는 \$947.5/t → \$875/t으로 오히려 하락하였음. 다만 가성소다와 TDI가 여전히 강세를 이어간 탓에 감익폭은 제한되었을 것으로 추정함. 태양광은 폴리실리콘의 강세 대비 모듈가격이 약세에 머물렀기 때문에 여전히 약세일 것으로 판단함

2018년에도 한화케미칼의 화학아이템들은 2017년과 같을 수 있을까?

2017년은 예정되어있던 태양광의 대폭 감익을 PVC, 가성소다, TDI 등 크게 기대치 않았던 동사의 화학 아이템들이 만회해주면서 전반적인 호실적을 이어갈 수 있었음. 다만 2018년은 전체적인 화학의 down-turn이 불가피한 상황인 만큼 올 해와 같은 시황을 기대하기는 쉽지 않음. 2017년 영업이익에서 화학계열이 차지한 비중은 80%를 상회하는 상황이며, 순이익은 이보다 더 높기 때문에 동사에게 있어서 화학의 down-turn은 이익 측면에서 고민이 들게 하는 상황임

목표주가 39,000 원 / 투자의견 매수 유지

목표주가와 투자의견 그대로 유지함. 연초 이후 가성소다와 TDI에 대한 기대감 등으로 주가는 10% 가량 반등하였음. 지난 9월 이후 화학시황 우려감으로 하락폭이 커기 때문에 충분히 용인할 만한 상승이었음. 다만 시황의 방향성을 볼 때 추가반등 여력 제한적임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	8,037.0	9,258.8	9,380.0	9,233.5	9,080.3	9,105.2
yoY	%	(0.2)	15.2	1.3	(1.6)	(1.7)	0.3
영업이익	십억원	337.0	779.2	780.4	522.6	504.6	515.6
yoY	%	138.6	131.2	0.1	(33.0)	(3.5)	2.2
EBITDA	십억원	789.2	1,224.5	1,211.8	956.3	938.3	949.3
세전이익	십억원	228.4	886.4	1,251.9	548.7	508.8	527.8
순이익(자배주주)	십억원	188.2	755.3	985.2	431.8	400.3	415.3
영업이익률%	%	4.2	8.4	8.3	5.7	5.6	5.7
EBITDA%	%	9.8	13.2	12.9	10.4	10.3	10.4
순이익률	%	2.3	8.2	10.5	4.7	4.4	4.6
EPS	원	1,161	4,580	5,978	2,620	2,429	2,520
PER	배	23.4	5.4	5.6	12.9	13.9	13.4
PBR	배	1.0	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	10.0	6.0	7.0	5.8	5.9	5.9
ROE	%	4.2	15.2	17.2	6.8	6.0	5.9
순차입금	십억원	3,490	3,230	2,877	2,469	2,216	1,939
부채비율	%	180.9	152.7	122.7	115.9	111.9	108.0

4Q17 preview

	(단위 %, 십억원)								
	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,317.3	2,191.3	2,485.5	2,313.0	2,390.0	3.1	3.3	2,342.6	2.0
영업이익	138.1	196.6	218.8	215.2	149.8	8.5	(30.4)	180.6	(17.0)
세전이익	143.6	392.5	305.2	331.9	222.3	54.8	(33.0)	301.9	(26.4)
지배순이익	149.4	321.3	236.4	252.7	174.9	17.1	(30.8)	231.5	(24.5)
영업이익률	6.0	9.0	8.8	9.3	6.3	0.3	(3.0)	7.7	(1.4)
세전이익률	6.2	17.9	12.3	14.3	9.3	3.1	(5.0)	12.9	(3.6)
지배주주순이익률	6.4	14.7	9.5	10.9	7.3	0.9	(3.6)	9.9	(2.6)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
ROE(지배주주지분)	7.1%		ROE(지배주주지분)	15.2%	8.2%	5.7%	5.8%
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 EPS(지배주주지분)	38,394						
Target Price	38,809						

자료: 한화케미칼, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
EPS(지배주주지분)	1,161	3,218	2,353	2,500	2,614
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,841				
4Q17E EPS	3,218				
4Q18E EPS	2,353				

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	25,571	26,992	28,412	29,833	31,254	32,674	34,095	35,515	36,936	38,357
TP by 4Q17E EPS	28,966	30,575	32,184	33,794	35,403	37,012	38,621	40,231	41,840	43,449
TP by 4Q18E EPS	21,178	22,354	23,531	24,707	25,884	27,060	28,237	29,413	30,590	31,767

자료: 한화케미칼, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

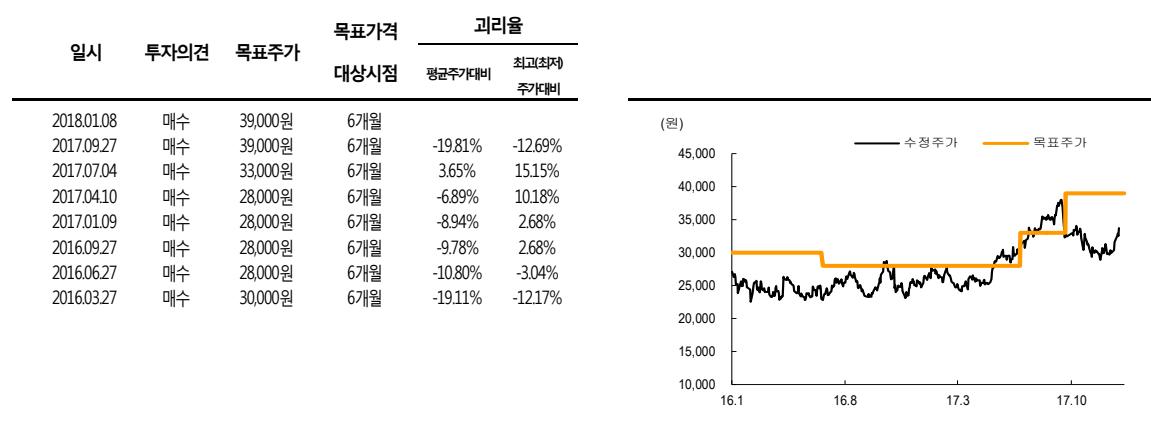
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	9,599.1	9,121.5	8,976.1	9,380.0	9,233.5	9,080.3	-2.3%	1.2%	1.2%
YoY %	3.7%	-5.0%	-1.6%	1.3%	-1.6%	-1.7%			
영업이익	828.1	521.3	472.6	780.4	522.6	504.6	-5.8%	0.2%	6.8%
YoY %	6.3%	-37.0%	-9.4%	0.1%	-33.0%	-3.5%			
EBITDA	1,257.2	950.4	901.7	1,211.8	956.3	938.3	-3.6%	0.6%	4.1%
YoY %	2.7%	-24.4%	-5.1%	-1.0%	-21.1%	-1.9%			
순이익	976.9	448.9	378.7	985.2	431.8	400.3	0.9%	-3.8%	5.7%
YoY %	29.3%	-54.0%	-15.6%	30.4%	-56.2%	-7.3%			

자료: 한화케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	2,426.0	2,276.6	2,325.6	2,296.1	2,390.0	2,357.2	2,346.0	2,290.7	-1.5%	3.5%	0.9%	-0.2%
YoY %	468.9%	389.0%	-643.3%	-802.0%	3.1%	7.6%	-5.6%	-10%				
QoQ %	-281.5%	-615.8%	215.4%	-127.2%	3.3%	-14%	-0.5%	-24%				
영업이익	183.3	134.8	144.9	137.0	149.8	150.1	142.3	128.4	-18.3%	11.3%	-1.8%	-6.3%
YoY %	3268.1%	3139.8%	3377.6%	4033.4%	8.5%	-23.6%	-35.0%	-40.4%				
QoQ %	-2016.7%	2641.8%	744.5%	-546.7%	-30.4%	0.2%	-5.2%	-9.8%				
EBITDA	290.5	242.1	252.2	244.2	258.2	258.5	250.7	236.8	-11.1%	6.8%	-0.6%	-3.0%
YoY %	3302.8%	2031.2%	2266.3%	2748.8%	18.2%	-14.9%	-23.1%	-26.8%				
QoQ %	-1374.4%	1666.3%	414.6%	-314.1%	-20.2%	0.1%	-3.0%	-5.6%				
순이익	182.9	118.0	137.0	112.1	174.9	132.4	122.8	100.3	-4.3%	12.2%	-10.3%	-10.6%
YoY %	2237.5%	-	6326.3%	4206.4%	5257.2%	17.1%	-58.8%	-48.0%	-60.3%			
QoQ %	-2264.6%	3545.6%	1604.0%	-1813.8%	-30.8%	-24.3%	-7.2%	-18.4%				

자료: 한화케미칼 SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(순지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,524	4,576	4,869	5,255	5,646
현금및현금성자산	1,012	876	1,384	1,737	2,114
매출채권및기타채권	1,561	1,741	1,629	1,646	1,653
재고자산	1,421	1,251	1,173	1,185	1,190
비유동자산	9,294	9,596	9,675	9,746	9,819
장기금융자산	298	326	326	326	326
유형자산	5,761	5,775	5,854	5,925	5,998
무형자산	426	428	428	428	428
자산총계	13,818	14,171	14,544	15,002	15,465
유동부채	4,963	4,975	4,975	5,090	5,197
단기금융부채	2,259	2,668	2,768	2,868	2,968
매입채무 및 기타채무	1,758	1,597	1,497	1,512	1,518
단기충당부채	71	57	57	57	57
비유동부채	3,387	2,833	2,833	2,833	2,833
장기금융부채	2,588	2,005	2,005	2,005	2,005
장기매입채무 및 기타채무	46	21	21	21	21
장기충당부채	49	36	36	36	36
부채총계	8,350	7,808	7,808	7,923	8,029
자본주주지분	5,285	6,177	6,551	6,893	7,249
자본금	830	830	830	830	830
자본잉여금	828	828	828	828	828
기타자본구성요소	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,586	4,456	4,829	5,171	5,528
비자본주주지분	183	186	186	186	186
자본총계	5,468	6,363	6,737	7,078	7,435
부채와자본총계	13,818	14,171	14,544	15,002	15,465

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,121	839	1,034	875	901
당기순이익(순실)	886	1,204	431	399	414
비현금성항목등	424	97	493	493	493
유형자산감가상각비	445	431	434	434	434
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	21	334	(59)	(59)	(59)
운전자본감소(증가)	(152)	(309)	110	(17)	(7)
매출채권및기타채권의 감소증가)	254	(156)	107	(17)	(6)
재고자산감소증가)	405	169	79	(12)	(5)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	20	(29)	(76)	12	5
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(446)	(418)	(513)	(505)	(506)
금융자산감소(증가)	126	(144)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(413)	(465)	(513)	(505)	(506)
무형자산감소(증가)	(13)	18	0	0	0
기타	(146)	172	0	0	0
재무활동현금흐름	(302)	(435)	(58)	(58)	(58)
단기금융부채증가(감소)	17	(46)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(80)	(145)	0	0	0
자본의증가(감소)	201	0	0	0	0
배당금의 지급	25	115	58	58	58
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	368	(136)	508	353	378
기초현금	645	1,012	876	1,384	1,737
기말현금	1,012	876	1,384	1,737	2,114
FCF	468	302	445	307	325

자료 : 한화케미칼 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	9,259	9,380	9,233	9,080	9,105
매출원가	7,211	7,455	7,582	7,466	7,477
매출총이익	2,048	1,925	1,651	1,614	1,628
매출총이익률 (%)	22.1	20.5	17.9	17.8	17.9
판매비와관리비	1,268	1,145	1,128	1,110	1,113
영업이익	779	780	523	505	516
영업이익률 (%)	8.4	8.3	5.7	5.6	5.7
비영업손익	107	472	26	4	12
순금융비용	56	27	38	50	61
외환관련손익	(8)	33	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	446	591	158	129	130
세전계속사업이익	886	1,252	549	509	528
세전계속사업이익률 (%)	9.6	13.3	5.9	5.6	5.8
계속사업법인세	115	252	118	109	113
계속사업이익	771	1,000	431	399	414
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	771	1,000	431	399	414
순이익률 (%)	8.3	10.7	4.7	4.4	4.6
지배주주	755	985	432	400	415
지배주주구속 순이익률 (%)	8.2	10.5	4.7	4.4	4.6
비지배주주	16	15	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	668	1,023	431	399	414
지배주주	663	1,008	432	400	415
비지배주주	5	15	(1)	(1)	(1)
EBITDA	1,225	1,212	956	938	949

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	15.2	1.3	(1.6)	(1.7)	0.3
영업이익	131.2	0.1	(33.0)	(3.5)	22
세전계속사업이익	288.1	41.2	(56.2)	(7.3)	3.7
EBITDA	55.2	(1.0)	(21.1)	(1.9)	1.2
EPS(계속사업)	294.6	30.5	(56.2)	(7.3)	3.7
수익성 (%)					
ROE	15.2	17.2	6.8	6.0	5.9
ROA	5.6	7.1	3.0	2.7	2.7
EBITDA/마진	13.2	12.9	10.4	10.3	10.4
안정성 (%)					
유동비율	91.2	92.0	97.9	103.2	108.6
부채비율	152.7	122.7	115.9	111.9	108.0
순자금/자기자본	59.1	45.2	36.7	31.3	26.1
EBITDA/이자비용(배)	0.2	(0.0)	(0.1)	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,580	5,978	2,620	2,429	2,520
BPS	30,729	36,256	38,505	40,566	42,716
CFPS	6,768	6,350	5,086	5,001	5,053
주당 현금배당금	350	350	350	350	350
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	5.4	5.6	12.9	13.9	13.4
PER(최저)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
PBR(최고)	3.6	5.3	6.6	6.7	6.7
PBR(최저)	6.0	7.0	5.8	5.9	5.9

SK COMPANY Analysis



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

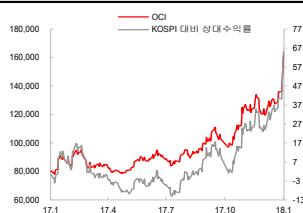
Company Data

자본금	127 십억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,852 십억원
주요주주	
이수영(외31)	28.78%
국민연금공단	8.22%
외국인지분율	23.50%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(18/01/06)	161,500 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	0.75
52주 최고가	161,500 원
52주 최저가	77,900 원
60일 평균 거래대금	41 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	30.2%	30.9%
6개월	81.9%	73.9%
12개월	102.1%	65.3%

OCI (010060/KS | 매수(유지) | T.P 180,000 원(상향))

드디어 돌아오는 폴리실리콘

4Q17 OP는 986 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 +28.4% 상회 수치임. 호실적의 주요 원인 2 가지는 폴리실리콘 가격이 중국의 보조금정책 + 수요 호재로서 지속 상승 중에 있고, 화학에서 TDI의 강세가 지속된 것으로 꼽을 수 있음. 글로벌 폴리실리콘 시황이 완연한 회복세를 보이고 있어, 말레이시아 설비 매입으로 생산능력을 늘린 동사의 2018년 이익은 기대할 만한 여지가 충분히 있음

4Q17 영업이익 986 억원(QoQ +25.3% / YoY 흑전) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 768 억원 대비 +28.4% 상회하는 수치에 해당함. 호실적의 첫 번째 원인은 태양광임. 중국의 FIT(보조금) 정책이 시장에 긍정적으로 작용하면서 폴리실리콘 가격은 3분기에 이어서 4분기에도 상승하였음(2Q \$13.6/kg → 3Q \$15.4/kg → 4Q \$16.9/kg). 수요도 견조하기 때문에 폴리실리콘 가격은 1월 초 기준 \$17.8/kg 까지 상승해 있음. 말레이시아 설비매입 효과까지 부각되면서 지속적으로 이익회복에 기여 중임. 뿐만 아니라 TDI로 대변되는 화학은 통상적으로 존재하는 정기보수에도 불구하고 가격강세가 이어지면서 3분기와 크게 다르지 않은 실적을 보일 것으로 기대됨

완연하게 드러나는 폴리실리콘의 회복 국면

최근 폴리실리콘 가격의 상승세가 완연하게 나타나고 있음. 지난 수년 간 downstream(발전)의 강세가 나타나면서 upstream(소재)에 대한 투자는 꾸준히 줄어들었는데, 이 부분이 폴리실리콘 시장의 수급조절로 이어지면서 가격 상승이 발생하는 것으로 판단함. 뿐만 아니라 중국을 중심으로 수요도 여전히 강세가 나타나고 있음. 말레이시아 설비(2 만톤/년) 매입으로 생산능력을 7.2 만톤/년까지 끌어올려둔 만큼 시황 회복의 수혜를 누릴 수 있을 것으로 판단함

목표주가 120,000 원 → 180,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

2018년 영업이익 추정치를 기준대비 +18.1% 상향한 것을 반영해 목표주가 역시 상향 조정함. 연말/연초 25% 가량 급반등한 현재의 주가가 부담이 될 수 있겠지만, 글로벌 폴리실리콘 top-tier로서 이익회복 기대감은 2018년 주가에 긍정적으로 작용할 것임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	2,301.5	2,739.4	3,786.6	3,819.0	3,536.2	3,416.5
yoY	%	(4.9)	19.0	38.2	0.9	(7.4)	(3.4)
영업이익	십억원	(144.6)	121.4	278.1	317.5	426.2	488.8
yoY	%	#VALUE!	#VALUE!	129.1	14.2	34.3	14.7
EBITDA	십억원	219.3	427.2	579.5	609.3	500.6	563.2
세전이익	십억원	(303.1)	(195.1)	288.5	320.4	422.2	504.2
순이익(자배주주)	십억원	100.3	242.1	232.5	253.8	334.5	399.4
영업이익률%	%	(6.3)	4.4	7.3	8.3	12.1	14.3
EBITDA%	%	9.5	15.6	15.3	16.0	14.2	16.5
순이익률	%	4.4	8.8	6.1	6.6	9.5	11.7
EPS	원	4,206	10,151	9,749	10,643	14,024	16,748
PER	배	17.8	7.8	16.6	15.2	11.5	9.6
PBR	배	0.7	0.6	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	17.8	8.5	8.5	7.7	8.9	7.3
ROE	%	3.5	7.9	7.1	7.2	8.8	9.7
순차입금	십억원	2,123	1,749	1,072	850	597	277
부채비율	%	125.1	91.4	82.0	76.0	69.6	63.3

4Q17 preview

	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위 %, 십억원) 차이(a/b)
매출액	650.5	1,138.4	699.4	941.9	1,006.8	54.8	6.9	805.8	24.9
영업이익	(1.9)	69.4	31.4	78.7	98.6	(5,360.5)	25.3	76.8	28.4
세전이익	(92.4)	54.2	90.5	60.1	83.6	(190.5)	39.1	51.7	61.9
지배순이익	(50.3)	34.0	90.0	42.3	66.2	(231.8)	56.6	45.7	45.0
영업이익률	(0.3)	6.1	4.5	8.4	9.8	10.1	1.4	9.5	0.3
세전이익률	(14.2)	4.8	12.9	6.4	8.3	22.5	1.9	6.4	1.9
지배주주순이익률	(7.7)	3.0	12.9	4.5	6.6	14.3	2.1	5.7	0.9

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
ROE(지배주주지분)	8.1%	ROE(지배주주지분)	7.9%	7.1%	8.6%	9.3%	8.4%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	8.1%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.21						
3Q18E EPS(지배주주지분)	142,767						
Target Price	173,429						

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
EPS(지배주주지분)	4,206	10,643	14,024	16,748	16,317
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	13,108				
4Q17E EPS	10,643				
4Q18E EPS	14,024				

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	117,969	131,077	144,185	157,293	170,400	183,508	196,616	209,723	222,831	235,939
TP by 4Q17E EPS	95,790	106,434	117,077	127,720	138,364	149,007	159,650	170,294	180,937	191,581
TP by 4Q18E EPS	126,218	140,242	154,266	168,291	182,315	196,339	210,363	224,388	238,412	252,436

자료: OCI, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

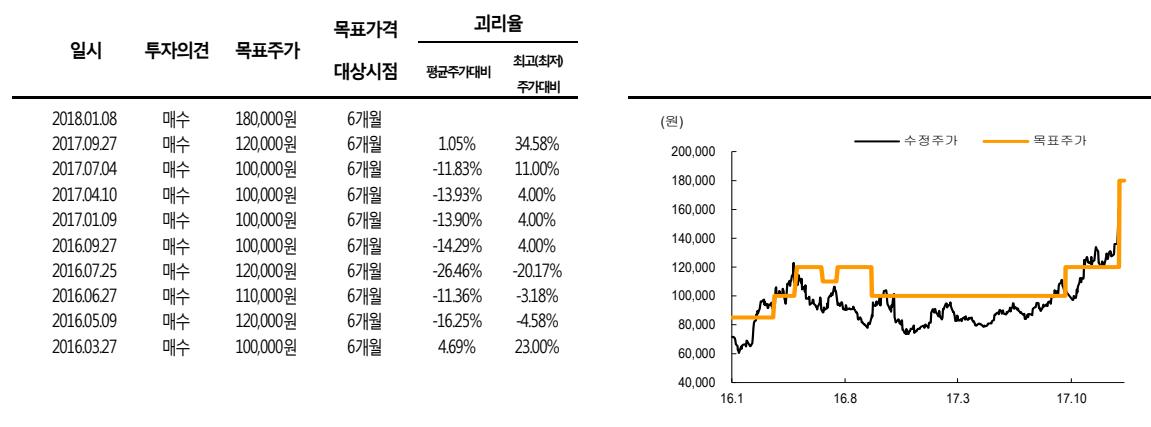
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	3,311.0	2,767.3	2,177.5	3,786.6	3,819.0	3,536.2	14.4%	38.0%	62.4%
YoY %	20.9%	-16.4%	-21.3%	38.2%	0.9%	-7.4%			
영업이익	213.5	268.8	411.9	278.1	317.5	426.2	30.2%	18.1%	3.5%
YoY %	76.0%	25.9%	53.2%	129.1%	14.2%	34.3%			
EBITDA	503.3	547.8	473.5	579.5	609.3	500.6	15.1%	11.2%	5.7%
YoY %	17.8%	8.8%	-13.6%	35.6%	5.1%	-17.8%			
순이익	187.8	195.5	328.8	232.5	253.8	334.5	23.8%	29.8%	1.7%
YoY %	-22.4%	4.1%	68.2%	-4.0%	9.2%	31.8%			

자료 OCI, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	716.2	707.5	685.1	677.7	1,006.8	992.5	969.2	916.7	40.6%	40.3%	41.5%	35.3%
YoY %	101%	-37.9%	-20%	-10.5%	54.8%	-12.8%	38.6%	-2.7%				
QoQ %	-5.4%	-1.2%	-3.2%	-1.1%	6.9%	-14%	-23%	-5.4%				
영업이익	40.3	82.6	59.3	60.6	98.6	108.8	84.8	54.3	144.6%	31.8%	42.8%	-10.4%
YoY %	흑전	18.9%	89.0%	-16.4%	흑전	56.7%	170.0%	-31.0%				
QoQ %	-44.3%	104.9%	-28.1%	20%	25.3%	10.4%	-22.1%	-36.0%				
EBITDA	110.1	152.3	129.1	130.3	171.5	181.8	157.7	127.2	55.9%	19.3%	22.2%	-2.4%
YoY %	50.1%	5.9%	20.3%	-8.3%	134.0%	26.4%	47.0%	-18.9%				
QoQ %	-22.6%	38.4%	-15.2%	0.9%	9.4%	6.0%	-13.2%	-19.3%				
순이익	19.7	58.5	42.5	44.5	66.2	87.5	66.3	43.3	236.3%	49.5%	56.0%	-2.7%
YoY %	흑전	72.2%	-52.7%	0.8%	흑전	157.5%	-26.3%	24%				
QoQ %	-55.4%	197.2%	-27.4%	4.8%	56.6%	32.1%	-24.3%	-34.6%				

자료 OCI, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,981	2,106	2,425	2,633	2,912
현금및현금성자산	339	823	1,045	1,298	1,618
매출채권및기타채권	578	657	584	562	542
재고자산	790	367	545	526	507
비유동자산	4,267	4,177	4,076	4,178	4,275
장기금융자산	50	40	40	40	40
유형자산	3,463	3,403	3,302	3,405	3,501
무형자산	34	45	45	45	45
자산총계	6,249	6,283	6,501	6,811	7,186
유동부채	1,438	1,126	1,103	1,091	1,079
단기금융부채	1,051	654	654	654	654
매입채무 및 기타채무	302	357	333	322	310
단기충당부채	0	14	14	14	14
비유동부채	1,546	1,705	1,705	1,705	1,705
장기금융부채	1,204	1,379	1,379	1,379	1,379
장기매입채무 및 기타채무	11	7	7	7	7
장기충당부채	10	10	10	10	10
부채총계	2,984	2,831	2,808	2,796	2,784
지배주주지분	3,196	3,382	3,624	3,946	4,332
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	786	786	786	786	786
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,257	2,469	2,711	3,033	3,419
비자본주주지분	69	70	70	70	70
자본총계	3,265	3,452	3,694	4,016	4,402
부채와자본총계	6,249	6,283	6,501	6,811	7,186

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	408	856	522	537	599
당기순이익(순실)	219	233	252	331	396
비현금성항목등	239	343	389	171	171
유형자산감가상각비	306	301	292	74	74
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	67	(41)	(97)	(97)	(97)
운전자본감소(증가)	18	320	(118)	34	32
매출채권및기타채권의 감소증가)	(23)	(71)	71	20	19
재고자산감소(증가)	(273)	423	(178)	19	18
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	15	17	(11)	(6)	(5)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	56	73	73	73
투자활동현금흐름	(139)	(99)	(191)	(177)	(171)
금융자산감소(증가)	(108)	8	0	0	0
유형자산감소(증가)	(441)	(143)	(191)	(177)	(171)
무형자산감소(증가)	(2)	(1)	0	0	0
기타	412	37	0	0	0
재무활동현금흐름	(404)	(215)	(10)	(10)	(10)
단기금융부채증가(감소)	(510)	(563)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	113	367	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	5	19	10	10	10
기타	(5)	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(138)	484	223	252	321
기초현금	477	339	823	1,045	1,298
기말현금	339	823	1,045	1,298	1,618
FCF	(304)	782	230	265	318

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	2,739	3,787	3,819	3,536	3,417
매출원가	2,409	3,302	3,315	2,937	2,760
매출총이익	330	484	504	599	656
매출총이익률 (%)	12.0	12.8	13.2	16.9	19.2
판매비와관리비	209	206	187	173	167
영업이익	121	278	317	426	489
영업이익률 (%)	4.4	7.3	8.3	12.1	14.3
비영업손익	(316)	10	3	(4)	15
순금융비용	45	36	78	74	92
외환관련손익	11	(25)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	3	14	18	15	17
세전계속사업이익	(195)	289	320	422	504
세전계속사업이익률 (%)	(7.1)	7.6	8.4	11.9	14.8
계속사업법인세	(218)	55	69	91	108
계속사업이익	23	233	252	331	396
중단사업이익	197	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	219	233	252	331	396
순이익률 (%)	8.0	6.2	6.6	9.4	11.6
지배주주	242	233	254	334	399
지배주주구속 순이익률(%)	8.8	6.1	6.6	9.5	11.7
비지배주주	(23)	1	(2)	(3)	(4)
총포괄이익	227	228	252	331	396
지배주주	249	228	254	334	399
비지배주주	(22)	0	(2)	(3)	(4)
EBITDA	427	579	609	501	563

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	19.0	38.2	0.9	(7.4)	(3.4)
영업이익	흑전!	129.1	14.2	34.3	14.7
세전계속사업이익	적전!	흑전	11.1	31.8	19.4
EBITDA	94.8	35.6	5.1	(17.8)	12.5
EPS(계속사업)	141.4	(4.0)	9.2	31.8	19.4
수익성 (%)					
ROE	7.9	7.1	7.2	8.8	9.7
ROA	3.2	3.7	3.9	5.0	5.7
EBITDA/마진	15.6	15.3	16.0	14.2	16.5
안정성 (%)					
유동비율	137.8	187.0	220.0	241.4	269.7
부채비율	91.4	82.0	76.0	69.6	63.3
순차입금/자기자본	53.6	31.1	23.0	14.9	6.3
EBITDA/이자비용(배)	1.0	0.3	0.1	(0.2)	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,151	9,749	10,643	14,024	16,748
BPS	125,056	132,621	142,767	156,264	172,459
CFPS	12,233	21,401	22,685	17,149	19,208
주당 현금배당금	400	400	400	400	400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	7.8	16.6	15.2	11.5	9.6
PER(최저)	0.6	1.2	1.1	1.0	0.9
PBR(최고)	64	7.5	7.1	9.4	8.4
PBR(최저)	8.5	8.5	7.7	8.9	7.3

SK COMPANY Analysis



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

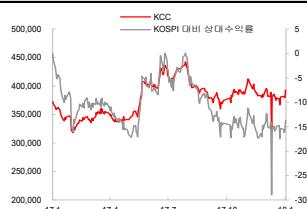
Company Data

자본금	56 십억원
발행주식수	1,056 만주
자사주	72 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,149 십억원
주요주주	
정몽진(외12)	38.77%
국민연금공단	12.60%
외국인지분율	20.00%
배당수익률	2.00%

Stock Data

주가(18/01/06)	393,000 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	442,500 원
52주 최저가	318,000 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.3%	0.3%
6개월	-6.7%	-10.7%
12개월	5.5%	-13.7%

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

화학의 down-turn 이 고민이라면 대안이 될 수 있는 KCC

4Q17 OP는 643 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 -13.8% 하회하는 수치임. 건자재 증설과 아파트 입주물량 효과, 그리고 안정적이었던 원재료 가격의 흐름이 전년동기대비 실적강세(+75.2%)의 원인으로 작용할 것임. 동사의 영업가치 및 우량한 자산가치의 매력은 변동성이 높아진 현재 시장에서는 매력이 될 수 있음. 특히 화학시황이 down-turn에 진입했기에 그런 측면은 더욱 부각됨

4Q17 영업이익 643 억원(QoQ -42.6% / YoY +75.2%) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 746 억원 대비 -13.8% 하회하는 수치에 해당함. 통상적으로 4분기는 비용 등을 감안해 동사의 비수기에 해당하기 때문에, 전분기대비 감익보다는 전년동기대비 중의 추세에 주목해야 함. 17년 중에 추진했던 건자재의 증설과 2018년에 집중되어 있는 국내 아파트 입주물량 증대가 호재로 작용했을 것으로 판단함. 또한 17년 하반기에 나타난 유가 급반등에도 불가하고 동사의 원재료 PVC 가격은 하반기 중 횡보국면을 나타냈다는 것도 긍정적 요인임

자산과 영업가치의 매력은 여전함

동사는 안정적인 건자재의 영업가치와 투자유가증권과 부동산, 현금 등 우량한 자산가치를 동시에 지니고 있음. 2018년 아파트 입주물량을 감안할 때 마감재 성격이 강한 동사의 실적은 호조가 나타날 것으로 기대됨. 특히 증설효과까지 있어 기대치를 더욱 높일 수 있음. 뿐만 아니라 우량한 자산가치는 변동성이 높아진 현재 시장에서 안정성을 부각시킬 수 있는 요인으로 작용할 것임. 특히 화학산업이 down-turn에 들어갔기 때문에 이런 측면은 업종 내에서 부각될 수 있음

목표주가 450,000 원 / 투자의견 매수 유지

목표주가와 투자의견 기준과 동일하게 유지함. 현 주가에서 상승여력 충분함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	3,414.4	3,490.5	3,898.3	4,208.4	4,159.1	4,111.5
yoY	%	0.4	2.2	11.7	8.0	(1.2)	(1.1)
영업이익	십억원	309.2	326.6	339.7	399.1	410.7	421.8
yoY	%	13.1	5.6	4.0	17.5	2.9	2.7
EBITDA	십억원	472.8	529.9	562.2	635.4	647.0	658.1
세전이익	십억원	250.7	232.0	298.5	367.8	382.1	396.5
순이익(자배주주)	십억원	183.6	152.3	219.2	285.0	296.1	307.3
영업이익률%	%	9.1	9.4	8.7	9.5	9.9	10.3
EBITDA%	%	13.8	15.2	14.4	15.1	15.6	16.0
순이익률	%	7.3	6.6	7.7	8.7	9.2	9.6
EPS	원	17,388	14,430	20,760	27,000	28,050	29,107
PER	배	24.0	24.9	18.9	14.6	14.0	13.5
PBR	배	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	11.6	9.4	9.3	8.2	7.9	7.7
ROE	%	3.0	2.6	3.6	4.4	4.5	4.5
순차입금	십억원	1,073	1,202	1,105	1,047	974	886
부채비율	%	47.7	53.6	56.9	55.1	53.3	51.5

SOTP Valuation		(단위: 십억원)	
1. 영업가치			
2018년 EBITDA 추정치	635.4		
target multiple	4.5		
target value	2,859.2		
2. 자산가치			
3Q17 기준 현금 및 현금성자산	302.3		
3Q17 기준 투자부동산	657.1		
3Q17 기준 관계기업/공동투자	306.3		
target value	1,265.6		
3. 투자유가증권			
회사명	보유주식수	종가(9/22)	가치
현대중공업	4,106,330	123,000	505.1
현대자동차	713,000	149,000	106.2
현대모비스	923	246,500	0.2
현대산업개발	1,884,600	40,900	77.1
현대종합상사	2,679,576	19,850	53.2
코엔텍	1,000,000	5,140	5.1
쌍용자동차	1,255	5,210	0.0
한라	3,703,703	3,975	14.7
동양	744	1,925	0.0
남광토건	195	6,230	0.0
웅진홀딩스	1,159	2,625	0.0
삼성물산주(舊제일모직)	17,009,518	130,000	2,211.2
한리홀딩스	432,100	61,100	26.4
동부건설	1,692	10,300	0.0
비상장사(장부가)			47.0
discount			20.0%
target value			2,437.1
4. 총차입금			
		1,932.4	
5. Total target value (1+2+3-4)			
target price(원)		4,804.6	
		440,068	

자료 KCC, SK 증권

4Q17 preview

(단위 % 십억원)

	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	937.8	843.0	970.3	1,025.1	1,060.0	13.0	3.4	1,047.0	1.2
영업이익	36.7	71.2	92.0	112.1	64.3	75.2	(42.6)	74.6	(13.8)
세전이익	(16.7)	44.7	97.4	100.2	56.3	(437.4)	(43.8)	71.0	(20.8)
지배순이익	(29.7)	34.0	69.9	71.6	43.6	(246.9)	(39.1)	51.9	(16.0)
영업이익률	3.9	8.4	9.5	10.9	6.1	2.2	(4.9)	7.1	(1.1)
세전이익률	(1.8)	5.3	10.0	9.8	5.3	7.1	(4.5)	6.8	(1.5)
지배주주순이익률	(3.2)	4.0	7.2	7.0	4.1	7.3	(2.9)	5.0	(0.8)

자료 SK 증권 Fnguide

연간영업이익 추정치 변경내역

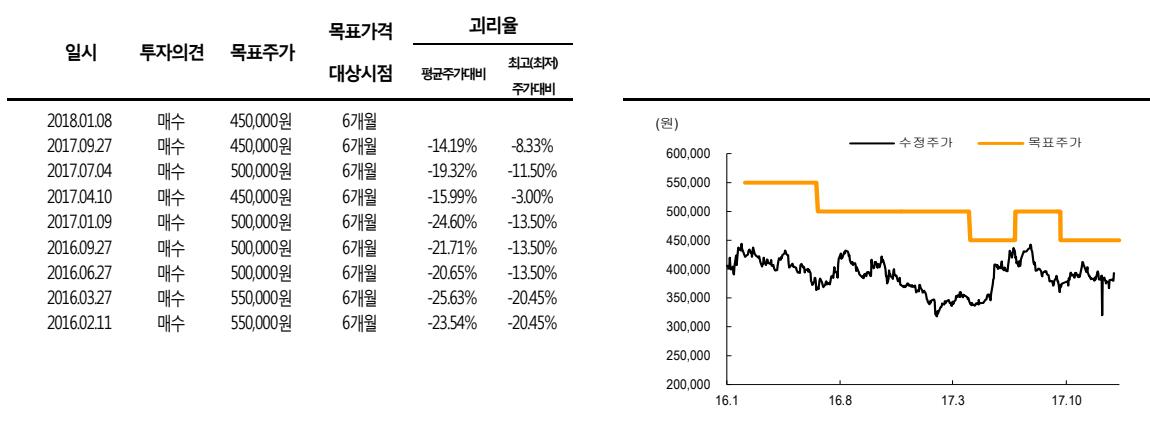
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	3,764.3	3,944.2	4,001.2	3,898.3	4,208.4	4,159.1	3.6%	6.7%	3.9%
YoY %	7.8%	4.8%	1.4%	11.7%	80%	-12%			
영업이익	303.3	322.8	342.0	339.7	399.1	410.7	12.0%	23.6%	20.1%
YoY %	-7.1%	6.4%	6.0%	4.0%	17.5%	2.9%			
EBITDA	513.9	535.1	554.3	562.2	635.4	647.0	9.4%	18.7%	16.7%
YoY %	-3.0%	4.1%	3.6%	6.1%	13.0%	1.8%			
순이익	200.5	221.1	237.9	219.2	285.0	296.1	9.3%	28.9%	24.5%
YoY %	31.7%	10.2%	7.6%	43.9%	30.1%	3.9%			

자료 KCC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	977.3	980.8	984.3	987.8	1,060.0	1,056.8	1,053.7	1,050.5	8.5%	7.8%	7.0%	6.3%
YoY %	4.2%	16.3%	1.4%	1.4%	13.0%	25.4%	8.6%	2.5%				
QoQ %	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	3.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%				
영업이익	44.6	76.0	97.4	100.4	64.3	97.3	117.1	116.7	44.3%	28.0%	20.2%	16.1%
YoY %	21.4%	6.8%	5.9%	5.1%	75.2%	36.7%	27.3%	4.0%				
QoQ %	-53.3%	70.6%	28.2%	3.1%	-42.6%	51.3%	20.3%	-0.4%				
EBITDA	97.6	129.1	150.5	153.5	123.4	156.4	176.2	175.7	26.4%	21.2%	17.1%	14.5%
YoY %	9.4%	5.4%	3.7%	3.3%	38.3%	27.7%	21.4%	2.6%				
QoQ %	-34.3%	32.2%	16.6%	2.0%	-27.9%	26.8%	12.7%	-0.3%				
순이익	28.1	51.3	68.3	71.0	43.6	69.0	84.8	84.8	55.1%	34.5%	24.1%	19.4%
YoY %	흑전 50.8%	-2.4%	3.7%	흑전 102.9%	21.2%	18.4%						
QoQ %	-58.9%	82.5%	33.1%	4.0%	-39.1%	58.3%	22.8%	0.0%				

자료 KCC, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
비유동자산	2,289	2,450	2,487	2,540	2,609
장기금융자산	588	168	226	299	387
유형자산	927	1,049	1,036	1,024	1,012
무형자산	526	591	584	577	570
유동자산	6,874	7,493	7,645	7,794	7,938
현금 및 현금성자산	3,219	3,652	3,652	3,652	3,652
매출채권 및 기타채권	2,572	2,776	2,929	3,078	3,221
재고자산	40	39	39	39	39
자산총계	9,162	9,942	10,132	10,334	10,547
비유동부채	1,678	2,480	2,473	2,467	2,461
장기금융부채	1,065	1,818	1,818	1,818	1,818
장기매입채무 및 기타채무	510	542	536	530	524
장기충당부채	0	0	0	0	0
유동부채	1,518	1,125	1,125	1,125	1,125
단기금융부채	943	416	416	416	416
매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
단기충당부채	13	18	18	18	18
부채총계	3,195	3,604	3,598	3,592	3,586
지배주주지분	5,956	6,327	6,523	6,731	6,950
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	4,440	4,482	4,679	4,886	5,105
비자본주주지분	11	11	11	11	11
자본총계	5,967	6,338	6,534	6,742	6,961
부채와자본총계	9,162	9,942	10,132	10,334	10,547

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	431	329	693	703	714
당기순이익(순실)	153	219	285	296	307
비현금성항목등	426	369	392	392	392
유형자산감가상각비	203	223	236	236	236
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(223)	(146)	(156)	(156)	(156)
운전자본감소(증가)	(47)	(197)	15	15	14
매출채권및기타채권의 감소증가)	(33)	(122)	12	12	12
재고자산감소증가)	1	(65)	7	7	7
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	35	76	(4)	(4)	(4)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	79	95	114	114	114
투자활동현금흐름	(498)	(740)	(389)	(385)	(380)
금융자산증가(증가)	(105)	(344)	0	0	0
유형자산증가(증가)	(289)	(425)	(389)	(385)	(380)
무형자산증가(증가)	(1)	(0)	0	0	0
기타	(103)	29	0	0	0
재무활동현금흐름	202	20	(89)	(89)	(89)
단기금융부채증가(감소)	143	137	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	197	100	0	0	0
자본의증가(감소)	1	0	0	0	0
배당금의 지급	89	176	89	89	89
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	144	(420)	58	73	88
기초현금	445	588	168	226	299
기말현금	588	168	226	299	387
FCF	328	261	170	184	196

자료 : KCC, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	3,490	3,898	4,208	4,159	4,112
매출원가	2,561	2,994	3,244	3,190	3,137
매출총이익	929	904	964	969	974
매출총이익률 (%)	26.6	23.2	22.9	23.3	23.7
판매비와관리비	603	565	565	559	552
영업이익	327	340	399	411	422
영업이익률 (%)	9.4	8.7	9.5	9.9	10.3
비영업순익	(95)	(41)	(31)	(29)	(25)
순금융비용	49	35	10	13	16
외환관련손익	(0)	5	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(56)	(5)	0	0	0
세전계속사업이익	232	299	368	382	396
세전계속사업이익률 (%)	6.6	7.7	8.7	9.2	9.6
계속사업법인세	79	79	83	86	89
계속사업이익	153	219	285	296	307
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	153	219	285	296	307
순이익률 (%)	4.4	5.6	6.8	7.1	7.5
지배주주	152	219	285	296	307
4.4	5.6	6.8	7.1	7.5	
1	0	0	0	0	0
189	548	285	296	307	
지배주주구속 순이익률(%)	189	548	285	296	307
비자본주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	530	562	635	647	658

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	22	11.7	8.0	(1.2)	(1.1)
영업이익	5.6	4.0	17.5	2.9	2.7
세전계속사업이익	(7.5)	28.7	23.2	3.9	3.8
EBITDA	12.1	6.1	13.0	1.8	1.7
EPS(계속사업)	(17.0)	43.9	30.1	3.9	3.8
수익성 (%)					
ROE	2.6	3.6	4.4	4.5	4.5
ROA	1.7	2.3	2.8	2.9	2.9
EBITDA/마진	15.2	14.4	15.1	15.6	16.0
안정성 (%)					
유동비율	136.4	98.8	100.6	103.0	106.0
부채비율	53.6	56.9	55.1	53.3	51.5
순차입금/자기자본	20.1	17.4	16.0	14.4	12.7
EBITDA/이자비용(배)	0.2	0.1	0.3	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	14430	20,760	27,000	28,050	29,107
BPS	611,189	657,293	675,910	695,576	716,300
CFPS	39,656	44,825	51,682	52,535	53,351
주당 현금배당금	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.9	18.9	14.6	14.0	13.5
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
PBR(최저)					
PCR	9.1	8.8	7.6	7.5	7.4
EV/EBITDA(최고)	94	93	82	79	7.7
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



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

Company Data

자본금	188 십억원
발행주식수	3,753 만주
자사주	211 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,762 십억원
주요주주	
SK(주)(외9)	41.70%
국민연금공단	12.94%
외국인지분율	12.70%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(18/01/06)	46,950 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	1.15
52주 최고가	49,000 원
52주 최저가	28,400 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.0%	11.5%
6개월	38.7%	32.6%
12개월	44.2%	17.9%

SKC (011790/KS | 매수(유지) | T.P 55,000 원(상향))

이익과 성장모멘텀을 모두 기대할 수 있는 2018년

4Q17 OP는 469 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 -3.8% 하회하는 수치임. 전 분기 대비로 본다면 크게 변화 없는 실적인데, 화학이 소폭 둔화 우려가 있는 반면 필름의 회복세 + 자회사의 여전한 실적강세가 기대되고 있음. 2018년에도 이와 같은 이익 회복세가 지속될 것으로 추정되고, IT specialty에 대한 성장기대감 역시 유효할 것임. 이를 감안하여 목표주가를 45,000 원 → 55,000 원으로 상향 조정함

4Q17 영업이익 469 억원(QoQ -2.6% / YoY +14.5%) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 488 억원 대비 -3.8% 하회하는 수치에 해당함. 전분기와 크게 다르지 않은 실적 수준임. 화학(PO)이 여전히 견조한 시황을 보여주고 있는 가운데, 필름계열의 반등이 소폭 발생해주고 있어 상대적으로 안정적인 추세를 유지할 수 있었음. 자회사의 실적강세 역시 여전한 것으로 추정함

이익과 성장모멘텀을 동시에 기대할 수 있는 2018년

2017년 동사의 주가는 33,600 원 → 47,000 원으로 +39.9% 상승하여 KOSPI(+21.8%)를 크게 상회하였음. 특히 화학업종이 순수화학종목을 중심으로 약세를 나타냈기 때문에 상대적 매력은 더욱 크게 부각되었음. 이는 기본적으로 실적회복(2016년 1,493 억원 → 2017년 1,771 억원 추정)과 IT 소재 계열의 성장기대감이 동시에 작용했기 때문임. 이와 같은 흐름은 2018년에도 여전할 것으로 기대됨. 이익에서는 화학이 둔화 우려가 있지만 국내독점 아이템인 만큼 이익변동이 크지는 않을 반면, 필름이 회복되고 있음을 주목해야 함. 또한 다양한 IT specialty 아이템들에 대한 성장 기대감도 여전히 유효할 것임

목표주가 45,000 원 → 55,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

2018년 영업이익 추정치를 기준대비 +13.3% 상향하며 이를 감안해 목표주가 역시 상향 조정함

영언식점 및 특자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	2,465.7	2,359.4	2,695.0	3,004.4	2,863.6	2,721.6
yoY	%	(12.0)	(4.3)	14.2	11.5	(4.7)	(5.0)
영업이익	십억원	217.9	149.3	177.1	210.0	191.3	198.2
yoY	%	43.0	(31.5)	18.6	18.6	(8.9)	3.6
EBITDA	십억원	360.7	274.1	300.1	340.8	322.1	328.9
세전이익	십억원	415.5	119.6	214.0	211.2	193.1	206.9
순이익(지배주주)	십억원	272.2	42.8	142.1	149.2	136.4	146.1
영업이익률%	%	8.8	6.3	6.6	7.0	6.7	7.3
EBITDA%	%	14.6	11.6	11.1	11.3	11.2	12.1
순이익률	%	16.9	5.1	7.9	7.0	6.7	7.6
EPS	원	7,397	1,142	3,785	3,976	3,635	3,894
PER	배		4.6	28.9	12.4	11.8	12.9
PBR	배		0.9	0.9	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배		7.1	8.6	9.2	5.2	5.4
ROE	%	20.5	3.0	9.9	9.8	8.2	8.2
순차입금	십억원	1,301	1,125	1,005	851	708	548
부채비율	%	137.0	131.6	132.1	120.6	111.9	103.6

4Q17 preview

	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위 %, 십억원) 차이(a/b)
매출액	642.1	587.0	615.2	740.8	752.1	17.1	1.5	766.8	(1.9)
영업이익	41.0	37.8	44.2	48.2	46.9	14.5	(2.6)	48.8	(3.8)
세전이익	32.1	36.8	67.1	64.1	46.0	43.0	(28.3)	38.8	18.5
지배순이익	(11.1)	22.1	52.3	35.2	32.5	(391.7)	(7.7)	28.1	15.5
영업이익률	6.4	6.4	7.2	6.5	6.2	(0.1)	(0.3)	6.4	(0.1)
세전이익률	5.0	6.3	10.9	8.6	6.1	1.1	(2.5)	5.1	1.1
지배주주순이익률	(1.7)	3.8	8.5	4.8	4.3	6.1	(0.4)	3.7	0.7

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
ROE(지배주주지분)	8.7%	ROE(지배주주지분)	3.0%	9.4%	7.9%	7.9%	7.4%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	8.7%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.34						
3Q18E EPS(지배주주지분)	40,606						
Target Price	54,574						

자료: SKC, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
EPS(지배주주지분)	7,397	3,976	3,635	3,894	3,916
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,885				
4Q17E EPS	3,976				
4Q18E EPS	3,635				
Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0
TP by weighted EPS	38,852	40,795	42,737	44,680	46,623
TP by 4Q17E EPS	39,757	41,745	43,733	45,721	47,709
TP by 4Q18E EPS	36,352	38,169	39,987	41,804	43,622
Multiple	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	48,565	50,508	52,450	54,393	56,336
TP by 4Q17E EPS	49,696	51,684	53,672	55,660	57,648
TP by 4Q18E EPS	45,439	47,257	49,075	50,892	52,710

자료: SKC, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

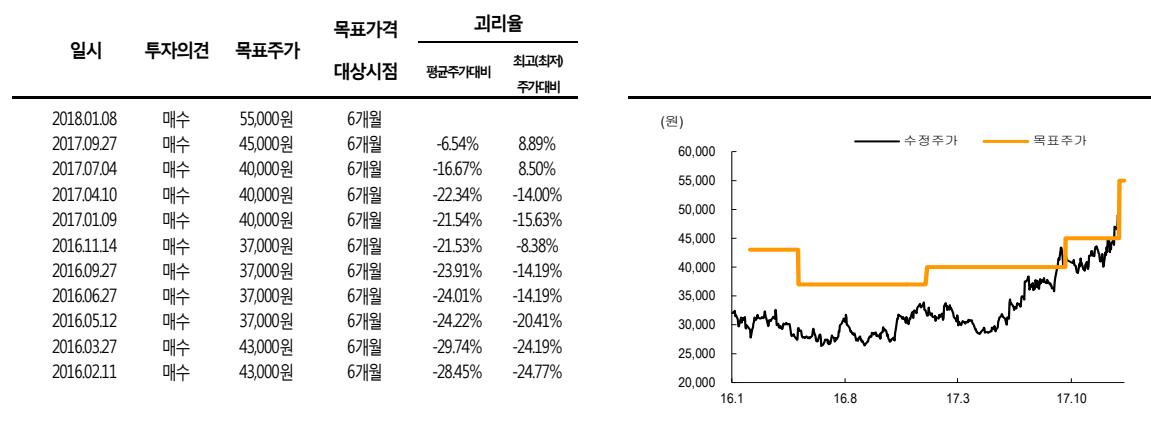
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	2,449.3	2,403.9	2,355.6	2,695.0	3,004.4	2,863.6	10.0%	25.0%	21.6%
YoY %	3.8	(1.9)	(2.0)	14.2	11.5	(4.7)			
영업이익	168.4	185.4	160.2	177.1	210.0	191.3	5.2%	13.3%	19.5%
YoY %	12.8	10.1	(13.6)	18.6	18.6	(8.9)			
EBITDA	283.6	300.6	275.4	300.1	340.8	322.1	5.8%	13.4%	17.0%
YoY %	3.4	6.0	(8.4)	9.5	13.6	(5.5)			
순이익	135.8	134.6	114.9	142.1	149.2	136.4	4.6%	10.8%	18.7%
YoY %	217.0	(0.9)	(14.6)	231.6	5.0	(8.6)			

자료 SKC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	617.6	594.9	617.1	607.6	752.1	772.7	770.9	739.0	21.8%	29.9%	24.9%	21.6%
YoY %	(3.8)	1.3	0.3	(3.5)	17.1	31.6	25.3	(0.2)				
QoQ %	(1.9)	(3.7)	3.7	(1.5)	1.5	2.7	(0.2)	(4.1)				
영업이익	37.2	44.0	52.4	47.7	46.9	58.0	55.9	49.2	26.2%	31.9%	6.6%	3.3%
YoY %	(9.3)	16.4	18.5	(3.2)	14.5	53.5	26.3	22				
QoQ %	(24.5)	18.4	19.2	(9.1)	(2.6)	23.7	(3.7)	(11.9)				
EBITDA	66.0	72.8	81.2	76.5	79.6	90.7	88.6	81.9	20.7%	24.6%	9.0%	7.2%
YoY %	(6.3)	9.4	11.2	(2.0)	13.0	36.3	21.3	1.3				
QoQ %	(15.4)	10.3	11.6	(5.9)	(1.6)	13.9	(2.3)	(7.5)				
순이익	26.0	31.3	38.3	34.9	32.5	40.9	39.7	35.1	25.1%	30.6%	3.6%	0.5%
YoY %	흑전	41.9	(26.8)	(1.4)	흑전	85.3	(24.2)	(0.2)				
QoQ %	(26.8)	20.5	22.4	(8.7)	(7.7)	25.9	(2.9)	(11.5)				

자료 SKC, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 1 월 8 일 현재 SKC 외(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 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	801	868	990	1,108	1,243
현금및현금성자산	105	88	243	385	545
매출채권및기타채권	376	388	371	358	345
재고자산	253	323	310	300	290
비유동자산	2,727	2,816	2,818	2,814	2,804
장기금융자산	20	12	12	12	12
유형자산	1,866	1,962	1,964	1,960	1,949
무형자산	146	205	205	205	205
자산총계	3,529	3,684	3,809	3,922	4,046
유동부채	863	1,170	1,155	1,144	1,132
단기금융부채	424	721	721	721	721
매입채무 및 기타채무	365	367	353	341	330
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	1,142	928	928	928	928
장기금융부채	925	722	722	722	722
장기매입채무 및 기타채무	22	8	8	8	8
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,005	2,097	2,082	2,071	2,059
지배주주지분	1,406	1,458	1,598	1,723	1,858
자본금	188	188	188	188	188
자본잉여금	140	140	140	140	140
기타자본구성요소	(90)	(108)	(108)	(108)	(108)
자기주식	(43)	(62)	(62)	(62)	(62)
이익잉여금	1,146	1,239	1,378	1,503	1,639
비자본주주지분	118	129	129	129	129
자본총계	1,524	1,587	1,726	1,851	1,987
부채와자본총계	3,529	3,684	3,809	3,922	4,046

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	249	238	428	409	420
당기순이익(순실)	29	159	166	152	162
비현금성항목등	252	168	243	243	243
유형자산감가상각비	125	123	131	131	131
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(128)	(45)	(112)	(112)	(112)
운전자본감소(증가)	75	(17)	19	14	15
매출채권및기타채권의 감소증가)	15	(43)	17	13	13
재고자산감소(증가)	30	(69)	13	10	10
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	41	(3)	(11)	(8)	(9)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	71	68	93	93	93
투자활동현금흐름	(4)	(188)	(133)	(127)	(120)
금융자산감소(증가)	8	6	0	0	0
유형자산감소(증가)	(77)	(123)	(133)	(127)	(120)
무형자산감소(증가)	(5)	(11)	0	0	0
기타	70	(60)	0	0	0
재무활동현금흐름	(182)	(26)	(27)	(27)	(27)
단기금융부채증가(감소)	(397)	(112)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	267	164	0	0	0
자본의증가(감소)	(38)	(18)	0	0	0
배당금의 지급	30	56	27	27	27
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	66	(17)	155	142	160
기초현금	39	105	88	243	385
기말현금	105	88	243	385	545
FCF	139	283	180	168	180

자료 : SKC, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	2,359	2,695	3,004	2,864	2,722
매출원가	1,949	2,262	2,513	2,404	2,269
매출총이익	410	433	491	459	453
매출총이익률 (%)	17.4	16.1	16.3	16.0	16.6
판매비와관리비	261	256	281	268	255
영업이익	149	177	210	191	198
영업이익률 (%)	6.3	6.6	7.0	6.7	7.3
비영업손익	(30)	37	1	2	9
순금융비용	6	9	11	14	20
외환관련손익	(6)	2	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	27	81	34	32	33
세전계속사업이익	120	214	211	193	207
세전계속사업이익률 (%)	5.1	7.9	7.0	6.7	7.6
계속사업법인세	58	55	45	42	44
계속사업이익	61	159	166	152	162
중단사업이익	(32)	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	29	159	166	152	162
순이익률 (%)	12	5.9	5.5	5.3	6.0
지배주주	43	142	149	136	146
지배주주구속 순이익률 (%)	18	53	50	48	54
비지배주주	(14)	17	17	15	16
총포괄이익	45	151	166	152	162
지배주주	59	134	149	136	146
비지배주주	(15)	17	17	15	16
EBITDA	274	300	341	322	329

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(4.3)	14.2	11.5	(4.7)	(5.0)
영업이익	(31.5)	18.6	18.6	(8.9)	3.6
세전계속사업이익	(71.2)	78.9	(1.3)	(8.6)	7.1
EBITDA	(24.0)	9.5	13.6	(5.5)	2.1
EPS(계속사업)	(84.6)	231.6	5.0	(8.6)	7.1
수익성 (%)					
ROE	30	9.9	9.8	8.2	8.2
ROA	0.8	4.4	4.4	3.9	4.1
EBITDA/마진	11.6	11.1	11.3	11.2	12.1
안정성 (%)					
유동비율	92.9	74.2	85.8	96.9	109.8
부채비율	131.6	132.1	120.6	111.9	103.6
순차입금/자기자본	73.8	63.3	49.3	38.2	27.6
EBITDA/이자비용(배)	(0.5)	0.2	0.3	(0.1)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,142	3,785	3,976	3,635	3,894
BPS	37,063	36,898	40,606	43,936	47,554
CFPS	5,358	6,771	7,877	7,486	7,629
주당 현금배당금	751	751	751	751	751
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	28.9	12.4	11.8	12.9	12.1
PER(최저)	0.9	1.3	1.2	1.1	1.0
PBR(최고)	6.2	6.9	6.0	6.3	6.2
PBR(최저)	8.6	9.2	5.2	5.5	5.4

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	18,632 십억원
주요주주	
SK(주)(외2)	33.41%
국민인금공단	9.99%
외국인지분율	41.90%
배당수익률	3.20%

Stock Data

주가(18/01/06)	201,500 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	0.85
52주 최고가	217,500 원
52주 최저가	151,500 원
60일 평균 거래대금	46 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.4%	-2.9%
6개월	25.9%	20.4%
12개월	30.8%	7.0%

SK 이노베이션 (096770/KS | 매수(유지) | T.P 230,000 원(상향))

건설의 호재가 정유의 악재가 될 수 있는 이유

4Q17 OP는 8,403 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 -7.6% 하회하는 수치임. 4분기 중 유가가 상승했지만 경제마진하락 및 원화강세의 폭이 생각보다 강했다는 것을 감안해야 함. 또한 NCC 와 PX 의 spread 도 모두 좋지 못했음. 해외사업체 GlobalData 는 차후 4 년 간 정유설비 증설물량이 16%에 이를 것이라고 보도했으며, 실제 국내건설업체의 해외정유설비 수주가 늘어남을 감안할 때 시황 down-turn 은 불가피하다 판단함

4Q17 영업이익 8,403 억원(QoQ -12.8% / YoY -1.0%) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 9,090 억원 대비 -7.6% 하회하는 수치에 해당함. 무엇보다 정유의 전분기대비 감익을 감안해야 하는데, 4분기 1M lagging margin 은 \$11.3/bbl로 서 전분기 \$12.9/bbl 대비 하락하였음. Dubai 유가는 9 월 말 \$55.2/bbl → 12 월말 \$64.3/bbl 까지 상승했지만 경제마진이 \$9.4/bbl → \$7.1/bbl 로 급락한 것이 악재였음. 원화강세(1,145 원 → 1,070 원)도 감안해야 함. 화학 역시 NCC 와 PX 모두 좋지 못한 spread 를 보였고, 윤활유 또한 전분기 대비 소폭 약세가 예상됨. 또한 통상적으로 발생하는 4 분기 1 회성 비용에 대한 부분도 일부 감안해야 함

건설산업의 해외수주 증대를 눈여겨 볼 타이밍

2017년 4 월 GlobalData 는 차후 4 년 간 정유설비가 16% 증대할 것이라는 조사결과를 발표한 바 있음. 연간 약 4%에 해당한다는 것인데, 통상 석유수요 증분이 1% 남짓이라는 것을 감안한다면 꽤 큰 폭임을 알 수 있음. 석유화학과 마찬가지로 정유 역시 몇 년간 이어진 이익호재를 지켜본 필드 플레이어들이 신증설 결정을 내리고 있음을 알 수 있음. 최근 건설주가 해외수주 기대감으로 상승하고 있는데, 국내업체 중에서도 GS 건설과 삼성엔지니어링의 정유설비 수주가 이어지고 있다는 것을 주목할 필요 있음

목표주가 210,000 원 → 230,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

2018년 / 2019년 영업이익 추정치를 기준대비 +8.5% / +17.0% 상향 조정하며, 이를 반영하여 목표주가 역시 소폭 상향 조정함. 화학만큼 down-turn 에 대한 우려가 임박한 것은 아니지만, 설비증대가 점점 가시화된다는 것은 부담이 될 수 있는 요인임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	48,356.3	39,520.5	46,878.7	49,912.8	47,716.3	44,725.0
yoY	%	(26.6)	(18.3)	18.6	6.5	(4.4)	(6.3)
영업이익	십억원	1,979.6	3,228.3	3,229.4	2,280.8	2,017.1	1,493.8
yoY	%	흑전	63.1	0.0	(29.4)	(11.6)	(25.9)
EBITDA	십억원	2,931.1	4,142.7	4,139.4	3,234.6	2,971.0	2,447.6
세전이익	십억원	1,654.1	2,423.4	3,474.6	2,268.2	2,064.7	1,439.9
순이익(자배주주)	십억원	814.9	1,671.3	2,502.0	1,746.1	1,589.4	1,108.4
영업이익률%	%	4.1	8.2	6.9	4.6	4.2	3.3
EBITDA%	%	6.1	10.5	8.8	6.5	6.2	5.5
순이익률	%	3.4	6.1	7.4	4.5	4.3	3.2
EPS	원	8,748	17,988	27,059	18,884	17,189	11,988
PER	배	14.9	8.1	7.4	10.7	11.7	16.8
PBR	배	0.8	0.8	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	4.8	3.1	4.6	5.8	6.3	7.7
ROE	%	5.3	10.1	14.2	9.2	7.9	5.3
순차입금	십억원	1,988	(625)	359	(1,553)	(2,775)	(3,938)
부채비율	%	84.0	78.0	76.7	69.0	65.1	61.4

4Q17 preview

	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위 %, 십억원) 차이(a/b)
매출액	10,079.1	11,387.1	10,561.1	11,758.9	13,171.7	30.7	12.0	12,146.8	8.4
영업이익	849.1	1,004.3	421.2	963.6	840.3	(1.0)	(12.8)	909.0	(7.6)
세전이익	351.4	1,163.0	433.2	977.1	901.2	156.5	(7.8)	832.1	8.3
지배순이익	144.1	847.0	278.4	682.8	693.8	381.6	1.6	601.4	15.4
영업이익률	8.4	8.8	4.0	8.2	6.4	(2.0)	(1.8)	7.5	(1.1)
세전이익률	3.5	10.2	4.1	8.3	6.8	3.4	(1.5)	6.9	(0.0)
지배주주순이익률	1.4	7.4	2.6	5.8	5.3	3.8	(0.5)	5.0	0.3

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
ROE(지배주주지분)	7.7%		ROE(지배주주지분)	10.1%	8.9%	7.7%	5.2% 5.4%
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 EPS(지배주주지분)	198,369						
Target Price	224,960						

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
EPS(지배주주지분)	8,748	18,818	17,124	11,922	12,960
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	16,514				
4Q17E EPS	18,818				
4Q18E EPS	17,124				

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	165,144	173,401	181,659	189,916	198,173	206,430	214,687	222,945	231,202	239,459
TP by 4Q17E EPS	188,183	197,592	207,001	216,410	225,820	235,229	244,638	254,047	263,456	272,865
TP by 4Q18E EPS	171,240	179,802	188,364	196,926	205,488	214,050	222,612	231,174	239,736	248,298

자료: SK 이노베이션, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

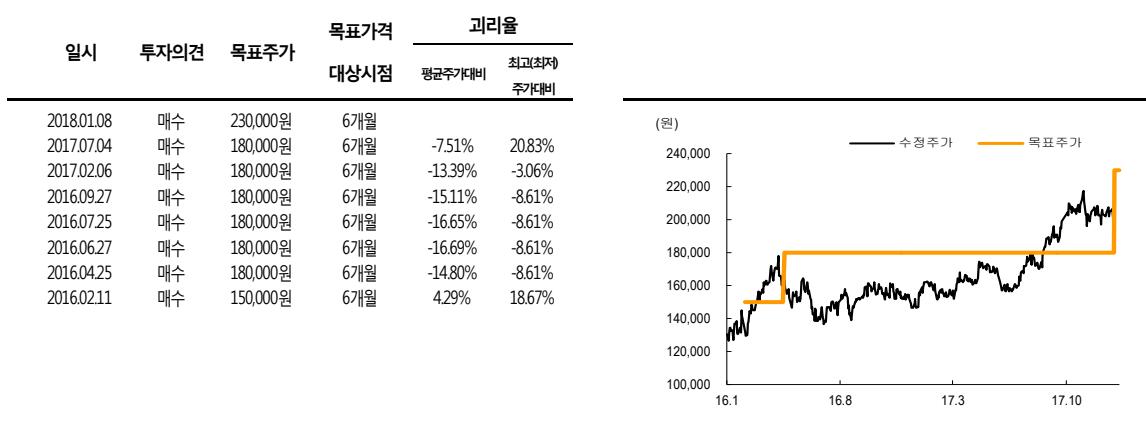
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	43,313.5	39,229.3	37,134.8	46,878.7	49,912.8	47,716.3	8.2%	27.2%	28.5%
YoY %	9.6%	-9.4%	-5.3%	18.6%	6.5%	-4.4%			
영업이익	3,000.7	2,102.2	1,724.4	3,229.4	2,280.8	2,017.1	7.6%	8.5%	17.0%
YoY %	-7.1%	-29.9%	-18.0%	0.0%	-29.4%	-11.6%			
EBITDA	3,878.0	2,990.5	2,612.7	4,139.4	3,234.6	2,971.0	6.7%	8.2%	13.7%
YoY %	-6.4%	-22.9%	-12.6%	-0.1%	-21.9%	-8.2%			
순이익	2,291.5	1,448.5	1,223.2	2,502.0	1,746.1	1,589.4	9.2%	20.5%	29.9%
YoY %	37.1%	-36.8%	-15.6%	49.7%	-30.2%	-9.0%			

자료 SK 이노베이션, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	10,475.3	10,032.1	9,781.7	9,836.0	13,171.7	13,286.3	12,743.5	12,003.9	25.7%	32.4%	30.3%	22.0%
YoY %	3.9%	-11.9%	-7.4%	-9.7%	30.7%	16.7%	20.7%	21%				
QoQ %	-3.8%	-4.2%	-2.5%	0.6%	12.0%	0.9%	-4.1%	-5.8%				
영업이익	549.7	525.3	503.6	558.3	840.3	691.8	700.7	416.9	52.9%	31.7%	39.1%	-25.3%
YoY %	-35.3%	-47.7%	19.6%	-45.6%	-10%	-31.1%	66.4%	-56.7%				
QoQ %	-46.4%	-4.4%	-4.1%	10.9%	-128%	-17.7%	1.3%	-40.5%				
EBITDA	771.8	747.4	725.7	780.4	1,078.8	930.3	939.2	655.4	39.8%	24.5%	29.4%	-16.0%
YoY %	-28.8%	-38.5%	12.8%	-37.5%	-0.4%	-23.5%	46.0%	-45.5%				
QoQ %	-38.1%	-3.2%	-2.9%	7.5%	-10.3%	-13.8%	1.0%	-30.2%				
순이익	400.7	354.2	343.7	391.3	693.8	528.7	545.5	313.0	73.1%	49.3%	58.7%	-20.0%
YoY %	178.2%	-58.2%	23.5%	-48.9%	381.6%	-37.6%	95.9%	-54.2%				
QoQ %	-47.6%	-11.6%	-3.0%	13.9%	16%	-23.8%	3.2%	-42.6%				

자료 SK 이노베이션, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(순지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 1 월 8 일 현재 SK 이노베이션(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 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,988	16,176	16,886	18,014	18,365
현금및현금성자산	2,644	2,035	3,947	5,169	6,332
매출채권및기타채권	4,272	5,350	4,796	4,753	4,378
재고자산	4,445	5,883	5,306	5,261	4,871
비유동자산	17,594	18,193	18,237	18,238	18,178
장기금융자산	389	385	385	385	385
유형자산	13,603	13,658	13,702	13,703	13,643
무형자산	1,272	1,552	1,552	1,552	1,552
자산총계	32,581	34,369	35,123	36,251	36,543
유동부채	8,737	9,763	9,183	9,138	8,747
단기금융부채	1,808	1,627	1,627	1,627	1,627
매입채무 및 기타채무	4,549	5,906	5,326	5,281	4,890
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	5,540	5,159	5,159	5,159	5,159
장기금융부채	4,871	4,372	4,372	4,372	4,372
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	72	70	70	70	70
부채총계	14,276	14,922	14,343	14,298	13,907
자본주주지분	17,103	18,214	19,547	20,721	21,404
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,883	5,883	5,883	5,883
기타자본구성요소	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
자기주식	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	10,671	11,999	13,332	14,505	15,188
비자본주주지분	1,202	1,233	1,233	1,233	1,233
자본총계	18,305	19,447	20,780	21,954	22,637
부채와자본총계	32,581	34,369	35,123	36,251	36,543

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,678	2,198	4,487	3,789	3,647
당기순이익(순실)	1,721	2,556	1,781	1,621	1,130
비현금성항목등	2,354	1,853	2,123	2,123	2,123
유형자산감가상각비	914	910	954	954	954
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,440)	(943)	(1,169)	(1,169)	(1,169)
운전자본감소(증가)	268	(1,588)	583	45	393
매출채권및기타채권의 감소증가)	(460)	(880)	501	39	338
재고자산감소증가)	(885)	(1,438)	577	45	390
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	1,453	841	(495)	(38)	(334)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	702	987	1,109	1,109	1,109
투자활동현금흐름	(2,056)	(436)	(998)	(954)	(895)
금융자산증가(증가)	(1,415)	905	0	0	0
유형자산증가(증가)	(567)	(944)	(998)	(954)	(895)
무형자산증가(증가)	(55)	(360)	0	0	0
기타	(20)	(37)	0	0	0
재무활동현금흐름	(2,019)	(1,798)	(447)	(447)	(447)
단기금융부채증가(감소)	(368)	6	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(1,201)	(602)	0	0	0
자본의증가(감소)	40	0	0	0	0
배당금의 지급	451	1,203	447	447	447
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(375)	(609)	1,912	1,221	1,163
기초현금	3,020	2,644	2,035	3,947	5,169
기말현금	2,644	2,035	3,947	5,169	6,332
FCF	2,940	678	2,369	1,631	1,653

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	39,521	46,879	49,913	47,716	44,725
매출원가	34,562	41,743	45,546	43,705	41,362
매출총이익	4,959	5,135	4,367	4,012	3,363
매출총이익률 (%)	12.5	11.0	8.7	8.4	7.5
판매비와관리비	1,730	1,906	2,086	1,994	1,869
영업이익	3,228	3,229	2,281	2,017	1,494
영업이익률 (%)	8.2	6.9	4.6	4.2	3.3
비영업손익	(805)	245	(13)	48	(54)
순금융비용	486	570	206	292	243
외환관련손익	(38)	34	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(124)	355	323	297	245
세전계속사업이익	2,423	3,475	2,268	2,065	1,440
세전계속사업이익률 (%)	6.1	7.4	4.5	4.3	3.2
계속사업법인세	702	907	488	444	310
계속사업이익	1,721	2,567	1,781	1,621	1,130
중단사업이익	0	(12)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,721	2,556	1,781	1,621	1,130
순이익률 (%)	4.4	5.5	3.6	3.4	2.5
지배주주	1,671	2,502	1,746	1,589	1,108
지배주주구속 순이익률(%)	42	53	35	33	25
비지배주주	50	54	34	31	22
총포괄이익	1,711	2,520	1,781	1,621	1,130
지배주주	1,661	2,466	1,746	1,589	1,108
비지배주주	50	55	34	31	22
EBITDA	4,143	4,139	3,235	2,971	2,448

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(18.3)	18.6	6.5	(4.4)	(6.3)
영업이익	63.1	0.0	(29.4)	(11.6)	(25.9)
세전계속사업이익	46.5	43.4	(34.7)	(9.0)	(30.3)
EBITDA	41.3	(0.1)	(21.9)	(8.2)	(17.6)
EPS(계속사업)	105.6	50.4	(30.2)	(9.0)	(30.3)
수익성 (%)					
ROE	10.1	14.2	9.2	7.9	5.3
ROA	5.4	7.6	5.1	4.5	3.1
EBITDA/마진	10.5	8.8	6.5	6.2	5.5
안정성 (%)					
유동비율	171.6	165.7	183.9	197.1	210.0
부채비율	78.0	76.7	69.0	65.1	61.4
순차입금/자기자본	(3.4)	1.8	(7.5)	(12.6)	(17.4)
EBITDA/이자비용(배)	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	17,988	27,059	18,884	17,189	11,988
BPS	173,705	184,143	198,369	210,891	218,178
CFPS	34,227	35,152	29,283	27,075	22,691
주당 현금배당금	6,400	4,800	4,800	4,800	4,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.1	7.4	10.7	11.7	16.8
PER(최저)	0.8	1.1	1.0	1.0	0.9
PBR(최고)	4.3	5.7	6.9	7.4	8.9
PBR(최저)	3.1	4.6	5.8	6.3	7.7
EV/EBITDA(최고)					
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	2500 원
시가총액	12,722 십억원
주요주주	
AOCB.V(외10)	63.45%
국민연금공단	6.06%
외국인지분율	76.80%
배당수익률	5.00%

Stock Data

주가(18/01/06)	113,000 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	132,000 원
52주 최저가	80,900 원
60일 평균 거래대금	33 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.5%	-8.0%
6개월	17.2%	12.1%
12개월	31.1%	7.2%

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

건설의 호재가 정유의 악재가 될 수 있는 이유

4Q17 OP는 4,467 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 -2.9% 하회하는 수치임. 4분기 중 유가가 상승했지만 경제마진하락 및 원화강세의 폭이 생각보다 강했다는 것을 감안해야 함. 또한 NCC 와 PX 의 spread 도 모두 좋지 못했음. 해외조사업체 GlobalData 는 차후 4년 간 정유설비 증설물량이 16%에 이를 것이라고 보도했으며, 실제 국내건설업체의 해외정유설비 수주가 늘어남을 감안할 때 시황 down-turn 은 불가피하다 판단함

4Q17 영업이익 4,467 억원(QoQ -19.2% / YoY +21.4%) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 4,599 억원 대비 -2.9% 하회하는 수치에 해당함. 무엇보다 정유의 전분기대비 감익을 감안해야 하는데, 4분기 1M lagging margin 은 \$11.3/bbl로서 전분기 \$12.9/bbl 대비 하락하였음. Dubai 유가는 9 월 말 \$55.2/bbl → 12 월말 \$64.3/bbl 까지 상승했지만 경제마진이 \$9.4/bbl → \$7.1/bbl 로 급락한 것이 악재였음. 원화강세(1,145 원 → 1,070 원)도 감안해야 함. 화학 역시 PX 가 좋지 못한 spread 를 보였고, 윤활유 또한 전분기 대비 소폭 약세가 예상됨.

건설산업의 해외수주 증대를 눈 여겨 볼 타이밍

2017년 4월 GlobalData 는 차후 4년 간 정유설비가 16% 증대할 것이라는 조사결과를 발표한 바 있음. 연간 약 4%에 해당한다는 것인데, 통상 석유수요 증분이 1% 남짓이라는 것을 감안한다면 꽤 큰 폭임을 알 수 있음. 석유화학과 마찬가지로 정유 역시 몇 년간 이어진 이익호재를 지켜본 필드 플레이어들이 신증설 결정을 내리고 있음을 알 수 있음. 최근 건설주가가 해외수주 기대감으로 상승하고 있는데, 국내업체 중에서도 GS 건설과 삼성엔지니어링의 정유설비 수주가 이어지고 있다는 것을 주목할 필요 있음

목표주가 140,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 그대로 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	17,890.3	16,321.8	20,865.7	22,555.0	21,509.9	20,179.5
yoY	%	(37.4)	(8.8)	27.8	8.1	(4.6)	(6.2)
영업이익	십억원	817.6	1,616.9	1,450.7	1,277.0	1,307.7	1,069.8
yoY	%	흑전	97.8	(10.3)	(12.0)	2.4	(18.2)
EBITDA	십억원	1,090.8	1,903.6	1,740.0	1,560.5	1,591.1	1,353.3
세전이익	십억원	812.7	1,575.1	1,495.9	1,266.1	1,301.6	1,191.6
순이익(지배주주)	십억원	631.3	1,205.4	1,156.2	993.9	1,021.7	935.4
영업이익률%	%	4.6	9.9	7.0	5.7	6.1	5.3
EBITDA%	%	6.1	11.7	8.3	6.9	7.4	6.7
순이익률	%	3.5	7.4	5.5	4.4	4.8	4.6
EPS	원	5,525	10,494	10,187	8,745	8,993	8,226
PER	배	14.4	8.1	11.1	12.9	12.6	13.7
PBR	배	1.7	1.5	2.1	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	배	9.2	5.2	10.3	8.4	8.2	9.7
ROE	%	12.3	20.5	18.6	16.1	15.9	14.0
순차입금	십억원	903	162	4,827	4,856	4,918	4,823
부채비율	%	100.3	118.4	141.2	131.9	125.9	118.7

4Q17 preview

	(단위 %, 십억원)								
	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,557.1	5,200.2	4,665.0	5,211.8	5,788.7	27.0	11.1	5,311.6	9.0
영업이익	368.0	333.5	117.3	553.2	446.7	21.4	(19.2)	459.9	(2.9)
세전이익	192.2	519.9	71.1	527.0	377.9	96.6	(28.3)	432.8	(12.7)
지배순이익	156.7	393.9	66.9	398.7	296.6	89.3	(25.6)	316.6	(6.3)
영업이익률	8.1	6.4	2.5	10.6	7.7	(0.4)	(2.9)	8.7	(0.9)
세전이익률	4.2	10.0	1.5	10.1	6.5	2.3	(3.6)	8.1	(1.6)
지배주주순이익률	3.4	7.6	1.4	7.7	5.1	1.7	(2.5)	6.0	(0.8)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
ROE(지배주주지분)	14.5%		ROE(지배주주지분)	20.5%	15.1%	14.9%	13.2%
Terminal Growth	2.0%		weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.0%		Target ROE	14.5%			
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	2.50						
3Q18E EPS(지배주주지분)	55,109						
Target Price	137,740						

자료: S-Oil, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
EPS(지배주주지분)	5,525	8,616	8,863	8,096	8,424
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	8,542				
4Q17E EPS	8,616				
4Q18E EPS	8,863				

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	102,506	106,777	111,048	115,319	119,590	123,861	128,132	132,403	136,674	140,945
TP by 4Q17E EPS	103,390	107,698	112,005	116,313	120,621	124,929	129,237	133,545	137,853	142,161
TP by 4Q18E EPS	106,358	110,789	115,221	119,652	124,084	128,515	132,947	137,379	141,810	146,242

자료: S-Oil, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

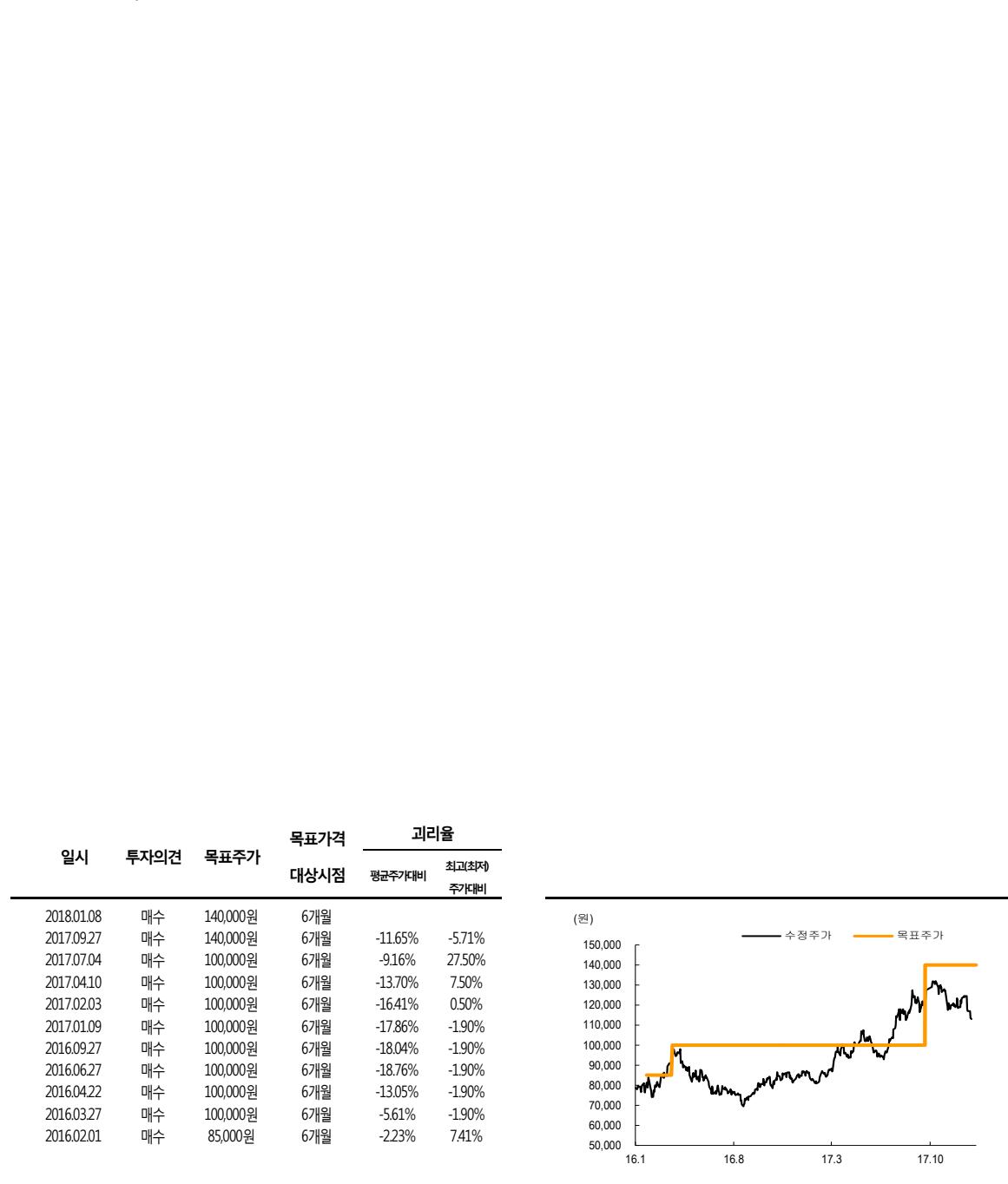
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	19,367.4	17,977.6	17,056.0	20,865.7	22,555.0	21,509.9	7.7%	25.5%	26.1%
YoY %	18.7%	-7.2%	-5.1%	27.8%	8.1%	-4.6%			
영업이익	1,297.7	1,162.7	1,126.4	1,450.7	1,277.0	1,307.7	11.8%	9.8%	16.1%
YoY %	-19.7%	-10.4%	-3.1%	-10.3%	-12.0%	24%			
EBITDA	1,594.2	1,460.3	1,423.9	1,740.0	1,560.5	1,591.1	9.2%	6.9%	11.7%
YoY %	-16.3%	-8.4%	-2.5%	-8.6%	-10.3%	20%			
순이익	1,050.0	908.4	893.5	1,156.2	993.9	1,021.7	10.1%	9.4%	14.4%
YoY %	-12.9%	-13.5%	-1.6%	-4.1%	-14.0%	28%			

자료 S-Oil, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	4,579.8	4,562.4	4,517.4	4,533.9	5,788.7	6,017.5	5,741.6	5,449.3	26.4%	31.9%	27.1%	20.2%
YoY %	0.5%	-12.3%	-3.2%	-7.9%	27.0%	15.7%	23.1%	4.6%				
QoQ %	-7.0%	-0.4%	-1.0%	0.4%	11.1%	4.0%	-4.6%	-5.1%				
영업이익	348.3	267.8	288.9	335.0	446.7	464.8	350.0	239.1	28.2%	73.6%	21.1%	-28.6%
YoY %	-5.3%	-19.7%	146.4%	-32.8%	21.4%	39.4%	198.4%	-56.8%				
QoQ %	-30.1%	-23.1%	7.9%	15.9%	-19.2%	4.0%	-24.7%	-31.7%				
EBITDA	422.7	342.2	363.3	409.4	517.6	535.6	420.8	310.0	22.4%	56.5%	15.8%	-24.3%
YoY %	-2.8%	-15.9%	89.6%	-28.6%	19.0%	31.7%	119.6%	-50.3%				
QoQ %	-26.2%	-19.1%	6.2%	12.7%	-17.1%	3.5%	-21.4%	-26.3%				
순이익	225.8	200.6	234.1	291.0	296.6	351.5	285.9	217.8	31.3%	75.2%	22.2%	-25.2%
YoY %	44.1%	-49.1%	249.7%	-19.9%	89.3%	-10.8%	327.3%	-45.4%				
QoQ %	-37.8%	-11.2%	16.7%	24.3%	-25.6%	18.5%	-18.7%	-23.8%				

자료 S-Oil, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,974	7,012	6,692	6,630	6,399
현금및현금성자산	767	532	502	440	535
매출채권및기타채권	1,309	1,158	1,069	1,069	970
재고자산	2,423	2,630	2,429	2,428	2,203
비유동자산	5,985	7,512	7,905	8,267	8,488
장기금융자산	118	61	61	61	61
유형자산	5,711	7,264	7,657	8,019	8,240
무형자산	54	50	50	50	50
자산총계	13,959	14,524	14,597	14,896	14,887
유동부채	4,833	5,036	4,838	4,837	4,614
단기금융부채	2,197	2,107	2,107	2,107	2,107
매입채무 및 기타채무	2,152	2,605	2,406	2,406	2,183
단기충당부채	2	6	6	6	6
비유동부채	2,735	3,465	3,465	3,465	3,465
장기금융부채	2,564	3,253	3,253	3,253	3,253
장기매입채무 및 기타채무	0	31	31	31	31
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,567	8,501	8,303	8,302	8,079
지배주주지분	6,392	6,022	6,294	6,594	6,808
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	4,745	4,376	4,648	4,948	5,162
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,392	6,022	6,294	6,594	6,808
부채와자본총계	13,959	14,524	14,597	14,896	14,887

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,722	1,797	1,917	1,854	1,869
당기순이익(순실)	1,205	1,156	994	1,022	935
비현금성항목등	694	717	832	832	832
유형자산감가상각비	287	289	283	283	283
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(408)	(428)	(549)	(549)	(549)
운전자본감소(증가)	(188)	340	90	0	101
매출채권및기타채권의 감소증가)	(123)	0	88	0	99
재고자산감소(증가)	(825)	(206)	201	0	225
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	551	1,464	(199)	(0)	(223)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	370	387	513	513	513
투자활동현금흐름	(1,967)	(988)	(677)	(645)	(504)
금융자산감소(증가)	(936)	756	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,056)	(1,723)	(677)	(645)	(504)
무형자산감소(증가)	(7)	(1)	0	0	0
기타	32	(19)	0	0	0
재무활동현금흐름	811	(906)	(722)	(722)	(722)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,021	619	0	0	0
자본의증가(감소)	7	0	0	0	0
배당금의 지급	210	1,525	722	722	722
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	566	(236)	(30)	(62)	95
기초현금	201	767	532	502	440
기말현금	767	532	502	440	535
FCF	1,065	(444)	701	665	721

자료 : S-Oil, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	16,322	20,866	22,555	21,510	20,180
매출원가	14,021	18,736	20,576	19,533	18,482
매출총이익	2,301	2,129	1,979	1,977	1,698
매출총이익률 (%)	14.1	10.2	8.8	9.2	8.4
판매비와관리비	684	679	702	669	628
영업이익	1,617	1,451	1,277	1,308	1,070
영업이익률 (%)	9.9	7.0	5.7	6.1	5.3
비영업손익	(42)	45	(11)	(6)	122
순금융비용	154	254	436	440	569
외환관련손익	(67)	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	7	4	2	2	2
세전계속사업이익	1,575	1,496	1,266	1,302	1,192
세전계속사업이익률 (%)	9.7	7.2	5.6	6.1	5.9
계속사업법인세	370	340	272	280	256
계속사업이익	1,205	1,156	994	1,022	935
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,205	1,156	994	1,022	935
순이익률 (%)	7.4	5.5	4.4	4.8	4.6
지배주주	1,205	1,156	994	1,022	935
지배주주구속 순이익률(%)	7.4	5.5	4.4	4.8	4.6
비자매주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,211	1,156	994	1,022	935
지배주주	1,211	1,156	994	1,022	935
비자매주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,904	1,740	1,560	1,591	1,353

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(8.8)	27.8	8.1	(4.6)	(6.2)
영업이익	97.8	(10.3)	(12.0)	24	(18.2)
세전계속사업이익	93.8	(5.0)	(15.4)	2.8	(8.5)
EBITDA	74.5	(8.6)	(10.3)	2.0	(15.0)
EPS(계속사업)	89.9	(2.9)	(14.2)	2.8	(8.5)
수익성 (%)					
ROE	20.5	18.6	16.1	15.9	14.0
ROA	9.7	8.1	6.8	6.9	6.3
EBITDA/마진	11.7	8.3	6.9	7.4	6.7
안정성 (%)					
유동비율	165.0	139.2	138.3	137.1	138.7
부채비율	118.4	141.2	131.9	125.9	118.7
순차입금/자기자본	2.5	80.1	77.2	74.6	70.9
EBITDA/이자비용(배)	0.4	(0.1)	(0.1)	0.0	(0.1)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,494	10,187	8,745	8,993	8,226
BPS	55,582	52,777	55,109	57,681	59,511
CFPS	13,071	12,192	11,028	11,234	9,633
주당 현금배당금	6,200	2,400	2,400	2,400	2,400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.1	11.1	12.9	12.6	13.7
PER(최저)	5.5	7.5	9.5	9.5	9.5
PBR(최고)	1.5	2.1	2.1	2.0	1.9
PBR(최저)	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
PCR	6.5	9.3	10.2	10.1	11.7
EV/EBITDA(최고)	52	103	84	82	9.7
EV/EBITDA(최저)	25	45	35	35	35

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	5,779 십억원
주요주주	
하창수(와48)	46.91%
국민연금공단	11.07%
외국인지분률	20.20%
배당수익률	2.60%

Stock Data

주가(18/01/06)	62,200 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	0.48
52주 최고가	76,700 원
52주 최저가	50,900 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.3%	3.8%
6개월	-9.1%	-13.0%
12개월	16.9%	-4.4%

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

건설의 호재가 정유의 악재가 될 수 있는 이유

4Q17 OP는 4,467 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 -2.9% 하회하는 수치임. 4분기 중 유기가 상승했지만 정제마진하락 및 원화강세의 폭이 생각보다 강했다는 것을 감안해야 함. 또한 NCC 와 PX 의 spread 도 모두 좋지 못했음. 해외조사업체 GlobalData 는 차후 4년 간 정유설비 증설물량이 16%에 이를 것이라고 보도했으며, 실제 국내건설업체의 해외정유설비 수주가 늘어남을 감안할 때 시황 down-turn 은 불가피하다 판단함

4Q17 영업이익 5,167 억원(QoQ +4.0% / YoY +2.0%) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 5,260 억원 대비 -1.8% 하회하는 수치에 해당함. 무엇보다 정유의 전분기대비 감익을 감안해야 하는데, 4분기 1M lagging margin 은 \$11.3/bbl로서 전분기 \$12.9/bbl 대비 하락하였음. Dubai 유기는 9 월 말 \$55.2/bbl → 12 월말 \$64.3/bbl 까지 상승했지만 정제마진이 \$9.4/bbl → \$7.1/bbl 로 급락한 것이 악재였음. 원화강세(1,145 원 → 1,070 원)도 감안해야 함. 화학 역시 PX 가 좋지 못한 spread 를 보였고, 윤활유 또한 전분기 대비 소폭 약세가 예상됨. GS 리테일은 비수기 진입에 따른 실적약세가 불가피함

건설산업의 해외수주 증대를 눈 여겨 볼 타이밍

2017년 4월 GlobalData 는 차후 4년 간 정유설비가 16% 증대할 것이라는 조사결과를 발표한 바 있음. 연간 약 4%에 해당한다는 것인데, 통상 석유수요 증분이 1% 남짓이라는 것을 감안한다면 꽤 큰 폭임을 알 수 있음. 석유화학과 마찬가지로 정유 역시 몇 년간 이어진 이익호재를 지켜본 필드 플레이어들이 신증설 결정을 내리고 있음을 알 수 있음. 최근 건설주가가 해외수주 기대감으로 상승하고 있는데, 국내업체 중에서도 GS 건설과 삼성엔지니어링의 정유설비 수주가 이어지고 있다는 것을 주목할 필요 있음

목표주가 80,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 그대로 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	12,179.5	13,462.4	16,076.7	16,491.7	17,541.8	17,949.4
yoY	%	12.1	10.5	19.4	2.6	6.4	2.3
영업이익	십억원	1,604.3	1,754.2	2,050.8	1,806.5	1,879.8	1,739.6
yoY	%	9.3	8.3	16.9	(11.9)	4.1	(7.5)
EBITDA	십억원	1,604.3	1,754.2	2,050.8	1,806.5	1,879.8	1,739.6
세전이익	십억원	1,309.1	1,629.1	1,911.2	1,617.5	1,660.2	1,502.2
순이익(지배주주)	십억원	492.2	805.7	1,049.6	950.9	1,051.1	951.0
영업이익률%	%	13.2	13.0	12.8	11.0	10.7	9.7
EBITDA%	%	13.2	13.0	12.8	11.0	10.7	9.7
순이익률%	%	4.0	6.0	6.5	5.8	6.0	5.3
EPS	원	5,268	8,640	11,296	10,234	11,312	10,236
PER	배	9.6	6.3	5.5	6.1	5.5	6.1
PBR	배	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	7.7	6.7	6.2	3.2	3.1	3.4
ROE	%	8.1	12.1	14.2	11.5	11.4	9.3
순차입금	십억원	7,511	6,615	6,961	7,740	7,966	8,263
부채비율	%	134.9	128.0	124.6	114.5	105.6	98.3

4Q17 preview

	(단위 %, 십억원)								
	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,734.4	3,918.1	3,855.6	4,229.2	4,073.9	9.1	(3.7)	4,261.9	(4.4)
영업이익	506.5	645.6	391.9	496.7	516.7	2.0	4.0	526.0	(1.8)
세전이익	498.3	639.4	345.6	449.5	476.7	(4.3)	6.1	449.2	6.1
지배순이익	234.0	401.1	134.2	234.1	280.2	19.7	19.7	238.2	17.6
영업이익률	13.6	16.5	10.2	11.7	12.7	(0.9)	0.9	12.3	0.3
세전이익률	13.3	16.3	9.0	10.6	11.7	(1.6)	1.1	10.5	1.2
지배주주순이익률	6.3	10.2	3.5	5.5	6.9	0.6	1.3	5.6	1.3

자료: SK 증권 Fnguide

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법 적용 투자주식)					
비상장사					
컬텍스	6,086.4			50.0%	Target P/B = 1.07x
스포츠	15.6	15.6		100.0%	3Q17말 장부가반영
EPS	493.4	704.9		70.0%	3Q17말 장부가반영
E&R	173.7	269.7		64.4%	3Q17말 장부가반영
파워	462.2	924.5		50.0%	3Q17말 장부가반영
에너지(컬텍스/파워 제외)	1,267.0	1,267.0		100.0%	3Q17말 장부가반영
상장사					
리테일	1,579.6		3,003.0	65.8%	1/5 MV 대비 할인률 20% 적용
홈쇼핑	326.5		1,360.4	30.0%	1/5 MV 대비 할인률 20% 적용
글로벌	107.3		239.9	55.9%	1/5 MV 대비 할인률 20% 적용
임대수익	3,983.9				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	1,011.2				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	15,506.7				

Non-Operating Value 705.7

현금 및 현금성자산 697.8

단기금융자산 8.0

Debt 8,525.2**Firm Value** 7,687.3

우선주시가총액 73.7

Equity Value 7,613.6

기밀별행주식수(보통, 천주) 92,915

Target Price 81,941

자료 GS, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

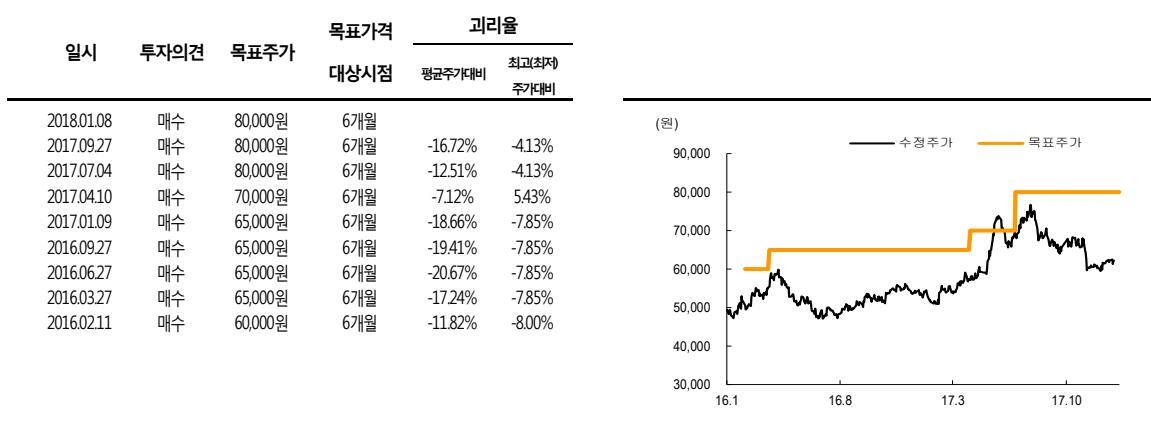
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	15,854.1	16,381.8	17,714.2	16,076.7	16,491.7	17,541.8	1.4%	0.7%	-1.0%
YoY %	17.8%	3.3%	8.1%	19.4%	2.6%	6.4%			
영업이익	2,014.2	1,643.5	1,776.8	2,050.8	1,806.5	1,879.8	1.8%	9.9%	5.8%
YoY %	14.8%	-18.4%	8.1%	16.9%	-11.9%	4.1%			
EBITDA	2,014.2	1,643.5	1,776.8	2,050.8	1,806.5	1,879.8	1.8%	9.9%	5.8%
YoY %	14.8%	-18.4%	8.1%	16.9%	-11.9%	4.1%			
순이익	979.1	724.6	919.0	1,049.6	950.9	1,051.1	7.2%	31.2%	14.4%
YoY %	21.5%	-26.0%	26.8%	30.3%	-9.4%	10.5%			

자료 GS, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	3,950.4	3,823.9	4,080.9	4,294.2	4,073.9	3,923.2	4,129.9	4,256.9	3.1%	2.6%	1.2%	-0.9%
YoY %	5.8%	-2.4%	5.8%	4.0%	9.1%	0.1%	7.1%	0.7%				
QoQ %	-4.4%	-3.2%	6.7%	5.2%	-3.7%	-3.7%	5.3%	3.1%				
영업이익	418.3	388.4	410.2	446.4	516.7	497.8	468.9	427.5	23.5%	28.2%	14.3%	-4.2%
YoY %	-17.4%	-39.8%	4.7%	-20.1%	2.0%	-22.9%	19.7%	-13.9%				
QoQ %	-25.1%	-7.1%	5.6%	8.8%	4.0%	-3.7%	-5.8%	-8.8%				
EBITDA	418.3	388.4	410.2	446.4	516.7	497.8	468.9	427.5	23.5%	28.2%	14.3%	-4.2%
YoY %	-17.4%	-39.8%	4.7%	-20.1%	2.0%	-22.9%	19.7%	-13.9%				
QoQ %	-25.1%	-7.1%	5.6%	8.8%	4.0%	-3.7%	-5.8%	-8.8%				
순이익	185.8	170.3	181.1	199.2	280.2	267.8	249.1	223.1	50.8%	57.2%	37.6%	12.0%
YoY %	-20.6%	-57.5%	35.0%	-22.8%	19.7%	-33.2%	85.6%	-4.7%				
QoQ %	-28.0%	-8.3%	6.3%	10.0%	19.7%	-4.5%	-7.0%	-10.4%				

자료 GS, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,473	3,536	2,809	2,736	2,481
현금및현금성자산	504	1,563	785	559	262
매출채권및기타채권	1,160	1,351	1,387	1,491	1,521
재고자산	335	451	463	498	508
비유동자산	17,868	18,371	20,040	21,247	22,436
장기금융자산	291	180	180	180	180
유형자산	7,866	8,722	10,006	10,708	11,426
무형자산	1,890	1,846	1,846	1,846	1,846
자산총계	20,341	21,907	22,849	23,983	24,917
유동부채	3,771	4,231	4,273	4,396	4,431
단기금융부채	1,980	2,398	2,398	2,398	2,398
매입채무 및 기타채무	1,183	1,589	1,631	1,754	1,789
단기충당부채	5	8	8	8	8
비유동부채	7,650	7,924	7,924	7,924	7,924
장기금융부채	6,574	6,735	6,735	6,735	6,735
장기매입채무 및 기타채무	0	299	299	299	299
장기충당부채	126	123	123	123	123
부채총계	11,421	12,155	12,197	12,320	12,355
자본주주지분	6,964	7,837	8,737	9,747	10,647
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,270	1,187	1,187	1,187	1,187
기타자본구성요소	(3,107)	(2,943)	(2,943)	(2,943)	(2,943)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	8,348	9,119	10,019	11,029	11,929
비자본주주지분	1,956	1,915	1,915	1,915	1,915
자본총계	8,920	9,752	10,652	11,663	12,563
부채와자본총계	20,341	21,907	22,849	23,983	24,917

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	852	1,446	1,809	1,909	1,810
당기순이익(순실)	923	1,168	1,051	1,162	1,052
비현금성항목등	597	758	763	763	763
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(597)	(758)	(763)	(763)	(763)
운전자본감소(증가)	(113)	(53)	(6)	(16)	(5)
매출채권및기타채권의 감소증가)	(280)	(332)	(36)	(104)	(29)
재고자산감소증가)	(53)	(116)	(12)	(35)	(10)
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	151	761	42	123	35
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	662	767	763	763	763
투자활동현금흐름	(524)	(1,425)	(1,284)	(702)	(718)
금융자산감소(증가)	(199)	9	0	0	0
유형자산감소(증가)	(894)	(1,210)	(1,284)	(702)	(718)
무형자산감소(증가)	(42)	(41)	0	0	0
기타	611	(183)	0	0	0
재무활동현금흐름	(336)	213	(152)	(152)	(152)
단기금융부채증가(감소)	(6)	(6)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(180)	827	0	0	0
자본의증가(감소)	29	0	0	0	0
배당금의 지급	172	339	152	152	152
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(3)	1,060	(779)	(226)	(297)
기초현금	507	504	1,563	785	559
기말현금	504	1,563	785	559	262
FCF	1,163	(809)	(120)	585	492

자료 : GS, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	13,462	16,077	16,492	17,542	17,949
매출원가	10,273	12,330	12,910	13,773	14,277
매출총이익	3,189	3,746	3,582	3,769	3,672
매출총이익률 (%)	23.7	23.3	21.7	21.5	20.5
판매비와관리비	1,435	1,696	1,776	1,889	1,933
영업이익	1,754	2,051	1,806	1,880	1,740
영업이익률 (%)	13.0	12.8	11.0	10.7	9.7
비영업손익	(125)	(140)	(189)	(220)	(237)
순금융비용	79	65	80	49	31
외환관련손익	4	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,629	1,911	1,617	1,660	1,502
세전계속사업이익률 (%)	12.1	11.9	9.8	9.5	8.4
계속사업법인세	663	743	566	498	451
계속사업이익	966	1,168	1,051	1,162	1,052
중단사업이익	(43)	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	923	1,168	1,051	1,162	1,052
순이익률 (%)	6.9	7.3	6.4	6.6	5.9
지배주주	806	1,050	951	1,051	951
지배주주구속 순이익률 (%)	6.0	6.5	5.8	6.0	5.3
비지배주주	118	118	100	111	100
총포괄이익	941	1,109	1,051	1,162	1,052
지배주주	828	989	951	1,051	951
비지배주주	113	120	100	111	100
EBITDA	1,754	2,051	1,806	1,880	1,740

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	10.5	19.4	2.6	6.4	2.3
영업이익	9.3	16.9	(11.9)	4.1	(7.5)
세전계속사업이익	24.4	17.3	(15.4)	2.6	(9.5)
EBITDA	9.3	16.9	(11.9)	4.1	(7.5)
EPS(계속사업)	64.0	30.7	(9.4)	10.5	(9.5)
수익성 (%)					
ROE	12.1	14.2	11.5	11.4	9.3
ROA	4.7	5.5	4.7	5.0	4.3
EBITDA/마진	13.0	12.8	11.0	10.7	9.7
안정성 (%)					
유동비율	65.6	83.6	65.7	62.2	56.0
부채비율	128.0	124.6	114.5	105.6	98.3
순자산/자기자본	74.2	71.4	72.7	68.3	65.8
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.1	(0.0)	0.0	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,640	11,296	10,234	11,312	10,236
BPS	57,738	68,029	77,530	88,201	97,705
CFPS	10,987	13,170	12,399	13,895	12,859
주당 현금배당금	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.3	5.5	6.1	5.5	6.1
PER(최저)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
PBR(최고)	4.9	4.7	5.0	4.5	4.8
PBR(최저)	6.7	6.2	3.2	3.1	3.4

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	847 십억원
주요주주	
SK케미칼(주)(외4)	55.75%
(주)VIP투자자문	8.27%
외국인지분율	10.20%
배당수익률	2.80%

Stock Data

주가(18/01/06)	94,500 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	0.45
52주 최고가	131,363 원
52주 최저가	90,715 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.4%	-2.9%
6개월	-22.2%	-25.6%
12개월	-18.5%	-33.4%

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

사우디 도입 LPG 가격 급반등으로 인한 실적약세 불가피

4Q17 OP는 325 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 -30.6% 하회하는 수치임. 지난 분기의 실적약세가 이어지는 가장 기본적인 원인은 도입 LPG 가격의 급반등 대비 국내 LPG의 낮은 가격 인상폭에 있음. 그러나 SK D&D의 증익과 견조한 프로필렌 가격은 감익폭을 상쇄해 줄 것임. 국내 LPG 가격의 인상이 진행된다면 현재의 낮은 이익은 회복되겠지만, 결국 16년 LPG 물량급증과 같은 대규모 모멘텀이 주가반등을 위해선 절실히

4Q17 영업이익 325 억원(QoQ -14.3% / YoY +69.0%) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 468 억원 대비 -30.6% 하회하는 수치에 해당함. 지난 분기에 실적약세가 이어지는 가장 기본적인 원인은 도입 LPG 가격의 급반등 대비 국내 LPG의 낮은 가격 인상폭에 있음. 사우디의 프로판 CP는 지난 7월만 하더라도 \$345/t에 머물러 있었지만, 12월에는 유가 및 OSP의 급반등과 맞물려 \$590/t까지 상승하였음. 비록 동사는 미국 내 수입물량은 늘려 사우디에 대한 노출도는 낮췄지만, 미국 가격 역시 동반 상승하였기에 별다른 효과를 보지는 못했음. 다만 SK D&D의 증익 및 프로필렌 가격 소폭상승(3Q 평균 \$887/t → 4Q 평균 \$928/t)은 감익폭을 상쇄해 줄 것임

2016년 LPG 물량증대 같은 모멘텀이 필요한 시점

2016년 상반기 동사의 주가는 6만원 수준까지 하락했지만, 그 이후 1년 간 13만원 수준까지 2배 이상 급반등을 시현하였음. 가장 큰 원인은 LPG 매출물량 증대(SK 어드밴스드의 PDH 신설물량 공급)에 있었음. 덕분에 국내시장에서 SK 가스의 점유율은 줄곧 35% 수준이 유지되다가 최근 45% 이상까지 올라가게 되었음. 하지만 그 이후로는 추가적인 대규모 물량증대가 발생하지 않았기 때문에 실적과 주가 모두 지지부진한 양상임. 사우디 CP가 조만간 안정세에 접어들고 국내 LPG 가격도 추가인상을 기대할 수 있기 때문에 실적은 회복되겠지만, 주가반등을 위해서는 그 이상의 모멘텀이 필요함

목표주가 130,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	4,079.0	5,254.7	6,636.8	6,083.7	5,371.2	4,721.1
yoY	%	(31.4)	28.8	26.3	(8.3)	(11.7)	(12.1)
영업이익	십억원	99.2	180.8	144.5	149.6	157.5	144.2
yoY	%	(17.6)	82.3	(20.1)	3.5	5.3	(8.5)
EBITDA	십억원	144.0	234.8	192.6	198.6	206.6	193.2
세전이익	십억원	95.2	216.4	253.6	145.1	161.7	163.5
순이익(자배주주)	십억원	69.2	170.4	141.5	102.5	114.2	115.5
영업이익률%	%	2.4	3.4	2.2	2.5	2.9	3.1
EBITDA%	%	3.5	4.5	2.9	3.3	3.8	4.1
순이익률	%	2.3	4.1	3.8	2.4	3.0	3.5
EPS	원	7,866	19,181	15,937	11,542	12,860	13,003
PER	배	9.2	6.8	5.9	8.2	7.3	7.3
PBR	배	0.7	1.0	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	16.2	9.5	11.7	10.1	4.1	4.4
ROE	%	5.8	13.1	10.0	6.9	7.2	6.8
순차입금	십억원	1,682	1,063	1,397	1,159	979	761
부채비율	%	150.7	137.9	146.7	134.6	125.0	115.5

4Q17 preview

	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위 % 십억원) 차이(a/b)
매출액	1,490.8	1,706.4	1,652.5	1,466.7	1,811.2	21.5	23.5	1,883.0	(3.8)
영업이익	19.2	32.6	41.5	37.9	32.5	69.0	(14.3)	46.8	(30.6)
세전이익	76.1	41.1	114.4	50.0	48.1	(36.9)	(3.9)	0.0	N/A
지배순이익	50.4	28.0	50.3	29.3	34.0	(32.6)	16.0	0.0	N/A
영업이익률	1.3	1.9	2.5	2.6	1.8	0.5	(0.8)	2.5	(0.7)
세전이익률	5.1	2.4	6.9	3.4	2.7	(2.5)	(0.8)	0.0	2.7
지배주주순이익률	3.4	1.6	3.0	2.0	1.9	(1.5)	(0.1)	0.0	1.9

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
ROE(지배주주지분)	6.6%		ROE(지배주주지분)	13.1%	6.7%	7.0%	6.7% 5.8%
Terminal Growth	2.0%		weight		0.50	0.20	0.20 0.10
Cost of Equity	7.0%						
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.91						
3Q18E EPS(지배주주지분)	148,271						
Target Price	135,395						

자료: SK 가스 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
EPS(지배주주지분)	7,866	11,432	12,737	12,878	11,883
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	12,027				
4Q17E EPS	11,432				
4Q18E EPS	12,737				
Multiple	8.0	8.5	9.0	9.5	10.0
TP by weighted EPS	96,217	102,230	108,244	114,257	120,271
TP by 4Q17E EPS	91,452	97,168	102,884	108,600	114,315
TP by 4Q18E EPS	101,896	108,265	114,633	121,002	127,371
Multiple	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5
TP by weighted EPS	126,285	132,298	138,312	144,325	150,339
TP by 4Q17E EPS	120,031	125,747	131,463	137,179	142,894
TP by 4Q18E EPS	133,739	140,108	146,476	152,845	159,213

자료: SK 가스 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

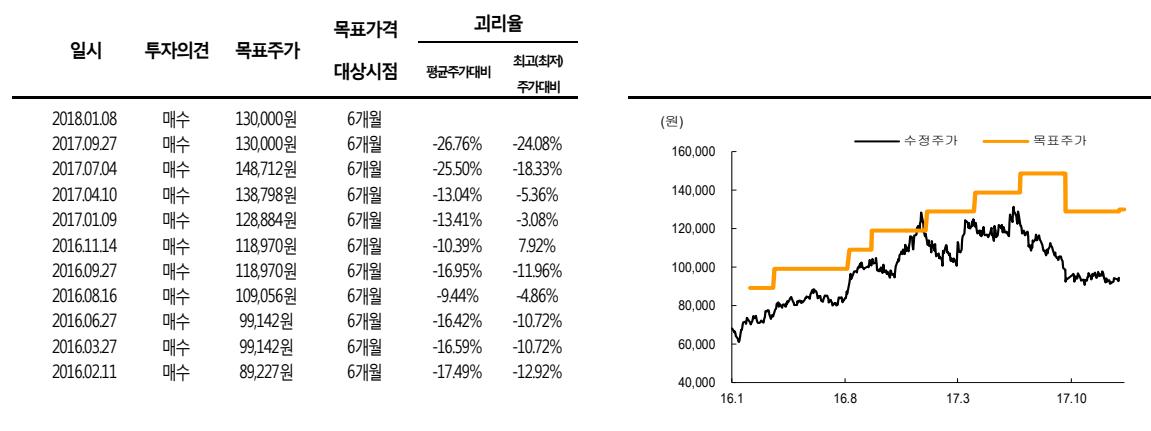
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	7,115.2	6,622.2	6,430.7	6,636.8	6,083.7	5,371.2	-6.7%	-8.1%	-16.5%
YoY %	35.4%	-6.9%	-2.9%	26.3%	-8.3%	-11.7%			
영업이익	146.2	150.5	162.3	144.5	149.6	157.5	-1.2%	-0.6%	-2.9%
YoY %	-19.1%	3.0%	7.8%	-20.1%	3.5%	5.3%			
EBITDA	193.7	198.4	210.2	192.6	198.6	206.6	-0.6%	0.1%	-1.7%
YoY %	-17.5%	24%	5.9%	-18.0%	3.1%	4.0%			
순이익	117.5	117.6	108.8	141.5	102.5	114.2	20.4%	-12.8%	4.9%
YoY %	-31.0%	0.1%	-7.4%	-16.9%	-27.6%	11.4%			

자료 SK 가스, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	1,869.1	1,630.2	1,528.3	1,697.1	1,811.2	1,600.8	1,483.3	1,465.4	-3.1%	-1.8%	-2.9%	-13.7%
YoY %	25.4%	-4.5%	-7.5%	-10.1%	21.5%	-6.2%	-10.2%	-0.1%				
QoQ %	-1.0%	-12.8%	-6.3%	11.0%	23.5%	-11.6%	-7.3%	-1.2%				
영업이익	40.2	34.5	34.7	40.9	32.5	40.9	34.5	35.2	-19.2%	18.6%	-0.7%	-13.9%
YoY %	109.1%	5.6%	-16.3%	28.2%	69.0%	25.2%	-16.9%	-7.1%				
QoQ %	25.9%	-14.2%	0.8%	17.9%	-14.3%	25.8%	-15.6%	2.2%				
EBITDA	52.2	46.4	46.7	52.9	44.7	53.1	46.7	47.5	-14.2%	14.4%	0.1%	-10.2%
YoY %	71.3%	5.0%	-12.6%	20.5%	46.9%	20.1%	-12.6%	-5.4%				
QoQ %	18.8%	-11.0%	0.6%	13.3%	-10.8%	18.7%	-12.0%	1.6%				
순이익	21.5	26.2	31.3	31.6	34.0	24.2	24.0	26.7	58.1%	-7.6%	-23.2%	-15.7%
YoY %	-57.4%	-6.5%	-37.8%	78.2%	-32.6%	-13.7%	-52.2%	-8.9%				
QoQ %	21.0%	21.8%	19.7%	1.0%	16.0%	-28.8%	-0.5%	11.0%				

자료 SK 가스, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 1 월 8 일 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 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
비유동자산	1,980	2,027	2,010	2,054	2,093
장기금융자산	206	128	366	546	764
유형자산	726	754	639	577	496
무형자산	394	787	667	603	518
유동자산	2,091	2,222	2,246	2,262	2,269
현금 및 현금성자산	288	327	327	327	327
매출채권 및 기타채권	1,120	1,153	1,177	1,192	1,200
재고자산	311	312	312	312	312
자산총계	4,071	4,249	4,257	4,316	4,363
비유동부채	1,595	1,499	1,415	1,370	1,311
장기금융부채	1,039	880	880	880	880
장기매입채무 및 기타채무	303	551	467	422	363
장기충당부채	0	0	0	0	0
유동부채	765	1,028	1,028	1,028	1,028
단기금융부채	662	893	893	893	893
매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
단기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,360	2,527	2,443	2,398	2,338
지배주주지분	1,388	1,440	1,531	1,636	1,741
자본금	44	45	45	45	45
자본잉여금	192	192	192	192	192
기타자본구성요소	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)
자기주식	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
이익잉여금	1,114	1,214	1,305	1,410	1,515
비자매주주지분	323	283	283	283	283
자본총계	1,711	1,723	1,814	1,918	2,024
부채와자본총계	4,071	4,249	4,257	4,316	4,363

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	(108)	70	397	334	363
당기순이익(순실)	188	195	114	127	128
비현금성항목등	61	65	120	120	120
유형자산감가상각비	54	48	49	49	49
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(7)	(17)	(71)	(71)	(71)
운전자본감소(증가)	(334)	(139)	164	87	115
매출채권및기타채권의 감소증가)	(293)	(54)	111	59	78
재고자산감소(증가)	206	(394)	120	64	85
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	45	228	(67)	(36)	(47)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	51	65	66	66	66
투자활동현금흐름	(117)	110	(73)	(64)	(57)
금융자산감소(증가)	(48)	36	0	0	0
유형자산감소(증가)	(138)	(80)	(73)	(64)	(57)
무형자산감소(증가)	(2)	(3)	0	0	0
기타	70	157	0	0	0
재무활동현금흐름	200	(117)	(23)	(23)	(23)
단기금융부채증가(감소)	46	(241)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	211	297	0	0	0
자본의증가(감소)	7	(0)	0	0	0
배당금의 지급	20	49	23	23	23
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(19)	(78)	238	180	218
기초현금	225	206	128	366	546
기말현금	206	128	366	546	764
FCF	156	(162)	264	199	225

자료 : SK가스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	5,255	6,637	6,084	5,371	4,721
매출원가	4,786	6,204	5,657	4,969	4,362
매출총이익	469	433	426	402	359
매출총이익률 (%)	8.9	6.5	7.0	7.5	7.6
판매비와관리비	288	289	277	244	215
영업이익	181	144	150	158	144
영업이익률 (%)	3.4	2.2	2.5	2.9	3.1
비영업손익	36	109	(4)	4	19
순금융비용	251	218	114	131	148
외환관련손익	(24)	30	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	11	50	40	31	29
세전계속사업이익	216	254	145	162	163
세전계속사업이익률 (%)	41	3.8	24	30	35
계속사업법인세	46	58	31	35	35
계속사업이익	170	195	114	127	128
중단사업이익	18	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	188	195	114	127	128
순이익률 (%)	3.6	2.9	1.9	2.4	2.7
지배주주	170	142	103	114	115
지배주주구속 순이익률(%)	3.2	2.1	1.7	2.1	2.4
비지배주주	18	54	11	13	13
총포괄이익	213	254	114	127	128
지배주주	194	201	103	114	115
비지배주주	19	53	11	13	13
EBITDA	235	193	199	207	193

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	288	26.3	(8.3)	(11.7)	(12.1)
영업이익	823	(20.1)	3.5	5.3	(8.5)
세전계속사업이익	1273	17.2	(42.8)	114	1.1
EBITDA	63.1	(180)	3.1	4.0	(6.5)
EPS(계속사업)	143.9	(16.9)	(27.6)	11.4	1.1
수익성 (%)					
ROE	13.1	10.0	6.9	7.2	6.8
ROA	4.6	4.7	2.7	3.0	3.0
EBITDA/마진	4.5	2.9	3.3	3.8	4.1
안정성 (%)					
유동비율	124.1	135.2	142.1	150.0	159.7
부채비율	137.9	146.7	134.6	125.0	115.5
순차입금/자기자본	62.1	81.1	63.9	51.0	37.6
EBITDA/이자비용(배)	0.3	(0.1)	0.0	0.0	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	19,181	15,937	11,542	12,860	13,003
BPS	130,624	139,421	149,705	161,454	173,360
CFPS	22,113	17,829	18,743	19,448	18,265
주당 현금배당금	2,666	2,666	2,666	2,666	2,666
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.8	5.9	8.2	7.3	7.3
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.7	0.6	0.6	0.5
PBR(최저)					
PCR	5.9	5.3	5.0	4.9	5.2
EV/EBITDA(최고)	9.5	11.7	10.1	4.1	4.4
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	2,461 십억원
주요주주	
(주)포스코(와4)	63.24%
외국인지분률	9.30%
배당수익률	2.50%

Stock Data

주가(18/01/06)	19,950 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	0.84
52주 최고가	28,400 원
52주 최저가	17,600 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.1%	6.7%
6개월	-8.9%	-12.9%
12개월	-27.2%	-40.5%

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

2018년 상반기 원자재에 단기 베팅 해볼 수 있는 타이밍

4Q17 OP는 1,173 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 -7.3% 하회하는 수치임. 다만 전년동기대비로는 +63.1% 개선되는 수준인데, 가장 큰 원인으로서는 유가상승에 따른 미얀마가스전 판가상승 + 라니냐 균접에 따른 원자재 가격상승으로 무역부분 호재를 꼽을 수 있음. 특히 동 요인은 2018년 상반기까지 이어질 수 있는 모멘텀으로 판단되어 상사업종에게는 긍정적으로 작용할 것임

4Q17 영업이익 1,173 억원(QoQ +19.6% / YoY +63.1%) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 1,264 억원 대비 -7.3% 하회하는 수치에 해당함. 그러나 전년동기대비로는 무려 60% 이상 개선되는 호실적임. 가장 큰 원인으로서는 꾸준한 유가상승에 따른 미얀마 가스전의 실적호전, 그리고 비철을 중심으로 한 commodity 가격 상승으로 인한 무역부분의 실적호전을 꼽을 수 있음. 1Q16 만 하더라도 평균 \$30.4/bbl 까지 하락했던 Dubai 유는 4Q17 기준 \$59.1/bbl 까지 2 배 가까이 상승했음. 미얀마 가스전의 판가가 상승국면에 접어들 수밖에 없는 요인임. 또한 라니냐가 근접해오면서 전반적인 commodity 가격이 상승하는 것은 무역부분의 증익을 지속시켜줄 수 있을 것임

2018년 상반기 원자재 가격 상승 모멘텀 유효할 것

SK증권 리서치센터는 유가에 대해 “장기 저유가 의견 여전함. 다만 2018년 상반기 중 지정학적 이슈에 따른 단기반등 가능” 의견을 지속적으로 견지하고 있음. 특히 아람코 IPO를 앞둔 사우디의 OSP 급상승은 유가의 단기향방에 있어서 계속 중요하게 체크해야 할 요인임. 또한 2016년의 강한 엘니뇨 이후 지속적인 라니냐 발생 가능성성이 ONI의 하락을 통해서도 확인되고 있는데, 이는 비철 가격상승요인으로 작용할 것이기 때문에 여전모로 상반기 중에는 동사에게 있어서 실적 모멘텀이 발생할 것으로 판단함

목표주가 25,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가 그대로 유지함. 아람코 IPO와 라니냐로 대변되는 글로벌 commodity 의 단기호재는 2018년 상반기 중 충분히 발생할 수 있기 때문에 상사업종 주가에 대해서 주목할 필요 있음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	17,526.9	16,492.1	22,326.7	21,525.5	21,128.5	20,728.5
yoY	%	(14.1)	(5.9)	35.4	(3.6)	(1.8)	(1.9)
영업이익	십억원	368.8	318.1	422.4	437.5	377.4	302.7
yoY	%	(1.9)	(13.7)	32.8	3.6	(13.8)	(19.8)
EBITDA	십억원	540.2	484.5	615.9	621.5	561.4	486.7
세전이익	십억원	133.5	174.6	284.6	329.9	314.1	234.7
순이익(자배주주)	십억원	128.9	111.3	200.2	249.8	237.8	177.7
영업이익률%	%	2.1	1.9	1.9	2.0	1.8	1.5
EBITDA%	%	3.1	2.9	2.8	2.9	2.7	2.3
순이익률	%	0.8	1.1	1.3	1.5	1.5	1.1
EPS	원	1,132	977	1,758	2,193	2,088	1,560
PER	배	14.4	27.6	11.3	9.1	9.6	12.8
PBR	배	0.8	1.3	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	9.9	12.7	10.1	4.0	4.4	5.1
ROE	%	5.3	4.5	7.6	8.7	7.8	5.5
순차입금	십억원	3,474	3,064	3,752	3,337	3,017	2,689
부채비율	%	232.2	231.1	236.3	219.0	206.0	196.9

4Q17 preview

	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위 %, 십억원) 차이(a/b)
매출액	4,929.4	5,224.5	6,120.8	5,489.7	5,491.8	11.4	0.0	5,870.1	(6.4)
영업이익	71.9	110.3	96.9	98.0	117.3	63.1	19.6	126.4	(7.3)
세전이익	(13.2)	129.8	28.6	36.2	90.0	(779.5)	148.4	83.8	7.4
지배순이익	(38.6)	91.8	21.1	19.2	68.2	(276.5)	254.1	62.3	9.4
영업이익률	1.5	2.1	1.6	1.8	2.1	0.7	0.3	2.2	(0.0)
세전이익률	(0.3)	2.5	0.5	0.7	1.6	1.9	1.0	1.4	0.2
지배주주순이익률	(0.8)	1.8	0.3	0.4	1.2	2.0	0.9	1.1	0.2

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
ROE(지배주주지분)	7.4%		ROE(지배주주지분)	4.5%	8.4%	7.5%	5.4%
Terminal Growth	2.0%		weight		0.50	0.20	0.20
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 EPS(지배주주지분)	22,925						
Target Price	24,908						

자료: 포스코대우, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
EPS(지배주주지분)	1,132	2,024	1,927	1,440	1,426
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	1,828				
4Q17E EPS	2,024				
4Q18E EPS	1,927				

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	16,455	18,284	20,112	21,940	23,769	25,597	27,425	29,254	31,082	32,910
TP by 4Q17E EPS	18,220	20,244	22,268	24,293	26,317	28,342	30,366	32,390	34,415	36,439
TP by 4Q18E EPS	17,346	19,274	21,201	23,129	25,056	26,983	28,911	30,838	32,766	34,693

자료: 포스코대우, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

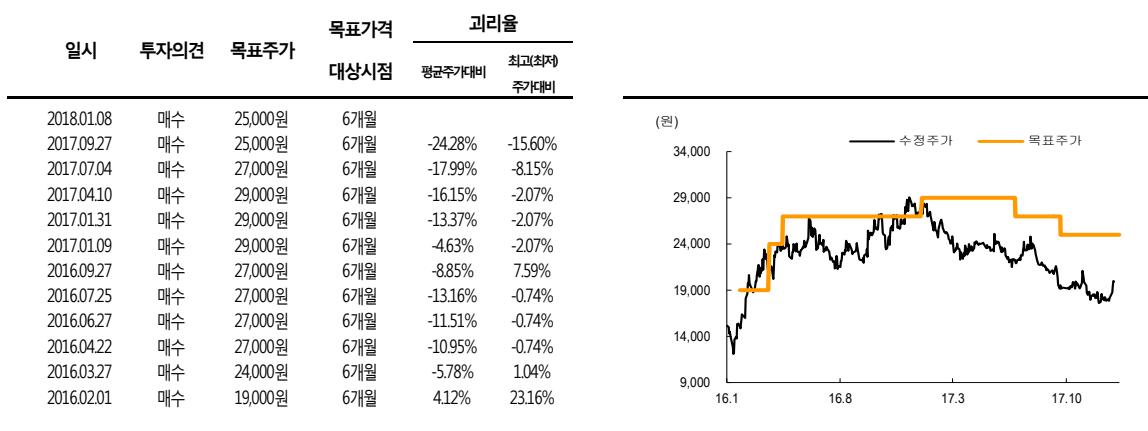
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	14,194.7	11,193.0	10,554.4	15,953.0	13,772.1	13,080.3	12.4%	23.0%	23.9%
YoY %	7.3%	-21.1%	-5.7%	20.6%	-13.7%	-5.0%			
영업이익	2,815.8	1,576.8	1,114.4	2,840.3	1,602.7	1,141.8	0.9%	1.6%	2.5%
YoY %	10.7%	-44.0%	-29.3%	11.6%	-43.6%	-28.8%			
EBITDA	3,503.1	2,255.4	1,792.9	3,545.1	2,316.2	1,855.2	1.2%	2.7%	3.5%
YoY %	104%	-35.6%	-20.5%	11.7%	-34.7%	-19.9%			
순이익	2,180.1	1,164.6	800.1	2,273.5	1,255.5	883.7	4.3%	7.8%	10.4%
YoY %	18.8%	-46.6%	-31.3%	23.8%	-44.8%	-29.6%			

자료 포스코대우, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	3,106.5	2,783.0	2,931.3	2,842.8	4,113.5	3,555.2	3,509.7	3,430.4	32.4%	27.7%	19.7%	20.7%
YoY %	-15.4%	-30.4%	-23.9%	-12.2%	120%	-11.0%	-8.9%	-14.0%				
QoQ %	-4.1%	-10.4%	5.3%	-3.0%	3.1%	-13.6%	-1.3%	-2.3%				
영업이익	555.3	380.1	444.5	409.2	627.1	445.3	411.9	392.2	12.9%	17.2%	-7.3%	-4.1%
YoY %	-24.3%	-53.4%	-29.7%	-49.7%	-14.5%	-45.3%	-34.8%	-48.8%				
QoQ %	-31.7%	-31.6%	16.9%	-7.9%	-18.2%	-29.0%	-7.5%	-4.8%				
EBITDA	724.9	549.7	614.1	578.9	805.4	623.7	590.3	570.6	11.1%	13.5%	-3.9%	-1.4%
YoY %	-19.2%	-44.7%	-23.4%	-41.1%	-10.3%	-37.2%	-26.4%	-39.6%				
QoQ %	-26.3%	-24.2%	11.7%	-5.7%	-14.7%	-22.6%	-5.4%	-3.3%				
순이익	410.9	279.9	330.4	303.1	501.8	350.0	323.0	307.2	22.1%	25.0%	-2.2%	1.3%
YoY %	-29.0%	-56.3%	-35.9%	-50.6%	-13.3%	-45.3%	-37.3%	-50.1%				
QoQ %	-33.0%	-31.9%	18.1%	-8.3%	-18.6%	-30.3%	-7.7%	-4.9%				

자료 포스코대우, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(순지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,681	5,452	5,701	5,983	6,170
현금및현금성자산	174	210	625	945	1,273
매출채권및기타채권	3,433	3,905	3,777	3,748	3,639
재고자산	767	1,059	1,026	1,019	991
비유동자산	3,608	3,891	3,779	3,666	3,551
장기금융자산	469	422	422	422	422
유형자산	666	1,016	904	790	676
무형자산	1,663	1,653	1,653	1,653	1,653
자산총계	8,289	9,343	9,480	9,649	9,721
유동부채	4,305	5,220	5,164	5,150	5,102
단기금융부채	2,246	3,196	3,196	3,196	3,196
매입채무 및 기타채무	1,791	1,819	1,762	1,749	1,701
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,480	1,345	1,345	1,345	1,345
장기금융부채	1,373	1,215	1,215	1,215	1,215
장기매입채무 및 기타채무	5	4	4	4	4
장기충당부채	88	98	98	98	98
부채총계	5,785	6,565	6,508	6,495	6,447
자본주주지분	2,516	2,777	2,971	3,153	3,273
자본금	569	617	617	617	617
자본잉여금	333	553	553	553	553
기타자본구성요소	0	(0)	(0)	(0)	(0)
자기주식	0	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	1,525	1,607	1,801	1,983	2,103
비자본주주지분	(12)	1	1	1	1
자본총계	2,504	2,778	2,972	3,154	3,274
부채와자본총계	8,289	9,343	9,480	9,649	9,721

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	807	191	627	534	538
당기순이익(순실)	122	200	256	243	182
비현금성항목등	392	400	266	266	266
유형자산감가상각비	166	194	184	184	184
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(225)	(206)	(82)	(82)	(82)
운전자본감소(증가)	371	(327)	105	24	90
매출채권및기타채권의 감소증가)	(348)	(492)	123	28	105
재고자산감소(증가)	4	(293)	33	8	28
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	597	14	(51)	(12)	(43)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	52	80	66	66	66
투자활동현금흐름	(197)	(154)	(72)	(71)	(69)
금융자산감소(증가)	(38)	24	0	0	0
유형자산감소(증가)	(93)	(73)	(72)	(71)	(69)
무형자산감소(증가)	(64)	(83)	0	0	0
기타	(2)	(23)	0	0	0
재무활동현금흐름	(661)	94	(62)	(62)	(62)
단기금융부채증가(감소)	(338)	250	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(271)	(42)	0	0	0
자본의증가(감소)	2	(0)	0	0	0
배당금의 지급	57	119	62	62	62
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(51)	36	415	320	328
기초현금	225	174	210	625	945
기말현금	174	210	625	945	1,273
FCF	502	(317)	560	431	442

자료 : 포스코대우, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	16,492	22,327	21,525	21,129	20,729
매출원가	15,356	21,065	20,295	19,972	19,662
매출총이익	1,136	1,262	1,231	1,156	1,067
매출총이익률 (%)	6.9	5.7	5.7	5.5	5.1
판매비와관리비	818	839	793	779	764
영업이익	318	422	438	377	303
영업이익률 (%)	1.9	1.9	2.0	1.8	1.5
비영업손익	(144)	(138)	(108)	(63)	(68)
순금융비용	361	298	259	306	305
외환관련손익	5	(3)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	25	20	31	28	24
세전계속사업이익	175	285	330	314	235
세전계속사업이익률 (%)	11	13	15	15	11
계속사업법인세	52	84	74	71	53
계속사업이익	122	200	256	243	182
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	122	200	256	243	182
순이익률 (%)	0.7	0.9	1.2	1.2	0.9
지배주주	111	200	250	238	178
지배주주구속 순이익률 (%)	0.7	0.9	1.2	1.1	0.9
비지배주주	11	0	6	6	4
총포괄이익	139	166	256	243	182
지배주주	130	165	250	238	178
비지배주주	9	1	6	6	4
EBITDA	485	616	622	561	487

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(5.9)	35.4	(3.6)	(1.8)	(1.9)
영업이익	(13.7)	32.8	3.6	(13.8)	(19.8)
세전계속사업이익	30.8	63.0	15.9	(4.8)	(25.3)
EBITDA	(10.3)	27.1	0.9	(9.7)	(13.3)
EPS(계속사업)	(13.7)	80.0	24.7	(4.8)	(25.3)
수익성 (%)					
ROE	4.5	7.6	8.7	7.8	5.5
ROA	1.5	2.3	2.7	2.5	1.9
EBITDA/마진	29	28	29	27	23
안정성 (%)					
유동비율	108.7	104.4	110.4	116.2	120.9
부채비율	231.1	236.3	219.0	206.0	196.9
순차입금/자기자본	122.4	135.1	112.3	95.7	82.1
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	0.1	0.0	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	977	1,758	2,193	2,088	1,560
BPS	20,800	23,134	24,837	26,433	27,489
CFPS	3,416	4,218	4,593	4,184	3,676
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	27.6	11.3	9.1	9.6	12.8
PER(최저)					
PBR(최고)	1.3	0.9	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)					
PCR	7.9	4.7	4.3	4.8	5.4
EV/EBITDA(최고)	12.7	10.1	4.0	4.4	5.1
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	1,138 십억원
주요주주	
(주)엘지(외4)	26.29%
국민연금공단	13.49%
외국인지분율	16.60%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(18/01/06)	29,350 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	0.37
52주 최고가	35,100 원
52주 최저가	26,900 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.1%	4.6%
6개월	-4.2%	-8.4%
12개월	-3.3%	-20.9%

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

라니나가 이끌어 출 석탄 강세의 기대감

4Q17 OP는 517 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 -0.5% 하회하는 수치임. 영업측면에서는 지속적인 석탄가격 상승이 호재로 작용하였음. 2018년 상반기는 원자재 가격의 호재가 이어질 것으로 판단하여 상사업종을 주목할 필요 있음. 유가는 아람코 IPO를 앞둔 외생적 요인에 따른 상승, 비철/석탄 등의 가격은 라니나 진입에 따른 상승이 기대되기 때문임. 또한 프로젝트/물류 수익도 기대할 수 있는 요인임

4Q17 영업이익 517 억원(QoQ -20.5% / YoY +0.4%) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 519 억원 대비 -0.5% 하회하는 수치에 해당함. 전체적으로 무난한 수준이라 할 수 있는데, 영업측면에서 호재라면 석탄가격의 지속적인 상승을 꼽을 수 있음. 2016년 10월 \$100/t을 넘어선 이후 2017년 5월 \$73.5/t까지 하락했던 석탄 가격은 2017년 12월 다시 \$100/t을 넘어섰음. 이로 인해 석탄사업부는 실적호재가 이어질 것으로 판단함

2018년 상반기 원자재 가격 상승 모멘텀 유효할 것

SK증권 리서치센터는 유가에 대해 “장기 저유가 의견 여전함. 다만 2018년 상반기 중 지정학적 이슈에 따른 단기반등 가능” 의견을 지속적으로 견지하고 있음. 특히 아람코 IPO를 앞둔 사우디의 OSP 급상승은 유가의 단기향방에 있어서 계속 중요하게 체크해야 할 요인임. 또한 2016년의 강한 엘니뇨 이후 지속적인 라니나 발생 가능성성이 ONI의 하락을 통해서도 확인되고 있는데, 이는 비철 가격상승요인으로 작용할 것이기 때문에 여所所로 상반기 중에는 동사에게 있어서 실적 모멘텀이 발생할 것으로 판단함

목표주가 38,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가 그대로 유지함. 아람코 IPO와 라니나로 대변되는 글로벌 commodity의 단기호재는 2018년 상반기 중 충분히 발생할 수 있기 때문에 상사업종 주가에 대해 주목할 필요 있음. 또한 2017년 기대에 못 미쳤던 프로젝트 수익과 물류부분의 실적상승에 대해서도 2018년에서는 긍정적으로 작용할 수 있음. 현재 수준의 주가에서 추가적인 하락요인은 제한적이라고 판단하는 바임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	13,224.5	11,966.7	12,735.5	13,940.9	14,815.2	15,516.4
yoY	%	16.3	(9.5)	6.4	9.5	6.3	4.7
영업이익	십억원	81.7	174.1	237.3	232.8	261.1	272.1
yoY	%	(52.5)	113.1	36.3	(1.9)	12.1	4.2
EBITDA	십억원	136.5	228.1	307.9	310.8	339.1	350.1
세전이익	십억원	(215.2)	133.2	219.5	228.3	249.1	261.6
순이익(자배주주)	십억원	(235.4)	58.1	101.9	115.0	125.5	131.8
영업이익률%	%	0.6	1.5	1.9	1.7	1.8	1.8
EBITDA%	%	1.0	1.9	2.4	2.2	2.3	2.3
순이익률	%	(1.6)	1.1	1.7	1.6	1.7	1.7
EPS	원	(6,074)	1,500	2,629	2,968	3,238	3,400
PER	배	(5.6)	19.5	11.2	9.9	9.1	8.6
PBR	배	1.2	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	18.1	9.9	7.5	7.2	3.4	3.2
ROE	%	(17.9)	4.8	8.0	8.3	8.0	7.5
순차입금	십억원	1,156	1,123	1,160	1,108	1,037	965
부채비율	%	248.8	214.7	236.0	221.7	206.7	193.6

4Q17 preview

	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위 %, 십억원) 차이(a/b)
매출액	3,163.9	3,057.8	3,015.3	3,311.8	3,350.5	5.9	1.2	3,345.3	0.2
영업이익	51.5	81.4	39.2	65.0	51.7	0.4	(20.5)	51.9	(0.5)
세전이익	27.4	75.1	34.2	55.2	55.0	100.6	(0.3)	44.6	23.5
지배순이익	4.8	45.8	6.5	21.9	27.7	476.8	26.3	30.7	(9.7)
영업이익률	1.6	2.7	1.3	2.0	1.5	(0.1)	(0.4)	1.6	(0.0)
세전이익률	0.9	2.5	1.1	1.7	1.6	0.8	(0.0)	1.3	0.3
지배주주순이익률	0.2	1.5	0.2	0.7	0.8	0.7	0.2	0.9	(0.1)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
ROE(지배주주지분)	7.5%	ROE(지배주주지분)	4.8%	7.9%	7.7%	7.2%	6.8%
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	1.10						
3Q18E EPS(지배주주지분)	34,888						
Target Price	38,397						

자료: LG 상사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
EPS(지배주주지분)	(6,074)	2,968	3,238	3,400	3,554
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,167				
4Q17E EPS	2,968				
4Q18E EPS	3,238				
Multiple	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0
TP by weighted EPS	34,833	36,417	38,000	39,584	41,167
TP by 4Q17E EPS	32,644	34,128	35,612	37,096	38,579
TP by 4Q18E EPS	35,614	37,233	38,852	40,470	42,089
Multiple	13.5	14.0	14.5	15.0	15.5
TP by weighted EPS	42,750	44,334	45,917	47,500	49,084
TP by 4Q17E EPS	40,063	41,547	43,031	44,515	45,998
TP by 4Q18E EPS	43,708	45,327	46,946	48,565	50,183

자료: LG 상사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	12,269.1	12,974.4	13,823.2	12,735.5	13,940.9	14,815.2	3.8%	7.4%	7.2%
YoY %	2.5%	5.7%	6.5%	6.4%	9.5%	6.3%			
영업이익	225.4	228.0	275.5	237.3	232.8	261.1	5.3%	2.1%	-5.2%
YoY %	29.5%	1.2%	20.8%	36.3%	-1.9%	12.1%			
EBITDA	288.2	290.5	338.0	307.9	310.8	339.1	6.8%	7.0%	0.3%
YoY %	26.3%	0.8%	16.3%	35.0%	1.0%	9.1%			
순이익	106.5	115.4	130.5	101.9	115.0	125.5	-4.3%	-0.4%	-3.9%
YoY %	83.1%	84%	13.1%	75.3%	12.9%	9.1%			

자료 LG 상사, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	3,104.0	3,182.4	3,205.6	3,268.6	3,350.5	3,423.2	3,446.7	3,510.2	7.9%	7.6%	7.5%	7.4%
YoY %	-1.9%	4.1%	6.3%	5.7%	5.9%	11.9%	14.3%	6.0%				
QoQ %	0.4%	2.5%	0.7%	2.0%	1.2%	2.2%	0.7%	1.8%				
영업이익	51.5	61.8	54.8	56.2	51.7	63.1	56.0	57.5	0.4%	2.1%	2.2%	2.4%
YoY %	0.0%	-24.1%	39.7%	5.6%	0.4%	-22.5%	42.7%	-11.5%				
QoQ %	-3.3%	20.1%	-11.4%	2.6%	-20.5%	22.1%	-11.2%	2.7%				
EBITDA	67.1	77.5	70.4	71.9	71.2	82.6	75.5	77.0	6.1%	6.6%	7.2%	7.2%
YoY %	5.1%	-20.4%	28.4%	4.3%	11.4%	-15.1%	37.6%	-8.8%				
QoQ %	-2.6%	15.4%	-9.1%	2.0%	-15.8%	16.1%	-8.6%	2.0%				
순이익	26.9	30.5	27.7	28.8	27.7	31.2	27.7	28.5	2.9%	2.2%	-0.3%	-1.0%
YoY %	460.5%	-33.4%	327.0%	5.4%	476.8%	-31.9%	325.8%	29.7%				
QoQ %	-1.3%	13.2%	-9.0%	3.7%	26.3%	12.5%	-11.3%	2.9%				

자료 LG 상사, SK 증권

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 8일 기준)				
매수	89.26%	중립	10.74%	매도

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,672	3,210	3,442	3,655	3,875
현금및현금성자산	311	374	426	498	569
매출채권및기타채권	1,444	1,789	1,906	1,996	2,092
재고자산	517	715	760	795	832
비유동자산	2,505	2,522	2,584	2,654	2,731
장기금융자산	241	241	241	241	241
유형자산	552	571	632	702	780
무형자산	945	937	937	937	937
자산총계	5,177	5,732	6,026	6,308	6,606
유동부채	2,098	2,675	2,802	2,901	3,005
단기금융부채	239	353	353	353	353
매입채무 및 기타채무	1,528	2,020	2,147	2,246	2,350
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,434	1,351	1,351	1,351	1,351
장기금융부채	1,297	1,205	1,205	1,205	1,205
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	14	20	20	20	20
부채총계	3,532	4,026	4,153	4,252	4,356
지배주주지분	1,249	1,301	1,469	1,652	1,845
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	101	101	101	101	101
기타자본구성요소	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	910	1,008	1,175	1,359	1,552
비자본주주지분	396	405	405	405	405
자본총계	1,645	1,706	1,873	2,057	2,250
부채와자본총계	5,177	5,732	6,026	6,308	6,606

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	230	104	229	254	262
당기순이익(순실)	85	142	177	193	203
비현금성항목등	156	153	93	93	93
유형자산감가상각비	54	71	78	78	78
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(102)	(82)	(15)	(15)	(15)
운전자본감소(증가)	81	(109)	(41)	(32)	(34)
매출채권및기타채권의 감소증가)	81	(346)	(112)	(88)	(93)
재고자산감소증가)	207	(198)	(45)	(35)	(37)
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	(166)	474	116	91	96
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(218)	(37)	(139)	(148)	(155)
금융자산감소(증가)	(41)	66	0	0	0
유형자산감소(증가)	(77)	(87)	(139)	(148)	(155)
무형자산감소(증가)	(49)	(26)	0	0	0
기타	(51)	9	0	0	0
재무활동현금흐름	(238)	34	(10)	(10)	(10)
단기금융부채증가(감소)	(210)	63	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	1	0	0	0	0
배당금의 지급	20	29	10	10	10
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(218)	63	52	71	72
기초현금	529	311	374	426	498
기말현금	311	374	426	498	569
FCF	196	45	65	90	89

자료 : LG상사, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	11,967	12,735	13,941	14,815	15,516
매출원가	11,221	11,966	13,146	13,957	14,619
매출총이익	746	770	795	858	898
매출총이익률 (%)	6.2	6.0	5.7	5.8	5.8
판매비와관리비	572	532	562	597	626
영업이익	174	237	233	261	272
영업이익률 (%)	1.5	1.9	1.7	1.8	1.8
비영업손익	(41)	(18)	(4)	(12)	(11)
순금융비용	91	40	25	19	21
외환관련손익	(9)	15	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	3	17	43	42	40
세전계속사업이익	133	219	228	249	262
세전계속사업이익률 (%)	1.1	1.7	1.6	1.7	1.7
계속사업법인세	48	78	51	56	59
계속사업이익	85	142	177	193	203
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	85	142	177	193	203
순이익률 (%)	0.7	1.1	1.3	1.3	1.3
지배주주	58	102	115	125	132
지배주주구속 순이익률(%)	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8
비지배주주	27	40	62	68	71
총포괄이익	82	99	177	193	203
지배주주	58	69	115	125	132
비지배주주	24	30	62	68	71
EBITDA	228	308	311	339	350

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(9.5)	6.4	9.5	6.3	4.7
영업이익	113.1	36.3	(1.9)	12.1	4.2
세전계속사업이익	흑전	64.8	4.0	9.1	5.0
EBITDA	67.1	35.0	1.0	9.1	3.3
EPS(계속사업)	흑전	75.3	12.9	9.1	5.0
수익성 (%)					
ROE	4.8	8.0	8.3	8.0	7.5
ROA	1.6	2.6	3.0	3.1	3.1
EBITDA/마진	1.9	2.4	2.2	2.3	2.3
안정성 (%)					
유동비율	127.3	120.0	122.9	126.0	128.9
부채비율	214.7	236.0	221.7	206.7	193.6
순차입금/자기자본	68.3	68.0	59.2	50.4	42.9
EBITDA/이자비용(배)	0.6	0.4	0.0	0.1	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,500	2,629	2,968	3,238	3,400
BPS	28,873	30,572	34,888	39,620	44,601
CFPS	4,253	5,720	6,668	7,233	7,454
주당 현금배당금	250	250	250	250	250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.5	11.2	9.9	9.1	8.6
PER(최저)	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
PBR(최고)	6.9	5.1	4.4	4.1	3.9
PBR(최저)	9.9	7.5	7.2	3.4	3.2

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	23,881 십억원
주요주주	
한국산업은행(외1)	32.93%
정부	18.20%
외국인지분율	30.80%
배당수익률	5.30%

Stock Data

Stock Data	
주가(18/01/06)	37,200 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	0.44
52주 최고가	48,750 원
52주 최저가	37,200 원
60일 평균 거래대금	51 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.1%	-3.6%
6개월	-11.4%	-15.3%
12개월	-15.9%	-31.3%

한국전력 (015760/KS | 매수(유지) | T.P 50,000 원(하향))

좋은 것은 없지만 이미 PBR은 역사적 저점인 0.3x

4Q17 OP는 9,722 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 -13.0% 하회하는 수치임. 무엇보다 석탄가격의 급반등이 부담이 될 수밖에 없음. 연료비용의 투입시차를 감안한다면 상기 부담요인은 2018년 상반기에도 이어질 것임. 정책적 호재를 기대할 타이밍이 아니라는 것도 주가에는 악재임. 다만 PBR이 역사적 저점인 0.3x 수준에 머물고 있기 때문에, 우호적 정책 발생 가능성에 대해서는 자속적으로 주목해야 함

4Q17 영업이익 9,722 억원(QoQ -64.9% / YoY -23.3%) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 1 조 1,175 억원 대비 -13.0% 하회하는 수치에 해당함. 전년 동기대비로도 20% 이상 하락하는 수준임. 저조한 실적추이가 이어지는 가장 큰 원인으로서는 일단 석탄가격의 상승을 꼽을 수 있음. 2016년 10월 \$100/t 을 넘어선 이후 2017년 5월 \$73.5/t 까지 하락했던 석탄 가격은 2017년 12월 다시 \$100/t 을 넘어섰음. 통상 반년 가량의 투입시점 lagging 효과를 감안한다면 이와 같은 원재료 부담감은 2018년 상반기에도 이어질 것임. 유가와 동반한 SMP 의 가격반등 역시 부담요인임

정책 상의 호재가 나올 수 있을까?

역사적으로 한국전력의 주가 추이를 살펴본다면(2017년 10월 20일 Energy snapshot “역사적 저점의 한국전력 PBR에서 고민” 참조), 주요 상승과 하락의 trigger는 거의 원재료 가격의 급변동 혹은 정책 임을 알 수 있음. 2018년 상반기에는 지정학적 리스크와 라니냐를 감안할 때 원재료 가격 부담이 이어질 수밖에 없기 때문에, 결국 동사에게는 정부 정책 상의 호재가 필요함. 그나마 가장 기대할 수 있는 것이라면 산업용 전기요금의 인상일텐데, 아직 불확실성이 높은 상황이기 때문에 모멘텀으로 삼기는 쉽지 않음

목표주가 55,000 원 → 50,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

석탄가격 상승이 차후 실적에 미칠 악영향을 감안하여 목표주기를 하향 조정함. 현재 대외여건과 정책상의 호재를 기대하기 어렵기 때문에 쉽사리 추가반등을 타진할 여력은 제한적임. 다만 PBR 이 역사적 저점인 0.3x 인 만큼 정책에 대해서는 지속 주목해야 함. 신고리 원전 공사재개 이후 동사 추가가 급반등했던 것을 기억할 필요 있음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	58,957.7	60,190.4	59,784.3	63,835.2	64,442.0	65,188.8
yoy	%	2.6	2.1	(0.7)	6.8	1.0	1.2
영업이익	십억원	11,346.7	12,001.6	6,054.8	6,047.7	6,626.0	6,425.7
yoy	%	96.1	5.8	(49.5)	(0.1)	9.6	(3.0)
EBITDA	십억원	19,688.1	20,962.6	15,790.9	15,866.9	16,445.2	16,244.9
세전이익	십억원	18,655.8	10,513.5	4,620.5	3,949.4	4,423.7	4,087.3
순이익(자배주주)	십억원	13,289.1	7,048.6	3,035.8	2,988.3	3,347.2	3,092.7
영업이익률%	%	19.2	19.9	10.1	9.5	10.3	9.9
EBITDA%	%	33.4	34.8	26.4	24.9	25.5	24.9
순이익률	%	31.6	17.5	7.7	6.2	6.9	6.3
EPS	원	20,701	10,980	4,729	4,655	5,214	4,817
PER	배	2.4	4.0	7.9	8.0	7.1	7.7
PBR	배	0.44	0.36	0.30	0.29	0.29	0.28
EV/EBITDA	배	3.9	3.3	4.3	4.3	4.3	4.4
ROE	%	22.1	10.2	4.2	4.1	4.5	4.0
순차입금	십억원	43,800	41,016	43,894	45,099	46,107	47,548
부채비율	%	157.9	143.4	142.2	138.9	135.1	131.9

4Q17 preview

	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위 %, 십억원) 차이(a/b)
매출액	15,286.1	15,146.6	12,925.5	16,187.7	15,524.4	1.6	(4.1)	15,060.9	3.1
영업이익	1,267.6	1,463.2	846.5	2,772.9	972.2	(23.3)	(64.9)	1,117.5	(13.0)
세전이익	480.3	1,389.6	583.2	2,186.9	460.8	(4.1)	(78.9)	771.9	(40.3)
지배순이익	273.3	866.9	327.2	1,493.0	348.7	27.6	(76.6)	404.6	(13.8)
영업이익률	8.3	9.7	6.5	17.1	6.3	(2.0)	(10.9)	7.4	(1.2)
세전이익률	3.1	9.2	4.5	13.5	3.0	(0.2)	(10.5)	5.1	(2.2)
지배주주순이익률	1.8	5.7	2.5	9.2	2.2	0.5	(7.0)	2.7	(0.4)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
ROE(지배주주지분)	4.2%	ROE(지배주주지분)	10.2%	4.0%	4.4%	3.9%	4.4%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	4.2%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.40						
3Q18E EPS(지배주주지분)	127,120						
Target Price	50,235						

자료: 한국전력 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
EPS(지배주주지분)	10,980	4,655	5,214	4,817	5,494
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	4,883				
4Q17E EPS	4,655				
4Q18E EPS	5,214				

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	29,299	34,182	39,066	43,949	48,832	53,715	58,598	63,481	68,365	73,248
TP by 4Q17E EPS	27,930	32,585	37,240	41,895	46,550	51,205	55,860	60,515	65,170	69,825
TP by 4Q18E EPS	31,284	36,498	41,712	46,926	52,140	57,354	62,568	67,782	72,996	78,210

자료: 한국전력 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

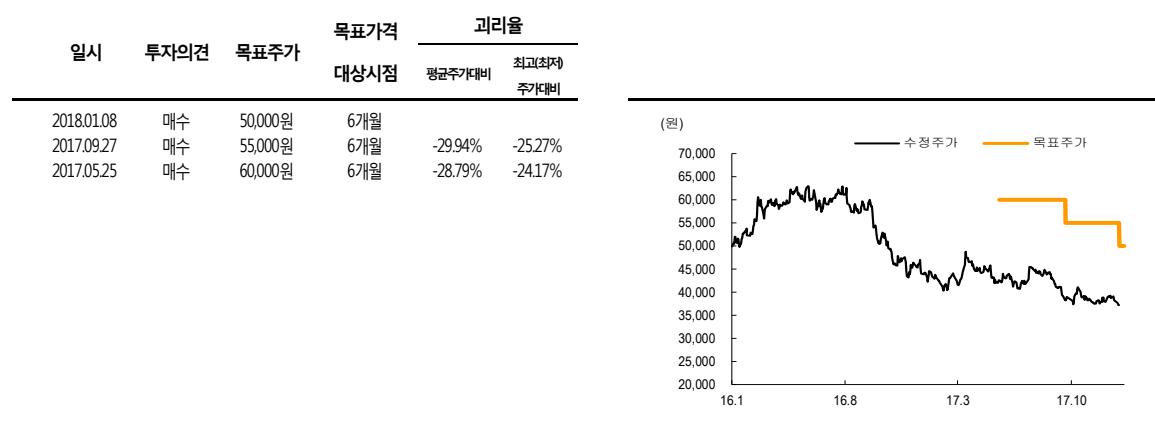
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	56,020.3	54,233.6	54,794.6	59,784.3	63,835.2	64,442.0	6.7%	17.7%	17.6%
YoY %	-6.9%	-3.2%	1.0%	-0.7%	6.8%	1.0%			
영업이익	6,318.3	5,793.3	6,345.4	6,054.8	6,047.7	6,626.0	-4.2%	4.4%	4.4%
YoY %	-47.4%	-8.3%	9.5%	-49.5%	-0.1%	9.6%			
EBITDA	15,989.9	15,483.5	16,035.7	15,790.9	15,866.9	16,445.2	-1.2%	2.5%	2.6%
YoY %	-23.7%	-3.2%	3.6%	-24.7%	0.5%	3.6%			
순이익	3,348.0	2,788.2	3,216.2	3,035.8	2,988.3	3,347.2	-9.3%	7.2%	4.1%
YoY %	-52.5%	-16.7%	15.3%	-56.9%	-16%	120%			

자료: 한국전력, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	13,311.7	14,400.7	11,743.7	14,710.2	15,524.4	16,640.2	14,221.1	17,377.5	16.6%	15.6%	21.1%	18.1%
YoY %	-12.9%	-4.9%	-9.1%	0.5%	1.6%	9.9%	10.0%	7.3%				
QoQ %	-9.1%	8.2%	-18.5%	25.3%	-4.1%	7.2%	-14.5%	22.2%				
영업이익	1,568.9	1,645.2	1,263.3	1,965.4	972.2	1,339.6	1,462.8	2,106.1	-38.0%	-18.6%	15.8%	7.2%
YoY %	23.8%	12.4%	49.2%	-19.4%	-23.3%	-8.4%	72.8%	-24.0%				
QoQ %	-35.7%	4.9%	-23.2%	55.6%	-64.9%	37.8%	9.2%	44.0%				
EBITDA	3,991.4	4,067.8	3,685.9	4,387.9	3,427.0	3,794.4	3,917.6	4,560.9	-14.1%	-6.7%	6.3%	3.9%
YoY %	8.8%	5.2%	12.7%	-9.8%	-6.6%	-1.9%	19.8%	-12.8%				
QoQ %	-17.9%	1.9%	-9.4%	19.0%	-34.4%	10.7%	32%	16.4%				
순이익	769.0	816.1	591.2	1,054.7	348.7	608.2	738.1	1,189.8	-54.7%	-25.5%	24.8%	12.8%
YoY %	181.4%	-5.9%	80.7%	-23.8%	27.6%	-29.8%	125.6%	-20.3%				
QoQ %	-44.5%	6.1%	-27.6%	78.4%	-76.6%	74.4%	21.4%	61.2%				

자료: 한국전력, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	19,709	19,491	18,348	17,466	16,181
현금및현금성자산	3,051	3,530	2,325	1,317	(124)
매출채권및기타채권	7,523	6,337	6,367	6,428	6,504
재고자산	5,479	5,814	5,841	5,897	5,965
비유동자산	158,129	158,776	161,724	164,793	168,012
장기금융자산	3,618	2,401	2,401	2,401	2,401
유형자산	145,743	147,602	150,549	153,619	156,837
무형자산	983	1,173	1,173	1,173	1,173
자산총계	177,837	178,267	180,072	182,259	184,193
유동부채	24,739	21,010	21,024	21,055	21,092
단기금융부채	9,064	8,623	8,623	8,623	8,623
매입채무 및 기타채무	4,109	3,154	3,168	3,198	3,235
단기충당부채	2,000	1,729	1,729	1,729	1,729
비유동부채	80,047	83,665	83,665	83,665	83,665
장기금융부채	45,256	47,548	47,548	47,548	47,548
장기매입채무 및 기타채무	3,041	3,017	3,017	3,017	3,017
장기충당부채	13,435	13,516	13,516	13,516	13,516
부채총계	104,786	104,675	104,690	104,720	104,757
자본주주지분	71,724	72,229	74,019	76,176	78,073
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,079	2,078	2,078	2,078	2,078
기타자본구성요소	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	53,174	53,647	55,436	57,594	59,490
비자본주주지분	1,327	1,363	1,363	1,363	1,363
자본총계	73,051	73,592	75,382	77,539	79,436
부채와자본총계	177,837	178,267	180,072	182,259	184,193

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	16,445	13,137	16,335	16,654	16,372
당기순이익(순실)	7,148	3,145	3,061	3,428	3,168
비현금성항목등	16,694	14,888	13,320	13,320	13,320
유형자산감가상각비	8,961	9,736	9,819	9,819	9,819
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(7,733)	(5,152)	(3,501)	(3,501)	(3,501)
운전자본감소(증가)	(2,309)	(1,334)	(46)	(95)	(117)
매출채권및기타채권의 감소증가)	(370)	1,242	(28)	(58)	(71)
재고자산감소증가)	(533)	(335)	(27)	(55)	(68)
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	653	(681)	9	18	23
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	3,365	2,029	2,631	2,631	2,631
투자활동현금흐름	(9,570)	(12,438)	(12,767)	(12,888)	(13,038)
금융자산감소(증가)	2,732	(282)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(11,821)	(11,792)	(12,767)	(12,888)	(13,038)
무형자산감소(증가)	(124)	(78)	0	0	0
기타	(358)	(285)	0	0	0
재무활동현금흐름	(7,637)	(290)	(1,271)	(1,271)	(1,271)
단기금융부채증가(감소)	(50)	1,543	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(5,566)	709	0	0	0
자본의증가(감소)	208	0	0	0	0
배당금의 지급	2,105	2,616	1,271	1,271	1,271
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(732)	478	(1,205)	(1,008)	(1,440)
기초현금	3,783	3,051	3,530	2,325	1,317
기말현금	3,051	3,530	2,325	1,317	(124)
FCF	6,071	(2,104)	1,692	1,970	1,643

자료 : 한국전력, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	60,190	59,784	63,835	64,442	65,189
매출원가	45,550	51,303	55,282	55,287	56,205
매출총이익	14,641	8,482	8,553	9,155	8,984
매출총이익률 (%)	24.3	14.2	13.4	14.2	13.8
판매비와관리비	2,639	2,427	2,505	2,529	2,558
영업이익	12,002	6,055	6,048	6,626	6,426
영업이익률 (%)	19.9	10.1	9.5	10.3	9.9
비영업손익	(1,488)	(1,434)	(2,098)	(2,202)	(2,338)
순금융비용	598	305	301	197	61
외환관련손익	(290)	492	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(137)	(93)	0	0	0
세전계속사업이익	10,513	4,621	3,949	4,424	4,087
세전계속사업이익률 (%)	17.5	7.7	6.2	6.9	6.3
계속사업법인세	3,365	1,475	889	995	920
계속사업이익	7,148	3,145	3,061	3,428	3,168
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	7,148	3,145	3,061	3,428	3,168
순이익률 (%)	11.9	5.3	4.8	5.3	4.9
지배주주	7,049	3,036	2,988	3,347	3,093
지배주주구속 순이익률 (%)	11.7	5.1	4.7	5.2	4.7
비지배주주	100	110	72	81	75
총포괄이익	7,146	3,077	3,061	3,428	3,168
지배주주	7,042	2,979	2,988	3,347	3,093
비지배주주	104	98	72	81	75
EBITDA	20,963	15,791	15,867	16,445	16,245

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	2.1	(0.7)	6.8	1.0	1.2
영업이익	58	(49.5)	(0.1)	9.6	(3.0)
세전계속사업이익	(43.6)	(56.1)	(14.5)	12.0	(7.6)
EBITDA	6.5	(24.7)	0.5	3.6	(1.2)
EPS(계속사업)	(47.0)	(56.9)	(1.6)	12.0	(7.6)
수익성 (%)					
ROE	10.2	4.2	4.1	4.5	4.0
ROA	4.0	1.8	1.7	1.9	1.7
EBITDA/마진	34.8	26.4	24.9	25.5	24.9
안정성 (%)					
유동비율	79.7	92.8	87.3	83.0	76.7
부채비율	143.4	142.2	138.9	135.1	131.9
순자본/자기자본	56.1	59.6	59.8	59.5	59.9
EBITDA/이자비용(배)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,980	4,729	4,655	5,214	4,817
BPS	122,894	124,332	127,120	130,480	133,434
CFPS	26,670	21,648	22,597	23,295	23,053
주당 현금배당금	1,980	1,980	1,980	1,980	1,980
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.0	7.9	8.0	7.1	7.7
PER(최저)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR(최고)	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6
PBR(최저)	33	43	43	43	44

SK COMPANY Analysis



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

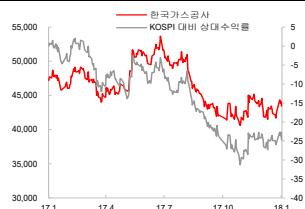
Company Data

자본금	462 십억원
발행주식수	9,231 만주
자사주	468 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,011 십억원
주요주주	
기획재정부(외1)	46.62%
국민연금공단	8.17%
외국인지분율	9.90%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/01/06)	43,450 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	0.40
52주 최고가	53,700 원
52주 최저가	40,600 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.6%	-2.1%
6개월	-15.5%	-19.2%
12개월	-7.9%	-24.7%

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

단기유가 반등 + 가스발전 시대 + 금리인상 모두 호재

4Q17 OP는 3,126 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 -25.7% 하회하는 수치임. 다만 전년동기대비로는 +42.3% 개선되는 수준인데, 가장 큰 원인으로서는 유가상승에 따른 자원개발 사업부의 증익을 꼽을 수 있음. 통상적인 동절기 성수기라는 것도 감안해야 함. 최근 단기유가반등 + 가스발전 증대 방향성 + 금리인상에 따른 WACC 상승이라는 장점들이 부각되고 있는데, 현재의 낮은 valuation에서는 매수매력 충분히 부각 됨

4Q17 영업이익 3,126 억원(QoQ 흑전 / YoY +42.3%) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 4,209 억원 대비 -25.7% 하회하는 수치에 해당함. 다만 전년 동기대비로는 +42.3% 크게 늘어나는 수준임. 전년대비 이익 증대의 큰 부분은 역시 유가반등에 따른 자원부분의 증익에 있을 것으로 기대됨. Dubai 유는 3Q 말 \$55.2/bbl → 4Q 말 \$65.4/bbl 까지 지속 상승했음. 통상적인 동절기 성수기 시즌이라는 것도 당연히 호실적의 주요 원인 중 하나임

해소되는 악재 + 누적되는 호재 + 여전히 낮은 valuation

SK 증권 리서치센터는 유가에 대해 “장기 저유가 의견 여전함. 다만 2018년 상반기 중 지정학적 이슈에 따른 단기반등 가능” 의견을 지속적으로 견지하고 있음. 특히 아람코 IPO를 앞둔 사우디의 OSP 급상승은 유가의 단기향방에 있어서 계속 중요하게 체크해야 할 요인임. 이는 대규모 유전/가스전을 보유한 동사에게 있어서는 단연 호재임. 또한 한국이 가스발전이 늘어날 수밖에 없는 환경(12월 3일 발간한 중국의 가스, 꿈틀거리는 유럽과 기자재: Global New Energy Roadmap Episode III 참조)인 만큼 중장기적으로 동사의 투자 증대에 따른 요금기저 상승이 기대된다는 점, 금리인상으로 인한 WACC의 상승 또한 증익요인이라는 것까지 감안한다면, 현재의 낮은 valuation에서는 충분히 매수매력 부각됨

목표주가 60,000 원 / 투자의견 매수 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	26,052.7	21,108.1	21,228.1	21,637.3	22,165.9	22,364.5
yoY	%	(30.1)	(19.0)	0.6	1.9	2.4	0.9
영업이익	십억원	1,007.8	917.6	894.0	1,018.4	1,085.0	1,090.9
yoY	%	(6.0)	(8.9)	(2.6)	13.9	6.5	0.5
EBITDA	십억원	2,354.6	2,534.8	2,590.4	2,702.9	2,769.5	2,775.4
세전이익	십억원	276.8	(849.6)	(1,107.1)	630.0	717.1	731.2
순이익(자배주주)	십억원	319.2	(674.1)	(741.3)	488.7	556.3	567.2
영업이익률%	%	3.9	4.3	4.2	4.7	4.9	4.9
EBITDA%	%	9.0	12.0	12.2	12.5	12.5	12.4
순이익률	%	1.1	(4.0)	(5.2)	2.9	3.2	3.3
EPS	원	3,458	(7,302)	(8,031)	5,294	6,026	6,145
PER	배	10.7	(6.6)	(5.4)	8.2	7.2	7.1
PBR	배	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	12.2	10.6	10.7	10.0	9.2	8.8
ROE	%	3.2	(7.0)	(8.9)	6.4	6.8	6.5
순차입금	십억원	25,301	22,427	23,789	22,993	21,598	20,296
부채비율	%	321.5	325.4	421.0	397.2	371.1	348.1

4Q17 preview

	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위 % 십억원) 차이(a/b)
매출액	6,178.6	7,718.2	4,025.8	3,864.3	5,619.8	(9.0)	45.4	5,976.2	(6.0)
영업이익	219.7	826.7	(34.2)	(211.1)	312.6	42.3	(248.1)	420.9	(25.7)
세전이익	(921.6)	678.8	(340.2)	(1,584.2)	138.5	(115.0)	(108.7)	49.8	178.1
지배순이익	(781.7)	497.0	(258.5)	(1,087.2)	107.4	(113.7)	(109.9)	46.5	130.9
영업이익률	3.6	10.7	(0.8)	(5.5)	5.6	2.0	11.0	7.0	(1.5)
세전이익률	(14.9)	8.8	(8.5)	(41.0)	2.5	17.4	43.5	0.8	1.6
지배주주순이익률	(12.7)	6.4	(6.4)	(28.1)	1.9	14.6	30.0	0.8	1.1

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
ROE(지배주주지분)	6.3%	ROE(지배주주지분)	-7.0%	6.3%	6.7%	6.4%	4.9%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE		6.3%			
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.87						
3Q18E EPS(지배주주지분)	67,382						
Target Price	58,359						

자료: 한국가스공사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
EPS(지배주주지분)	(7,302)	5,294	6,026	6,145	4,927
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	5,574				
4Q17E EPS	5,294				
4Q18E EPS	6,026				
Multiple	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0
TP by weighted EPS	33,444	39,018	44,593	50,167	55,741
TP by 4Q17E EPS	31,766	37,061	42,355	47,649	52,944
TP by 4Q18E EPS	36,157	42,183	48,209	54,235	60,261
Multiple	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0
TP by weighted EPS	61,315	66,889	72,463	78,037	83,611
TP by 4Q17E EPS	58,238	63,532	68,827	74,121	79,415
TP by 4Q18E EPS	66,287	72,313	78,340	84,366	90,392

자료: 한국가스공사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

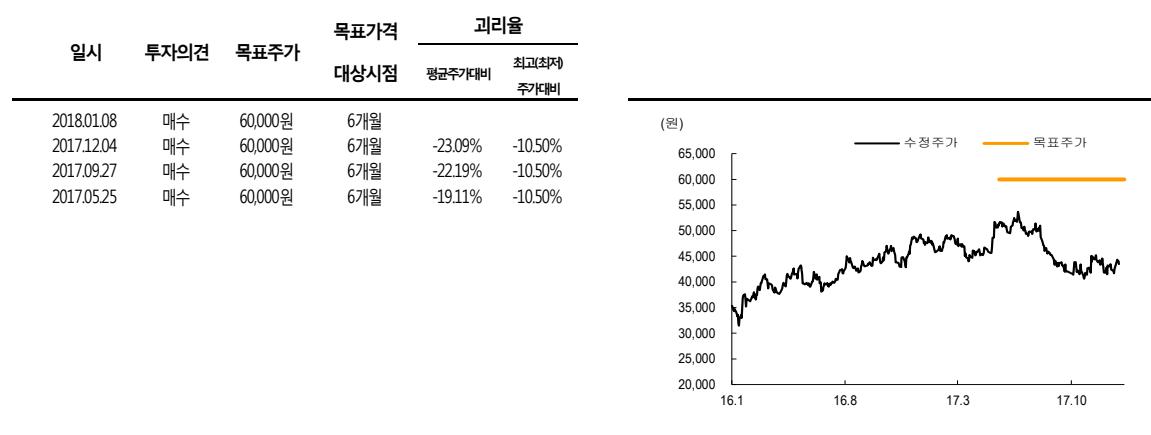
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	22,573.2	19,637.4	18,624.8	21,228.1	21,637.3	22,165.9	-6.0%	10.2%	19.0%
YoY %	6.9%	-13.0%	-5.2%	0.6%	1.9%	2.4%			
영업이익	848.8	930.7	958.7	894.0	1,018.4	1,085.0	5.3%	9.4%	13.2%
YoY %	-7.5%	9.7%	3.0%	-2.6%	13.9%	6.5%			
EBITDA	2,589.3	2,703.5	2,731.5	2,590.4	2,702.9	2,769.5	0.0%	0.0%	1.4%
YoY %	2.2%	4.4%	1.0%	2.2%	4.3%	2.5%			
순이익	452.1	480.9	580.6	(741.3)	488.7	556.3	-264.0%	1.6%	-4.2%
YoY %	흑전	6.4%	20.7%	적자	흑전	13.8%			

자료: 한국가스공사, SK증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	6,114.6	6,586.4	3,731.5	3,884.9	5,619.8	6,620.8	4,506.2	4,409.3	-8.1%	0.5%	20.8%	13.5%
YoY %	-10%	-14.7%	-7.3%	-17.6%	-9.0%	-14.2%	11.9%	14.1%				
QoQ %	29.7%	7.7%	-43.3%	4.1%	45.4%	17.8%	-31.9%	-2.2%				
영업이익	234.0	923.3	(42.2)	(192.6)	312.6	1,063.3	(48.4)	(274.4)	33.6%	15.2%	14.7%	42.5%
YoY %	6.5%	11.7%	적자	적자	42.3%	28.6%	적자	적자				
QoQ %	흑전	294.5%	적전	적자	흑전	240.1%	적전	적자				
EBITDA	677.2	1,366.5	401.0	250.7	733.7	1,484.4	372.7	146.7	8.3%	8.6%	-7.1%	-41.5%
YoY %	10.9%	10.4%	-2.0%	-5.6%	20.2%	19.9%	-8.9%	-30.1%				
QoQ %	155.1%	101.8%	-70.7%	-37.5%	249.3%	102.3%	-74.9%	-60.6%				
순이익	125.9	620.0	(65.4)	(195.1)	107.4	718.2	(84.7)	(265.3)	-14.7%	15.8%	29.6%	36.0%
YoY %	흑전	24.8%	적자	적전	흑전	44.5%	적자	적자				
QoQ %	43.5%	392.4%	적전	적자	흑전	568.5%	적전	적자				

자료: 한국가스공사, SK증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	8,544	8,476	9,940	11,281	12,654
현금및현금성자산	483	613	1,409	2,804	4,106
매출채권및기타채권	4,989	3,628	3,938	3,913	3,947
재고자산	1,070	3,154	3,424	3,402	3,431
비유동자산	31,384	30,454	29,635	28,837	28,047
장기금융자산	570	614	614	614	614
유형자산	26,042	25,092	24,273	23,475	22,685
무형자산	2,416	2,018	2,018	2,018	2,018
자산총계	39,928	38,930	39,574	40,118	40,701
유동부채	5,556	8,534	8,690	8,678	8,694
단기금융부채	3,003	6,079	6,079	6,079	6,079
매입채무 및 기타채무	1,805	1,828	1,985	1,972	1,989
단기충당부채	42	38	38	38	38
비유동부채	24,985	22,924	22,924	22,924	22,924
장기금융부채	23,255	21,528	21,528	21,528	21,528
장기매입채무 및 기타채무	17	12	12	12	12
장기충당부채	139	133	133	133	133
부채총계	30,541	31,458	31,614	31,602	31,618
지배주주지분	9,274	7,359	7,848	8,403	8,970
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	5,725	4,982	5,470	6,026	6,592
비자본주주지분	113	112	112	112	112
자본총계	9,386	7,472	7,960	8,516	9,083
부채와자본총계	39,928	38,930	39,574	40,118	40,701

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	4,769	1,549	1,337	1,888	1,814
당기순이익(순실)	(674)	(737)	488	556	567
비현금성항목등	3,240	3,157	1,296	1,296	1,296
유형자산감가상각비	1,617	1,696	1,684	1,684	1,684
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,623)	(1,461)	389	389	389
운전자본감소(증가)	3,138	304	(447)	36	(48)
매출채권및기타채권의 감소증가)	3	1,487	(273)	22	(29)
재고자산감소(증가)	725	(2,084)	(270)	22	(29)
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	336	54	96	(8)	10
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	(97)	(389)	(389)	(389)
투자활동현금흐름	(2,079)	(1,117)	(865)	(887)	(895)
금융자산감소(증가)	(156)	71	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,841)	(1,230)	(865)	(887)	(895)
무형자산감소(증가)	(58)	(29)	0	0	0
기타	(24)	71	0	0	0
재무활동현금흐름	(2,377)	(1,665)	0	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(2,460)	(1,652)	0	0	0
자본의증가(감소)	1	0	0	0	0
배당금의 지급	15	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	345	130	796	1,395	1,302
기초현금	138	483	613	1,409	2,804
기말현금	483	613	1,409	2,804	4,106
FCF	3,615	1,196	1,097	1,680	1,580

자료 : 한국가스공사, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	21,108	21,228	21,637	22,166	22,365
매출원가	19,775	19,929	20,130	20,580	20,768
매출총이익	1,333	1,299	1,507	1,586	1,596
매출총이익률 (%)	6.3	6.1	7.0	7.2	7.1
판매비와관리비	416	405	489	501	505
영업이익	918	894	1,018	1,085	1,091
영업이익률 (%)	4.3	4.2	4.7	4.9	4.9
비영업손익	(1,767)	(2,001)	(388)	(368)	(360)
순금융비용	228	203	416	433	441
외환관련손익	(32)	(32)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	115	149	135	138	139
세전계속사업이익	(850)	(1,107)	630	717	731
세전계속사업이익률 (%)	(4.0)	(5.2)	2.9	3.2	3.3
계속사업법인세	(176)	(370)	142	161	165
계속사업이익	(674)	(737)	488	556	567
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(674)	(737)	488	556	567
순이익률 (%)	(3.2)	(3.5)	2.3	2.5	2.5
지배주주	(674)	(741)	489	556	567
지배주주구속 순이익률(%)	(3.2)	(3.5)	2.3	2.5	2.5
비지배주주	1	4	(0)	(1)	(1)
총포괄이익	(761)	(790)	488	556	567
지배주주	(764)	(789)	489	556	567
비지배주주	3	(0)	(0)	(1)	(1)
EBITDA	2,535	2,590	2,703	2,769	2,775

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(19.0)	0.6	1.9	2.4	0.9
영업이익	(8.9)	(2.6)	13.9	6.5	0.5
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	13.8	2.0
EBITDA	7.7	22	43	2.5	0.2
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	13.8	2.0
수익성 (%)					
ROE	(7.0)	(8.9)	6.4	6.8	6.5
ROA	(1.6)	(1.9)	1.2	1.4	1.4
EBITDA/마진	12.0	12.2	12.5	12.5	12.4
안정성 (%)					
유동비율	153.8	99.3	114.4	130.0	145.5
부채비율	325.4	421.0	397.2	371.1	348.1
순자본/자기자본	238.9	318.4	288.9	253.6	223.5
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(7,302)	(8,031)	5,294	6,026	6,145
BPS	86,375	62,093	67,382	73,403	79,542
CFPS	25,399	25,749	26,797	27,356	27,406
주당 현금배당금	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(6.6)	(5.4)	8.2	7.2	7.1
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
PBR(최저)					
PCR	1.9	1.7	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA(최고)	10.6	10.7	10.0	9.2	8.8
EV/EBITDA(최저)					

memo
