

20180402

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

에너지·화학

1Q18 preview: 횡보국면의 이익흐름

에너지·화학·Commodity. 손지우, 3773-8827





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

에너지/화학

1Q18 preview: 횡보국면의 이익흐름

에너지/화학(유틸 제외) 커버리지 1Q18 OP 합계치는 3.8 조원으로 추정되어 3.6 조원의 전분기와 크게 다르지 않을 것임. 이익 강세의 시작 시점인 2016년 이후로 보더라도 고점 4.5조원 - 저점 2.5조원의 중간에 가까움. 종목 상으로는 정유업종의 컨센서스 하회, 그리고 KEPCO의 실적급락 가능성 대비해야 함. 다만 KEPCO는 현재 PBR 0.24x 이기에 오히려 정책 기대감을 실어볼 수도 있음

종목 투자의견		(단위: 십억원)						
종목명	투자의견	목표주가 (원)	주가(3/30) 상승여력	1Q18E 추정영업이익	QoQ(%)	YoY(%)	1Q18E 컨센(3/30)	차이(%)
LG 화학	매수	450,000	385,500	673.6	9.5	(15.5)	748.7	(10.0)
A051910	(유지)	(유지)	16.7%					
롯데케미칼	매수	480,000	433,000	734.2	2.5	(9.9)	770.7	(4.7)
A011170	(유지)	(상향)	10.9%					
금호석유	매수	150,000	96,400	112.1	18.1	70.5	98.9	13.3
A011780	(유지)	(유지)	55.6%					
한화케미칼	매수	39,000	29,800	167.9	33.4	(14.6)	187.9	(10.6)
A009830	(유지)	(유지)	30.9%					
OCI	매수	180,000	157,000	112.7	7.4	흑전	102.9	9.5
A010060	(유지)	(유지)	14.6%					
KCC	매수	450,000	345,500	90.0	65.2	264	88.6	1.6
A002380	(유지)	(유지)	30.2%					
SKC	매수	50,000	38,250	41.6	(8.6)	10.1	44.7	(6.8)
A011790	(유지)	(하향)	30.7%					
SK 이노베이션	매수	230,000	211,000	788.1	(6.8)	(21.5)	867.0	(9.1)
A096770	(유지)	(유지)	9.0%					
S-Oil	매수	140,000	120,000	359.6	(2.6)	7.8	439.9	(18.3)
A010950	(유지)	(유지)	16.7%					
GS	매수	80,000	62,100	456.3	(15.0)	(29.3)	558.5	(18.3)
A078930	(유지)	(유지)	28.8%					
SK 가스	매수	130,000	96,000	31.2	1324	(4.4)	41.8	(25.3)
A018670	(유지)	(유지)	35.4%					
포스코대우	매수	25,000	22,900	138.1	43.6	25.2	129.2	6.9
A047050	(유지)	(유지)	9.2%					
LG 상사	매수	38,000	27,300	60.8	128.8	(25.3)	64.4	(5.5)
A001120	(유지)	(유지)	39.2%					
한국전력	매수	45,000	32,850	64.5	(149.8)	(95.6)	712.9	(91.0)
A015760	(유지)	(하향)	37.0%					
한국가스공사	매수	60,000	48,450	971.9	114.8	17.6	944.8	2.9
A015760	(유지)	(유지)	23.8%					

Contents

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

Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 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 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

Coverage Summary

Coverage summary 1

종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
LG 화학 A051910	매수	450,000 원	Top pick	화학의 불안감은 전기차배터리로 상쇄	1Q18 영업이익 6,736 억원(QoQ +9.5% / YoY -15.5%) 추정 믿을 건 전기차배터리 뿐 목표주가 450,000 원 / 업종 최선호주 의견 유지
롯데케미칼 A011170	매수	480,000 원		미국 신규물량의 수출여부가 핵심	1Q18 영업이익 7,342 억원(QoQ +2.5% / YoY -9.9%) 추정 2분기의 화두는 성수기일까, 신규물량부담일까 목표주가 410,000 원 → 480,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지
금호석유화학 A011780	매수	150,000 원	2nd pick	6년 만에 처음으로 넘어설 수 있는 OP 1,000 억원	1Q18 영업이익 1,121 억원(QoQ +18.1% / YoY +70.5%) 추정 고무의 방향전환은 이미 확인, 아쉬운 것은 라니나의 종료 목표주가 150,000 원 / 투자의견 매수 유지
한화케미칼 A009830	매수	39,000 원		2016년 큐셀, 2017년 화학 M&A, 2018년은?	1Q18 영업이익 1,679 억원(QoQ +33.5% / YoY -14.6%) 추정 2016년 큐셀, 2017년 화학 M&A, 2018년은? 목표주가 39,000 원 / 투자의견 매수 유지
OCI A010060	매수	180,000 원		실적보다 눈에 들어오는 건 폴리실리콘 가격	1Q18 영업이익 1,127 억원(QoQ +7.4% / YoY 흑전) 추정 폴리실리콘 가격의 상승여부가 최대 관건 목표주가 180,000 원 / 투자의견 매수 유지
KCC A002380	매수	450,000 원		자산가치만으로도 설명되는 주가	1Q18 영업이익 900 억원(QoQ +65.2% / YoY +26.4%) 추정 보유자산 가치는 여전히 우량 목표주가 450,000 원 / 투자의견 매수 유지
SKC A011790	매수	50,000 원		단기 이익보다는 반도체 소재의 증설효과 기대	1Q18 영업이익 416 억원(QoQ -8.6% / YoY +10.1%) 추정 반도체 소재의 성장성이 여전히 최대 관건 목표주가 55,000 원 → 50,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
SK 이노베이션 A096770	매수	230,000 원		2년 연속 OP 3.2 조원이 2018년에도 이어질 수 있을까?	1Q18 영업이익 7,881 억원(QoQ -6.8% / YoY -21.5%) 추정 더 좋아질 수 있겠느냐가 관건임 목표주가 230,000 원 / 투자의견 매수 유지

자료 SK 증권

Coverage summary 2

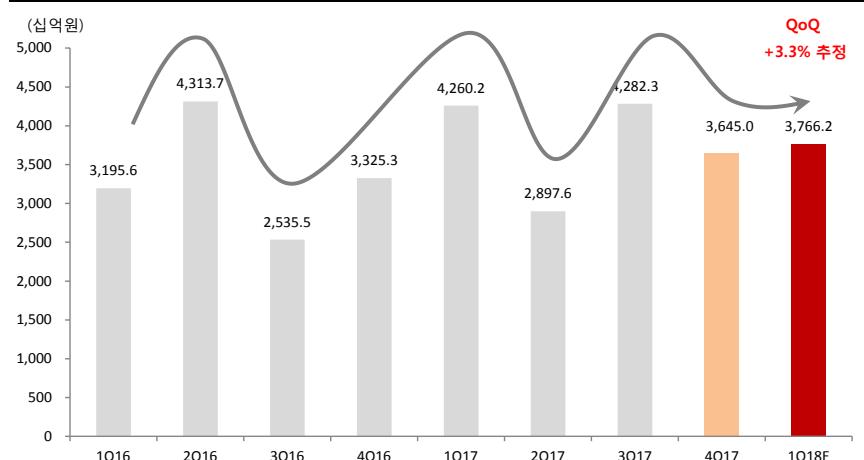
종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
S-Oil A010950	매수	140,000 원		지난 2년 연속 실적 강세가 2018년에도 이어질 수 있을까?	1Q18 영업이익 3,596 억원(QoQ -2.6% / YoY +7.8%) 추정 더 좋아질 수 있겠느냐가 관건임 목표주가 140,000 원 / 투자의견 매수 유지
GS A078930	매수	80,000 원		칼텍스의 실적호조가 올 해도 이어질지가 관건	1Q18 영업이익 4,563 억원(QoQ -15.0% / YoY -29.3%) 추정 더 좋아질 수 있겠느냐가 관건임 목표주가 80,000 원 / 투자의견 매수 유지
SK 가스 A018670	매수	130,000 원		이익 상승의 새로운 모멘텀은 아직 안 보인다	1Q18 영업이익 312 억원(QoQ +132.4% / YoY -4.4%) 추정 LPG의 성장을 기대할 수 있을까? 목표주가 130,000 원 / 투자의견 매수 유지
포스코대우 A047050	매수	25,000 원		유가강세 속 실적도 동반 강세	1Q18 영업이익 1,381 억원(QoQ +43.6% / YoY +25.2%) 추정 2018년 유가는 강세영역 유지, 하지만 더 오를지는 의문 목표주가 25,000 원 / 투자의견 매수 유지
LG 상사 A001120	매수	38,000 원		지금 valuation 이라면 물류 모멘텀 기대 가능	1Q18 영업이익 608 억원(QoQ +128.8% / YoY -25.3%) 추정 무역의 성장여부에 주목 목표주가 38,000 원 / 투자의견 매수 유지
한국전력 A015760	매수	45,000 원		PBR 0.26x, 그리고 정책기대감	1Q18 영업이익 645 억원(QoQ 흑전 / YoY -95.6%) 추정 위기에서 정책이 나올 수 있을까? 목표주가 50,000 원 → 45,000 원 / 투자의견 매수 유지
한국가스공사 A015760	매수	60,000 원		추운 겨울에 유가도 올랐다	1Q18 영업이익 9,719 억원(QoQ +114.8% / YoY +17.6%) 추정 중장기 관점에서 매력도는 여전히 높음 목표주가 60,000 원 / 투자의견 매수 유지

자료 SK 증권

1Q18 영업이익은 4Q17의 흐름과 크게 다르지 않을 것으로 판단된다. 유털리티를 제외한 에너지/화학 커버리지 업종의 영업이익은 1Q18 3.8 조원으로 추정되어 전분기 3.6 조원 대비 +3.3% 소폭 증대할 것으로 예상된다.

2016년 이후 이어진 이익 강세 구간에서 고점 영역인 약 4.3 조원 / 저점 영역인 약 2.5 조원의 거의 중간 수준으로 봐도 무방하다. 시장에서 업황에 대해 상승 혹은 하락에 대한 예측이 갈리고 있는 가운데, 이익의 흐름도 마치 고민이라도 하듯이 방향성을 보여주지 못하고 있는 것처럼 보인다.

에너지/화학 커버리지 합산 영업이익 추이(유털리티 제외)



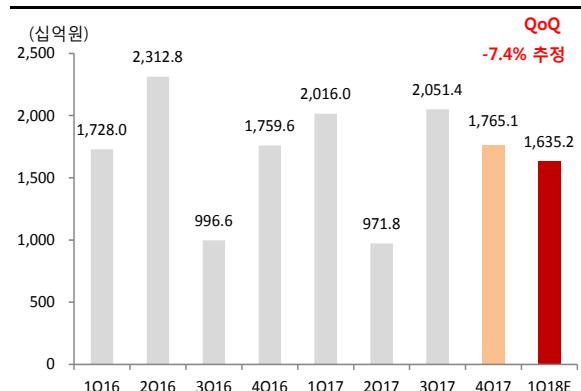
자료: Dataguidepro, SK증권

세부적으로 본다면 정유는 전분기대비 하락, 화학은 전분기대비 상승이 기대된다. 통상적으로 동절기는 정유 성수기 / 화학 비수기로 파악되는 만큼 반대되는 양상이 나와야 하지만, 4분기 중 발생했던 1회성 비용의 차이와 1월부터 2월까지 이어졌던 단기 유가하락의 패턴이 이와 같은 결과물을 만들어낸 것으로 파악된다. 다만 큰 의미를 부여하기 보다는 전체적으로 전분기와 유사했다라고 평가해도 무방할 것이다.

정유 커버리지의 영업이익 합계치는 1.6 조원으로 추정되어 1.8 조원의 전분기 대비 -7.4% 하락이 추정된다. 정유는 전분기 말 \$65/bbl에 육박하던 Dubai 유가 3월 초까지 \$60/bbl 수준까지 하락한 것이 악재였다. 또한 환율도 강세(4Q 1,110.7 원 → 1Q 1,073.9 원) 국면이었다. 그에 의해서 환율을 감안한 1M lagging margin은 3Q 1.3만 원/bbl → 4Q 1.2만 원/bbl → 1Q 0.9만 원/bbl로 지속적으로 하락하였다.

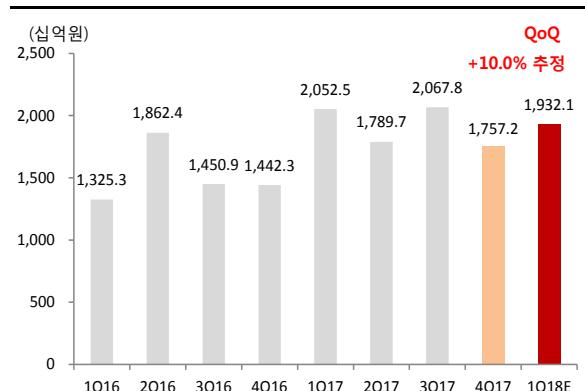
화학 커버리지의 영업이익 합계치는 1.9 조원으로 추정되어 1.8 조원의 전분기 대비 +10.0%의 상승이 추정된다. 화학 시황은 춘절 이전까지만 하더라도 re-stocking 모멘텀이 부각되면서 호황이 이어지는 양상이었지만, 이후 MEG 등의 재고부담으로 가격이 약세 전환하면서 이익이 한풀 꺾였다. 역시 환율강세도 악재로서 작용하였다. 그럼에도 불구하고 대다수 업체들이 4분기 때 발생했던 1회성 비용의 소멸효과 탓에 전분기대비로는 증익을 보일 수 있었다.

Coverage 정유업체 합산 영업이익 추이



자료 : Dataguidepro, SK 증권

Coverage 화학업체 합산 영업이익 추이



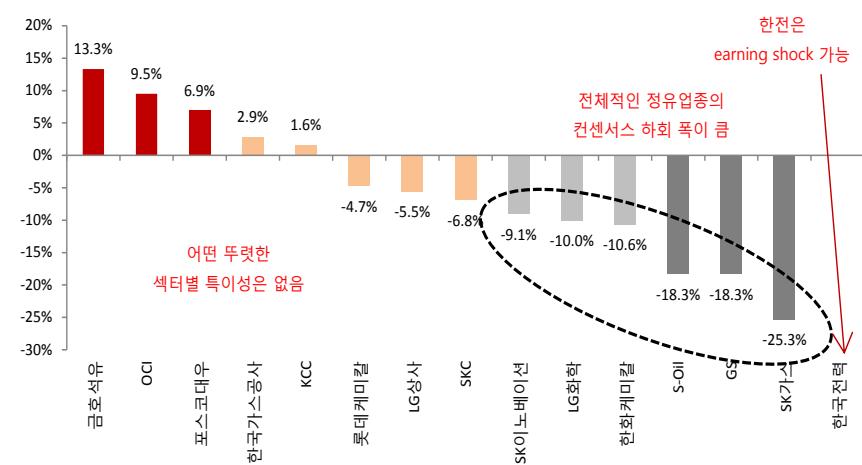
자료 : Dataguidepro, SK 증권

종목별로 살펴본다면 전반적으로는 시장 컨센서스는 하회하는 쪽에 가깝다. 금호석유가 유일하게 컨센서스 대비 10% 상회하는 실적을 시현할 것으로 기대 받고 있는데, 이들의 추정영업이익 1,121 억원은 만약 실현된다면 1Q12 이후 6년 만에 처음으로 1,000 억원을 넘게 되는 것이다. 이익 방향성의 전환은 최근 확실히 보여주고 있다.

컨센서스를 하회하는 쪽에서는 정유가 두드러진다. 컨센서스 대비 추정치는 SK 이노베이션이 -9.1% / S-Oil이 -18.3% / GS가 -18.3%이다. 정유는 아니지만 같은 부류로 분류될 수 있는 SK 가스 또한 -25.3%의 하회가 예상된다. 1~2월 중 발생한 유가하락과 환율강세의 악재가 고스란히 반영된 결과물로 보인다.

유틸리티 업종의 다른 결과물도 흥미롭다. KOGAS는 추웠던 겨울에 따른 난방수요 증대와 유가상승에 따른 E&P 업종 기대감으로 호실적이 기대된다. 그렇지만 한국전력은 반대로 전력구매비와 원재료비용 증대 때문에 컨센서스를 무려 -91.0% 하회하는 실적이 추정되고 있다. Earning shock에 가깝다. 다만 주가에서는 흥미롭게 바라볼 부분이 있는데, PBR 0.24x에 2개 분기 연속 실적악재, 그리고 차후 영업환경의 악화가 이어진다면 동사 주가에 있어서 명백한 up-turn 포인트인 정책 기대감이 살아날 수 있다.

Coverage 업종의 2Q17 컨센서스 대비 추정치와의 차이



자료: Dataguidepro, SK증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



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

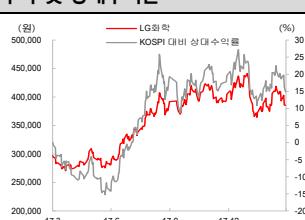
Company Data

자본금	391 십억원
발행주식수	7,828 만주
자사주	37 만주
액면가	5,000 원
시가총액	27,213 십억원
주요주주	
(주)엘지(외4)	33.37%
국민연금공단	9.73%
외국인지분율	40.40%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(18/04/01)	385,500 원
KOSPI	2445.85 pt
52주 Beta	1.24
52주 최고가	441,500 원
52주 최저가	270,500 원
60일 평균 거래대금	83 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.7%	-0.1%
6개월	-1.7%	-3.7%
12개월	29.8%	14.9%

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

화학의 불안감은 전기차배터리로 상쇄

1Q18 영업이익은 6,736 억원으로 추정되어 컨센서스를 -10.0% 하회할 것으로 판단함. 전분기대비 화학시황이 중국 춘절 re-stocking 모멘텀 불구하고 크게 개선되지 못했고, 그 외 사업부 역시 부진이 예상되기 때문임. 동사의 최강점은 역시 전기차배터리임. 특히 화학 시황 둔화 우려감이 있기 때문에 업종 내 상대적 매력은 부각될 전망인데, 다만 valuation에 대한 부담감은 존재함. 업종 내 최선호주 의견 유지

1Q18 영업이익 6,736 억원(QoQ +9.5% / YoY -15.5%) 추정

3/30 기준 컨센서스 7,487 억원 대비 -10.0% 하회하는 수치임. 전체적인 이익 수준 또한 전년동기대비로 낮은데, 기본적으로 화학 시황이 중국 춘절 re-stocking 모멘텀에도 불구하고 개선되지 못했기 때문임. 제품가격은 전반적으로 원재료 납사의 유가 동반 상승분(4Q \$567.6/t → 1Q \$580.0/t) 대비 크게 다르지 않은 양상을 보였음. 거기에 더해 환율 강세(4Q 1,110.7 원 → 1Q 1,073.9 원)도 부담으로 작용했음. 또한 정보전자 소재와 2차전지, 생명과학 역시 부진한 실적이 전망됨.

믿을 건 전기차배터리 뿐

SK 증권 리서치센터는 지난 해에 이어서 올해도 업종 내 top pick으로 LG 화학을 제시하고 있음. 무엇보다 화학시황 둔화 우려감에도 불구하고 동사의 전기차배터리 기술력, 그리고 전기차 시장의 성장성에 대한 기대감은 여전히 밝기 때문임. 최소한 동종업계 대비 outperform은 할 수 있다는 판단임. 그렇지만 이익 수준이 유사한 롯데케미칼의 시가총액이 14.8 조원인 반면 동사는 그 두 배에 해당하는 27.2 조원인데, 이 차이가 전기차배터리 valuation 차이에서 기인한다고 보기에는 부담감이 분명 상존함. 참고로 동사의 2018년 전기차배터리 매출액은 2.5 조원 내외로 예상되고 있음

목표주가 450,000 원 / 업종 최선호주 의견 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 업종 최선호주 의견 그대로 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	20,206.6	20,659.3	25,698.0	29,028.6	35,547.4	37,864.7
yoY	%	(10.5)	2.2	24.4	13.0	22.5	6.5
영업이익	십억원	1,823.6	1,991.9	2,928.5	2,785.9	2,516.3	2,554.5
yoY	%	39.1	9.2	47.0	(4.9)	(9.7)	1.5
EBITDA	십억원	3,079.7	3,328.6	4,330.5	4,181.4	3,911.7	3,949.9
세전이익	십억원	1,549.6	1,659.8	2,563.9	2,737.6	2,460.0	2,496.5
순이익(자매주주)	십억원	1,153.0	1,281.1	1,945.3	2,084.6	1,873.1	1,901.0
영업이익률%	%	9.0	9.6	11.4	9.6	7.1	6.7
EBITDA%	%	15.2	16.1	16.9	14.4	11.0	10.4
순이익률	%	7.7	8.0	10.0	9.4	6.9	6.6
EPS	원	16,875	18,751	28,652	31,455	28,265	28,685
PER	배	19.5	13.9	13.5	12.3	13.6	13.4
PBR	배	2.0	1.5	2.0	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	배	7.6	5.7	6.7	6.8	7.4	7.4
ROE	%	9.2	9.5	12.9	12.2	10.0	9.4
순차입금	십억원	(135)	454	99	(472)	361	413
부채비율	%	41.8	45.8	53.3	50.3	51.6	49.1

1Q18 preview

(단위 %, 십억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	6,486.7	6,382.1	6,397.1	6,432.2	7,287.0	12.3	13.3	6,774.1	7.6
영업이익	796.9	726.9	789.7	615.0	673.6	(15.5)	9.5	748.7	(10.0)
세전이익	698.3	729.6	702.4	433.6	659.7	(5.5)	52.1	719.8	(8.4)
지배순이익	531.5	577.1	521.0	315.8	502.3	(5.5)	59.1	527.6	(4.8)
영업이익률	12.3	11.4	12.3	9.6	9.2	(3.0)	(0.3)	11.1	(1.8)
세전이익률	10.8	11.4	11.0	6.7	9.1	(1.7)	2.3	10.6	(1.6)
지배주주순이익률	8.2	9.0	8.1	4.9	6.9	(1.3)	2.0	7.8	(0.9)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	10.9%	ROE(지배주주지분)	12.9%	11.0%	9.6%	9.1%	9.0%
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	2.10	Target ROE	10.9%				
1Q19E EPS(지배주주지분)	217,153						
Target Price	457,070						

자료: LG 화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	16,875	29,405	27,509	28,393	30,042
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	28,887				
2Q19E EPS	29,405				
2Q20E EPS	27,509				

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	259,984	288,871	317,758	346,645	375,532	404,419	433,306	462,193	491,080	519,967
TP by 2Q19E EPS	264,647	294,052	323,457	352,862	382,267	411,673	441,078	470,483	499,888	529,293
TP by 2Q20E EPS	247,580	275,089	302,598	330,107	357,616	385,125	412,634	440,142	467,651	495,160

자료: LG 화학, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

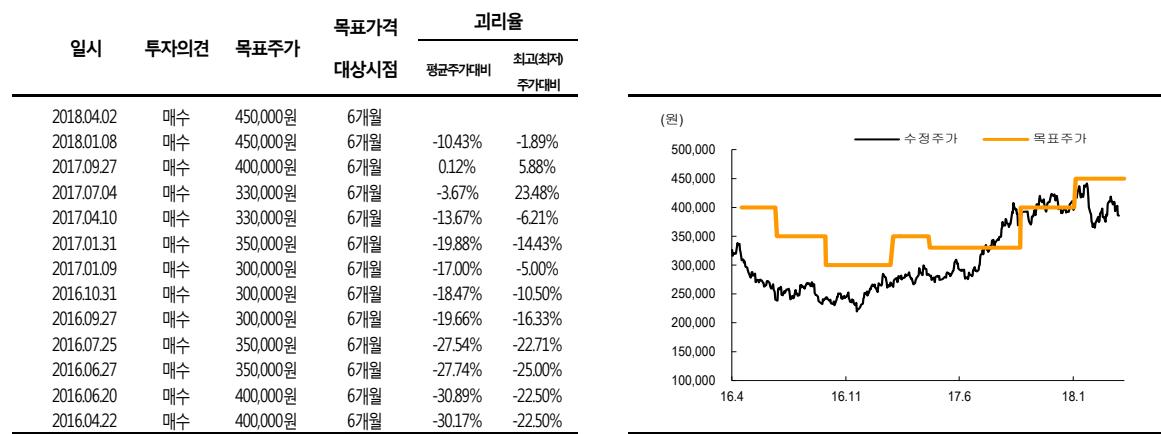
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	26,278.9	31,663.1	38,022.9	25,698.0	29,028.6	35,547.4	-2.2%	-8.3%	-6.5%
YoY %	27.2	20.5	20.1	24.4	13.0	22.5			
영업이익	2,929.6	2,643.2	2,588.2	2,928.5	2,785.9	2,516.3	0.0%	5.4%	-2.8%
YoY %	47.1	(9.8)	(2.1)	47.0	(4.9)	(9.7)			
EBITDA	4,333.0	4,044.0	3,989.0	4,330.5	4,181.4	3,911.7	-0.1%	3.4%	-1.9%
YoY %	30.2	(6.7)	(1.4)	30.1	(3.4)	(6.4)			
순이익	2,091.3	1,985.4	1,934.4	1,945.3	2,084.6	1,873.1	-7.0%	5.0%	-3.2%
YoY %	63.2	(5.1)	(2.6)	51.8	7.2	(10.1)			

자료: LG 화학, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	8,034.0	7,878.0	7,866.5	7,884.6	7,287.0	7,259.7	7,314.3	7,167.6	-9.3%	-7.8%	-7.0%	-9.1%
YoY %	23.9	23.4	23.0	12.4	12.3	13.8	14.3	11.4				
QoQ %	14.6	(1.9)	(0.1)	0.2	13.3	(0.4)	0.8	(2.0)				
영업이익	648.7	615.3	712.5	666.7	673.6	685.8	703.9	722.6	3.8%	11.5%	-1.2%	8.4%
YoY %	(18.6)	(15.4)	(9.8)	8.2	(15.5)	(5.6)	(10.9)	17.5				
QoQ %	5.3	(5.2)	15.8	(6.4)	9.5	18	26	26				
EBITDA	998.9	965.5	1,062.7	1,016.9	1,022.4	1,034.7	1,052.8	1,071.4	2.4%	7.2%	-0.9%	5.4%
YoY %	(12.9)	(10.5)	(6.8)	5.2	(10.9)	(4.1)	(7.6)	11.2				
QoQ %	34	(3.3)	10.1	(4.3)	6.1	12	18	18				
순이익	484.4	460.8	537.7	502.4	502.3	512.8	527.6	541.9	3.7%	11.3%	-1.9%	7.9%
YoY %	(8.9)	(20.1)	3.2	8.8	(5.5)	(11.1)	13	71.6				
QoQ %	4.9	(4.9)	16.7	(6.6)	59.1	21	29	27				

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 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,227	11,206	12,866	14,229	14,705
현금및현금성자산	1,474	2,249	2,820	1,987	1,935
매출채권및기타채권	3,729	4,636	5,167	6,361	6,648
재고자산	2,965	3,352	3,862	4,753	4,967
비유동자산	11,260	13,836	14,472	15,565	16,820
장기금융자산	88	88	88	88	88
유형자산	9,680	11,211	11,848	12,941	14,196
무형자산	832	1,823	1,823	1,823	1,823
자산총계	20,487	25,041	27,338	29,794	31,525
유동부채	5,447	6,645	7,086	8,080	8,318
단기금융부채	2,213	1,451	1,451	1,451	1,451
매입채무 및 기타채무	2,695	3,862	4,304	5,297	5,535
단기충당부채	52	63	63	63	63
비유동부채	989	2,058	2,058	2,058	2,058
장기금융부채	678	1,594	1,594	1,594	1,594
장기매입채무 및 기타채무	14	9	9	9	9
장기충당부채	134	163	163	163	163
부채총계	6,436	8,703	9,144	10,138	10,376
자본주주지분	13,937	16,169	18,024	19,487	20,979
자본금	370	391	391	391	391
자본잉여금	1,158	2,274	2,274	2,274	2,274
기타자본구성요소	(16)	(363)	(363)	(363)	(363)
자기주식	(15)	(355)	(355)	(355)	(355)
이익잉여금	12,463	14,039	15,720	17,184	18,676
비자본주주지분	114	170	170	170	170
자본총계	14,051	16,339	18,194	19,657	21,149
부채와자본총계	20,487	25,041	27,338	29,794	31,525

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,517	3,181	3,237	2,553	3,375
당기순이익(순실)	1,660	2,564	2,149	1,931	1,960
비현금성항목등	1,805	1,867	1,666	1,666	1,666
유형자산감가상각비	1,337	1,402	1,395	1,395	1,395
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(469)	(465)	(270)	(270)	(270)
운전자본감소(증가)	(382)	(715)	(577)	(1,044)	(251)
매출채권및기타채권의 감소증가)	(296)	(910)	(509)	(1,146)	(275)
재고자산감소(증가)	(627)	(387)	(509)	(891)	(214)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	697	1,167	442	993	238
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(1,737)	(1,640)	(2,032)	(2,488)	(2,651)
금융자산감소(증가)	(3)	(3)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,381)	(1,850)	(2,032)	(2,488)	(2,651)
무형자산감소(증가)	(74)	(90)	0	0	0
기타	(279)	303	0	0	0
재무활동현금흐름	(1,007)	(737)	(468)	(468)	(468)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(674)	(349)	0	0	0
자본의증가(감소)	18	400	0	0	0
배당금의 지급	346	386	468	468	468
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(231)	775	570	(833)	(52)
기초현금	1,705	1,474	2,249	2,820	1,987
기말현금	1,474	2,249	2,820	1,987	1,935
FCF	1,142	1,930	902	(321)	461

자료 : LG화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	20,659	25,698	29,029	35,547	37,865
매출원가	16,595	20,134	23,051	29,123	31,148
매출총이익	4,064	5,564	5,977	6,424	6,717
매출총이익률 (%)	19.7	21.6	20.6	18.1	17.7
판매비와관리비	2,072	2,635	3,191	3,908	4,163
영업이익	1,992	2,928	2,786	2,516	2,554
영업이익률 (%)	9.6	11.4	9.6	7.1	6.7
비영업손익	(332)	(365)	(48)	(56)	(58)
순금융비용	42	31	39	31	29
외환관련손익	(101)	(61)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(45)	6	2	1	1
세전계속사업이익	1,660	2,564	2,738	2,460	2,497
세전계속사업이익률 (%)	8.0	10.0	9.4	6.9	6.6
계속사업법인세	379	542	589	529	537
계속사업이익	1,281	2,022	2,149	1,931	1,960
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,281	2,022	2,149	1,931	1,960
순이익률 (%)	62	7.9	7.4	5.4	5.2
지배주주	1,281	1,945	2,085	1,873	1,901
지배주주구속 순이익률 (%)	62	7.6	7.2	5.3	5.0
비지배주주	(0)	77	64	58	59
총포괄이익	1,275	1,876	2,149	1,931	1,960
지배주주	1,278	1,808	2,085	1,873	1,901
비지배주주	(3)	67	64	58	59
EBITDA	3,329	4,330	4,181	3,912	3,950

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	22	24.4	13.0	22.5	6.5
영업이익	9.2	47.0	(4.9)	(9.7)	1.5
세전계속사업이익	7.1	54.5	6.8	(10.1)	1.5
EBITDA	8.1	30.1	(3.4)	(6.4)	1.0
EPS(계속사업)	11.1	52.8	9.8	(10.1)	1.5
수익성 (%)					
ROE	9.5	12.9	12.2	10.0	9.4
ROA	6.6	8.9	8.2	6.8	6.4
EBITDA/마진	16.1	16.9	14.4	11.0	10.4
안정성 (%)					
유동비율	169.4	168.6	181.6	176.1	176.8
부채비율	45.8	53.3	50.3	51.6	49.1
순자기자본비율	3.2	0.6	(2.6)	1.8	2.0
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.3	(0.0)	(0.1)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	18,751	28,652	31,455	28,265	28,685
BPS	175,585	190,886	215,989	235,789	255,978
CFPS	38,890	50,224	48,476	45,612	46,018
주당 현금배당금	5,000	5,999	5,999	5,999	5,999
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.9	13.5	12.3	13.6	13.4
PER(최저)	1.5	2.0	1.8	1.6	1.5
PBR(최고)	6.7	7.7	8.0	8.5	8.4
PBR(최저)	5.7	6.7	6.8	7.4	7.4

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	14,841 십억원
주요주주	
롯데물산(주)(외3)	53.51%
국민연금공단	9.75%
외국인지분율	33.10%
배당수익률	2.40%

Stock Data

주가(18/04/01)	433,000 원
KOSPI	2,445.85 pt
52주 Beta	0.77
52주 최고가	474,500 원
52주 최저가	325,000 원
60일 평균 거래대금	59 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.7%	-6.4%
6개월	14.6%	12.1%
12개월	19.0%	5.3%

롯데케미칼 (011170/KS | 매수(유지) | T.P 480,000 원(상향))

미국 신규물량의 수출여부가 핵심

1Q18 영업이익은 7,342 억원으로 추정되어 컨센서스를 4.7% 하회할 것으로 판단함. 전분기대비 화학시황이 중국 춘절 re-stocking 모멘텀 불구하고 크게 개선되지 못했기 때문임. 동사의 주가는 연초 춘절 전 급반등했지만 이후 재고 부담으로 약세를 시현하고 있음. 결국 시황에 대한 불안감이 존재하기 때문인데, 아직까지 본격화되지 않는 미국의 대규모 신증설 물량이 수출 여부가 관건으로 판단함. 시황에 대한 불안감은 감안해야 함

1Q18 영업이익 7,342 억원(QoQ +2.5% / YoY -9.9%) 추정

3/30 기준 컨센서스 7,707 억원 대비 -4.7% 하회하는 수치임. 전체적인 이익 수준 또한 전년동기대비로 낮은데, 기본적으로 화학 시황이 중국 춘절 re-stocking 모멘텀에도 불구하고 개선되지 못했기 때문임. 제품가격은 전반적으로 원재료 납사의 유가 동반 상승분(4Q \$567.6/t → 1Q \$580.0/t) 대비 크게 다르지 않은 양상을 보였음. 거기에 더해 환율 강세(4Q 1,110.7 원 → 1Q 1,073.9 원)도 부담으로 작용했음.

2 분기의 화두는 성수기일까, 신규물량부담일까

지난 해 KOSPI 대비 크게 underperform 했던 동사의 주가는 연초 중국 춘절 모멘텀으로 급반등하였음. 하지만 그 이후로는 재차 하락세를 보이고 있는데, 이는 역시 춘절 이후 재고부담 영향이 큼. 동사의 주력 아이템인 MEG의 중국 동부지역 재고는 2015년 이후 최고치임(2/2 43 만톤 → 3/11 75.4 만톤, +75.3%). 결국 이와 같은 불안감이 표면화되는 것은 2 분기일 것으로 예상함. 일반적이라면 성수기에 진입하는 만큼 실적 상승을 예상하는 것이 정상이지만, 세계 에틸렌 capacity 의 3 개년 CAGR 은 2014년 바닥(+1.8%) 이후 2019-2020년 4% 이상의 증가추이를 이어간다는 것을 간과해서는 안 됨. 그 물량증대의 절대적인 비중을 차지하는 미국의 화학물량 수출여부가 최대 관건임

목표주가 410,000 원 → 480,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

2018년과 2019년 영업이익 추정치를 각각 +36.7% / +32.3% 상향한 것을 반영하여 목표주가 역시 상향 조정함. 예상보다 수출이 더뎌지고 있는 미국 신규설비의 현황을 감안한 결과물임. 단 언제든 물량에 대한 압박이 가시화될 수 있다는 부담감은 있음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	11,713.3	13,223.5	15,874.5	14,102.2	11,723.4	11,079.1
yoY	%	(21.2)	12.9	20.0	(11.2)	(16.9)	(5.5)
영업이익	십억원	1,611.1	2,544.3	2,929.7	2,190.8	1,510.3	1,182.5
yoY	%	359.1	57.9	15.2	(25.2)	(31.1)	(21.7)
EBITDA	십억원	2,098.8	3,173.4	3,620.9	2,849.8	2,169.4	1,841.6
세전이익	십억원	1,421.4	2,487.4	3,084.7	2,260.6	1,547.4	1,200.6
순이익(자배주주)	십억원	992.5	1,835.8	2,243.9	1,716.9	1,175.3	911.9
영업이익률%	%	13.8	19.2	18.5	15.5	12.9	10.7
EBITDA%	%	17.9	24.0	22.8	20.2	18.5	16.6
순이익률	%	12.1	18.8	19.4	16.0	13.2	10.8
EPS	원	28,957	53,561	65,466	50,092	34,289	26,604
PER	배	8.4	6.9	5.6	8.6	12.6	16.3
PBR	배	1.1	1.6	1.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	3.7	4.4	3.1	4.5	5.8	6.9
ROE	%	14.2	21.7	21.5	14.0	8.7	6.4
순차입금	십억원	(551)	1,359	(1,344)	(2,094)	(2,250)	(2,175)
부채비율	%	51.8	68.8	59.5	50.8	47.0	44.6

1Q18 preview

	(단위 %, 십억원)								
	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,996.0	3,853.3	3,990.2	4,035.0	3,656.1	(8.5)	(9.4)	4,258.0	(14.1)
영업이익	814.8	632.2	766.2	716.5	734.2	(9.9)	2.5	770.7	(4.7)
세전이익	863.8	686.3	832.8	701.8	761.2	(11.9)	8.5	839.1	(9.3)
지배순이익	640.2	515.3	616.2	472.2	578.1	(9.7)	22.4	594.1	(2.7)
영업이익률	20.4	16.4	19.2	17.8	20.1	(0.3)	2.3	18.1	2.0
세전이익률	21.6	17.8	20.9	17.4	20.8	(0.8)	3.4	19.7	1.1
지배주주순이익률	16.0	13.4	15.4	11.7	15.8	(0.2)	4.1	14.0	1.9

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	8.8%	ROE(지배주주지분)	21.5%	10.6%	8.2%	6.1%	5.5%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE		8.8%			
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.37						
1Q19E BPS(지배주주지분)	354,009						
Target Price	483,593						

자료: 롯데케미칼, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	53,561	40,734	33,388	25,838	24,313
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	34,643				
2Q19E EPS	40,734				
2Q20E EPS	33,388				

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	277,147	311,790	346,434	381,077	415,720	450,364	485,007	519,650	554,294	588,937
TP by 2Q19E EPS	325,869	366,603	407,337	448,070	488,804	529,538	570,271	611,005	651,739	692,472
TP by 2Q20E EPS	267,105	300,493	333,882	367,270	400,658	434,046	467,434	500,822	534,210	567,599

자료: 롯데케미칼, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

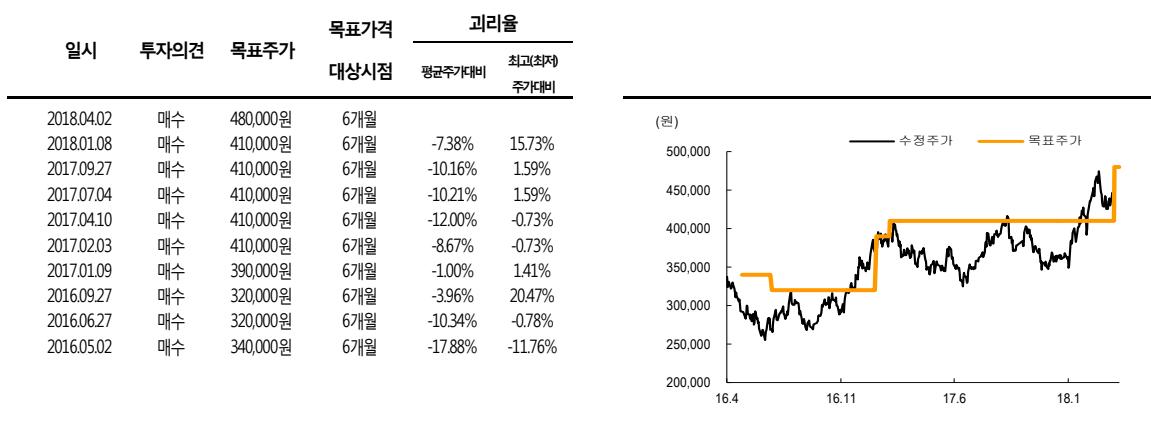
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	15,953.0	13,772.1	13,080.3	15,874.5	14,102.2	11,723.4	-0.5%	2.4%	-10.4%
YoY %	20.6%	-13.7%	-5.0%	20.0%	-11.2%	-16.9%			
영업이익	2,840.3	1,602.7	1,141.8	2,929.7	2,190.8	1,510.3	3.1%	36.7%	32.3%
YoY %	11.6%	-43.6%	-28.8%	15.2%	-25.2%	-31.1%			
EBITDA	3,545.1	2,316.2	1,855.2	3,620.9	2,849.8	2,169.4	2.1%	23.0%	16.9%
YoY %	11.7%	-34.7%	-19.9%	14.1%	-21.3%	-23.9%			
순이익	2,273.5	1,255.5	883.7	2,243.9	1,716.9	1,175.3	-1.3%	36.7%	33.0%
YoY %	23.8%	-44.8%	-29.6%	22.2%	-23.5%	-31.5%			

자료: 롯데케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	3,555.2	3,509.7	3,430.4	3,276.9	3,656.1	3,672.2	3,551.6	3,222.4	2.8%	4.6%	3.5%	-1.7%
YoY %	-11.0%	-8.9%	-14.0%	-20.3%	-8.5%	-4.7%	-11.0%	-20.1%				
QoQ %	-13.6%	-1.3%	-2.3%	-4.5%	-9.4%	0.4%	-3.3%	-9.3%				
영업이익	445.3	411.9	392.2	353.2	734.2	599.8	459.5	397.4	64.9%	45.6%	17.1%	12.5%
YoY %	-45.3%	-34.8%	-48.8%	-43.7%	-9.9%	-5.1%	-40.0%	-44.5%				
QoQ %	-29.0%	-7.5%	-4.8%	-9.9%	2.5%	-18.3%	-23.4%	-13.5%				
EBITDA	623.7	590.3	570.6	531.6	898.9	764.6	624.2	562.1	44.1%	29.5%	9.4%	5.7%
YoY %	-37.2%	-26.4%	-39.6%	-34.0%	-9.5%	-4.6%	-33.9%	-36.2%				
QoQ %	-22.6%	-5.4%	-3.3%	-6.8%	20%	-14.9%	-18.4%	-9.9%				
순이익	350.0	323.0	307.2	275.4	578.1	471.1	359.0	308.7	65.2%	45.8%	16.9%	12.1%
YoY %	-45.3%	-37.3%	-50.1%	-45.1%	-9.7%	-8.6%	-41.7%	-34.6%				
QoQ %	-30.3%	-7.7%	-4.9%	-10.3%	22.4%	-18.5%	-23.8%	-14.0%				

자료: 롯데케미칼 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 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,852	8,225	8,311	8,163	7,864
현금및현금성자산	2,203	1,685	2,436	2,592	2,516
매출채권및기타채권	1,552	1,668	1,331	1,181	1,070
재고자산	1,477	1,536	1,236	1,097	994
비유동자산	10,015	11,326	12,497	13,362	14,143
장기금융자산	388	330	327	327	327
유형자산	5,547	6,716	7,890	8,755	9,537
무형자산	1,792	1,711	1,711	1,711	1,711
자산총계	15,867	19,551	20,808	21,525	22,007
유동부채	3,449	3,791	3,505	3,376	3,282
단기금융부채	1,747	1,514	1,514	1,514	1,514
매입채무 및 기타채무	1,077	1,421	1,135	1,006	912
단기증당부채	20	13	13	13	13
비유동부채	3,017	3,505	3,505	3,505	3,505
장기금융부채	2,445	2,753	2,753	2,753	2,753
장기매입채무 및 기타채무	9	19	19	19	19
장기증당부채	12	115	115	115	115
부채총계	6,466	7,296	7,010	6,882	6,787
지배주주지분	9,363	11,490	13,032	13,878	14,455
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	479	881	881	881	881
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	8,487	10,582	11,980	12,826	13,402
비지배주주지분	38	765	765	765	765
자본총계	9,401	12,255	13,798	14,643	15,220
부채와자본총계	15,867	19,551	20,808	21,525	22,007

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,682	3,098	3,634	2,876	2,560
당기순이익(순실)	1,837	2,285	1,752	1,199	930
비현금성활동등	1,375	1,365	1,499	1,499	1,499
유형자산감가상각비	629	691	659	659	659
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(746)	(674)	(840)	(840)	(840)
운전자본감소(증가)	(157)	38	383	177	130
매출채권및기타채권의 감소증가	(478)	(112)	322	145	106
재고자산감소(증가)	(314)	(59)	299	140	103
매입채무 및 기타채무의 증가감소	280	274	(239)	(107)	(79)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	650	800	820	820	820
투자활동현금흐름	(3,579)	(4,731)	(1,833)	(1,524)	(1,440)
금융자산감소(증가)	297	(2,773)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,577)	(2,017)	(1,833)	(1,524)	(1,440)
무형자산감소(증가)	(7)	(2)	0	0	0
기타	(2,291)	61	0	0	0
재무활동현금흐름	1,133	1,159	(354)	(354)	(354)
단기금융부채증가(감소)	675	(531)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	621	766	0	0	0
자본의증가(감소)	11	3	0	0	0
배당금의 지급	84	135	354	354	354
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	261	(518)	750	156	(75)
기초현금	1,942	2,203	1,685	2,436	2,592
기말현금	2,203	1,685	2,436	2,592	2,516
FCF	767	1,847	902	481	264

자료 : 롯데케미칼 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	13,224	15,875	14,102	11,723	11,079
매출원가	9,957	12,082	11,139	9,571	9,290
매출총이익	3,267	3,793	2,963	2,153	1,789
매출총이익률 (%)	24.7	23.9	21.0	18.4	16.2
판매비와관리비	722	863	773	642	607
영업이익	2,544	2,930	2,191	1,510	1,183
영업이익률 (%)	19.2	18.5	15.5	12.9	10.7
비영업손익	(57)	155	70	37	18
순금융비용	50	75	49	54	53
외환관련손익	(37)	37	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	71	284	158	120	102
세전계속사업이익	2,487	3,085	2,261	1,547	1,201
세전계속사업이익률 (%)	18.8	19.4	16.0	13.2	10.8
계속사업법인세	650	800	509	348	270
계속사업이익	1,837	2,285	1,752	1,199	930
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,837	2,285	1,752	1,199	930
순이익률 (%)	13.9	14.4	12.4	10.2	8.4
지배주주	1,836	2,244	1,717	1,175	912
지배주주기록 순이익률(%)	13.9	14.1	12.2	10.0	8.2
비지배주주	1	41	35	24	19
총포괄이익	1,923	1,856	1,752	1,199	930
지배주주	1,921	1,859	1,717	1,175	912
비지배주주	3	(3)	35	24	19
EBITDA	3,173	3,621	2,850	2,169	1,842

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	129	20.0	(11.2)	(16.9)	(5.5)
영업이익	57.9	15.2	(25.2)	(31.1)	(21.7)
세전계속사업이익	75.0	24.0	(26.7)	(31.5)	(22.4)
EBITDA	51.2	14.1	(21.3)	(23.9)	(15.1)
EPS(계속사업)	85.0	22.2	(23.5)	(31.5)	(22.4)
수익성 (%)					
ROE	21.7	21.5	14.0	8.7	6.4
ROA	13.4	12.9	8.7	5.7	4.3
EBITDA마진	24.0	22.8	20.2	18.5	16.6
안정성 (%)					
유동비율	169.7	217.0	237.1	241.8	239.6
부채비율	68.8	59.5	50.8	47.0	44.6
순차입금/자기자본	14.5	(11.0)	(15.2)	(15.4)	(14.3)
EBITDA/이자비용(배)	0.6	0.1	(0.2)	(0.2)	(0.1)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	53,561	65,466	50,092	34,289	26,604
BPS	235,046	301,335	346,347	371,014	387,839
CFPS	73,182	83,470	68,764	53,378	45,966
주당 현금배당금	4,000	10,500	10,500	10,500	10,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.9	5.6	8.6	12.6	16.3
PER(최저)	1.6	1.2	1.3	1.2	1.1
PBR(최고)	5.0	4.4	6.3	8.1	9.4
PBR(최저)	4.4	3.1	4.5	5.8	6.9
EV/EBITDA(최고)					
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



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

Company Data

자본금	168 십억원
발행주식수	3,349 만주
자사주	559 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,937 십억원
주요주주	
박철완(외5)	24.70%
금호석유 자사주	18.35%
외국인지분율	27.30%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(18/04/01)	96,400 원
KOSPI	2,445.85 pt
52주 Beta	0.93
52주 최고가	108,500 원
52주 최저가	67,100 원
60일 평균 거래대금	20 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.4%	5.6%
6개월	33.7%	30.9%
12개월	22.8%	8.7%

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

6년 만에 처음으로 넘어설 수 있는 OP 1,000 억원

1Q18 영업이익은 1,121 억원으로 추정되어 컨센서스를 +13.3% 상회할 것으로 판단함. 만약 1,000 억원을 넘는다면 이는 6년 만에 처음임, 페놀 / 수지 / 고무 / 에너지 등 전 사업부의 고른 호조가 예상됨. 동사 주가에서 최대 관건은 역시 고무임. SK 증권 리서치센터는 지속적으로 중장기 up-turn 을 보고 있고, 실제로 동사 이익은 개선추세 이어지고 있음. 다만 라니나라는 단기 모멘텀이 소멸되고 있기에 긴 호흡의 접근이 필요함

1Q18 영업이익 1,121 억원(QoQ +18.1% / YoY +70.5%) 추정

3/30 기준 컨센서스 989 억원 대비 +13.3% 상회하는 수치임. 전년동기대비로도 +70.5% 급증하는 호실적임. 만약 실제로 1,000 억원 이상의 실적이 시현된다면 이는 1Q12 이후 약 6년 만에 처음 있는 일임. 페놀계열에서 BPA 의 강세가 지속(3Q \$1,184/t → 4Q \$1,371/t → 1Q 1,650/t)되고 있고, 합성수지에서 PS 역시 양호한 흐름(3Q \$1,365/t → 4Q \$1,436/t → 1Q 1,545/t)을 이어가고 있음. 합성고무에서 SBR 도 비록 강세가 2월까지만 이어졌지만, 개선추세(3Q \$1,600/t → 4Q \$1,671/t → 1Q 1,725/t)는 이어지고 있음. SMP 가격 상승으로 에너지 역시 이의 호조 예상되어 사실상 전 사업부의 이익이 실적상승에 기여한 것으로 추정함

고무의 방향전환은 이미 확인, 아쉬운 것은 라니나의 종료

SK 증권 리서치센터는 2016년 8월 “It’s Rubber time: 금호석유와 타이어를 논하다”에서 고무시황의 중장기 up-turn 을 제시한 바 있음. 이후 가격의 반등추세와 함께 동사의 합성고무 실적의 개선세도 진행되었음. 앞으로도 이와 같은 양상은 지속될 것으로 판단함. 다만 16년말~17년초와 같은 가격의 단기 급반등 trigger 로서는 기후변화, 특히 라니나의 진입이 필요한데, 현재 라니나가 소멸단계에 들어갔다는 것은 단기 모멘텀의 부재로 파악될 수도 있음. 중장기적 관점의 접근이 필요함

목표주가 150,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 업종 차선호주 의견 그대로 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	3,934.5	3,970.4	5,064.8	5,346.8	5,760.5	5,503.4
yoY	%	(17.4)	0.9	27.6	5.6	7.7	(4.5)
영업이익	십억원	164.0	157.1	262.6	460.7	531.2	485.3
yoY	%	(11.3)	(4.2)	67.2	75.4	15.3	(8.6)
EBITDA	십억원	339.9	363.0	480.5	675.0	745.4	699.6
세전이익	십억원	169.6	112.9	289.8	418.7	430.5	394.0
순이익(자배주주)	십억원	118.9	73.2	213.6	313.8	322.6	295.3
영업이익률%	%	4.2	4.0	5.2	8.6	9.2	8.8
EBITDA%	%	8.6	9.1	9.5	12.6	12.9	12.7
순이익률	%	4.3	2.8	5.7	7.8	7.5	7.2
EPS	원	3,818	2,320	6,906	10,299	10,590	9,691
PER	배	13.6	35.3	14.4	9.4	9.1	9.9
PBR	배	1.1	1.7	1.8	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	10.1	11.3	9.6	4.5	4.1	4.3
ROE	%	7.6	4.6	12.3	15.9	14.4	11.6
순차입금	십억원	1,746	1,532	1,450	1,218	999	736
부채비율	%	153.1	163.1	134.0	122.6	108.3	95.7

1Q18 preview

(단위 %, 십억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,408.2	1,239.1	1,205.2	1,212.3	1,257.0	(10.7)	3.7	1,312.7	(4.2)
영업이익	65.7	44.2	57.8	94.9	112.1	70.5	18.1	98.9	13.4
세전이익	88.4	52.9	78.1	70.4	100.4	13.5	42.6	106.7	(5.9)
지배순이익	69.1	36.7	56.5	51.3	75.2	8.9	46.6	77.6	(3.0)
영업이익률	4.7	3.6	4.8	7.8	8.9	4.3	1.1	7.5	1.4
세전이익률	6.3	4.3	6.5	5.8	8.0	1.7	2.2	8.1	(0.1)
지배주주순이익률	4.9	3.0	4.7	4.2	6.0	1.1	1.8	5.9	0.1

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	13.3%		ROE(지배주주지분)	12.3%	15.1%	12.9%	10.7%
Terminal Growth	2.0%		weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.0%		Target ROE	13.3%			
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	2.26						
1Q19E EPS(지배주주지분)	66,611						
Target Price	150,534						

자료: 금호석유, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	3,818	10,602	10,310	9,565	9,959
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	10,272				
2Q19E EPS	10,602				
2Q20E EPS	10,310				

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	102,721	112,993	123,265	133,537	143,809	154,081	164,353	174,626	184,898	195,170
TP by 2Q19E EPS	106,024	116,627	127,229	137,832	148,434	159,036	169,639	180,241	190,844	201,446
TP by 2Q20E EPS	103,096	113,406	123,716	134,025	144,335	154,645	164,954	175,264	185,574	195,883

자료: 금호석유, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

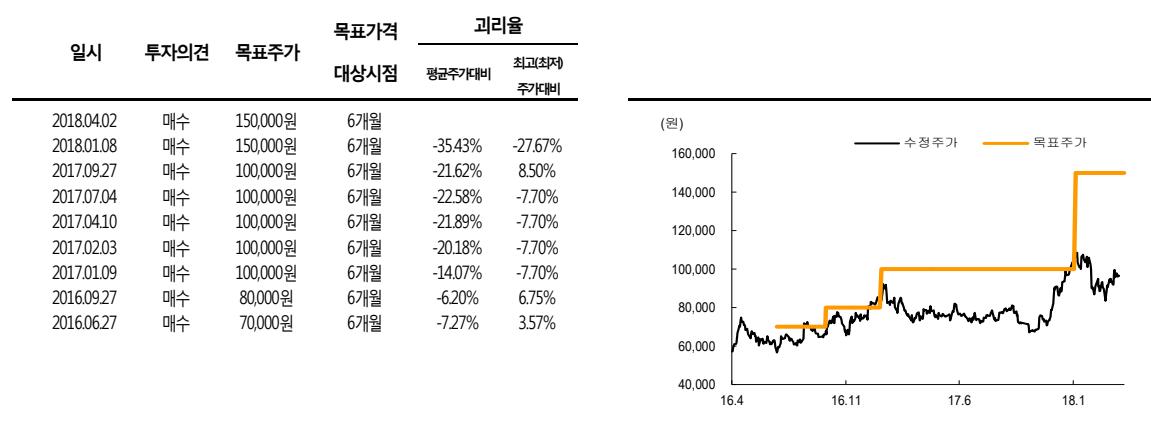
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	5,095.6	5,425.1	6,579.9	5,064.8	5,346.8	5,760.5	-0.6%	-14%	-12.5%
YoY %	28.3%	6.5%	21.3%	27.6%	5.6%	7.7%			
영업이익	253.1	384.8	569.2	262.6	460.7	531.2	3.8%	19.7%	-6.7%
YoY %	61.1%	52.1%	47.9%	67.2%	75.4%	15.3%			
EBITDA	470.3	596.5	780.9	480.5	675.0	745.4	2.2%	13.1%	-4.5%
YoY %	29.6%	26.8%	30.9%	32.4%	40.5%	10.4%			
순이익	215.1	249.7	382.9	213.6	313.8	322.6	-0.7%	25.7%	-15.7%
YoY %	193.7%	16.1%	53.3%	191.6%	46.9%	28%			

자료: 금호석유, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	1,320.1	1,306.7	1,412.3	1,386.0	1,257.0	1,272.3	1,424.7	1,392.9	-4.8%	-2.6%	0.9%	0.5%
YoY %	-6.3%	5.5%	17.2%	11.5%	-10.7%	2.7%	18.2%	14.9%				
QoQ %	6.2%	-1.0%	8.1%	-1.9%	3.7%	1.2%	12.0%	-2.2%				
영업이익	88.7	93.3	113.8	89.0	112.1	106.2	123.3	119.0	26.4%	13.9%	8.4%	33.7%
YoY %	34.9%	111.2%	97.1%	4.2%	70.5%	140.5%	113.6%	25.4%				
QoQ %	3.9%	5.2%	22.0%	-21.8%	18.1%	-5.3%	16.1%	-3.5%				
EBITDA	141.6	146.2	166.7	141.9	165.7	159.8	176.9	172.6	17.0%	9.3%	6.1%	21.6%
YoY %	16.0%	47.4%	50.6%	2.6%	35.7%	61.0%	59.8%	16.2%				
QoQ %	24%	3.2%	14.0%	-14.9%	11.6%	-3.6%	10.7%	-2.4%				
순이익	55.7	59.9	76.8	57.2	75.2	71.1	85.2	82.3	35.0%	18.6%	10.9%	43.9%
YoY %	-19.3%	63.2%	36.0%	8.3%	8.9%	93.6%	50.8%	60.5%				
QoQ %	5.5%	7.6%	28.2%	-25.5%	46.6%	-5.5%	19.8%	-3.3%				

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 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,255.3	1,332.7	1,727.4	1,973.2	2,138.1
현금및현금성자산	197.0	234.4	466.4	685.7	948.2
매출채권및기타채권	566.5	620.9	714.1	729.7	672.4
재고자산	445.5	426.8	493.8	504.5	465.1
비유동자산	3,290.8	3,247.1	3,186.6	3,260.3	3,321.2
장기금융자산	236.3	270.6	270.6	270.6	270.6
유형자산	2,564.8	2,440.3	2,379.7	2,453.4	2,514.4
무형자산	17.3	14.9	14.9	14.9	14.9
자산총계	4,546.1	4,579.8	4,913.9	5,233.5	5,459.3
유동부채	2,145.6	1,913.9	1,997.6	2,011.6	1,960.1
단기금융부채	1,521.1	1,233.2	1,233.2	1,233.2	1,233.2
매입채무 및 기타채무	542.8	562.2	645.9	659.9	608.4
단기충당부채	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
비유동부채	672.7	709.1	709.1	709.1	709.1
장기금융부채	560.5	586.9	586.9	586.9	586.9
장기매입채무 및 기타채무	1.5	4.9	4.9	4.9	4.9
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,818.2	2,623.0	2,706.7	2,720.7	2,669.2
자본주주지분	1,619.7	1,842.7	2,093.0	2,398.7	2,676.0
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	1,403.0	1,699.4	2,005.1	2,282.4
비자본주주지분	108.2	114.1	114.1	114.1	114.1
자본총계	1,727.9	1,956.8	2,207.2	2,512.8	2,790.1
부채와자본총계	4,546.1	4,579.8	4,913.9	5,233.5	5,459.3

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	296.8	421.0	531.8	621.0	664.9
당기순이익(순실)	80.8	217.6	324.5	333.7	305.4
비현금성항목등	309.9	310.4	302.7	302.7	302.7
유형자산감가상각비	206.0	217.9	214.2	214.2	214.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(104.0)	(92.5)	(88.5)	(88.5)	(88.5)
운전자본감소(증가)	(20.2)	(39.5)	(95.4)	(154)	56.8
매출채권및기타채권의 감소증가)	(85.6)	(67.6)	(87.6)	(14.6)	53.9
재고자산감소(증가)	(50.8)	18.8	(67.1)	(10.7)	39.4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	154.5	24.5	59.3	9.9	(36.5)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	32.1	72.1	69.4	69.4	69.4
투자활동현금흐름	(250.7)	(106.0)	(153.7)	(288.0)	(275.2)
금융자산감소(증가)	12.8	(4.1)	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(271.1)	(100.8)	(153.7)	(288.0)	(275.2)
무형자산감소(증가)	(1.5)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
기타	9.2	(0.4)	0.0	0.0	0.0
재무활동현금흐름	103.6	(276.7)	(28.0)	(28.0)	(28.0)
단기금융부채증가(감소)	(52.1)	(601.2)	0.0	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	183.9	349.8	0.0	0.0	0.0
자본의증가(감소)	1.6	52	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	22.5	22.1	28.0	28.0	28.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	149.7	37.5	232.0	219.3	262.5
기초현금	47.3	197.0	234.4	466.4	685.7
기말현금	197.0	234.4	466.4	685.7	948.2
FCF	96.8	338.6	325.4	361.3	334.4

자료 : 금호석유 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,970.4	5,064.8	5,346.8	5,760.5	5,503.4
매출원가	3,637.5	4,636.5	4,665.3	4,991.4	4,790.7
매출총이익	332.9	428.3	681.5	769.1	712.6
매출총이익률 (%)	84	85	12.7	13.4	12.9
판매비와관리비	175.8	165.6	220.8	237.9	227.3
영업이익	157.1	262.6	460.7	531.2	485.3
영업이익률 (%)	4.0	5.2	8.6	9.2	8.8
비영업손익	(44.2)	27.2	(42.0)	(100.6)	(91.3)
순금융비용	15.7	8.7	14.6	24.2	34.2
외환관련손익	(17.1)	40.9	0.0	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	36.6	88.7	52.9	11.2	10.5
세전계속사업이익	112.9	289.8	418.7	430.5	394.0
세전계속사업이익률 (%)	28	57	7.8	7.5	7.2
계속사업법인세	32.1	72.1	94.2	96.9	88.7
계속사업이익	80.8	217.6	324.5	333.7	305.4
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	324.5	333.7	305.4
순이익률 (%)	2.0	4.3	6.1	5.8	5.5
지배주주	73.2	213.6	313.8	322.6	295.3
지배주주구속 순이익률(%)	1.8	4.2	5.9	5.6	5.4
비지배주주	7.5	4.1	10.7	11.0	10.1
총포괄이익	91.9	250.9	324.5	333.7	305.4
지배주주	87.1	245.0	313.8	322.6	295.3
비지배주주	4.9	5.9	10.7	11.0	10.1
EBITDA	363.0	480.5	675.0	745.4	699.6

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	0.9	27.6	5.6	7.7	(4.5)
영업이익	(4.2)	67.2	75.4	15.3	(8.6)
세전계속사업이익	(33.5)	156.7	44.5	2.8	(8.5)
EBITDA	6.8	32.4	40.5	10.4	(6.1)
EPS(계속사업)	(39.2)	197.7	49.1	2.8	(8.5)
수익성 (%)					
ROE	4.6	12.3	15.9	14.4	11.6
ROA	1.8	4.8	6.8	6.6	5.7
EBITDA/마진	9.1	9.5	12.6	12.9	12.7
안정성 (%)					
유동비율	58.5	69.6	86.5	98.1	109.1
부채비율	163.1	134.0	122.6	108.3	95.7
순자본/자기자본	88.7	74.1	55.2	39.7	26.4
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.4	0.4	0.1	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2320	6906	10,299	10,590	9,691
BPS	48,674	56,527	64,003	73,129	81,409
CFPS	9,506	12,395	17,058	18,689	17,628
주당 현금배당금	785	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	35.3	144	9.4	9.1	9.9
PER(최저)					
PBR(최고)	1.7	1.8	1.5	1.3	1.2
PBR(최저)					
PCR	8.6	8.0	5.7	5.2	5.5
EV/EBITDA(최고)	113	9.6	4.5	4.1	4.3
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	4,911 십억원
주요주주	
(주)한화(외5)	36.30%
국민연금공단	10.05%
외국인지분율	29.40%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(18/04/01)	29,800 원
KOSPI	2445.85 pt
52주 Beta	1.14
52주 최고가	38,000 원
52주 최저가	24,950 원
60일 평균 거래대금	30 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.2%	-10.9%
6개월	-8.2%	-10.1%
12개월	13.5%	0.5%

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

2016년 큐셀, 2017년 화학 M&A, 2018년은?

1Q18 영업이익은 1,679 억원으로 추정되어 컨센서스를 -10.6% 하회할 것으로 판단함. 4분기 1회성 비용이 대거 소멸되었지만, 의외로 중국 춘절 re-stocking 모멘텀 불구하고 LDPE와 가성소다 같은 동사의 주력 제품들이 약세를 보였음. 단기실적보다 우려는 중장 기적인 실적 방향임. 16년 큐셀, 17년 화학 M&A와 같은 실적 모멘텀이 18년에는 불투명함. 오히려 시황 둔화가 될 수 있어 주가의 추가상승에 부담이 될 수 있음

1Q18 영업이익 1,679 억원(QoQ +33.5% / YoY -14.6%) 추정

3/30 기준 컨센서스 1,879 억원 대비 -10.6% 하회하는 수치임. 전분기대비 실적의 큰 폭 개선은 4분기에 발생했던 성과급, 태양광 등 1회성 비용이 소멸되면서 회복되는 요인이 가장 큼. 다만 화학 시황은 중국 춘절 re-stocking 모멘텀에도 불구하고 전분기대비 큰 개선세를 보이지 못했음. PVC는 개선(4Q 886.0/t → 1Q \$946.2/t)되었지만 LDPE(4Q \$1,258.2/t → \$1,246.2/t)와 가성소다(\$623.2/t → \$585.4/t)는 하락하였음. 때문에 실적의 전반적인 상승 폭이 크지는 못할 것으로 예상함. 가공소재와 태양광의 시황도 거시환경과 가격추이를 감안할 때 그다지 좋은 양상은 아닐 것으로 추정함.

2016년 큐셀, 2017년 화학 M&A, 2018년은?

동사는 2016년과 2017년에 연이어 7,000 억원이 넘는 실적강세를 시현하였음. 물론 다양한 요인들이 있었지만 2016년은 한화큐셀의 NextEra 관련한 호재, 2017년은 한화토탈과 TDI 등 다양한 M&A의 성공에서 그 원인을 찾아야 함. 물론 그 기반에서는 본업인 PE와 가소제 계열이 모두 호조였다는 부분을 빼놓을 수 없음. 다만 2018년은 그와 같은 연이은 실적 모멘텀을 찾을 만한 것이 당장에는 보이지 않음. 오히려 태양광과 화학시황이 둔화될 여지가 있다는 것은 우려 요인임

목표주가 39,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 그대로 유지함. 최근 주가하락으로 인해 실적대비 valuation 매력은 상존함. 다만 업황 개선 여부는 지속 체크해야 함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	8,037.0	9,258.8	9,341.8	9,223.6	8,546.6	8,621.6
yoY	%	(0.2)	15.2	0.9	(1.3)	(7.3)	0.9
영업이익	십억원	337.0	779.2	756.4	611.8	516.6	531.0
yoY	%	138.6	131.2	(2.9)	(19.1)	(15.6)	2.8
EBITDA	십억원	789.2	1,224.5	1,191.9	1,052.8	957.6	972.0
세전이익	십억원	228.4	886.4	1,065.9	659.9	558.3	584.7
순이익(자배주주)	십억원	188.2	755.3	824.7	518.0	438.2	459.0
영업이익률%	%	4.2	8.4	8.1	6.6	6.0	6.2
EBITDA%	%	9.8	13.2	12.8	11.4	11.2	11.3
순이익률	%	2.3	8.2	8.8	5.6	5.1	5.3
EPS	원	1,161	4,580	5,001	3,143	2,659	2,785
PER	배	23.4	5.4	6.3	12.7	15.0	14.3
PBR	배	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	10.0	6.0	6.6	4.7	5.1	5.1
ROE	%	4.2	15.2	14.6	8.3	6.6	6.5
순차입금	십억원	3,490	3,230	2,645	2,214	1,792	1,374
부채비율	%	180.9	152.7	120.6	111.9	106.9	102.4

1Q18 preview

	(단위 %, 십억원)								
	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,191.3	2,485.5	2,313.0	2,351.9	2,345.8	7.0	(0.3)	2,283.4	2.7
영업이익	196.6	218.8	215.2	125.8	167.9	(14.6)	33.5	187.9	(10.6)
세전이익	392.5	305.2	331.9	36.3	187.0	(52.4)	415.8	328.7	(43.1)
지배순이익	321.3	236.4	252.7	14.4	146.8	(54.3)	920.7	250.5	(41.4)
영업이익률	9.0	8.8	9.3	5.4	7.2	(1.8)	1.8	8.2	(1.1)
세전이익률	17.9	12.3	14.3	1.5	8.0	(9.9)	6.4	14.4	(6.4)
지배주주순이익률	14.7	9.5	10.9	0.6	6.3	(8.4)	5.6	11.0	(4.7)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	6.8%	ROE(지배주주지분)	14.6%	7.3%	6.5%	6.2%	5.7%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.8%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.97						
1Q19E EPS(지배주주지분)	39,086						
Target Price	37,811						

자료: 한화케미칼, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	1,161	2,874	2,722	2,739	2,671
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,797				
2Q19E EPS	2,874				
2Q20E EPS	2,722				

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	25,170	26,568	27,966	29,365	30,763	32,161	33,560	34,958	36,356	37,754
TP by 2Q19E EPS	25,870	27,307	28,745	30,182	31,619	33,056	34,493	35,931	37,368	38,805
TP by 2Q20E EPS	24,500	25,861	27,222	28,584	29,945	31,306	32,667	34,028	35,389	36,750

자료: 한화케미칼, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

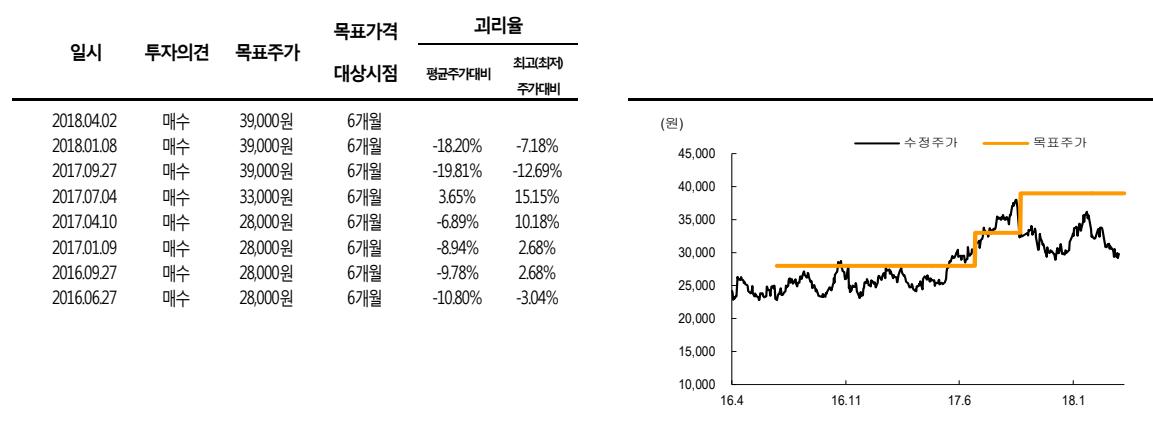
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	9,380.0	9,233.5	9,080.3	9,341.8	9,223.6	8,546.6	-0.4%	-0.1%	-5.9%
YoY %	1.3%	-1.6%	-1.7%	0.9%	-1.3%	-7.3%			
영업이익	780.4	522.6	504.6	756.4	611.8	516.6	-3.1%	17.1%	2.4%
YoY %	0.1%	-33.0%	-3.5%	-2.9%	-19.1%	-15.6%			
EBITDA	1,211.8	956.3	938.3	1,191.9	1,052.8	957.6	-1.6%	10.1%	2.1%
YoY %	-1.0%	-21.1%	-1.9%	-2.7%	-11.7%	-9.0%			
순이익	985.2	431.8	400.3	824.7	518.0	438.2	-16.3%	20.0%	9.5%
YoY %	30.4%	-56.2%	-7.3%	9.2%	-37.2%	-15.4%			

자료: 한화케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	2,357.2	2,346.0	2,290.7	2,239.6	2,345.8	2,401.4	2,301.1	2,175.3	-0.5%	2.4%	0.5%	-2.9%
YoY %	7.6%	-5.6%	-1.0%	-6.3%	7.0%	-3.4%	-0.5%	-7.5%				
QoQ %	-1.4%	-0.5%	-2.4%	-2.2%	-0.3%	24%	-4.2%	-5.5%				
영업이익	150.1	142.3	128.4	101.9	167.9	188.6	149.0	106.2	11.9%	32.5%	16.1%	4.3%
YoY %	-23.6%	-35.0%	-40.4%	-32.0%	-14.6%	-13.8%	-30.8%	-15.6%				
QoQ %	0.2%	-5.2%	-9.8%	-20.7%	33.5%	12.3%	-21.0%	-28.7%				
EBITDA	258.5	250.7	236.8	210.3	278.2	298.8	259.3	216.4	7.6%	19.2%	9.5%	2.9%
YoY %	-14.9%	-23.1%	-26.8%	-18.6%	-8.4%	-8.3%	-19.9%	-8.3%				
QoQ %	0.1%	-3.0%	-5.6%	-11.2%	17.8%	7.4%	-13.2%	-16.5%				
순이익	132.4	122.8	100.3	76.2	146.8	160.7	123.8	86.7	10.9%	30.8%	23.5%	13.8%
YoY %	-58.8%	-48.0%	-60.3%	-56.4%	-54.3%	-32.0%	-51.0%	503.1%				
QoQ %	-24.3%	-7.2%	-18.4%	-24.0%	920.7%	9.5%	-23.0%	-29.9%				

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 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,524	4,222	4,640	5,107	5,612
현금및현금성자산	1,012	805	1,336	1,858	2,376
매출채권및기타채권	1,561	1,707	1,573	1,542	1,535
재고자산	1,421	1,144	1,083	1,064	1,059
비유동자산	9,294	9,427	9,447	9,434	9,424
장기금융자산	298	277	277	277	277
유형자산	5,761	5,588	5,608	5,595	5,585
무형자산	426	422	422	422	422
자산총계	13,818	13,649	14,087	14,541	15,035
유동부채	4,963	4,894	4,872	4,944	5,037
단기금융부채	2,259	2,648	2,748	2,848	2,948
매입채무 및 기타채무	1,758	1,632	1,509	1,482	1,475
단기충당부채	71	50	50	50	50
비유동부채	3,387	2,568	2,568	2,568	2,568
장기금융부채	2,588	1,812	1,812	1,812	1,812
장기매입채무 및 기타채무	46	23	23	23	23
장기충당부채	49	47	47	47	47
부채총계	8,350	7,462	7,439	7,512	7,605
자본주주지분	5,285	6,015	6,476	6,856	7,258
자본금	830	830	830	830	830
자본잉여금	828	829	829	829	829
기타자본구성요소	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,586	4,365	4,825	5,206	5,607
비자본주주지분	183	172	172	172	172
자본총계	5,468	6,187	6,648	7,029	7,430
부채와자본총계	13,818	13,649	14,087	14,541	15,035

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,121	901	1,104	960	961
당기순이익(순실)	886	1,066	518	438	459
비현금성항목등	424	200	495	495	495
유형자산감가상각비	445	436	441	441	441
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	21	236	(54)	(54)	(54)
운전자본감소(증가)	(152)	(213)	91	27	7
매출채권및기타채권의 감소증가)	254	(173)	129	29	7
재고자산감소증가)	405	277	60	20	5
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	20	71	(98)	(22)	(6)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(446)	(395)	(461)	(427)	(431)
금융자산증가(증가)	126	(82)	0	0	0
유형자산증가(증가)	(413)	(468)	(461)	(427)	(431)
무형자산증가(증가)	(13)	16	0	0	0
기타	(146)	139	0	0	0
재무활동현금흐름	(302)	(679)	(58)	(58)	(58)
단기금융부채증가(감소)	17	7	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(80)	(453)	0	0	0
자본의증가(감소)	201	24	0	0	0
배당금의 지급	25	58	58	58	58
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	368	(207)	531	522	518
기초현금	645	1,012	805	1,336	1,858
기말현금	1,012	805	1,336	1,858	2,376
FCF	468	527	450	447	434

자료 : 한화케미칼 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,259	9,342	9,224	8,547	8,622
매출원가	7,211	7,386	7,254	6,772	6,821
매출총이익	2,048	1,956	1,970	1,775	1,800
매출총이익률 (%)	22.1	20.9	21.4	20.8	20.9
판매비와관리비	1,268	1,199	1,358	1,258	1,269
영업이익	779	756	612	517	531
영업이익률 (%)	8.4	8.1	6.6	6.0	6.2
비영업손익	107	309	48	42	54
순금융비용	56	27	34	52	67
외환관련손익	(8)	42	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	446	594	169	148	150
세전계속사업이익	886	1,066	660	558	585
세전계속사업이익률 (%)	9.6	11.4	7.2	6.5	6.8
계속사업법인세	115	231	142	120	126
계속사업이익	771	835	518	438	459
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	771	835	518	438	459
순이익률 (%)	8.3	8.9	5.6	5.1	5.3
지배주주	755	825	518	438	459
지배주주구속 순이익률(%)	8.2	8.8	5.6	5.1	5.3
비지배주주	16	10	0	0	0
총포괄이익	668	791	518	438	459
지배주주	663	787	518	438	459
비지배주주	5	4	0	0	0
EBITDA	1,225	1,192	1,053	958	972

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	15.2	0.9	(1.3)	(7.3)	0.9
영업이익	131.2	(2.9)	(19.1)	(15.6)	2.8
세전계속사업이익	288.1	20.2	(38.1)	(15.4)	4.7
EBITDA	55.2	(2.7)	(11.7)	(9.0)	1.5
EPS(계속사업)	294.6	9.2	(37.2)	(15.4)	4.7
수익성 (%)					
ROE	15.2	14.6	8.3	6.6	6.5
ROA	5.6	6.1	3.7	3.1	3.1
EBITDA/마진	13.2	12.8	11.4	11.2	11.3
안정성 (%)					
유동비율	91.2	86.3	95.2	103.3	111.4
부채비율	152.7	120.6	111.9	106.9	102.4
순자본/자기자본	59.1	42.7	33.3	25.5	18.5
EBITDA/이자비용(배)	0.2	(0.0)	(0.1)	(0.1)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,580	5,001	3,143	2,659	2,785
BPS	30,729	35,693	38,468	40,763	43,182
CFPS	6,768	6,194	5,552	5,102	5,170
주당 현금배당금	350	350	350	350	350
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	5.4	6.3	12.7	15.0	14.3
PER(최저)	0.8	0.9	1.0	1.0	0.9
PBR(최고)	3.6	5.1	7.2	7.8	7.7
PBR(최저)	6.0	6.6	4.7	5.1	5.1

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	3,744 십억원
주요주주	

외국인지분률	31.00%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(18/04/01)	157,000 원
KOSPI	2445.85 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	186,500 원
52주 최저가	78,700 원
60일 평균 거래대금	60 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.6%	-5.3%
6개월	53.2%	49.9%
12개월	86.9%	65.4%

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

실적보다 눈에 들어오는 건 폴리실리콘 가격

1Q18 영업이익은 1,127 억원으로 추정되어 컨센서스를 +9.5% 상회할 것으로 판단함. 태양광과 석탄화학 모두 양호한 시황을 유지한 결과물임. 다만 주가에 있어서 최대 관건은 역시 폴리실리콘 가격임. SK 증권 리서치센터는 지난 해 이후 폴리실리콘의 모듈 대비 상대적 강세 시황을 판단하기에 강세 여건은 당분간 조성되었다고 판단함. 다만 \$18/kg 이상에서는 모듈의 원가 부담이 발생할 수 있기 때문에 수급여건에 대한 체크 필요함

1Q18 영업이익 1,127 억원(QoQ +7.4% / YoY 흑전) 추정

3/30 기준 컨센서스 1,029 억원 대비 +9.5% 상회하는 수치임. 전분기의 이익강세가 계속 이어지고 있는 셈인데, 태양광 시황의 회복세와 석탄화학의 여전한 강세가 주목할 요인임. 폴리실리콘 가격은 4Q \$16.9/kg 대비 1Q \$16.3/kg(PVinsights 기준)으로 큰 변동이 없었음. 다만 전체적으로 가격은 1, 2, 3 월 연달아 하락세를 이어갔는데, 통상적인 contract price의 lagging 효과를 감안한다면 1 분기에서는 가격하락 효과가 크게 보이지 않을 것으로 예상함. 석탄화학 역시 TDI를 중심으로 양호한 실적이 예상됨

폴리실리콘 가격의 상승여부가 최대 관건

동사의 주가 모멘텀에 있어서 중요한 사업부는 역시 폴리실리콘임. 최근까지도 폴리실리콘 가격과 동사의 주가 동행성이 높게 나타난다는 것에서도 그 원인을 찾을 수 있음. 태양광 내에서도 폴리실리콘의 시황이 모듈 대비 강세에 진입한 것은 작년부터도 fundamentally 해석되는 부분임(1/15 Energy Snapshot “2018년도 태양광 내 매력은 발전 < 폴리실리콘 > 참고). 다만 \$18/kg 수준의 가격은 \$0.3/watt 수준의 모듈 원가에 약 30% 가량 육박하는 수준임. 과거에도 이 정도 레벨에서는 폴리실리콘의 원가부담이 부각된 바 있음. 수급여건과 과거 고점 대비 상승여력은 잔존하기에 아직 모멘텀은 남아있지만, 지속적으로 체크해야 할 부분임

목표주가 180,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 매수 의견 그대로 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	2,301.5	2,736.7	3,631.6	3,341.3	2,946.6	2,769.1
yoY	%	(4.9)	18.9	32.7	(8.0)	(11.8)	(6.0)
영업이익	십억원	(144.6)	132.5	284.4	363.4	456.7	533.8
yoY	%	적지	흑전	114.7	27.8	25.7	16.9
EBITDA	십억원	219.3	438.4	589.6	655.2	613.3	623.0
세전이익	십억원	(303.1)	(103.5)	279.7	367.7	465.2	526.5
순이익(자배주주)	십억원	100.3	242.1	234.9	270.8	342.5	387.6
영업이익률%	%	(6.3)	4.8	7.8	10.9	15.5	19.3
EBITDA%	%	9.5	16.0	16.2	19.6	20.8	22.5
순이익률	%	4.4	8.8	6.5	8.1	11.6	14.0
EPS	원	4,206	10,151	9,849	11,353	14,361	16,293
PER	배	17.8	7.8	13.8	13.8	10.9	9.7
PBR	배	0.7	0.6	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	17.8	8.3	7.0	6.5	6.2	5.4
ROE	%	3.5	7.9	7.2	7.8	9.0	9.4
순차입금	십억원	2,123	1,749	883	531	55	(363)
부채비율	%	125.1	91.4	77.9	71.9	65.1	59.2

1Q18 preview

(단위 %, 십억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,138.4	699.4	941.9	851.9	817.5	(28.2)	(4.0)	863.3	(5.3)
영업이익	69.4	31.4	78.7	105.0	112.7	62.3	7.4	102.9	9.5
세전이익	54.2	90.5	60.1	74.8	112.7	107.8	50.7	90.7	24.3
지배순이익	34.0	90.0	42.3	68.6	83.0	144.1	20.9	71.0	16.8
영업이익률	6.1	4.5	8.4	12.3	13.8	7.7	1.5	11.9	1.9
세전이익률	4.8	12.9	6.4	8.8	13.8	9.0	5.0	10.5	3.3
지배주주순이익률	3.0	12.9	4.5	8.1	10.2	7.2	2.1	8.2	1.9

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	8.0%	ROE(지배주주지분)	7.2%	7.5%	8.9%	8.7%	7.5%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	8.0%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.20						
1Q19E BPS(지배주주지분)	149,729						
Target Price	180,378						

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	4,206	11,554	14,974	15,845	14,725
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	13,413				
2Q19E EPS	11,554				
2Q20E EPS	14,974				

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	120,720	134,133	147,546	160,960	174,373	187,786	201,199	214,613	228,026	241,439
TP by 2Q19E EPS	103,988	115,542	127,096	138,650	150,205	161,759	173,313	184,867	196,421	207,976
TP by 2Q20E EPS	134,762	149,735	164,709	179,682	194,656	209,629	224,603	239,576	254,550	269,523

자료: OCI, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

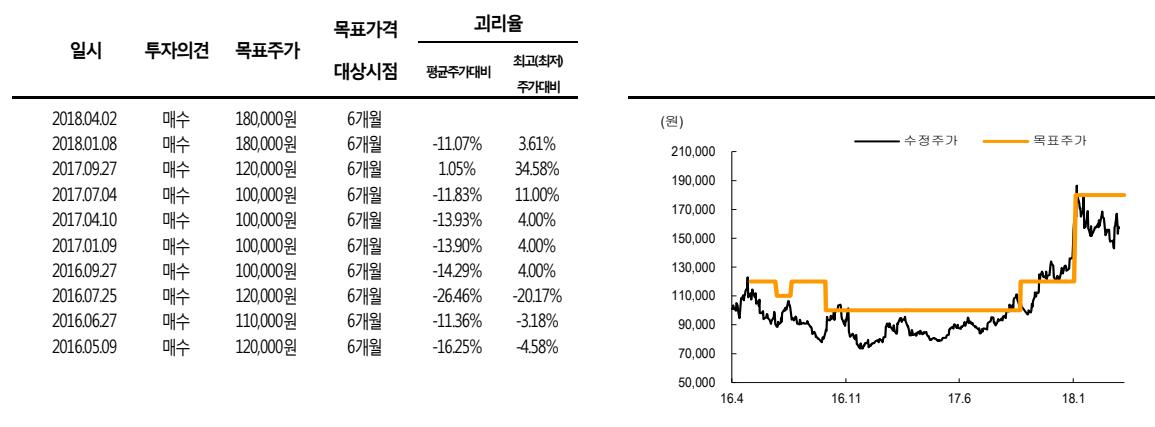
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	3,786.6	3,819.0	3,536.2	3,631.6	3,341.3	2,946.6	-4.1%	-12.5%	-16.7%
YoY %	38.4%	0.9%	-7.4%	32.7%	-8.0%	-11.8%			
영업이익	278.1	317.5	426.2	284.4	363.4	456.7	2.3%	14.5%	7.2%
YoY %	109.9%	14.2%	34.3%	114.7%	27.8%	25.7%			
EBITDA	579.5	609.3	500.6	589.6	655.2	613.3	1.7%	7.5%	22.5%
YoY %	32.2%	5.1%	-17.8%	34.5%	11.1%	-6.4%			
순이익	232.5	253.8	334.5	234.9	270.8	342.5	1.0%	6.7%	2.4%
YoY %	-40%	9.2%	31.8%	-3.0%	15.3%	26.5%			

자료 OCI, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	992.5	969.2	916.7	940.6	817.5	836.4	854.3	833.1	-17.6%	-13.7%	-6.8%	-11.4%
YoY %	-12.8%	38.6%	-2.7%	-6.6%	-28.2%	19.6%	-9.3%	-2.2%				
QoQ %	-14%	-2.3%	-5.4%	2.6%	-4.0%	2.3%	2.1%	-2.5%				
영업이익	108.8	84.8	54.3	69.6	112.7	89.4	91.4	70.0	3.5%	5.4%	68.4%	0.5%
YoY %	56.7%	170.0%	-31.0%	-29.4%	62.3%	184.7%	16.2%	-33.3%				
QoQ %	10.4%	-22.1%	-36.0%	28.3%	7.4%	-20.7%	2.3%	-23.5%				
EBITDA	181.8	157.7	127.2	142.6	185.6	162.3	164.3	142.9	2.1%	2.9%	29.2%	0.2%
YoY %	26.4%	47.0%	-18.9%	-16.9%	29.0%	51.3%	4.8%	-21.3%				
QoQ %	6.0%	-13.2%	-19.3%	12.1%	22%	-12.6%	1.3%	-13.0%				
순이익	87.5	66.3	43.3	56.7	83.0	65.5	68.5	53.8	-5.2%	-1.3%	58.0%	-5.0%
YoY %	157.5%	-26.3%	24%	-14.5%	144.1%	-27.2%	61.8%	-21.6%				
QoQ %	32.1%	-24.3%	-34.6%	30.7%	20.9%	-21.1%	4.6%	-21.4%				

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 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,981	2,098	2,558	2,896	3,240
현금및현금성자산	339	914	1,267	1,742	2,161
매출채권및기타채권	578	532	517	454	420
재고자산	790	358	484	426	395
비유동자산	4,267	3,979	3,788	3,720	3,714
장기금융자산	50	15	15	15	15
유형자산	3,463	3,291	3,099	3,031	3,025
무형자산	34	43	43	43	43
자산총계	6,249	6,078	6,346	6,616	6,953
유동부채	1,438	1,214	1,206	1,162	1,138
단기금융부채	1,051	755	755	755	755
매입채무 및 기타채무	302	379	371	327	303
단기충당부채	0	6	6	6	6
비유동부채	1,546	1,448	1,448	1,448	1,448
장기금융부채	1,204	1,163	1,163	1,163	1,163
장기매입채무 및 기타채무	11	7	7	7	7
장기충당부채	10	9	9	9	9
부채총계	2,984	2,662	2,654	2,610	2,586
지배주주지분	3,196	3,352	3,629	3,943	4,304
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	2,477	2,716	3,030	3,391
비자본주주지분	69	63	63	63	63
자본총계	3,265	3,416	3,692	4,006	4,368
부채와자본총계	6,249	6,078	6,346	6,616	6,953

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	408	480	483	636	571
당기순이익(순실)	219	233	285	361	408
비현금성항목등	239	354	312	177	110
유형자산감가상각비	306	305	292	157	89
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	67	(49)	(21)	(21)	(21)
운전자본감소(증가)	18	(49)	(114)	98	53
매출채권및기타채권의 감소증가)	(23)	50	15	59	32
재고자산감소(증가)	(273)	432	(125)	58	31
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	15	9	(4)	(19)	(10)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	37	(4)	(4)	(4)
투자활동현금흐름	(139)	416	(100)	(88)	(83)
금융자산감소(증가)	(108)	51	0	0	0
유형자산감소(증가)	(441)	334	(100)	(88)	(83)
무형자산감소(증가)	(2)	(5)	0	0	0
기타	412	35	0	0	0
재무활동현금흐름	(404)	(295)	(47)	(47)	(47)
단기금융부채증가(감소)	(510)	(658)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	113	372	0	0	0
자본의증가(감소)	0	447	0	0	0
배당금의 지급	5	10	47	47	47
기타	(5)	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(138)	575	353	476	418
기초현금	477	339	914	1,267	1,742
기말현금	339	914	1,267	1,742	2,161
FCF	(437)	924	358	516	471

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,737	3,632	3,341	2,947	2,769
매출원가	2,397	3,133	2,754	2,292	2,050
매출총이익	340	498	587	654	719
매출총이익률 (%)	12.4	13.7	17.6	22.2	26.0
판매비와관리비	207	214	224	198	186
영업이익	133	284	363	457	534
영업이익률 (%)	4.8	7.8	10.9	15.5	19.3
비영업손익	(236)	(5)	4	8	(7)
순금융비용	45	57	93	97	81
외환관련손익	12	(32)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	3	8	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	(103)	280	368	465	526
세전계속사업이익률 (%)	(3.8)	7.7	11.0	15.8	19.0
계속사업법인세	(218)	36	83	105	118
계속사업이익	114	244	285	361	408
중단사업이익	105	(11)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	219	233	285	361	408
순이익률 (%)	8.0	6.4	8.5	12.2	14.7
지배주주	242	235	271	343	388
지배주주구속 순이익률(%)	8.8	6.5	8.1	11.6	14.0
비자주주	(23)	(2)	14	18	20
총포괄이익	227	161	285	361	408
지배주주	249	166	271	343	388
비자주주	(22)	(6)	14	18	20
EBITDA	438	590	655	613	623

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	18.9	32.7	(8.0)	(11.8)	(6.0)
영업이익	114.7	27.8	25.7	16.9	
세전계속사업이익	31.5	26.5	13.2		
EBITDA	99.9	34.5	11.1	(6.4)	1.6
EPS(계속사업)	141.4	(3.0)	15.3	26.5	13.2
수익성 (%)					
ROE	7.9	7.2	7.8	9.0	9.4
ROA	3.2	3.8	4.6	5.6	6.0
EBITDA/마진	160	162	19.6	20.8	22.5
안정성 (%)					
유동비율	137.8	172.8	212.1	249.2	284.7
부채비율	91.4	77.9	71.9	65.1	59.2
순자기자본/자기자본	53.6	25.9	14.4	14	(8.3)
EBITDA/이자비용(배)	1.0	0.3	0.1	(0.1)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,151	9,849	11,353	14,361	16,253
BPS	125,056	134,266	145,854	159,021	174,180
CFPS	6,689	23,183	24,044	21,405	21,088
주당 현금배당금	400	1,950	1,950	1,950	1,950
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	7.8	13.8	13.8	10.9	9.7
PER(최저)	0.6	1.0	1.1	1.0	0.9
PBR(최고)	11.8	5.9	6.5	7.3	7.4
PBR(최저)	8.3	7.0	6.5	6.2	5.4

SK COMPANY Analysis



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

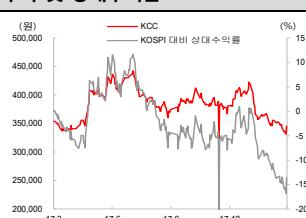
Company Data

자본금	56 십억원
발행주식수	1,056 만주
자사주	72 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,647 십억원
주요주주	
정몽진(외12)	38.77%
국민연금공단	12.05%
외국인지분율	20.60%
배당수익률	2.30%

Stock Data

주가(18/04/01)	345,500 원
KOSPI	2445.85 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	442,500 원
52주 최저가	320,000 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.7%	-5.4%
6개월	-7.7%	-9.7%
12개월	-2.4%	-13.6%

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

자산가치만으로도 설명되는 주가

1Q18 영업이익은 900 억원으로 추정되어 컨센서스와 유사할 것으로 판단함. 입주물량 증대와 지속적인 증설에 따른 건자재의 강세는 여전함. 특히 동사는 보유자산의 가치가 우량하기 때문에 자산가격 risk 가 불거지고 있는 2018년에서는 매력이 부각될 수 있음. 유동자산과 투자유기증권 가치 만으로도 현재 시가총액은 설명될 수 있음

1Q18 영업이익 900 억원(QoQ +65.2% / YoY +26.4%) 추정

3/30 기준 컨센서스 886 억원 대비 +1.6% 상회하는 수치임. 사실상 기대치에 부합할 것으로 판단함. 2018년에도 예정되어 있는 입주물량의 증대와 함께 지속적인 설비증설의 효과로 건자재 부분의 실적강세는 1분기에도 이어질 것으로 판단함. 또한 도료부문에서도 조선산업의 반등추세가 이어진다면 추가적인 개선을 기대할 수 있음

보유자산 가치는 여전히 우량

동사의 특징은 영업가치 이외에 보유자산의 가치가 늘 부각된다는 것임. 특히 2018년 이후 전 세계 자산가격의 risk 가 높아지는 국면에서 이 부분은 더욱 매력이 될 수 있음. 지난 연말 기준 현금성자산 / 투자부동산 / 관계기업 및 공동투자를 합친 유동자산 가치 1.3조원과 투자유기증권 가치 2.6조원(시가대비 discount 20% 적용)만 합하더라도 현재 시가총액 3.6조원은 설명되고도 남음.

목표주가 450,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 매수 의견 그대로 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	3,414.4	3,490.5	3,864.0	4,155.1	4,240.2	4,327.0
yoY	%	0.4	2.2	10.7	7.5	2.0	2.0
영업이익	십억원	309.2	326.6	329.8	371.9	396.5	421.9
yoY	%	13.1	5.6	1.0	12.7	6.6	6.4
EBITDA	십억원	472.8	529.9	551.8	605.7	630.3	655.7
세전이익	십억원	250.7	232.0	93.9	341.0	367.2	394.9
순이익(자배주주)	십억원	183.6	152.3	41.8	267.7	288.3	310.0
영업이익률%	%	9.1	9.4	8.5	8.9	9.3	9.8
EBITDA%	%	13.8	15.2	14.3	14.6	14.9	15.2
순이익률	%	7.3	6.6	2.4	8.2	8.7	9.1
EPS	원	17,388	14,430	3,958	25,357	27,308	29,363
PER	배	24.0	24.9	96.3	13.6	12.7	11.8
PBR	배	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	11.6	9.4	9.2	7.7	7.4	7.0
ROE	%	3.0	2.6	0.7	4.5	4.7	4.9
순차입금	십억원	1,073	1,202	1,045	1,036	1,009	969
부채비율	%	47.7	53.6	62.7	60.9	59.1	57.1

SOTP Valuation		(단위: 십억원)
1. 영업가치		
2018년 EBITDA 추정치	605.7	
target multiple	4.5	
target value	2,725.5	
2. 자산가치		
4Q17 기준 현금 및 현금성자산	380.0	
4Q17 기준 투자부동산	647.9	
4Q17 기준 관계기업/공동투자	256.5	
target value	1,284.5	
3. 투자유가증권		
회사명	보유주식수	종가(3/30)
현대증공업	4,106,330	132,000
현대자동차	713,000	143,500
현대모비스	923	239,500
현대산업개발	1,884,600	38,450
현대종합상사	2,679,576	18,250
코엔텍	1,000,000	5,390
쌍용자동차	1,255	4,965
한라	3,703,703	4,060
동양	744	1,850
남광토건	195	18,450
웅진홀딩스	1,159	2,880
삼성물산 ^주 (舊제일모직)	17,009,518	140,000
한리홀딩스	432,100	49,300
동부건설	1,692	9,520
비상장사(장부가)		47.0
discount		20.0%
target value		2,588.8
4. 총차입금		
		1,868.1
5. Total target value (1+2+3-4)		
target price(원)		449,690

자료: KCC, SK 증권

1Q18 preview

(단위 %, 십억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	843.0	970.3	1,025.1	1,025.7	1,030.9	22.3	0.5	970.0	6.3
영업이익	71.2	92.0	112.1	54.5	90.0	26.4	65.2	88.6	1.6
세전이익	44.7	97.4	100.2	(148.4)	81.9	83.2	(155.2)	86.1	(4.9)
지배순이익	34.0	69.9	71.6	(133.8)	64.3	89.0	(148.1)	65.0	(1.1)
영업이익률	8.4	9.5	10.9	5.3	8.7	0.3	3.4	9.1	(0.4)
세전이익률	5.3	10.0	9.8	(14.5)	7.9	2.6	22.4	8.9	(0.9)
지배주주순이익률	4.0	7.2	7.0	(13.0)	6.2	2.2	19.3	6.7	(0.5)

자료: SK 증권, Fnguide

연간영업이익 추정치 변경내역

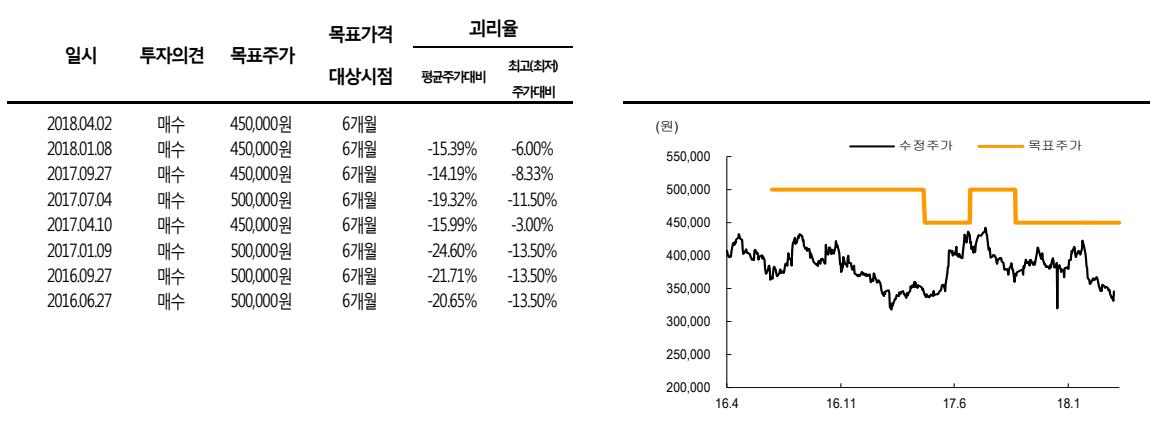
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	3,898.3	4,208.4	4,159.1	3,864.0	4,155.1	4,240.2	-0.9%	-1.3%	2.0%
YoY %	11.7%	8.0%	-1.2%	10.7%	7.5%	20%			
영업이익	339.7	399.1	410.7	329.8	371.9	396.5	-2.9%	-6.8%	-3.5%
YoY %	4.0%	17.5%	2.9%	1.0%	12.7%	6.6%			
EBITDA	562.2	635.4	647.0	551.8	605.7	630.3	-1.9%	-4.7%	-2.6%
YoY %	6.1%	13.0%	1.8%	4.1%	9.8%	4.1%			
순이익	219.2	285.0	296.1	41.8	267.7	288.3	-80.9%	-6.1%	-2.6%
YoY %	43.9%	30.1%	3.9%	-72.6%	540.6%	7.7%			

자료: KCC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	1,056.8	1,053.7	1,050.5	1,047.4	1,030.9	1,036.1	1,041.4	1,046.7	-2.5%	-1.7%	-0.9%	-0.1%
YoY %	25.4%	8.6%	2.5%	-1.2%	22.3%	6.8%	1.6%	2.0%				
QoQ %	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%				
영업이익	97.3	117.1	116.7	68.0	90.0	110.7	111.4	59.8	-7.5%	-5.5%	-4.5%	-12.0%
YoY %	36.7%	27.3%	4.0%	5.7%	26.4%	20.2%	-0.6%	9.8%				
QoQ %	51.3%	20.3%	-0.4%	-41.7%	65.2%	23.0%	0.7%	-46.3%				
EBITDA	156.4	176.2	175.7	127.0	148.5	169.1	169.9	118.2	-5.1%	-4.0%	-3.3%	-6.9%
YoY %	27.7%	21.4%	2.6%	3.0%	21.2%	16.5%	-0.8%	4.7%				
QoQ %	26.8%	12.7%	-0.3%	-27.7%	31.5%	13.9%	0.4%	-30.4%				
순이익	69.0	84.8	84.8	46.5	64.3	81.3	82.2	39.8	-6.8%	-4.1%	-3.0%	-14.3%
YoY %	102.9%	21.2%	18.4%	6.5%	89.0%	16.3%	14.9%	흑전				
QoQ %	58.3%	22.8%	0.0%	-45.2%	흑전	26.4%	1.1%	-51.5%				

자료: KCC, 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 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,289	2,452	2,501	2,562	2,637
현금및현금성자산	588	380	389	416	456
매출채권및기타채권	927	1,036	1,057	1,079	1,102
재고자산	526	549	566	578	590
비유동자산	6,874	7,092	7,243	7,403	7,571
장기금융자산	3,219	3,346	3,346	3,346	3,346
유형자산	2,572	2,766	2,918	3,077	3,245
무형자산	40	30	30	30	30
자산총계	9,162	9,544	9,744	9,965	10,208
유동부채	1,678	2,604	2,615	2,626	2,638
단기금융부채	1,065	1,962	1,962	1,962	1,962
매입채무 및 기타채무	510	551	562	574	585
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,518	1,074	1,074	1,074	1,074
장기금융부채	943	479	479	479	479
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	13	13	13	13	13
부채총계	3,195	3,678	3,689	3,700	3,712
자본주주지분	5,956	5,855	6,044	6,254	6,485
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	5,557	5,746	5,956	6,187
비자본주주지분	11	11	11	11	11
자본총계	5,967	5,866	6,055	6,265	6,496
부채와자본총계	9,162	9,544	9,744	9,965	10,208

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,490	3,864	4,155	4,240	4,327
매출원가	2,561	2,939	3,083	3,129	3,176
매출총이익	929	925	1,072	1,111	1,151
매출총이익률 (%)	26.6	23.9	25.8	26.2	26.6
판매비와관리비	603	595	700	715	729
영업이익	327	330	372	396	422
영업이익률 (%)	9.4	8.5	8.9	9.3	9.8
비영업손익	(95)	(236)	(31)	(29)	(27)
순금융비용	49	228	17	18	19
외환관련손익	(0)	(4)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(56)	(51)	18	19	20
세전계속사업이익	232	94	341	367	395
세전계속사업이익률 (%)	6.6	2.4	8.2	8.7	9.1
계속사업법인세	79	52	73	79	85
계속사업이익	153	42	268	288	310
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	153	42	268	288	310
순이익률 (%)	4.4	1.1	6.4	6.8	7.2
지배주주	152	42	268	288	310
지배주주구속 순이익률(%)	4.4	1.1	6.4	6.8	7.2
비지배주주	1	1	0	0	0
총포괄이익	189	(3)	268	288	310
지배주주	189	(4)	268	288	310
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	530	552	606	630	656

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	431	333	452	478	499
당기순이익(순실)	153	42	268	288	310
비현금성항목등	426	515	216	216	216
유형자산감가상각비	203	222	234	234	234
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(223)	(293)	17	17	17
운전자본감소(증가)	(47)	(144)	(32)	(27)	(27)
매출채권및기타채권의 감소증가)	(33)	(120)	(21)	(22)	(22)
재고자산감소증가)	1	(24)	(17)	(12)	(12)
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	35	45	6	6	7
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	79	52	(59)	(59)	(59)
투자활동현금흐름	(498)	(659)	(386)	(393)	(402)
금융자산증가(증가)	(105)	(269)	0	0	0
유형자산증가(증가)	(289)	(417)	(386)	(393)	(402)
무형자산증가(증가)	(1)	(1)	0	0	0
기타	(103)	29	0	0	0
재무활동현금흐름	202	142	(79)	(79)	(79)
단기금융부채증가(감소)	143	187	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	197	100	0	0	0
자본의증가(감소)	1	5	0	0	0
배당금의 지급	89	89	79	79	79
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	144	(208)	8	27	40
기초현금	445	588	380	389	416
기말현금	588	380	389	416	456
FCF	328	242	111	129	140

자료 : KCC, SK증권 추정

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	22	10.7	7.5	2.0	2.0
영업이익	5.6	1.0	12.7	6.6	6.4
세전계속사업이익	(7.5)	(59.5)	263.3	7.7	7.5
EBITDA	12.1	4.1	9.8	4.1	4.0
EPS(계속사업)	(17.0)	(72.6)	540.6	7.7	7.5
수익성 (%)					
ROE	2.6	0.7	4.5	4.7	4.9
ROA	1.7	0.5	2.8	2.9	3.1
EBITDA/마진	15.2	14.3	14.6	14.9	15.2
안정성 (%)					
유동비율	136.4	94.2	95.6	97.6	100.0
부채비율	53.6	62.7	60.9	59.1	57.1
순자기자본/자기자본	20.1	17.8	17.1	16.1	14.9
EBITDA/이자비용(배)	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	14430	3,958	25,357	27,308	29,363
BPS	611,189	604,133	622,038	641,894	663,805
CFPS	39,656	35,102	49,800	51,629	53,521
주당 현금배당금	9,000	8,000	8,000	8,000	8,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.9	96.3	13.6	12.7	11.8
PER(최저)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR(최고)	9.1	10.9	6.9	6.7	6.5
PBR(최저)	9.4	9.2	7.7	7.4	7.0

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	1,436 십억원
주요주주	

외국인지분률	11.00%
배당수익률	2.40%

Stock Data

주가(18/04/01)	38,250 원
KOSPI	2445.85 pt
52주 Beta	1.27
52주 최고가	49,000 원
52주 최저가	28,400 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.6%	-33%
6개월	-7.3%	-9.2%
12개월	25.0%	10.6%

SKC (011790/KS | 매수(유지) | T.P 50,000 원(하향))

단기 이익보다는 반도체 소재의 증설효과 기대

1Q18 영업이익은 416 억원으로 추정되어 컨센서스와 크게 다르지 않을 것으로 판단함. 화학(PO)의 강세가 있었지만 Industry 소재(필름)가 원재료 가격 상승 대비 제품가격 약세로 여전히 실적부진이 있었을 것으로 판단함. 동사 주가에 있어서 가장 중요한 것은 역시 실적보다는 반도체 소재 사업부의 성장성임. 지난 해 이익성장을 보였고 올 해는 대규모 증설도 예정되어 있기 때문에, 중장기적인 관점에서의 매력도는 여전히 높다고 판단함

1Q18 영업이익 416 억원(QoQ -8.6% / YoY +10.1%) 추정

3/30 기준 컨센서스 447 억원 대비 -6.8% 하회하는 수치임. 기대치와 크게 다르지 않은 수준으로 판단함. 전분기대비 실적 약세의 가장 큰 원인은 필름(Industry 소재)의 지속적인 약세에서 일단 찾을 수 있음. 중국 춘절 re-stocking 모멘텀으로 원재료 MEG(4Q \$908/t → 1Q \$979.8/t)와 PTA(\$695.8/t → \$770.9/t)는 상승한 반면 PEP 필름 가격은 오히려 소폭하락(4Q \$4,812/t → 1Q \$4,755/t)하였음. 즉 spread 악화 불가피함. PO 가 가격강세(4Q \$1,757.8/t → 1Q \$1,927.4/t)를 보여준 것이 그나마 이를 상쇄시켜주었을 것으로 판단함

반도체 소재의 성장성이 여전히 최대 관건

지난 해 이후 동사의 주가에서 가장 중요한 부분은 반도체소재, 즉 신성장사업 분야임. 이미 영업이익 측면에서 반도체 소재(2016년 169 억원 → 2017년 191 억원)는 성장세를 보였음. 특히 올 해는 상반기 중 세라믹 소재와 마스크팩(BHC 소재)의 신증설 완공, 하반기 중 중국 반도체소재 생산공장 완공이 예정되어 있기에, 그에 따른 추가적인 모멘텀을 기대할 수 있음. 실적보다는 이와 같은 성장성에 계속해서 키를 맞춰야 함

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

필름시황 약세 지속에 따른 이익추정치의 하향 분을 반영하여 목표주가 역시 소폭 하향 조정함. 그럼에도 여전히 현재 주가 대비 상승여력은 30% 가량 존재함. 이익모멘텀이 부담이 될 수 있지만 중장기적인 성장매력의 가치는 여전히 높음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	2,465.7	2,359.4	2,653.5	2,718.0	2,477.5	2,413.7
yoY	%	(12.0)	(4.3)	12.5	2.4	(8.8)	(2.6)
영업이익	십억원	217.9	149.3	175.7	185.7	200.1	198.6
yoY	%	43.0	(31.5)	17.7	5.7	7.8	(0.7)
EBITDA	십억원	360.7	274.1	298.1	314.4	328.9	327.4
세전이익	십억원	415.5	119.6	180.7	182.8	200.0	204.7
순이익(지배주주)	십억원	272.2	42.8	110.0	127.5	139.5	142.8
영업이익률%	%	8.8	6.3	6.6	6.8	8.1	8.2
EBITDA%	%	14.6	11.6	11.2	11.6	13.3	13.6
순이익률%	%	16.9	5.1	6.8	6.7	8.1	8.5
EPS	원	7,397	1,142	2,931	3,396	3,716	3,805
PER	배	4.6	28.9	16.0	11.3	10.3	10.1
PBR	배	0.9	0.9	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	7.1	8.6	9.0	4.6	4.4	4.4
ROE	%	20.5	3.0	7.7	8.4	8.6	8.1
순차입금	십억원	1,301	1,125	921	766	611	445
부채비율	%	137.0	131.6	130.1	118.9	110.4	102.5

1Q18 preview

	(단위 %, 십억원)								
	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	587.0	615.2	740.8	710.6	711.0	21.1	0.1	663.8	7.1
영업이익	37.8	44.2	48.2	45.5	41.6	10.1	(8.6)	44.7	(6.9)
세전이익	36.8	67.1	64.1	12.7	39.3	6.7	210.5	50.1	(21.5)
지배순이익	22.1	52.3	35.2	0.4	27.4	24.3	6,198.3	34.0	(19.2)
영업이익률	6.4	7.2	6.5	6.4	5.9	(0.6)	(0.6)	6.7	(0.9)
세전이익률	6.3	10.9	8.6	1.8	5.5	(0.7)	3.7	7.5	(2.0)
지배주주순이익률	3.8	8.5	4.8	0.1	3.9	0.1	3.8	5.1	(1.3)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	8.2%	ROE(지배주주지분)	7.7%	8.4%	8.3%	7.6%	7.0%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	8.2%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.24						
1Q19E EPS(지배주주지분)	40,440						
Target Price	50,280						

자료: SKC, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	7,397	3,558	3,773	3,740	3,641
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,645				
2Q19E EPS	3,558				
2Q20E EPS	3,773				
Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0
TP by weighted EPS	36,455	38,277	40,100	41,923	43,746
TP by 2Q19E EPS	35,575	37,354	39,133	40,912	42,690
TP by 2Q20E EPS	37,731	39,618	41,504	43,391	45,277
Multiple	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	45,568	47,391	49,214	51,037	52,859
TP by 2Q19E EPS	44,469	46,248	48,027	49,805	51,584
TP by 2Q20E EPS	47,164	49,050	50,937	52,823	54,710

자료: SKC, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

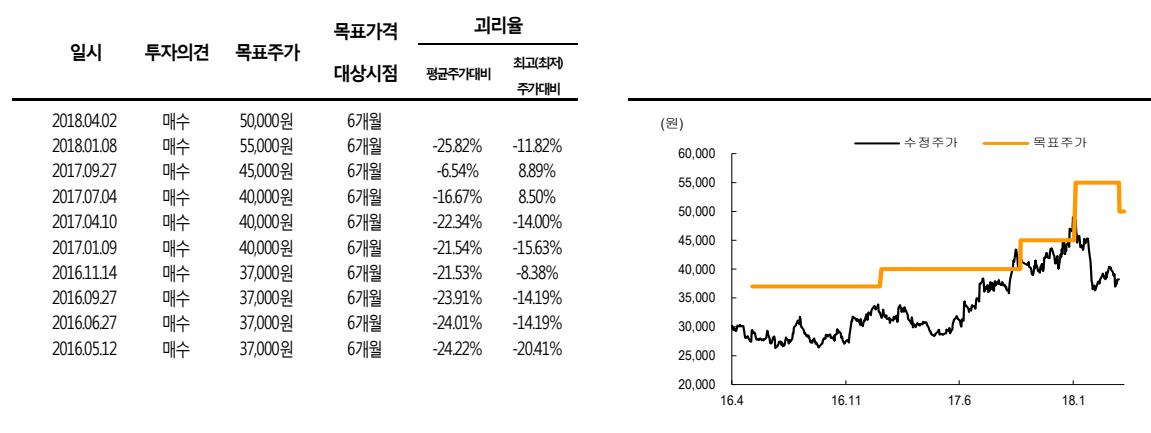
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	2,695.0	3,004.4	2,863.6	2,653.5	2,718.0	2,477.5	-1.5%	-9.5%	-13.5%
YoY %	14.2	11.5	(4.7)	12.5	2.4	(8.8)			
영업이익	177.1	210.0	191.3	175.7	185.7	200.1	-0.8%	-11.6%	4.6%
YoY %	18.6	18.6	(8.9)	17.7	5.7	7.8			
EBITDA	300.1	340.8	322.1	298.1	314.4	328.9	-0.6%	-7.7%	2.1%
YoY %	9.5	13.6	(5.5)	8.8	5.5	4.6			
순이익	142.1	149.2	136.4	110.0	127.5	139.5	-22.6%	-14.6%	2.2%
YoY %	231.6	5.0	(8.6)	156.8	15.9	9.4			

자료 SKC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	772.7	770.9	739.0	721.8	711.0	700.5	672.0	634.5	-8.0%	-9.1%	-9.1%	-12.1%
YoY %	31.6	25.3	(0.2)	(4.0)	21.1	13.9	(9.3)	(10.7)				
QoQ %	2.7	(0.2)	(4.1)	(2.3)	0.1	(1.5)	(4.1)	(5.6)				
영업이익	58.0	55.9	49.2	46.9	41.6	54.8	46.7	42.5	-28.3%	-1.9%	-5.1%	-9.4%
YoY %	53.5	26.3	22	(0.1)	101	24.0	(3.0)	(6.6)				
QoQ %	23.7	(3.7)	(11.9)	(4.8)	(8.6)	31.8	(14.8)	(9.1)				
EBITDA	90.7	88.6	81.9	79.6	73.8	87.0	78.9	74.7	-18.7%	-1.7%	-3.7%	-6.1%
YoY %	36.3	21.3	1.3	(0.0)	10.9	19.2	(2.4)	(3.9)				
QoQ %	13.9	(2.3)	(7.5)	(2.9)	(5.0)	18.0	(9.3)	(5.4)				
순이익	40.9	39.7	35.1	33.5	27.4	38.1	32.5	29.5	-32.9%	-4.0%	-7.6%	-12.1%
YoY %	85.3	(24.2)	(0.2)	3.3	24.3	(27.2)	(7.7)	6,670.8				
QoQ %	25.9	(29)	(11.5)	(4.6)	6,198.3	39.0	(14.8)	(9.2)				

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 4 월 2 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 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	801	897	987	1,122	1,260
현금및현금성자산	105	176	331	486	652
매출채권및기타채권	376	367	327	316	302
재고자산	253	299	281	272	260
비유동자산	2,727	2,770	2,759	2,737	2,712
장기금융자산	20	7	7	7	7
유형자산	1,866	1,903	1,892	1,870	1,845
무형자산	146	209	209	209	209
자산총계	3,529	3,667	3,746	3,859	3,972
유동부채	863	1,201	1,161	1,152	1,137
단기금융부채	424	741	741	741	741
매입채무 및 기타채무	365	367	328	318	304
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	1,142	873	873	873	873
장기금융부채	925	676	676	676	676
장기매입채무 및 기타채무	22	7	7	7	7
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,005	2,074	2,034	2,024	2,010
자본주주지분	1,406	1,450	1,568	1,691	1,818
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	1,349	1,472	1,599
비자본주주지분	118	144	144	144	144
자본총계	1,524	1,594	1,712	1,835	1,961
부채와자본총계	3,529	3,667	3,746	3,859	3,972

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	249	209	322	317	326
당기순이익(순실)	29	136	142	155	159
비현금성항목등	252	171	151	151	151
유형자산감가상각비	125	122	129	129	129
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(128)	(49)	(22)	(22)	(22)
운전자본감소(증가)	75	(14)	29	11	16
매출채권및기타채권의 감소증가)	(15)	30	40	10	14
재고자산감소(증가)	30	(46)	19	9	12
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	41	(4)	(29)	(7)	(11)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	71	44	(2)	(2)	(2)
투자활동현금흐름	(4)	(176)	(117)	(107)	(104)
금융자산감소(증가)	8	15	0	0	0
유형자산감소(증가)	(77)	(111)	(117)	(107)	(104)
무형자산감소(증가)	(5)	(19)	0	0	0
기타	70	(61)	0	0	0
재무활동현금흐름	(182)	38	(32)	(32)	(32)
단기금융부채증가(감소)	(397)	(168)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	267	253	0	0	0
자본의증가(감소)	(38)	(9)	0	0	0
배당금의 지급	30	30	32	32	32
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	66	71	155	155	166
기초현금	39	105	176	331	486
기말현금	105	176	331	486	652
FCF	139	325	181	187	193

자료 : SKC, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,359	2,654	2,718	2,478	2,414
매출원가	1,949	2,227	2,284	2,051	1,995
매출총이익	410	426	434	426	419
매출총이익률 (%)	17.4	16.1	16.0	17.2	17.4
판매비와관리비	261	250	248	226	220
영업이익	149	176	186	200	199
영업이익률 (%)	6.3	6.6	6.8	8.1	8.2
비영업손익	(30)	5	(3)	(0)	6
순금융비용	8	11	16	18	24
외환관련손익	(6)	(2)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	27	93	31	33	33
세전계속사업이익	120	181	183	200	205
세전계속사업이익률 (%)	5.1	6.8	6.7	8.1	8.5
계속사업법인세	58	44	41	45	46
계속사업이익	61	136	142	155	159
중단사업이익	(32)	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	29	136	142	155	159
순이익률 (%)	12	5.1	5.2	6.3	6.6
지배주주	43	110	127	139	143
지배주주구속 순이익률 (%)	18	41	47	56	59
비지배주주	(14)	26	14	15	16
총포괄이익	45	114	142	155	159
지배주주	59	90	127	139	143
비지배주주	(15)	25	14	15	16
EBITDA	274	298	314	329	327

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(4.3)	12.5	24	(8.8)	(2.6)
영업이익	(31.5)	17.7	5.7	7.8	(0.7)
세전계속사업이익	(71.2)	51.0	1.1	9.4	2.4
EBITDA	(24.0)	8.8	5.5	4.6	(0.4)
EPS(계속사업)	(84.6)	156.8	15.9	9.4	24
수익성 (%)					
ROE	30	7.7	8.4	8.6	8.1
ROA	0.8	3.8	3.8	4.1	4.1
EBITDA/마진	11.6	11.2	11.6	13.3	13.6
안정성 (%)					
유동비율	92.9	74.7	85.0	97.5	110.8
부채비율	131.6	130.1	118.9	110.4	102.5
순자금/자기자본	73.8	57.8	44.8	33.3	22.7
EBITDA/이자비용(배)	(0.5)	0.2	0.1	0.1	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,142	2,931	3,396	3,716	3,805
BPS	37,063	36,307	39,449	42,728	46,105
CFPS	5,358	6,794	7,264	7,562	7,532
주당 현금배당금	751	901	901	901	901
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	28.9	16.0	11.3	10.3	10.1
PER(최저)	0.9	1.3	1.0	0.9	0.8
PBR(최고)	6.2	6.9	5.3	5.1	5.1
PBR(최저)	8.6	9.0	4.6	4.4	4.4

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	19,510 십억원
주요주주	
SK(주)(외2)	33.41%
국민연금공단	9.99%
외국인지분율	42.00%
배당수익률	3.00%

Stock Data

주가(18/04/01)	211,000 원
KOSPI	2445.85 pt
52주 Beta	0.74
52주 최고가	217,500 원
52주 최저가	156,500 원
60일 평균 거래대금	49 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.7%	1.9%
6개월	6.0%	3.8%
12개월	28.3%	13.5%

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

2년 연속 OP 3.2 조원이 2018년에도 이어질 수 있을까?

1Q18 영업이익은 7,881 억원으로 추정되어 컨센서스를 -9.1% 하회할 것으로 판단함. 유가약세와 환율강세가 동시에 나타나면서 정유사업부 실적이 부진할 것으로 추정함. 지난 2년 간 동사는 연달아 3.2 조원이 넘는 사상 최대 실적 rally를 보여줬음. 다만 유가의 추가상승여력이 제한되고, 수급여건 역시 더 좋아질 가능성은 높지 않기 때문에, 현 시점에서 높은 수준의 이익은 이어갈 수 있지만 추가이익 모멘텀을 낼 수 있을지는 의문임

1Q18 영업이익 7,881 억원(QoQ -6.8% / YoY -21.5%) 추정

3/30 기준 컨센서스 8,670 억원 대비 -9.1% 하회하는 수치임. 이익이 약세 국면에 진입한 원인은 유가와 환율에서 찾을 수 있음. 전분기 말 \$65/bbl에 육박하던 Dubai 유는 3 월 초까지 \$60/bbl 수준까지 하락했음. 또한 환율도 강세(4Q 1,110.7 원 → 1Q 1,073.9 원) 국면이었음. 그에 의해서 환율을 감안한 1M lagging margin은 3Q 1.3 만 원/bbl → 4Q 1.2 만원/bbl → 1Q 0.9 만원/bbl로 하락하였음. 정유사업부 실적부진 불가피함. 화학과 윤활유는 견조한 추세가 이어진 것으로 판단함

더 좋아질 수 있겠느냐가 관건임

지난 2년 간 사상 최대 국면의 shortage를 경험함과 동시에 유가까지 반등해주면서 동사의 영업이익은 연이어 3.2 조원을 넘기는 사상 최대 실적 rally를 지속하였음. 다만 올 해에도 그 추세가 이어질 수 있을지는 의문임. 유가는 아랍코 IPO 이전 사우디의 “Mr. Everything” Mohammed Bin Salman의 지지로 올 해 강세 영역이 머물 것으로 여전히 판단하고 있음(1/29 “The Big One: 아랍코 상장, 유동성 충격, 그리고 스마트시티에 대한 고찰” 참고). 하지만 high cost 유전들의 재투자가 가능해지는 \$70~80/bbl 까지 추가상승하기에도 어려움이 있음. 정유수급도 추가개선까지는 기대하기 어렵기에 높은 이익 수준은 유지할 수 있지만, 상승의 모멘텀을 계속해서 이어갈 수 있을지는 의문임

목표주가 230,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익 추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	48,356.3	39,520.5	46,260.9	54,144.4	44,085.2	42,009.9
yoY	%	(26.6)	(18.3)	17.1	17.0	(18.6)	(4.7)
영업이익	십억원	1,979.6	3,228.3	3,234.4	2,385.2	2,216.9	2,330.2
yoY	%	흑전	63.1	0.2	(26.3)	(7.1)	5.1
EBITDA	십억원	2,931.1	4,142.7	4,134.4	3,299.0	3,130.6	3,243.9
세전이익	십억원	1,654.1	2,423.4	3,234.8	2,192.3	1,939.6	1,985.8
순이익(지배주주)	십억원	814.9	1,671.3	2,103.8	1,713.7	1,516.2	1,552.3
영업이익률%	%	4.1	8.2	7.0	4.4	5.0	5.5
EBITDA%	%	6.1	10.5	8.9	6.1	7.1	7.7
순이익률	%	3.4	6.1	7.0	4.0	4.4	4.7
EPS	원	8,748	17,988	22,643	18,533	16,397	16,788
PER	배	14.9	8.1	9.0	11.4	12.9	12.6
PBR	배	0.8	0.8	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	4.8	3.1	4.7	6.0	6.3	6.1
ROE	%	5.3	10.1	12.0	9.2	7.8	7.6
순차입금	십억원	1,988	(625)	193	(593)	(1,835)	(2,961)
부채비율	%	84.0	78.0	77.3	72.4	67.0	62.7

1Q18 preview

	(단위 %, 십억원)								
	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	11,387.1	10,561.1	11,758.9	12,553.9	13,956.0	22.6	11.2	12,950.3	7.8
영업이익	1,004.3	421.2	963.6	845.3	788.1	(21.5)	(6.8)	867.0	(9.1)
세전이익	1,163.0	433.2	977.1	661.4	727.3	(37.5)	10.0	896.4	(18.9)
지배순이익	847.0	278.4	682.8	295.5	568.5	(32.9)	92.4	661.4	(14.0)
영업이익률	8.8	4.0	8.2	6.7	5.6	(3.2)	(1.1)	6.7	(1.0)
세전이익률	10.2	4.1	8.3	5.3	5.2	(5.0)	(0.1)	6.9	(1.7)
지배주주순이익률	7.4	2.6	5.8	2.4	4.1	(3.4)	1.7	5.1	(1.0)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	7.7%	ROE(지배주주지분)	12.0%	7.6%	8.2%	7.4%	6.8%
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	1.14						
1Q19E BPS(지배주주지분)	198,473						
Target Price	226,184						

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	8,748	15,742	17,777	16,775	16,061
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	16,387				
2Q19E EPS	15,742				
2Q20E EPS	17,777				

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	163,875	172,069	180,262	188,456	196,650	204,844	213,037	221,231	229,425	237,618
TP by 2Q19E EPS	157,421	165,292	173,163	181,034	188,905	196,776	204,647	212,518	220,389	228,260
TP by 2Q20E EPS	177,772	186,660	195,549	204,437	213,326	222,214	231,103	239,992	248,880	257,769

자료: SK 이노베이션, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

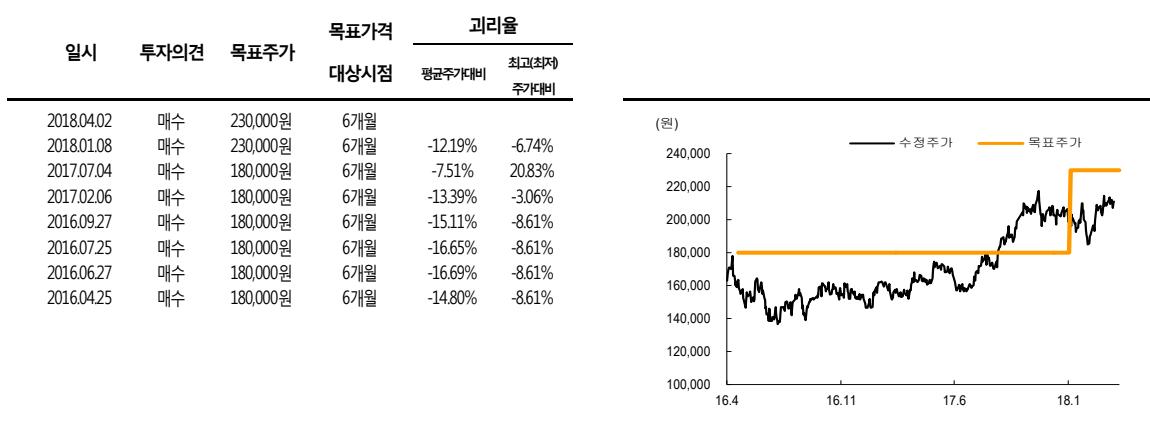
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	46,878.7	49,912.8	47,716.3	46,260.9	54,144.4	44,085.2	-1.3%	8.5%	-7.6%
YoY %	18.6%	6.5%	-4.4%	17.1%	17.0%	-18.6%			
영업이익	3,229.4	2,280.8	2,017.1	3,234.4	2,385.2	2,216.9	0.2%	4.6%	9.9%
YoY %	0.0%	-29.4%	-11.6%	0.2%	-26.3%	-7.1%			
EBITDA	4,139.4	3,234.6	2,971.0	4,134.4	3,299.0	3,130.6	-0.1%	2.0%	5.4%
YoY %	-0.1%	-21.9%	-8.2%	-0.2%	-20.2%	-5.1%			
순이익	2,502.0	1,746.1	1,589.4	2,103.8	1,713.7	1,516.2	-15.9%	-1.9%	-4.6%
YoY %	49.7%	-30.2%	-9.0%	25.9%	-18.5%	-11.5%			

자료 SK 이노베이션, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	13,286.3	12,743.5	12,003.9	11,879.1	13,956.0	14,273.5	13,828.5	12,086.4	5.0%	12.0%	15.2%	1.7%
YoY %	16.7%	20.7%	21%	-9.8%	22.6%	35.2%	17.6%	-3.7%				
QoQ %	0.9%	-4.1%	-5.8%	-1.0%	11.2%	2.3%	-3.1%	-12.6%				
영업이익	691.8	700.7	416.9	471.4	788.1	739.7	607.6	249.8	13.9%	5.6%	45.7%	-47.0%
YoY %	-31.1%	66.4%	-56.7%	-43.9%	-21.5%	75.6%	-36.9%	-70.5%				
QoQ %	-17.7%	1.3%	-40.5%	13.1%	-6.8%	-6.1%	-17.9%	-58.9%				
EBITDA	930.3	939.2	655.4	709.9	1,016.6	968.2	836.0	478.2	9.3%	3.1%	27.6%	-32.6%
YoY %	-23.5%	46.0%	-45.5%	-34.2%	-16.4%	50.5%	-30.5%	-55.5%				
QoQ %	-13.8%	1.0%	-30.2%	8.3%	-5.3%	-4.8%	-13.7%	-42.8%				
순이익	528.7	545.5	313.0	358.9	568.5	538.5	451.5	155.1	7.5%	-1.3%	44.3%	-56.8%
YoY %	-37.6%	95.9%	-54.2%	-48.3%	-32.9%	93.4%	-33.9%	-47.5%				
QoQ %	-23.8%	3.2%	-42.6%	14.7%	92.4%	-5.3%	-16.2%	-65.6%				

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 4 월 2 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 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,988	16,219	16,596	16,612	16,894
현금및현금성자산	2,644	2,004	2,789	4,032	5,158
매출채권및기타채권	4,272	5,297	5,089	4,527	4,141
재고자산	4,445	5,979	5,799	5,194	4,779
비유동자산	17,594	18,024	18,464	18,653	18,789
장기금융자산	389	389	389	389	389
유형자산	13,603	13,587	14,027	14,215	14,352
무형자산	1,272	1,521	1,521	1,521	1,521
자산총계	32,581	34,244	35,060	35,264	35,684
유동부채	8,737	9,955	9,742	9,169	8,775
단기금융부채	1,808	1,606	1,606	1,606	1,606
매입채무 및 기타채무	4,549	5,712	5,499	4,926	4,532
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	5,540	4,979	4,979	4,979	4,979
장기금융부채	4,871	4,064	4,064	4,064	4,064
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	72	114	114	114	114
부채총계	14,276	14,934	14,722	14,148	13,754
지배주주지분	17,103	18,086	19,115	19,892	20,706
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,766	5,766	5,766	5,766
기타자본구성요소	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
자기주식	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	10,671	12,042	13,017	13,794	14,607
비자본주주지분	1,202	1,224	1,224	1,224	1,224
자본총계	18,305	19,309	20,339	21,116	21,929
부채와자본총계	32,581	34,244	35,060	35,264	35,684

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,678	2,180	4,333	4,549	4,401
당기순이익(순실)	1,721	2,145	1,721	1,523	1,559
비현금성항목등	2,354	1,992	2,438	2,438	2,438
유형자산감가상각비	914	900	914	914	914
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,440)	(1,092)	(1,524)	(1,524)	(1,524)
운전자본감소(증가)	268	(1,214)	174	588	404
매출채권및기타채권의 감소증가)	(460)	(876)	190	512	352
재고자산감소증가)	(885)	(1,533)	180	604	415
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	1,453	1,058	(196)	(528)	(363)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	702	1,076	1,464	1,464	1,464
투자활동현금흐름	(2,056)	(1,066)	(1,354)	(1,102)	(1,050)
금융자산감소(증가)	(1,415)	755	0	0	0
유형자산감소(증가)	(567)	(864)	(1,354)	(1,102)	(1,050)
무형자산감소(증가)	(55)	(70)	0	0	0
기타	(20)	(888)	0	0	0
재무활동현금흐름	(2,019)	(1,671)	(746)	(746)	(746)
단기금융부채증가(감소)	(368)	223	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(1,201)	(1,134)	0	0	0
자본의증가(감소)	40	75	0	0	0
배당금의 지급	451	757	746	746	746
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(375)	(640)	786	1,242	1,126
기초현금	3,020	2,644	2,004	2,789	4,032
기말현금	2,644	2,004	2,789	4,032	5,158
FCF	2,940	481	1,629	2,205	2,142

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	39,521	46,261	54,144	44,085	42,010
매출원가	34,562	40,905	48,456	39,179	37,117
매출총이익	4,959	5,356	5,688	4,906	4,893
매출총이익률 (%)	12.5	11.6	10.5	11.1	11.6
판매비와관리비	1,730	2,121	3,303	2,690	2,563
영업이익	3,228	3,234	2,385	2,217	2,330
영업이익률 (%)	8.2	7.0	4.4	5.0	5.5
비영업손익	(805)	0	(193)	(277)	(344)
순금융비용	486	671	543	476	397
외환관련손익	(38)	101	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(124)	311	330	313	324
세전계속사업이익	2,423	3,235	2,192	1,940	1,986
세전계속사업이익률 (%)	6.1	7.0	4.0	4.4	4.7
계속사업법인세	702	1,079	471	417	427
계속사업이익	1,721	2,156	1,721	1,523	1,559
중단사업이익	0	(11)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,721	2,145	1,721	1,523	1,559
순이익률 (%)	4.4	4.6	3.2	3.5	3.7
지배주주	1,671	2,104	1,714	1,516	1,552
지배주주구속 순이익률(%)	42	45	32	34	37
비지배주주	50	41	7	6	7
총포괄이익	1,711	1,878	1,721	1,523	1,559
지배주주	1,661	1,847	1,714	1,516	1,552
비지배주주	50	31	7	6	7
EBITDA	4,143	4,134	3,299	3,131	3,244

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(18.3)	17.1	17.0	(18.6)	(4.7)
영업이익	63.1	0.2	(26.3)	(7.1)	5.1
세전계속사업이익	46.5	33.5	(32.2)	(11.5)	2.4
EBITDA	41.3	(0.2)	(20.2)	(5.1)	3.6
EPS(계속사업)	105.6	25.9	(18.2)	(11.5)	24
수익성 (%)					
ROE	10.1	12.0	9.2	7.8	7.6
ROA	5.4	6.4	5.0	4.3	4.4
EBITDA마진	10.5	8.9	6.1	7.1	7.7
안정성 (%)					
유동비율	171.6	162.9	170.4	181.2	192.5
부채비율	78.0	77.3	72.4	67.0	62.7
순자본/자기자본	(3.4)	1.0	(2.9)	(8.7)	(13.5)
EBITDA/이자비용(배)	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	17,988	22,643	18,533	16,397	16,788
BPS	173,705	184,160	195,146	203,437	212,116
CFPS	34,227	32,604	29,730	28,320	29,269
주당 현금배당금	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.1	9.0	11.4	12.9	12.6
PER(최저)	0.8	1.1	1.1	1.0	1.0
PBR(최고)	43	63	7.1	7.5	7.2
PBR(최저)	31	4.7	6.0	6.3	6.1

SK COMPANY Analysis



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

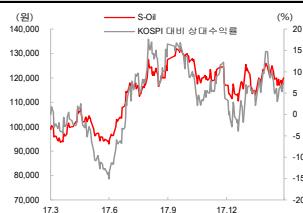
Company Data

자본금	292 십억원
발행주식수	11,660 만주
자사주	18 만주
액면가	2,500 원
시가총액	13,510 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company,B.V(A.O.C.B.V) (오[10])	63.45%
국민연금공단	6.06%
외국인지분률	77.20%
배당수익률	3.90%

Stock Data

주가(18/04/01)	120,000 원
KOSPI	2445.85 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	132,000 원
52주 최저가	92,900 원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.8%	-3.6%
6개월	-5.9%	-7.9%
12개월	21.3%	7.4%

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

지난 2년 연속 실적 강세가 2018년에도 이어질 수 있을까?

1Q18 영업이익은 3,596 억원으로 추정되어 컨센서스를 -18.3% 하회할 것으로 판단함. 유가약세와 환율강세가 동시에 나타나면서 정유사업부 실적이 부진할 것으로 추정함. 지난 2년 간 동사는 사상 최대 실적 rally를 보여줬음. 다만 유가의 추가상승여력이 제한되고, 수급여건 역시 더 좋아질 가능성은 높지 않기 때문에, 현 시점에서 높은 수준의 이익은 이어갈 수 있지만 추가이익 모멘텀을 낼 수 있을 지는 의문임

1Q18 영업이익 3,596 억원(QoQ -2.6% / YoY +7.8%) 추정

3/30 기준 컨센서스 4,399 억원 대비 -18.3% 하회하는 수치임. 이익이 약세 국면에 진입한 원인은 유가와 환율에서 찾을 수 있음. 전분기 말 \$65/bbl에 육박하던 Dubai 유는 3 월 초까지 \$60/bbl 수준까지 하락했음. 또한 환율도 강세(4Q 1,110.7 원 → 1Q 1,073.9 원) 국면이었음. 그에 의해서 환율을 감안한 1M lagging margin은 3Q 1.3 만 원/bbl → 4Q 1.2 만원/bbl → 1Q 0.9 만원/bbl로 하락하였음. 정유사업부 실적부진 불가피함. 화학과 윤활유는 견조한 추세가 이어진 것으로 판단함

더 좋아질 수 있겠느냐가 관건임

지난 2년 간 사상 최대 국면의 shortage를 경험함과 동시에 유가까지 반등해주면서 동사의 영업이익은 사상 최대 실적 rally를 지속하였음. 다만 올 해에도 그 추세가 이어질 수 있을지는 의문임. 유가는 아랍코IPO 이전 사우디의 “Mr. Everything” Mohammed Bin Salman 의 지지로 올 해 강세 영역이 머물 것으로 여전히 판단하고 있음(1/29 “The Big One: 아랍코 상장, 유동성 충격, 그리고 스마트시티에 대한 고찰” 참고). 하지만 high cost 유전들의 재투자가 가능해지는 \$70~80/bbl 까지 추가상승하기에도 어려움이 있음. 정유수급도 추가개선까지는 기대하기 어렵기에 높은 이익 수준은 유지할 수 있지만, 상승의 모멘텀을 계속해서 이어갈 수 있을 지는 의문임

목표주가 140,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익 추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	17,890.3	16,321.8	20,891.4	24,007.4	19,883.3	18,924.9
yoY	%	(37.4)	(8.8)	28.0	14.9	(17.2)	(4.8)
영업이익	십억원	817.6	1,616.9	1,373.3	1,241.4	1,308.9	1,238.8
yoY	%	흑전	97.8	(15.1)	(9.6)	5.4	(5.4)
EBITDA	십억원	1,090.8	1,903.6	1,667.4	1,524.9	1,592.4	1,522.3
세전이익	십억원	812.7	1,575.1	1,644.9	1,241.0	1,297.3	1,150.7
순이익(자배주주)	십억원	631.3	1,205.4	1,246.5	961.8	1,005.4	891.8
영업이익률%	%	4.6	9.9	6.6	5.2	6.6	6.5
EBITDA%	%	6.1	11.7	8.0	6.4	8.0	8.0
순이익률	%	3.5	7.4	6.0	4.0	5.1	4.7
EPS	원	5,525	10,494	10,870	8,341	8,729	7,719
PER	배	14.4	8.1	10.8	14.4	13.7	15.5
PBR	배	1.7	1.5	2.0	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	배	9.2	5.2	9.7	9.1	8.7	9.1
ROE	%	12.3	20.5	18.8	13.8	13.8	11.8
순차입금	십억원	903	162	2,658	2,729	2,328	2,091
부채비율	%	100.3	118.4	120.5	113.9	105.0	99.6

1Q18 preview

(단위 %, 십억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	5,200.2	4,665.0	5,211.8	5,814.4	5,995.1	15.3	3.1	5,756.5	4.1
영업이익	333.5	117.3	553.2	369.3	359.6	7.8	(2.6)	439.9	(18.3)
세전이익	519.9	71.1	527.0	526.9	349.8	(32.7)	(33.6)	452.7	(22.7)
지배순이익	393.9	66.9	398.7	386.9	271.1	(31.2)	(29.9)	361.3	(25.0)
영업이익률	6.4	2.5	10.6	6.4	6.0	(0.4)	(0.4)	7.6	(1.6)
세전이익률	10.0	1.5	10.1	9.1	5.8	(4.2)	(3.2)	7.9	(2.0)
지배주주순이익률	7.6	1.4	7.7	6.7	4.5	(3.1)	(2.1)	6.3	(1.8)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	12.4%	ROE(지배주주지분)	18.8%	12.5%	13.7%	11.5%	11.2%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	12.4%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	2.09						
1Q19E BPS(지배주주지분)	63,649						
Target Price	132,822						

자료: S-OIL, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	5,525	8,053	9,201	7,941	7,955
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	8,251				
2Q19E EPS	8,053				
2Q20E EPS	9,201				

Multiple	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5	15.0	15.5	16.0	16.5
TP by weighted EPS	99,006	103,132	107,257	111,382	115,507	119,633	123,758	127,883	132,008	136,134
TP by 2Q19E EPS	96,639	100,666	104,692	108,719	112,745	116,772	120,799	124,825	128,852	132,879
TP by 2Q20E EPS	110,415	115,016	119,616	124,217	128,818	133,418	138,019	142,620	147,220	151,821

자료: S-OIL, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

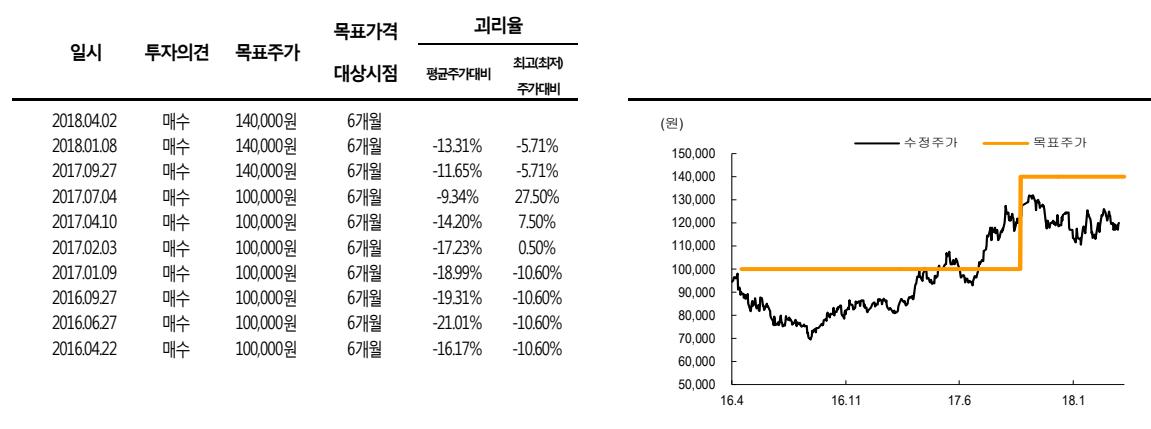
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	20,865.7	22,555.0	21,509.9	20,891.4	24,007.4	19,883.3	0.1%	6.4%	-7.6%
YoY %	27.8%	8.1%	-4.6%	28.0%	14.9%	-17.2%			
영업이익	1,450.7	1,277.0	1,307.7	1,373.3	1,241.4	1,308.9	-5.3%	-2.8%	0.1%
YoY %	-10.3%	-12.0%	2.4%	-15.1%	-9.6%	5.4%			
EBITDA	1,740.0	1,560.5	1,591.1	1,667.4	1,524.9	1,592.4	-4.2%	-2.3%	0.1%
YoY %	-8.6%	-10.3%	2.0%	-12.4%	-8.5%	4.4%			
순이익	1,156.2	993.9	1,021.7	1,246.5	961.8	1,005.4	7.8%	-3.2%	-1.6%
YoY %	-4.1%	-14.0%	2.8%	3.4%	-22.8%	4.5%			

자료 S-Oil, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	6,017.5	5,741.6	5,449.3	5,346.6	5,995.1	6,221.5	6,273.3	5,517.6	-0.4%	8.4%	15.1%	3.2%
YoY %	15.7%	23.1%	4.6%	-7.6%	15.3%	33.4%	20.4%	-5.1%				
QoQ %	4.0%	-4.6%	-5.1%	-1.9%	3.1%	3.8%	0.8%	-12.0%				
영업이익	464.8	350.0	239.1	223.1	359.6	325.8	357.5	198.7	-22.6%	-6.9%	49.5%	-10.9%
YoY %	39.4%	198.4%	-56.8%	-50.1%	7.8%	177.8%	-35.4%	-46.2%				
QoQ %	4.0%	-24.7%	-31.7%	-6.7%	-2.6%	-9.4%	9.7%	-44.4%				
EBITDA	535.6	420.8	310.0	294.0	430.4	396.6	428.3	269.6	-19.6%	-5.8%	38.2%	-8.3%
YoY %	31.7%	119.6%	-50.3%	-43.2%	5.8%	106.9%	-31.4%	-38.8%				
QoQ %	3.5%	-21.4%	-26.3%	-5.2%	-2.2%	-7.9%	8.0%	-37.1%				
순이익	351.5	285.9	217.8	138.7	271.1	258.9	319.7	112.0	-22.9%	-9.4%	46.8%	-19.2%
YoY %	-10.8%	327.3%	-45.4%	-53.3%	-31.2%	286.9%	-19.8%	-71.1%				
QoQ %	18.5%	-18.7%	-23.8%	-36.3%	-29.9%	-4.5%	23.5%	-65.0%				

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 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,974	6,775	6,473	6,377	6,293
현금및현금성자산	767	480	409	810	1,047
매출채권및기타채권	1,309	1,744	1,655	1,465	1,341
재고자산	2,423	2,791	2,650	2,346	2,148
비유동자산	5,985	8,313	8,749	8,864	8,959
장기금융자산	118	158	158	158	158
유형자산	5,711	7,969	8,405	8,520	8,615
무형자산	54	105	105	105	105
자산총계	13,959	15,087	15,222	15,241	15,251
유동부채	4,833	4,544	4,404	4,105	3,910
단기금융부채	2,197	1,377	1,377	1,377	1,377
매입채무 및 기타채무	2,152	2,750	2,609	2,310	2,116
단기충당부채	2	2	2	2	2
비유동부채	2,735	3,700	3,700	3,700	3,700
장기금융부채	2,564	3,475	3,475	3,475	3,475
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,567	8,245	8,104	7,805	7,611
자본주주지분	6,392	6,843	7,117	7,436	7,641
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	5,198	5,473	5,791	5,996
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,392	6,843	7,117	7,436	7,641
부채와자본총계	13,959	15,087	15,222	15,241	15,251

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,722	1,143	1,972	2,168	1,955
당기순이익(순실)	1,205	1,246	962	1,005	892
비현금성항목등	694	619	879	879	879
유형자산감가상각비	287	294	283	283	283
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(408)	(325)	(596)	(596)	(596)
운전자본감소(증가)	(188)	(236)	131	283	184
매출채권및기타채권의 감소증가)	(123)	(384)	79	168	109
재고자산감소(증가)	(825)	(367)	141	304	197
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	551	593	(88)	(189)	(123)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	370	398	560	560	560
투자활동현금흐름	(1,967)	(832)	(720)	(398)	(378)
금융자산감소(증가)	(936)	1,723	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,056)	(2,411)	(720)	(398)	(378)
무형자산감소(증가)	(7)	(1)	0	0	0
기타	32	(142)	0	0	0
재무활동현금흐름	811	(598)	(687)	(687)	(687)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,021	205	0	0	0
자본의증가(감소)	7	3	0	0	0
배당금의 지급	210	803	687	687	687
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	566	(287)	(71)	401	238
기초현금	201	767	480	409	810
기말현금	767	480	409	810	1,047
FCF	1,065	(1,732)	616	1,097	993

자료 : S-Oil, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,322	20,891	24,007	19,883	18,925
매출원가	14,021	18,783	21,790	17,766	16,917
매출총이익	2,301	2,108	2,217	2,117	2,008
매출총이익률 (%)	14.1	10.1	9.2	10.6	10.6
판매비와관리비	684	735	976	808	769
영업이익	1,617	1,373	1,241	1,309	1,239
영업이익률 (%)	9.9	6.6	5.2	6.6	6.5
비영업손익	(42)	272	(0)	(12)	(88)
순금융비용	154	117	623	612	536
외환관련손익	(67)	242	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	7	5	5	5	5
세전계속사업이익	1,575	1,645	1,241	1,297	1,151
세전계속사업이익률 (%)	9.7	7.9	5.2	6.5	6.1
계속사업법인세	370	398	279	292	259
계속사업이익	1,205	1,246	962	1,005	892
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,205	1,246	962	1,005	892
순이익률 (%)	7.4	6.0	4.0	5.1	4.7
지배주주	1,205	1,246	962	1,005	892
지배주주구속 순이익률 (%)	7.4	6.0	4.0	5.1	4.7
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,211	1,254	962	1,005	892
지배주주	1,211	1,254	962	1,005	892
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,904	1,667	1,525	1,592	1,522

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(8.8)	28.0	14.9	(17.2)	(4.8)
영업이익	97.8	(15.1)	(9.6)	5.4	(5.4)
세전계속사업이익	93.8	4.4	(24.6)	4.5	(11.3)
EBITDA	74.5	(124)	(8.5)	4.4	(4.4)
EPS(계속사업)	89.9	3.6	(23.3)	4.7	(11.6)
수익성 (%)					
ROE	20.5	18.8	13.8	13.8	11.8
ROA	9.7	8.6	6.3	6.6	5.8
EBITDA/마진	11.7	8.0	6.4	8.0	8.0
안정성 (%)					
유동비율	165.0	149.1	147.0	155.4	160.9
부채비율	118.4	120.5	113.9	105.0	99.6
순자기자본/자기자본	2.5	38.8	38.3	31.3	27.4
EBITDA/이자비용(배)	0.4	(0.1)	(0.1)	0.0	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,494	10,870	8,341	8,729	7,719
BPS	55,582	59,440	61,797	64,528	66,285
CFPS	13,071	11,448	10,682	11,130	10,665
주당 현금배당금	6,200	5,900	5,900	5,900	5,900
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.1	10.8	14.4	13.7	15.5
PER(최저)	5.2	9.7	9.1	8.7	9.1
PBR(최고)	1.5	2.0	1.9	1.9	1.8
PBR(최저)	0.65	1.02	1.12	1.08	1.13
PCR	6.5	10.2	11.2	10.8	11.3
EV/EBITDA(최고)	52	9.7	9.1	8.7	9.1
EV/EBITDA(최저)	52	9.7	9.1	8.7	9.1

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	5,770 십억원
주요주주	
현창수(와48)	46.84%
국민연금공단	10.96%
외국인지분율	19.70%
배당수익률	2.90%

Stock Data

주가(18/04/01)	62,100 원
KOSPI	2,445.85 pt
52주 Beta	0.58
52주 최고가	76,700 원
52주 최저가	56,800 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.1%	-6.8%
6개월	-5.3%	-7.3%
12개월	7.4%	-4.9%

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

칼텍스의 실적호조가 올 해도 이어질 지가 관건

1Q18 영업이익은 4,563 억원으로 추정되어 컨센서스를 -18.3% 하회할 것으로 판단함. 유가약세와 환율강세가 동시에 나타나면서 칼텍스 내 정유사업부 실적이 부진할 것으로 추정함. 지난 2년 간 칼텍스는 실적 호조를 보여줬음. 다만 유가의 추가상승여력이 제한되고, 수급여건 역시 더 좋아질 가능성은 높지 않기 때문에, 현 시점에서 높은 수준의 이익은 이어갈 수 있지만 추가이익 모멘텀을 낼 수 있을 지는 의문임

1Q18 영업이익 4,563 억원(QoQ -15.0% / YoY -29.3%) 추정

3/30 기준 컨센서스 5,585 억원 대비 -18.3% 하회하는 수치임. 이익이 약세 국면에 진입한 원인은 핵심 자회사 GS 칼텍스에서 원인을 찾아야 함. 정유사업부는 유가와 환율 때문에 약세가 불가피함. 전분기 말 \$65/bbl 에 육박하던 Dubai 유는 3 월 초까지 \$60/bbl 수준까지 하락했음. 또한 환율도 강세(4Q 1,110.7 원 → 1Q 1,073.9 원) 국면이었음. 그에 의해서 환율을 감안한 1M lagging margin 은 3Q 1.3 만원/bbl → 4Q 1.2 만원/bbl → 1Q 0.9 만원/bbl로 하락하였음. 화학과 윤활유는 견조한 추세가 이어진 것으로 판단함. 다만 발전 자회사들은 SMP 의 상승효과로서 이익기여가 기대됨

더 좋아질 수 있겠느냐가 관건임

지난 2년 간 사상 최대 국면의 shortage 를 경험함과 동시에 유가까지 반등해주면서 칼텍스의 영업이익은 실적 rally 를 지속하였음. 다만 올 해에도 그 추세가 이어질 수 있을 지는 의문임. 유가는 아람코 IPO 이전 사우디의 “Mr. Everything” Mohammed Bin Salman 의 지지로 올 해 강세 영역이 머물 것으로 여전히 판단하고 있음(1/29 “The Big One: 아람코 상장, 유동성 충격, 그리고 스마트시티에 대한 고찰” 참고). 하지만 high cost 유전들의 재투자가 가능해지는 \$70~80/bbl 까지 추가상승하기에도 어려움이 있음. 정유수급도 추가개선까지는 기대하기 어렵기에 높은 이익 수준은 유지할 수 있지만, 상승의 모멘텀을 계속해서 이어갈 수 있을 지는 의문임

목표주가 80,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익 추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	12,179.5	13,462.4	16,209.9	16,976.1	18,410.0	18,844.6
yoY	%	12.1	10.5	20.4	4.7	8.4	2.4
영업이익	십억원	1,604.3	1,754.2	2,071.2	1,819.5	1,937.4	1,777.0
yoY	%	9.3	18.1	(12.2)	6.5	(8.3)	
EBITDA	십억원	1,604.3	1,754.2	2,071.2	1,819.5	1,937.4	1,777.0
세전이익	십억원	1,309.1	1,629.1	1,907.6	1,640.8	1,735.7	1,546.1
순이익(자배주주)	십억원	492.2	805.7	986.2	989.5	1,127.2	1,004.1
영업이익률%	%	13.2	13.0	12.8	10.7	10.5	9.4
EBITDA%	%	13.2	13.0	12.8	10.7	10.5	9.4
순이익률	%	4.0	6.0	6.1	5.8	6.1	5.3
EPS	원	5,268	8,640	10,578	10,649	12,132	10,807
PER	배	9.6	6.3	5.9	5.8	5.1	5.7
PBR	배	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	7.7	6.7	6.4	3.2	3.0	3.3
ROE	%	8.1	12.1	13.4	12.0	12.1	9.7
순차입금	십억원	7,511	6,607	7,504	6,391	6,714	7,129
부채비율	%	134.9	128.0	127.7	115.2	106.1	98.7

1Q18 preview

	(단위 %, 십억원)								
	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차0 (a/b)
매출액	3,918.1	3,855.6	4,229.2	4,207.1	4,017.5	2.5	(4.5)	4,196.0	(4.3)
영업이익	645.6	391.9	496.7	537.1	456.3	(29.3)	(15.0)	558.5	(18.3)
세전이익	639.4	345.6	449.5	473.1	413.1	(35.4)	(12.7)	529.9	(22.0)
지배순이익	401.1	134.2	234.1	216.8	249.1	(37.9)	14.9	279.3	(10.8)
영업이익률	16.5	10.2	11.7	12.8	11.4	(5.1)	(1.4)	13.3	(2.0)
세전이익률	16.3	9.0	10.6	11.2	10.3	(6.0)	(1.0)	12.6	(2.3)
지배주주순이익률	10.2	3.5	5.5	5.2	6.2	(4.0)	1.0	6.7	(0.5)

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	1,322.4		2,514.1	65.8%	3/30 MV 대비 할인률 20% 적용
홈쇼핑	296.9		1,237.0	30.0%	3/30 MV 대비 할인률 20% 적용
글로벌	136.0		304.1	55.9%	3/30 MV 대비 할인률 20% 적용
임대수익	4,136.9				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	887.3				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	15,277.7				

Non-Operating Value 705.7

현금 및 현금성자산 697.8

단기금융자산 8.0

Debt 8,525.2

Firm Value 7,458.3

우선주시가총액 73.7

Equity Value 7,384.6

기밀별행주식수(보통, 천주) 92,915

Target Price 79,476

자료: GS, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

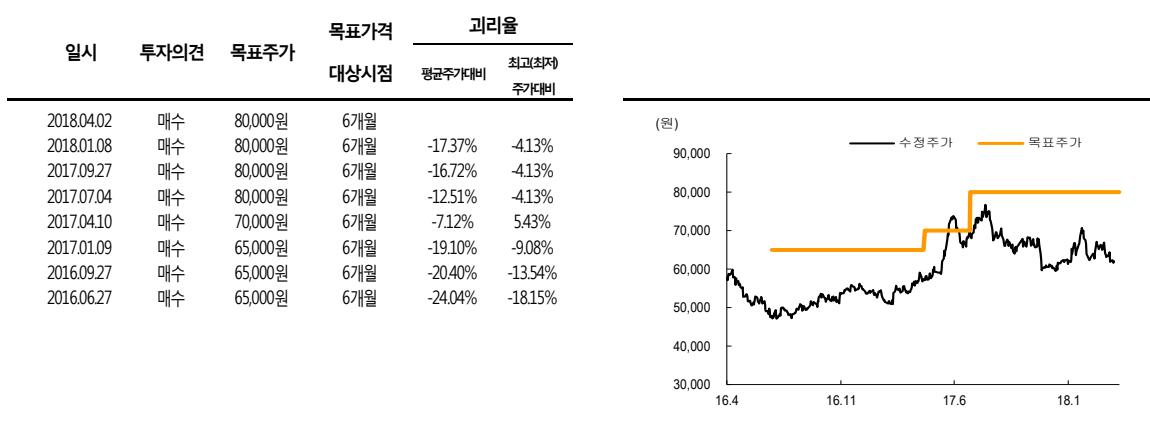
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	16,076.7	16,491.7	17,541.8	16,209.9	16,976.1	18,410.0	0.8%	2.9%	4.9%
YoY %	19.4%	2.6%	6.4%	20.4%	4.7%	8.4%			
영업이익	2,050.8	1,806.5	1,879.8	2,071.2	1,819.5	1,937.4	1.0%	0.7%	3.1%
YoY %	16.9%	-11.9%	4.1%	18.1%	-12.2%	6.5%			
EBITDA	2,050.8	1,806.5	1,879.8	2,071.2	1,819.5	1,937.4	1.0%	0.7%	3.1%
YoY %	16.9%	-11.9%	4.1%	18.1%	-12.2%	6.5%			
순이익	1,049.6	950.9	1,051.1	986.2	989.5	1,127.2	-6.0%	4.1%	7.2%
YoY %	30.3%	-9.4%	10.5%	22.4%	0.3%	13.9%			

자료 GS, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	3,923.2	4,129.9	4,256.9	4,181.8	4,017.5	4,284.2	4,416.9	4,257.5	2.4%	3.7%	3.8%	1.8%
YoY %	0.1%	7.1%	0.7%	2.6%	2.5%	11.1%	44%	12%				
QoQ %	-3.7%	5.3%	3.1%	-1.8%	-4.5%	6.6%	3.1%	-3.6%				
영업이익	497.8	468.9	427.5	412.3	456.3	487.0	443.9	432.3	-8.3%	3.9%	3.8%	4.9%
YoY %	-22.9%	19.7%	-13.9%	-20.2%	-29.3%	24.3%	-10.6%	-19.5%				
QoQ %	-3.7%	-5.8%	-8.8%	-3.6%	-15.0%	6.7%	-8.8%	-2.6%				
EBITDA	497.8	468.9	427.5	412.3	456.3	487.0	443.9	432.3	-8.3%	3.9%	3.8%	4.9%
YoY %	-22.9%	19.7%	-13.9%	-20.2%	-29.3%	24.3%	-10.6%	-19.5%				
QoQ %	-3.7%	-5.8%	-8.8%	-3.6%	-15.0%	6.7%	-8.8%	-2.6%				
순이익	267.8	249.1	223.1	210.9	249.1	267.3	241.1	232.0	-7.0%	7.3%	8.1%	10.0%
YoY %	-33.2%	85.6%	-4.7%	-24.7%	-37.9%	99.2%	3.0%	7.0%				
QoQ %	-4.5%	-7.0%	-10.4%	-5.5%	14.9%	7.3%	-9.8%	-3.8%				

자료 GS, 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 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,473	2,875	3,978	3,826	3,451
현금및현금성자산	504	723	1,836	1,514	1,099
매출채권및기타채권	1,160	1,146	1,160	1,270	1,296
재고자산	335	533	539	590	601
비유동자산	17,868	19,129	19,113	20,447	21,766
장기금융자산	291	329	271	271	271
유형자산	7,866	8,401	9,165	9,994	10,842
무형자산	1,890	1,788	1,788	1,788	1,788
자산총계	20,341	22,004	23,091	24,273	25,217
유동부채	3,771	4,451	4,468	4,606	4,638
단기금융부채	1,980	2,372	2,372	2,372	2,372
매입채무 및 기타채무	1,183	1,461	1,478	1,616	1,648
단기충당부채	5	17	17	17	17
비유동부채	7,650	7,890	7,890	7,890	7,890
장기금융부채	6,574	6,711	6,711	6,711	6,711
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	126	111	111	111	111
부채총계	11,421	12,341	12,359	12,496	12,529
자본주주지분	6,964	7,730	8,800	9,845	10,756
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,270	1,188	1,188	1,188	1,188
기타자본구성요소	(3,107)	(2,943)	(2,943)	(2,943)	(2,943)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	8,348	9,186	10,082	11,126	12,038
비자본주주지분	1,956	1,932	1,932	1,932	1,932
자본총계	8,920	9,663	10,733	11,777	12,689
부채와자본총계	20,341	22,004	23,091	24,273	25,217

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	852	1,306	2,018	2,121	2,028
당기순이익(순실)	923	1,092	1,067	1,215	1,082
비현금성항목등	597	847	958	958	958
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(597)	(847)	(958)	(958)	(958)
운전자본감소(증가)	(113)	7	(7)	(52)	(12)
매출채권및기타채권의 감소증가)	(280)	(8)	(12)	(97)	(23)
재고자산감소(증가)	(53)	(198)	(6)	(50)	(12)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	151	181	12	95	22
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	662	816	958	958	958
투자활동현금흐름	(524)	(1,418)	(764)	(828)	(848)
금융자산증가(증가)	(199)	(77)	0	0	0
유형자산증가(증가)	(894)	(1,099)	(764)	(828)	(848)
무형자산증가(증가)	(42)	(45)	0	0	0
기타	611	(197)	0	0	0
재무활동현금흐름	(336)	335	(171)	(171)	(171)
단기금융부채증가(감소)	(6)	(7)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(180)	798	0	0	0
자본의증가(감소)	29	19	0	0	0
배당금의 지급	172	188	171	171	171
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(3)	219	1,113	(322)	(415)
기초현금	507	504	723	1,836	1,514
기말현금	504	723	1,836	1,514	1,099
FCF	1,171	(331)	414	495	388

자료 : GS, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	13,462	16,210	16,976	18,410	18,845
매출원가	10,273	12,449	13,411	14,579	15,130
매출총이익	3,189	3,761	3,565	3,831	3,715
매출총이익률 (%)	23.7	23.2	21.0	20.8	19.7
판매비와관리비	1,435	1,690	1,746	1,893	1,938
영업이익	1,754	2,071	1,820	1,937	1,777
영업이익률 (%)	13.0	12.8	10.7	10.5	9.4
비영업손익	(125)	(164)	(179)	(202)	(231)
순금융비용	79	86	159	136	107
외환관련손익	4	2	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,629	1,908	1,641	1,736	1,546
세전계속사업이익률 (%)	12.1	11.8	9.7	9.4	8.2
계속사업법인세	663	816	574	521	464
계속사업이익	966	1,092	1,067	1,215	1,082
중단사업이익	(43)	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	923	1,092	1,067	1,215	1,082
순이익률 (%)	6.9	6.7	6.3	6.6	5.7
지배주주	806	986	989	1,127	1,004
지배주주구속 순이익률(%)	6.0	6.1	5.8	6.1	5.3
비지배주주	118	106	77	88	78
총포괄이익	941	945	1,067	1,215	1,082
지배주주	828	837	989	1,127	1,004
비지배주주	113	108	77	88	78
EBITDA	1,754	2,071	1,820	1,937	1,777

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	10.5	20.4	4.7	8.4	24
영업이익	9.3	18.1	(12.2)	6.5	(8.3)
세전계속사업이익	24.4	17.1	(14.0)	5.8	(10.9)
EBITDA	9.3	18.1	(12.2)	6.5	(8.3)
EPS(계속사업)	64.0	22.4	0.7	13.9	(10.9)
수익성 (%)					
ROE	12.1	13.4	12.0	12.1	9.7
ROA	4.7	5.2	4.7	5.1	4.4
EBITDA/마진	13.0	12.8	10.7	10.5	9.4
안정성 (%)					
유동비율	65.6	64.6	89.0	83.1	74.4
부채비율	128.0	127.7	115.2	106.1	98.7
순자본/자기자본	74.1	77.7	59.6	57.0	56.2
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.1	(0.0)	0.0	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,640	10,578	10,649	12,132	10,807
BPS	57,738	67,973	79,271	90,300	99,928
CFPS	10,987	12,517	12,489	14,321	13,135
주당 현금배당금	1,600	1,800	1,800	1,800	1,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.3	5.9	5.8	5.1	5.7
PER(최저)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
PBR(최고)	4.9	5.0	5.0	4.3	4.7
PBR(최저)	6.7	6.4	3.2	3.0	3.3

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	861 십억원
주요주주	
SK케미칼(주)(외4)	55.75%
(주)VIP투자자문	6.76%
외국인지분율	10.10%
배당수익률	2.80%

Stock Data

주가(18/04/01)	96,000 원
KOSPI	2445.85 pt
52주 Beta	0.58
52주 최고가	131,363 원
52주 최저가	90,200 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.9%	1.1%
6개월	2.7%	0.5%
12개월	-20.3%	-29.5%

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

이익 상승의 새로운 모멘텀은 아직 안 보인다

1Q18 영업이익은 312 억원으로 추정되어 컨센서스를 -25.3% 하회할 것으로 판단함. 사우디 도입물량의 가격은 상승한 반면 국내 LPG 가격은 횡보추세를 이어가고 있다는 부분이 악재임. 환율강세도 감안해야 함. 과거 동사의 주가 강세를 견인했던 것은 LPG 물량증대와 PDH 사업의 성공이었음. 현재 그와 같은 이익상승 모멘텀이 뚜렷하게 보이지 않는다는 것이 주가에 부담으로 작용하고 있음

1Q18 영업이익 312 억원(QoQ +132.4% / YoY -4.4%) 추정

3/30 기준 컨센서스 418 억원 대비 -25.3% 하회하는 수치임. LPG는 여전히 부진한 시황에서 벗어나지 못하고 있음. 사우디 도입물량의 가격은 전분기대비 상승(CP 1 개월 lagging 기준 4Q \$543.3/t → 1Q 568.3/t)한 반면 국내 프로판 가격은 11 월 이후로 큰 변화가 없었음. 이로 인해 전체적인 실적 약세 국면은 지속될 수밖에 없었음. 게다가 환율도 강세(4Q 1,110.7 원 → 1Q 1,073.9 원)였음.

LPG의 성장을 기대할 수 있을까?

2016년 동사는 LPG 증설 → PDH 물량 가동 → LPG 물량증대와 PDH 이익증대 현상이 동시에 발생하면서 극적인 증익을 이루었음. 때문에 주가 역시 강세를 나타냈음. 하지만 현 시점에서 가장 고민이 되는 것은 LPG의 spread 등락 여부보다 그와 같은 새로운 이익 모멘텀을 만들 수 있는지 여부임. 아직까지는 최근의 실적 약세를 상쇄해 줄 만한 요인이 발생하지는 않고 있음.

목표주가 130,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익 추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	4,079.0	5,271.5	6,689.7	7,454.3	6,079.3	5,969.7
yoY	%	(31.4)	29.2	26.9	11.4	(18.4)	(1.8)
영업이익	십억원	99.2	197.6	125.4	136.9	143.7	164.9
yoY	%	(17.6)	99.3	(36.5)	9.1	5.0	14.8
EBITDA	십억원	144.0	251.6	173.8	187.0	193.8	215.0
세전이익	십억원	95.2	216.4	215.1	151.7	142.8	161.2
순이익(자배주주)	십억원	69.2	170.4	102.1	99.9	94.1	106.2
영업이익률%	%	2.4	3.7	1.9	1.8	2.4	2.8
EBITDA%	%	3.5	4.8	2.6	2.5	3.2	3.6
순이익률	%	2.3	4.1	3.2	2.0	2.3	2.7
EPS	원	7,866	19,181	11,384	11,143	10,490	11,845
PER	배	9.1	6.7	8.3	8.6	9.2	8.1
PBR	배	0.6	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	16.2	8.8	13.2	12.1	4.4	4.0
ROE	%	5.8	13.1	7.1	6.6	6.0	6.4
순차입금	십억원	1,682	1,063	1,436	1,394	1,293	1,198
부채비율	%	150.7	137.9	144.0	140.2	132.0	124.1

1Q18 preview

(단위 %, 십억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,706.4	1,652.5	1,466.7	1,864.1	1,981.9	16.1	6.3	1,747.7	13.4
영업이익	32.6	41.5	37.9	13.4	31.2	(4.3)	132.6	41.8	(25.2)
세전이익	41.1	114.4	50.0	9.6	26.7	(35.0)	179.1	51.1	(47.7)
지배순이익	28.0	50.3	29.3	(5.5)	17.6	(37.1)	(420.1)	15.2	15.8
영업이익률	1.9	2.5	2.6	0.7	1.6	(0.3)	0.9	2.4	(0.8)
세전이익률	2.4	6.9	3.4	0.5	1.3	(1.1)	0.8	2.9	(1.6)
지배주주순이익률	1.6	3.0	2.0	(0.3)	0.9	(0.8)	1.2	0.9	0.0

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	6.3%	ROE(지배주주지분)	7.1%	6.8%	6.1%	6.2%	5.3%
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	0.85	Target ROE	6.3%				
1Q19E EPS(지배주주지분)	151,438						
Target Price	129,095						

자료: SK 가스, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	7,866	11,492	10,967	11,822	10,798
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	11,384				
2Q19E EPS	11,492				
2Q20E EPS	10,967				
Multiple	8.0	8.5	9.0	9.5	10.0
TP by weighted EPS	91,068	96,760	102,452	108,144	113,835
TP by 2Q19E EPS	91,933	97,679	103,424	109,170	114,916
TP by 2Q20E EPS	87,740	93,223	98,707	104,191	109,675
Multiple	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5
TP by weighted EPS	119,527	125,219	130,911	136,602	142,294
TP by 2Q19E EPS	120,662	126,408	132,153	137,899	143,645
TP by 2Q20E EPS	115,158	120,642	126,126	131,610	137,093

자료: SK 가스, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

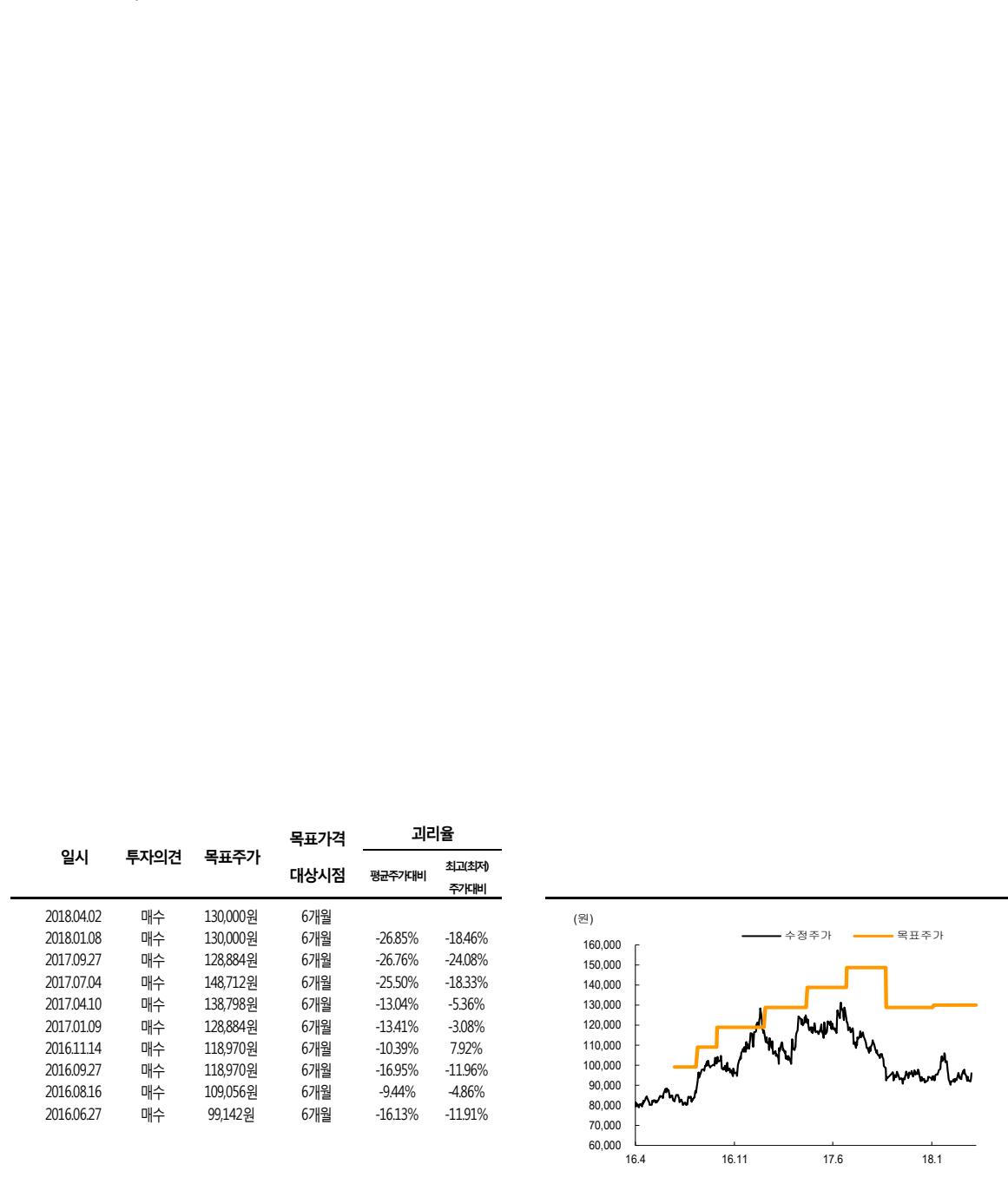
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	6,636.8	6,083.7	5,371.2	6,689.7	7,454.3	6,079.3	0.8%	22.5%	13.2%
YoY %	25.9%	-8.3%	-11.7%	26.9%	11.4%	-18.4%			
영업이익	144.5	149.6	157.5	125.4	136.9	143.7	-13.2%	-8.5%	-8.8%
YoY %	-26.9%	3.5%	5.3%	-36.5%	9.1%	5.0%			
EBITDA	192.6	198.6	206.6	173.8	187.0	193.8	-9.8%	-5.8%	-6.2%
YoY %	-23.5%	3.1%	4.0%	-30.9%	7.6%	3.6%			
순이익	141.5	102.5	114.2	102.1	99.9	94.1	-27.9%	-2.5%	-17.6%
YoY %	-16.9%	-27.6%	11.4%	-40.1%	-21%	-5.9%			

자료 SK 가스, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	1,600.8	1,483.3	1,465.4	1,534.2	1,981.9	1,915.2	1,884.7	1,672.6	23.8%	29.1%	28.6%	9.0%
YoY %	-6.2%	-10.2%	-0.1%	-15.3%	16.1%	15.9%	28.5%	-10.3%				
QoQ %	-11.6%	-7.3%	-1.2%	4.7%	6.3%	-3.4%	-1.6%	-11.3%				
영업이익	40.9	34.5	35.2	39.0	31.2	42.7	33.7	29.2	-23.5%	24.0%	-4.2%	-25.2%
YoY %	25.2%	-16.9%	-7.1%	20.1%	-4.3%	3.1%	-11.0%	117.4%				
QoQ %	25.8%	-15.6%	2.2%	10.8%	132.6%	36.8%	-21.1%	-13.5%				
EBITDA	53.1	46.7	47.5	51.3	43.8	55.3	46.3	41.7	-17.6%	18.3%	-2.6%	-18.6%
YoY %	20.1%	-12.6%	-5.4%	14.6%	-1.1%	3.4%	-7.8%	60.7%				
QoQ %	18.7%	-12.0%	1.6%	8.0%	68.6%	26.3%	-16.3%	-9.8%				
순이익	24.2	24.0	26.7	27.6	17.6	31.9	24.2	26.3	-27.1%	32.5%	-9.4%	-4.9%
YoY %	-13.7%	-52.2%	-8.9%	-18.7%	-37.1%	-36.7%	-17.4%	흑전				
QoQ %	-28.8%	-0.5%	11.0%	3.5%	흑전	81.0%	-24.1%	8.6%				

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 4 월 2 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 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,980	2,106	1,980	1,966	1,977
현금및현금성자산	206	263	305	406	501
매출채권및기타채권	726	894	802	740	694
재고자산	394	548	492	454	426
비유동자산	2,091	2,245	2,344	2,416	2,485
장기금융자산	288	306	306	306	306
유형자산	1,120	1,179	1,278	1,349	1,418
무형자산	311	305	305	305	305
자산총계	4,071	4,352	4,324	4,382	4,462
유동부채	1,595	1,522	1,477	1,447	1,425
단기금융부채	1,039	1,027	1,027	1,027	1,027
매입채무 및 기타채무	303	435	390	360	338
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	765	1,046	1,046	1,046	1,046
장기금융부채	662	901	901	901	901
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,360	2,568	2,524	2,493	2,471
자본주주지분	1,388	1,497	1,514	1,602	1,705
자본금	44	45	45	45	45
자본잉여금	192	192	192	192	192
기타자본구성요소	(11)	(10)	(10)	(10)	(10)
자기주식	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
이익잉여금	1,114	1,192	1,287	1,375	1,478
비자본주주지분	323	286	286	286	286
자본총계	1,711	1,783	1,800	1,889	1,991
부채와자본총계	4,071	4,352	4,324	4,382	4,462

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	(108)	(108)	349	307	302
당기순이익(순실)	188	150	118	111	125
비현금성항목등	61	87	123	123	123
유형자산감가상각비	54	48	50	50	50
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(7)	(39)	(73)	(73)	(73)
운전자본감소(증가)	(334)	(293)	108	73	54
매출채권및기타채권의 감소증가)	(293)	(167)	86	58	43
재고자산감소(증가)	206	(155)	56	38	28
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	45	118	(34)	(23)	(17)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	51	65	68	68	68
투자활동현금흐름	(117)	98	(149)	(122)	(119)
금융자산감소(증가)	(48)	(16)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(138)	(106)	(149)	(122)	(119)
무형자산감소(증가)	(2)	(3)	0	0	0
기타	70	222	0	0	0
재무활동현금흐름	200	80	(22)	(22)	(22)
단기금융부채증가(감소)	46	(111)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	211	345	0	0	0
자본의증가(감소)	7	0	0	0	0
배당금의 지급	20	26	22	22	22
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(19)	57	42	101	95
기초현금	225	206	263	305	406
기말현금	206	263	305	406	501
FCF	170	(346)	131	124	121

자료 : SK가스, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,272	6,690	7,454	6,079	5,970
매출원가	4,798	6,274	6,982	5,662	5,536
매출총이익	474	416	473	417	434
매출총이익률 (%)	9.0	6.2	6.3	6.9	7.3
판매비와관리비	276	290	336	274	269
영업이익	198	125	137	144	165
영업이익률 (%)	3.7	1.9	1.8	2.4	2.8
비영업손익	19	90	15	(1)	(4)
순금융비용	251	201	60	108	102
외환관련손익	(24)	78	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	11	38	94	29	32
세전계속사업이익	216	215	152	143	161
세전계속사업이익률 (%)	41	32	20	23	27
계속사업법인세	46	65	34	32	36
계속사업이익	170	150	118	111	125
중단사업이익	18	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	188	150	118	111	125
순이익률 (%)	3.6	2.2	1.6	1.8	2.1
지배주주	170	102	100	94	106
지배주주구속 순이익률(%)	3.2	1.5	1.3	1.5	1.8
비지배주주	18	48	18	17	19
총포괄이익	213	175	118	111	125
지배주주	194	130	100	94	106
비지배주주	19	45	18	17	19
EBITDA	252	174	187	194	215

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	29.2	26.9	11.4	(18.4)	(1.8)
영업이익	99.3	(36.5)	9.1	5.0	14.8
세전계속사업이익	127.3	(0.6)	(29.5)	(5.9)	12.9
EBITDA	74.8	(30.9)	7.6	3.6	11.0
EPS(계속사업)	143.9	(40.6)	(2.1)	(5.9)	12.9
수익성 (%)					
ROE	13.1	7.1	6.6	6.0	6.4
ROA	4.6	3.6	2.7	2.5	2.8
EBITDA/마진	48	2.6	2.5	3.2	3.6
안정성 (%)					
유동비율	124.1	138.4	134.0	135.9	138.8
부채비율	137.9	144.0	140.2	132.0	124.1
순자기자본/자기자본	62.1	80.5	77.4	68.5	60.2
EBITDA/이자비용(배)	0.4	(0.1)	0.1	0.0	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	19,181	11,384	11,143	10,490	11,845
BPS	130,624	146,836	148,718	158,558	169,993
CFPS	23,604	15,142	17,422	18,008	19,843
주당 현금배당금	2,666	2,599	2,599	2,599	2,599
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.7	8.3	8.6	9.2	8.1
PER(최저)	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR(최고)	54	62	55	53	48
PBR(최저)	88	132	121	44	40

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	2,825 십억원
주요주주	

외국인지분률	8.70%
배당수익률	2.20%

Stock Data

주가(18/04/01)	22,900 원
KOSPI	2,445.85 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	25,100 원
52주 최저가	17,600 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.4%	12.5%
6개월	18.7%	16.2%
12개월	0.9%	-10.7%

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

유가강세 속 실적도 동반 강세

1Q18 영업이익은 1,381 억원으로 추정되어 컨센서스를 +6.9% 상회할 것으로 판단함. 실적호조의 원인은 유가를 비롯한 전체적인 commodity 가격 상승에서 있음. SK 증권 리서치센터는 올 해 지정학적 요인을 바탕으로 유가 단기 강세 의견 유지하고 있음. 다만 \$70~80/bbl 까지 추가 상승하기에는 high cost 유전들의 재투자 이슈가 있기에 부담이 될 것임. 라니나까지 마무리 되었기에 현재 수준의 강세 유지 개연성이 더 높아 보임

1Q18 영업이익 1,381 억원(QoQ +43.6% / YoY +25.2%) 추정

3/30 기준 컨센서스 1,292 억원 대비 +6.9% 상회하는 수치임. 동사는 이미 지난 3월 12 일 공시를 통해 누적 영업이익이 983 억원임을 발표한 바 있음. 이를 감안할 때 추정치만큼의 이익은 충분히 발생할 수 있을 것으로 판단함. 실적호조의 원인은 유가를 비롯한 전체적인 commodity 가격 상승으로 E&P 와 무역의 고른 강세일 것임. Dubai 유는 3Q \$49.9/bbl → 4Q \$59.0/bbl → 1Q \$63.5/bbl로 꾸준하게 상승세를 보이고 있기에 특히 미얀마 가스전의 판가상승에 긍정적 영향이 기대되고 있음

2018년 유가는 강세영역 유지, 하지만 더 오를 자는 의문

SK 증권 리서치센터는 지속적으로 2018년 유가는 최소 상반기까지 단기 강세 이어질 것으로 판단함. 원인은 fundamental 보다는 지정학적 요인에서 찾아야 하는데, 여러 가지 요인 중에서 아람코 IPO 이전 사우디의 “Mr. Everything” Mohammed Bin Salman의 지지가 가장 크다고 할 수 있음(1/29 “The Big One: 아람코 상장, 유동성 충격, 그리고 스마트시티에 대한 고찰” 참고). 하지만 high cost 유전들의 재투자가 가능해지는 \$70~80/bbl 까지 추가상승하기에도 어려움이 있음. 게다가 현재 라니나 모멘텀도 마무리 되었기 때문에, 전반적인 commodity 는 추가상승보다는 현재강세 유지로 판단하는 것이 옳아 보임

목표주가 25,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익 추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	17,526.9	16,492.1	22,571.7	23,160.2	22,158.3	22,191.1
yoY	%	(14.1)	(5.9)	36.9	2.6	(4.3)	0.1
영업이익	십억원	368.8	318.1	401.3	503.5	381.9	319.0
yoY	%	(1.9)	(13.7)	26.1	25.5	(24.2)	(16.5)
EBITDA	십억원	540.2	484.5	616.5	774.2	652.6	589.7
세전이익	십억원	133.5	174.6	248.0	348.5	258.4	249.1
순이익(자배주주)	십억원	128.9	111.3	175.9	270.1	200.3	193.0
영업이익률%	%	2.1	1.9	1.8	2.2	1.7	1.4
EBITDA%	%	3.1	2.9	2.7	3.3	2.9	2.7
순이익률	%	0.8	1.1	1.1	1.5	1.2	1.1
EPS	원	1,132	977	1,426	2,372	1,759	1,695
PER	배	14.4	27.6	12.7	9.7	13.0	13.5
PBR	배	0.8	1.3	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	9.9	12.6	9.1	3.6	4.3	4.8
ROE	%	5.3	4.5	6.6	9.3	6.5	6.0
순차입금	십억원	3,474	3,031	3,388	2,939	2,560	2,216
부채비율	%	232.2	231.1	221.5	205.1	195.4	187.5

1Q18 preview

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위 %, 십억원) 차이(a/b)
매출액	5,224.5	6,120.8	5,489.7	5,736.7	5,850.1	12.0	2.0	5,866.3	(0.3)
영업이익	110.3	96.9	98.0	96.1	138.1	25.2	43.6	129.2	6.9
세전이익	129.8	28.6	36.2	53.4	69.5	(46.5)	30.2	113.8	(38.9)
지배순이익	91.8	21.1	19.2	43.8	53.9	(41.3)	23.0	81.3	(33.7)
영업이익률	2.1	1.6	1.8	1.7	2.4	0.2	0.7	2.2	0.2
세전이익률	2.5	0.5	0.7	0.9	1.2	(1.3)	0.3	1.9	(0.8)
지배주주순이익률	1.8	0.3	0.4	0.8	0.9	(0.8)	0.2	1.4	(0.5)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	7.5%	ROE(지배주주지분)	6.6%	8.6%	6.1%	6.0%	6.4%
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	1.10	Target ROE	7.5%				
1Q19E BPS(지배주주지분)	23,510						
Target Price	25,773						

자료: 포스코대우, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	1,132	2,127	1,583	1,606	1,806
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	1,882				
2Q19E EPS	2,127				
2Q20E EPS	1,583				

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	16,939	18,821	20,703	22,585	24,467	26,349	28,231	30,114	31,996	33,878
TP by 2Q19E EPS	19,146	21,274	23,401	25,528	27,656	29,783	31,910	34,038	36,165	38,293
TP by 2Q20E EPS	14,249	15,833	17,416	18,999	20,582	22,166	23,749	25,332	26,915	28,499

자료: 포스코대우, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

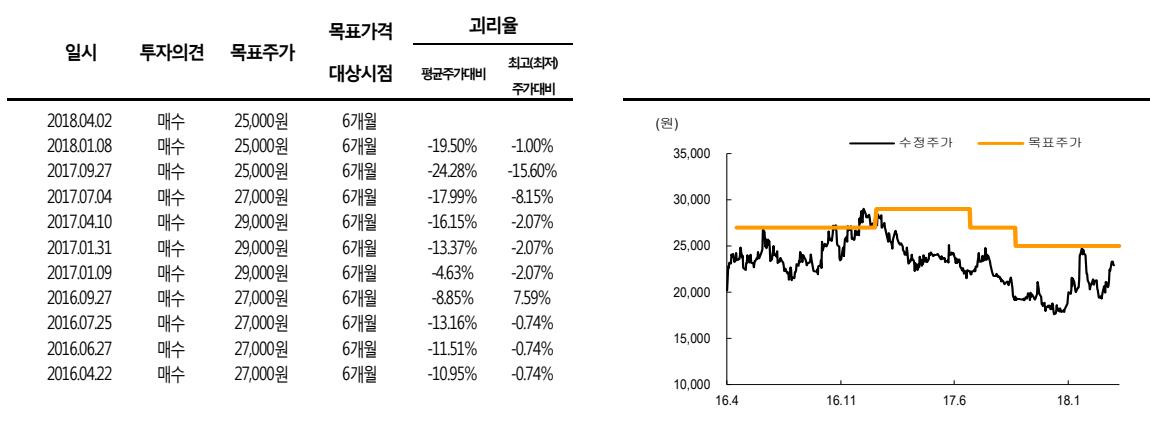
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	22,326.7	21,525.5	21,128.5	22,571.7	23,160.2	22,158.3	1.1%	7.6%	4.9%
YoY %	35.4%	-3.6%	-1.8%	36.9%	2.6%	-4.3%			
영업이익	422.4	437.5	377.4	401.3	503.5	381.9	-5.0%	15.1%	1.2%
YoY %	32.8%	3.6%	-13.8%	26.1%	25.5%	-24.2%			
EBITDA	615.9	621.5	561.4	616.5	774.2	652.6	0.1%	24.6%	16.2%
YoY %	27.1%	0.9%	-9.7%	27.2%	25.6%	-15.7%			
순이익	200.2	249.8	237.8	175.9	270.1	200.3	-12.2%	8.2%	-15.8%
YoY %	80.0%	24.7%	-4.8%	58.1%	53.6%	-25.9%			

자료: 포스코대우, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	5,455.1	5,390.2	5,359.3	5,321.0	5,850.1	5,846.5	5,821.4	5,642.2	7.2%	8.5%	8.6%	6.0%
YoY %	4.4%	-11.9%	-2.4%	-3.1%	12.0%	-4.5%	6.0%	-1.6%				
QoQ %	-0.7%	-1.2%	-0.6%	-0.7%	2.0%	-0.1%	-0.4%	-3.1%				
영업이익	106.9	109.6	111.6	109.4	138.1	119.8	123.6	122.0	29.1%	9.3%	10.8%	11.5%
YoY %	-3.1%	13.2%	13.8%	-6.7%	25.2%	23.7%	26.1%	26.9%				
QoQ %	-8.8%	2.5%	1.8%	-1.9%	43.6%	-13.2%	3.1%	-1.3%				
EBITDA	152.9	155.6	157.6	155.4	205.7	187.5	191.3	189.7	34.5%	20.5%	21.4%	22.0%
YoY %	-6.6%	7.4%	9.4%	-4.8%	25.6%	29.4%	32.8%	15.8%				
QoQ %	-6.3%	1.8%	1.2%	-1.3%	25.6%	-8.9%	20%	-0.8%				
순이익	42.6	57.9	71.9	77.3	53.9	52.2	71.8	92.2	26.3%	-9.9%	-0.1%	19.3%
YoY %	-53.5%	174.9%	273.3%	13.5%	-41.3%	147.8%	273.0%	110.7%				
QoQ %	-37.5%	35.9%	24.0%	7.6%	23.0%	-3.0%	37.5%	28.5%				

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 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,681	5,048	5,427	5,739	6,061
현금및현금성자산	174	178	628	1,007	1,351
매출채권및기타채권	3,433	3,480	3,421	3,372	3,356
재고자산	767	1,109	1,098	1,083	1,078
비유동자산	3,608	4,122	3,927	3,728	3,529
장기금융자산	469	389	389	389	389
유형자산	666	1,325	1,129	930	731
무형자산	1,663	1,625	1,625	1,625	1,625
자산총계	8,289	9,170	9,353	9,467	9,590
유동부채	4,305	4,938	4,908	4,883	4,875
단기금융부채	2,246	2,841	2,841	2,841	2,841
매입채무 및 기타채무	1,791	1,822	1,792	1,767	1,759
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,480	1,380	1,380	1,380	1,380
장기금융부채	1,373	1,253	1,253	1,253	1,253
장기매입채무 및 기타채무	5	1	1	1	1
장기충당부채	88	64	64	64	64
부채총계	5,785	6,318	6,287	6,263	6,254
지배주주지분	2,516	2,810	3,023	3,162	3,293
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	1,644	1,853	1,991	2,123
비자본주주지분	(12)	43	43	43	43
자본총계	2,504	2,852	3,066	3,204	3,336
부채와자본총계	8,289	9,170	9,353	9,467	9,590

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	807	354	775	704	669
당기순이익(순실)	122	167	270	200	193
비현금성항목등	392	555	462	462	462
유형자산감가상각비	166	215	271	271	271
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(225)	(340)	(192)	(192)	(192)
운전자본감소(증가)	371	(266)	42	41	14
매출채권및기타채권의 감소증가)	(348)	(30)	57	47	16
재고자산감소(증가)	4	(342)	11	15	5
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	597	(28)	(26)	(22)	(7)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	52	81	69	69	69
투자활동현금흐름	(197)	(203)	(75)	(72)	(72)
금융자산감소(증가)	(38)	63	0	0	0
유형자산감소(증가)	(93)	(71)	(75)	(72)	(72)
무형자산감소(증가)	(64)	(103)	0	0	0
기타	(2)	(92)	0	0	0
재무활동현금흐름	(661)	(146)	(62)	(62)	(62)
단기금융부채증가(감소)	(338)	(273)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(271)	180	0	0	0
자본의증가(감소)	2	2	0	0	0
배당금의 지급	57	57	62	62	62
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(51)	5	449	379	344
기초현금	225	174	178	628	1,007
기말현금	174	178	628	1,007	1,351
FCF	502	216	626	536	460

자료 : 포스코대우, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,492	22,572	23,160	22,158	22,191
매출원가	15,356	21,263	21,565	20,732	20,826
매출총이익	1,136	1,309	1,595	1,426	1,365
매출총이익률 (%)	6.9	5.8	6.9	6.4	6.2
판매비와관리비	818	907	1,092	1,045	1,046
영업이익	318	401	504	382	319
영업이익률 (%)	1.9	1.8	2.2	1.7	1.4
비영업손익	(144)	(153)	(155)	(123)	(70)
순금융비용	361	312	258	292	347
외환관련손익	5	(1)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	25	31	15	13	12
세전계속사업이익	175	248	349	258	249
세전계속사업이익률 (%)	1.1	1.1	1.5	1.2	1.1
계속사업법인세	52	81	78	58	56
계속사업이익	122	167	270	200	193
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	122	167	270	200	193
순이익률 (%)	0.7	0.7	1.2	0.9	0.9
지배주주	111	176	270	200	193
지배주주구속 순이익률(%)	0.7	0.8	1.2	0.9	0.9
비지배주주	11	(9)	0	0	0
총포괄이익	139	74	270	200	193
지배주주	130	83	270	200	193
비지배주주	9	(10)	0	0	0
EBITDA	485	616	774	653	590

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(5.9)	36.9	2.6	(4.3)	0.1
영업이익	(13.7)	26.1	25.5	(24.2)	(16.5)
세전계속사업이익	30.8	42.0	40.6	(25.9)	(3.6)
EBITDA	(103)	27.2	25.6	(15.7)	(9.6)
EPS(계속사업)	(13.7)	45.9	66.4	(25.9)	(3.6)
수익성 (%)					
ROE	4.5	6.6	9.3	6.5	6.0
ROA	1.5	1.9	2.9	2.1	2.0
EBITDA/마진	2.9	2.7	3.3	2.9	2.7
안정성 (%)					
유동비율	108.7	102.2	110.6	117.5	124.3
부채비율	231.1	221.5	205.1	195.4	187.5
순자기자본/자기자본	121.1	118.8	95.9	79.9	66.4
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	0.1	0.1	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	977	1,426	2,372	1,759	1,695
BPS	20,800	21,406	25,066	26,283	27,436
CFPS	3,416	3,933	5,804	4,976	4,548
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	27.6	12.7	9.7	13.0	13.5
PER(최저)					
PBR(최고)	1.3	0.8	0.9	0.9	0.8
PBR(최저)					
PCR	7.9	4.6	3.9	4.6	5.0
EV/EBITDA(최고)	12.6	9.1	3.6	4.3	4.8
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



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

Company Data

자본금	194 십억원
발행주식수	3,876 만주
자사주	10 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,058 십억원
주요주주	
(주)엘지(외4)	26.29%
국민연금공단	13.28%
외국인지분율	16.20%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(18/04/01)	27,300 원
KOSPI	2445.85 pt
52주 Beta	0.58
52주 최고가	33,700 원
52주 최저가	26,000 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.6%	-0.2%
6개월	0.0%	-2.1%
12개월	-13.9%	-23.8%

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

지금 valuation 이라면 물류 모멘텀 기대 가능

1Q18 영업이익은 608 억원으로 추정되어 컨센서스에 사실상 부합할 것으로 판단함. 실적호조의 원인은 유가를 비롯한 전체적인 commodity 가격 상승에서 있음. 다만 동사에게 있어서 실적보다 더 중요한 것은 무역부문의 성장 여부임. 자속적인 외형 성장세는 올 해도 이어질 수 있을 것으로 기대되는데, 현재 역사적 저점 수준인 PBR 0.6x 레벨에서는 충분히 매력 포인트가 될 수 있음

1Q18 영업이익 608 억원(QoQ +128.8% / YoY -25.3%) 추정

3/30 기준 컨센서스 644 억원 대비 -5.5% 하회하는 수치임. 사실상 기대치에 부합하는 수준으로 판단함. 기본적으로 유가와 석탄을 비롯한 전체적인 commodity 가격 상승으로 E&P 와 무역의 고른 강세 기대됨. Dubai 유는 3Q \$49.9/bbl → 4Q \$59.0/bbl → 1Q \$63.5/bbl 로 꾸준하게 상승세를 보이고 있고, 동사에 특화된 석탄가격도 4Q \$99.2/t → 1Q \$101.7/t 으로 상승세를 이어갔음

무역의 성장여부에 주목

지난 2017년 11월 LG 상사는 (주)LG로의 지분 매각이 결정되었음. 이로 인해서 우려되고 있는 물류부분의 내부거래 규제는 일단 없는 것으로 파악됨. 물론 현재 일감 몰아주기 규제를 더욱 강화하는 방안이 논의 중이지만, 당장에는 일단 물류 부분의 성장 여부 자체에만 주목해도 무방할 것으로 예상함. 지난 해 물류부분의 매출액은 2.9 조원에서 3.5 조원으로 상승했는데 올 해도 역시 외형성장은 있을 것으로 기대됨. 동사의 PBR 이 역사적 저점 수준인 0.6x 레벨에서 거래되고 있기 때문에 충분한 매력이 될 수 있음

목표주가 38,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익 추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 유지함. 참고로 지난 3월 28일 동사는 공시를 통해 세무조사에 따른 벌금 부과를 알린 바 있음. 총 금액은 공시 상 약 588 억원으로 발표가 되었음. 현 시점에서는 차후 어떠한 결과가 발생할지 알 수 없음. 공시 시점 상 1 분기 중 비용(세금관련)이 발생할 가능성도 있음을 감안해야 함. 그러나 어떤 경우든 fundamental 저해 요인은 아니기 때문에 목표주가 변동요인은 아님

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	13,224.5	11,966.7	12,827.2	14,395.1	15,480.1	16,389.5
yoY	%	16.3	(9.5)	7.2	12.2	7.5	5.9
영업이익	십억원	81.7	174.1	212.3	224.6	240.4	257.4
yoY	%	(52.5)	113.1	21.9	5.8	7.0	7.1
EBITDA	십억원	136.5	228.1	291.8	338.7	354.5	371.5
세전이익	십억원	(215.2)	133.2	177.9	186.3	199.2	220.0
순이익(자배주주)	십억원	(235.4)	58.1	60.2	108.3	115.8	127.9
영업이익률%	%	0.6	1.5	1.7	1.6	1.6	1.6
EBITDA%	%	1.0	1.9	2.3	2.4	2.3	2.3
순이익률	%	(1.6)	1.1	1.4	1.3	1.3	1.3
EPS	원	(6,074)	1,500	1,553	2,794	2,987	3,299
PER	배	(5.6)	19.5	17.5	9.8	9.1	8.3
PBR	배	1.2	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	18.1	9.9	7.0	6.3	3.0	2.8
ROE	%	(17.9)	4.8	4.9	8.4	7.9	7.9
순차입금	십억원	1,156	1,123	991	1,066	954	836
부채비율	%	248.8	214.7	213.3	196.6	186.9	177.4

1Q18 preview

	(단위 %, 십억원)								
	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,057.8	3,015.3	3,311.8	3,442.3	3,502.3	14.5	1.7	3,191.5	9.7
영업이익	81.4	39.2	65.0	26.6	60.8	(25.3)	128.9	64.4	(5.5)
세전이익	75.1	34.2	55.2	13.4	50.7	(32.5)	278.5	56.9	(10.9)
지배순이익	45.8	6.5	21.9	(14.0)	29.5	(35.6)	(310.8)	30.8	(4.3)
영업이익률	2.7	1.3	2.0	0.8	1.7	(0.9)	1.0	2.0	(0.3)
세전이익률	2.5	1.1	1.7	0.4	1.4	(1.0)	1.1	1.8	(0.3)
지배주주순이익률	1.5	0.2	0.7	(0.4)	0.8	(0.7)	1.2	1.0	(0.1)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	7.6%	ROE(지배주주지분)	4.9%	7.7%	7.6%	7.6%	7.6%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	7.6%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.11						
1Q19E BPS(지배주주지분)	33,787						
Target Price	37,544						

자료: LG 상사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	(6,074)	2,816	3,063	3,377	3,701
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,066				
2Q19E EPS	2,816				
2Q20E EPS	3,063				

Multiple	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5	15.0	15.5
TP by weighted EPS	33,727	35,260	36,793	38,326	39,859	41,392	42,925	44,458	45,991	47,524
TP by 2Q19E EPS	30,976	32,384	33,792	35,200	36,608	38,016	39,424	40,832	42,240	43,648
TP by 2Q20E EPS	33,690	35,221	36,752	38,284	39,815	41,346	42,878	44,409	45,940	47,472

자료: LG 상사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

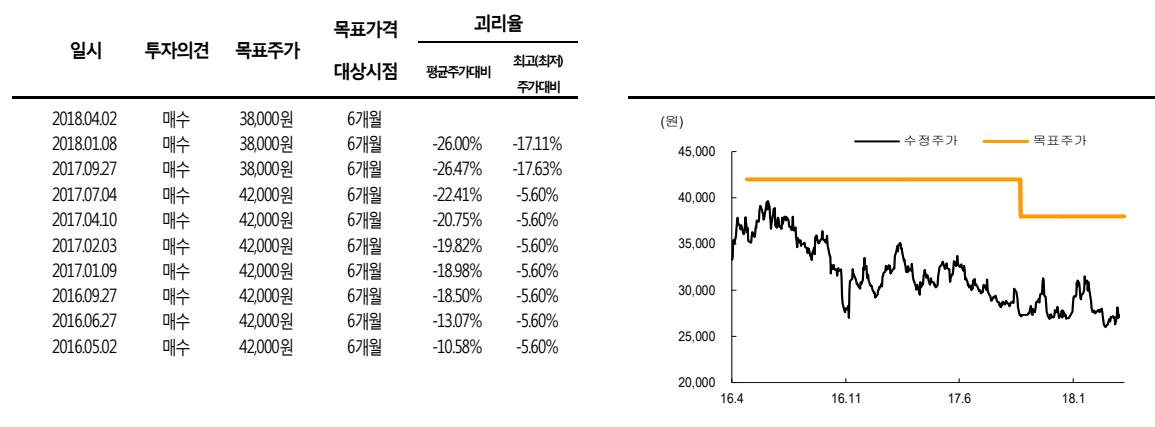
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	12,735.5	13,940.9	14,815.2	12,827.2	14,395.1	15,480.1	0.7%	3.3%	4.5%
YoY %	6.4%	9.5%	6.3%	7.2%	12.2%	7.5%			
영업이익	237.3	232.8	261.1	212.3	224.6	240.4	-10.6%	-3.5%	-7.9%
YoY %	36.3%	-1.9%	12.1%	21.9%	5.8%	7.0%			
EBITDA	307.9	310.8	339.1	291.8	338.7	354.5	-5.2%	9.0%	4.5%
YoY %	35.0%	1.0%	9.1%	27.9%	16.1%	4.6%			
순이익	101.9	115.0	125.5	60.2	108.3	115.8	-40.9%	-5.9%	-7.7%
YoY %	75.3%	12.9%	9.1%	3.5%	79.9%	6.9%			

자료: LG 상사, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	3,423.2	3,446.7	3,510.2	3,560.7	3,502.3	3,560.6	3,635.1	3,697.0	2.3%	3.3%	3.6%	3.8%
YoY %	11.9%	14.3%	6.0%	6.3%	14.5%	18.1%	9.8%	7.4%				
QoQ %	22%	0.7%	1.8%	1.4%	1.7%	1.7%	2.1%	1.7%				
영업이익	63.1	56.0	57.5	56.2	60.8	56.1	58.3	49.4	-3.6%	0.2%	1.3%	-12.0%
YoY %	-22.5%	42.7%	-11.5%	8.7%	-25.3%	43.0%	-10.3%	85.9%				
QoQ %	22.1%	-11.2%	2.7%	-24%	128.9%	-7.8%	3.9%	-15.2%				
EBITDA	82.6	75.5	77.0	75.7	89.4	84.6	86.8	77.9	8.2%	12.1%	12.7%	3.0%
YoY %	-15.1%	37.6%	-8.8%	6.3%	-8.2%	54.2%	2.7%	41.4%				
QoQ %	16.1%	-8.6%	20%	-1.8%	62.2%	-5.3%	2.6%	-10.2%				
순이익	31.2	27.7	28.5	27.7	29.5	27.0	28.5	23.4	-5.4%	-2.4%	0.0%	-15.8%
YoY %	-31.9%	325.8%	29.7%	0.1%	-35.6%	315.6%	29.6%	흑전				
QoQ %	12.5%	-11.3%	2.9%	-2.5%	흑전	-8.4%	5.4%	-17.9%				

자료: LG 상사, 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 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,672	2,554	2,892	3,153	3,432
현금및현금성자산	311	395	320	432	550
매출채권및기타채권	1,444	1,330	1,672	1,772	1,879
재고자산	517	598	643	680	719
비유동자산	2,505	2,413	2,387	2,368	2,354
장기금융자산	241	225	225	225	225
유형자산	552	553	526	507	493
무형자산	945	882	882	882	882
자산총계	5,177	4,968	5,279	5,521	5,786
유동부채	2,098	2,130	2,247	2,344	2,449
단기금융부채	239	295	295	295	295
매입채무 및 기타채무	1,528	1,577	1,694	1,791	1,896
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,434	1,252	1,252	1,252	1,252
장기금융부채	1,297	1,111	1,111	1,111	1,111
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	14	21	21	21	21
부채총계	3,532	3,382	3,499	3,596	3,701
지배주주지분	1,249	1,194	1,389	1,534	1,694
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	961	1,096	1,240	1,401
비자본주주지분	396	391	391	391	391
자본총계	1,645	1,585	1,780	1,925	2,085
부채와자본총계	5,177	4,968	5,279	5,521	5,786

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	230	181	(4)	238	251
당기순이익(순실)	85	88	144	154	170
비현금성항목등	156	197	129	129	129
유형자산감가상각비	54	80	114	114	114
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(102)	(117)	(15)	(15)	(15)
운전자본감소(증가)	81	(5)	(278)	(45)	(48)
매출채권및기타채권의 감소증가)	81	120	(337)	(96)	(102)
재고자산감소(증가)	207	(81)	(45)	(37)	(40)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(166)	33	105	87	94
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(218)	(10)	(88)	(95)	(100)
금융자산감소(증가)	(41)	70	0	0	0
유형자산감소(증가)	(77)	(70)	(88)	(95)	(100)
무형자산감소(증가)	(49)	(29)	0	0	0
기타	(51)	19	0	0	0
재무활동현금흐름	(238)	(67)	(10)	(10)	(10)
단기금융부채증가(감소)	(210)	(48)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	1	4	0	0	0
배당금의 지급	20	19	10	10	10
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(218)	84	(75)	112	119
기초현금	529	311	395	320	432
기말현금	311	395	320	432	550
FCF	196	213	(96)	153	157

자료 : LG상사, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,967	12,827	14,395	15,480	16,390
매출원가	11,221	12,077	13,580	14,605	15,460
매출총이익	746	751	815	875	929
매출총이익률 (%)	6.2	5.9	5.7	5.7	5.7
판매비와관리비	572	538	590	635	672
영업이익	174	212	225	240	257
영업이익률 (%)	1.5	1.7	1.6	1.6	1.6
비영업순익	(41)	(34)	(38)	(41)	(37)
순금융비용	91	34	17	15	20
외환관련손익	(9)	31	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	3	15	29	28	27
세전계속사업이익	133	178	186	199	220
세전계속사업이익률 (%)	11	14	13	13	13
계속사업법인세	48	90	42	45	49
계속사업이익	85	88	144	154	170
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	85	88	144	154	170
순이익률 (%)	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0
지배주주	58	60	108	116	128
지배주주구속 순이익률(%)	0.5	0.5	0.8	0.7	0.8
비지배주주	27	28	36	39	43
총포괄이익	82	(43)	144	154	170
지배주주	58	(45)	108	116	128
비지배주주	24	2	36	39	43
EBITDA	228	292	339	354	372

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(9.5)	7.2	12.2	7.5	5.9
영업이익	113.1	21.9	5.8	7.0	7.1
세전계속사업이익	흑전	33.6	4.7	6.9	10.4
EBITDA	67.1	27.9	16.1	4.6	4.8
EPS(계속사업)	흑전	3.5	79.9	6.9	10.4
수익성 (%)					
ROE	4.8	4.9	8.4	7.9	7.9
ROA	1.6	1.7	2.8	2.9	3.0
EBITDA/마진	19	23	24	23	23
안정성 (%)					
유동비율	127.3	119.9	128.7	134.5	140.2
부채비율	214.7	213.3	196.6	186.9	177.4
순자본/자기자본	68.3	62.5	59.9	49.6	40.1
EBITDA/이자비용(배)	0.6	0.3	0.2	0.1	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,500	1,553	2,794	2,987	3,299
BPS	28,873	27,726	32,744	36,477	40,626
CFPS	4,253	4,767	7,435	7,750	8,091
주당 현금배당금	250	250	250	250	250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.5	17.5	9.8	9.1	8.3
PER(최저)	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
PBR(최고)	6.9	5.7	3.7	3.5	3.4
PBR(최저)	9.9	7.0	6.3	3.0	2.8

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	21,089 십억원
주요주주	
한국산업은행(외1)	32.93%
정부	18.20%
외국인지분률	30.30%
배당수익률	2.40%

Stock Data

주가(18/04/01)	32,850 원
KOSPI	2445.85 pt
52주 Beta	0.36
52주 최고가	46,700 원
52주 최저가	30,850 원
60일 평균 거래대금	45 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.8%	-1.5%
6개월	-15.8%	-17.5%
12개월	-29.5%	-37.6%

한국전력 (015760/KS | 매수(유지) | T.P 45,000 원(하향))

PBR 0.26x, 그리고 정책기대감

1Q18 영업이익은 645 억원으로 추정되어 컨센서스를 -91.0% 하회할 것으로 판단함. 낮은 원전가동률과 유가상승으로 인한 전력구입비 상승, 석탄/LNG 가격 상승에 따른 연료비 상승이 실적악화의 직격탄임. 현재 한전의 영업환경은 매우 부정적임. 때문에 PBR valuation 또한 역사적인 최저점인 0.26x 수준에 도달하였음. 늘 최악의 환경에서 우호적 정책이 발표되었던 것을 생각한다면 오히려 자금 valuation은 관심요인이 될 수 있음

1Q18 영업이익 645 억원(QoQ 흑전 / YoY -95.6%) 추정

3/30 기준 컨센서스 7,219 억원 대비 -91.0% 하회하는 수치임. 실적 약세의 가장 큰 원인은 역시 전력구입비의 증대임. 원전 가동률이 낮게 유지되는 가운데 SMP의 기준 지표가 되는 유가가 지속적으로 반등세(Dubai 유는 3Q \$49.9/bbl → 4Q \$59.0/bbl → 1Q \$63.5/bbl)를 보인 것이 주요 원인임. 연료비 또한 석탄 가격의 상승(4Q \$99.2/t → 1Q \$101.7/t)과 유가와 동반한 LNG 가격의 상승으로 인해 부담요인이 될 것임.

위기에서 정책이 나올 수 있을까?

동사의 PBR 은 0.26x 수준으로 역사적 최저점에 이미 근접하여 있음. 물론 현재 유가 강세는 당분간 이어질 가능성이 높고, 문재인 정부 이후 에너지 대책이 한국전력에 우호적이지는 않기 때문에 현재 valuation에 당위성이 없는 것은 아님. 그렇지만 역사적으로 한국전력의 위기는 원재료 가격 상승과 비우호적 정책환경에서 발생하였고, 그 국면에서 위기를 타개하기 위한 대책들이 나왔던 것을 기억해야 함. 이미 지난 분기 적자를 시현하였고 지속적으로 실적 위기가 이어진다면, 이미 거론되었던 산업용 전기요금 인상을 비롯해 다양한 대책들이 나올 수 있음을 생각해야 함

목표주가 50,000 원 → 45,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치의 하향분을 반영하여 목표주가 역시 하향 조정함. 아직 어떠한 것도 기대할 수 없는 상황이지만, 이미 역사적 최저점에 도달한 valuation 과 전반적인 자산가격의 risk를 감안하다면 한 번쯤은 돌아볼 만한 주가 수준인 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	58,957.7	60,190.4	59,814.9	58,743.4	59,983.5	60,950.4
yoY	%	2.6	2.1	(0.6)	(1.8)	2.1	1.6
영업이익	십억원	11,346.7	12,001.6	4,953.2	4,175.8	5,583.6	6,470.1
yoY	%	96.1	5.8	(58.7)	(15.7)	33.7	15.9
EBITDA	십억원	19,688.1	20,962.6	14,726.9	14,145.7	15,553.5	16,440.0
세전이익	십억원	18,655.8	10,513.5	3,614.2	2,372.6	3,115.5	4,002.0
순이익(지배주주)	십억원	13,289.1	7,048.6	1,298.7	1,783.6	2,342.1	3,008.5
영업이익률%	%	19.2	19.9	8.3	7.1	9.3	10.6
EBITDA%	%	33.4	34.8	24.6	24.1	25.9	27.0
순이익률	%	31.6	17.5	6.0	4.0	5.2	6.6
EPS	원	20,701	10,980	2,023	2,778	3,648	4,686
PER	배	24	4.0	18.9	11.8	9.0	7.0
PBR	배	0.44	0.36	0.31	0.26	0.25	0.24
EV/EBITDA	배	3.9	3.3	4.6	4.4	4.0	3.8
ROE	%	22.1	10.2	1.8	2.5	3.2	3.9
순차입금	십억원	43,800	41,016	43,108	41,089	40,867	41,260
부채비율	%	157.9	143.4	149.1	145.5	142.0	137.4

1Q18 preview

	(단위 %, 십억원)								
	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	15,146.6	12,925.5	16,187.7	15,555.0	15,371.8	1.5	(1.2)	15,742.8	(2.4)
영업이익	1,463.2	846.5	2,772.9	(129.4)	64.5	(95.6)	(149.8)	712.9	(91.0)
세전이익	1,389.6	583.2	2,186.9	(545.5)	(440.7)	(131.7)	(19.2)	424.3	(203.9)
지배순이익	866.9	327.2	1,493.0	(1,388.4)	(331.3)	(138.2)	(76.1)	264.4	(225.3)
영업이익률	9.7	6.5	17.1	(0.8)	0.4	(9.2)	1.3	4.5	(4.1)
세전이익률	9.2	4.5	13.5	(3.5)	(2.9)	(12.0)	0.6	2.7	(5.6)
지배주주순이익률	5.7	2.5	9.2	(8.9)	(2.2)	(7.9)	6.8	1.7	(3.8)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	3.9%	ROE(지배주주지분)	1.8%	3.7%	3.3%	4.2%	4.9%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	3.9%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.35						
1Q19E BPS(지배주주지분)	128,084						
Target Price	44,268						

자료: 한국전력 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	10,980	4,253	3,885	5,066	6,260
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	4,543				
2Q19E EPS	4,253				
2Q20E EPS	3,885				
Multiple	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0
TP by weighted EPS	27,257	31,800	36,342	40,885	45,428
TP by 2Q19E EPS	25,519	29,773	34,026	38,279	42,532
TP by 2Q20E EPS	23,311	27,197	31,082	34,967	38,852
Multiple	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0
TP by weighted EPS	49,971	54,514	59,056	63,599	68,142
TP by 2Q19E EPS	46,786	51,039	55,292	59,545	63,798
TP by 2Q20E EPS	42,738	46,623	50,508	54,393	58,278

자료: 한국전력 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

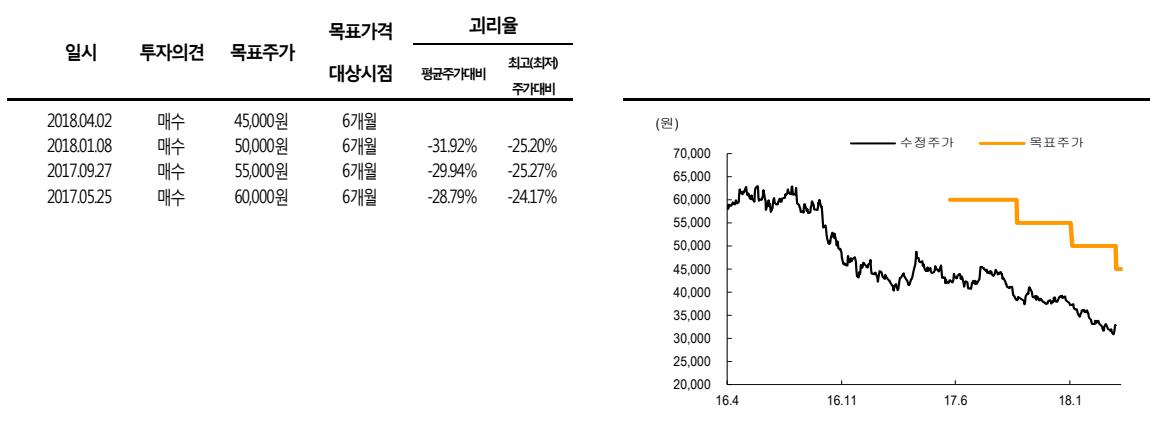
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	59,784.3	63,835.2	64,442.0	59,814.9	58,743.4	59,983.5	0.1%	-8.0%	-6.9%
YoY %	-0.7%	6.8%	1.0%	-0.6%	-1.8%	2.1%			
영업이익	6,054.8	6,047.7	6,626.0	4,953.2	4,175.8	5,583.6	-18.2%	-31.0%	-15.7%
YoY %	-49.5%	-0.1%	9.6%	-58.7%	-15.7%	33.7%			
EBITDA	15,790.9	15,866.9	16,445.2	14,726.9	14,145.7	15,553.5	-6.7%	-10.8%	-5.4%
YoY %	-24.7%	0.5%	3.6%	-29.7%	-3.9%	10.0%			
순이익	3,035.8	2,988.3	3,347.2	1,298.7	1,783.6	2,342.1	-57.2%	-40.3%	-30.0%
YoY %	-56.9%	-16%	12.0%	-81.6%	37.3%	31.3%			

자료: 한국전력, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	16,640.2	14,221.1	17,377.5	15,596.4	15,371.8	12,904.3	16,124.0	14,343.3	-7.6%	-9.3%	-7.2%	-8.0%
YoY %	9.9%	10.0%	7.3%	0.5%	1.5%	-0.2%	-0.4%	-7.8%				
QoQ %	7.2%	-14.5%	22.2%	-10.2%	-1.2%	-16.1%	25.0%	-11.0%				
영업이익	1,339.6	1,462.8	2,106.1	1,139.3	64.5	650.8	2,293.8	1,166.7	-95.2%	-55.5%	8.9%	2.4%
YoY %	-8.4%	72.8%	-24.0%	17.2%	-95.6%	-23.1%	-17.3%	흑전				
QoQ %	37.8%	9.2%	44.0%	-45.9%	흑전	909.3%	252.4%	-49.1%				
EBITDA	3,794.4	3,917.6	4,560.9	3,594.1	2,557.0	3,143.3	4,786.3	3,659.1	-32.6%	-19.8%	4.9%	1.8%
YoY %	-1.9%	19.8%	-12.8%	4.9%	-33.9%	-3.8%	-8.4%	54.8%				
QoQ %	10.7%	3.2%	16.4%	-21.2%	8.2%	22.9%	52.3%	-23.5%				
순이익	608.2	738.1	1,189.8	452.3	(331.3)	181.7	1,373.3	559.9	-154.5%	-75.4%	15.4%	23.8%
YoY %	-29.8%	125.6%	-20.3%	29.7%	적전	-44.5%	-8.0%	흑전				
QoQ %	74.4%	21.4%	61.2%	-62.0%	적지	흑전	655.9%	-59.2%				

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 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	19,709	19,142	19,991	20,505	20,340
현금및현금성자산	3,051	2,370	4,389	4,611	4,218
매출채권및기타채권	7,523	7,635	7,026	7,179	7,298
재고자산	5,479	6,002	5,543	5,660	5,752
비유동자산	158,129	162,647	163,043	164,526	167,356
장기금융자산	3,618	2,888	2,039	2,039	2,039
유형자산	145,743	150,882	152,128	153,611	156,441
무형자산	983	1,190	1,190	1,190	1,190
자산총계	177,837	181,789	183,035	185,031	187,695
유동부채	24,739	23,424	23,067	23,156	23,226
단기금융부채	9,064	9,326	9,326	9,326	9,326
매입채무 및 기타채무	4,109	4,587	4,230	4,319	4,389
단기충당부채	2,000	2,137	2,137	2,137	2,137
비유동부채	80,047	85,400	85,400	85,400	85,400
장기금융부채	45,256	46,267	46,267	46,267	46,267
장기매입채무 및 기타채무	3,041	2,831	2,831	2,831	2,831
장기충당부채	13,435	16,232	16,232	16,232	16,232
부채총계	104,786	108,824	108,467	108,556	108,626
지배주주지분	71,724	71,681	73,284	75,192	77,786
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	53,371	54,702	56,609	59,204
비자본주주지분	1,327	1,283	1,283	1,283	1,283
자본총계	73,051	72,965	74,568	76,475	79,069
부채와자본총계	177,837	181,789	183,035	185,031	187,695

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	16,445	11,143	19,373	18,928	19,660
당기순이익(순실)	7,148	1,441	1,839	2,415	3,102
비현금성항목등	16,694	16,493	16,720	16,720	16,720
유형자산감가상각비	8,961	9,774	9,970	9,970	9,970
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(7,733)	(6,719)	(6,750)	(6,750)	(6,750)
운전자본감소(증가)	(2,309)	(2,791)	815	(206)	(161)
매출채권및기타채권의 감소증가)	(370)	(219)	585	(146)	(114)
재고자산감소(증가)	(533)	(523)	459	(117)	(91)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	653	327	(229)	57	45
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	3,365	2,173	3,205	3,205	3,205
투자활동현금흐름	(9,570)	(12,500)	(11,216)	(11,453)	(12,800)
금융자산감소(증가)	2,732	519	0	0	0
유형자산감소(증가)	(11,821)	(12,450)	(11,216)	(11,453)	(12,800)
무형자산감소(증가)	(124)	(143)	0	0	0
기타	(358)	(426)	0	0	0
재무활동현금흐름	(7,637)	746	(507)	(507)	(507)
단기금융부채증가(감소)	(50)	370	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(5,566)	1,776	0	0	0
자본의증가(감소)	208	86	0	0	0
배당금의 지급	2,105	1,356	507	507	507
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(732)	(682)	2,019	222	(393)
기초현금	3,783	3,051	2,370	4,389	4,611
기말현금	3,051	2,370	4,389	4,611	4,218
FCF	6,071	(2,980)	2,789	2,642	2,027

자료 : 한국전력, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	60,190	59,815	58,743	59,984	60,950
매출원가	45,550	52,099	50,998	50,755	50,777
매출총이익	14,641	7,716	7,745	9,228	10,174
매출총이익률 (%)	24.3	12.9	13.2	15.4	16.7
판매비와관리비	2,639	2,763	3,569	3,645	3,704
영업이익	12,002	4,953	4,176	5,584	6,470
영업이익률 (%)	19.9	8.3	7.1	9.3	10.6
비영업손익	(1,488)	(1,339)	(1,803)	(2,468)	(2,468)
순금융비용	598	266	765	93	88
외환관련손익	(290)	1,075	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(137)	(108)	70	76	81
세전계속사업이익	10,513	3,614	2,373	3,115	4,002
세전계속사업이익률 (%)	17.5	6.0	4.0	5.2	6.6
계속사업법인세	3,365	2,173	534	701	900
계속사업이익	7,148	1,441	1,839	2,415	3,102
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	7,148	1,441	1,839	2,415	3,102
순이익률 (%)	11.9	2.4	3.1	4.0	5.1
지배주주	7,049	1,299	1,784	2,342	3,008
지배주주구속 순이익률(%)	11.7	2.2	3.0	3.9	4.9
비지배주주	100	143	55	72	93
총포괄이익	7,146	1,347	1,839	2,415	3,102
지배주주	7,042	1,230	1,784	2,342	3,008
비지배주주	104	116	55	72	93
EBITDA	20,963	14,727	14,146	15,553	16,440

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	2.1	(0.6)	(1.8)	2.1	1.6
영업이익	58	(58.7)	(15.7)	33.7	15.9
세전계속사업이익	(43.6)	(65.6)	(34.4)	31.3	28.5
EBITDA	6.5	(29.7)	(3.9)	10.0	5.7
EPS(계속사업)	(47.0)	(81.6)	37.3	31.3	28.5
수익성 (%)					
ROE	10.2	1.8	2.5	3.2	3.9
ROA	4.0	0.8	1.0	1.3	1.7
EBITDA/마진	34.8	24.6	24.1	25.9	27.0
안정성 (%)					
유동비율	79.7	81.7	86.7	88.6	87.6
부채비율	143.4	149.1	145.5	142.0	137.4
순자본/자기자본	56.1	59.1	55.1	53.4	52.2
EBITDA/이자비용(배)	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,980	2,023	2,778	3,648	4,686
BPS	122,894	124,599	127,096	130,067	134,108
CFPS	26,670	18,302	20,571	22,271	23,341
주당 현금배당금	1,980	790	790	790	790
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.0	18.9	11.8	9.0	7.0
PER(최저)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
PBR(최고)	1.7	2.1	1.6	1.5	1.4
PBR(최저)	33	4.6	4.4	4.0	3.8

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	4,473 십억원
주요주주	
기획재정부(외1)	46.62%
국민연금공단	8.17%
외국인지분율	10.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/04/01)	48,450 원
KOSPI	2,445.85 pt
52주 Beta	0.48
52주 최고가	53,700 원
52주 최저가	40,600 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.6%	4.8%
6개월	15.1%	12.7%
12개월	7.1%	-5.2%

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

추운 겨울에 유가도 올랐다

1Q18 영업이익은 9,719 억원으로 추정되어 컨센서스를 +2.9% 상회할 것으로 판단함. 올 추운 겨울 탓에 난방수요가 호조였고, 유가상승이 있었다는 것도 감안해야 함. 단기적인 실적뿐만 아니라 중장기적인 매력도 높음. 가스시대에 진입하면서 인프라 투자가 늘어날 경우 요금기저증대가 될 뿐만 아니라, 금리인상기 진입으로 투자보수율의 자연증분도 있기 때문임. PBR은 0.7x 수준으로 주가 상승에도 불구하고 여전히 부담되지 않음

1Q18 영업이익 9,719 억원(QoQ +114.8% / YoY +17.6%) 추정

3/30 기준 컨센서스 9,448 억원 대비 +2.9% 상회하는 수치임. 동절기 성수기를 맞아 실적이 호전되는 것은 KOGAS로서는 당연한 현상이지만, 올 겨울 난방수요가 예전보다 높았던 것은 월간판매물량을 통해서도 확인 됨. 1~2 월 누적 557 만톤을 판매하여 전년동기 485 만톤을 훌쩍 뛰어넘은 상황임. 게다가 유가도 Dubai 기준 3Q \$49.9/bbl → 4Q \$59.0/bbl → 1Q \$63.5/bbl 으로 꾸준하게 상승하여 E&P에 있어서도 호재 예상됨

중장기 관점에서 매력도는 여전히 높음

전 세계가 탈석유에 이은 가스 시대에 진입하고 있는 상황임. 그만큼 동사는 인프라 투자 증대에 그에 따른 요금기저 증대를 기대할 수 있기 때문에 호재로 파악될 만한 요소가 많음. 게다가 기준금리가 인상되는 시점이기 때문에 투자보수율의 자연스러운 증대도 기대할 수 있음. 0.7x 수준의 PBR valuation 도 여전히 부담되지 않음

목표주가 60,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익 추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	26,052.7	21,108.1	22,172.3	25,669.1	25,252.2	24,251.9
yoY	%	(30.1)	(19.0)	5.0	15.8	(1.6)	(4.0)
영업이익	십억원	1,007.8	998.2	1,033.9	999.4	1,074.3	1,240.5
yoY	%	(6.0)	(1.0)	3.6	(3.3)	7.5	15.5
EBITDA	십억원	2,354.6	2,615.4	2,749.5	2,760.5	2,835.4	3,001.6
세전이익	십억원	276.8	(769.0)	(1,250.2)	601.8	569.1	718.8
순이익(자배주주)	십억원	319.2	(613.0)	(1,205.1)	466.4	441.1	557.1
영업이익률%	%	3.9	4.7	4.7	3.9	4.3	5.1
EBITDA%	%	9.0	12.4	12.4	10.8	11.2	12.4
순이익률	%	1.1	(3.6)	(5.6)	2.3	2.3	3.0
EPS	원	3,458	(6,641)	(13,055)	5,052	4,778	6,035
PER	배	10.7	(7.3)	(3.3)	9.6	10.1	8.0
PBR	배	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	12.2	10.3	8.9	9.6	8.6	7.8
ROE	%	3.2	(6.3)	(14.0)	6.1	5.8	6.8
순차입금	십억원	25,301	22,427	20,631	21,990	19,853	19,060
부채비율	%	321.5	322.7	356.2	409.3	382.6	359.2

1Q18 preview

	(단위 %, 십억원)								
	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	7,718.2	4,025.8	3,864.3	6,564.1	7,231.9	(6.3)	10.2	8,008.8	(9.7)
영업이익	826.7	(34.2)	(211.1)	452.5	971.9	17.6	114.8	944.8	2.9
세전이익	678.8	(340.2)	(1,584.2)	(4.6)	861.9	27.0	(18,732.6)	779.9	10.5
지배순이익	497.0	(258.5)	(1,087.2)	(356.4)	668.0	34.4	(287.4)	601.5	11.1
영업이익률	10.7	(0.8)	(5.5)	6.9	13.4	2.7	6.5	11.8	1.6
세전이익률	8.8	(8.5)	(41.0)	(0.1)	11.9	3.1	12.0	9.7	2.2
지배주주순이익률	6.4	(6.4)	(28.1)	(5.4)	9.2	2.8	14.7	7.5	1.7

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	6.0%	ROE(지배주주지분)	-14.0%	5.7%	7.0%	6.4%	5.9%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.0%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.80						
1Q19E EPS(지배주주지분)	75,665						
Target Price	60,373						

자료: 한국가스공사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	(6,641)	4,969	6,596	6,517	6,317
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	5,739				
2Q19E EPS	4,969				
2Q20E EPS	6,596				
Multiple	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0
TP by weighted EPS	34,434	40,173	45,911	51,650	57,389
TP by 2Q19E EPS	29,815	34,784	39,754	44,723	49,692
TP by 2Q20E EPS	39,576	46,172	52,768	59,364	65,960
Multiple	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0
TP by weighted EPS	63,128	68,867	74,606	80,345	86,084
TP by 2Q19E EPS	54,661	59,631	64,600	69,569	74,538
TP by 2Q20E EPS	72,556	79,152	85,747	92,343	98,939

자료: 한국가스공사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

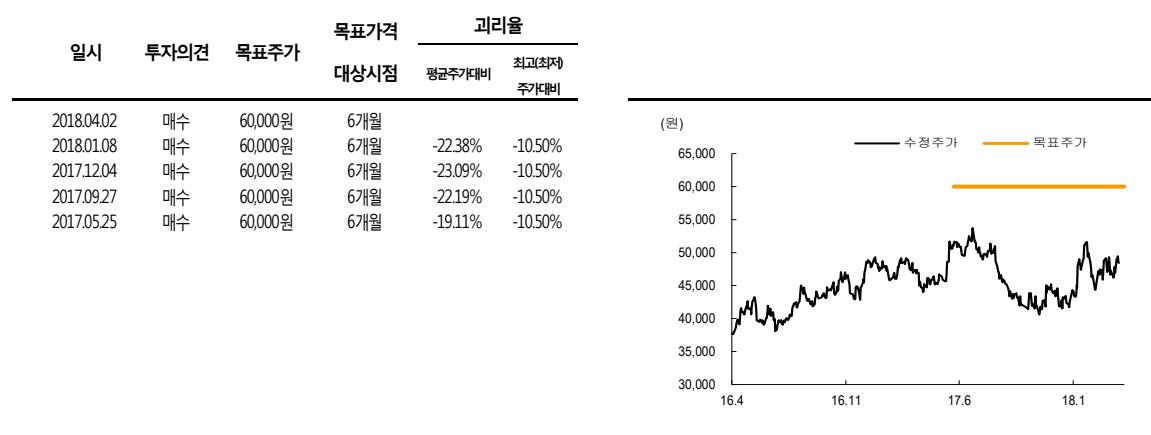
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	21,228.1	21,637.3	22,165.9	22,172.3	25,669.1	25,252.2	4.4%	18.6%	13.9%
YoY %	0.6%	1.9%	2.4%	5.0%	15.8%	-1.6%			
영업이익	894.0	1,018.4	1,085.0	1,033.9	999.4	1,074.3	15.7%	-1.9%	-1.0%
YoY %	-10.4%	13.9%	6.5%	3.6%	-3.3%	7.5%			
EBITDA	2,590.4	2,702.9	2,769.5	2,749.5	2,760.5	2,835.4	6.1%	2.1%	2.4%
YoY %	-1.0%	4.3%	2.5%	5.1%	0.4%	2.7%			
순이익	(741.3)	488.7	556.3	(1,205.1)	466.4	441.1	62.6%	-4.6%	-20.7%
YoY %	적자	흑전	13.8%	적자	흑전	-5.4%			

자료: 한국가스공사, SK증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	6,620.8	4,506.2	4,409.3	6,100.9	7,231.9	4,936.4	5,251.9	8,248.9	9.2%	9.5%	19.1%	35.2%
YoY %	-14.2%	11.9%	14.1%	8.6%	-6.3%	22.6%	35.9%	25.7%				
QoQ %	17.8%	-31.9%	-2.2%	38.4%	10.2%	-31.7%	6.4%	57.1%				
영업이익	1,063.3	(48.4)	(274.4)	277.9	971.9	(27.0)	(294.7)	349.2	-8.6%	-44.2%	7.4%	25.7%
YoY %	28.6%	적자	적자	-11.1%	17.6%	적자	적자	-22.8%				
QoQ %	240.1%	적전	적자	흑전	114.8%	적전	적자	흑전				
EBITDA	1,484.4	372.7	146.7	699.0	1,412.1	413.3	145.6	789.5	-4.9%	10.9%	-0.8%	12.9%
YoY %	19.9%	-8.9%	-30.1%	-4.7%	14.1%	10%	-30.7%	-11.6%				
QoQ %	102.3%	-74.9%	-60.6%	376.4%	58.2%	-70.7%	-64.8%	442.4%				
순이익	718.2	(84.7)	(265.3)	120.6	668.0	(52.2)	(284.8)	135.4	-7.0%	-38.3%	7.3%	12.3%
YoY %	44.5%	적자	적자	12.2%	34.4%	적자	적자	흑전				
QoQ %	568.5%	적전	적자	흑전	흑전	적전	적자	흑전				

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 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	8,658	7,582	10,432	10,916	12,027
현금및현금성자산	483	441	1,473	3,610	4,403
매출채권및기타채권	4,989	5,280	6,635	5,403	5,640
재고자산	1,070	1,542	1,938	1,578	1,647
비유동자산	31,384	29,557	29,152	28,725	28,245
장기금융자산	570	483	483	483	483
유형자산	26,042	24,723	24,318	23,891	23,411
무형자산	2,416	1,814	1,814	1,814	1,814
자산총계	40,042	37,139	39,585	39,641	40,272
유동부채	5,556	6,590	9,403	9,019	9,093
단기금융부채	3,003	3,823	6,213	6,213	6,213
매입채무 및 기타채무	1,805	1,648	2,071	1,686	1,761
단기충당부채	42	71	71	71	71
비유동부채	25,013	22,409	22,409	22,409	22,409
장기금융부채	23,255	20,624	20,624	20,624	20,624
장기매입채무 및 기타채무	17	10	10	10	10
장기충당부채	139	200	200	200	200
부채총계	30,569	28,999	31,812	31,428	31,502
지배주주지분	9,360	7,813	7,445	7,887	8,444
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	5,811	4,601	5,068	5,509	6,066
비자본주주지분	113	327	327	327	327
자본총계	9,473	8,140	7,773	8,214	8,771
부채와자본총계	40,042	37,139	39,585	39,641	40,272

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	4,769	2,508	771	3,526	2,063
당기순이익(순실)	(612)	(1,192)	466	441	557
비현금성항목등	3,260	4,103	1,761	1,761	1,761
유형자산감가상각비	1,617	1,716	1,761	1,761	1,761
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,643)	(2,388)	0	0	0
운전자본감소(증가)	3,057	962	(1,457)	1,324	(255)
매출채권및기타채권의 감소증가)	3	(540)	(1,339)	1,217	(234)
재고자산감소증가)	725	(472)	(396)	360	(69)
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	336	14	278	(253)	49
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(2,079)	(1,226)	(1,356)	(1,334)	(1,281)
금융자산증가(증가)	(156)	129	0	0	0
유형자산증가(증가)	(1,841)	(1,346)	(1,356)	(1,334)	(1,281)
무형자산증가(증가)	(58)	(28)	0	0	0
기타	(24)	19	0	0	0
재무활동현금흐름	(2,377)	(1,266)	0	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(2,460)	(1,468)	0	0	0
자본의증가(감소)	1	5	0	0	0
배당금의 지급	15	7	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	345	(42)	1,031	2,137	793
기초현금	138	483	441	1,473	3,610
기말현금	483	441	1,473	3,610	4,403
FCF	3,568	2,686	(216)	2,529	1,197

자료 : 한국가스공사, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	21,108	22,172	25,669	25,252	24,252
매출원가	19,694	20,729	24,158	23,675	22,528
매출총이익	1,414	1,443	1,511	1,578	1,724
매출총이익률 (%)	6.7	6.5	5.9	6.2	7.1
판매비와관리비	416	409	512	503	483
영업이익	998	1,034	999	1,074	1,241
영업이익률 (%)	4.7	4.7	3.9	4.3	5.1
비영업손익	(1,767)	(2,284)	(398)	(505)	(522)
순금융비용	228	286	641	530	507
외환관련손익	(32)	(15)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	115	149	116	119	126
세전계속사업이익	(769)	(1,250)	602	569	719
세전계속사업이익률 (%)	(3.6)	(5.6)	23	23	3.0
계속사업법인세	(157)	(59)	135	128	162
계속사업이익	(612)	(1,192)	466	441	557
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(612)	(1,192)	466	441	557
순이익률 (%)	(2.9)	(5.4)	1.8	1.7	2.3
지배주주	(613)	(1,205)	466	441	557
지배주주구속 순이익률 (%)	(2.9)	(5.4)	1.8	1.7	2.3
비지배주주	1	13	0	0	0
총포괄이익	(700)	(1,545)	466	441	557
지배주주	(703)	(1,543)	466	441	557
비지배주주	3	(2)	0	0	0
EBITDA	2,615	2,749	2,760	2,835	3,002

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(19.0)	5.0	15.8	(1.6)	(4.0)
영업이익	(1.0)	3.6	(3.3)	7.5	15.5
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	(5.4)	26.3
EBITDA	11.1	5.1	0.4	2.7	5.9
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	(5.4)	26.3
수익성 (%)					
ROE	(6.3)	(14.0)	6.1	5.8	6.8
ROA	(1.5)	(3.1)	1.2	1.1	1.4
EBITDA/마진	12.4	12.4	10.8	11.2	12.4
안정성 (%)					
유동비율	155.8	115.0	110.9	121.0	132.3
부채비율	322.7	356.2	409.3	382.6	359.2
순자본/자기자본	236.7	253.4	282.9	241.7	217.3
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(6,641)	(13,055)	5,052	4,778	6,035
BPS	87,611	73,063	69,078	73,856	79,891
CFPS	26,130	29,260	27,467	28,096	29,492
주당 현금배당금	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(7.3)	(3.3)	9.6	10.1	8.0
PER(최저)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
PBR(최고)	19	15	1.8	1.7	1.6
PBR(최저)	10.3	8.9	9.6	8.6	7.8

memo
