

20180709

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

에너지·화학

2Q18 preview: 우울한 화학, 기대되는 유틸

에너지·화학·Commodity. 손지우, 3773-8827





Analyst

손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

에너지/화학

2Q18 Preview: 우울한 화학, 기대되는 유일

정유/화학(유일리티 제외) coverage의 2Q18 추정 영업이익 합계치는 4.0조원으로서 전분기 3.7조원과 크게 다르지 않은 수준(QoQ +8.6%)으로 판단함. 3개 분기 연속 횡보추세인데, 이는 이익흐름에 민감한 정유/화학 주가에게 즐거운 소식은 아님. 개별 종목으로 봤을 때 컨센서스와 크게 다른 종목은 없을 것으로 보이며, KOGAS는 통상적인 바수기에서 흑자사전 가능성이 있기 때문에 실적이 가장 기대되는 기업임

종목 투자의견 (단위: 십억원)

종목명	투자의견	목표주가 (원)	주가(7/6) 상승여력	2Q18E 추정영업이익	QoQ(%)	YoY(%)	2Q18E 컨센(7/6)	차이(%)
LG 화학	매수	400,000	322,000	675.1	3.7	(7.1)	700.2	(3.6)
A051910	(유지)	(하향)	24.2%					
롯데케미칼	매수	400,000	330,000	688.3	4.0	8.9	712.3	(3.4)
A011170	(유지)	(하향)	21.2%					
금호석유	매수	150,000	111,000	146.1	(11.9)	230.7	136.3	7.2
A011780	(유지)	(유지)	35.1%					
한화케미칼	매수	30,000	20,950	162.6	(5.5)	(25.7)	180.5	(9.9)
A009830	(유지)	(하향)	43.2%					
OCI	매수	140,000	95,900	65.4	(38.5)	흑전	77.5	(15.7)
A010060	(유지)	(하향)	46.0%					
KCC	매수	400,000	320,500	93.5	68.5	1.6	90.8	3.0
A002380	(유지)	(하향)	24.8%					
SKC	매수	50,000	43,150	53.8	30.7	21.6	51.5	4.5
A011790	(유지)	(유지)	15.9%					
SK 이노베이션	매수	230,000	193,000	820.2	15.3	94.7	872.3	(6.0)
A096770	(유지)	(유지)	19.2%					
S-Oil	매수	140,000	105,500	412.9	62.2	252.1	418.1	(12)
A010950	(유지)	(유지)	32.7%					
GS	매수	80,000	51,400	595.0	5.0	51.8	556.7	6.9
A078930	(유지)	(유지)	55.6%					
SK 가스	매수	130,000	90,000	61.3	4.7	47.9	74.9	(18.2)
A018670	(유지)	(유지)	44.4%					
포스코대우	매수	25,000	20,800	133.2	(11.3)	37.5	132.2	0.7
A047050	(유지)	(유지)	20.2%					
LG 상사	매수	38,000	22,750	62.8	3.5	60.1	61.0	2.9
A001120	(유지)	(유지)	67.0%					
한국전력	매수	45,000	31,500	(423.1)	231.5	(1500)	(410.4)	3.1
A015760	(유지)	(유지)	42.9%					
한국가스공사	매수	75,000	59,800	31.7	(96.7)	(192.7)	72.6	(56.4)
A015760	(유지)	(상향)	25.4%					

Contents

1. Coverage Summary	3
2. 개별기업분석	9
1) LG 화학	9
2) 롯데케미칼	14
3) 금호석유	19
4) 한화케미칼	24
5) OCI	29
6) KCC	34
7) SKC	39
8) SK 이노베이션	44
9) S-Oil	49
10) GS	54
11) SK 가스	59
12) 포스코대우	64
13) LG 상사	69
14) 한국전력	74
15) 한국가스공사	79

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 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

Coverage Summary

Coverage summary 1

종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
LG 화학 A051910	매수	400,000 원	Top pick	화학의 down-turn 에서 그나마 나은 선택	2Q18 영업이익 6,751 억원(QoQ +3.7% / YoY -7.1%) 추정 시작된 미국의 물량공세 압박 목표주가 450,000 원 → 400,000 원 하향 / 업종 최선호 유지
롯데케미칼 A011170	매수	400,000 원		주목해야 할 미국 신규화학 물량 압박	2Q18 영업이익 6,883 억원(QoQ +4.0% / YoY +8.9%) 추정 시작된 미국의 물량공세 압박 목표주가 480,000 원 → 400,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
금호석유화학 A011780	매수	150,000 원	2nd pick	홀로 up-turn 국면인 고무	2Q18 영업이익 1,461 억원(QoQ -5.4% / YoY +230.7%) 추정 Rubber 의 강세국면은 아직 끝나지 않았다 목표주가 150,000 원 / 투자의견 매수 유지
한화케미칼 A009830	매수	30,000 원		미국 화학 수출물량의 직접적 부담	2Q18 영업이익 1,626 억원(QoQ -5.5% / YoY -25.7%) 추정 시작된 미국의 물량공세 압박 목표주가 39,000 원 → 30,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
OCI A010060	매수	140,000 원		2 분기보다 3 분기 실적이 부담	2Q18 영업이익 654 억원(QoQ -38.5% / YoY +117.3%) 추정 부각되는 태양광 risk 목표주가 180,000 원 → 140,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
KCC A002380	매수	400,000 원		부동산 정책과 KOSPI 약세의 부담	2Q18 영업이익 935 억원(QoQ +68.4% / YoY +0.8%) 추정 건설경기 우려감과 급격하게 하락한 자산가치 매력도 목표주가 450,000 원 → 400,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
SKC A011790	매수	50,000 원		안정적 실적 유지 중	2Q18 영업이익 538 억원(QoQ +30.7% / YoY +21.6%) 추정 PO 증설 압박과 성장사업에 대한 기대감 사이의 고민 목표주가 50,000 원 / 투자의견 매수 유지
SK 이노베이션 A096770	매수	230,000 원		하반기 유가 움직임이 중요	2Q18 영업이익 8,202 억원(QoQ +15.3% / YoY +94.5%) 추정 트럼프와 사우디의 합작 증산 유가에 대한 부담 본격화 목표주가 230,000 원 / 투자의견 매수 유지

자료: SK 증권

Coverage summary 2

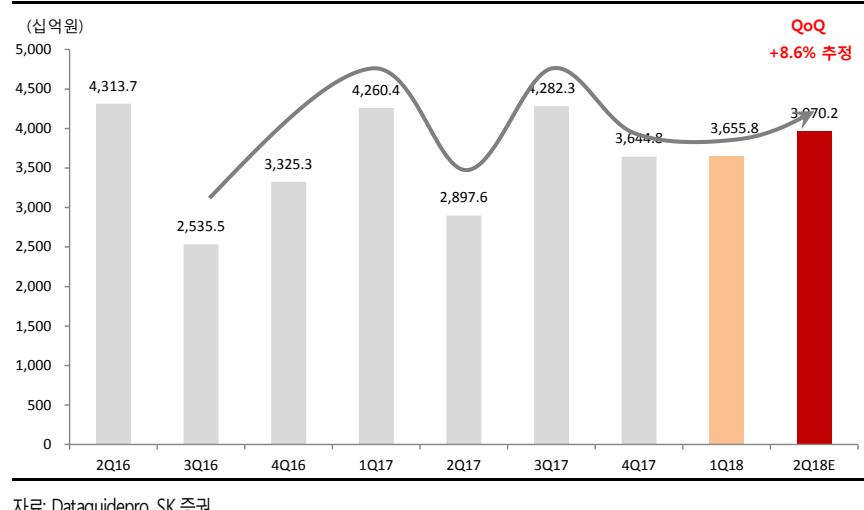
종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
S-Oil	매수	140,000 원		하반기 유가부담과 증설기대감 사이의 고민	2Q18 영업이익 4,129 억원(QoQ +62.2% / YoY +252.1%) 추정 하반기 유가부담 본격화, 기대감을 가진다면 증설효과 목표주가 140,000 원 / 투자의견 매수 유지
A010950					
GS	매수	80,000 원		하반기 유가 움직임이 중요	2Q18 영업이익 5,950 억원(QoQ +5.0% / YoY +51.8%) 추정 트럼프와 사우디의 합작 증산, 유가에 대한 부담 본격화 목표주가 80,000 원 / 투자의견 매수 유지
A078930					
SK 가스	매수	130,000 원		이익과 배당 감안 시 부각되는 valuation merit	2Q18 영업이익 613 억원(QoQ +4.8% / YoY +47.9%) 추정 Bottom line을 확인한 주가 목표주가 130,000 원 / 투자의견 매수 유지
A018670					
포스코대우	매수	25,000 원		하반기 유가부담과 무역전쟁 risk	2Q18 영업이익 1,332 억원(QoQ -11.3% / YoY +37.5%) 추정 하반기 유가부담 본격화 + 무역전쟁의 불확실성 목표주가 25,000 원 / 투자의견 매수 유지
A047050					
LG 상사	매수	38,000 원		유가와 무역의 부담을 만드는 트럼프	2Q18 영업이익 628 억원(QoQ +3.5% / YoY +60.1%) 추정 하반기 유가부담 본격화 + 무역전쟁의 불확실성 목표주가 25,000 원 / 투자의견 매수 유지
A001120					
한국전력	매수	45,000 원		이익보다는 정책에 주목할 시점	2Q18 영업이익 -4,231 억원(QoQ 적자 / YoY 적전) 추정 이익보다는 정책에 주목할 시점 목표주가 45,000 원 / 투자의견 매수 유지
A015760					
한국가스공사	매수	75,000 원		2 분기에서 흑자 가능성은 바라보다	2Q18 영업이익 317 억원(QoQ -96.7% / YoY 흑전) 추정 미국+사우디 증산의지는 부담이지만, 중장기 그림은 여전히 최고 목표주가 60,000 원 → 75,000 원 / 투자의견 매수 유지
A015760					

자료: SK 증권

2Q18 영업이익은 1Q18 의 흐름과 크게 다르지 않을 것으로 판단된다. 유털리티를 제외한 에너지/화학 커버리지 업종의 영업이익은 1Q18 4.0 조원으로 추정되어 전분기 3.7 조원 대비 +8.6% 소폭 증대할 것으로 예상된다.

하지만 3 개 분기 연속 견조한 이익흐름에도 불구하고 이익의 질에 대한 평가는 좋지 못하다고 할 수 있다. 2 분기는 통상적인 석유화학의 성수기인 데다가 유가상승으로 인하여 정유도 우호적인 영업환경이었던 것을 감안한다면 오히려 상승폭은 크지 않은 것으로 판단할 수 있기 때문이다. 정유/화학은 주가가 이익에 가장 민감한 업종이기 때문에 횡보국면의 이익은 그다지 매력이 되지 못한다.

에너지/화학 커버리지 합산 영업이익 추이(유털리티 제외)



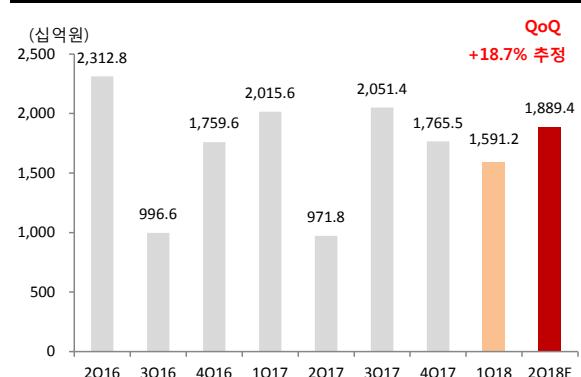
자료: Dataguidepro, SK 증권

세부적으로 본다면 정유는 전분기대비 상승, 화학은 전분기대비 횡보가 기대된다. 통상적으로 2분기부터 시작되는 하절기는 정유 비수기 / 화학 성수기로 파악되는 만큼 반대되는 양상이 나와야 하지만, 앞서 언급한 것과 같이 정유는 유가 추가상승의 수혜를 본 반면, 화학은 성수기임에도 불구하고 재고와 미국 신규수출물량의 압박 때문에 spread를 확대하지 못한 것이 이와 같은 결과를 만들었다.

정유 커버리지의 영업이익 합계치는 1.9 조원으로 추정되어 1.6 조원의 전분기 대비 +18.7% 상승이 추정된다. 비록 spot 정제마진은 하락했지만 유가상승(Dubai 기준 4Q17 \$59.1/bbl → 1Q18 \$64.0/bbl → 2Q18 \$72.0/bbl)과 동반하여 환율 감안한 1M lagging margin은 배럴 당 1Q 8.9 천원 → 2Q 12.8 천원으로 상승했기 때문이다. 동 수치는 2017년 하반기 때와 거의 유사할 정도로 높다고 할 수 있다.

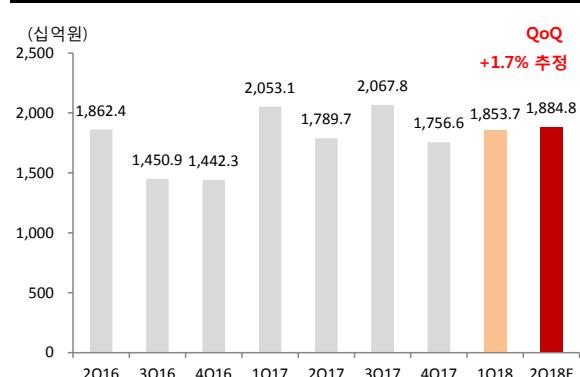
화학 커버리지의 영업이익 합계치 역시 1.9조원으로 추정되지만 1.9조원의 전분기 대비 큰 폭의 변동이 없는 수준이다(+1.7%). 화학 시황은 춘절 이전까지만 하더라도 restocking 모멘텀이 부각되면서 호황이 이어지는 양상이었지만, 이후 MEG 등의 재고부담으로 가격이 약세 전환하면서 이익이 한풀 꺾였다. 특히 2분기 들어서는 북미지역의 신규 PE 물량 수출이 본격화되면서 원재료 납사 상승에도 불구하고 대다수 화학제품들이 가격상승을 이뤄내지 못했다. 북미지역 5월 PE 수출은 전년동월대비 +49.5% 급증했다. 전월대비로도 +16% 상승한 수치다.

Coverage 정유업체 합산 영업이익 추이



자료 : Dataguidepro, SK 증권

Coverage 화학업체 합산 영업이익 추이



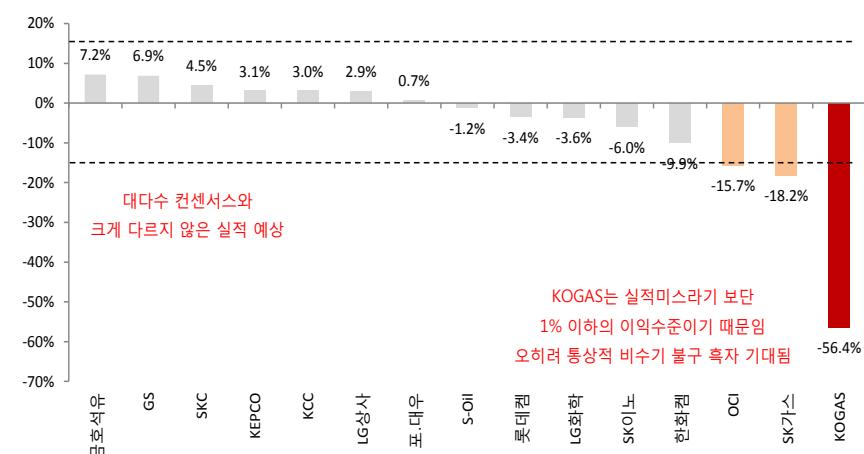
자료 : Dataguidepro, SK 증권

종목별로 살펴본다면 전체적으로는 시장 컨센서스와 유사한 수준이라고 할 수 있다. SK 증권 리서치센터의 추정치로 봤을 때, 대다수 업종이 7/6 기준 컨센서스와 +10% ~ -10% 이내의 수준에 머물렀다.

OCI 와 SK 가스는 컨센서스 대비 각각 -15.7% / -18.2% 하회할 것으로 예상된다. OCI는 5월 말 이후 진행된 폴리실리콘의 가격급락 및 화학사업부의 이례적 정기보수 가 악재로 작용하였고, SK 가스는 지속적인 LPG 원가(사우디 CP)의 상승이 부담이 되었다.

한편 한국가스공사는 큰 폭의 하회를 하는 것처럼 보이지만, 1% 이내의 영업이익률 수준이라는 것을 감안해야 한다. 작은 절대규모의 이익 차이에도 퍼센티지로는 크게 움직일 수밖에 없는 상황이다. 오히려 2 분기는 통상적으로 적자가 발생하는 비수기임에도 불구하고, 발전용을 중심으로 가스판매물량이 호조를 보이면서 흑자 가능성은 보여주고 있기 때문에 이익 상으로는 커버리지 중에서도 손에 꼽을 정도로 좋은 상황이라고 표현할 수 있다.

Coverage 업종의 2Q18 컨센서스 대비 추정치와의 차이



자료: Dataguidepro, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	391 십억원
발행주식수	7,828 만주
자사주	37 만주
액면가	5,000 원
시가총액	22,731 십억원
주요주주	
(주)엘지(외4)	33.37%
국민연금공단	8.72%
외국인지분율	37.80%
배당수익률	1.90%

Stock Data

주가(18/07/06)	322,000 원
KOSPI	2,272.87 pt
52주 Beta	1.35
52주 최고가	441,500 원
52주 최저가	289,000 원
60일 평균 거래대금	93 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.4%	-4.4%
6개월	-20.5%	-12.6%
12개월	11.0%	16.6%

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

2Q18 Preview: 화학의 down-turn에서 그나마 나은 선택

2Q18 영업이익 6,751 억원으로 추정하여 시장 컨센서스에 부합하는 수준일 것으로 판단함. 화학은 횡보국면이었던 가격흐름에 비해 원재료 상승으로 압박이 있었지만, 전 분기의 우발적 1회성 비용까지 감안 시 전체적으로 견조한 이익흐름 이어갈 것임. 현재 미국의 산규물량 진입 감안 시 화학의 down-turn은 불가피함. 다만 동사는 4차 산업혁명 시대의 2차전지 매력을 보유하고 있기 때문에 그나마 나은 선택이 될 수 있을 것임

2Q18 영업이익 6,751 억원(QoQ +3.7% / YoY -7.1%) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 7,002 억원 대비 -3.6% 하회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적수준 예상함. 여전히 절대적인 이익비중을 차지하는 화학사업부는 전 분기와 크게 다르지 않은 수준이었을 것으로 추정함. 대표제품인 PE(HDPE 기준 1Q \$1,257/t → 2Q \$1,263/t)와 BPA(\$1,650/t → \$1,733/t)는 소폭 상승했지만, ABS(\$2,044/t → \$2,032/t), PVC(\$946/t → \$937/t)는 오히려 약세를 시현했음. 원재료 납사(\$580/t → \$644/t)의 상승분 감안 시 특히 6월에서의 spread 압박은 생각 이상으로 커울 것으로 판단함. 다만 직전분기에서 발생한 우발적 1회성 비용 감안 시 이익 수준은 크게 다르지 않을 것임. 전지부문은 호조가 예상되지만 펌한농의 계절적 감익과 상쇄될 것임

시작된 미국의 물량공세 압박

SK 증권 리서치센터는 2017년 이후 지속적으로 화학의 down-turn 진입을 주장하고 있으며, 최대우려요인으로 지목되었던 미국의 공격적 신증설 물량들이 최근 수출로 연결되고 있기에 이와 같은 의견을 지속 견지함. 미국화학협회(ACC, American Chemistry Council)에 따르면 5월 북미의 PE 수출은 이미 전월대비 +16%, 전년동월 대비 +49.5% 급증하였음. 재고물량도 지속 축적 중이기 때문에 앞으로 공급압박은 지속될 것임

목표주가 450,000 원 → 400,000 원 하향 / 업종 최선호 유지

현재 가격 약세를 감안해 2019년 영업이익의 추정치를 기준대비 -8.9% 하향하며, 이를 반영해 목표주가 역시 하향 조정함. 화학 전반적인 공급과잉 압박은 거세지겠지만, 4차 산업혁명 시대에 2차전지 이점을 보유한 동사의 상대적 매력은 가장 나은 선택이 될 것

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	20,206.6	20,659.3	25,698.0	26,949.0	33,360.3	35,326.3
yoY	%	(10.5)	2.2	24.4	4.9	23.8	5.9
영업이익	십억원	1,823.6	1,991.9	2,928.5	2,499.3	2,292.8	2,531.0
yoY	%	39.1	9.2	47.0	(14.7)	(8.3)	104
EBITDA	십억원	3,079.7	3,328.6	4,330.5	3,920.3	3,713.7	3,951.9
세전이익	십억원	1,549.6	1,659.8	2,563.9	2,463.3	2,222.9	2,455.5
순이익(자자주주)	십억원	1,153.0	1,281.1	1,945.3	1,897.3	1,677.4	1,853.0
영업이익률%	%	9.0	9.6	11.4	9.3	6.9	7.2
EBITDA%	%	15.2	16.1	16.9	14.5	11.1	11.2
순이익률	%	7.7	8.0	10.0	9.1	6.7	7.0
EPS	원	16,875	18,751	26,898	28,629	25,311	27,961
PER	배	19.5	13.9	15.1	11.2	12.7	11.5
PBR	배	2.0	1.5	2.2	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	7.6	5.7	7.1	6.4	7.1	6.7
ROE	%	9.2	9.5	12.9	11.3	9.3	9.6
순차입금	십억원	(135)	454	99	702	2,105	2,378
부채비율	%	41.8	45.8	53.3	56.9	57.5	54.3

2Q18 preview

(단위, %, 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	6,382.1	6,397.1	6,432.2	6,553.6	6,754.5	5.8	3.1	6,853.0	(1.4)
영업이익	726.9	789.7	615.0	650.8	675.1	(7.1)	3.7	701.1	(3.7)
세전이익	729.6	702.4	433.6	653.2	662.1	(9.3)	1.4	665.0	(0.4)
지배순이익	577.1	521.0	315.8	531.3	499.6	(13.4)	(6.0)	492.8	1.4
영업이익률	11.4	12.3	9.6	9.9	10.0	(1.4)	0.1	10.2	(0.2)
세전이익률	11.4	11.0	6.7	10.0	9.8	(1.6)	(0.2)	9.7	0.1
지배주주순이익률	9.0	8.1	4.9	8.1	7.4	(1.6)	(0.7)	7.2	0.2

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	10.2%		ROE(지배주주지분)	12.9%	9.6%	9.2%	9.0%
Terminal Growth	3.5%		weight		0.33	0.33	0.33
Cost of Equity	7.0%		Target ROE	10.2%			
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.91						
1Q19E EPS(지배주주지분)	206,715						
Target Price	395,291						

자료: LG 화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	16,875	24,556	25,428	26,686	27,134
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	25,414				
2Q19E EPS	24,556				
2Q20E EPS	25,428				

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	228,730	254,145	279,559	304,974	330,388	355,803	381,217	406,632	432,046	457,461
TP by 2Q19E EPS	221,006	245,562	270,118	294,674	319,230	343,786	368,343	392,899	417,455	442,011
TP by 2Q20E EPS	228,855	254,283	279,712	305,140	330,568	355,997	381,425	406,853	432,282	457,710

자료: LG 화학, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

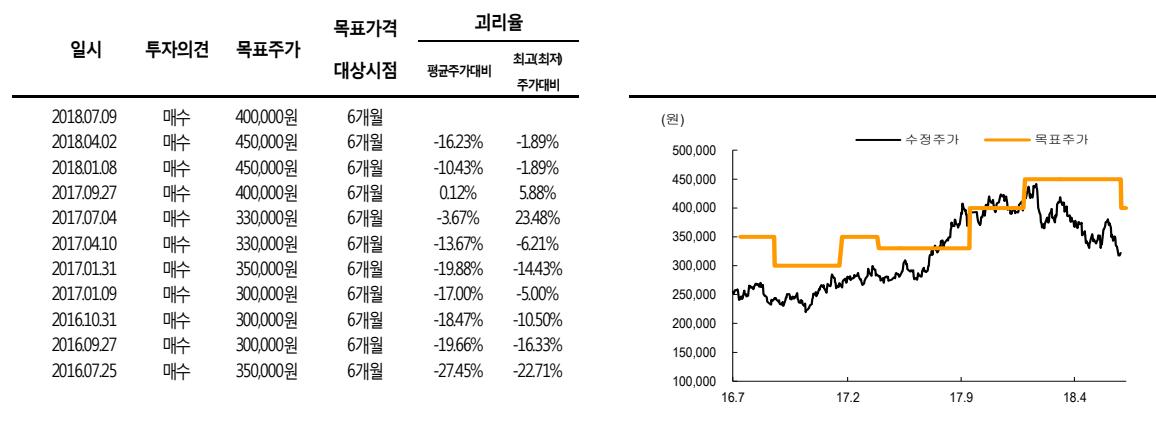
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	25,698.0	29,028.6	35,547.4	25,698.0	26,949.0	33,360.3	0.0%	-7.2%	-6.2%
YoY %	24.4	13.0	22.5	24.4	4.9	23.8			
영업이익	2,928.5	2,785.9	2,516.3	2,928.5	2,499.3	2,292.8	0.0%	-10.3%	-8.9%
YoY %	47.0	(4.9)	(9.7)	47.0	(14.7)	(8.3)			
EBITDA	4,330.5	4,181.4	3,911.7	4,330.5	3,920.3	3,713.7	0.0%	-6.2%	-5.1%
YoY %	30.1	(3.4)	(6.4)	30.1	(9.5)	(5.3)			
순이익	1,945.3	2,084.6	1,873.1	1,945.3	1,897.3	1,677.4	0.0%	-9.0%	-10.4%
YoY %	51.8	7.2	(10.1)	51.8	(2.5)	(11.6)			

자료: LG 화학, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	7,259.7	7,314.3	7,167.6	9,087.1	6,754.5	6,910.4	6,730.4	8,436.9	-7.0%	-5.5%	-6.1%	-7.2%
YoY %	13.8	14.3	11.4	24.7	5.8	8.0	4.6	28.7				
QoQ %	(0.4)	0.8	(2.0)	26.8	3.1	2.3	(2.6)	25.4				
영업이익	685.8	703.9	722.6	683.2	675.1	597.3	576.1	569.0	-1.6%	-15.1%	-20.3%	-16.7%
YoY %	(5.6)	(10.9)	17.5	1.4	(7.1)	(24.4)	(6.3)	(12.6)				
QoQ %	1.8	2.6	2.6	(5.5)	3.7	(11.5)	(3.6)	(1.2)				
EBITDA	1,034.7	1,052.8	1,071.4	1,032.0	1,030.3	952.5	931.3	924.3	-0.4%	-9.5%	-13.1%	-10.4%
YoY %	(4.1)	(7.6)	11.2	0.9	(4.5)	(16.4)	(3.4)	(8.1)				
QoQ %	1.2	1.8	1.8	(3.7)	2.4	(7.6)	(2.2)	(0.8)				
순이익	512.8	527.6	541.9	508.5	499.6	441.2	425.1	415.7	-2.6%	-16.4%	-21.6%	-18.3%
YoY %	(11.1)	1.3	71.6	1.2	(13.4)	(15.3)	34.6	(21.8)				
QoQ %	2.1	2.9	2.7	(6.2)	(6.0)	(11.7)	(3.7)	(2.2)				

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 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,227	11,206	12,842	13,729	13,989
현금및현금성자산	1,474	2,249	3,145	1,742	1,469
매출채권및기타채권	3,729	4,636	4,958	6,158	6,437
재고자산	2,965	3,352	3,999	4,966	5,190
비유동자산	11,260	13,836	14,728	15,976	17,381
장기금융자산	88	88	89	89	89
유형자산	9,680	11,211	12,084	13,332	14,737
무형자산	832	1,823	1,848	1,848	1,848
자산총계	20,487	25,041	27,570	29,705	31,370
유동부채	5,447	6,645	6,866	7,716	7,914
단기금융부채	2,213	1,451	1,593	1,593	1,593
매입채무 및 기타채무	2,695	3,862	3,519	4,369	4,567
단기충당부채	52	63	90	90	90
비유동부채	989	2,058	3,132	3,132	3,132
장기금융부채	678	1,594	2,643	2,643	2,643
장기매입채무 및 기타채무	14	9	10	10	10
장기충당부채	134	163	153	153	153
부채총계	6,436	8,703	9,998	10,848	11,046
지배주주지분	13,937	16,169	17,373	18,658	20,125
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	15,070	16,354	17,822
비자매주주지분	114	170	199	199	199
자본총계	14,051	16,339	17,572	18,857	20,324
부채와자본총계	20,487	25,041	27,570	29,705	31,370

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,517	3,181	2,552	2,252	3,422
당기순이익(순실)	1,660	2,564	2,074	1,745	1,928
비현금성항목등	1,805	1,867	1,792	1,794	1,794
유형자산감가상각비	1,337	1,402	1,421	1,421	1,421
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(469)	(465)	(371)	(373)	(373)
운전자본감소(증가)	(382)	(715)	(1,276)	(1,286)	(299)
매출채권및기타채권의 감소증가)	(296)	(910)	(388)	(1,170)	(272)
재고자산감소(증가)	(627)	(387)	(647)	(966)	(225)
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	697	1,167	(343)	850	198
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(1,737)	(1,640)	(2,184)	(2,669)	(2,826)
금융자산감소(증가)	(3)	(3)	2	0	0
유형자산감소(증가)	(1,381)	(1,850)	(2,510)	(2,669)	(2,826)
무형자산감소(증가)	(74)	(90)	(21)	0	0
기타	(279)	303	344	0	0
재무활동현금흐름	(1,007)	(737)	710	(460)	(460)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(674)	(349)	1,170	0	0
자본의증가(감소)	18	400	0	0	0
배당금의 지급	346	386	460	460	460
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(231)	775	896	(1,404)	(273)
기초현금	1,705	1,474	2,249	3,145	1,742
기말현금	1,474	2,249	3,145	1,742	1,469
FCF	1,142	1,930	(52)	(889)	246

자료 : LG화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	20,659	25,698	26,949	33,360	35,326
매출원가	16,595	20,134	21,609	27,551	29,072
매출총이익	4,064	5,564	5,340	5,809	6,254
매출총이익률 (%)	19.7	21.6	19.8	17.4	17.7
판매비와관리비	2,072	2,635	2,840	3,516	3,723
영업이익	1,992	2,928	2,499	2,293	2,531
영업이익률 (%)	9.6	11.4	9.3	6.9	7.2
비영업손익	(332)	(365)	(36)	(70)	(75)
순금융비용	42	31	48	30	24
외환관련손익	(101)	(61)	38	0	0
관계기업투자등 관련손익	(45)	6	3	3	3
세전계속사업이익	1,660	2,564	2,463	2,223	2,456
세전계속사업이익률 (%)	8.0	10.0	9.1	6.7	7.0
계속사업법인세	379	542	490	478	528
계속사업이익	1,281	2,022	1,974	1,745	1,928
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,281	2,022	1,974	1,745	1,928
순이익률 (%)	6.2	7.9	7.3	5.2	5.5
지배주주	1,281	1,945	1,897	1,677	1,853
지배주주기여금 순이익률(%)	6.2	7.6	7.0	5.0	5.2
비자매주주	(0)	77	76	68	75
총포괄이익	1,275	1,876	2,053	1,745	1,928
지배주주	1,278	1,808	1,958	1,664	1,838
비자매주주	(3)	67	95	81	89
EBITDA	3,329	4,330	3,920	3,714	3,952

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	2.2	24.4	4.9	23.8	5.9
영업이익	9.2	47.0	(14.7)	(8.3)	10.4
세전계속사업이익	7.1	54.5	(3.9)	(9.8)	10.5
EBITDA	8.1	30.1	(9.5)	(5.3)	6.4
EPS(계속사업)	11.1	43.5	6.4	(11.6)	10.5
수익성 (%)					
ROE	9.5	12.9	11.3	9.3	9.6
ROA	6.6	8.9	7.5	6.1	6.3
EBITDA/마진	16.1	16.9	14.5	11.1	11.2
안정성 (%)					
유동비율	169.4	168.6	187.0	177.9	176.8
부채비율	45.8	53.3	56.9	57.5	54.3
순차입금/자기자본	3.2	0.6	4.0	11.2	11.7
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.3	(0.1)	(0.1)	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	18,751	26,898	28,629	25,311	27,961
BPS	175,585	180,203	206,763	224,150	244,008
CFPS	38,890	47,413	46,316	43,583	46,113
주당 현금배당금	5,000	5,999	5,999	5,999	5,999
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.9	15.1	11.2	12.7	11.5
PER(최저)	1.5	2.2	1.6	1.4	1.3
PBR(최고)	6.7	8.5	7.0	7.4	7.0
PBR(최저)	5.7	7.1	6.4	7.1	6.7

SK COMPANY Analysis



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

Company Data

자본금	171 십억원
발행주식수	3,428 만주
자사주	58 만주
액면가	5,000 원
시가총액	11,311 십억원
주요주주	
롯데물산(주)(외3)	53.51%
국민연금공단	9.75%
외국인지분율	31.90%
배당수익률	3.20%

Stock Data

주가(18/07/06)	330,000 원
KOSPI	2,272.87 pt
52주 Beta	0.95
52주 최고가	474,500 원
52주 최저가	324,000 원
60일 평균 거래대금	46 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.4%	-4.4%
6개월	-6.1%	3.2%
12개월	-5.0%	-0.2%

롯데케미칼 (011170/KS | 매수(유지) | T.P 400,000 원(하향))

2Q18 Preview: 주목해야 할 미국 신규화학물량 압박

2Q18 영업이익 6,883 억원으로 추정하여 시장 컨센서스에 부합할 것으로 판단함. 횡보 국면이었던 가격흐름을 비해 원재료 상승으로 압박이 있었지만, 전체적으로 양호한 수준은 이어갈 것으로 판단함. 다만 하반기에서도 이와 같은 사항 부담감은 자속될 수밖에 없음. 시장의 '기대감과 달리 북미 5월 PE 수출은 전년동월대비 +49.5% 급증한 데이터를 간과해서는 안 됨. 최근 과대 하락으로 반등 가능하겠지만 그 폭은 제한적일 것임

2Q18 영업이익 6,883 억원(QoQ +4.0% / YoY +8.9%) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 7,123 억원 대비 -3.4% 하회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적수준 예상함. 대표제품인 PE(HDPE 기준 1Q \$1,257/t → 2Q \$1,263/t)를 비롯해 BPA(\$1,650/t → \$1,733/t), PTA(\$772/t → \$826/t), SM(\$1,388/t → \$1,417/t)은 소폭 상승했지만, MEG(\$980/t → \$978/t), ABS(\$2,044/t → \$2,032/t)는 오히려 약세를 시현하면서 제품가격 측면에서는 보합 정도의 흐름이 나타났음. 반면 원재료 납사 (\$580/t → \$644/t)의 상승이 컸기 때문에 특히 6월에서의 spread 압박은 생각 이상으로 컸을 것으로 판단함

시작된 미국의 물량공세 압박

SK 증권 리서치센터는 2017년 이후 지속적으로 회학의 down-turn 진입을 주장하고 있으며, 최대우려요인으로 지목되었던 미국의 공격적 신증설 물량들이 최근 수출로 연결되고 있기에 이와 같은 의견을 지속 견지함. 미국화학협회(ACC, American Chemistry Council)에 따르면 5월 북미의 PE 수출은 이미 전월대비 +16%, 전년동월 대비 +49.5% 급증하였음. 재고물량도 지속 축적 중이기 때문에 앞으로 공급압박은 지속될 것임

목표주가 480,000 원 → 400,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

현재 가격 약세를 감안해 2019~2020년 영업이익 추정치를 하향하며, 이를 반영해 목표주가 역시 하향 조정함. 최근 시황에 대한 우려감으로 주가하락폭이 매우 크게 발생한 만큼 저점매수의 기회는 있을 것으로 판단함. 다만 반등이 있더라도 추세적인 down-turn 국면에 들어간다면 그 폭이 제한적일 수밖에 없음을 감안해야 함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	11,713.3	13,223.5	15,874.5	16,126.6	11,904.1	11,242.8
yoY	%	(21.2)	12.9	20.0	1.6	(26.2)	(5.6)
영업이익	십억원	1,611.1	2,544.3	2,929.7	2,282.5	1,495.4	1,043.1
yoY	%	359.1	57.9	15.2	(22.1)	(34.5)	(30.2)
EBITDA	십억원	2,098.8	3,173.4	3,620.9	2,979.1	2,192.0	1,739.6
세전이익	십억원	1,421.4	2,487.4	3,084.7	2,351.7	1,468.5	1,002.1
순이익(자배주주)	십억원	992.5	1,835.8	2,243.9	1,735.2	1,103.9	753.4
영업이익률%	%	13.8	19.2	18.5	14.2	12.6	9.3
EBITDA%	%	17.9	24.0	22.8	18.5	18.4	15.5
순이익률	%	12.1	18.8	19.4	14.6	12.3	8.9
EPS	원	28,957	53,561	65,466	50,624	32,208	21,980
PER	배	8.4	6.9	5.6	6.5	10.2	15.0
PBR	배	1.1	1.6	1.2	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	3.7	4.4	3.1	3.3	4.2	5.4
ROE	%	14.2	21.7	21.5	14.5	8.6	5.6
순차입금	십억원	(551)	1,359	(1,344)	(1,602)	(2,066)	(1,983)
부채비율		51.8	68.8	59.5	59.2	54.3	52.1

2Q18 preview

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위, %, 십억원) 차이(a/b)
매출액	3,853.3	3,990.2	4,035.0	4,123.2	4,233.8	9.9	2.7	4,310.2	(1.8)
영업이익	632.2	766.2	716.5	662.0	688.3	8.9	4.0	717.3	(4.1)
세전이익	686.3	832.8	701.8	744.5	687.8	0.2	(7.6)	794.4	(13.4)
지배순이익	515.3	616.2	472.2	526.9	517.1	0.4	(1.9)	570.2	(9.3)
영업이익률	16.4	19.2	17.8	16.1	16.3	(0.2)	0.2	16.6	(0.4)
세전이익률	17.8	20.9	17.4	18.1	16.2	(1.6)	(1.8)	18.4	(2.2)
지배주주순이익률	13.4	15.4	11.7	12.8	12.2	(1.2)	(0.6)	13.2	(1.0)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	7.6%		ROE(지배주주지분)	21.5%	9.6%	7.1%	4.9%
Terminal Growth	2.0%		weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.0%		Target ROE	7.6%			
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.13						
1Q19E BPS(지배주주지분)	347,741						
Target Price	392,080						

자료: 롯데케미칼, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	53,561	36,266	28,140	19,852	17,950
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	29,526				
2Q19E EPS	36,266				
2Q20E EPS	28,140				

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	236,212	265,738	295,265	324,791	354,318	383,844	413,371	442,897	472,424	501,950
TP by 2Q19E EPS	290,131	326,397	362,663	398,930	435,196	471,462	507,729	543,995	580,261	616,528
TP by 2Q20E EPS	225,118	253,257	281,397	309,537	337,676	365,816	393,956	422,096	450,235	478,375

자료: 롯데케미칼, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

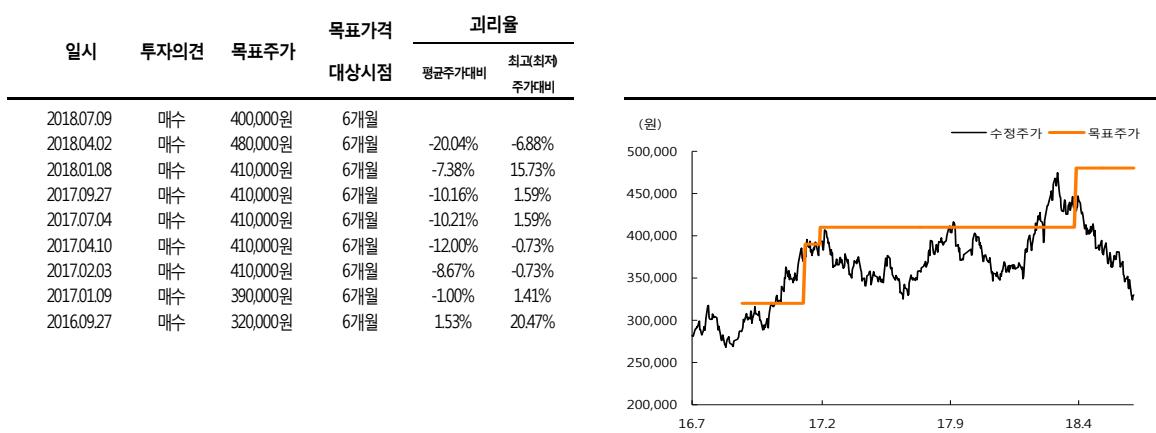
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	15,874.5	14,102.2	11,723.4	15,874.5	16,126.6	11,904.1	0.0%	14.4%	1.5%
YoY %	20.0%	-11.2%	-16.9%	20.0%	1.6%	-26.2%			
영업이익	2,929.7	2,190.8	1,510.3	2,929.7	2,282.5	1,495.4	0.0%	4.2%	-1.0%
YoY %	15.2%	-25.2%	-31.1%	15.2%	-22.1%	-34.5%			
EBITDA	3,620.9	2,849.8	2,169.4	3,620.9	2,979.1	2,192.0	0.0%	4.5%	1.0%
YoY %	14.1%	-21.3%	-23.9%	14.1%	-17.7%	-26.4%			
순이익	2,243.9	1,716.9	1,175.3	2,243.9	1,735.2	1,103.9	0.0%	1.1%	-6.1%
YoY %	22.2%	-23.5%	-31.5%	22.2%	-22.7%	-36.4%			

자료: 롯데케미칼, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	3,672.2	3,551.6	3,222.4	2,916.3	4,233.8	4,121.6	3,647.9	2,958.7	15.3%	16.0%	13.2%	1.5%
YoY %	-4.7%	-11.0%	-20.1%	-20.2%	9.9%	3.3%	-9.6%	-28.2%				
QoQ %	0.4%	-3.3%	-9.3%	-9.5%	2.7%	-2.7%	-11.5%	-18.9%				
영업이익	599.8	459.5	397.4	332.4	688.3	562.2	370.0	328.7	14.7%	22.4%	-6.9%	-1.1%
YoY %	-5.1%	-40.0%	-44.5%	-54.7%	8.9%	-26.6%	-48.4%	-50.3%				
QoQ %	-18.3%	-23.4%	-13.5%	-16.3%	4.0%	-18.3%	-34.2%	-11.2%				
EBITDA	764.6	624.2	562.1	497.2	862.4	736.4	544.2	502.8	12.8%	18.0%	-3.2%	1.1%
YoY %	-4.6%	-33.9%	-36.2%	-44.7%	7.5%	-22.0%	-38.3%	-39.9%				
QoQ %	-14.9%	-18.4%	-9.9%	-11.6%	3.1%	-14.6%	-26.1%	-7.6%				
순이익	471.1	359.0	308.7	257.4	517.1	420.1	271.0	240.7	9.8%	17.0%	-12.2%	-6.5%
YoY %	-8.6%	-41.7%	-34.6%	-55.5%	0.4%	-31.8%	-42.6%	-54.3%				
QoQ %	-18.5%	-23.8%	-14.0%	-16.6%	-1.9%	-18.7%	-35.5%	-11.2%				

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 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,852	8,225	8,692	8,503	8,182
현금및현금성자산	2,203	1,685	2,369	2,833	2,750
매출채권및기타채권	1,552	1,668	1,572	1,250	1,132
재고자산	1,477	1,536	1,491	1,185	1,073
비유동자산	10,015	11,326	12,478	13,210	13,863
장기금융자산	388	330	356	356	356
유형자산	5,547	6,716	7,913	8,645	9,297
무형자산	1,792	1,711	1,691	1,691	1,691
자산총계	15,867	19,551	21,170	21,714	22,045
유동부채	3,449	3,791	4,087	3,852	3,766
단기금융부채	1,747	1,514	2,090	2,090	2,090
매입채무 및 기타채무	1,077	1,421	1,142	908	822
단기충당부채	20	13	17	17	17
비유동부채	3,017	3,505	3,787	3,787	3,787
장기금융부채	2,445	2,753	3,052	3,052	3,052
장기매입채무 및 기타채무	9	19	0	0	0
장기충당부채	12	115	109	109	109
부채총계	6,466	7,296	7,874	7,639	7,553
지배주주지분	9,363	11,490	12,509	13,288	13,704
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	479	881	881	881	881
기타자본구성요소	0	0	(187)	(187)	(187)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	8,487	10,582	11,644	12,422	12,839
비자본주주지분	38	765	787	787	787
자본총계	9,401	12,255	13,296	14,074	14,491
부채와자본총계	15,867	19,551	21,170	21,714	22,045

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,682	3,098	3,137	3,109	2,498
당기순이익(순실)	1,837	2,285	1,789	1,138	777
비현금성항목등	1,375	1,365	1,488	1,577	1,577
유형자산감가상각비	629	691	697	697	697
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(746)	(674)	(792)	(881)	(881)
운전자본감소(증가)	(157)	38	(128)	394	144
매출채권및기타채권의 감소증가)	(478)	(112)	29	323	118
재고자산감소(증가)	(314)	(59)	45	306	112
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	280	274	(44)	(234)	(86)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	650	800	805	805	805
투자활동현금흐름	(3,579)	(4,731)	(1,738)	(1,428)	(1,349)
금융자산감소(증가)	297	(2,773)	114	0	0
유형자산감소(증가)	(1,577)	(2,017)	(1,889)	(1,428)	(1,349)
무형자산감소(증가)	(7)	(2)	(0)	0	0
기타	(2,291)	61	37	0	0
재무활동현금흐름	1,133	1,159	(72)	(360)	(360)
단기금융부채증가(감소)	675	(531)	39	0	0
장기금융부채증가(감소)	621	766	272	0	0
자본의증가(감소)	11	3	0	0	0
배당금의 지급	84	135	360	360	360
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	261	(518)	684	464	(83)
기초현금	1,942	2,203	1,685	2,369	2,833
기말현금	2,203	1,685	2,369	2,833	2,750
FCF	767	1,847	953	844	309

자료 : 롯데케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	13,224	15,875	16,127	11,904	11,243
매출원가	9,957	12,082	13,102	9,861	9,682
매출총이익	3,267	3,793	3,025	2,043	1,561
매출총이익률 (%)	24.7	23.9	18.8	17.2	13.9
판매비와관리비	722	863	742	548	517
영업이익	2,544	2,930	2,283	1,495	1,043
영업이익률 (%)	19.2	18.5	14.2	12.6	9.3
비영업손익	(57)	155	69	(27)	(41)
순금융비용	50	75	73	58	58
외환관련손익	(37)	37	2	0	0
관계기업투자등 관련손익	71	284	142	66	52
세전계속사업이익	2,487	3,085	2,352	1,468	1,002
세전계속사업이익률 (%)	18.8	19.4	14.6	12.3	8.9
계속사업법인세	650	800	563	330	225
계속사업이익	1,837	2,285	1,789	1,138	777
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,837	2,285	1,789	1,138	777
순이익률 (%)	13.9	14.4	11.1	9.6	6.9
지배주주	1,836	2,244	1,735	1,104	753
지배주주구속 순이익률(%)	13.9	14.1	10.8	9.3	6.7
비자매주주	1	41	54	34	23
총포괄이익	1,923	1,856	1,808	1,138	777
지배주주	1,921	1,859	1,749	1,104	753
비자매주주	3	(3)	59	34	23
EBITDA	3,173	3,621	2,979	2,192	1,740

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	12.9	20.0	1.6	(26.2)	(5.6)
영업이익	57.9	15.2	(22.1)	(34.5)	(30.2)
세전계속사업이익	75.0	24.0	(23.8)	(37.6)	(31.8)
EBITDA	51.2	14.1	(17.7)	(26.4)	(20.6)
EPS(계속사업)	85.0	22.2	(22.7)	(36.4)	(31.8)
수익성 (%)					
ROE	21.7	21.5	14.5	8.6	5.6
ROA	13.4	12.9	8.8	5.3	3.5
EBITDA마진	24.0	22.8	18.5	18.4	15.5
안정성 (%)					
유동비율	169.7	217.0	212.7	220.7	217.2
부채비율	68.8	59.5	59.2	54.3	52.1
순차입금/자기자본	14.5	(11.0)	(12.1)	(14.7)	(13.7)
EBITDA/이자비용(배)	0.6	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.1)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	53,561	65,466	50,624	32,208	21,980
BPS	235,046	301,335	331,142	353,846	366,005
CFPS	73,182	83,470	71,055	54,135	43,908
주당 현금배당금	4,000	10,500	10,500	10,500	10,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.9	5.6	6.5	10.2	15.0
PER(최저)	1.6	1.2	1.0	0.9	0.9
PBR(최고)	5.0	4.4	4.6	6.1	7.5
PBR(최저)	4.4	3.1	3.3	4.2	5.4

SK COMPANY Analysis



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

Company Data

자본금	168 십억원
발행주식수	3,349 만주
자사주	559 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,382 십억원
주요주주	
박철완(외5)	24.70%
금호석유 자사주	18.35%
외국인지분율	29.50%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(18/07/06)	111,000 원
KOSPI	2272.87 pt
52주 Beta	1.05
52주 최고가	117,000 원
52주 최저가	67,100 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.7%	15.2%
6개월	2.3%	12.4%
12개월	51.2%	58.9%

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

2Q18 Preview: 홀로 up-turn 국면인 고무

2Q18 영업이익 1,461 억원으로 추정되어 시장 기대치에 부합할 것으로 판단함. 원재료 부타디엔의 부담 때문에 전분기 대비로는 소폭 감익이 불가피하지만, 합성고무/BPA 가격도 동반 상승세를 보여 전년동기대비로는 3 배 이상 증진된 강한 체력 보여줄 것으로 기대함. 현재 합성고무는 가동률이 상승국면에 있고 과거 최대 마진에 비해 낮은 수준에 머물러 있기에 추가증익 가능함. 주가수익률 측면에서는 업종 내 가장 매력적인 기업임

2Q18 영업이익 1,461 억원(QoQ -5.4% / YoY +230.7%) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 1,363 대비 +7.2% 상회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적 수준 예상함. 핵심 원재료 부타디엔이 상승(1Q \$1,311/t → 2Q \$1,527/t)한 탓에 전분기 대비 감익은 불가피한 것으로 판단함. 그러나 최근 호조를 보였던 합성고무(SBR 기준 \$1,725/t → \$1,785/t)와 BPA(\$1,650/t → \$1,733/t) 등도 동반 상승세는 보였기 때문에 이익의 하락 폭이 크지는 않을 것임. 오히려 전년동기(442 억원)대비로는 무려 3 배 이상 증진되는 이익이기에, 높아진 체력수준을 다시 한 번 확인하는 계기가 될것임

Rubber의 강세국면은 아직 끝나지 않았다

동사의 이익에서 가장 중요한 제품은 여전히 합성고무임. 지난 해 기준 매출액의 여전히 40.7%를 차지하고 있음. 최근 폐놀계열의 강세 탓에 고무는 좋지 않았다는 잘못된 시각도 있지만, 마진과 가동률의 동반 상승(합성고무와 SB-Latex, 공시기준 가동률 2016년 72.8% → 2017년 76.0% → 1Q18 79.7%)에서 알 수 있듯이 시황은 분명 개선세에 진입해 있음. 참고로 2011년 최대 호황기 당시 동사의 합성고무 사업부 영업이익률은 분기 기준 21%(1Q11, 당시 전사 영업이익 2,864 억원)까지 기록되었으며, 현재는 5~7% 수준에 불과함. 또한 1Q18 기준 합성고무+SB Latex 생산능력은 150 만톤/년이며 1Q11 당시에는 102 만톤/년이었다는 것 또한 기억해야 함

목표주가 150,000 원 / 투자의견 매수 유지

업종 내 주가 수익률 측면에서 가장 매력적인 기업이라는 의견은 지속적으로 견지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	3,934.5	3,970.4	5,064.8	5,031.4	4,966.5	4,741.0
yoY	%	(17.4)	0.9	27.6	(0.7)	(1.3)	(4.5)
영업이익	십억원	164.0	157.1	262.6	579.4	543.0	503.1
yoY	%	(11.3)	(4.2)	67.2	120.6	(6.3)	(7.4)
EBITDA	십억원	339.9	363.0	480.5	794.1	757.7	717.8
세전이익	십억원	169.6	112.9	289.8	606.4	458.5	433.4
순이익(자본주주)	십억원	118.9	73.2	213.6	425.9	326.8	308.9
영업이익률%	%	4.2	4.0	5.2	11.5	10.9	10.6
EBITDA%	%	8.6	9.1	9.5	15.8	15.3	15.1
순이익률	%	4.3	2.8	5.7	12.1	9.2	9.1
EPS	원	3,818	2,320	6,906	13,979	10,726	10,139
PER	배	13.6	35.3	14.4	7.9	10.3	10.9
PBR	배	1.1	1.7	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	10.1	11.3	9.6	4.4	4.6	4.8
ROE	%	7.6	4.6	12.3	21.1	13.8	11.5
순차입금	십억원	1,746	1,532	1,450	1,008	728	393
부채비율	%	153.1	163.1	134.0	111.2	97.9	86.4

2Q18 preview

(단위, %, 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,239.1	1,205.2	1,212.3	1,339.9	1,267.7	2.3	(5.4)	1,372.6	(7.6)
영업이익	44.2	57.8	94.9	165.8	146.1	230.7	(11.9)	133.4	9.5
세전이익	52.9	78.1	70.4	194.2	144.4	173.1	(25.7)	147.1	(1.9)
지배순이익	36.7	56.5	51.3	132.1	102.9	180.3	(22.1)	106.6	(3.5)
영업이익률	3.6	4.8	7.8	12.4	11.5	8.0	(0.9)	9.7	1.8
세전이익률	4.3	6.5	5.8	14.5	11.4	7.1	(3.1)	10.7	0.7
지배주주순이익률	3.0	4.7	4.2	9.9	8.1	5.2	(1.7)	7.8	0.3

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	12.9%		ROE(지배주주지분)	12.3%	15.4%	12.2%	10.2%
Terminal Growth	2.0%		weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.0%		Target ROE	12.9%			
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	2.18						
1Q19E EPS(지배주주지분)	73,050						
Target Price	159,373						

자료: 금호석유, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	3,818	11,801	10,650	9,911	9,857
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	10,999				
2Q19E EPS	11,801				
2Q20E EPS	10,650				
Multiple	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0
TP by weighted EPS	109,985	120,984	131,982	142,981	153,979
TP by 2Q19E EPS	118,012	129,814	141,615	153,416	165,217
TP by 2Q20E EPS	106,499	117,149	127,799	138,448	149,098
Multiple	15.0	16.0	17.0	18.0	19.0
TP by weighted EPS	164,978	175,977	186,975	197,974	208,972
TP by 2Q19E EPS	177,019	188,820	200,621	212,422	224,224
TP by 2Q20E EPS	159,748	170,398	181,048	191,698	202,348

자료: 금호석유, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

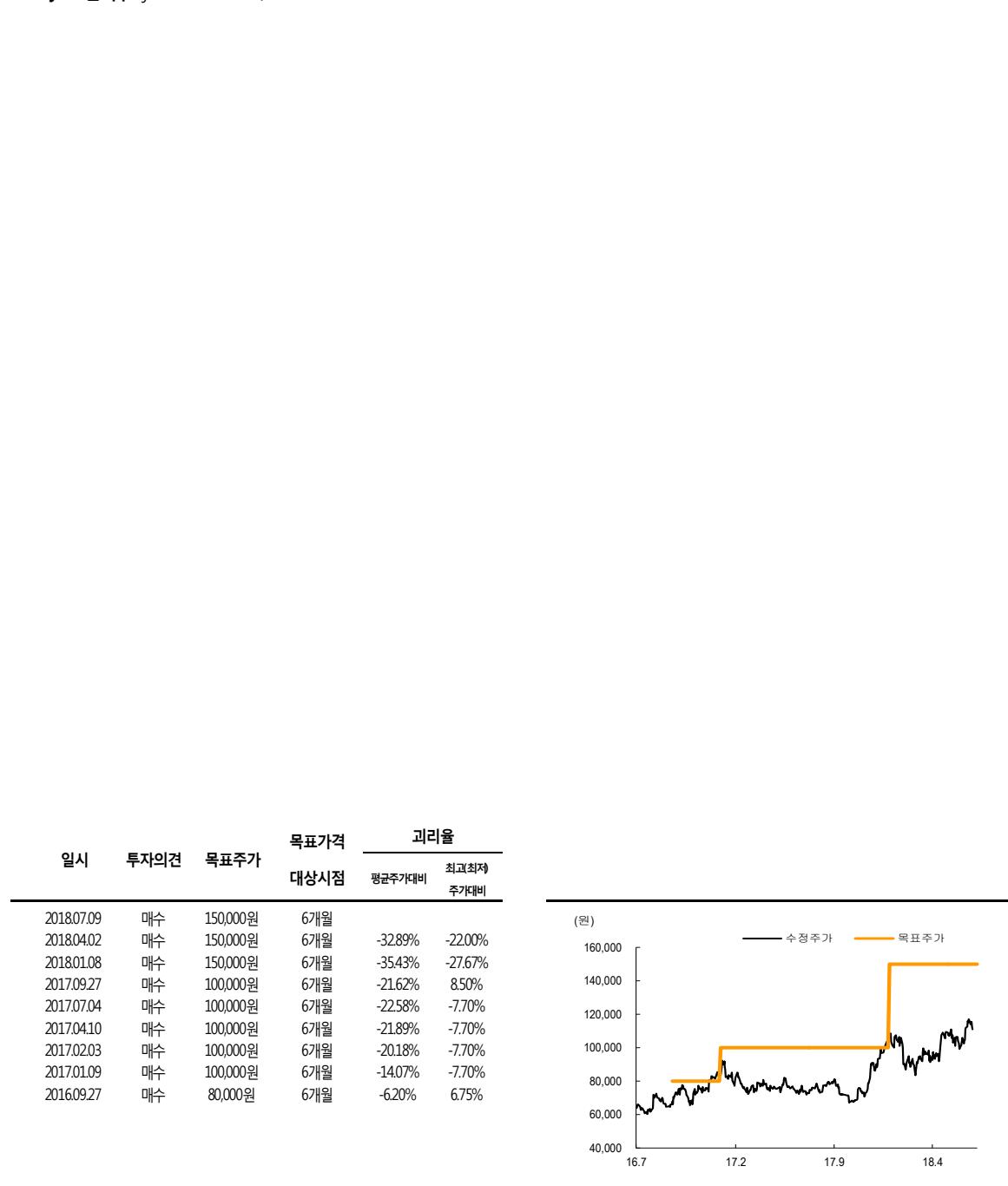
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	5,064.8	5,346.8	5,760.5	5,064.8	5,031.4	4,966.5	0.0%	-5.9%	-13.8%
YoY %	27.6%	5.6%	7.7%	27.6%	-0.7%	-1.3%			
영업이익	262.6	460.7	531.2	262.6	579.4	543.0	0.0%	25.8%	2.2%
YoY %	67.2%	75.4%	15.3%	67.2%	120.6%	-6.3%			
EBITDA	480.5	675.0	745.4	480.5	794.1	757.7	0.0%	17.7%	1.6%
YoY %	32.4%	40.5%	10.4%	32.4%	65.3%	-4.6%			
순이익	213.6	313.8	322.6	213.6	425.9	326.8	0.0%	35.7%	1.3%
YoY %	191.6%	46.9%	2.8%	191.6%	99.4%	-23.3%			

자료: 금호석유, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	1,272.3	1,424.7	1,392.9	1,449.8	1,267.7	1,228.2	1,195.7	1,254.0	-0.4%	-13.8%	-14.2%	-13.5%
YoY %	27%	18.2%	14.9%	15.3%	23%	1.9%	-1.4%	-6.4%				
QoQ %	1.2%	12.0%	-2.2%	4.1%	-5.4%	-3.1%	-2.6%	4.9%				
영업이익	106.2	123.3	119.0	138.7	146.1	125.8	141.7	141.5	37.6%	2.0%	19.1%	2.0%
YoY %	140.5%	113.6%	25.4%	23.7%	230.7%	117.8%	49.3%	-14.7%				
QoQ %	-5.3%	16.1%	-3.5%	16.5%	-11.9%	-13.9%	12.7%	-0.1%				
EBITDA	159.8	176.9	172.6	192.3	199.8	179.4	195.4	195.2	25.0%	1.4%	13.2%	1.5%
YoY %	61.0%	59.8%	16.2%	16.0%	101.4%	62.1%	31.6%	-11.1%				
QoQ %	-3.6%	10.7%	-2.4%	11.4%	-9.0%	-10.2%	8.9%	-0.1%				
순이익	71.1	85.2	82.3	84.5	102.9	88.9	102.0	84.9	44.8%	4.4%	23.9%	0.5%
YoY %	93.6%	50.8%	60.5%	12.3%	180.3%	57.4%	98.8%	-35.8%				
QoQ %	-5.5%	19.8%	-3.3%	2.6%	-22.1%	-13.6%	14.7%	-16.8%				

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 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,255.3	1,332.7	1,773.8	2,079.5	2,328.3
현금및현금성자산	197.0	234.4	662.0	941.6	1,276.4
매출채권및기타채권	566.5	620.9	621.9	637.3	586.5
재고자산	445.5	426.8	423.2	433.6	399.3
비유동자산	3,290.8	3,247.1	3,133.1	3,166.7	3,189.1
장기금융자산	236.3	270.6	251.2	251.2	251.2
유형자산	2,564.8	2,440.3	2,313.7	2,347.4	2,369.7
무형자산	17.3	14.9	14.7	14.7	14.7
자산총계	4,546.1	4,579.8	4,906.9	5,246.2	5,517.4
유동부채	2,145.6	1,913.9	1,911.9	1,923.2	1,885.8
단기금융부채	1,521.1	1,233.2	1,327.1	1,327.1	1,327.1
매입채무 및 기타채무	542.8	562.2	461.3	472.6	435.3
단기충당부채	6.9	6.9	7.4	7.4	7.4
비유동부채	672.7	709.1	671.5	671.5	671.5
장기금융부채	560.5	586.9	531.4	531.4	531.4
장기매입채무 및 기타채무	1.5	4.9	4.7	4.7	4.7
장기충당부채	0.0	0.0	1.4	1.4	1.4
부채총계	2,818.2	2,623.0	2,583.3	2,594.6	2,557.3
지배주주지분	1,619.7	1,842.7	2,197.6	2,525.6	2,834.1
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	1,804.0	2,132.0	2,440.5
비자본주주지분	108.2	114.1	126.0	126.0	126.0
자본총계	1,727.9	1,956.8	2,323.6	2,651.6	2,960.1
부채와자본총계	4,546.1	4,579.8	4,906.9	5,246.2	5,517.4

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	296.8	421.0	759.7	773.9	826.7
당기순이익(순실)	80.8	217.6	463.1	355.3	335.9
비현금성항목등	309.9	310.4	408.3	435.4	435.4
유형자산감가상각비	206.0	217.9	214.7	214.7	214.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(104.0)	(92.5)	(193.6)	(220.7)	(220.7)
운전자본감소(증가)	(20.2)	(39.5)	(105.3)	(16.8)	55.5
매출채권및기타채권의 감소증가)	(85.6)	(67.6)	(12.3)	(14.7)	48.6
재고자산감소(증가)	(50.8)	18.8	3.5	(10.4)	34.3
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	154.5	24.5	(59.5)	8.3	(27.4)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	32.1	72.1	202.4	202.4	202.4
투자활동현금흐름	(250.7)	(106.0)	(98.5)	(248.3)	(237.0)
금융자산감소(증가)	12.8	(4.1)	1.8	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(271.1)	(100.8)	(105.5)	(248.3)	(237.0)
무형자산감소(증가)	(1.5)	(0.8)	(0.1)	0.0	0.0
기타	9.2	(0.4)	5.3	0.0	0.0
재무활동현금흐름	103.6	(276.7)	(15.0)	(27.3)	(27.3)
단기금융부채증가(감소)	(52.1)	(601.2)	71.0	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	183.9	349.8	(31.4)	0.0	0.0
자본의증가(감소)	1.6	5.2	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	22.5	22.1	54.6	27.3	27.3
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	149.7	37.5	427.5	279.7	334.8
기초현금	47.3	197.0	234.4	662.0	941.6
기말현금	197.0	234.4	662.0	941.6	1,276.4
FCF	254.1	96.8	495.2	372.5	416.1

자료 : 금호석유, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,970.4	5,064.8	5,031.4	4,966.5	4,741.0
매출원가	3,637.5	4,636.5	4,303.4	4,276.9	4,098.0
매출총이익	332.9	428.3	727.9	689.6	643.0
매출총이익률 (%)	8.4	8.5	14.5	13.9	13.6
판매비와관리비	175.8	165.6	148.5	146.6	139.9
영업이익	157.1	262.6	579.4	543.0	503.1
영업이익률 (%)	4.0	5.2	11.5	10.9	10.6
비영업손익	(44.2)	27.2	27.0	(84.5)	(69.7)
순금융비용	15.7	8.7	22.2	40.3	55.7
외환관련손익	(17.1)	40.9	1.5	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	36.6	88.7	70.5	11.4	10.8
세전계속사업이익	112.9	289.8	606.4	458.5	433.4
세전계속사업이익률 (%)	2.8	5.7	12.1	9.2	9.1
계속사업법인세	32.1	72.1	143.3	103.2	97.5
계속사업이익	80.8	217.6	463.1	355.3	335.9
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	463.1	355.3	335.9
순이익률 (%)	2.0	4.3	9.2	7.2	7.1
지배주주	73.2	213.6	425.9	326.8	308.9
지배주주기여금 순이익률(%)	1.8	4.2	8.5	6.6	6.5
비자본주주	7.5	4.1	37.1	28.5	26.9
총포괄이익	91.9	250.9	464.3	355.3	335.9
지배주주	87.1	245.0	426.8	326.8	308.9
비자본주주	4.9	5.9	37.5	28.5	26.9
EBITDA	363.0	480.5	794.1	757.7	717.8

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	0.9	27.6	(0.7)	(1.3)	(4.5)
영업이익	(4.2)	67.2	120.6	(6.3)	(7.4)
세전계속사업이익	(33.5)	156.7	109.3	(24.4)	(5.5)
EBITDA	6.8	32.4	65.3	(4.6)	(5.3)
EPS(계속사업)	(39.2)	197.7	102.4	(23.3)	(5.5)
수익성 (%)					
ROE	4.6	12.3	21.1	13.8	11.5
ROA	1.8	4.8	9.8	7.0	6.2
EBITDA/마진	9.1	9.5	15.8	15.3	15.1
안정성 (%)					
유동비율	58.5	69.6	92.8	108.1	123.5
부채비율	163.1	134.0	111.2	97.9	86.4
순차입금/자기자본	88.7	74.1	43.4	27.5	13.3
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.4	1.0	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,320	6,906	13,979	10,726	10,139
BPS	48,674	56,527	67,575	77,368	86,582
CFPS	9,506	12,395	19,643	18,976	18,052
주당 현금배당금	785	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	35.3	14.4	7.9	10.3	10.9
PER(최저)					
PBR(최고)	1.7	1.8	1.6	1.4	1.3
PBR(최저)					
PCR	8.6	8.0	5.7	5.8	6.1
EV/EBITDA(최고)	11.3	9.6	4.4	4.6	4.8
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

Company Data

자본금	830 십억원
발행주식수	16,311 만주
자사주	170 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,417 십억원
주요주주	
(주)한화(외5)	36.67%
국민연금공단	9.24%
외국인지분률	26.90%
배당수익률	1.70%

Stock Data

주가(18/07/06)	20,950 원
KOSPI	2272.87 pt
52주 Beta	1.47
52주 최고가	38,000 원
52주 최저가	20,600 원
60일 평균 거래대금	23 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-17.2%	-10.6%
6개월	-37.8%	-31.7%
12개월	-33.5%	-30.1%

한화케미칼 (009830/KS | 매수(유지) | T.P 30,000 원(하향))

2Q18 Preview: 미국 화학 수출물량의 직접적 부담

2Q18 영업이익 1,626 억원으로 추정하여 시장 컨센서스에 부합하는 수준일 것으로 판단함. 원재료 납사와 에틸렌은 강세를 보인 반면, 주력 제품인 LDPE / PVC / 가성소다 / TDI의 시장가격이 모두 하락했기 때문에 전분기대비 실적부담은 있을 것임. 북미 5월 PE 수출물량은 전년동월대비 +49.5% 급증했음. 특히 에틸렌 계열이 많은 동사에게는 부담이 클 수 있음. 최근 주가하락폭이 커지기 때문에 반등 가능하지만, 그 폭은 제한적일 것

2Q18 영업이익 1,626 억원(QoQ -5.5% / YoY -25.7%) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 1,805 억원 대비 -9.9% 하회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적수준 예상함. 화학사업부의 시황은 약보합 국면으로 정리할 수 있음. 원재료 납사 (1Q \$580/t → 2Q \$644/t) 와 에틸렌(한국기준 \$1,294/t → \$1,290/t)이 부담스러운 수준이었던 반면, LDPE(\$1,246/t → \$1,218/t), PVC(\$946/t → \$937/t), 가성소다 (\$585/t → \$578/t)는 오히려 하락 양상이 나타났음. 판매가격의 이연 효과 때문에 금번 분기에서는 영향이 덜 하겠지만, TDI 역시 중국가격 기준으로는 \$5,761/t → \$4,454/t 으로 하락한 것은 부담임. 리테일 및 태양광은 부진한 실적 이어갈 것으로 예상함

시작된 미국의 물량공세 압박

SK 증권 리서치센터는 2017년 이후 지속적으로 화학의 down-turn 진입을 주장하고 있으며, 최대우려요인으로 지목되었던 미국의 공격적 신증설 물량들이 최근 수출로 연결되고 있기에 이와 같은 의견을 지속 견지함. 미국화학협회(ACC, American Chemistry Council)에 따르면 5월 북미의 PE 수출은 이미 전월대비 +16%, 전년동월 대비 +49.5% 급증하였음. 재고물량도 지속 축적 중이기 때문에 앞으로 공급압박은 지속될 것임

목표주가 39,000 원 → 30,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

현재 가격 약세를 감안해 2019년 영업이익 추정치를 기준대비 -17.0% 하향하며, 이를 반영해 목표주가 역시 하향 조정함. 특히 동사는 에틸렌 계열에 제품이 집중되어 있기 때문에, 미국의 신증설물량에 대해 받는 타격이 가장 직접적일 것으로 우려됨. 태양광까지 감안하여 과도한 주가하락 탓에 반등 가능하겠지만, 그 폭은 제한적일 것임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	8,037.0	9,258.8	9,341.8	8,037.0	7,319.0	7,341.2
yoY	%	(0.2)	15.2	0.9	(14.0)	(8.9)	0.3
영업이익	십억원	337.0	779.2	756.4	637.6	428.6	422.0
yoY	%	138.6	131.2	(2.9)	(15.7)	(32.8)	(15)
EBITDA	십억원	789.2	1,224.5	1,191.9	1,062.3	853.2	846.6
세전이익	십억원	228.4	886.4	1,065.9	850.8	473.5	467.9
순이익(자배주주)	십억원	188.2	755.3	824.7	671.7	366.9	362.6
영업이익률%	%	4.2	8.4	8.1	7.9	5.9	5.7
EBITDA%	%	9.8	13.2	12.8	13.2	11.7	11.5
순이익률	%	2.3	8.2	8.8	8.4	5.0	4.9
EPS	원	1,161	4,580	5,001	4,076	2,226	2,200
PER	배	23.4	5.4	6.3	5.1	9.4	9.5
PBR	배	1.0	0.8	0.9	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	10.0	6.0	6.6	3.2	4.0	4.1
ROE	%	4.2	15.2	14.6	10.7	5.5	5.2
순차입금	십억원	3,490	3,230	2,645	1,946	1,533	1,150
부채비율	%	180.9	152.7	120.6	110.1	106.0	102.7

2Q18 preview

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위, %, 십억원) 차이(a/b)
매출액	2,485.5	2,313.0	2,351.9	2,076.1	2,076.2	(16.5)	0.0	2,258.0	(8.0)
영업이익	218.8	215.2	125.8	172.1	162.6	(25.7)	(5.5)	180.5	(9.9)
세전이익	305.2	331.9	36.3	366.7	165.3	(45.8)	(54.9)	275.3	(40.0)
지배순이익	236.4	252.7	14.4	296.6	128.1	(45.8)	(56.8)	199.7	(35.8)
영업이익률	8.8	9.3	5.4	8.3	7.8	(1.0)	(0.5)	8.0	(0.2)
세전이익률	12.3	14.3	1.5	17.7	8.0	(4.3)	(9.7)	12.2	(4.2)
지배주주순이익률	9.5	10.9	0.6	14.3	6.2	(3.3)	(8.1)	8.8	(2.7)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	5.7%		ROE(지배주주지분)	14.6%	6.5%	5.4%	4.6%
Terminal Growth	2.0%		weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.0%		Target ROE		5.7%		
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.74						
1Q19E EPS(지배주주지분)	40,597						
Target Price	30,101						

자료: 한화케미칼, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	1,161	2,647	2,323	2,036	1,888
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,384				
2Q19E EPS	2,647				
2Q20E EPS	2,323				

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	21,459	22,651	23,844	25,036	26,228	27,420	28,612	29,804	30,997	32,189
TP by 2Q19E EPS	23,826	25,150	26,474	27,797	29,121	30,445	31,768	33,092	34,416	35,739
TP by 2Q20E EPS	20,907	22,069	23,231	24,392	25,554	26,715	27,877	29,038	30,200	31,361

자료: 한화케미칼, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

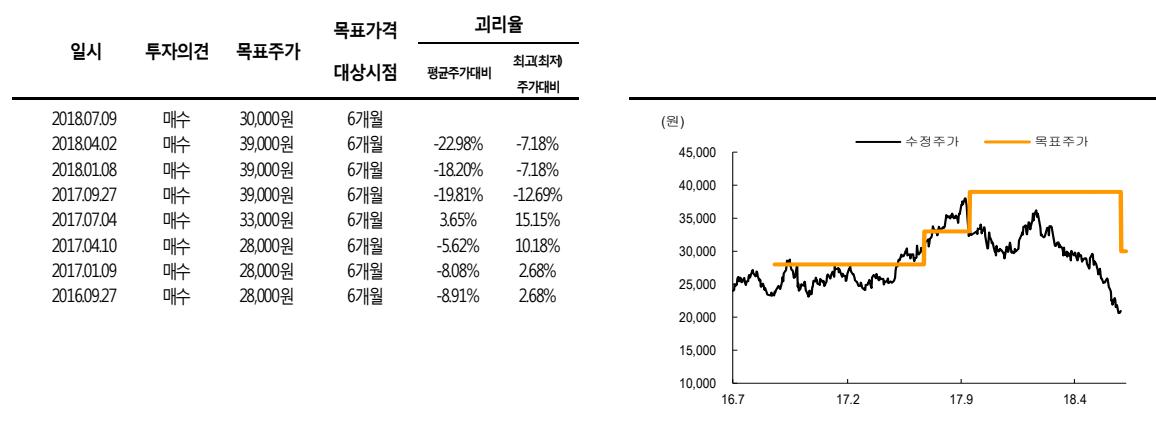
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	9,341.8	9,223.6	8,546.6	9,341.8	8,037.0	7,319.0	0.0%	-12.9%	-14.4%
YoY %	0.9%	-1.3%	-7.3%	0.9%	-14.0%	-8.9%			
영업이익	756.4	611.8	516.6	756.4	637.6	428.6	0.0%	4.2%	-17.0%
YoY %	-2.9%	-19.1%	-15.6%	-2.9%	-15.7%	-32.8%			
EBITDA	1,191.9	1,052.8	957.6	1,191.9	1,062.3	853.2	0.0%	0.9%	-10.9%
YoY %	-2.7%	-11.7%	-9.0%	-2.7%	-10.9%	-19.7%			
순이익	824.7	518.0	438.2	824.7	671.7	366.9	0.0%	29.7%	-16.3%
YoY %	9.2%	-37.2%	-15.4%	9.2%	-18.5%	-45.4%			

자료: 한화케미칼, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	2,401.4	2,301.1	2,175.3	2,102.6	2,076.2	2,008.3	1,876.3	1,799.8	-13.5%	-12.7%	-13.7%	-14.4%
YoY %	-34%	-0.5%	-7.5%	-10.4%	-16.5%	-13.2%	-20.2%	-13.3%				
QoQ %	24%	-42%	-5.5%	-3.3%	0.0%	-3.3%	-6.6%	-4.1%				
영업이익	188.6	149.0	106.2	124.1	162.6	168.6	134.4	94.9	-13.8%	13.1%	26.6%	-23.6%
YoY %	-13.8%	-30.8%	-15.6%	-26.1%	-25.7%	-21.7%	6.8%	-44.9%				
QoQ %	12.3%	-21.0%	-28.7%	16.9%	-5.5%	3.7%	-20.3%	-29.4%				
EBITDA	298.8	259.3	216.4	234.4	268.8	274.7	240.6	201.1	-10.1%	5.9%	11.1%	-14.2%
YoY %	-8.3%	-19.9%	-8.3%	-15.8%	-17.6%	-15.1%	1.9%	-27.7%				
QoQ %	7.4%	-13.2%	-16.5%	8.3%	-3.4%	2.2%	-12.4%	-16.4%				
순이익	160.7	123.8	86.7	102.5	128.1	138.0	109.1	78.1	-20.3%	11.4%	25.7%	-23.8%
YoY %	-32.0%	-51.0%	503.1%	-30.2%	-45.8%	-45.4%	658.4%	-73.7%				
QoQ %	9.5%	-23.0%	-29.9%	18.2%	-56.8%	7.7%	-21.0%	-28.4%				

자료: 한화케미칼, SK 증권



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,524	4,222	4,781	5,206	5,649
현금및현금성자산	1,012	805	1,391	1,904	2,386
매출채권및기타채권	1,561	1,707	1,424	1,382	1,363
재고자산	1,421	1,144	1,335	1,297	1,281
비유동자산	9,294	9,427	9,347	9,288	9,230
장기금융자산	298	277	281	281	281
유형자산	5,761	5,588	5,633	5,574	5,516
무형자산	426	422	437	437	437
자산총계	13,818	13,649	14,128	14,494	14,880
유동부채	4,963	4,894	4,976	5,032	5,113
단기금융부채	2,259	2,648	2,688	2,788	2,888
매입채무 및 기타채무	1,758	1,632	1,555	1,511	1,492
단기충당부채	71	50	54	54	54
비유동부채	3,387	2,568	2,426	2,426	2,426
장기금융부채	2,588	1,812	1,612	1,612	1,612
장기매입채무 및 기타채무	46	23	23	23	23
장기충당부채	49	47	49	49	49
부채총계	8,350	7,462	7,402	7,458	7,539
지배주주지분	5,285	6,015	6,561	6,870	7,176
자본금	830	830	830	830	830
자본잉여금	828	829	830	830	830
기타자본구성요소	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,586	4,365	4,887	5,196	5,501
비자매주주지분	183	172	165	165	165
자본총계	5,468	6,187	6,726	7,035	7,340
부채와자본총계	13,818	13,649	14,128	14,494	14,880

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,121	901	1,135	910	882
당기순이익(순실)	886	1,066	742	367	363
비현금성항목등	424	200	319	501	501
유형자산감가상각비	445	436	425	425	425
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	21	236	106	(76)	(76)
운전자본감소(증가)	(152)	(213)	78	42	18
매출채권및기타채권의 감소증가)	254	(173)	260	41	18
재고자산감소(증가)	405	277	(191)	38	16
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	20	71	(19)	(36)	(16)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(446)	(395)	(142)	(366)	(367)
금융자산감소(증가)	126	(82)	20	0	0
유형자산감소(증가)	(413)	(468)	(437)	(366)	(367)
무형자산감소(증가)	(13)	16	(1)	0	0
기타	(146)	139	276	0	0
재무활동현금흐름	(302)	(679)	(253)	(58)	(58)
단기금융부채증가(감소)	17	7	(43)	0	0
장기금융부채증가(감소)	(80)	(453)	(111)	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)	586	513	482
기초현금	645	1,012	805	1,391	1,904
기말현금	1,012	805	1,391	1,904	2,386
FCF	468	527	507	436	404

자료 : 한화케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,259	9,342	8,037	7,319	7,341
매출원가	7,211	7,386	6,345	5,930	5,956
매출총이익	2,048	1,956	1,692	1,389	1,385
매출총이익률 (%)	22.1	20.9	21.1	19.0	18.9
판매비와관리비	1,268	1,199	1,054	960	963
영업이익	779	756	638	429	422
영업이익률 (%)	8.4	8.1	7.9	5.9	5.7
비영업손익	107	309	213	45	46
순금융비용	56	27	53	71	90
외환관련손익	(8)	42	8	0	0
관계기업투자등 관련손익	446	594	201	136	122
세전계속사업이익	886	1,066	851	473	468
세전계속사업이익률 (%)	9.6	11.4	10.6	6.5	6.4
계속사업법인세	115	231	183	107	105
계속사업이익	771	835	668	367	363
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	771	835	668	367	363
순이익률 (%)	8.3	8.9	8.3	5.0	4.9
지배주주	755	825	672	367	363
지배주주구속 순이익률(%)	8.2	8.8	8.4	5.0	4.9
비자매주주	16	10	(4)	0	0
총포괄이익	668	791	692	367	363
지배주주	663	787	698	367	363
비자매주주	5	4	(5)	0	0
EBITDA	1,225	1,192	1,062	853	847

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	15.2	0.9	(14.0)	(8.9)	0.3
영업이익	131.2	(2.9)	(15.7)	(32.8)	(1.5)
세전계속사업이익	288.1	20.2	(20.2)	(44.3)	(1.2)
EBITDA	55.2	(2.7)	(10.9)	(19.7)	(0.8)
EPS(계속사업)	294.6	9.2	(18.5)	(45.4)	(1.2)
수익성 (%)					
ROE	15.2	14.6	10.7	5.5	5.2
ROA	5.6	6.1	4.8	2.6	2.5
EBITDA/마진	13.2	12.8	13.2	11.7	11.5
안정성 (%)					
유동비율	91.2	86.3	96.1	103.4	110.5
부채비율	152.7	120.6	110.1	106.0	102.7
순차입금/자기자본	59.1	42.7	28.9	21.8	15.7
EBITDA/이자비용(배)	0.2	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,580	5,001	4,076	2,226	2,200
BPS	30,729	35,693	39,068	40,932	42,771
CFPS	6,768	6,194	5,561	4,561	4,530
주당 현금배당금	350	350	350	350	350
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	5.4	6.3	5.1	9.4	9.5
PER(최저)	0.8	0.9	0.5	0.5	0.5
PBR(최고)	3.6	5.1	3.8	4.6	4.6
PBR(최저)	6.0	6.6	3.2	4.0	4.1

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	2,287 십억원
주요주주	
이화영(외37)	25.20%
국민연금공단	8.10%
외국인지분율	26.70%
배당수익률	2.00%

Stock Data

주가(18/07/06)	95,900 원
KOSPI	2,272.87 pt
52주 Beta	0.99
52주 최고가	186,500 원
52주 최저가	84,000 원
60일 평균 거래대금	37 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-20.4%	-14.1%
6개월	-40.6%	-34.8%
12개월	8.7%	14.2%

OCI (010060/KS | 매수(유지) | T.P 140,000 원(하향))

2Q18 Preview: 2 분기보다 3 분기 실적이 부담

2Q18 영업이익 654 억원으로 추정하여 시장 컨센서스에 미치지 못할 것으로 판단함. 폴리실리콘 가격이 약세 국면을 보였고, 화학도 정기보수로 인한 물량감소가 있기 때문에 실적하락은 불가피함. 다만 우려감은 3 분기가 더 큼. 6 월 이후 폴리실리콘 가격이 급락하면서 현재 PVinsights 기준으로는 집계 이후 최저치가 시현되었고, TDI/벤젠 등 화학의 가격하락폭도 크기 때문임. 최근 주가급락으로 반등매력 있지만 폭은 제한적일 것

2Q18 영업이익 654 억원(QoQ -38.5% / YoY +117.3%) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 775 억원 대비 -15.7% 하회하는, 기대치에 미치지 못하는 실적수준 예상함. 폴리실리콘은 생각보다 큰 약세는 아닐 것으로 판단함. 중국 관련 이슈로 인해 폴리실리콘 가격이 5 월 말부터 급락을 했고, 때문에 평균가격 측면에서는 1Q \$16.3/kg → \$14.3/kg 으로 약세가 시현되었음. 다만 통상적인 가격의 이연 효과 감안 시 직접적인 부담은 다음 분기에서 나타날 것으로 판단됨. 오히려 화학사업부의 정기보수로 인해 물량감소 효과가 나타나는 것이 실적약세에 더 큰 부담이 될 것임

부각되는 태양광 risk

PVinsights 기준 폴리실리콘 가격은 7 월 4 일 \$11.16/kg 으로 공개되어 집계 이후 최저치를 시현하였음. 최근 급락이유로는 위안화 약세와 태양광 수요부진이 꼽히고 있음. 태양광 수요는 통상 연말에서 상승하기 때문에 다시 회복할 부분으로 판단되지만, 미중 분쟁에 따른 환율리스크와 하반기부터 집중되는 GCL 의 증설물량은 부담요소가 될 수 밖에 없음. 특히 급락한 가격은 3 분기 실적에 반영이 될 것이라는 부분도 감안해야 함

목표주가 180,000 원 → 140,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

예상치 못한 폴리실리콘 가격급락으로 2018 년 영업이익 추정치를 기존대비 -18.4% 하향조정하며, 이를 감안해 목표주가도 하향함. 단기적인 주가급락이 컸기 때문에 반등 여력은 충분한 것으로 판단함. 다만 사상 최저인 현재 폴리실리콘 가격과 3 분기 실적 부담은 그 폭을 제한할 수밖에 없을 것임. 참고로 화학사업부 주력 아이템인 TDI(1Q \$5,761/t → 2Q \$4,454/t)와 벤젠(\$906/t → \$842/t)의 가격도 최근 하락한 상황임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	2,301.5	2,736.7	3,631.6	3,243.7	3,244.1	3,047.4
yoY	%	(4.9)	18.9	32.7	(10.7)	0.0	(6.1)
영업이익	십억원	(144.6)	132.5	284.4	296.6	449.2	485.1
yoY	%	적지	흑전	114.7	4.3	51.5	8.0
EBITDA	십억원	219.3	438.4	589.6	585.9	602.5	564.6
세전이익	십억원	(303.1)	(103.5)	279.7	251.9	401.7	443.4
순이익(자본주주)	십억원	100.3	242.1	234.9	194.8	313.6	346.1
영업이익률%	%	(6.3)	4.8	7.8	9.1	13.8	15.9
EBITDA%	%	9.5	16.0	16.2	18.1	18.6	18.5
순이익률	%	4.4	8.8	6.5	6.0	9.7	11.4
EPS	원	4,206	10,151	9,849	8,168	13,150	14,513
PER	배	17.8	7.8	13.8	11.7	7.3	6.6
PBR	배	0.7	0.6	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	17.8	8.3	7.0	5.1	4.5	4.3
ROE	%	3.5	7.9	7.2	5.7	8.6	8.8
순차입금	십억원	2,123	1,749	883	695	437	145
부채비율	%	125.1	91.4	77.9	72.6	67.5	62.0

2Q18 preview

(단위, %, 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	699.5	941.9	851.9	857.0	817.2	16.8	(4.6)	844.3	(3.2)
영업이익	30.1	78.7	105.0	106.3	65.4	117.3	(38.5)	77.5	(15.7)
세전이익	98.6	60.1	74.8	96.0	53.4	(45.8)	(44.4)	74.4	(28.2)
지배순이익	90.0	42.3	68.6	73.1	41.7	(53.6)	(42.9)	55.7	(25.2)
영업이익률	4.3	8.4	12.3	12.4	8.0	3.7	(4.4)	9.2	(1.2)
세전이익률	14.1	6.4	8.8	11.2	6.5	(7.6)	(4.7)	8.8	(2.3)
지배주주순이익률	12.9	4.5	8.1	8.5	5.1	(7.8)	(3.4)	6.6	(1.5)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	7.4%		ROE(지배주주지분)	7.2%	6.7%	8.6%	7.7%
Terminal Growth	2.0%		weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.0%		Target ROE	7.4%			
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.08						
1Q19E EPS(지배주주지분)	133,603						
Target Price	144,584						

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	4,206	10,128	14,072	13,591	12,679
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	11,865				
2Q19E EPS	10,128				
2Q20E EPS	14,072				

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	106,781	118,646	130,510	142,375	154,239	166,104	177,969	189,833	201,698	213,562
TP by 2Q19E EPS	91,152	101,279	111,407	121,535	131,663	141,791	151,919	162,047	172,175	182,303
TP by 2Q20E EPS	126,648	140,720	154,792	168,864	182,936	197,009	211,081	225,153	239,225	253,297

자료: OCI, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	3,631.6	3,341.3	2,946.6	3,631.6	3,243.7	3,244.1	0.0%	-2.9%	10.1%
YoY %	32.7%	-8.0%	-11.8%	32.7%	-10.7%	0.0%			
영업이익	284.4	363.4	456.7	284.4	296.6	449.2	0.0%	-18.4%	-1.6%
YoY %	114.7%	27.8%	25.7%	114.7%	4.3%	51.5%			
EBITDA	589.6	655.2	613.3	589.6	585.9	602.5	0.0%	-10.6%	-1.8%
YoY %	34.5%	11.1%	-6.4%	34.5%	-0.6%	2.8%			
순이익	234.9	270.8	342.5	234.9	194.8	313.6	0.0%	-28.1%	-8.4%
YoY %	-3.0%	15.3%	26.5%	-3.0%	-17.1%	61.0%			

자료: OCI, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	836.4	854.3	833.1	764.0	817.2	762.6	806.9	841.1	-2.3%	-10.7%	-3.1%	10.1%
YoY %	19.6%	-9.3%	-2.2%	-6.5%	16.8%	-19.0%	-5.3%	-1.9%				
QoQ %	2.3%	2.1%	-2.5%	-8.3%	-4.6%	-6.7%	5.8%	4.2%				
영업이익	89.4	91.4	70.0	119.8	65.4	67.2	57.6	117.9	-26.8%	-26.4%	-17.6%	-1.5%
YoY %	197.0%	16.2%	-33.3%	6.3%	117.3%	-14.5%	-45.1%	10.9%				
QoQ %	-20.7%	2.3%	-23.5%	71.2%	-38.5%	2.8%	-14.3%	104.7%				
EBITDA	162.3	164.3	142.9	161.6	136.2	138.0	128.4	159.2	-16.1%	-16.0%	-10.1%	-1.5%
YoY %	53.1%	4.8%	-21.3%	-12.9%	28.5%	-12.0%	-29.3%	-13.1%				
QoQ %	-12.6%	1.3%	-13.0%	13.1%	-25.7%	1.4%	-7.0%	24.0%				
순이익	65.5	68.5	53.8	87.8	41.7	43.8	36.2	82.3	-36.3%	-36.0%	-32.8%	-6.3%
YoY %	-27.2%	61.8%	-21.6%	5.8%	-53.6%	3.6%	-47.3%	12.6%				
QoQ %	-21.1%	4.6%	-21.4%	63.1%	-42.9%	5.1%	-17.5%	127.4%				

자료: OCI, SK 증권

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 7월 9일 기준)				
매수	91.54%	중립	8.46%	매도

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,981	2,098	2,270	2,531	2,736
현금및현금성자산	339	914	1,029	1,288	1,580
매출채권및기타채권	578	532	546	547	506
재고자산	790	358	471	471	436
비유동자산	4,267	3,979	3,871	3,880	3,953
장기금융자산	50	15	19	19	19
유형자산	3,463	3,291	3,175	3,184	3,257
무형자산	34	43	44	44	44
자산총계	6,249	6,078	6,142	6,411	6,689
유동부채	1,438	1,214	1,304	1,305	1,281
단기금융부채	1,051	755	833	833	833
매입채무 및 기타채무	302	379	318	318	295
단기충당부채	0	6	1	1	1
비유동부채	1,546	1,448	1,279	1,279	1,279
장기금융부채	1,204	1,163	943	943	943
장기매입채무 및 기타채무	11	7	6	6	6
장기충당부채	10	9	9	9	9
부채총계	2,984	2,662	2,583	2,584	2,560
지배주주지분	3,196	3,352	3,492	3,761	4,063
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	2,580	2,848	3,150
비자매주주지분	69	63	66	66	66
자본총계	3,265	3,416	3,558	3,827	4,129
부채와자본총계	6,249	6,078	6,142	6,411	6,689

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	408	480	484	582	605
당기순이익(순실)	219	233	196	315	348
비현금성항목등	239	354	424	268	194
유형자산감가상각비	306	305	289	153	79
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	67	(49)	(135)	(115)	(115)
운전자본감소(증가)	18	(49)	(121)	(1)	63
매출채권및기타채권의 감소증가)	(23)	50	(17)	(1)	39
재고자산감소(증가)	(273)	432	(112)	(1)	35
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	15	9	(7)	0	(12)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	37	91	91	91
투자활동현금흐름	(139)	416	(122)	(162)	(152)
금융자산감소(증가)	(108)	51	63	0	0
유형자산감소(증가)	(441)	334	(186)	(162)	(152)
무형자산감소(증가)	(2)	(5)	(0)	0	0
기타	412	35	0	0	0
재무활동현금흐름	(404)	(295)	(187)	(47)	(47)
단기금융부채증가(감소)	(510)	(658)	(141)	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	6	0	0
현금의 증가(감소)	(138)	575	115	259	292
기초현금	477	339	914	1,029	1,288
기말현금	339	914	1,029	1,288	1,580
FCF	(437)	924	220	342	371

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,737	3,632	3,244	3,244	3,047
매출원가	2,397	3,133	2,763	2,610	2,389
매출총이익	340	498	481	634	659
매출총이익률 (%)	12.4	13.7	14.8	19.5	21.6
판매비와관리비	207	214	185	185	173
영업이익	133	284	297	449	485
영업이익률 (%)	4.8	7.8	9.1	13.8	15.9
비영업손익	(236)	(5)	(45)	(48)	(42)
순금융비용	45	57	25	24	30
외환관련손익	12	(32)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	3	8	1	1	1
세전계속사업이익	(103)	280	252	402	443
세전계속사업이익률 (%)	(3.8)	7.7	7.8	12.4	14.5
계속사업법인세	(218)	36	56	86	95
계속사업이익	114	244	196	315	348
중단사업이익	105	(11)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	219	233	196	315	348
순이익률 (%)	8.0	6.4	6.0	9.7	11.4
지배주주	242	235	195	314	346
지배주주구속 순이익률(%)	8.8	6.5	6.0	9.7	11.4
비자매주주	(23)	(2)	1	2	2
총포괄이익	227	161	215	315	348
지배주주	249	166	212	314	346
비자매주주	(22)	(6)	3	2	2
EBITDA	438	590	586	602	565

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	18.9	32.7	(10.7)	0.0	(6.1)
영업이익	91.4	114.7	4.3	51.5	8.0
세전계속사업이익	53.6	25.9	(9.9)	59.5	10.4
EBITDA	99.9	34.5	(0.6)	2.8	(6.3)
EPS(계속사업)	141.4	(3.0)	(17.1)	61.0	104
수익성 (%)					
ROE	7.9	7.2	5.7	8.6	8.8
ROA	3.2	3.8	3.2	5.0	5.3
EBITDA마진	16.0	162	18.1	18.6	18.5
안정성 (%)					
유동비율	137.8	172.8	174.0	193.9	213.5
부채비율	91.4	77.9	72.6	67.5	62.0
순차입금/자기자본	53.6	25.9	19.5	11.4	3.5
EBITDA/이자비용(배)	1.0	0.3	(0.0)	0.0	(0.1)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,151	9,849	8,168	13,150	14,513
BPS	125,056	134,266	126,793	138,065	150,708
CFPS	6,689	23,183	21,795	21,212	19,300
주당 현금배당금	400	1,950	1,950	1,950	1,950
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	7.8	13.8	11.7	7.3	6.6
PER(최저)	0.6	1.0	0.8	0.7	0.6
PBR(최고)	11.8	5.9	4.4	4.5	5.0
PBR(최저)	8.3	7.0	5.1	4.5	4.3

SK COMPANY Analysis



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

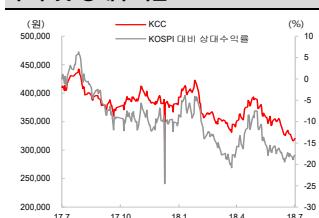
Company Data

자본금	56 십억원
발행주식수	1,056 만주
자사주	72 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,383 십억원
주요주주	
정몽진(외14)	38.80%
국민연금공단	12.20%
외국인지분율	19.80%
배당수익률	2.50%

Stock Data

주가(18/07/07)	320,500 원
KOSPI	2,272.87 pt
52주 Beta	0.93
52주 최고가	442,500 원
52주 최저가	316,500 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.7%	-2.5%
6개월	-18.5%	-10.4%
12개월	-21.8%	-17.9%

KCC (002380/KS | 매수(유지) | T.P 400,000 원(하향))

2Q18 Preview: 부동산 정책과 KOSPI 약세의 부담

2Q18 영업이익 935 억원으로 추정하여 시장 컨센서스에 부합하는 수준일 것으로 판단함. 영업 측면에서는 수요부담과 원가압박이 마이너스 요인 있지만, 지속된 건자재 증설로 인하여 전년동기와 유사한 실적을 시현할 것으로 판단함. 다만 최근 강력하게 추진되는 문재인 정부의 부동산 대책은 차후 부담요인이 될 수 있음. 또한 주식시장의 약세로 보유주식가치가 하락한 것도 부담요인임. 이를 감안해 목표주가 40 만원으로 하향함

2Q18 영업이익 935 억원(QoQ +68.4% / YoY +0.8%) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 908 억원 대비 +3.0% 상회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적수준 예상함. 연초부터 급격한 건설경기 위축이 나타나고 있는 데다가, 최근 정부정책에 대한 부담감까지 연결되어 수요측면에서 크게 기대할 요인은 없을 것으로 판단함. 또한 유가강세가 지속되면서 PVC(1Q \$946/t → 2Q \$937/t) 등의 원가 압박이 지속되고 있다는 것도 감안해야 함. 다만 지난 해부터 지속된 건자재의 증설효과 때문에 전년동기대비로는 유사한 실적 시현할 것으로 추정함

건설경기 우려감과 급격하게 하락한 자산가치 매력도

문재인 정부는 6/13 지방선거에서의 여당 압승 이후 탈원전과 함께 강력한 부동산 대책(7/2 “Cyclical Bulletin Release 11. 지방선거 이후 문재인 드라이브의 빛과 어둠” 참고)을 내놓고 있기 때문에, 신규물량에 민감한 동사에게 있어서는 부담요인이 될 수밖에 없음. 게다가 주식시장 불안감 및 중미무역분쟁 여파로 삼성물산과 현대자동차의 주가가 급락한 것도 자산가치 측면에서 큰 마이너스 요인이 될 수밖에 없었음

목표주가 450,000 원 → 400,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

앞서 설명한 부동산 시황 부담과 보유주식가치 하락분을 반영하여 목표주가를 기존대비 하향 조정함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	3,414.4	3,490.5	3,864.0	3,924.6	4,138.7	4,292.2
yoY	%	0.4	2.2	10.7	1.6	5.5	3.7
영업이익	십억원	309.2	326.6	329.8	290.4	284.9	276.5
yoY	%	13.1	5.6	1.0	(12.0)	(1.9)	(3.0)
EBITDA	십억원	472.8	529.9	551.8	524.9	519.4	511.0
세전이익	십억원	250.7	232.0	93.9	649.7	157.1	139.3
순이익(자본주주)	십억원	183.6	152.3	41.8	488.3	121.8	107.9
영업이익률%	%	9.1	9.4	8.5	7.4	6.9	6.4
EBITDA%	%	13.8	15.2	14.3	13.4	12.6	11.9
순이익률	%	7.3	6.6	2.4	16.6	3.8	3.2
EPS	원	17,388	14,430	3,958	46,258	11,534	10,223
PER	배	24.0	24.9	96.3	6.9	27.8	31.4
PBR	배	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	11.6	9.4	9.2	8.5	8.7	9.0
ROE	%	3.0	2.6	0.7	8.1	2.0	1.7
순차입금	십억원	1,073	1,202	1,045	1,057	1,117	1,204
부채비율	%	47.7	53.6	62.7	66.2	66.3	66.5

SOTP Valuation		(단위: 십억원)	
1. 영업가치			
2018년 EBITDA 추정치	524.9		
target multiple	5.0		
target value	2,624.5		
2. 자산가치			
1Q18 기준 현금 및 현금성자산	428.3		
1Q18 기준 투자부동산	651.9		
1Q18 기준 관계기업/공동투자	258.9		
target value	1,339.1		
3. 투자유가증권			
회사명	보유주식수	종가(7/6)	가치
현대증공업	4,106,330	101,500	416.8
현대자동차	713,000	121,500	86.6
현대모비스	923	200,000	0.2
현대산업개발	1,884,600	26,650	50.2
현대종합상사	2,679,576	31,600	84.7
코엔텍	1,000,000	5,150	5.2
쌍용자동차	1,255	4,455	0.0
한라	3,703,703	5,120	19.0
동양	744	1,865	0.0
남광토건	195	19,000	0.0
웅진홀딩스	1,159	2,735	0.0
삼성물산 ^(舊 제일모직)	17,009,518	113,500	1,930.6
한라홀딩스	432,100	42,300	18.3
동부건설	1,692	9,090	0.0
비상장사(장부가)			47.0
discount			15.0%
target value		2,259.7	
4. 총차입금			
		2,069.1	
5. Total target value (1+2+3-4)			
		4,154.2	
target price(원)			
		394,887	

자료: KCC, SK 증권

2Q18 preview

(단위, %, 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	970.3	1,025.1	1,025.7	916.5	993.8	2.4	8.4	1,073.7	(7.4)
영업이익	92.7	112.1	54.5	55.5	93.5	0.8	68.4	90.8	3.0
세전이익	(34.4)	100.2	(148.4)	505.1	64.2	(286.4)	(87.3)	76.9	(16.4)
지배순이익	(30.7)	71.6	(133.8)	376.2	49.8	(262.3)	(86.8)	57.5	(13.4)
영업이익률	9.6	10.9	5.3	6.1	9.4	(0.2)	3.4	8.5	1.0
세전이익률	(3.6)	9.8	(14.5)	55.1	6.5	10.0	(48.6)	7.2	(0.7)
지배주주순이익률	(3.2)	7.0	(13.0)	41.0	5.0	8.2	(36.0)	5.4	(0.3)

자료: SK 증권 Fnguide

연간영업이익 추정치 변경내역

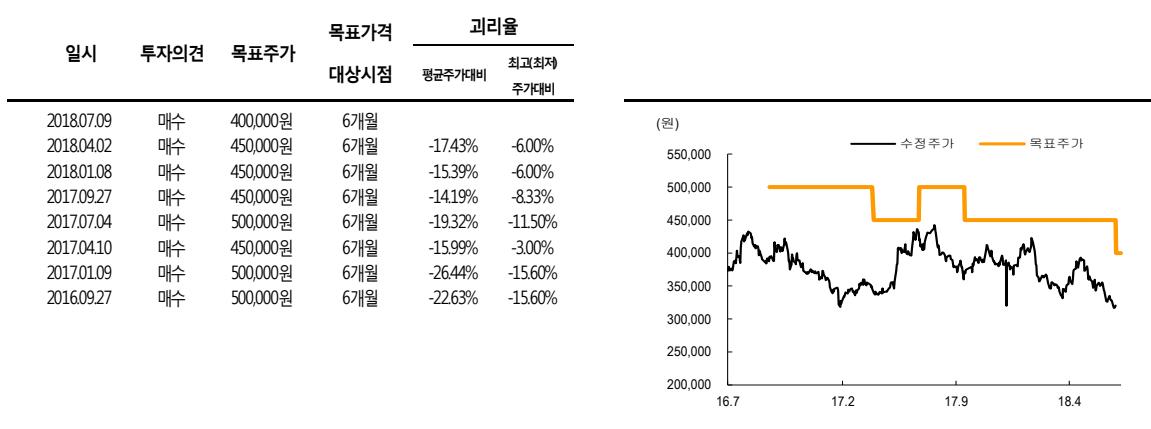
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	3,864.0	4,155.1	4,240.2	3,864.0	3,924.6	4,138.7	0.0%	-5.5%	-2.4%
YoY %	10.7%	7.5%	2.0%	10.7%	1.6%	5.5%			
영업이익	329.8	371.9	396.5	329.8	290.4	284.9	0.0%	-21.9%	-28.1%
YoY %	1.0%	12.7%	6.6%	1.0%	-12.0%	-1.9%			
EBITDA	551.8	605.7	630.3	551.8	524.9	519.4	0.0%	-13.3%	-17.6%
YoY %	4.1%	9.8%	4.1%	4.1%	-4.9%	-1.0%			
순이익	41.8	267.7	288.3	41.8	488.3	121.8	0.0%	82.4%	-57.8%
YoY %	-72.6%	540.6%	7.7%	-72.6%	1068.7%	-75.1%			

자료: KCC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	1,036.1	1,041.4	1,046.7	1,052.0	993.8	1,002.7	1,011.6	1,020.7	-4.1%	-3.7%	-3.3%	-3.0%
YoY %	6.8%	1.6%	2.0%	2.0%	2.4%	-2.2%	-1.4%	11.4%				
QoQ %	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	8.4%	0.9%	0.9%	0.9%				
영업이익	110.7	111.4	59.8	96.1	93.5	94.5	46.9	55.9	-15.5%	-15.2%	-21.5%	-41.8%
YoY %	19.3%	-0.6%	9.8%	6.7%	0.8%	-15.7%	-13.9%	0.7%				
QoQ %	23.0%	0.7%	-46.3%	60.6%	68.4%	1.1%	-50.3%	19.0%				
EBITDA	169.1	169.9	118.2	154.5	152.1	153.1	105.6	114.5	-10.1%	-9.8%	-10.7%	-25.9%
YoY %	16.0%	-0.8%	4.7%	4.1%	4.3%	-10.6%	-6.5%	0.3%				
QoQ %	13.9%	0.4%	-30.4%	30.7%	33.3%	0.7%	-31.1%	8.5%				
순이익	81.3	82.2	39.8	69.3	49.8	51.3	11.0	18.1	-38.8%	-37.6%	-72.3%	-74.0%
YoY %	흑전	14.9%	흑전	7.8%	흑전	-28.3%	흑전	-95.2%				
QoQ %	26.4%	1.1%	-51.5%	74.1%	-86.8%	3.1%	-78.5%	63.8%				

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 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,289	2,452	2,708	2,711	2,691
현금및현금성자산	588	380	448	388	301
매출채권및기타채권	927	1,036	1,002	1,040	1,080
재고자산	526	549	631	655	679
비유동자산	6,874	7,092	7,603	7,658	7,724
장기금융자산	3,219	3,346	3,808	3,808	3,808
유형자산	2,572	2,766	2,805	2,860	2,926
무형자산	40	30	31	31	31
자산총계	9,162	9,544	10,311	10,369	10,415
유동부채	1,678	2,604	2,444	2,469	2,495
단기금융부채	1,065	1,962	1,666	1,666	1,666
매입채무 및 기타채무	510	551	676	701	727
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,518	1,074	1,663	1,663	1,663
장기금융부채	943	479	973	973	973
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	13	13	13	13	13
부채총계	3,195	3,678	4,107	4,132	4,158
지배주주지분	5,956	5,855	6,192	6,226	6,245
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	5,877	5,910	5,930
비자본주주지분	11	11	11	11	11
자본총계	5,967	5,866	6,204	6,237	6,256
부채와자본총계	9,162	9,544	10,311	10,369	10,415

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	431	333	829	871	855
당기순이익(순실)	153	42	488	122	108
비현금성항목등	426	515	353	795	795
유형자산감가상각비	203	222	234	234	234
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(223)	(293)	(118)	(561)	(561)
운전자본감소(증가)	(47)	(144)	(5)	(46)	(48)
매출채권및기타채권의 감소증가)	(33)	(120)	77	(35)	(37)
재고자산감소(증가)	1	(24)	(82)	(23)	(24)
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	35	45	39	13	13
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	79	52	515	515	515
투자활동현금흐름	(498)	(659)	(454)	(290)	(300)
금융자산감소(증가)	(105)	(269)	(181)	0	0
유형자산감소(증가)	(289)	(417)	(278)	(290)	(300)
무형자산감소(증가)	(1)	(1)	(0)	0	0
기타	(103)	29	5	0	0
재무활동현금흐름	202	142	99	(89)	(89)
단기금융부채증가(감소)	143	187	(297)	0	0
장기금융부채증가(감소)	197	100	499	0	0
자본의증가(감소)	1	5	0	0	0
배당금의 지급	89	89	89	89	89
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	144	(208)	68	(60)	(87)
기초현금	445	588	380	448	388
기말현금	588	380	448	388	301
FCF	328	242	250	128	108

자료 : KCC, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,490	3,864	3,925	4,139	4,292
매출원가	2,561	2,939	3,029	3,216	3,354
매출총이익	929	925	895	923	938
매출총이익률 (%)	26.6	23.9	22.8	22.3	21.9
판매비와관리비	603	595	605	638	661
영업이익	327	330	290	285	276
영업이익률 (%)	9.4	8.5	7.4	6.9	6.4
비영업손익	(95)	(236)	359	(128)	(137)
순금융비용	49	228	534	54	45
외환관련손익	(0)	(4)	6	0	0
관계기업투자등 관련손익	(56)	(51)	20	16	15
세전계속사업이익	232	94	650	157	139
세전계속사업이익률 (%)	6.6	2.4	16.6	3.8	3.2
계속사업법인세	79	52	161	35	31
계속사업이익	153	42	488	122	108
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	153	42	488	122	108
순이익률 (%)	4.4	1.1	12.4	2.9	2.5
지배주주	152	42	488	122	108
지배주주구속 순이익률(%)	4.4	1.1	12.4	2.9	2.5
비지배주주	1	1	0	0	0
총포괄이익	189	(3)	506	122	108
지배주주	189	(4)	506	122	108
비지배주주	0	0	1	0	0
EBITDA	530	552	525	519	511

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	2.2	10.7	1.6	5.5	3.7
영업이익	5.6	1.0	(12.0)	(1.9)	(3.0)
세전계속사업이익	(7.5)	(59.5)	592.2	(75.8)	(11.4)
EBITDA	12.1	4.1	(4.9)	(1.0)	(1.6)
EPS(계속사업)	(17.0)	(72.6)	1,068.7	(75.1)	(11.4)
수익성 (%)					
ROE	2.6	0.7	8.1	2.0	1.7
ROA	1.7	0.5	4.9	1.2	1.0
EBITDA/마진	15.2	14.3	13.4	12.6	11.9
안정성 (%)					
유동비율	136.4	94.2	110.8	109.8	107.8
부채비율	53.6	62.7	66.2	66.3	66.5
순차입금/자기자본	20.1	17.8	17.0	17.9	19.2
EBITDA/이자비용(배)	0.2	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	14,430	3,958	46,258	11,534	10,223
BPS	611,189	604,133	644,905	648,055	649,895
CFPS	39,656	35,102	43,375	43,132	42,512
주당 현금배당금	9,000	8,000	8,000	8,000	8,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.9	96.3	6.9	27.8	31.4
PER(최저)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR(최고)	9.1	10.9	7.4	7.4	7.5
PBR(최저)	9.4	9.2	8.5	8.7	9.0

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	1,620 십억원
주요주주	
SK(주)(외11)	41.71%
국민연금공단	13.38%
외국인지분율	12.50%
배당수익률	2.10%

Stock Data

주가(18/07/06)	43,150 원
KOSPI	2,272.87 pt
52주 Beta	1.18
52주 최고가	49,000 원
52주 최저가	34,350 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.5%	13.9%
6개월	-8.1%	1.0%
12개월	23.8%	30.1%

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

2Q18 Preview: 안정적 실적 유지 중

2Q18 영업이익 538 억원으로 추정하여 시장 컨센서스에 부합하는 수준일 것으로 판단함. 여전히 강세를 보이는 PO의 시황과, 최근 필름의 비수기 이후 가격회복 추세, 그리고 자회사의 실적회복을 감안할 때 전 사업부의 양호한 실적이 예상됨. 하반기 이후 PO 증설물량에 대한 부담은 있지만, 이와 같은 다른 사업부의 회복 및 성장기대감을 감안한다면 현재의 주가 매력 유지할 수 있을 것으로 판단함

2Q18 영업이익 538 억원(QoQ +30.7% / YoY +21.6%) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 515 억원 대비 +4.5% 상회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적수준 예상함. PO 중심의 회학 시황은 여전히 견조한 것으로 판단함. 게다가 2개분기 연속 적자를 시현했던 industry 소재(필름)가 비수기 소멸과 판가 인상으로 인하여 이익개선세를 보일 것으로 기대됨. 실제 PET film 수출가격(KITA 기준)은 지난 4Q \$4,812/t → 1Q \$4,834/t 이후 4~5 월 누적평균 기준으로는 \$5,126/t 까지 상승했음. 동 수치는 2015년 1분기 이후 최대치에 해당함. 자회사 역시 1Q 부진을 딛고 반등했을 것으로 기대하는 만큼, 2Q는 고르게 양호한 실적을 시현했을 것으로 기대함

PO 증설 압박과 성장사업에 대한 기대감 사이의 고민

2018년 하반기에는 국내 S-Oil을 중심으로 수년 간 호황을 누려왔던 PO의 신증설이 다수 예정되어 있음. 역내외 수급과 역사적 패턴을 감안할 때 현재 최고수준의 마진율은 어느 정도 하락이 불가피할 것으로 판단함. 현재 동사의 이익에서 회학의 높은 기여도를 감안한다면 부담이 될 수 있음. 그렇지만 IT 소재를 중심으로 한 성장사업들의 이익 기여도 역시 과거대비 크게 상승했고, 앞으로도 시장은 이에 대한 premium을 부여할 것이기 때문에 down-turn 이 부담인 순수화학 업종대비 차별화된 주가 움직임 가능할 것

목표주가 50,000 원 / 투자의견 매수 유지

화학사업부의 감익 가능성에 대한 부담은 있지만, 필름의 회복추세와 기타 사업부의 성장성을 감안할 때 투자매력 여전한 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	2,465.7	2,359.4	2,653.5	2,759.5	2,513.2	2,418.8
yoY	%	(12.0)	(4.3)	12.5	4.0	(8.9)	(3.8)
영업이익	십억원	217.9	149.3	175.7	193.1	202.7	203.5
yoY	%	43.0	(31.5)	17.7	9.9	5.0	0.4
EBITDA	십억원	360.7	274.1	298.1	320.1	329.7	330.4
세전이익	십억원	415.5	119.6	180.7	197.5	194.5	201.0
순이익(자본주주)	십억원	272.2	42.8	110.0	139.9	137.7	142.3
영업이익률%	%	8.8	6.3	6.6	7.0	8.1	8.4
EBITDA%	%	14.6	11.6	11.2	11.6	13.1	13.7
순이익률	%	16.9	5.1	6.8	7.2	7.7	8.3
EPS	원	7,397	1,142	2,931	3,728	3,667	3,792
PER	배	4.6	28.9	16.0	11.6	11.8	11.4
PBR	배	0.9	0.9	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	7.1	8.6	9.0	5.1	4.9	4.9
ROE	%	20.5	3.0	7.7	9.3	8.5	8.2
순차입금	십억원	1,301	1,125	921	969	833	678
부채비율	%	137.0	131.6	130.1	123.0	114.3	106.1

2Q18 preview

(단위, %, 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	615.2	740.8	710.6	638.7	700.9	13.9	9.7	718.8	(2.5)
영업이익	44.2	48.2	45.5	41.2	53.8	21.6	30.7	51.5	4.4
세전이익	67.1	64.1	12.7	58.5	49.7	(26.0)	(15.2)	58.6	(15.3)
지배순이익	52.3	35.2	0.4	41.6	35.2	(32.8)	(15.4)	40.9	(14.1)
영업이익률	7.2	6.5	6.4	6.4	7.7	0.5	1.2	7.2	0.5
세전이익률	10.9	8.6	1.8	9.2	7.1	(3.8)	(2.1)	8.2	(1.1)
지배주주순이익률	8.5	4.8	0.1	6.5	5.0	(3.5)	(1.5)	5.7	(0.7)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	7.9%	ROE(지배주주지분)	3.0%	8.1%	8.3%	7.4%	6.8%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%						
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.17	Target ROE	7.9%				
1Q19E EPS(지배주주지분)	40,972						
Target Price	48,131						

자료: SKC, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	7,397	3,470	3,803	3,637	3,559
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,579				
2Q19E EPS	3,470				
2Q20E EPS	3,803				

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	35,788	37,577	39,367	41,156	42,945	44,735	46,524	48,314	50,103	51,892
TP by 2Q19E EPS	34,696	36,431	38,165	39,900	41,635	43,370	45,105	46,839	48,574	50,309
TP by 2Q20E EPS	38,031	39,933	41,834	43,736	45,638	47,539	49,441	51,342	53,244	55,145

자료: SKC, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

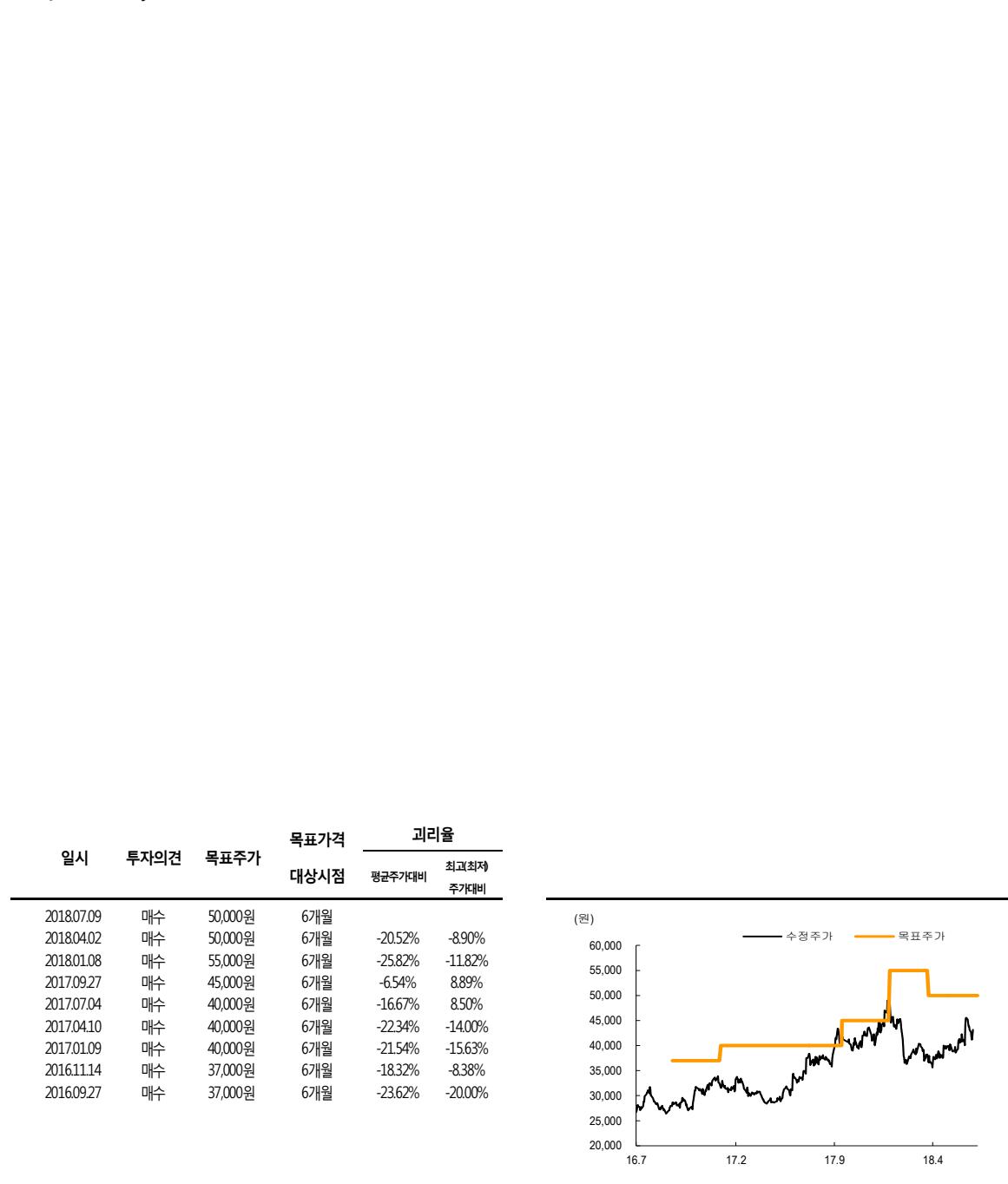
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	2,653.5	2,718.0	2,477.5	2,653.5	2,759.5	2,513.2	0.0%	1.5%	1.4%
YoY %	12.5	2.4	(8.8)	12.5	4.0	(8.9)			
영업이익	175.7	185.7	200.1	175.7	193.1	202.7	0.0%	4.0%	1.3%
YoY %	17.7	5.7	7.8	17.7	9.9	5.0			
EBITDA	298.1	314.4	328.9	298.1	320.1	329.7	0.0%	1.8%	0.2%
YoY %	8.8	5.5	4.6	8.8	7.4	3.0			
순이익	110.0	127.5	139.5	110.0	139.9	137.7	0.0%	9.8%	-1.3%
YoY %	156.8	15.9	9.4	156.8	27.2	(1.6)			

자료: SKC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	700.5	672.0	634.5	613.8	700.9	729.3	690.5	568.9	0.1%	8.5%	8.8%	-7.3%
YoY %	13.9	(9.3)	(10.7)	(13.7)	13.9	(1.5)	(28)	(10.9)				
QoQ %	(1.5)	(4.1)	(5.6)	(3.3)	9.7	4.1	(5.3)	(17.6)				
영업이익	54.8	46.7	42.5	48.7	53.8	53.8	44.3	45.5	-1.9%	15.2%	4.3%	-6.6%
YoY %	24.0	(3.0)	(6.6)	17.2	21.6	11.8	(2.5)	10.5				
QoQ %	31.8	(14.8)	(9.1)	14.6	30.7	0.1	(17.7)	2.6				
EBITDA	87.0	78.9	74.7	80.9	85.5	85.6	76.1	77.2	-1.7%	8.4%	1.8%	-4.6%
YoY %	19.2	(2.4)	(3.9)	9.7	17.1	5.8	(2.1)	5.9				
QoQ %	18.0	(9.3)	(5.4)	8.3	17.3	0.1	(11.1)	1.5				
순이익	38.1	32.5	29.5	33.5	35.2	35.2	28.0	30.3	-7.8%	8.5%	-5.1%	-9.4%
YoY %	(27.2)	(7.7)	6,670.8	22.1	(32.8)	0.1	6,326.1	(27.0)				
QoQ %	39.0	(14.8)	(9.2)	13.6	(15.4)	0.2	(20.6)	8.5				

자료: SKC, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 7 월 9 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 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	801	897	976	1,085	1,197
현금및현금성자산	105	176	166	302	457
매출채권및기타채권	376	367	385	372	352
재고자산	253	299	354	342	324
비유동자산	2,727	2,770	2,806	2,805	2,800
장기금융자산	20	7	7	7	7
유형자산	1,866	1,903	1,917	1,917	1,911
무형자산	146	209	216	216	216
자산총계	3,529	3,667	3,782	3,890	3,997
유동부채	863	1,201	1,130	1,119	1,101
단기금융부채	424	741	687	687	687
매입채무 및 기타채무	365	367	335	324	306
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	1,142	873	956	956	956
장기금융부채	925	676	749	749	749
장기매입채무 및 기타채무	22	7	6	6	6
장기충당부채	0	0	4	4	4
부채총계	2,005	2,074	2,086	2,075	2,058
지배주주지분	1,406	1,450	1,551	1,669	1,793
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	1,331	1,450	1,574
비자본주주지분	118	144	146	146	146
자본총계	1,524	1,594	1,696	1,815	1,939
부채와자본총계	3,529	3,667	3,782	3,890	3,997

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	249	209	187	366	381
당기순이익(순실)	29	136	153	151	156
비현금성항복등	252	171	179	198	198
유형자산감가상각비	125	122	127	127	127
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(128)	(49)	(52)	(71)	(71)
운전자본감소(증가)	75	(14)	(135)	17	26
매출채권및기타채권의 감소증가)	(15)	30	(8)	12	20
재고자산감소(증가)	30	(46)	(54)	12	18
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	41	(4)	(46)	(7)	(12)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	71	44	52	52	52
투자활동현금흐름	(4)	(176)	(142)	(126)	(121)
금융자산감소(증가)	8	15	0	0	0
유형자산감소(증가)	(77)	(111)	(138)	(126)	(121)
무형자산감소(증가)	(5)	(19)	(4)	0	0
기타	70	(61)	0	0	0
재무활동현금흐름	(182)	38	(21)	(32)	(32)
단기금융부채증가(감소)	(397)	(168)	(140)	0	0
장기금융부채증가(감소)	267	253	151	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	(10)	136	155
기초현금	39	105	176	166	302
기말현금	105	176	166	302	457
FCF	139	325	14	174	189

자료 : SKC, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,359	2,654	2,759	2,513	2,419
매출원가	1,949	2,227	2,275	2,045	1,960
매출총이익	410	426	484	468	459
매출총이익률 (%)	17.4	16.1	17.6	18.6	19.0
판매비와관리비	261	250	291	265	255
영업이익	149	176	193	203	204
영업이익률 (%)	6.3	6.6	7.0	8.1	8.4
비영업손익	(30)	5	4	(8)	(2)
순금융비용	8	11	3	12	18
외환관련손익	(6)	(2)	2	0	0
관계기업투자등 관련손익	27	93	53	30	30
세전계속사업이익	120	181	197	194	201
세전계속사업이익률 (%)	5.1	6.8	7.2	7.7	8.3
계속사업법인세	58	44	44	44	45
계속사업이익	61	136	153	151	156
중단사업이익	(32)	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	29	136	153	151	156
순이익률 (%)	1.2	5.1	5.6	6.0	6.4
지배주주	43	110	140	138	142
지배주주구속 순이익률(%)	1.8	4.1	5.1	5.5	5.9
비지배주주	(14)	26	13	13	13
총포괄이익	45	114	154	151	156
지배주주	59	90	139	138	142
비지배주주	(15)	25	14	13	13
EBITDA	274	298	320	330	330

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(4.3)	12.5	4.0	(8.9)	(3.8)
영업이익	(31.5)	17.7	9.9	5.0	0.4
세전계속사업이익	(71.2)	51.0	9.3	(1.5)	3.4
EBITDA	(24.0)	8.8	7.4	3.0	0.2
EPS(계속사업)	(84.6)	156.8	27.2	(1.6)	3.4
수익성 (%)					
ROE	3.0	7.7	9.3	8.5	8.2
ROA	0.8	3.8	4.1	3.9	4.0
EBITDA/마진	11.6	11.2	11.6	13.1	13.7
안정성 (%)					
유동비율	92.9	74.7	86.4	97.0	108.7
부채비율	131.6	130.1	123.0	114.3	106.1
순차입금/자기자본	73.8	57.8	57.1	45.9	35.0
EBITDA/이자비용(배)	(0.5)	0.2	0.1	0.1	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,142	2,931	3,728	3,667	3,792
BPS	37,063	36,307	39,017	42,183	45,484
CFPS	5,358	6,794	7,372	7,568	7,583
주당 현금배당금	751	901	901	901	901
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	28.9	16.0	11.6	11.8	11.4
PER(최저)	0.9	1.3	1.1	1.0	0.9
PBR(최고)	6.2	6.9	5.9	5.7	5.7
PBR(최저)	8.6	9.0	5.1	4.9	4.9

SK COMPANY Analysis



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

Company Data

자본금	469 십억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	474 만주
액면가	5,000 원
시가총액	17,846 십억원
주요주주	
SK(주)(외3)	33.41%
국민연금공단	9.99%
외국인지분율	40.20%
배당수익률	3.30%

Stock Data

주가(18/07/06)	193,000 원
KOSPI	2,272.87 pt
52주 Beta	0.87
52주 최고가	217,500 원
52주 최저가	159,500 원
60일 평균 거래대금	53 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.3%	1.1%
6개월	-4.2%	5.2%
12개월	21.8%	27.9%

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

2Q18 Preview: 하반기 유가 움직임이 중요

2Q18 영업이익 8,202 억원으로 추정하여 시장 컨센서스에 부합할 것으로 판단함. 기본적으로 유가 상승으로 인하여 정유사업부는 실적이 호조였을 것으로 판단함. 다만 세계 산유량의 40%를 차지하는 미국-사우디-러시아의 증산의지를 감안할 때, 하반기에는 추가적인 유가 상승여력이 제한적일 수밖에 없고, 이는 동사의 증익 추세에 부담요인이 될 수 있음. 순수화학대비 안정적인 것은 여전하지만, 주가의 추가상승여력은 제한적임

2Q18 영업이익 8,202 억원(QoQ +15.3% / YoY +94.5%) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 8,723 억원 대비 -6.0% 하회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적수준 예상함. 정유사업부는 호조세를 이어갔을 것으로 추정함. 비록 spot 정제마진은 하락했지만 유가상승과 동반하여 환율을 감안한 1M lagging margin은 배럴 당 1Q 8.9 천원 → 2Q 12.8 천원으로 상승하였기 때문임. 동 수치는 2017년 하반기 때의 그 것과 거의 유사할 정도로 높은 것임. 다만 화학사업부는 원재료 납사의 상승(\$580/t → \$644/t) 대비 PE(HDPE 기준 1Q \$1,257/t → 2Q \$1,263/t)의 상승폭이 크지 않아 이전과 크게 다르지 않은 실적 수준 예상됨

트럼프와 사우디의 합작 증산, 유가에 대한 부담 본격화

2018년 상반기 유가는 fundamental과 무관하게 지정학적 요인으로 상승을 지속했지만, 최근 트럼프와 사우디는 증산을 통해 유가 안정화를 추진하고 있음. 러시아까지 이 흐름에 동조했기 때문에 세계 산유량의 40%를 차지하는 이들의 적극적인 대응책은 유가의 방향성을 바꿔놓을 수 있을 것으로 판단함. 이럴 경우 2016년 이후 지속되었던 유가상승 호재는 이익에서 소멸될 개연성이 있음. 특히 현재 경제마진은 낮은 수준에 유지되고 있기 때문에 이러한 유가부담은 추가적인 증익에 부담요인이 될 수 있음

목표주가 230,000 원 / 투자의견 매수 유지

아직 유가하락의 움직임이 나타나지는 않았고, 여전히 호조인 실적과 타이트한 수급현황을 감안할 때 현재 down-turn에 진입한 순수화학 대비 매력은 아직 높은 것으로 판단함. 다만 증익여력이 제한적인 상황에서 추가적인 주가 상승여력 또한 제한적임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	48,356.3	39,520.5	46,260.9	48,190.4	38,522.1	36,706.9
yoY	%	(26.6)	(18.3)	17.1	4.2	(20.1)	(4.7)
영업이익	십억원	1,979.6	3,228.3	3,234.4	2,386.5	2,252.1	2,317.7
yoY	%	흑전	63.1	0.2	(26.2)	(5.6)	2.9
EBITDA	십억원	2,931.1	4,142.7	4,134.4	3,278.4	3,144.0	3,209.6
세전이익	십억원	1,654.1	2,423.4	3,234.8	2,347.1	2,093.1	2,066.2
순이익(자본주주)	십억원	814.9	1,671.3	2,103.8	1,711.8	1,572.7	1,552.5
영업이익률%	%	4.1	8.2	7.0	5.0	5.8	6.3
EBITDA%	%	6.1	10.5	8.9	6.8	8.2	8.7
순이익률	%	3.4	6.1	7.0	4.9	5.4	5.6
EPS	원	8,748	17,988	22,643	18,512	17,009	16,790
PER	배	14.9	8.1	9.0	10.4	11.3	11.5
PBR	배	0.8	0.8	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	4.8	3.1	4.7	5.5	5.7	5.6
ROE	%	5.3	10.1	12.0	9.3	8.3	7.8
순차입금	십억원	1,988	(625)	193	(491)	(1,646)	(2,646)
부채비율	%	84.0	78.0	77.3	69.1	63.5	59.2

2Q18 preview

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위, %, 십억원) 차이(a/b)
매출액	10,577.7	11,758.9	12,553.9	12,166.1	13,157.5	24.4	8.1	12,959.3	1.5
영업이익	421.6	963.6	845.3	711.6	820.2	94.5	15.3	880.6	(6.9)
세전이익	433.2	977.1	661.4	678.9	800.0	84.7	17.8	890.4	(10.2)
지배순이익	278.4	682.8	295.5	458.3	601.1	115.9	31.2	647.4	(7.2)
영업이익률	4.0	8.2	6.7	5.8	6.2	2.2	0.4	6.8	(0.6)
세전이익률	4.1	8.3	5.3	5.6	6.1	2.0	0.5	6.9	(0.8)
지배주주순이익률	2.6	5.8	2.4	3.8	4.6	1.9	0.8	5.0	(0.4)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	7.7%		ROE(지배주주지분)	12.0%	7.5%	8.3%	7.3% 6.9%
Terminal Growth	2.0%		weight		0.50	0.20	0.20 0.10
Cost of Equity	7.0%		Target ROE		7.7%		
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.13						
1Q19E BPS(지배주주지분)	198,683						
Target Price	224,767						

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	8,748	15,447	18,083	16,444	16,148
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	16,244				
2Q19E EPS	15,447				
2Q20E EPS	18,083				
Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0
TP by weighted EPS	162,437	170,559	178,681	186,803	194,925
TP by 2Q19E EPS	154,474	162,197	169,921	177,645	185,369
TP by 2Q20E EPS	180,828	189,870	198,911	207,952	216,994
Multiple	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	203,047	211,169	219,290	227,412	235,534
TP by 2Q19E EPS	193,092	200,816	208,540	216,263	223,987
TP by 2Q20E EPS	226,035	235,077	244,118	253,159	262,201

자료: SK 이노베이션, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

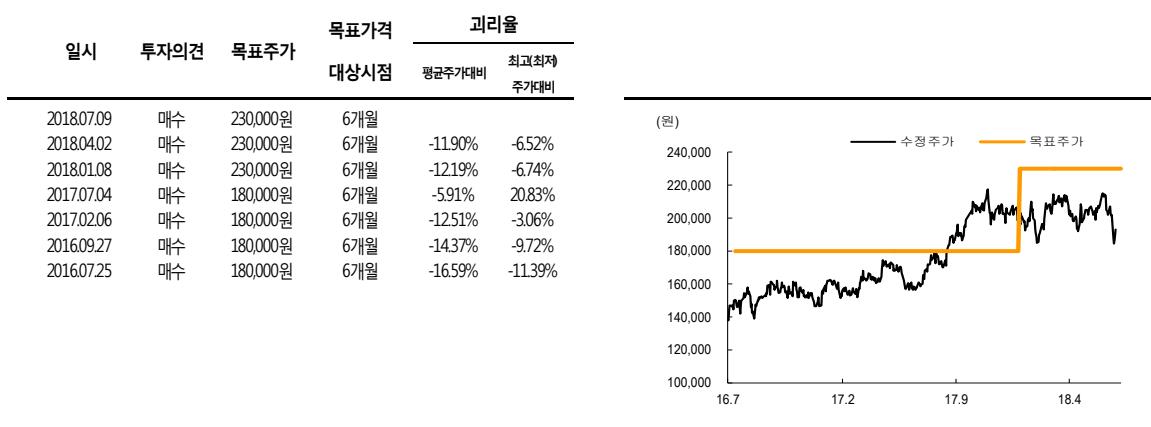
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	46,260.9	54,144.4	44,085.2	46,260.9	48,190.4	38,522.1	0.0%	-11.0%	-12.6%
YoY %	17.1%	17.0%	-18.6%	17.1%	4.2%	-20.1%			
영업이익	3,234.4	2,385.2	2,216.9	3,234.4	2,386.5	2,252.1	0.0%	0.1%	1.6%
YoY %	0.2%	-26.3%	-7.1%	0.2%	-26.2%	-5.6%			
EBITDA	4,134.4	3,299.0	3,130.6	4,134.4	3,278.4	3,144.0	0.0%	-0.6%	0.4%
YoY %	-0.2%	-20.2%	-5.1%	-0.2%	-20.7%	-4.1%			
순이익	2,103.8	1,713.7	1,516.2	2,103.8	1,711.8	1,572.7	0.0%	-0.1%	3.7%
YoY %	25.9%	-18.5%	-11.5%	25.9%	-18.6%	-8.1%			

자료: SK 이노베이션 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	14,273.5	13,828.5	12,086.4	11,388.7	13,157.5	12,248.2	10,618.6	9,999.8	-7.8%	-11.4%	-12.1%	-12.2%
YoY %	34.9%	17.6%	-3.7%	-18.4%	24.4%	4.2%	-15.4%	-17.8%				
QoQ %	2.3%	-3.1%	-12.6%	-5.8%	8.1%	-6.9%	-13.3%	-5.8%				
영업이익	739.7	607.6	249.8	489.7	820.2	476.2	378.6	546.6	10.9%	-21.6%	51.6%	11.6%
YoY %	75.5%	-36.9%	-70.5%	-37.9%	94.5%	-50.6%	-55.2%	-23.2%				
QoQ %	-6.1%	-17.9%	-58.9%	96.0%	15.3%	-41.9%	-20.5%	44.4%				
EBITDA	968.2	836.0	478.2	718.1	1,043.1	699.2	601.5	769.6	7.7%	-16.4%	25.8%	7.2%
YoY %	50.4%	-30.5%	-55.5%	-29.4%	62.1%	-41.8%	-44.0%	-17.6%				
QoQ %	-4.8%	-13.7%	-42.8%	50.2%	11.6%	-33.0%	-14.0%	27.9%				
순이익	538.5	451.5	155.1	310.4	601.1	359.6	292.7	368.5	11.6%	-20.3%	88.7%	18.7%
YoY %	93.4%	-33.9%	-47.5%	-45.4%	115.9%	-47.3%	-0.9%	-19.6%				
QoQ %	-5.3%	-16.2%	-65.6%	100.1%	31.2%	-40.2%	-18.6%	25.9%				

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 7 월 9 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 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,988	16,219	14,882	14,938	15,222
현금및현금성자산	2,644	2,004	3,099	4,254	5,254
매출채권및기타채권	4,272	5,297	3,977	3,509	3,203
재고자산	4,445	5,979	5,244	4,670	4,296
비유동자산	17,594	18,024	18,564	18,828	19,037
장기금융자산	389	389	402	402	402
유형자산	13,603	13,587	14,087	14,351	14,560
무형자산	1,272	1,521	1,517	1,517	1,517
자산총계	32,581	34,244	33,446	33,766	34,259
유동부채	8,737	9,955	8,607	8,050	7,688
단기금융부채	1,808	1,606	1,248	1,248	1,248
매입채무 및 기타채무	4,549	5,712	5,083	4,526	4,164
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	5,540	4,979	5,058	5,058	5,058
장기금융부채	4,871	4,064	4,027	4,027	4,027
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	72	114	117	117	117
부채총계	14,276	14,934	13,665	13,108	12,745
지배주주지분	17,103	18,086	18,541	19,418	20,274
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	12,443	13,320	14,175
비자매주주지분	1,202	1,224	1,240	1,240	1,240
자본총계	18,305	19,309	19,781	20,658	21,514
부채와자본총계	32,581	34,244	33,446	33,766	34,259

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,678	2,180	4,001	3,942	3,731
당기순이익(순실)	1,721	2,145	1,766	1,622	1,601
비현금성항목등	2,354	1,992	1,827	1,776	1,776
유형자산감가상각비	914	900	892	892	892
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,440)	(1,092)	(935)	(884)	(884)
운전자본감소(증가)	268	(1,214)	490	544	354
매출채권및기타채권의 감소증가)	(460)	(876)	1,344	412	268
재고자산감소(증가)	(885)	(1,533)	735	574	374
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	1,453	1,058	(1,227)	(442)	(288)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	702	1,076	822	822	822
투자활동현금흐름	(2,056)	(1,066)	(1,073)	(1,156)	(1,101)
금융자산감소(증가)	(1,415)	755	391	0	0
유형자산감소(증가)	(567)	(864)	(1,434)	(1,156)	(1,101)
무형자산감소(증가)	(55)	(70)	(32)	0	0
기타	(20)	(888)	3	0	0
재무활동현금흐름	(2,019)	(1,671)	(1,130)	(746)	(746)
단기금융부채증가(감소)	(368)	223	10	0	0
장기금융부채증가(감소)	(1,201)	(1,134)	(395)	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)	1,095	1,155	1,000
기초현금	3,020	2,644	2,004	3,099	4,254
기말현금	2,644	2,004	3,099	4,254	5,254
FCF	2,940	481	1,874	2,024	1,940

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	39,521	46,261	48,190	38,522	36,707
매출원가	34,562	40,905	44,117	34,922	33,104
매출총이익	4,959	5,356	4,073	3,601	3,603
매출총이익률 (%)	12.5	11.6	8.5	9.3	9.8
판매비와관리비	1,730	2,121	1,687	1,348	1,285
영업이익	3,228	3,234	2,386	2,252	2,318
영업이익률 (%)	8.2	7.0	5.0	5.8	6.3
비영업손익	(805)	0	(39)	(159)	(252)
순금융비용	486	671	638	505	410
외환관련손익	(38)	101	9	0	0
관계기업투자등 관련손익	(124)	311	123	150	153
세전계속사업이익	2,423	3,235	2,347	2,093	2,066
세전계속사업이익률 (%)	6.1	7.0	4.9	5.4	5.6
계속사업법인세	702	1,079	581	471	465
계속사업이익	1,721	2,156	1,766	1,622	1,601
증단사업이익	0	(11)	(0)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,721	2,145	1,766	1,622	1,601
순이익률 (%)	4.4	4.6	3.7	4.2	4.4
지배주주	1,671	2,104	1,712	1,573	1,552
지배주주구속 순이익률(%)	4.2	4.5	3.6	4.1	4.2
비자매주주	50	41	54	49	49
총포괄이익	1,711	1,878	1,830	1,622	1,601
지배주주	1,661	1,847	1,774	1,573	1,552
비자매주주	50	31	56	49	49
EBITDA	4,143	4,134	3,278	3,144	3,210

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(18.3)	17.1	4.2	(20.1)	(4.7)
영업이익	63.1	0.2	(26.2)	(5.6)	2.9
세전계속사업이익	46.5	33.5	(27.4)	(10.8)	(1.3)
EBITDA	41.3	(0.2)	(20.7)	(4.1)	2.1
EPS(계속사업)	105.6	25.9	(18.2)	(8.1)	(1.3)
수익성 (%)					
ROE	10.1	12.0	9.3	8.3	7.8
ROA	5.4	6.4	5.2	4.8	4.7
EBITDA마진	10.5	8.9	6.8	8.2	8.7
안정성 (%)					
유동비율	171.6	162.9	172.9	185.6	198.0
부채비율	78.0	77.3	69.1	63.5	59.2
순차입금/자기자본	(3.4)	1.0	(2.5)	(8.0)	(12.3)
EBITDA/이자비용(배)	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	17,988	22,643	18,512	17,009	16,790
BPS	173,705	184,160	190,143	199,496	208,627
CFPS	34,227	32,604	28,661	28,142	28,685
주당 현금배당금	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.1	9.0	10.4	11.3	11.5
PER(최저)	0.8	1.1	1.0	1.0	0.9
PBR(최고)	4.3	6.3	6.7	6.9	6.7
PBR(최저)	3.1	4.7	5.5	5.7	5.6

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	11,878 십억원
주요주주	

외국인지분률	76.40%
배당수익률	4.50%

Stock Data

주가(18/07/06)	105,500 원
KOSPI	2272.87 pt
52주 Beta	0.77
52주 최고가	132,000 원
52주 최저가	97,400 원
60일 평균 거래대금	31 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.7%	4.0%
6개월	-6.6%	2.6%
12개월	9.4%	15.0%

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

2Q18 Preview: 하반기 유가부담과 증설기대감 사이의 고민

2Q18 영업이익 4,129 억원으로 추정하여 시장 컨센서스에 부합할 것으로 판단함. 기본적으로 유가 상승으로 인하여 정유사업부는 실적이 호조였을 것으로 판단함. 다만 세계 산유량의 40%를 차지하는 미국·사우디·러시아의 증산의지를 감안할 때, 하반기에는 추가적인 유가 상승여력이 제한적일 수밖에 없고, 이는 동사의 증익 추세에 부담요인이 될 수 있음. 순수화학대비 안정적인 것은 여전하지만, 주가의 추가상승여력은 제한적임

2Q18 영업이익 4,129 억원(QoQ +62.2% / YoY +252.1%) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 4,181 억원 대비 -1.2% 하회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적수준 예상함. 정유사업부는 호조세를 이어갔을 것임. 비록 spot 정제마진은 하락했지만 유가상승과 동반하여 환율 감안한 1M lagging margin은 배럴 당 1Q 8.9 천원 → 2Q 12.8 천원으로 상승했기 때문임. 동 수치는 2017년 하반기 때와 거의 유사할 정도로 높음. 다만 화학사업부는 원재료 납수 상승(\$580/t → \$644/t) 대비 PX(1Q \$950/t → 2Q \$976/t)의 상승폭이 크지 않아 이전과 크게 다르지 않은 실적 수준 예상됨

하반기 유가부담 본격화, 기대감을 가진다면 증설효과

2018년 상반기 유가는 fundamental과 무관하게 지정학적 요인으로 상승을 지속했지만, 최근 트럼프와 사우디는 증산을 통해 유가 안정화를 추진하고 있음. 러시아까지 이 흐름에 동조했기 때문에 세계 산유량의 40%를 차지하는 이들의 적극적인 대응책은 유가의 방향성을 바꿔놓을 수 있을 것으로 판단함. 이럴 경우 2016년 이후 지속되었던 유가상승 호재는 이익에서 소멸될 개연성이 있음. 특히 현재 정제마진은 낮은 수준에 유지되고 있기 때문에 이러한 유가부담은 추가적인 증익에 부담요인이 될 수 있음. 다만 동사는 하반기 화학(PP/PO)을 중심으로 한 증설효과를 기대할 수 있음

목표주가 140,000 원 / 투자의견 매수 유지

아직 유가하락의 움직임이 나타나지는 않았고, 여전히 호조인 실적과 타이트한 수급현황을 감안할 때 현재 down-turn에 진입한 순수화학 대비 매력은 아직 높은 것으로 판단함. 다만 증익여력이 제한적인 상황에서 추가적인 주가 상승여력 또한 제한적임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	17,890.3	16,321.8	20,891.4	22,040.1	18,000.4	17,133.1
yoY	%	(37.4)	(8.8)	28.0	5.5	(18.3)	(4.8)
영업이익	십억원	817.6	1,616.9	1,373.3	1,295.6	1,344.5	1,265.0
yoY	%	흑전	97.8	(15.1)	(5.7)	3.8	(5.9)
EBITDA	십억원	1,090.8	1,903.6	1,667.4	1,605.9	1,654.8	1,575.2
세전이익	십억원	812.7	1,575.1	1,644.9	1,220.7	1,302.1	1,160.2
순이익(자본주주)	십억원	631.3	1,205.4	1,246.5	934.6	1,009.1	899.2
영업이익률%	%	4.6	9.9	6.6	5.9	7.5	7.4
EBITDA%	%	6.1	11.7	8.0	7.3	9.2	9.2
순이익률	%	3.5	7.4	6.0	4.2	5.6	5.2
EPS	원	5,525	10,494	10,870	8,099	8,761	7,785
PER	배	14.4	8.1	10.8	13.0	12.0	13.6
PBR	배	1.7	1.5	2.0	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	배	9.2	5.2	9.7	7.6	7.4	7.8
ROE	%	12.3	20.5	18.8	14.0	15.0	12.9
순차입금	십억원	903	162	2,658	3,882	3,579	3,438
부채비율	%	100.3	118.4	120.5	142.0	131.4	125.0

2Q18 preview

(단위, %, 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,665.0	5,211.8	5,814.4	5,410.9	5,917.6	26.9	9.4	5,871.8	0.8
영업이익	117.3	553.2	369.3	254.5	412.9	252.1	62.2	418.1	(1.2)
세전이익	71.1	527.0	526.9	258.2	407.0	472.5	57.6	384.2	6.0
지배순이익	66.9	398.7	386.9	188.7	315.5	371.4	67.2	296.6	6.3
영업이익률	2.5	10.6	6.4	4.7	7.0	4.5	2.3	7.1	(0.1)
세전이익률	1.5	10.1	9.1	4.8	6.9	5.4	2.1	6.5	0.3
지배주주순이익률	1.4	7.7	6.7	3.5	5.3	3.9	1.8	5.1	0.3

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	13.0%		ROE(지배주주지분)	18.8%	13.5%	14.0%	11.7%
Terminal Growth	2.0%		weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.0%						10.9%
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	2.19						
1Q19E EPS(지배주주지분)	61,409						
Target Price	134,641						

자료: S-Oil, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	5,525	8,280	9,028	7,718	7,345
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	8,223				
2Q19E EPS	8,280				
2Q20E EPS	9,028				

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	98,682	102,794	106,905	111,017	115,129	119,241	123,352	127,464	131,576	135,687
TP by 2Q19E EPS	99,358	103,498	107,638	111,778	115,918	120,058	124,198	128,338	132,478	136,618
TP by 2Q20E EPS	108,332	112,846	117,360	121,874	126,387	130,901	135,415	139,929	144,443	148,957

자료: S-Oil, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

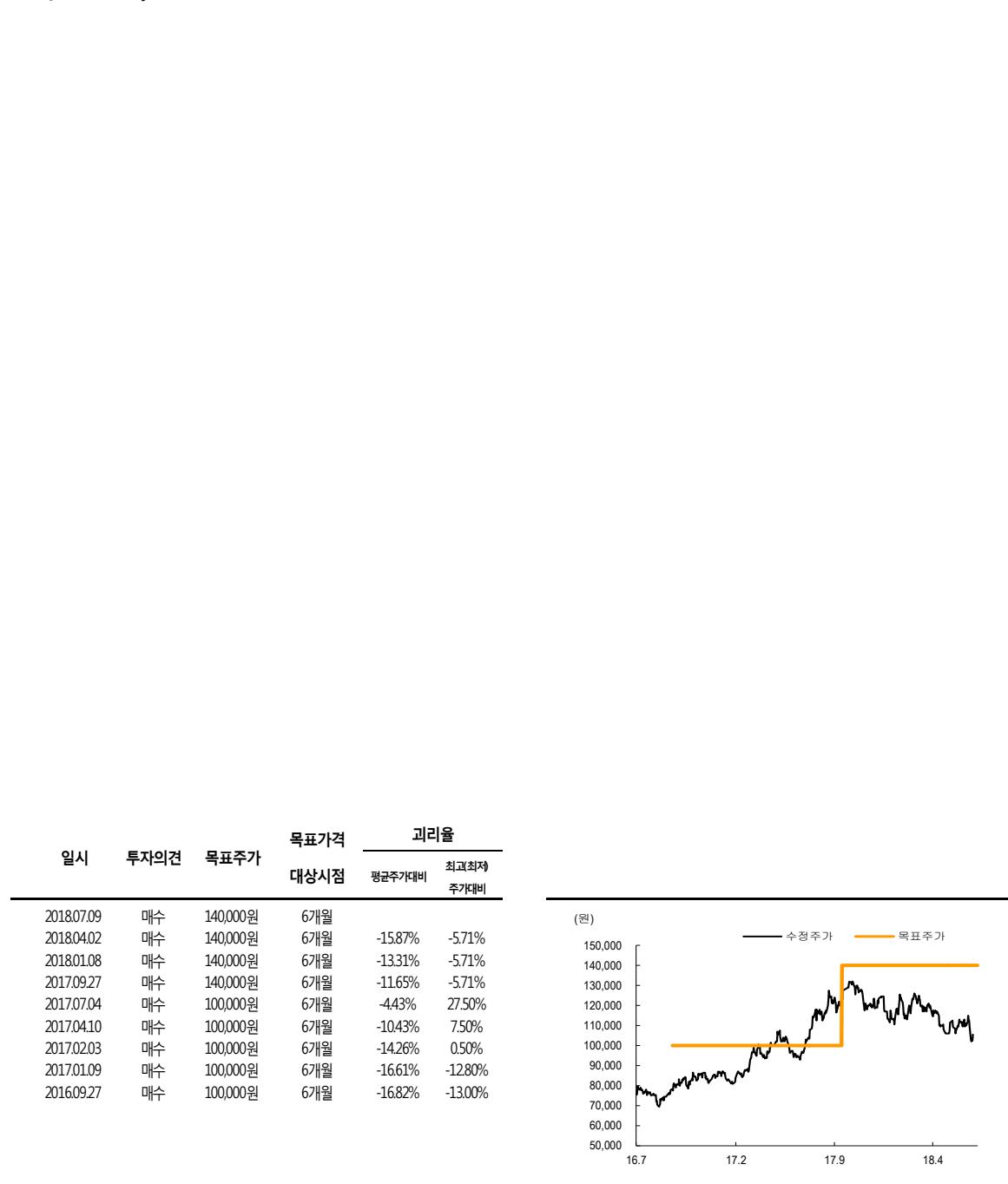
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	20,891.4	24,007.4	19,883.3	20,891.4	22,040.1	18,000.4	0.0%	-8.2%	-9.5%
YoY %	28.0%	14.9%	-17.2%	28.0%	5.5%	-18.3%			
영업이익	1,373.3	1,241.4	1,308.9	1,373.3	1,295.6	1,344.5	0.0%	4.4%	2.7%
YoY %	-15.1%	-9.6%	5.4%	-15.1%	-5.7%	3.8%			
EBITDA	1,667.4	1,524.9	1,592.4	1,667.4	1,605.9	1,654.8	0.0%	5.3%	3.9%
YoY %	-12.4%	-8.5%	4.4%	-12.4%	-3.7%	3.0%			
순이익	1,246.5	961.8	1,005.4	1,246.5	934.6	1,009.1	0.0%	-2.8%	0.4%
YoY %	3.4%	-22.8%	4.5%	3.4%	-25.0%	8.0%			

자료: S-Oil, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	6,221.5	6,273.3	5,517.6	5,142.6	5,917.6	5,707.1	5,004.4	4,656.8	-4.9%	-9.0%	-9.3%	-9.4%
YoY %	334%	204%	-5.1%	-14.2%	26.9%	9.5%	-13.9%	-13.9%				
QoQ %	3.8%	0.8%	-12.0%	-6.8%	9.4%	-3.6%	-12.3%	-6.9%				
영업이익	325.8	357.5	198.7	321.2	412.9	320.2	307.9	337.8	26.8%	-10.4%	55.0%	5.2%
YoY %	177.8%	-35.4%	-46.2%	-10.7%	252.1%	-42.1%	-16.6%	32.7%				
QoQ %	-9.4%	9.7%	-44.4%	61.7%	62.2%	-22.4%	-3.8%	9.7%				
EBITDA	396.6	428.3	269.6	392.0	490.5	397.8	385.5	415.4	23.7%	-7.1%	43.0%	5.9%
YoY %	106.9%	-31.4%	-38.8%	-8.9%	155.9%	-36.3%	-13.4%	25.1%				
QoQ %	-7.9%	8.0%	-37.1%	45.4%	47.7%	-18.9%	-3.1%	7.7%				
순이익	258.9	319.7	112.0	216.0	315.5	236.6	193.8	241.5	21.8%	-26.0%	73.0%	11.8%
YoY %	286.9%	-19.8%	-71.1%	-20.3%	371.4%	-40.6%	-49.9%	27.9%				
QoQ %	-4.5%	23.5%	-65.0%	92.9%	67.2%	-25.0%	-18.1%	24.6%				

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 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,974	6,775	5,721	5,541	5,378
현금및현금성자산	767	480	730	1,032	1,173
매출채권및기타채권	1,309	1,744	1,300	1,147	1,050
재고자산	2,423	2,791	2,595	2,289	2,096
비유동자산	5,985	8,313	10,119	10,348	10,552
장기금융자산	118	158	106	106	106
유형자산	5,711	7,969	9,788	10,018	10,222
무형자산	54	105	105	105	105
자산총계	13,959	15,087	15,840	15,889	15,930
유동부채	4,833	4,544	5,371	5,098	4,927
단기금융부채	2,197	1,377	1,831	1,831	1,831
매입채무 및 기타채무	2,152	2,750	2,309	2,037	1,865
단기충당부채	2	2	5	5	5
비유동부채	2,735	3,700	3,924	3,924	3,924
장기금융부채	2,564	3,475	3,672	3,672	3,672
장기매입채무 및 기타채무	0	0	33	33	33
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,567	8,245	9,295	9,022	8,851
지배주주지분	6,392	6,843	6,545	6,867	7,079
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	4,898	5,221	5,433
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,392	6,843	6,545	6,867	7,079
부채와자본총계	13,959	15,087	15,840	15,889	15,930

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,722	1,143	1,633	1,822	1,642
당기순이익(순실)	1,205	1,246	935	1,009	899
비현금성항목등	694	619	608	625	625
유형자산감가상각비	287	294	310	310	310
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(408)	(325)	(298)	(315)	(315)
운전자본감소(증가)	(188)	(236)	120	188	118
매출채권및기타채권의 감소증가)	(123)	(384)	239	154	97
재고자산감소(증가)	(825)	(367)	195	306	193
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	551	593	576	(273)	(171)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	370	398	278	278	278
투자활동현금흐름	(1,967)	(832)	(1,142)	(540)	(514)
금융자산감소(증가)	(936)	1,723	819	0	0
유형자산감소(증가)	(1,056)	(2,411)	(1,975)	(540)	(514)
무형자산감소(증가)	(7)	(1)	(2)	0	0
기타	32	(142)	16	0	0
재무활동현금흐름	811	(598)	(21)	(687)	(687)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,021	205	666	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)	250	303	141
기초현금	201	767	480	730	1,032
기말현금	767	480	730	1,032	1,173
FCF	1,065	(1,732)	161	1,023	909

자료 : S-Oil, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,322	20,891	22,040	18,000	17,133
매출원가	14,021	18,783	20,181	16,196	15,430
매출총이익	2,301	2,108	1,859	1,805	1,703
매출총이익률 (%)	14.1	10.1	8.4	10.0	9.9
판매비와관리비	684	735	563	460	438
영업이익	1,617	1,373	1,296	1,344	1,265
영업이익률 (%)	9.9	6.6	5.9	7.5	7.4
비영업손익	(42)	272	(75)	(42)	(105)
순금융비용	154	117	289	393	331
외환관련손익	(67)	242	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	7	5	8	8	8
세전계속사업이익	1,575	1,645	1,221	1,302	1,160
세전계속사업이익률 (%)	9.7	7.9	5.5	7.2	6.8
계속사업법인세	370	398	286	293	261
계속사업이익	1,205	1,246	935	1,009	899
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,205	1,246	935	1,009	899
순이익률 (%)	7.4	6.0	4.2	5.6	5.2
지배주주	1,205	1,246	935	1,009	899
지배주주기여금 순이익률(%)	7.4	6.0	4.2	5.6	5.2
비자매주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,211	1,254	936	1,009	899
지배주주	1,211	1,254	936	1,009	899
비자매주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,904	1,667	1,606	1,655	1,575

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(8.8)	28.0	5.5	(18.3)	(4.8)
영업이익	97.8	(15.1)	(5.7)	3.8	(5.9)
세전계속사업이익	93.8	4.4	(25.8)	6.7	(10.9)
EBITDA	74.5	(12.4)	(3.7)	3.0	(4.8)
EPS(계속사업)	89.9	3.6	(25.5)	8.2	(11.1)
수익성 (%)					
ROE	20.5	18.8	14.0	15.0	12.9
ROA	9.7	8.6	6.0	6.4	5.7
EBITDA/마진	11.7	8.0	7.3	9.2	9.2
안정성 (%)					
유동비율	165.0	149.1	106.5	108.7	109.2
부채비율	118.4	120.5	142.0	131.4	125.0
순차입금/자기자본	2.5	38.8	59.3	52.1	48.6
EBITDA/이자비용(배)	0.4	(0.1)	(0.0)	0.0	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,494	10,870	8,099	8,761	7,785
BPS	55,582	59,440	57,106	59,869	61,689
CFPS	13,071	11,448	11,175	11,597	11,068
주당 현금배당금	6,200	5,900	5,900	5,900	5,900
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.1	10.8	13.0	12.0	13.6
PER(최저)	5.2	9.7	7.6	7.4	7.8
PBR(최고)	1.5	2.0	1.8	1.8	1.7
PBR(최저)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
PCR	6.5	10.2	9.4	9.1	9.5
EV/EBITDA(최고)	5.2	9.7	7.6	7.4	7.8
EV/EBITDA(최저)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5

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	4,776 십억원
주요주주	
현창수(외48)	47.04%
국민연금공단	11.38%
외국인지분율	20.10%
배당수익률	3.50%

Stock Data

주가(18/07/06)	51,400 원
KOSPI	2,272.87 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	76,700 원
52주 최저가	50,800 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.7%	-4.7%
6개월	-17.4%	-9.2%
12개월	-24.4%	-20.6%

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

2Q18 Preview: 하반기 유가 움직임이 중요

2Q18 영업이익 5,950 억원으로 추정하여 시장 컨센서스에 부합할 것으로 판단함. 기본적으로 유가 상승으로 인하여 GS 칼텍스는 실적이 호조였을 것으로 판단함. SMP 강세로 발전자회사도 기대할 수 있음 다만 미국·사우디·러시아의 증산의지를 감안할 때 하반기에는 추가적인 유가 상승여력이 제한적일 수밖에 없고, 이는 동사의 증익 추세에 부담 요인임. 순수화학대비 안정적인 것은 여전하지만, 주가의 추가상승여력은 제한적임

2Q18 영업이익 5,950 억원(QoQ +5.0% / YoY +51.8%) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 5,567 억원 대비 +6.9% 상회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적수준 예상함. 핵심계열사 GS 칼텍스에서 정유사업부는 호조세를 이어갔을 것으로 추정함. 비록 spot 정제마진은 하락했지만 유가상승과 동반하여 환율을 감안한 1M lagging margin은 배럴 당 1Q 8.9 천원 → 2Q 12.8 천원으로 상승하였기 때문임. 동수치는 2017년 하반기 때의 그것과 거의 유사할 정도로 높은 것임. 다만 화학사업부는 원재료 납사의 상승(\$580/t → \$644/t) 대비 PX(1Q \$950/t → 2Q \$976/t)의 상승폭이 크지 않아 이전과 크게 다르지 않은 실적 수준 예상됨. 또한 지속적인 SMP 가격상승세로 인하여 발전 자회사의 이익기여도 금번 분기 역시 높았을 것으로 기대됨

트럼프와 사우디의 합작 증산, 유가에 대한 부담 본격화

2018년 상반기 유가는 fundamental과 무관하게 지정학적 요인으로 상승을 지속했지만, 최근 트럼프와 사우디는 증산을 통해 유가 안정화를 추진하고 있음. 러시아까지 이 흐름에 동조했기 때문에 세계 산유량의 40%를 차지하는 이들의 적극적인 대응책은 유가의 방향성을 바꿔놓을 수 있을 것으로 판단함. 이럴 경우 2016년 이후 지속되었던 유가상승 호재는 이익에서 소멸될 개연성이 있음. 또한 SMP 하락과 연결될 수 있음

목표주가 80,000 원 / 투자의견 매수 유지

아직 유가하락의 움직임이 나타나지는 않았고, 여전히 호조인 실적과 타이트한 수급현황을 감안할 때 현재 down-turn에 진입한 순수화학 대비 매력은 아직 높은 것으로 판단함. 다만 증익여력이 제한적인 상황에서 추가적인 주가 상승여력 또한 제한적임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	12,179.5	13,462.4	16,209.9	18,680.1	19,572.1	20,031.9
yoY	%	12.1	10.5	20.4	15.2	4.8	2.3
영업이익	십억원	1,604.3	1,754.2	2,071.2	2,153.8	1,792.3	1,664.4
yoY	%	9.3	18.1	4.0	(16.8)	(7.1)	
EBITDA	십억원	1,604.3	1,754.2	2,071.2	2,153.8	1,792.3	1,664.4
세전이익	십억원	1,309.1	1,629.1	1,907.6	1,966.7	1,591.8	1,447.2
순이익(자본주주)	십억원	492.2	805.7	986.2	1,069.0	1,002.9	911.7
영업이익률%	%	13.2	13.0	12.8	11.5	9.2	8.3
EBITDA%	%	13.2	13.0	12.8	11.5	9.2	8.3
순이익률	%	4.0	6.0	6.1	5.7	5.1	4.6
EPS	원	5,268	8,640	10,578	11,505	10,793	9,813
PER	배	9.6	6.3	5.9	5.4	5.8	6.3
PBR	배	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	7.7	6.7	6.4	2.7	3.3	3.5
ROE	%	8.1	12.1	13.4	13.0	10.9	9.0
순차입금	십억원	7,511	6,607	7,504	5,518	5,852	6,273
부채비율	%	134.9	128.0	127.7	116.9	108.3	101.3

2Q18 preview

(단위, %, 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,855.6	4,229.2	4,207.1	4,456.2	4,725.1	22.6	6.0	4,438.6	6.5
영업이익	391.9	496.7	537.1	566.5	595.0	51.8	5.0	559.2	6.4
세전이익	345.6	449.5	473.1	520.8	548.7	58.8	5.4	496.9	10.4
지배순이익	134.2	234.1	216.8	223.1	321.0	139.2	43.9	251.0	27.9
영업이익률	10.2	11.7	12.8	12.7	12.6	2.4	(0.1)	12.6	(0.0)
세전이익률	9.0	10.6	11.2	11.7	11.6	2.6	(0.1)	11.2	0.4
지배주주순이익률	3.5	5.5	5.2	5.0	6.8	3.3	1.8	5.7	1.1

자료: SK 증권, Fnguide

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법 적용 투자주식)					
비상장사					
칼텍스	5,903.8			50.0%	Target P/B = 1.02x
스포츠	8.2	8.2		100.0%	1Q18 말 장부가반영
EPS	506.0	722.8		70.0%	1Q18 말 장부가반영
E&R	200.5	311.4		64.4%	1Q18 말 장부가반영
파워	474.1	948.2		50.0%	1Q18 말 장부가반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,248.1	1,248.1		100.0%	1Q18 말 장부가반영
상장사					
리테일	1,691.0		3,214.8	65.8%	7/6 MV 대비 할인률 20% 적용
홈쇼핑	297.0		1,237.7	30.0%	7/6 MV 대비 할인률 20% 적용
글로벌	122.4		273.6	55.9%	7/6 MV 대비 할인률 20% 적용
임대수익	3,636.3				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	630.1				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	14,717.5				

Non-Operating Value	1,080.3
현금 및 현금성자산	723.2
단기금융자산	357.1

Debt	8,436.4
-------------	----------------

Firm Value	7,361.4
우선주 시가총액	73.7

Equity Value	7,287.7
기밀별 행주식수(보통, 천주)	92,915

Target Price	78,434
---------------------	---------------

자료: GS, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

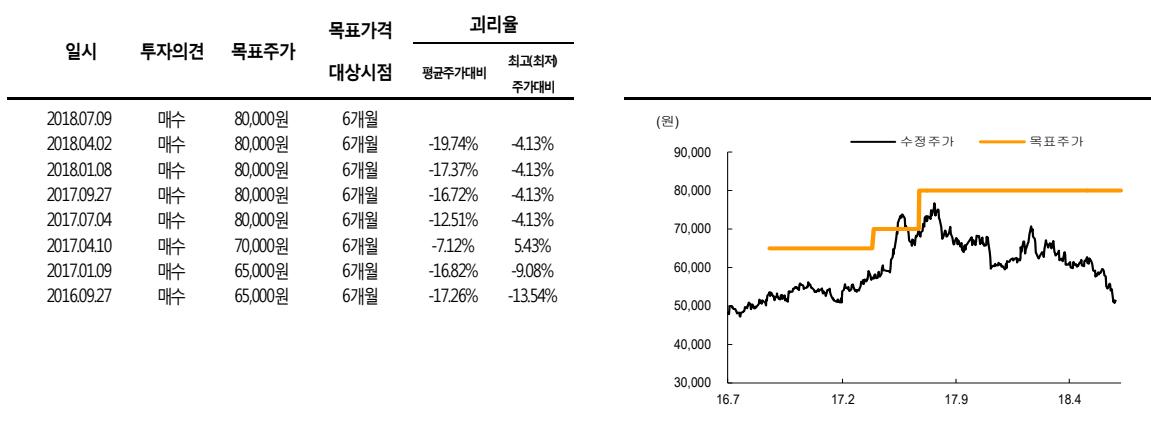
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	16,209.9	16,976.1	18,410.0	16,209.9	18,680.1	19,572.1	0.0%	10.0%	6.3%
YoY %	20.4%	4.7%	8.4%	20.4%	15.2%	4.8%			
영업이익	2,071.2	1,819.5	1,937.4	2,071.2	2,153.8	1,792.3	0.0%	18.4%	-7.5%
YoY %	18.1%	-12.2%	6.5%	18.1%	4.0%	-16.8%			
EBITDA	2,071.2	1,819.5	1,937.4	2,071.2	2,153.8	1,792.3	0.0%	18.4%	-7.5%
YoY %	18.1%	-12.2%	6.5%	18.1%	4.0%	-16.8%			
순이익	986.2	989.5	1,127.2	986.2	1,069.0	1,002.9	0.0%	8.0%	-11.0%
YoY %	22.4%	0.3%	13.9%	22.4%	8.4%	-6.2%			

자료: GS, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	4,284.2	4,416.9	4,257.5	4,327.2	4,725.1	4,865.7	4,633.1	4,616.3	10.3%	10.2%	8.8%	6.7%
YoY %	11.1%	4.4%	1.2%	7.7%	22.6%	15.1%	10.1%	3.6%				
QoQ %	6.6%	3.1%	-3.6%	1.6%	6.0%	3.0%	-4.8%	-0.4%				
영업이익	487.0	443.9	432.3	485.5	595.0	535.1	457.1	447.2	22.2%	20.6%	5.7%	-7.9%
YoY %	24.3%	-10.6%	-19.5%	6.4%	51.8%	7.7%	-14.9%	-21.1%				
QoQ %	6.7%	-8.8%	-2.6%	12.3%	5.0%	-10.1%	-14.6%	-2.2%				
EBITDA	487.0	443.9	432.3	485.5	595.0	535.1	457.1	447.2	22.2%	20.6%	5.7%	-7.9%
YoY %	24.3%	-10.6%	-19.5%	6.4%	51.8%	7.7%	-14.9%	-21.1%				
QoQ %	6.7%	-8.8%	-2.6%	12.3%	5.0%	-10.1%	-14.6%	-2.2%				
순이익	267.3	241.1	232.0	283.9	321.0	285.9	239.0	250.9	20.1%	18.6%	3.0%	-11.6%
YoY %	99.2%	3.0%	7.0%	14.0%	139.2%	22.1%	10.2%	12.5%				
QoQ %	7.3%	-9.8%	-3.8%	22.4%	43.9%	-10.9%	-16.4%	5.0%				

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 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,473	2,875	4,378	4,161	3,784
현금및현금성자산	504	723	2,216	1,882	1,460
매출채권및기타채권	1,160	1,146	1,263	1,337	1,364
재고자산	335	533	438	463	473
비유동자산	17,868	19,129	18,768	20,033	21,292
장기금융자산	291	329	282	282	282
유형자산	7,866	8,401	8,998	9,819	10,659
무형자산	1,890	1,788	1,772	1,772	1,772
자산총계	20,341	22,004	23,145	24,194	25,076
유동부채	3,771	4,451	5,052	5,157	5,196
단기금융부채	1,980	2,372	2,856	2,856	2,856
매입채무 및 기타채무	1,183	1,461	1,848	1,954	1,992
단기충당부채	5	17	10	10	10
비유동부채	7,650	7,890	7,424	7,424	7,424
장기금융부채	6,574	6,711	6,173	6,173	6,173
장기매입채무 및 기타채무	0	0	352	352	352
장기충당부채	126	111	112	112	112
부채총계	11,421	12,341	12,476	12,581	12,620
지배주주지분	6,964	7,730	8,724	9,667	10,510
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	10,005	10,949	11,791
비자매주주지분	1,956	1,932	1,946	1,946	1,946
자본총계	8,920	9,663	10,670	11,614	12,456
부채와자본총계	20,341	22,004	23,145	24,194	25,076

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	852	1,306	2,234	2,124	2,013
당기순이익(순실)	923	1,092	1,212	1,114	1,013
비현금성항목등	597	847	1,085	994	994
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(597)	(847)	(1,085)	(994)	(994)
운전자본감소(증가)	(113)	7	(111)	16	6
매출채권및기타채권의 감소증가)	(280)	(8)	(95)	(64)	(24)
재고자산감소(증가)	(53)	(198)	94	(25)	(9)
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	151	181	839	105	39
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	662	816	994	994	994
투자활동현금흐름	(524)	(1,418)	(713)	(821)	(840)
금융자산감소(증가)	(199)	(77)	98	0	0
유형자산감소(증가)	(894)	(1,099)	(784)	(821)	(840)
무형자산감소(증가)	(42)	(45)	(9)	0	0
기타	611	(197)	(19)	0	0
재무활동현금흐름	(336)	335	(253)	(171)	(171)
단기금융부채증가(감소)	(6)	(7)	(2)	0	0
장기금융부채증가(감소)	(180)	798	(51)	0	0
자본의증가(감소)	29	19	0	0	0
배당금의 지급	172	188	201	171	171
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(3)	219	1,492	(334)	(421)
기초현금	507	504	723	2,216	1,882
기말현금	504	723	2,216	1,882	1,460
FCF	1,171	(331)	951	421	320

자료 : GS, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	13,462	16,210	18,680	19,572	20,032
매출원가	10,273	12,449	14,573	15,733	16,273
매출총이익	3,189	3,761	4,107	3,839	3,759
매출총이익률 (%)	23.7	23.2	22.0	19.6	18.8
판매비와관리비	1,435	1,690	1,953	2,047	2,095
영업이익	1,754	2,071	2,154	1,792	1,664
영업이익률 (%)	13.0	12.8	11.5	9.2	8.3
비영업손익	(125)	(164)	(187)	(200)	(217)
순금융비용	79	86	88	90	74
외환관련손익	4	2	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,629	1,908	1,967	1,592	1,447
세전계속사업이익률 (%)	12.1	11.8	10.5	8.1	7.2
계속사업법인세	663	816	754	478	434
계속사업이익	966	1,092	1,212	1,114	1,013
증단사업이익	(43)	0	(0)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	923	1,092	1,212	1,114	1,013
순이익률 (%)	6.9	6.7	6.5	5.7	5.1
지배주주	806	986	1,069	1,003	912
지배주주귀속 순이익률(%)	6.0	6.1	5.7	5.1	4.6
비자매주주	118	106	143	111	101
총포괄이익	941	945	1,162	1,114	1,013
지배주주	828	837	1,052	1,003	912
비자매주주	113	108	110	111	101
EBITDA	1,754	2,071	2,154	1,792	1,664

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	10.5	20.4	15.2	4.8	2.3
영업이익	9.3	18.1	4.0	(16.8)	(7.1)
세전계속사업이익	24.4	17.1	3.1	(19.1)	(9.1)
EBITDA	9.3	18.1	4.0	(16.8)	(7.1)
EPS(계속사업)	64.0	22.4	8.8	(6.2)	(9.1)
수익성 (%)					
ROE	12.1	13.4	13.0	10.9	9.0
ROA	4.7	5.2	5.4	4.7	4.1
EBITDA/마진	13.0	12.8	11.5	9.2	8.3
안정성 (%)					
유동비율	65.6	64.6	86.7	80.7	72.8
부채비율	128.0	127.7	116.9	108.3	101.3
순차입금/자기자본	74.1	77.7	51.7	50.4	50.4
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.1	0.0	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,640	10,578	11,505	10,793	9,813
BPS	57,738	67,973	78,844	88,810	97,706
CFPS	10,987	12,517	14,023	13,248	12,303
주당 현금배당금	1,600	1,800	1,800	1,800	1,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.3	5.9	5.4	5.8	6.3
PER(최저)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
PBR(최고)	4.9	5.0	4.4	4.7	5.0
PBR(최저)	6.7	6.4	2.7	3.3	3.5

SK COMPANY Analysis



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

Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	905 만주
자사주	34 만주
액면가	5,000 원
시가총액	815 십억원
주요주주	
SK디스커버리(외4)	55.77%
(주)브이아이피투자자	6.69%
문	
외국인지분률	9.50%
배당수익률	2.90%

Stock Data

주가(18/07/06)	90,000 원
KOSPI	2272.87 pt
52주 Beta	0.52
52주 최고가	118,970 원
52주 최저가	89,800 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.9%	-0.6%
6개월	-4.8%	4.6%
12개월	-25.3%	-21.5%

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

2Q18 Preview: 이익과 배당 감안 시 부각되는 valuation merit

2Q18 영업이익 613 억원으로 추정하여 시장 컨센서스에 못 미칠 것으로 판단함. 다만 전년동기대비로는 50% 가까이 증대되는 양호한 수치임. LPG 사업은 사우디의 빠른 CP 상승으로 원가부담에서 자유로울 수 없음. 그렇지만 부동산 개발, 즉 SK 디앤디의 회계기준 변경에 따른 증익으로 인하여 전체적인 이익이 보전될 것임. 상반기 영업이익 1,200 억원(연간 2,275 억원 추정)과 배당(지난 연말 DPS 2,600 원) 감안시 현 주가는 매력적

2Q18 영업이익 613 억원(QoQ +4.8% / YoY +47.9%) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 749 억원 대비 -18.2% 하회하는, 사실상 기대치에 못 미치는 실적수준 예상함. 다만 전년동기대비로는 50% 가까이 증대되는 양호한 수치라는 것은 감안해야 함. 본업인 LPG 사업은 4-5-6 월에 원재료에 해당하는 사우디 CP의 잇따른 상승(프로판 기준 \$475/t → \$500/t → \$560/t)이 부담될 수밖에 없는 환경이었음. 다만 부동산개발 부분, 즉 SK 디앤디에서 큰 폭 증익이 기대됨. 이는 회계기준 변경(IFRS 15)에 따라 1분기에 발생하지 못한 이익을 회수하는 것임

Bottom line 을 확인한 주가

동사의 상반기 영업이익은 1,200 억원에 육박할 것으로 추정됨. 연간 영업이익 또한 2,275 억원에 이를 것으로 추정하고 있음. 비록 1분기 발전사업 관련 1회성 비용 반영으로 세전이익의 감소효과가 크게 발생했지만, 기초체력 측면에서 봤을 때 현재 8,000 억원 수준에 불과한 시가총액 대비로는 valuation merit 가 부각되는 것으로 판단함

목표주가 130,000 원 / 투자의견 매수 유지

과거와 같은 공격적인 주가 상승을 견인할 만한 요소는 발견되지 않지만, 안정적인 이익과 연말배당효과(지난 해 DPS 2,600 원)를 감안한다면 현재 주가에서 매수 매력 충분함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	4,079.0	5,271.5	6,689.7	6,556.6	5,648.5	5,779.5
yoY	%	(31.4)	29.2	26.9	(2.0)	(13.9)	2.3
영업이익	십억원	99.2	197.6	125.4	227.5	164.4	157.3
yoY	%	(17.6)	99.3	(36.5)	81.4	(27.8)	(43)
EBITDA	십억원	144.0	251.6	173.8	281.1	218.0	210.9
세전이익	십억원	95.2	216.4	215.1	61.4	142.2	124.4
순이익(자자주주)	십억원	69.2	170.4	102.1	42.8	94.9	83.0
영업이익률%	%	2.4	3.7	1.9	3.5	2.9	2.7
EBITDA%	%	3.5	4.8	2.6	4.3	3.9	3.6
순이익률	%	2.3	4.1	3.2	0.9	2.5	2.2
EPS	원	7,866	19,181	11,384	4,768	10,584	9,256
PER	배	9.1	6.7	8.3	18.9	8.5	9.7
PBR	배	0.6	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	16.2	8.8	13.2	7.6	3.7	3.9
ROE	%	5.8	13.1	7.1	2.9	6.5	5.3
순차입금	십억원	1,682	1,063	1,436	1,316	1,214	1,147
부채비율	%	150.7	137.9	144.0	158.2	149.3	142.7

2Q18 preview

(단위, %, 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,652.5	1,466.7	1,864.1	1,705.7	1,677.7	1.5	(1.6)	1,869.2	(10.2)
영업이익	41.5	37.9	13.4	58.5	61.3	47.9	4.8	74.9	(18.1)
세전이익	114.4	50.0	9.6	(85.0)	49.0	(57.2)	(157.6)	0.0	-
지배순이익	50.3	29.3	(5.5)	(54.9)	32.7	(35.0)	(159.5)	50.0	(34.6)
영업이익률	2.5	2.6	0.7	3.4	3.7	1.1	0.2	4.0	(0.4)
세전이익률	6.9	3.4	0.5	(5.0)	2.9	(4.0)	7.9	0.0	2.9
지배주주순이익률	3.0	2.0	(0.3)	(3.2)	1.9	(1.1)	5.2	2.7	(0.7)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	6.4%		ROE(지배주주지분)	7.1%	7.1%	6.2%	5.1%
Terminal Growth	2.0%		weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.0%		Target ROE	6.4%			
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.88						
1Q19E EPS(지배주주지분)	142,334						
Target Price	125,323						

자료: SK 가스 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	7,866	11,395	10,622	9,237	9,526
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	10,622				
2Q19E EPS	11,395				
2Q20E EPS	10,622				
Multiple	8.0	8.5	9.0	9.5	10.0
TP by weighted EPS	84,973	90,284	95,595	100,906	106,217
TP by 2Q19E EPS	91,157	96,855	102,552	108,249	113,947
TP by 2Q20E EPS	84,972	90,283	95,594	100,905	106,216
Multiple	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5
TP by weighted EPS	111,527	116,838	122,149	127,460	132,771
TP by 2Q19E EPS	119,644	125,341	131,039	136,736	142,433
TP by 2Q20E EPS	111,526	116,837	122,148	127,459	132,769

자료: SK 가스 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

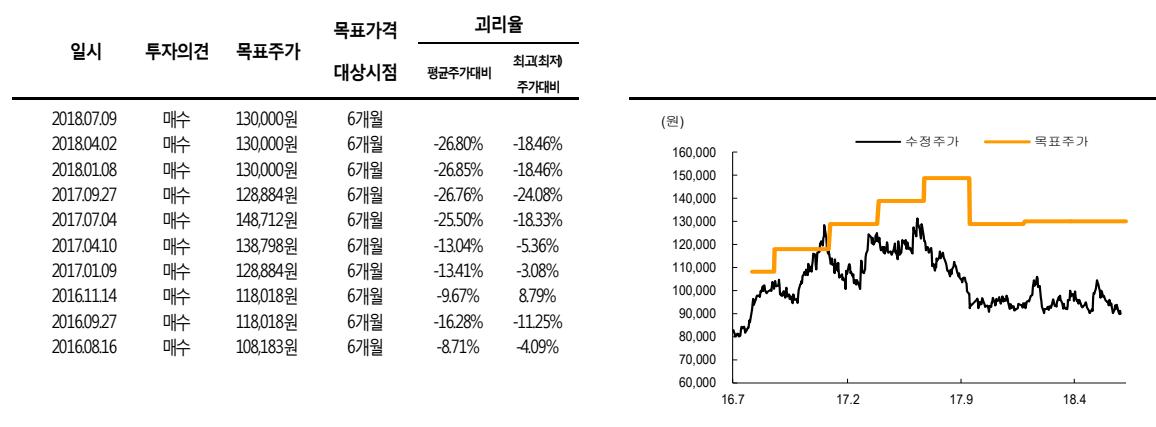
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	6,689.7	7,454.3	6,079.3	6,689.7	6,556.6	5,648.5	0.0%	-12.0%	-7.1%
YoY %	26.9%	11.4%	-18.4%	26.9%	-2.0%	-13.9%			
영업이익	125.4	136.9	143.7	125.4	227.5	164.4	0.0%	66.2%	14.4%
YoY %	-36.5%	9.1%	5.0%	-36.5%	81.4%	-27.8%			
EBITDA	173.8	187.0	193.8	173.8	281.1	218.0	0.0%	50.3%	12.5%
YoY %	-30.9%	7.6%	3.6%	-30.9%	61.7%	-22.5%			
순이익	102.1	99.9	94.1	102.1	42.8	94.9	0.0%	-57.2%	0.9%
YoY %	-40.1%	-2.1%	-5.9%	-40.1%	-58.1%	122.0%			

자료: SK 가스, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	1,915.2	1,884.7	1,672.6	1,605.7	1,677.7	1,679.4	1,493.9	1,492.0	-12.4%	-10.9%	-10.7%	-7.1%
YoY %	15.9%	28.5%	-10.3%	-19.0%	1.5%	14.5%	-19.9%	-12.5%				
QoQ %	-3.4%	-1.6%	-11.3%	-4.0%	-1.6%	0.1%	-11.0%	-0.1%				
영업이익	42.7	33.7	29.2	35.8	61.3	54.1	53.6	41.5	43.5%	60.3%	83.5%	15.9%
YoY %	3.1%	-11.0%	117.4%	14.8%	47.9%	42.6%	299.0%	-29.0%				
QoQ %	36.8%	-21.1%	-13.5%	22.8%	4.8%	-11.8%	-0.9%	-22.4%				
EBITDA	55.3	46.3	41.7	48.4	74.7	67.5	67.0	54.9	35.2%	45.9%	60.5%	13.6%
YoY %	34%	-7.8%	60.7%	10.5%	39.8%	34.5%	158.0%	-23.6%				
QoQ %	26.3%	-16.3%	-9.8%	15.9%	3.9%	-9.7%	-0.8%	-18.0%				
순이익	31.9	24.2	26.3	20.7	32.7	27.7	37.3	19.6	2.5%	14.5%	42.1%	-5.2%
YoY %	-36.7%	-17.4%	흑전	17.7%	-35.0%	-5.4%	흑전	흑전				
QoQ %	81.0%	-24.1%	8.6%	-21.1%	흑전	-15.2%	34.7%	-47.4%				

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 7 월 9 일 현재 SK 가스(외과) 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 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,980	2,106	1,950	1,994	2,029
현금및현금성자산	206	263	330	432	499
매출채권및기타채권	726	894	627	602	588
재고자산	394	548	631	606	592
비유동자산	2,091	2,245	2,295	2,326	2,359
장기금융자산	288	306	334	334	334
유형자산	1,120	1,179	1,112	1,143	1,176
무형자산	311	305	305	305	305
자산총계	4,071	4,352	4,244	4,320	4,387
유동부채	1,595	1,522	1,572	1,559	1,551
단기금융부채	1,039	1,027	954	954	954
매입채무 및 기타채무	303	435	334	321	313
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	765	1,046	1,028	1,028	1,028
장기금융부채	662	901	878	878	878
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,360	2,568	2,600	2,587	2,580
지배주주지분	1,388	1,497	1,427	1,515	1,590
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	1,199	1,288	1,363
비자매주주지분	323	286	217	217	217
자본총계	1,711	1,783	1,644	1,733	1,808
부채와자본총계	4,071	4,352	4,244	4,320	4,387

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	(108)	(108)	467	238	207
당기순이익(순실)	188	150	23	112	98
비현금성항복등	61	87	229	87	87
유형자산감가상각비	54	48	54	54	54
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(7)	(39)	(176)	(33)	(33)
운전자본감소(증가)	(334)	(293)	232	39	22
매출채권및기타채권의 감소증가)	(293)	(167)	231	24	14
재고자산감소(증가)	206	(155)	(83)	25	14
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	45	118	(78)	(10)	(6)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	51	65	28	28	28
투자활동현금흐름	(117)	98	(199)	(85)	(87)
금융자산감소(증가)	(48)	(16)	13	0	0
유형자산감소(증가)	(138)	(106)	(165)	(85)	(87)
무형자산감소(증가)	(2)	(3)	(0)	0	0
기타	70	222	(47)	0	0
재무활동현금흐름	200	80	(88)	(23)	(23)
단기금융부채증가(감소)	46	(111)	(66)	0	0
장기금융부채증가(감소)	211	345	13	0	0
자본의증가(감소)	7	0	0	0	0
배당금의 지급	20	26	23	23	23
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(19)	57	67	102	67
기초현금	225	206	263	330	432
기말현금	206	263	330	432	499
FCF	170	(346)	360	142	116

자료 : SK가스 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,272	6,690	6,557	5,648	5,779
매출원가	4,798	6,274	6,122	5,305	5,439
매출총이익	474	416	435	343	340
매출총이익률 (%)	9.0	6.2	6.6	6.1	5.9
판매비와관리비	276	290	208	179	183
영업이익	198	125	228	164	157
영업이익률 (%)	3.7	1.9	3.5	2.9	2.7
비영업손익	19	90	(166)	(22)	(33)
순금융비용	251	201	84	137	128
외환관련손익	(24)	78	2	0	0
관계기업투자등 관련손익	11	38	71	44	42
세전계속사업이익	216	215	61	142	124
세전계속사업이익률 (%)	4.1	3.2	0.9	2.5	2.2
계속사업법인세	46	65	38	31	27
계속사업이익	170	150	23	112	98
증단사업이익	18	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	188	150	23	112	98
순이익률 (%)	3.6	2.2	0.3	2.0	1.7
지배주주	170	102	43	95	83
지배주주구속 순이익률(%)	3.2	1.5	0.7	1.7	1.4
비지배주주	18	48	(20)	17	15
총포괄이익	213	175	56	112	98
지배주주	194	130	76	95	83
비지배주주	19	45	(20)	17	15
EBITDA	252	174	281	218	211

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	29.2	26.9	(2.0)	(13.9)	2.3
영업이익	99.3	(36.5)	81.4	(27.8)	(4.3)
세전계속사업이익	127.3	(0.6)	(71.5)	131.8	(12.5)
EBITDA	74.8	(30.9)	61.7	(22.5)	(3.3)
EPS(계속사업)	143.9	(40.6)	(58.1)	122.0	(12.5)
수익성 (%)					
ROE	13.1	7.1	2.9	6.5	5.3
ROA	4.6	3.6	0.5	2.6	2.2
EBITDA/마진	4.8	2.6	4.3	3.9	3.6
안정성 (%)					
유동비율	124.1	138.4	124.0	127.9	130.8
부채비율	137.9	144.0	158.2	149.3	142.7
순차입금/자기자본	62.1	80.5	80.1	70.1	63.5
EBITDA/이자비용(배)	0.4	(0.1)	0.3	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	19,181	11,384	4,768	10,584	9,256
BPS	130,624	146,836	138,706	148,617	156,965
CFPS	23,604	15,142	27,835	20,368	19,747
주당 현금배당금	2,666	2,599	2,599	2,599	2,599
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.7	8.3	18.9	8.5	9.7
PER(최저)	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR(최고)	5.4	6.2	3.2	4.4	4.6
PBR(최저)	8.8	13.2	7.6	3.7	3.9

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	2,566 십억원
주요주주	
(주)포스코(외4)	63.24%
국민연금공단	6.08%
외국인지분율	11.10%
배당수익률	2.40%

Stock Data

주가(18/07/06)	20,800 원
KOSPI	2,272.87 pt
52주 Beta	1.20
52주 최고가	25,650 원
52주 최저가	17,600 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.0%	-6.0%
6개월	4.3%	14.6%
12개월	-5.2%	-0.5%

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

2Q18 Preview: 하반기 유가부담과 무역전쟁 risk

2Q18 영업이익 1,322 억원으로 추정하여 시장 컨센서스에 부합할 것으로 판단함. 기본적으로 유가 상승으로 인하여 미얀마가스전으로 대변되는 E&P 사업부의 이익호조가 지속될 것임. 다만 하반기 이후로는 현재 트럼프와 사우디의 의도로 봤을 때 유가하락 가능성이 상존하고, 또한 미국과 중국 간의 격화되는 무역전쟁은 글로벌 교역량을 하락시킬 수 있음. 따라서 현재 단기 급락한 주가는 반등을 모색하겠지만 그 여력은 제한적임

2Q18 영업이익 1,332 억원(QoQ -11.3% / YoY +37.5%) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 1,322 억원과 유사한 실적수준 예상함. 미얀마가스전으로 대변되는 E&P 사업부가 여전히 실적을 이끌었을 것으로 기대됨. 유가는 1 분기와 마찬가지로 2 분기에도 강세국면이 유지되었음. 시장가격과 판매가격의 시차를 감안하더라도, Dubai 는 2017년 7 월 \$47.4/bbl 에서부터 올 6 월 \$73.9/bbl 까지 지속 상승했기 때문에 호재인 것은 달라지지 않음

하반기 유가부담 본격화 + 무역전쟁의 불확실성

2018년 상반기 유가는 fundamental 과 무관하게 지정학적 요인으로 상승을 지속했지만, 최근 트럼프와 사우디는 증산을 통해 유가 안정화를 추진하고 있음. 러시아까지 이 흐름에 동조했기 때문에 세계 산유량의 40%를 차지하는 이들의 적극적인 대응책은 유가의 방향성을 바꿔놓을 수 있을 것으로 판단함. 이럴 경우 2016년 이후 지속되었던 유가상승 호재는 이익에서 소멸될 개연성이 있음. 참고로 OPEC 이 2016년 이후 올 4 월까지 감산한 물량(약 -80 만 b/d)보다 미국이 증산한 물량(약 +130 만 b/d)이 더 많았을 정도로, 미국은 트럼프의 비호 아래 사상 최대 원유/가스 수출을 연일 경신하고 있다는 fundamental 을 간과해서는 안 됨. 또한 미국과 중국 간의 무역전쟁 격화는 글로벌 교역량 감소를 야기할 수 있기 때문에 동사에게 있어서 지속 부담으로 작용할 것임

목표주가 25,000 원 / 투자의견 매수 유지

최근 주가급락이 있었지만, 하반기 유가부담과 무역전쟁 격화 분위기를 감안할 때 반등 여력은 제한적인 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	17,526.9	16,492.1	22,571.7	24,608.7	23,268.2	23,298.9
yoY	%	(14.1)	(5.9)	36.9	9.0	(5.4)	0.1
영업이익	십억원	368.8	318.1	401.3	556.4	438.8	375.2
yoY	%	(1.9)	(13.7)	26.1	38.7	(21.1)	(14.5)
EBITDA	십억원	540.2	484.5	616.5	827.9	710.2	646.6
세전이익	십억원	133.5	174.6	248.0	328.1	265.5	212.9
순이익(자본주주)	십억원	128.9	111.3	175.9	255.5	217.1	174.1
영업이익률%	%	2.1	1.9	1.8	2.3	1.9	1.6
EBITDA%	%	3.1	2.9	2.7	3.4	3.1	2.8
순이익률	%	0.8	1.1	1.1	1.3	1.1	0.9
EPS	원	1,132	977	1,426	2,243	1,907	1,529
PER	배	14.4	27.6	12.7	9.3	10.9	13.6
PBR	배	0.8	1.3	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	9.9	12.6	9.1	3.1	3.6	4.0
ROE	%	5.3	4.5	6.6	8.9	7.2	5.5
순차입금	십억원	3,474	3,031	3,388	3,312	2,904	2,569
부채비율	%	232.2	231.1	221.5	229.2	217.7	210.4

2Q18 preview

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위 %, 십억원) 차이(a/b)
매출액	6,120.8	5,489.7	5,736.7	6,171.0	6,373.9	4.1	3.3	6,691.1	(4.7)
영업이익	96.9	98.0	96.1	150.2	133.2	37.5	(11.3)	132.2	0.7
세전이익	28.6	36.2	53.4	126.8	45.0	57.6	(64.5)	108.0	(58.3)
지배순이익	21.1	19.2	43.8	90.9	36.8	74.6	(59.5)	75.8	(51.5)
영업이익률	1.6	1.8	1.7	2.4	2.1	0.5	(0.3)	2.0	0.1
세전이익률	0.5	0.7	0.9	2.1	0.7	0.2	(1.3)	1.6	(0.9)
지배주주순이익률	0.3	0.4	0.8	1.5	0.6	0.2	(0.9)	1.1	(0.6)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	7.0%		ROE(지배주주지분)	6.6%	7.7%	6.1%	5.7%
Terminal Growth	2.0%		weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.0%		Target ROE	7.0%			
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.00						
1Q19E EPS(지배주주지분)	23,276						
Target Price	23,255						

자료: 포스코대우, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	1,132	1,896	1,550	1,515	1,810
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	1,742				
2Q19E EPS	1,896				
2Q20E EPS	1,550				

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	15,676	17,418	19,160	20,902	22,644	24,385	26,127	27,869	29,611	31,353
TP by 2Q19E EPS	17,060	18,956	20,852	22,747	24,643	26,538	28,434	30,330	32,225	34,121
TP by 2Q20E EPS	13,947	15,497	17,046	18,596	20,146	21,696	23,245	24,795	26,345	27,894

자료: 포스코대우, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

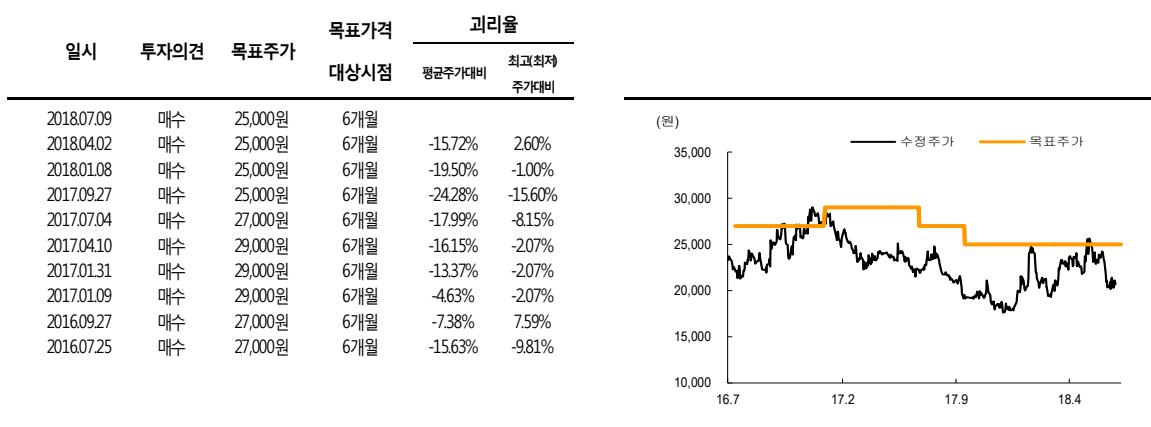
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	22,571.7	23,160.2	22,158.3	22,571.7	24,608.7	23,268.2	0.0%	6.3%	5.0%
YoY %	36.9%	2.6%	-4.3%	36.9%	9.0%	-5.4%			
영업이익	401.3	503.5	381.9	401.3	556.4	438.8	0.0%	10.5%	14.9%
YoY %	26.1%	25.5%	-24.2%	26.1%	38.7%	-21.1%			
EBITDA	616.5	774.2	652.6	616.5	827.9	710.2	0.0%	6.9%	8.8%
YoY %	27.2%	25.6%	-15.7%	27.2%	34.3%	-14.2%			
순이익	175.9	270.1	200.3	175.9	255.5	217.1	0.0%	-5.4%	8.4%
YoY %	58.1%	53.6%	-25.9%	58.1%	45.3%	-15.0%			

자료: 포스코대우, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	5,846.5	5,821.4	5,642.2	5,554.7	6,373.9	6,131.4	5,932.4	5,836.2	9.0%	5.3%	5.1%	5.1%
YoY %	-4.5%	6.0%	-1.6%	-5.0%	4.1%	11.7%	3.4%	-5.4%				
QoQ %	-0.1%	-0.4%	-3.1%	-1.6%	3.3%	-3.8%	-3.2%	-1.6%				
영업이익	119.8	123.6	122.0	101.8	133.2	137.2	135.9	117.8	11.1%	11.0%	11.3%	15.7%
YoY %	23.7%	26.1%	26.9%	-26.2%	37.5%	40.0%	41.3%	-21.6%				
QoQ %	-13.2%	3.1%	-1.3%	-16.5%	-11.3%	3.0%	-1.0%	-13.3%				
EBITDA	187.5	191.3	189.7	169.5	201.1	205.1	203.7	185.7	7.2%	7.2%	7.4%	9.5%
YoY %	29.4%	32.8%	15.8%	-17.6%	38.7%	42.4%	24.4%	-14.8%				
QoQ %	-8.9%	2.0%	-0.8%	-10.6%	-7.8%	2.0%	-0.7%	-8.9%				
순이익	52.2	71.8	92.2	46.2	36.8	58.3	69.6	52.5	-29.5%	-18.8%	-24.6%	13.6%
YoY %	147.8%	273.0%	110.7%	-14.2%	74.6%	202.7%	58.8%	-42.2%				
QoQ %	-3.0%	37.5%	28.5%	-49.9%	-59.5%	58.3%	19.4%	-24.5%				

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 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,681	5,048	5,946	6,275	6,581
현금및현금성자산	174	178	642	1,050	1,385
매출채권및기타채권	3,433	3,480	3,844	3,786	3,765
재고자산	767	1,109	1,156	1,139	1,132
비유동자산	3,608	4,122	3,874	3,660	3,447
장기금융자산	469	389	350	350	350
유형자산	666	1,325	1,159	945	731
무형자산	1,663	1,625	1,579	1,579	1,579
자산총계	8,289	9,170	9,820	9,935	10,028
유동부채	4,305	4,938	5,272	5,243	5,233
단기금융부채	2,246	2,841	2,891	2,891	2,891
매입채무 및 기타채무	1,791	1,822	1,943	1,914	1,903
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,480	1,380	1,565	1,565	1,565
장기금융부채	1,373	1,253	1,438	1,438	1,438
장기매입채무 및 기타채무	5	1	0	0	0
장기충당부채	88	64	64	64	64
부채총계	5,785	6,318	6,837	6,808	6,797
지배주주지분	2,516	2,810	2,945	3,090	3,193
자본금	569	617	617	617	617
자본잉여금	333	553	554	554	554
기타자본구성요소	0	(0)	(0)	(0)	(0)
자기주식	0	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	1,525	1,644	1,775	1,919	2,022
비자매주주지분	(12)	43	38	38	38
자본총계	2,504	2,852	2,983	3,127	3,230
부채와자본총계	8,289	9,170	9,820	9,935	10,028

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	807	354	456	707	635
당기순이익(순실)	122	167	242	206	165
비현금성항목등	392	555	468	453	453
유형자산감가상각비	166	215	271	271	271
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(225)	(340)	(197)	(181)	(181)
운전자본감소(증가)	371	(266)	(248)	49	17
매출채권및기타채권의 감소증가)	(348)	(30)	(327)	57	20
재고자산감소(증가)	4	(342)	(47)	17	6
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	597	(28)	113	(25)	(9)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	52	81	163	163	163
투자활동현금흐름	(197)	(203)	(62)	(58)	(58)
금융자산감소(증가)	(38)	63	3	0	0
유형자산감소(증가)	(93)	(71)	(61)	(58)	(58)
무형자산감소(증가)	(64)	(103)	(2)	0	0
기타	(2)	(92)	(2)	0	0
재무활동현금흐름	(661)	(146)	183	(62)	(62)
단기금융부채증가(감소)	(338)	(273)	200	0	0
장기금융부채증가(감소)	(271)	180	46	0	0
자본의증가(감소)	2	2	0	0	0
배당금의 지급	57	57	63	62	62
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(51)	5	464	408	335
기초현금	225	174	178	642	1,050
기말현금	174	178	642	1,050	1,385
FCF	502	216	328	604	522

자료 : 포스코대우, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,492	22,572	24,609	23,268	23,299
매출원가	15,356	21,263	23,282	22,101	22,195
매출총이익	1,136	1,309	1,326	1,167	1,104
매출총이익률 (%)	6.9	5.8	5.4	5.0	4.7
판매비와관리비	818	907	770	728	729
영업이익	318	401	556	439	375
영업이익률 (%)	1.9	1.8	2.3	1.9	1.6
비영업손익	(144)	(153)	(228)	(173)	(162)
순금융비용	361	312	192	267	281
외환관련손익	5	(1)	10	0	0
관계기업투자등 관련손익	25	31	45	38	35
세전계속사업이익	175	248	328	266	213
세전계속사업이익률 (%)	1.1	1.1	1.3	1.1	0.9
계속사업법인세	52	81	86	60	48
계속사업이익	122	167	242	206	165
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	122	167	242	206	165
순이익률 (%)	0.7	0.7	1.0	0.9	0.7
지배주주	111	176	255	217	174
지배주주구속 순이익률(%)	0.7	0.8	1.0	0.9	0.7
비자매주주	11	(9)	(13)	(11)	(9)
총포괄이익	139	74	235	206	165
지배주주	130	83	248	217	174
비자매주주	9	(10)	(13)	(11)	(9)
EBITDA	485	616	828	710	647

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(5.9)	36.9	9.0	(5.4)	0.1
영업이익	(13.7)	26.1	38.7	(21.1)	(14.5)
세전계속사업이익	30.8	42.0	32.3	(19.1)	(19.8)
EBITDA	(10.3)	27.2	34.3	(14.2)	(9.0)
EPS(계속사업)	(13.7)	45.9	57.4	(15.0)	(19.8)
수익성 (%)					
ROE	4.5	6.6	8.9	7.2	5.5
ROA	1.5	1.9	2.6	2.1	1.7
EBITDA마진	2.9	2.7	3.4	3.1	2.8
안정성 (%)					
유동비율	108.7	102.2	112.8	119.7	125.8
부채비율	231.1	221.5	229.2	217.7	210.4
순차입금/자기자본	121.1	118.8	111.0	92.9	79.5
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	0.1	0.1	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	977	1,426	2,243	1,907	1,529
BPS	20,800	21,406	24,334	25,600	26,507
CFPS	3,416	3,933	6,044	5,370	4,937
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	27.6	12.7	9.3	10.9	13.6
PER(최저)					
PBR(최고)	1.3	0.8	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)					
PCR	7.9	4.6	3.4	3.9	4.2
EV/EBITDA(최고)	12.6	9.1	3.1	3.6	4.0
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



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

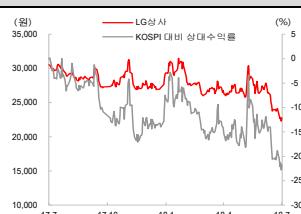
Company Data

자본금	194 십억원
발행주식수	3,876 만주
자사주	10 만주
액면가	5,000 원
시가총액	882 십억원
주요주주	
(주)엘지(외5)	26.31%
국민연금공단	13.25%
외국인지분율	15.10%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(18/07/06)	22,750 원
KOSPI	2272.87 pt
52주 Beta	0.85
52주 최고가	31,500 원
52주 최저가	22,300 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-17.1%	-10.5%
6개월	-22.5%	-14.8%
12개월	-25.5%	-21.8%

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

2Q18 Preview: 유가와 무역의 부담을 만드는 트럼프

2Q18 영업이익 628 억원으로 추정하여 시장 컨센서스에 부합할 것으로 판단함. 기본적으로 석탄가격 상승세가 지속되었고, 물류의 꾸준한 증액도 이어질 것임. 다만 하반기 이후로 현재 트럼프와 사우디의 의도로 봤을 때 유가하락 가능성이 상존하고, 또한 미국과 중국 간의 격화되는 무역전쟁은 글로벌 교역량을 하락시킬 수 있음. 따라서 해당 risk 요인이 소멸된 이후에서나 동사의 물류확대 기대감을 주가에 반영할 수 있을 것임

2Q18 영업이익 628 억원(QoQ +3.5% / YoY +60.1%) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 610 억원과 유사한 실적수준 예상함. 석탄 가격은 2 분기에도 상승을 지속했음. 6 월 기준 Newcastle 기준가격은 \$114.4/t 으로서 2012년 1 월 이후 최고치를 기록하였음. 비록 동사의 판매가격과 동일한 indicator 는 아니지만 현재의 시황강세는 짐작할 수 있음. 참고로 지난 해 5 월 이후 지속적인 상승세임. 또한 물류 역시 꾸준한 외형과 마진확대를 이어가고 있어 양호한 실적에 기인할 것임

하반기 유가부담 본격화 + 무역전쟁의 불확실성

2018년 상반기 유가는 fundamental 과 무관하게 지정학적 요인으로 상승을 지속했지만, 최근 트럼프와 사우디는 증산을 통해 유가 안정화를 추진하고 있음. 러시아까지 이 흐름에 동조했기 때문에 세계 산유량의 40%를 차지하는 이들의 적극적인 대응책은 유가의 방향성을 바꿔놓을 수 있을 것으로 판단함. 이럴 경우 2016년 이후 지속되었던 유가상승 흐제는 이익에서 소멸될 개연성이 있음. 세계 commodity 의 대표적인 유가가 하락 전환할 경우 기타 commodity 도 따를 가능성이 있음을 유의해야 함. 또한 미국과 중국 간의 무역전쟁 격화는 글로벌 교역량 감소를 야기할 수 있기 때문에 동사에게 있어서 지속 부담으로 작용할 것임

목표주가 38,000 원 / 투자의견 매수 유지

최근 주가급락이 있었지만, 하반기 유가부담과 무역전쟁 격화 분위기를 감안할 때 반등 여력은 제한적인 것으로 판단함. Risk 진정국면 이후에 동사 물류부문에 대한 기대가 가능할 것임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	13,224.5	11,966.7	12,827.2	12,083.9	12,980.5	13,639.1
yoY	%	16.3	(9.5)	7.2	(5.8)	7.4	5.1
영업이익	십억원	81.7	174.1	212.3	235.0	237.1	250.2
yoY	%	(52.5)	113.1	21.9	10.7	0.9	5.6
EBITDA	십억원	136.5	228.1	291.8	293.3	295.4	308.6
세전이익	십억원	(215.2)	133.2	177.9	244.3	193.0	205.7
순이익(자본주주)	십억원	(235.4)	58.1	60.2	7.2	104.7	111.6
영업이익률%	%	0.6	1.5	1.7	1.9	1.8	1.8
EBITDA%	%	1.0	1.9	2.3	2.4	2.3	2.3
순이익률	%	(1.6)	1.1	1.4	2.0	1.5	1.5
EPS	원	(6,074)	1,500	1,553	187	2,701	2,879
PER	배	(5.6)	19.5	17.5	121.9	8.4	7.9
PBR	배	1.2	1.0	1.0	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	18.1	9.9	7.0	6.1	3.0	2.9
ROE	%	(17.9)	4.8	4.9	0.6	7.7	7.4
순차입금	십억원	1,156	1,123	991	900	825	747
부채비율	%	248.8	214.7	213.3	234.9	222.2	210.5

2Q18 preview

(단위, %, 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,0153	3,3118	3,4423	2,937.0	2,977.7	(1.2)	1.4	3,178.6	(6.3)
영업이익	39.2	65.0	26.6	60.7	62.8	60.1	3.5	61.0	3.0
세전이익	34.2	55.2	13.4	69.6	62.4	82.6	(10.3)	52.9	18.0
지배순이익	6.5	21.9	(14.0)	(87.5)	33.9	421.4	(138.7)	25.6	32.2
영업이익률	1.3	2.0	0.8	2.1	2.1	0.8	0.0	1.9	0.2
세전이익률	1.1	1.7	0.4	2.4	2.1	1.0	(0.3)	1.7	0.4
지배주주순이익률	0.2	0.7	(0.4)	(3.0)	1.1	0.9	4.1	0.8	0.3

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	7.7%	ROE(지배주주지분)	4.9%	8.5%	7.3%	7.0%	6.7%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	7.7%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.13						
1Q19E EPS(지배주주지분)	33,835						
Target Price	38,334						

자료: LG 상사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	(6,074)	2,960	2,791	2,954	3,115
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,940				
2Q19E EPS	2,960				
2Q20E EPS	2,791				

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	32,345	33,816	35,286	36,756	38,226	39,697	41,167	42,637	44,107	45,578
TP by 2Q19E EPS	32,559	34,039	35,519	36,999	38,479	39,959	41,439	42,919	44,399	45,879
TP by 2Q20E EPS	30,704	32,100	33,495	34,891	36,287	37,682	39,078	40,474	41,869	43,265

자료: LG 상사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

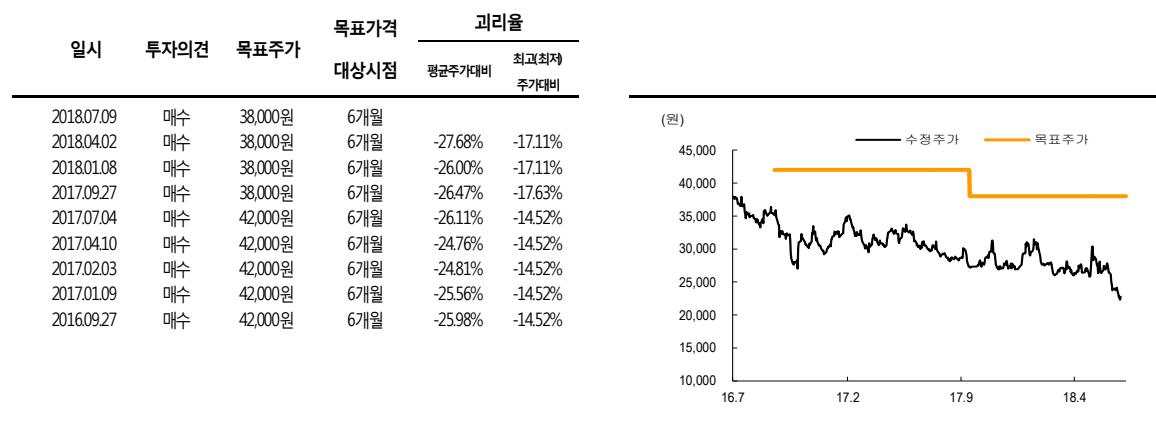
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	12,827.2	14,395.1	15,480.1	12,827.2	12,083.9	12,980.5	0.0%	-16.1%	-16.1%
YoY %	7.2%	12.2%	7.5%	7.2%	-5.8%	7.4%			
영업이익	212.3	224.6	240.4	212.3	235.0	237.1	0.0%	4.6%	-1.4%
YoY %	21.9%	5.8%	7.0%	21.9%	10.7%	0.9%			
EBITDA	291.8	338.7	354.5	291.8	293.3	295.4	0.0%	-13.4%	-16.7%
YoY %	27.9%	16.1%	4.6%	27.9%	0.5%	0.7%			
순이익	60.2	111.8	119.3	60.2	7.2	104.7	0.0%	-93.5%	-12.2%
YoY %	3.5%	85.6%	6.7%	3.5%	-88.0%	1347.8%			

자료: LG 상사, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	3,560.6	3,635.1	3,697.0	3,828.6	2,977.7	3,060.7	3,108.6	3,226.1	-16.4%	-15.8%	-15.9%	-15.7%
YoY %	18.1%	9.8%	7.4%	9.3%	-1.2%	-7.6%	-9.7%	9.8%				
QoQ %	1.7%	2.1%	1.7%	3.6%	1.4%	2.8%	1.6%	3.8%				
영업이익	56.1	58.3	49.4	62.9	62.8	60.2	51.3	63.1	12.0%	3.2%	3.8%	0.3%
YoY %	43.0%	-10.3%	85.9%	3.4%	60.1%	-7.4%	93.0%	3.9%				
QoQ %	-7.8%	3.9%	-15.2%	27.3%	3.5%	-4.2%	-14.7%	23.0%				
EBITDA	84.6	86.8	77.9	91.4	77.4	74.7	65.9	77.7	-8.5%	-13.9%	-15.5%	-15.1%
YoY %	54.2%	2.7%	41.4%	2.3%	41.1%	-11.5%	19.6%	3.2%				
QoQ %	-5.3%	2.6%	-10.2%	17.3%	2.8%	-3.4%	-11.8%	17.9%				
순이익	27.9	29.3	24.2	31.2	33.9	32.8	28.1	28.2	21.5%	11.9%	16.0%	-9.5%
YoY %	329.1%	33.6%	흑전	2.8%	421.4%	49.5%	흑전	흑전				
QoQ %	-8.2%	5.2%	-17.4%	28.8%	흑전	-3.1%	-14.4%	0.5%				

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 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,672	2,554	3,215	3,423	3,642
현금및현금성자산	311	395	550	625	703
매출채권및기타채권	1,444	1,330	1,629	1,713	1,801
재고자산	517	598	751	788	827
비유동자산	2,505	2,413	2,431	2,460	2,492
장기금융자산	241	225	236	236	236
유형자산	552	553	581	610	642
무형자산	945	882	881	881	881
자산총계	5,177	4,968	5,647	5,883	6,134
유동부채	2,098	2,130	2,616	2,712	2,814
단기금융부채	239	295	335	335	335
매입채무 및 기타채무	1,528	1,577	1,949	2,045	2,147
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,434	1,252	1,345	1,345	1,345
장기금융부채	1,297	1,111	1,194	1,194	1,194
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	14	21	23	23	23
부채총계	3,532	3,382	3,961	4,057	4,159
지배주주지분	1,249	1,194	1,286	1,426	1,576
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	993	1,133	1,283
비자본주주지분	396	391	399	399	399
자본총계	1,645	1,585	1,686	1,826	1,976
부채와자본총계	5,177	4,968	5,647	5,883	6,134

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	230	181	118	194	202
당기순이익(순실)	85	88	57	150	159
비현금성항복등	156	197	214	73	73
유형자산감가상각비	54	80	58	58	58
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(102)	(117)	(156)	(15)	(15)
운전자본감소(증가)	81	(5)	(142)	(29)	(31)
매출채권및기타채권의 감소증가)	81	120	(298)	(80)	(85)
재고자산감소(증가)	207	(81)	(153)	(37)	(39)
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	(166)	33	365	88	93
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(218)	(10)	(97)	(87)	(91)
금융자산감소(증가)	(41)	70	(5)	0	0
유형자산감소(증가)	(77)	(70)	(81)	(87)	(91)
무형자산감소(증가)	(49)	(29)	(5)	0	0
기타	(51)	19	(7)	0	0
재무활동현금흐름	(238)	(67)	117	(10)	(10)
단기금융부채증가(감소)	(210)	(48)	124	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	155	75	78
기초현금	529	311	395	550	625
기말현금	311	395	550	625	703
FCF	196	213	44	118	122

자료 : LG상사, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,967	12,827	12,084	12,981	13,639
매출원가	11,221	12,077	11,332	12,189	12,806
매출총이익	746	751	751	792	833
매출총이익률 (%)	6.2	5.9	6.2	6.1	6.1
판매비와관리비	572	538	516	555	583
영업이익	174	212	235	237	250
영업이익률 (%)	1.5	1.7	1.9	1.8	1.8
비영업손익	(41)	(34)	9	(44)	(45)
순금융비용	91	34	53	12	13
외환관련손익	(9)	31	3	0	0
관계기업투자등 관련손익	3	15	62	62	60
세전계속사업이익	133	178	244	193	206
세전계속사업이익률 (%)	1.1	1.4	2.0	1.5	1.5
계속사업법인세	48	90	187	43	46
계속사업이익	85	88	57	150	159
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	85	88	57	150	159
순이익률 (%)	0.7	0.7	0.5	1.2	1.2
지배주주	58	60	7	105	112
지배주주구속 순이익률(%)	0.5	0.5	0.1	0.8	0.8
비지배주주	27	28	50	45	48
총포괄이익	82	(43)	69	150	159
지배주주	58	(45)	17	105	112
비지배주주	24	2	52	45	48
EBITDA	228	292	293	295	309

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(9.5)	7.2	(5.8)	7.4	5.1
영업이익	113.1	21.9	10.7	0.9	5.6
세전계속사업이익	흑전	33.6	37.3	(21.0)	6.6
EBITDA	67.1	27.9	0.5	0.7	4.5
EPS(계속사업)	흑전	3.5	(88.0)	1,347.8	6.6
수익성 (%)					
ROE	4.8	4.9	0.6	7.7	7.4
ROA	1.6	1.7	1.1	2.6	2.7
EBITDA마진	1.9	2.3	2.4	2.3	2.3
안정성 (%)					
유동비율	127.3	119.9	122.9	126.2	129.4
부채비율	214.7	213.3	234.9	222.2	210.5
순차입금/자기자본	68.3	62.5	53.4	45.2	37.8
EBITDA/이자비용(배)	0.6	0.3	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,500	1,553	187	2,701	2,879
BPS	28,873	27,726	31,851	35,461	39,324
CFPS	4,253	4,767	3,234	6,245	6,509
주당 현금배당금	250	250	250	250	250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.5	17.5	121.9	8.4	7.9
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	1.0	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	6.9	5.7	7.0	3.6	3.5
EV/EBITDA(최고)	9.9	7.0	6.1	3.0	2.9
EV/EBITDA(최저)					



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	20,222	십억원
주요주주		
한국산업은행(외1)	32.93%	
정부	18.20%	
외국인지분률	28.70%	
배당수익률	2.50%	

Stock Data

주가(18/07/06)	31,500 원
KOSPI	2272.87 pt
52주 Beta	0.41
52주 최고가	45,500 원
52주 최저가	30,850 원
60일 평균 거래대금	54 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.3%	3.4%
6개월	-15.3%	-7.0%
12개월	-25.2%	-21.4%

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

2Q18 Preview: 이익보다는 정책에 주목할 시점

2Q18 영업이익 -4,231 억원으로 추정하여 시장 컨센서스와 유사할 것으로 판단함. 금번 분기에서는 원가부담이 오히려 지난 분기보다 높아졌고, 기저발전 이용률의 회복도 더뎠기 때문에 3 개 분기 연속 적자는 불가피함. 하지만 최근 문재인 정부의 탈원전정책이 강화되면서 다양한 전기요금인상 및 한전의 이익회복을 위한 정책들이 준비되고 있는 환경이기 때문에, 현재 PBR 0.3x 의 valuation 에서는 오히려 주가매력 높다고 판단함

2Q18 영업이익 -4,231 억원(QoQ 적지 / YoY 적전) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 -4,104 억원과 크게 다르지 않은 실적수준 예상함. 2분기에도 무엇보다 원가부담요인이 크게 작용할 것으로 우려됨. 유가상승(Dubai 기준 4Q17 \$59.1/bbl → 1Q18 \$64.0/bbl → 2Q18 \$72.0/bbl), 석탄가격 상승(Newcastle 기준 4Q \$99.2/t → 1Q \$101.7/t → 2Q \$108.0/t)으로 일단 원료비 부담이 높아졌고, SMP 도 소폭 하락했지만 높은 수준(kwh 당 81.1 원 → 94.8 원 → 88.9 원)은 유지되었기 때문임. 반면 원자력/석탄의 기저발전 이용률 회복은 하반기이나 기대할 수 있는 상황임

이익보다는 정책에 주목할 시점

역사적으로 PBR 0.3~0.6의 valuation을 보이는 동사의 주가는, 큰 그림에서는 원가압박 등의 요인으로 감익추세에 있을 때 주가가 빠지고, 반대로 정책으로 인한 요금인상 효과가 발생할 시에는 주가가 오름. 물론 기대에 못 미치는 요금인상폭은 주가를 하락하게 만들지만, 대체로 상승추세를 견인하는 것은 사실임. 그렇게 볼 때 ① 현재 역사적 저점인 0.3x의 PBR에서, ② 정부가 경부하(심야)요금 인상부터 준비하고 있고, ③ 요금인상 외 LNG 개별소비세 인하, 정산조정계수 변경 등이 검토되는 현재 환경은 주가반등의 여력을 조성하고 있는 것으로 판단함. 전기요금인상 가능성에 대해서는 7/2 “Cyclical Bulletin Release 11. 지방선거 이후 문재인 드라이브의 빛과 어둠” 참조바람

목표주가 45,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치의 변경폭이 크지 않아 목표주가 유지함. 전체적인 주식시장이 좋지 않은 분위기에서 valuation 저점에 있는 대형 정책주의 매력은 부각될 수 있을 것임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	58,957.7	60,190.4	59,814.9	64,642.6	68,672.7	70,947.1
yoY	%	2.6	2.1	(0.6)	8.1	6.2	3.3
영업이익	십억원	11,346.7	12,001.6	4,953.2	346.8	5,015.1	5,572.6
yoY	%	96.1	5.8	(58.7)	(93.0)	1,346.2	11.1
EBITDA	십억원	19,688.1	20,962.6	14,726.9	10,291.4	14,959.7	15,517.2
세전이익	십억원	18,655.8	10,513.5	3,614.2	430.8	3,379.2	3,685.6
순이익(지배주주)	십억원	13,289.1	7,048.6	1,298.7	266.9	2,652.7	2,893.2
영업이익률%	%	19.2	19.9	8.3	0.5	7.3	7.9
EBITDA%	%	33.4	34.8	24.6	15.9	21.8	21.9
순이익률	%	31.6	17.5	6.0	0.7	4.9	5.2
EPS	원	20,701	10,980	2,023	416	4,132	4,507
PER	배	2.4	4.0	18.9	79.0	7.6	7.0
PBR	배	0.44	0.36	0.31	0.27	0.25	0.24
EV/EBITDA	배	3.9	3.3	4.6	6.4	4.3	4.1
ROE	%	22.1	10.2	1.8	0.4	3.7	3.9
순차입금	십억원	43,800	41,016	43,108	44,811	44,065	43,412
부채비율	%	157.9	143.4	149.1	154.3	150.2	145.7

2Q18 preview

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위, %, 십억원) 차이(a/b)
매출액	12,925.5	16,187.7	15,555.0	15,706.0	14,729.6	14.0	(6.2)	13,351.3	10.3
영업이익	846.5	2,772.9	(1294)	(127.6)	(423.1)	(150.0)	231.5	(410.4)	3.1
세전이익	583.2	2,186.9	(545.5)	(262.4)	(492.5)	(184.4)	87.7	(713.4)	(31.0)
지배순이익	327.2	1,493.0	(1,388.4)	(277.3)	(386.6)	(218.2)	39.4	(674.1)	(42.7)
영업이익률	6.5	17.1	(0.8)	(0.8)	(2.9)	(9.4)	(2.1)	(3.1)	0.2
세전이익률	4.5	13.5	(3.5)	(1.7)	(3.3)	(7.9)	(1.7)	(5.3)	2.0
지배주주순이익률	2.5	9.2	(8.9)	(1.8)	(2.6)	(5.2)	(0.9)	(5.0)	2.4

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%	3.6%	4.2%
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 EPS(지배주주지분)	127,687						
Target Price	44,539						

자료: 한국전력, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	10,980	4,202	4,244	5,162	5,737
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	4,556				
2Q19E EPS	4,202				
2Q20E EPS	4,244				

Multiple	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0
TP by weighted EPS	27,335	31,890	36,446	41,002	45,558	50,113	54,669	59,225	63,781	68,336
TP by 2Q19E EPS	25,210	29,412	33,614	37,816	42,017	46,219	50,421	54,623	58,824	63,026
TP by 2Q20E EPS	25,463	29,707	33,951	38,195	42,439	46,683	50,927	55,171	59,415	63,659

자료: 한국전력, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

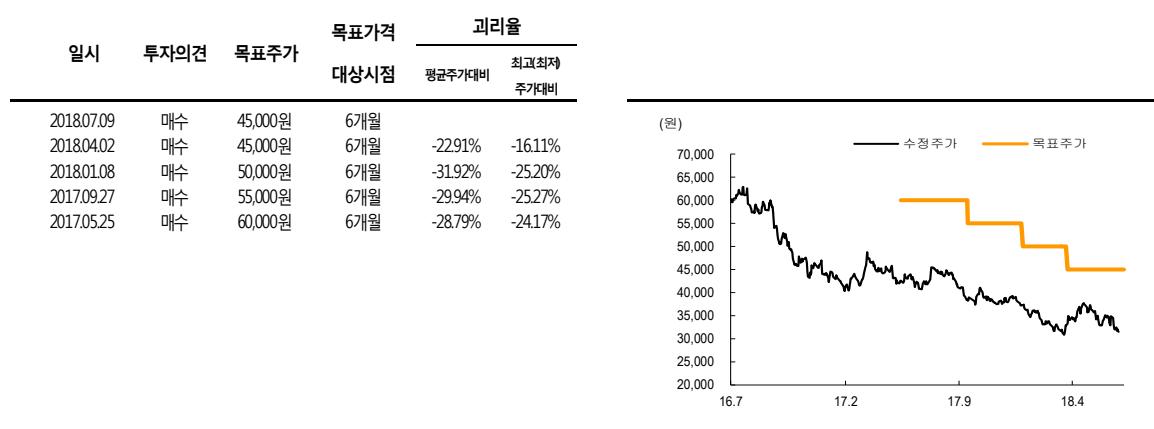
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	59,814.9	58,743.4	59,983.5	59,814.9	64,642.6	68,672.7	0.0%	10.0%	14.5%
YoY %	-0.6%	-1.8%	2.1%	-0.6%	8.1%	6.2%			
영업이익	4,953.2	4,175.8	5,583.6	4,953.2	346.8	5,015.1	0.0%	-91.7%	-10.2%
YoY %	-58.7%	-15.7%	33.7%	-58.7%	-93.0%	1346.2%			
EBITDA	14,726.9	14,145.7	15,553.5	14,726.9	10,291.4	14,959.7	0.0%	-27.2%	-3.8%
YoY %	-29.7%	-3.9%	10.0%	-29.7%	-30.1%	45.4%			
순이익	1,298.7	1,783.6	2,342.1	1,298.7	266.9	2,652.7	0.0%	-85.0%	13.3%
YoY %	-81.6%	37.3%	31.3%	-81.6%	-79.5%	894.0%			

자료: 한국전력, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	12,904.3	16,124.0	14,343.3	15,695.5	14,729.6	18,010.8	16,196.1	17,894.7	14.1%	11.7%	12.9%	14.0%
YoY %	-0.2%	-0.4%	-7.8%	2.1%	14.0%	11.3%	4.1%	13.9%				
QoQ %	-16.1%	25.0%	-11.0%	9.4%	-6.2%	22.3%	-10.1%	10.5%				
영업이익	650.8	2,293.8	1,166.7	1,440.8	(423.1)	958.4	(61.0)	1,377.5	-165.0%	-58.2%	-105.2%	-4.4%
YoY %	-23.1%	-17.3%	흑전	2134.4%	적전	-65.4%	적지	흑전				
QoQ %	909.3%	252.4%	-49.1%	23.5%	적지	흑전	적전	흑전				
EBITDA	3,143.3	4,786.3	3,659.1	3,933.3	2,063.1	3,444.6	2,425.2	3,863.7	-34.4%	-28.0%	-33.7%	-1.8%
YoY %	-3.8%	-8.4%	54.8%	53.8%	-36.9%	-34.1%	2.6%	63.8%				
QoQ %	22.9%	52.3%	-23.5%	7.5%	-12.5%	67.0%	-29.6%	59.3%				
순이익	181.7	1,373.3	559.9	615.6	(386.6)	981.7	(50.9)	725.9	-312.8%	-28.5%	-109.1%	17.9%
YoY %	-44.5%	-8.0%	흑전	흑전	적전	-34.3%	적지	흑전				
QoQ %	흑전	655.9%	-59.2%	10.0%	적지	흑전	적전	흑전				

자료: 한국전력, 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 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	19,709	19,142	20,791	22,083	23,234
현금및현금성자산	3,051	2,370	3,160	3,906	4,560
매출채권및기타채권	7,523	7,635	6,885	7,152	7,395
재고자산	5,479	6,002	6,164	6,396	6,607
비유동자산	158,129	162,647	163,737	164,780	166,187
장기금융자산	3,618	2,888	2,157	2,157	2,157
유형자산	145,743	150,882	152,059	153,102	154,509
무형자산	983	1,190	1,186	1,186	1,186
자산총계	177,837	181,789	184,528	186,863	189,421
유동부채	24,739	23,424	24,953	25,141	25,314
단기금융부채	9,064	9,326	9,203	9,203	9,203
매입채무 및 기타채무	4,109	4,587	5,018	5,206	5,379
단기충당부채	2,000	2,137	2,280	2,280	2,280
비유동부채	80,047	85,400	87,026	87,026	87,026
장기금융부채	45,256	46,267	47,912	47,912	47,912
장기매입채무 및 기타채무	3,041	2,831	2,841	2,841	2,841
장기충당부채	13,435	16,232	16,324	16,324	16,324
부채총계	104,786	108,824	111,978	112,167	112,339
지배주주지분	71,724	71,681	71,275	73,421	75,807
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,079	2,078	2,077	2,077	2,077
기타자본구성요소	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	53,174	53,371	52,693	54,838	57,224
비자본주주지분	1,327	1,283	1,275	1,275	1,275
자본총계	73,051	72,965	72,550	74,696	77,082
부채와자본총계	177,837	181,789	184,528	186,863	189,421

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	16,445	11,143	12,706	14,088	14,361
당기순이익(순실)	7,148	1,441	294	2,653	2,893
비현금성항목등	16,694	16,493	12,186	11,802	11,802
유형자산감가상각비	8,961	9,774	9,945	9,945	9,945
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(7,733)	(6,719)	(2,242)	(1,857)	(1,857)
운전자본감소(증가)	(2,309)	(2,791)	777	(366)	(334)
매출채권및기타채권의 감소증가)	(370)	(219)	836	(251)	(229)
재고자산감소(증가)	(533)	(523)	(162)	(232)	(212)
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	653	327	164	117	106
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	3,365	2,173	0	0	0
투자활동현금흐름	(9,570)	(12,500)	(12,110)	(10,988)	(11,352)
금융자산감소(증가)	2,732	519	(921)	0	0
유형자산감소(증가)	(11,821)	(12,450)	(11,042)	(10,988)	(11,352)
무형자산감소(증가)	(124)	(143)	(24)	0	0
기타	(358)	(426)	(123)	0	0
재무활동현금흐름	(7,637)	746	987	(507)	(507)
단기금융부채증가(감소)	(50)	370	571	0	0
장기금융부채증가(감소)	(5,566)	1,776	927	0	0
자본의증가(감소)	208	86	0	0	0
배당금의 지급	2,105	1,356	512	507	507
기타	0	0	(791)	0	0
현금의 증가(감소)	(732)	(682)	791	746	654
기초현금	3,783	3,051	2,370	3,160	3,906
기말현금	3,051	2,370	3,160	3,906	4,560
FCF	6,071	(2,980)	484	2,537	2,642

자료 : 한국전력, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	60,190	59,815	64,643	68,673	70,947
매출원가	45,550	52,099	61,786	60,992	62,620
매출총이익	14,641	7,716	2,856	7,681	8,327
매출총이익률 (%)	24.3	12.9	4.4	11.2	11.7
판매비와관리비	2,639	2,763	2,509	2,666	2,754
영업이익	12,002	4,953	347	5,015	5,573
영업이익률 (%)	19.9	8.3	0.5	7.3	7.9
비영업손익	(1,488)	(1,339)	84	(1,636)	(1,887)
순금융비용	598	266	608	673	527
외환관련손익	(290)	1,075	4	0	0
관계기업투자등 관련손익	(137)	(108)	2,660	1,346	1,241
세전계속사업이익	10,513	3,614	431	3,379	3,686
세전계속사업이익률 (%)	17.5	6.0	0.7	4.9	5.2
계속사업법인세	3,365	2,173	137	727	792
계속사업이익	7,148	1,441	294	2,653	2,893
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	7,148	1,441	294	2,653	2,893
순이익률 (%)	11.9	2.4	0.5	3.9	4.1
지배주주	7,049	1,299	267	2,653	2,893
지배주주기여금 순이익률(%)	11.7	2.2	0.4	3.9	4.1
비자매주주	100	143	27	0	0
총포괄이익	7,146	1,347	322	2,653	2,893
지배주주	7,042	1,230	298	2,653	2,893
비자매주주	104	116	24	0	0
EBITDA	20,963	14,727	10,291	14,960	15,517

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	2.1	(0.6)	8.1	6.2	3.3
영업이익	5.8	(58.7)	(93.0)	1,346.2	11.1
세전계속사업이익	(43.6)	(65.6)	(88.1)	684.5	9.1
EBITDA	6.5	(29.7)	(30.1)	45.4	3.7
EPS(계속사업)	(47.0)	(81.6)	(79.5)	894.0	9.1
수익성 (%)					
ROE	10.2	1.8	0.4	3.7	3.9
ROA	4.0	0.8	0.2	1.4	1.5
EBITDA마진	34.8	24.6	15.9	21.8	21.9
안정성 (%)					
유동비율	79.7	81.7	83.3	87.8	91.8
부채비율	143.4	149.1	154.3	150.2	145.7
순자본/자기자본	56.1	59.1	61.8	59.0	56.3
EBITDA/이자비용(배)	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,980	2,023	416	4,132	4,507
BPS	122,894	124,599	123,406	126,748	130,465
CFPS	26,670	18,302	15,881	21,623	22,305
주당 현금배당금	1,980	790	790	790	790
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.0	18.9	79.0	7.6	7.0
PER(최저)	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
PBR(최고)	1.7	2.1	2.1	1.5	1.4
PBR(최저)	3.3	4.6	6.4	4.3	4.1

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	5,520 십억원
주요주주	
기획재정부(외1)	46.62%
국민연금공단	8.17%
외국인지분율	13.20%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/07/06)	59,800 원
KOSPI	2272.87 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	64,500 원
52주 최저가	40,600 원
60일 평균 거래대금	21 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.9%	4.8%
6개월	37.6%	51.2%
12개월	18.4%	24.4%

한국가스공사 (036460/KS | 매수(유지) | T.P 75,000 원(상향))

2Q18 Preview: 2 분기에서 흑자 가능성은 바라보다

2Q18 영업이익 317 억원으로 추정하여 통상적으로 적자가 발생하는 비수기에는 이례 적이니 흑자를 기록할 수 있을 것으로 기대됨. 현재 기저발전 이용률 악화로 인해 발전 용 가스 수요가 급증하고 있는데, 4~5 월 가스판매물량을 전년동기대비 +31.6% 급증 했음. 유가 상승마저 이익에 호재임. 분명 현재 0.7x에 이른 PBR은 단기부담이지만, 문재인 탈원전 정책과 러시아 PNG 스토리의 중장기 수혜라는 그림은 여전히 매력적임

2Q18 영업이익 317 억원(QoQ -96.7% / YoY 흑전) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 726 억원 대비 -56.4% 하회하는 실적임. 다만 이익률 자체가 1% 이하 수준이고, 계절성 상 2 분기는 동사가 통상 적자를 내던 시기임을 감안한다면 양호한 실적으로 파악할 수 있음. 무엇보다 4~5 월 가스판매물량(도시가스+발전)이 508.8 만톤으로서 전년동기대비 +31.6% 증대한 것이 긍정적임. 기저발전의 가동 약세 상황인 만큼 발전용 수요가 +63.6% 급증하며 판매물량 강세를 견인하고 있음. 뿐만 아니라 유가상승(Dubai 기준 4Q17 \$59.1/bbl → 1Q18 \$64.0/bbl → 2Q18 \$72.0/bbl)으로 인해 E&P의 실적도 개선추세를 이어갈 것으로 기대 받고 있음

미국+사우디 증산의지는 부담이지만, 중장기 그림은 여전히 최고

2018년 상반기 유가는 fundamental과 무관하게 지정학적 요인으로 상승을 지속했지만, 최근 트럼프와 사우디는 증산을 통해 유가 안정화를 추진하고 있음. E&P 수익에서 수혜를 봤던 동사에게는 좋은 소식이 아님. 그렇지만 현재 문재인 정부의 탈원전 정책 상 가스발전량은 지속 증대될 수밖에 없고, 특히 9 월로 예상되는 러-북 협상 이후 PNG 스토리가 더욱 가시화될 것이기 때문에 중장기적인 동사에 대한 기대감은 여전히 높은 것으로 판단함

목표주가 60,000 원 → 75,000 원 / 투자의견 매수 유지

2018년 영업이익 추정치를 19.3% 상향한 것을 반영해 목표주가 역시 상향 조정함. 최근 주가급반등으로 valuation 부담(PBR 0.7x, 2011년 이후 상단) 상존함. 다만 중장기적인 그림에 주목해야 하기 때문에 매수관점은 지속 견지해야 할 것임.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	26,052.7	21,108.1	22,172.3	32,030.2	30,549.6	29,076.5
yoY	%	(30.1)	(19.0)	5.0	44.5	(4.6)	(4.8)
영업이익	십억원	1,007.8	998.2	1,033.9	1,192.1	1,094.1	1,315.5
yoY	%	(6.0)	(1.0)	3.6	15.3	(8.2)	20.2
EBITDA	십억원	2,354.6	2,615.4	2,749.5	2,864.9	2,766.9	2,988.3
세전이익	십억원	276.8	(769.0)	(1,250.2)	733.6	774.8	963.5
순이익(자본주주)	십억원	319.2	(613.0)	(1,205.1)	656.3	595.1	740.1
영업이익률%	%	3.9	4.7	4.7	3.7	3.6	4.5
EBITDA%	%	9.0	12.4	12.4	8.9	9.1	10.3
순이익률	%	1.1	(3.6)	(5.6)	2.3	2.5	3.3
EPS	원	3,458	(6,641)	(13,055)	7,109	6,447	8,018
PER	배	10.7	(7.3)	(3.3)	8.4	9.3	7.5
PBR	배	0.4	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	12.2	10.3	8.9	9.9	9.3	8.4
ROE	%	3.2	(6.3)	(14.0)	8.5	7.5	8.6
순차입금	십억원	25,301	22,427	20,631	22,926	20,301	19,500
부채비율	%	321.5	322.7	356.2	409.3	372.6	343.5

2Q18 preview

(단위, %, 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,025.8	3,864.3	6,564.1	8,771.5	5,842.6	45.1	(33.4)	4,415.7	32.3
영업이익	(34.2)	(211.1)	452.5	963.5	31.7	(192.7)	(96.7)	72.6	(56.4)
세전이익	(340.2)	(1,584.2)	(4.6)	887.1	(61.7)	(81.9)	(107.0)	(63.9)	(3.4)
지배순이익	(258.5)	(1,087.2)	(356.4)	774.2	(47.4)	(81.7)	(106.1)	(49.7)	(4.6)
영업이익률	(0.8)	(5.5)	6.9	11.0	0.5	1.4	(104)	1.6	(1.1)
세전이익률	(8.5)	(41.0)	(0.1)	10.1	(1.1)	7.4	(11.2)	(1.4)	0.4
지배주주순이익률	(6.4)	(28.1)	(5.4)	8.8	(0.8)	5.6	(9.6)	(1.1)	0.3

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	6.9%	ROE(지배주주지분)	-14.0%	5.7%	8.5%	7.8%	6.6%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.9%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.97						
1Q19E EPS(지배주주지분)	76,494						
Target Price	74,355						

자료: 한국가스공사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	(6,641)	5,037	8,216	8,195	7,513
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	6,552				
2Q19E EPS	5,037				
2Q20E EPS	8,216				

Multiple	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0
TP by weighted EPS	39,312	45,864	52,416	58,968	65,520	72,072	78,624	85,176	91,728	98,281
TP by 2Q19E EPS	30,223	35,260	40,297	45,334	50,372	55,409	60,446	65,483	70,520	75,557
TP by 2Q20E EPS	49,294	57,509	65,725	73,941	82,156	90,372	98,588	106,803	115,019	123,235

자료: 한국가스공사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

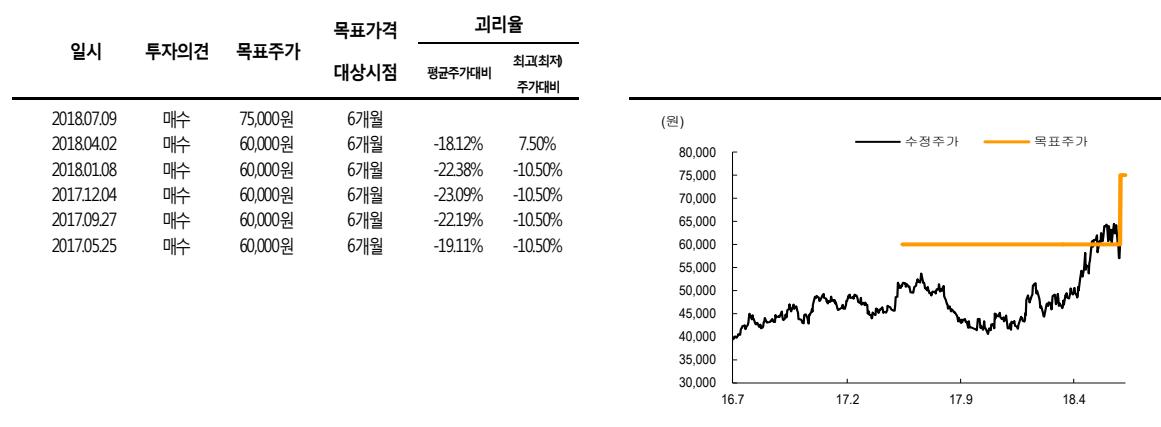
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	22,172.3	25,669.1	25,252.2	22,172.3	32,030.2	30,549.6	0.0%	24.8%	21.0%
YoY %	5.0%	15.8%	-1.6%	5.0%	44.5%	-4.6%			
영업이익	1,033.9	999.4	1,074.3	1,033.9	1,192.1	1,094.1	0.0%	19.3%	1.8%
YoY %	3.6%	-3.3%	7.5%	3.6%	15.3%	-8.2%			
EBITDA	2,749.5	2,760.5	2,835.4	2,749.5	2,864.9	2,766.9	0.0%	3.8%	-2.4%
YoY %	5.1%	0.4%	2.7%	5.1%	4.2%	-3.4%			
순이익	(1,205.1)	466.4	441.1	(1,205.1)	656.3	595.1	0.0%	40.7%	34.9%
YoY %	적자	흑전	-5.4%	적자	흑전	-9.3%			

자료: 한국가스공사, SK증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	4,936.4	5,251.9	8,248.9	9,281.2	5,842.6	6,333.8	11,082.3	11,546.7	18.4%	20.6%	34.3%	24.4%
YoY %	22.6%	35.9%	25.7%	28.3%	45.1%	63.9%	68.8%	31.6%				
QoQ %	-31.7%	6.4%	57.1%	12.5%	-33.4%	8.4%	75.0%	4.2%				
영업이익	(27.0)	(294.7)	349.2	1,128.4	31.7	(94.5)	291.4	872.1	-217.3%	-67.9%	-16.6%	-22.7%
YoY %	적자	적자	-22.8%	16.1%	흑전	적자	-35.6%	-9.5%				
QoQ %	적전	적자	흑전	223.1%	-96.7%	적전	흑전	199.3%				
EBITDA	413.3	145.6	789.5	1,568.7	449.9	323.7	709.6	1,290.3	8.9%	122.4%	-10.1%	-17.7%
YoY %	1.0%	-30.7%	-11.6%	11.1%	10.0%	54.1%	-20.5%	-6.6%				
QoQ %	-70.7%	-64.8%	442.4%	98.7%	-67.4%	-28.0%	119.2%	81.8%				
순이익	(52.2)	(284.8)	135.4	737.3	(47.4)	(157.0)	86.5	562.7	-9.2%	-44.9%	-36.1%	-23.7%
YoY %	적자	적자	흑전	10.4%	적자	적자	흑전	-27.3%				
QoQ %	적전	적자	흑전	444.5%	적전	적자	흑전	550.8%				

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 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	8,658	7,582	10,743	10,829	11,885
현금및현금성자산	483	441	1,510	4,135	4,936
매출채권및기타채권	4,989	5,280	6,938	5,008	5,202
재고자산	1,070	1,542	1,948	1,406	1,461
비유동자산	31,384	29,557	29,843	29,698	29,479
장기금융자산	570	483	542	542	542
유형자산	26,042	24,723	24,960	24,815	24,596
무형자산	2,416	1,814	1,813	1,813	1,813
자산총계	40,042	37,139	40,586	40,527	41,365
유동부채	5,556	6,590	9,667	8,979	9,049
단기금융부채	3,003	3,823	5,748	5,748	5,748
매입채무 및 기타채무	1,805	1,648	2,472	1,784	1,854
단기충당부채	42	71	98	98	98
비유동부채	25,013	22,409	22,926	22,926	22,926
장기금융부채	23,255	20,624	21,193	21,193	21,193
장기매입채무 및 기타채무	17	10	0	0	0
장기충당부채	139	200	202	202	202
부채총계	30,569	28,999	32,593	31,906	31,975
지배주주지분	9,360	7,813	7,639	8,240	8,986
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	5,261	5,862	6,609
비자매주주지분	113	327	323	323	323
자본총계	9,473	8,140	7,963	8,563	9,310
부채와자본총계	40,042	37,139	40,586	40,527	41,365

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	4,769	2,508	1,570	4,646	2,647
당기순이익(순실)	(612)	(1,192)	662	600	747
비현금성항목등	3,260	4,103	2,216	2,097	2,097
유형자산감가상각비	1,617	1,716	1,673	1,673	1,673
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,643)	(2,388)	(543)	(424)	(424)
운전자본감소(증가)	3,057	962	(1,122)	1,949	(196)
매출채권및기타채권의 감소증가)	3	(540)	(1,597)	1,895	(191)
재고자산감소(증가)	725	(472)	(406)	542	(55)
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	336	14	671	(488)	49
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	424	424	424
투자활동현금흐름	(2,079)	(1,226)	(1,568)	(1,527)	(1,454)
금융자산감소(증가)	(156)	129	(56)	0	0
유형자산감소(증가)	(1,841)	(1,346)	(1,487)	(1,527)	(1,454)
무형자산감소(증가)	(58)	(28)	(23)	0	0
기타	(24)	19	(3)	0	0
재무활동현금흐름	(2,377)	(1,266)	(897)	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(2,460)	(1,468)	(887)	0	0
자본의증가(감소)	1	5	0	0	0
배당금의 지급	15	7	1	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	345	(42)	1,068	2,625	801
기초현금	138	483	441	1,510	4,135
기말현금	483	441	1,510	4,135	4,936
FCF	3,568	2,686	(563)	2,845	1,052

자료 : 한국가스공사, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	21,108	22,172	32,030	30,550	29,076
매출원가	19,694	20,729	30,529	29,161	27,481
매출총이익	1,414	1,443	1,501	1,389	1,596
매출총이익률 (%)	6.7	6.5	4.7	4.5	5.5
판매비와관리비	416	409	309	294	280
영업이익	998	1,034	1,192	1,094	1,315
영업이익률 (%)	4.7	4.7	3.7	3.6	4.5
비영업손익	(1,767)	(2,284)	(459)	(319)	(352)
순금융비용	228	286	367	581	538
외환관련손익	(32)	(15)	16	0	0
관계기업투자등 관련손익	115	149	134	130	140
세전계속사업이익	(769)	(1,250)	734	775	964
세전계속사업이익률 (%)	(3.6)	(5.6)	2.3	2.5	3.3
계속사업법인세	(157)	(59)	71	174	217
계속사업이익	(612)	(1,192)	662	600	747
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(612)	(1,192)	662	600	747
순이익률 (%)	(2.9)	(5.4)	2.1	2.0	2.6
지배주주	(613)	(1,205)	656	595	740
지배주주구속 순이익률(%)	(2.9)	(5.4)	2.0	1.9	2.5
비자매주주	1	13	6	5	7
총포괄이익	(700)	(1,545)	653	600	747
지배주주	(703)	(1,543)	648	595	740
비자매주주	3	(2)	5	5	7
EBITDA	2,615	2,749	2,865	2,767	2,988

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(19.0)	5.0	44.5	(4.6)	(4.8)
영업이익	(1.0)	3.6	15.3	(8.2)	20.2
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	5.6	24.4
EBITDA	11.1	5.1	4.2	(3.4)	8.0
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	(9.3)	24.4
수익성 (%)					
ROE	(6.3)	(14.0)	8.5	7.5	8.6
ROA	(1.5)	(3.1)	1.7	1.5	1.8
EBITDA마진	12.4	12.4	8.9	9.1	10.3
안정성 (%)					
유동비율	155.8	115.0	111.1	120.6	131.4
부채비율	322.7	356.2	409.3	372.6	343.5
순차입금/자기자본	236.7	253.4	287.9	237.1	209.5
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(6,641)	(13,055)	7,109	6,447	8,018
BPS	87,611	73,063	70,641	77,145	85,234
CFPS	26,130	29,260	29,230	27,306	29,165
주당 현금배당금	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(7.3)	(3.3)	8.4	9.3	7.5
PER(최저)	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7
PBR(최고)	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7
PCR	1.9	1.5	2.0	2.2	2.1
EV/EBITDA(최고)	10.3	8.9	9.9	9.3	8.4
EV/EBITDA(최저)	12.8	16.1	12.3	12.3	12.1

memo
