

20181001

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

에너지·화학

3Q18 Preview

: 눈으로 확인된 화학의 down-turn

에너지·화학·Commodity. 손지우, 3773-8827



SK INDUSTRY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

에너지/화학

3Q18 Preview: 눈으로 확인된 화학의 down-turn

3Q18 커버리지 에너지/화학업종의 합산 영업이익 추정치(유틸 제외)는 3.4 조원으로
서 4.0 조원이었던 전분기 대비 -14.0% 큰 폭 하락이 추정됩니다. 가장 큰 원인은 역
시 중장기 down-turn 에 진입한 화학의 감익으로 꼽을 수 있습니다. 화학 합산 영업
이익은 전분기 대비 -19.0% 하락이 추정됩니다. 컨센서스도 하회할 것으로 보이고요,
반면 정유는 비록 전분기대비 약세는 불가피하지만 컨센서스는 일제히 상회하겠네요

종목 투자 의견

(단위: 십억원)

종목명	투자의견	목표주가 (원)	주가(9/28) 상승여력	3Q18E 추정영업이익	QoQ(%)	YoY(%)	3Q18E 컨센(9/28)	차이(%)
LG 화학	매수	400,000	365,500	580.4	(17.5)	(26.5)	640.8	(9.4)
A051910	(유지)	(유지)	9.4%					
롯데케미칼	매수	360,000	278,000	570.4	(18.7)	(25.6)	636.1	(10.3)
A011170	(유지)	(하향)	29.5%					
금호석유	매수	140,000	98,500	122.5	(20.2)	112.1	144.2	(15.1)
A011780	(유지)	(하향)	42.1%					
한화케미칼	매수	27,000	19,300	133.4	(27.6)	(38.0)	143.0	(6.7)
A009830	(유지)	(하향)	39.9%					
OCI	매수	140,000	110,000	27.2	(66.0)	흑전	43.1	(36.9)
A010060	(유지)	(유지)	27.3%					
KCC	매수	400,000	339,000	99.1	15.1	(11.6)	102.0	(2.8)
A002380	(유지)	(유지)	18.0%					
SKC	매수	50,000	42,650	56.5	6.4	17.3	57.1	(1.1)
A011790	(유지)	(유지)	17.2%					
SK 이노베이션	매수	240,000	215,000	758.9	(10.9)	(21.2)	689.3	10.1
A096770	(유지)	(상향)	11.6%					
S-Oil	매수	150,000	137,000	375.2	(6.8)	(32.2)	348.5	7.7
A010950	(유지)	(상향)	9.5%					
GS	매수	80,000	55,100	588.7	5.7	18.5	548.7	7.3
A078930	(유지)	(유지)	45.2%					
SK 가스	매수	120,000	84,200	37.3	(43.4)	(1.6)	45.6	(18.2)
A018670	(유지)	(하향)	42.5%					
포스코대우	매수	25,000	20,950	61.3	(54.9)	(37.5)	84.4	(27.3)
A047050	(유지)	(유지)	19.3%					
LG 상사	매수	30,000	22,150	55.6	2.1	(14.5)	58.0	(4.1)
A001120	(유지)	(하향)	35.4%					
한국전력	매수	40,000	29,350	1,136.3	(265.4)	(59.0)	1,543.5	(26.4)
A015760	(유지)	(하향)	36.3%					
한국가스공사	매수	75,000	60,700	(80.0)	(623.8)	(62.1)	(172.2)	(53.6)
A015760	(유지)	(상향)	23.6%					

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 10 월 1 일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	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 에 더욱 부각되는 배터리 모멘텀	3Q18 영업이익 5,804 억원(QoQ -17.5% / YoY -26.5%) 추정 화학 down-turn 에 더욱 빛나는 중대형배터리 목표주가 400,000 원 / 업종 최선호주 의견 유지
롯데케미칼 A011170	매수	360,000 원		이제 시작된 down-turn	3Q18 영업이익 5,704 억원(QoQ -18.7% / YoY -25.6%) 추정 시작된 중장기 down-turn 목표주가 400,000 원 → 360,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
금호석유화학 A011780	매수	140,000 원		고무의 회복세보다 BPA/ABS 약세가 우려	3Q18 영업이익 1,225 억원(QoQ -20.2% / YoY +112.2%) 추정 고무강세보다 BPA/ABS 우려가 높은 4 분기 목표주가 150,000 원 → 140,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
한화케미칼 A009830	매수	27,000 원		화학부문의 실적부진 불가피	3Q18 영업이익 1,334 억원(QoQ -27.7% / YoY -38.0%) 추정 시작된 화학의 중장기 down-turn 목표주가 30,000 원 → 27,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
OCI A010060	매수	140,000 원		중국발 태양광 우려감이 실적으로 반영	3Q18 영업이익 272 억원(QoQ -66.0% / YoY -64.6%) 추정 쉬이 회복을 기대하기 어려운 태양광 목표주가 140,000 원 / 투자의견 매수 유지
KCC A002380	매수	400,000 원		자산가치에 대한 판단이 중요해진 시점	3Q18 영업이익 991 억원(QoQ -18.7% / YoY -25.6%) 추정 자산가치에 대한 판단이 중요해진 시점 목표주가 400,000 원 / 투자의견 매수 유지
SKC A011790	매수	50,000 원		주가 상승의 key 는 IT 소재의 성장속도	3Q18 영업이익 565 억원(QoQ +6.5% / YoY +17.4%) 추정 성장 모멘텀은 역시 IT 소재 목표주가 50,000 원 / 투자의견 매수 유지
SK 이노베이션 A096770	매수	240,000 원		순수화학과 정유의 주가가 달리 갈 수 있을까?	3Q18 영업이익 7,589 억원(QoQ -10.9% / YoY -21.4%) 추정 화학의 급락은 정유와 관계없는 현상일까? 목표주가 230,000 원 → 240,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

자료: SK 증권

Coverage summary 2

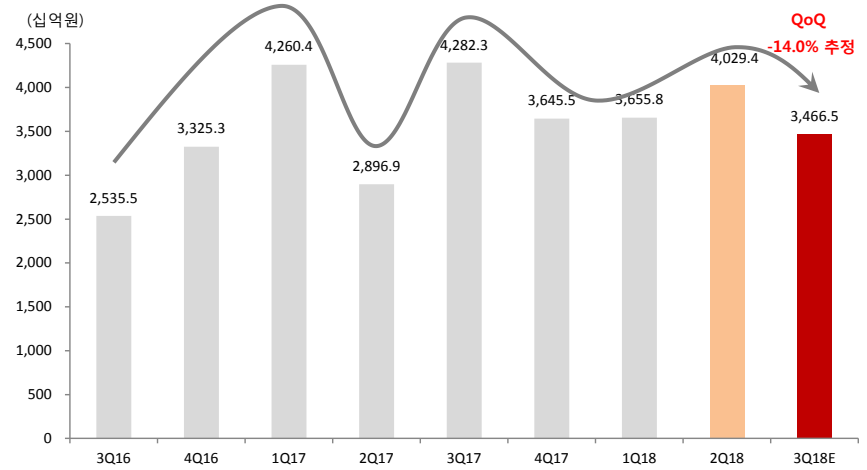
종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
S-Oil A010950	매수	150,000 원		순수화학과 정유의 주가가 달리 갈 수 있을까?	3Q18 영업이익 3,752 억원(QoQ -6.8% / YoY -32.2%) 추정 화학의 급락은 정유와 관계없는 현상일까? 목표주가 140,000 원 → 150,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지
GS A078930	매수	80,000 원		정유업종 내 상대적 매력 부각될 수 있는 시점	3Q18 영업이익 5,887 억원(QoQ +5.7% / YoY +18.5%) 추정 화학의 급락은 정유와 관계없는 현상일까? 목표주가 80,000 원 / 투자의견 매수 유지
SK 가스 A018670	매수	120,000 원		지금 필요한 것은 신규성장동력	3Q18 영업이익 373 억원(QoQ -43.5% / YoY -1.7%) 추정 또 한 번의 성장 모멘텀이 필요한 시점 목표주가 130,000 원 → 120,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
포스코대우 A047050	매수	25,000 원		미얀마 가스전 물량 차질에 따른 감익 불가피	3Q18 영업이익 613 억원(QoQ -54.9% / YoY -37.5%) 추정 유가에 대한 믿음은 여전히 약한 상황 목표주가 25,000 원 / 투자의견 매수 유지
LG 상사 A001120	매수	30,000 원		성장 모멘텀은 아쉽지만 이익은 안정적	3Q18 영업이익 556 억원(QoQ +2.1% / YoY -14.4%) 추정 결국 성장은 물류 목표주가 38,000 원 → 30,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
한국전력 A015760	매수	40,000 원		정책 모멘텀을 기대하기 어려운 국면	3Q18 영업이익 1 조 1,363 억원(QoQ 흑전 / YoY -59.0%) 추정 정부가 우호적이지 않다면 주가도 답이 없다 목표주가 45,000 원 → 40,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
한국가스공사 A015760	매수	75,000 원		유가 상승이 실적개선으로	3Q18 영업이익 -800 억원(QoQ 적전 / YoY 적지) 추정 계속되는 글로벌 가스 모멘텀 목표주가 75,000 원 / 투자의견 매수 유지

자료: SK 증권

3Q18 영업이익은 전분기 대비 의미 있는 폭의 감익이 발생할 것으로 추정한다. 유틸리티를 제외한 에너지/화학 커버리지 업종의 영업이익은 1Q18 3.4 조원으로 추정되어 전분기 4.0 조원 대비 -14.0% 하락할 것으로 예상된다.

3 분기의 실적 약세는 의외의 상황으로 지적할 수도 있다. 지정학적 risk 가 악화되긴 했지만 유가는 여전히 강세 국면에 머물러 있었던 만큼 정유에게는 우호적인 환경이었고, 특히 화학은 중국 국경절 연휴까지 포함해 최대 성수기 시즌이라고도 할 수 있는데, 그럼에도 불구하고 실적은 감소했으니 다소 실망스러운 결과물인 셈이다.

에너지/화학 커버리지 합산 영업이익 추이(유틸리티 제외)



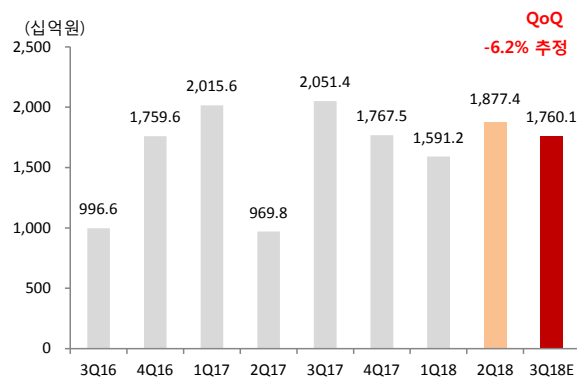
자료: DataGuide, SK 증권

정유와 화학 공히 전분기 대비 실적 약세가 불가피한 상황이다. 다만 컨센서스 대비로 본다면 정유는 상회 / 화학은 하회가 예상된다. 통상적으로 2 분기부터 3 분기까지 하절기는 정유 비수기 / 화학 성수기로 파악되는 만큼 반대되는 양상이 나와야 하지만, 실제로는 그렇지 못했다. 굳이 이유를 꼽자면 정유는 8 월 중순까지만 하더라도 유가의 하락 폭이 커지면서 실적 악화가 예상되었으나 그 이후 급반등이 나오면서 실적을 회복시켜주었고, 화학은 미국 신규물량의 진입이 예상보다 격하게 시장에 영향을 미치면서 spread 를 악화시켰기 때문으로 요약할 수 있다.

정유 커버리지의 영업이익 합계치는 1.76 조원으로 추정되어 1.88 조원의 전분기 대비 -6.2% 하락이 추정된다. 앞서 언급한 대로 유가가(Dubai 기준) 7 월 \$73.1/bbl 에서 8 월 \$72.5/bbl 로 소폭 하락했지만, 9 월 \$77/bbl 수준으로 재차 반등한 것이 실적 낙폭을 줄이는 주요 원인으로 작용했다. 전반적인 pygas 계열 강세에 의한 PX 가격 급반등(2Q \$976/t → 3Q \$1,167/t)도 긍정적인 요인이었다.

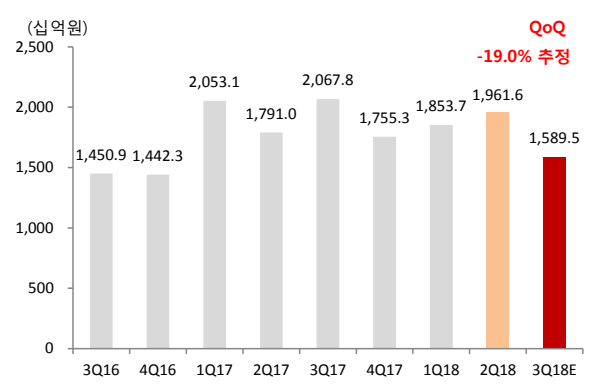
화학 커버리지의 영업이익 합계치는 1.59 조원으로 파악된다. 이는 1.96 조원의 전분기 대비 -19.0% 급감하는 수준임과 동시에, 2017 년 이후로는 최저 실적에 해당하는 수치다. 미국의 신규물량 부담이 HDPE(\$1,263/t → \$1,216/t)와 LDPE(\$1,218/t → \$1,159/t)를 모두 하락시킨 것이 가장 큰 요인으로 해석할 수 있다. 뿐만 아니라 미중 무역분쟁에 따른 중국 trader 들의 소강상태 진입도 가격하락의 원인으로 작용했다.

Coverage 정유업체 합산 영업이익 추이



자료 : DataGuide, SK 증권

Coverage 화학업체 합산 영업이익 추이



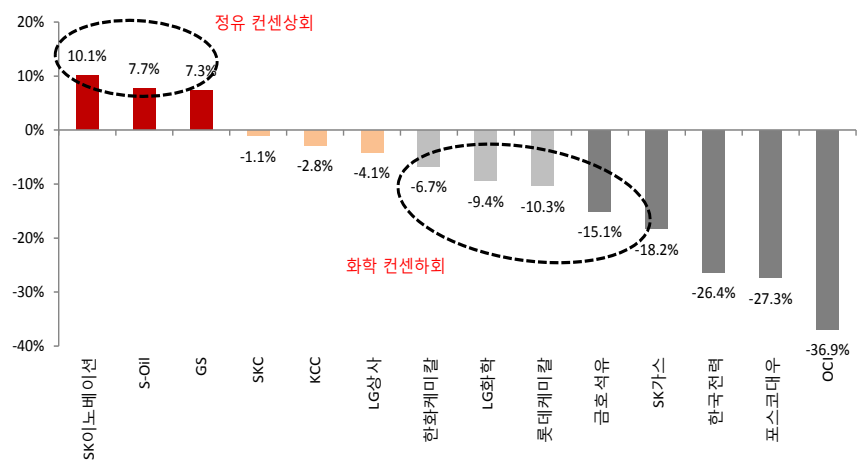
자료 : DataGuide, SK 증권

종목별로 본다면 뚜렷하게 나타나는 것이 정유의 컨센서스 대비 상회, 화학의 컨센서스 대비 하회다.

정유는 SK 이노베이션, S-Oil, GS 모두 7~10% 수준의 컨센서스 대비 실적 상회가 기대된다. 9월 실적이 월간으로는 가장 좋을 수밖에 없기 때문에 컨센서스 상회의 폭은 더욱 커질 수도 있다. 반면 화학은 대표업종이라 할 수 있는 LG 화학, 롯데케미칼, 한화케미칼, 금호석유 모두 7~15% 수준의 컨센서스 대비 실적 상회가 우려되는 상황이다. 정유와 정반대로 9월 실적이 월간으로는 가장 안 좋을 가능성이 높기 때문에 컨센서스 하회의 폭이 커질 가능성도 충분히 있다. 두 업종이 현재 처한 상황은 거의 정 반대 상황이다.

한국전력은 정부의 우호적이지 못한 정책 스탠스와 SMP 상승으로, 포스코대우는 미얀마 가스전의 물량차질(가스관 폭발사고)로, OCI는 글로벌 태양광 시장 악화에 따른 폴리실리콘 가격급락으로 인해 컨센서스 하락폭이 클 것으로 추정되고 있다.

Coverage 업종의 3Q18 컨센서스 대비 추정치와의 차이



자료 : DataGuide, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

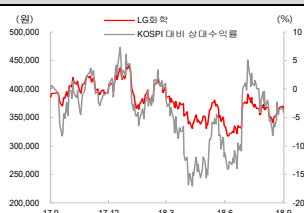
Company Data

자본금	391 십억원
발행주식수	7,828 만주
자사주	37 만주
액면가	5,000 원
시가총액	25,802 십억원
주요주주	
(주)엘지(외4)	33.37%
국민연금공단	8.72%
외국인지분률	37.50%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(18/09/28)	365,500 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	1.33
52주 최고가	441,500 원
52주 최저가	317,500 원
60일 평균 거래대금	94 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.1%	-1.8%
6개월	-5.3%	-2.2%
12개월	-5.3%	-4.1%

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

3Q18 Preview: 화학 down-turn 에 더욱 부각되는 배터리 모멘텀

3Q18 영업이익은 5,804 억원으로 시장 컨센서스 6,430 억원 대비 하회할 것으로 추정됨. 실적 부진의 원인은 이익의 대다수를 차지하는 화학 시장이 본격적인 down-turn 에 진입했기 때문임. 그럼에도 불구하고 동사는 중대형 배터리의 성장 매력도가 부각될 것으로 기대되고 있는 만큼, 업종 내 최선호주 의견 유지함

3Q18 영업이익 5,804 억원(QoQ -17.5% / YoY -26.5%) 추정

9/28 기준 컨센서스 6,430 억원을 -9.7% 하회하는 실적 수준 예상함. 가장 큰 원인은 이익의 대다수를 차지하는 화학부문의 약세 때문임. 원재료 naphtha 는 2Q \$644/t → 3Q \$660/t 으로 상승한 반면, 대표적인 화학제품이라 할 수 있는 HDPE(\$1,263/t → \$1,216/t)와 LDPE(\$1,218/t → \$1,159/t)는 모두 하락하며 spread 축소되었음. 그 외 동사의 주요 제품인 ABS(\$2,032/t → \$1,924/t) 또한 하락세를 면치 못했음. 다만 소형전지의 실적호조와 중대형전지의 매출강세가 이를 어느 정도 상쇄할 것으로 기대됨

화학 down-turn 에 더욱 빛나는 중대형배터리

SK 증권 리서치센터는 지속적으로 석유화학의 중장기 downturn 을 주장하고 있음. Cyclical 산업에 있어서 공급증대국면은 필연적으로 업황둔화를 야기하며, 2019 년 이후까지 지속될 미국 에탄크래커 신증설 랠리는 이를 촉발시키는 촉매제로 작용하고 있음(Cyclical Bulletin 시리즈 참조). 다만 동사에게는 4차 산업혁명 시대를 이끌 수 있는 중대형배터리의 성장 기대감이 여전히 매력적임. 특히 연말 이후 내년까지도 전기차배터리의 수주강세가 예상되어 화학 업종 내 상대적 매력도는 지속적으로 부각될 것임

목표주가 400,000 원 / 업종 최선호주 의견 유지

이익의 대다수를 차지하는 화학시장의 둔화는 분명 위험요인이지만, 중대형배터리의 성장성이 이를 상쇄해줄 것으로 기대됨. 절대수익률보다는 화학업종 내 상대적인 매력 이 부각될 것으로 판단함. 업종 최선호주 의견 지속 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	20,206.6	20,659.3	25,698.0	28,376.9	33,999.4	36,534.7
yoy	%	(10.5)	2.2	24.4	10.4	19.8	7.5
영업이익	십억원	1,823.6	1,991.9	2,928.5	2,406.6	2,045.5	2,399.6
yoy	%	39.1	9.2	47.0	(17.8)	(15.0)	17.3
EBITDA	십억원	3,079.7	3,328.6	4,330.5	3,853.3	3,500.9	3,855.0
세전이익	십억원	1,549.6	1,659.8	2,563.9	2,332.4	1,987.2	2,327.5
순이익(지배주주)	십억원	1,153.0	1,281.1	1,945.3	1,795.7	1,510.4	1,769.0
영업이익률%	%	9.0	9.6	11.4	8.5	6.0	6.6
EBITDA%	%	15.2	16.1	16.9	13.6	10.3	10.6
순이익률	%	7.7	8.0	10.0	8.2	5.8	6.4
EPS	원	16,875	18,751	26,899	27,096	22,791	26,694
PER	배	19.5	13.9	15.1	13.5	16.0	13.7
PBR	배	2.0	1.5	2.2	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	배	7.6	5.7	7.1	7.6	8.6	8.0
ROE	%	9.2	9.5	12.9	10.7	8.5	9.3
순차입금	십억원	(135)	454	99	1,866	2,742	3,612
부채비율	%	41.8	45.8	53.3	60.2	59.0	57.4

3Q18 preview

(단위: %, 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	6,397.1	6,432.2	6,553.6	7,051.9	7,493.2	17.1	6.3	7,203.1	4.0
영업이익	789.7	615.0	650.8	703.3	580.4	(26.5)	(17.5)	643.0	(9.7)
세전이익	702.4	433.6	653.2	644.3	572.3	(18.5)	(11.2)	584.5	(2.1)
지배순이익	521.0	315.8	531.3	477.7	435.0	(16.5)	(8.9)	431.7	0.8
영업이익률	12.3	9.6	9.9	10.0	7.7	(4.6)	(2.2)	8.9	(1.2)
세전이익률	11.0	6.7	10.0	9.1	7.6	(3.3)	(1.5)	8.1	(0.5)
지배주주순이익률	8.1	4.9	8.1	6.8	5.8	(2.3)	(1.0)	6.0	(0.2)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	10.0%	ROE(지배주주지분)	12.9%	8.6%	8.5%	9.8%
Terminal Growth	3.5%	weight	0.33	0.33	0.33	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	10.0%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.85					
1Q19E BPS(지배주주지분)	209,110					
Target Price	387,265					

자료: LG 화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	16,875	22,350	23,627	29,357	30,791
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	24,851				
3Q19E EPS	22,350				
3Q20E EPS	23,627				

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	223,659	248,510	273,361	298,212	323,063	347,914	372,765	397,616	422,467	447,318
TP by 3Q19E EPS	201,152	223,502	245,852	268,203	290,553	312,903	335,253	357,603	379,954	402,304
TP by 3Q20E EPS	212,646	236,274	259,901	283,528	307,156	330,783	354,410	378,038	401,665	425,292

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	26,949.0	33,360.3	25,698.0	28,376.9	33,999.4	0.0%	5.3%	1.9%
YoY %	24.4	4.9	23.8	24.4	10.4	19.8			
영업이익	2,928.5	2,499.3	2,292.8	2,928.5	2,406.6	2,045.5	0.0%	-3.7%	-10.8%
YoY %	47.0	(14.7)	(8.3)	47.0	(17.8)	(15.0)			
EBITDA	4,330.5	3,920.3	3,713.7	4,330.5	3,853.3	3,500.9	0.0%	-1.7%	-5.7%
YoY %	30.1	(9.5)	(5.3)	30.1	(11.0)	(9.1)			
순이익	1,945.3	1,897.3	1,677.4	1,945.3	1,795.7	1,510.4	0.0%	-5.4%	-10.0%
YoY %	51.8	(2.5)	(11.6)	51.8	(7.7)	(15.9)			

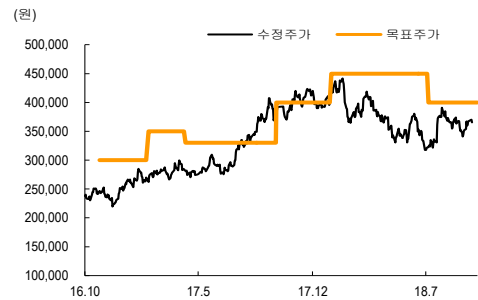
자료: LG 화학, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	6,910.4	6,730.4	8,436.9	8,411.6	7,493.2	7,278.3	8,597.6	8,758.3	8.4%	8.1%	1.9%	4.1%
YoY %	8.0	4.6	28.7	24.5	17.1	13.2	31.2	24.2				
QoQ %	2.3	(2.6)	25.4	(0.3)	6.3	(2.9)	18.1	1.9				
영업이익	597.3	576.1	569.0	615.8	580.4	472.1	568.8	565.9	-2.8%	-18.1%	0.0%	-8.1%
YoY %	(24.4)	(6.3)	(12.6)	(8.8)	(26.5)	(23.2)	(12.6)	(19.5)				
QoQ %	(11.5)	(3.6)	(1.2)	8.2	(17.5)	(18.7)	20.5	(0.5)				
EBITDA	952.5	931.3	924.3	971.0	944.2	835.9	932.6	929.7	-0.9%	-10.2%	0.9%	-4.3%
YoY %	(16.4)	(3.4)	(8.1)	(5.8)	(17.2)	(13.3)	(7.3)	(12.9)				
QoQ %	(7.6)	(2.2)	(0.8)	5.1	(11.5)	(11.5)	11.6	(0.3)				
순이익	441.2	425.1	415.7	451.5	435.0	351.6	421.1	418.7	-1.4%	-17.3%	1.3%	-7.3%
YoY %	(15.3)	34.6	(21.8)	(9.6)	(16.5)	11.4	(20.8)	(12.4)				
QoQ %	(11.7)	(3.7)	(2.2)	8.6	(8.9)	(19.2)	19.7	(0.6)				

자료: LG 화학, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	400,000원	6개월		
2018.07.09	매수	400,000원	6개월	-10.52%	-2.25%
2018.04.02	매수	450,000원	6개월	-16.23%	-1.89%
2018.01.08	매수	450,000원	6개월	-10.43%	-1.89%
2017.09.27	매수	400,000원	6개월	0.12%	5.88%
2017.07.04	매수	330,000원	6개월	-3.67%	23.48%
2017.04.10	매수	330,000원	6개월	-13.67%	-6.21%
2017.01.31	매수	350,000원	6개월	-19.88%	-14.43%
2017.01.09	매수	300,000원	6개월	-16.03%	-5.00%
2016.10.31	매수	300,000원	6개월	-17.90%	-10.50%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 1일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,227	11,206	12,735	13,018	13,402
현금및현금성자산	1,474	2,249	2,635	1,759	889
매출채권및기타채권	3,729	4,636	4,847	5,431	6,064
재고자산	2,965	3,352	4,177	4,680	5,224
비유동자산	11,260	13,836	15,226	16,491	17,958
장기금융자산	88	88	99	99	99
유형자산	9,680	11,211	12,532	13,796	15,264
무형자산	832	1,823	1,858	1,858	1,858
자산총계	20,487	25,041	27,961	29,509	31,360
유동부채	5,447	6,645	6,738	7,185	7,670
단기금융부채	2,213	1,451	1,903	1,903	1,903
매입채무 및 기타채무	2,695	3,862	3,720	4,167	4,652
단기충당부채	52	63	58	58	58
비유동부채	989	2,058	3,768	3,768	3,768
장기금융부채	678	1,594	3,211	3,211	3,211
장기매입채무 및 기타채무	14	9	10	10	10
장기충당부채	134	163	170	170	170
부채총계	6,436	8,703	10,506	10,954	11,438
지배주주지분	13,937	16,169	17,240	18,340	19,707
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	14,937	16,037	17,404
비지배주주지분	114	170	215	215	215
자본총계	14,051	16,339	17,455	18,555	19,922
부채외자본총계	20,487	25,041	27,961	29,509	31,360

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,517	3,181	2,133	2,714	2,930
당기순이익(손실)	1,660	2,564	2,110	1,560	1,827
비현금성항목등	1,805	1,867	1,859	1,779	1,779
유형자산감가상각비	1,337	1,402	1,447	1,455	1,455
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(469)	(465)	(413)	(323)	(323)
운전자본감소(증가)	(382)	(715)	(1,362)	(624)	(676)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(296)	(910)	(275)	(569)	(616)
재고자산감소(증가)	(627)	(387)	(825)	(503)	(544)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	697	1,167	(142)	447	485
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(1,737)	(1,640)	(2,740)	(2,720)	(2,923)
금융자산감소(증가)	(3)	(3)	(6)	0	0
유형자산감소(증가)	(1,381)	(1,850)	(2,986)	(2,720)	(2,923)
무형자산감소(증가)	(74)	(90)	(49)	0	0
기타	(279)	303	302	0	0
재무활동현금흐름	(1,007)	(737)	1,079	(460)	(460)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(674)	(349)	1,999	0	0
자본의증가(감소)	18	400	0	0	0
배당금의 지급	346	386	920	460	460
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(231)	775	385	(875)	(870)
기초현금	1,705	1,474	2,249	2,635	1,759
기말현금	1,474	2,249	2,635	1,759	889
FCF	1,142	1,930	(1,198)	(370)	(353)

자료 : LG화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	20,659	25,698	28,377	33,999	36,535
매출원가	16,595	20,134	22,902	28,250	30,155
매출총이익	4,064	5,564	5,475	5,750	6,380
매출총이익률 (%)	19.7	21.6	19.3	16.9	17.5
판매비와관리비	2,072	2,635	3,068	3,704	3,980
영업이익	1,992	2,928	2,407	2,046	2,400
영업이익률 (%)	9.6	11.4	8.5	6.0	6.6
비영업손익	(332)	(365)	(74)	(58)	(72)
순금융비용	42	31	58	43	27
외환관련손익	(101)	(61)	12	0	0
관계기업투자등 관련손익	(45)	6	8	18	19
세전계속사업이익	1,660	2,564	2,332	1,987	2,327
세전계속사업이익률 (%)	8.0	10.0	8.2	5.8	6.4
계속사업법인세	379	542	474	427	500
계속사업이익	1,281	2,022	1,859	1,560	1,827
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,281	2,022	1,859	1,560	1,827
순이익률 (%)	6.2	7.9	6.5	4.6	5.0
지배주주	1,281	1,945	1,796	1,510	1,769
지배주주귀속 순이익률(%)	6.2	7.6	6.3	4.4	4.8
비지배주주	(0)	77	63	50	58
총포괄이익	1,275	1,876	1,943	1,560	1,827
지배주주	1,278	1,808	1,873	1,512	1,771
비지배주주	(3)	67	69	48	56
EBITDA	3,329	4,330	3,853	3,501	3,855

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	2.2	24.4	10.4	19.8	7.5
영업이익	9.2	47.0	(17.8)	(15.0)	17.3
세전계속사업이익	7.1	54.5	(9.0)	(14.8)	17.1
EBITDA	8.1	30.1	(11.0)	(9.1)	10.1
EPS(계속사업)	11.1	43.5	0.7	(15.9)	17.1
수익성 (%)					
ROE	9.5	12.9	10.7	8.5	9.3
ROA	6.6	8.9	7.0	5.4	6.0
EBITDA마진	16.1	16.9	13.6	10.3	10.6
안정성 (%)					
유동비율	169.4	168.6	189.0	181.2	174.7
부채비율	45.8	53.3	60.2	59.0	57.4
순차입금/자기자본	3.2	0.6	10.7	14.8	18.1
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.3	(0.1)	(0.1)	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	18,751	26,899	27,096	22,791	26,694
BPS	175,585	180,203	204,371	219,254	237,752
CFPS	38,890	47,413	45,498	41,422	45,183
주당 현금배당금	5,000	5,890	5,890	5,890	5,890
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.9	15.1	13.5	16.0	13.7
PER(최저)					
PBR(최고)	1.5	2.2	1.8	1.7	1.5
PBR(최저)					
PCR	6.7	8.5	8.0	8.8	8.1
EV/EBITDA(최고)	5.7	7.1	7.6	8.6	8.0
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

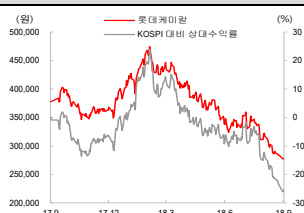
Company Data

자본금	171 십억원
발행주식수	3,428 만주
자사주	58 만주
액면가	5,000 원
시가총액	9,529 십억원
주요주주	
롯데물산(주)(외3)	53.51%
국민연금공단	9.75%
외국인지분률	30.60%
배당수익률	3.80%

Stock Data

주가(18/09/28)	278,000 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	474,500 원
52주 최저가	277,000 원
60일 평균 거래대금	46 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.5%	-15.0%
6개월	-36.2%	-34.1%
12개월	-26.5%	-25.5%

롯데케미칼 (011170/KS | 매수(유지) | T.P 360,000 원(하향))

3Q18 Preview: 이제 시작된 down-turn

3Q18 영업이익은 5,704 억원으로 시장 컨센서스 6,361 억원 대비 하회할 것으로 추정됨. 실적 부진의 원인은 이익의 대다수를 차지하는 화학 시황이 본격적인 down-turn에 진입했기 때문임. New-normal 은 없는 cyclical 산업의 특성을 감안할 때 실적 우려는 당분간 지속될 수밖에 없음. 단 최근 주가는 과매도 영역인 만큼 단기 반등 모색 가능

3Q18 영업이익 5,704 억원(QoQ -18.7% / YoY -25.6%) 추정

9/28 기준 컨센서스 6,361 억원을 -10.3% 하회하는 실적 수준 예상함. 가장 큰 원인은 이익의 대다수를 차지하는 화학부문의 약세 때문임. 원재료 naphtha 는 2Q \$644/t → 3Q \$660/t 으로 상승한 반면, 대표적인 화학제품이라 할 수 있는 HDPE(\$1,263/t → \$1,216/t)와 LDPE(\$1,218/t → \$1,159/t)는 모두 하락하며 spread 축소되었음. 그 외 동사의 주요 제품인 MEG(\$978/t → \$948/t) 또한 하락세를 면치 못했음. 정기보수 비용의 일부 반영까지 감안한다면 추가적으로 실적이 더욱 악화될 여지도 있지만, PX와 동반하여 PTA의 강세(\$826/t → \$960/t)가 나타난 것이 이를 어느 정도 상쇄해줄 것으로 기대됨

시작된 중장기 down-turn

SK 증권 리서치센터는 지속적으로 석유화학의 중장기 downturn 을 주장하고 있음. Cyclical 산업에 있어서 공급증대국면은 필연적으로 업황둔화를 야기하며, 2019 년 이후까지 지속될 미국 에탄크래커 신증설 랠리는 이를 촉발시키는 촉매제로 작용하고 있음(Cyclical Bulletin 시리즈 참조). New-normal 이 존재하지 않는 cyclical 산업의 특성을 감안할 때 실적하락의 압박은 당분간 지속될 수밖에 없을 것으로 판단함

목표주가 400,000 원 → 360,000 원 하향 / 투자 의견 매수 유지

본격적 화학 down-turn 을 반영하여 2019 년 영업이익 추정치를 기존대비 -9.9% 하향조정하며, 이를 반영해 목표주가 역시 하향 조정함. 다만 최근 시황둔화 우려가 과도하게 미리 반영하여 주가가 과매도된 측면이 있는 만큼, 단기 반등 가능한 것으로 판단

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	11,713.3	13,223.5	15,874.5	17,401.5	12,467.1	11,541.0
yoy	%	(21.2)	12.9	20.0	9.6	(28.4)	(7.4)
영업이익	십억원	1,611.1	2,544.3	2,929.7	2,262.6	1,347.1	1,003.8
yoy	%	359.1	57.9	15.2	(22.8)	(40.5)	(25.5)
EBITDA	십억원	2,098.8	3,173.4	3,620.9	2,958.2	2,042.4	1,699.1
세전이익	십억원	1,421.4	2,487.4	3,084.7	2,497.2	1,416.2	1,055.6
순이익(지배주주)	십억원	992.5	1,835.8	2,243.9	1,777.3	1,052.9	784.8
영업이익률%	%	13.8	19.2	18.5	13.0	10.8	8.7
EBITDA%	%	17.9	24.0	22.8	17.0	16.4	14.7
순이익률	%	12.1	18.8	19.4	14.4	11.4	9.1
EPS	원	28,957	53,561	65,466	51,854	30,719	22,896
PER	배	8.4	6.9	5.6	5.4	9.0	12.1
PBR	배	1.1	1.6	1.2	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	3.7	4.4	3.1	2.9	3.7	4.5
ROE	%	14.2	21.7	21.5	14.7	8.0	5.7
순차입금	십억원	(551)	1,359	(1,344)	(873)	(1,873)	(1,826)
부채비율	%	51.8	68.8	59.5	56.8	50.2	48.6

3Q18 preview

(단위: %, 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,990.2	4,035.0	4,123.2	4,330.2	4,587.2	15.0	5.9	4,383.1	4.7
영업이익	766.2	716.5	662.0	701.3	570.4	(25.6)	(18.7)	636.1	(10.3)
세전이익	832.8	701.8	744.5	817.9	598.0	(28.2)	(26.9)	708.2	(15.6)
지배순이익	616.2	472.2	526.9	555.4	444.6	(27.9)	(20.0)	509.4	(12.7)
영업이익률	19.2	17.8	16.1	16.2	12.4	(6.8)	(3.8)	14.5	(2.1)
세전이익률	20.9	17.4	18.1	18.9	13.0	(7.8)	(5.9)	16.2	(3.1)
지배주주순이익률	15.4	11.7	12.8	12.8	9.7	(5.8)	(3.1)	11.6	(1.9)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	6.9%	ROE(지배주주지분)	21.5%	8.3%	5.9%	5.8%	5.6%
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	0.99						
1Q19E BPS(지배주주지분)	364,846						
Target Price	360,563						

자료: 롯데케미칼, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	53,561	32,581	24,128	24,626	24,424
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	28,484				
3Q19E EPS	32,581				
3Q20E EPS	24,128				

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	227,869	256,352	284,836	313,320	341,803	370,287	398,770	427,254	455,737	484,221
TP by 3Q19E EPS	260,646	293,226	325,807	358,388	390,968	423,549	456,130	488,711	521,291	553,872
TP by 3Q20E EPS	193,027	217,155	241,283	265,412	289,540	313,668	337,797	361,925	386,054	410,182

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	16,126.6	11,904.1	15,874.5	17,401.5	12,467.1	0.0%	7.9%	4.7%
YoY %	20.0%	1.6%	-26.2%	20.0%	9.6%	-28.4%			
영업이익	2,929.7	2,282.5	1,495.4	2,929.7	2,262.6	1,347.1	0.0%	-0.9%	-9.9%
YoY %	15.2%	-22.1%	-34.5%	15.2%	-22.8%	-40.5%			
EBITDA	3,620.9	2,979.1	2,192.0	3,620.9	2,958.2	2,042.4	0.0%	-0.7%	-6.8%
YoY %	14.1%	-17.7%	-26.4%	14.1%	-18.3%	-31.0%			
순이익	2,243.9	1,735.2	1,103.9	2,243.9	1,777.3	1,052.9	0.0%	2.4%	-4.6%
YoY %	22.2%	-22.7%	-36.4%	22.2%	-20.8%	-40.8%			

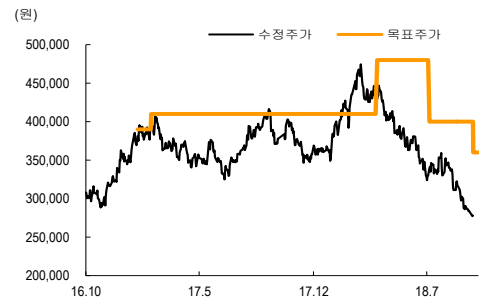
자료: 롯데케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	4,121.6	3,647.9	2,958.7	3,066.7	4,587.2	4,360.8	3,175.1	3,332.8	11.3%	19.5%	7.3%	8.7%
YoY %	3.3%	-9.6%	-28.2%	-27.6%	15.0%	8.1%	-23.0%	-23.0%				
QoQ %	-2.7%	-11.5%	-18.9%	3.6%	5.9%	-4.9%	-27.2%	5.0%				
영업이익	562.2	370.0	328.7	419.3	570.4	328.8	269.7	436.9	1.5%	-11.1%	-18.0%	4.2%
YoY %	-26.6%	-48.4%	-50.3%	-39.1%	-25.6%	-54.1%	-59.3%	-37.7%				
QoQ %	-18.3%	-34.2%	-11.2%	27.6%	-18.7%	-42.4%	-18.0%	62.0%				
EBITDA	736.4	544.2	502.8	593.5	744.2	502.6	443.5	610.8	1.1%	-7.6%	-11.8%	2.9%
YoY %	-22.0%	-38.3%	-39.9%	-31.2%	-21.2%	-43.0%	-47.0%	-30.2%				
QoQ %	-14.6%	-26.1%	-7.6%	18.0%	-15.0%	-32.5%	-11.8%	37.7%				
순이익	420.1	271.0	240.7	311.1	444.6	250.4	208.5	342.3	5.8%	-7.6%	-13.4%	10.0%
YoY %	-31.8%	-42.6%	-54.3%	-39.8%	-27.9%	-47.0%	-60.4%	-38.4%				
QoQ %	-18.7%	-35.5%	-11.2%	29.3%	-20.0%	-43.7%	-16.7%	64.2%				

자료: 롯데케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	360,000원	6개월		
2018.07.09	매수	400,000원	6개월	-19.40%	-10.13%
2018.04.02	매수	480,000원	6개월	-20.04%	-6.88%
2018.01.08	매수	410,000원	6개월	-7.38%	15.73%
2017.09.27	매수	410,000원	6개월	-10.16%	1.59%
2017.07.04	매수	410,000원	6개월	-10.21%	1.59%
2017.04.10	매수	410,000원	6개월	-12.00%	-0.73%
2017.02.03	매수	410,000원	6개월	-8.67%	-0.73%
2017.01.09	매수	390,000원	6개월	-1.00%	1.41%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 1일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,852	8,225	8,521	8,112	8,049
현금및현금성자산	2,203	1,685	1,834	2,834	2,786
매출채권및기타채권	1,552	1,668	1,854	1,157	1,149
재고자산	1,477	1,536	1,751	1,092	1,085
비유동자산	10,015	11,326	12,700	13,313	13,828
장기금융자산	388	330	346	346	346
유형자산	5,547	6,716	8,067	8,679	9,195
무형자산	1,792	1,711	1,687	1,687	1,687
자산총계	15,867	19,551	21,221	21,425	21,877
유동부채	3,449	3,791	4,128	3,594	3,588
단기금융부채	1,747	1,514	2,101	2,101	2,101
매입채무 및 기타채무	1,077	1,421	1,421	887	881
단기충당부채	20	13	0	0	0
비유동부채	3,017	3,505	3,562	3,562	3,562
장기금융부채	2,445	2,753	2,791	2,791	2,791
장기매입채무 및 기타채무	9	19	0	0	0
장기충당부채	12	115	107	107	107
부채총계	6,466	7,296	7,690	7,156	7,150
지배주주지분	9,363	11,490	12,727	13,465	13,923
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	479	881	881	881	881
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	8,487	10,582	11,675	12,412	12,871
비지배주주지분	38	765	804	804	804
자본총계	9,401	12,255	13,531	14,269	14,727
부채외자본총계	15,867	19,551	21,221	21,425	21,877

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,682	3,098	2,451	3,626	2,535
당기순이익(손실)	1,837	2,285	1,847	1,098	818
비현금성항목등	1,375	1,365	1,498	1,708	1,708
유형자산감가상각비	629	691	696	695	695
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(746)	(674)	(802)	(1,012)	(1,012)
운전자본감소(증가)	(157)	38	(400)	821	9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(478)	(112)	(253)	697	8
재고자산감소(증가)	(314)	(59)	(215)	658	7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	280	274	235	(534)	(6)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	650	800	918	956	956
투자활동현금흐름	(3,579)	(4,731)	(1,395)	(1,308)	(1,210)
금융자산감소(증가)	297	(2,773)	317	0	0
유형자산감소(증가)	(1,577)	(2,017)	(1,841)	(1,308)	(1,210)
무형자산감소(증가)	(7)	(2)	(1)	0	0
기타	(2,291)	61	130	0	0
재무활동현금흐름	1,133	1,159	(470)	(360)	(360)
단기금융부채증가(감소)	675	(531)	(28)	0	0
장기금융부채증가(감소)	621	766	361	0	0
자본의증가(감소)	11	3	0	0	0
배당금의 지급	84	135	767	360	360
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	261	(518)	148	1,000	(47)
기초현금	1,942	2,203	1,685	1,834	2,834
기말현금	2,203	1,685	1,834	2,834	2,786
FCF	767	1,847	140	1,306	273

자료 : 롯데케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	13,224	15,875	17,402	12,467	11,541
매출원가	9,957	12,082	14,362	10,569	10,027
매출총이익	3,267	3,793	3,039	1,898	1,514
매출총이익률 (%)	24.7	23.9	17.5	15.2	13.1
판매비와관리비	722	863	777	551	510
영업이익	2,544	2,930	2,263	1,347	1,004
영업이익률 (%)	19.2	18.5	13.0	10.8	8.7
비영업손익	(57)	155	235	69	52
순금융비용	50	75	124	108	115
외환관련손익	(37)	37	(11)	0	0
관계기업투자등 관련손익	71	284	241	143	119
세전계속사업이익	2,487	3,085	2,497	1,416	1,056
세전계속사업이익률 (%)	18.8	19.4	14.4	11.4	9.1
계속사업법인세	650	800	651	319	237
계속사업이익	1,837	2,285	1,847	1,098	818
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,837	2,285	1,847	1,098	818
순이익률 (%)	13.9	14.4	10.6	8.8	7.1
지배주주	1,836	2,244	1,777	1,053	785
지배주주귀속 순이익률(%)	13.9	14.1	10.2	8.4	6.8
비지배주주	1	41	69	45	33
총포괄이익	1,923	1,856	2,045	1,098	818
지배주주	1,921	1,859	1,936	1,053	785
비지배주주	3	(3)	109	45	33
EBITDA	3,173	3,621	2,958	2,042	1,699

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	12.9	20.0	9.6	(28.4)	(7.4)
영업이익	57.9	15.2	(22.8)	(40.5)	(25.5)
세전계속사업이익	75.0	24.0	(19.0)	(43.3)	(25.5)
EBITDA	51.2	14.1	(18.3)	(31.0)	(16.8)
EPS(계속사업)	85.0	22.2	(20.8)	(40.8)	(25.5)
수익성 (%)					
ROE	21.7	21.5	14.7	8.0	5.7
ROA	13.4	12.9	9.1	5.1	3.8
EBITDA마진	24.0	22.8	17.0	16.4	14.7
안정성 (%)					
유동비율	169.7	217.0	206.4	225.7	224.3
부채비율	68.8	59.5	56.8	50.2	48.6
순차입금/자기자본	14.5	(11.0)	(6.4)	(13.1)	(12.4)
EBITDA/이자비용(배)	0.6	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.1)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	53,561	65,466	51,854	30,719	22,896
BPS	235,046	301,335	338,499	360,022	373,389
CFPS	73,182	83,470	69,204	50,746	42,984
주당 현금배당금	4,000	10,682	10,682	10,682	10,682
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.9	5.6	5.4	9.0	12.1
PER(최저)					
PBR(최고)	1.6	1.2	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)					
PCR	5.0	4.4	4.0	5.5	6.5
EV/EBITDA(최고)	4.4	3.1	2.9	3.7	4.5
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

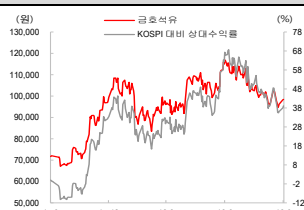
Company Data

자본금	168 십억원
발행주식수	3,349 만주
자사주	559 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,001 십억원
주요주주	
박철완(외5)	24.70%
금호석유 자사주	18.35%
외국인지분률	33.50%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(18/09/28)	98,500 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	1.15
52주 최고가	117,000 원
52주 최저가	67,100 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.0%	-4.6%
6개월	2.5%	5.8%
12개월	37.4%	39.1%

금호석유 (011780/KS | 매수(유지) | T.P 140,000 원(하향))

3Q18 Preview: 고무의 회복세보다 BPA/ABS 약세가 우려

3Q18 영업이익은 1,255 억원으로 시장 컨센서스 1,422 억원 대비 하회할 것으로 추정됨. 동사의 주력 제품인 합성고무가 원재료 압박으로 인해 spread 가 악화되었고, ABS 또한 약세 전환하였기 때문임. 동사에 대해서는 지속적으로 고무의 시장 회복세를 긍정적으로 평가하지만, 단기적으로는 4 분기에서는 BPA/ABS 의 약세가 타격이 될 수 있는 것을 우려요인으로 지목함

3Q18 영업이익 1,225 억원(QoQ -20.2% / YoY +112.2%) 추정

9/28 기준 컨센서스 1,442 억원을 -15.0% 하회하는 실적 수준 예상함. 동사의 주력사업인 합성고무 가격이 SBR 기준 2Q \$1,785/t → 3Q \$1,810/t 으로 상승했지만, 원재료 부타디엔 또한 \$1,577/t → \$1,690/t 으로 상승하며 spread 의 축소가 발생하였음. ABS(\$2,032/t → \$1,924/t) 역시 하락세를 보였으며, 다만 BPA(\$1,773/t → \$1,792/t) 가 강세국면을 유지하였고, 에너지의 증익도 기대되어 실적은 전년동기대비 여전히 강세 영역일 것으로 기대됨

고무강세보다 BPA/ABS 우려가 높은 4 분기

SK 증권 리서치센터는 지속적으로 석유화학의 중장기 downturn 을 주장하고 있지만, 동사의 주력사업인 고무 사업부문은 up-turn 임을 강조하고 있음. 다만 단기적으로는 4 분기에서는 고무의 회복세보다는 그간 실적강세에 높은 기여를 했던 폐놀유도체(BPA), 합성수지(ABS)의 약세가 우려요인으로 작용할 가능성이 있는 것으로 판단함. BPA 와 ABS 모두 9 월부터 본격적인 하락이 시작되어 실적 악영향은 4 분기에 나타나게 될 것임

목표주가 150,000 원 → 140,000 원 하향 / 투자 의견 매수 유지

생각보다 빠르게 나타난 BPA/ABS 의 하락 국면을 반영하여 차후 이익 추정치를 하향 조정하며, 목표주가 역시 기존대비 소폭 하향 조정함. 여전히 고무 업황회복에 대한 기대감을 가질 수 있지만, 앞서 언급한 바와 같이 3 분기 실적은 확인할 필요 있음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	3,934.5	3,970.4	5,064.8	5,678.4	5,095.9	4,880.7
yoy	%	(17.4)	0.9	27.6	12.1	(10.3)	(4.2)
영업이익	십억원	164.0	157.1	262.6	575.0	418.0	430.5
yoy	%	(11.3)	(4.2)	67.2	118.9	(27.3)	3.0
EBITDA	십억원	339.9	363.0	480.5	788.9	631.7	644.2
세전이익	십억원	169.6	112.9	289.8	551.5	343.6	371.4
순이익(지배주주)	십억원	118.9	73.2	213.6	443.9	266.1	287.7
영업이익률%	%	4.2	4.0	5.2	10.1	8.2	8.8
EBITDA%	%	8.6	9.1	9.5	13.9	12.4	13.2
순이익률	%	4.3	2.8	5.7	9.7	6.7	7.6
EPS	원	3,818	2,320	6,906	14,569	8,734	9,441
PER	배	13.6	35.3	14.4	6.7	11.3	10.4
PBR	배	1.1	1.7	1.8	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	10.1	11.3	9.6	3.9	4.9	4.8
ROE	%	7.6	4.6	12.3	21.7	11.2	11.0
순차입금	십억원	1,746	1,532	1,450	1,092	772	554
부채비율	%	153.1	163.1	134.0	111.0	95.7	87.1

3Q18 preview

(단위: %, 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,205.2	1,212.3	1,339.9	1,441.8	1,486.8	23.4	3.1	1,444.6	2.9
영업이익	57.8	94.9	165.8	153.5	122.5	112.2	(20.2)	144.2	(15.0)
세전이익	78.1	70.4	194.2	181.2	82.5	5.6	(54.5)	163.8	(49.6)
지배순이익	56.5	51.3	132.1	175.3	63.9	13.1	(63.6)	116.7	(45.3)
영업이익률	4.8	7.8	12.4	10.6	8.2	3.4	(2.4)	10.0	(1.7)
세전이익률	6.5	5.8	14.5	12.6	5.5	(0.9)	(7.0)	11.3	(5.8)
지배주주순이익률	4.7	4.2	9.9	12.2	4.3	(0.4)	(7.9)	8.1	(3.8)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	11.2%	ROE(지배주주지분)	12.3%	11.9%	10.3%	11.0%	10.2%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	11.2%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.85						
1Q19E BPS(지배주주지분)	75,693						
Target Price	139,895						

자료: 금호석유, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	3,818	9,522	9,054	10,760	11,040
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	9,828				
3Q19E EPS	9,522				
3Q20E EPS	9,054				

Multiple	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0	19.0
TP by weighted EPS	98,278	108,106	117,934	127,762	137,590	147,417	157,245	167,073	176,901	186,729
TP by 3Q19E EPS	95,220	104,742	114,264	123,785	133,307	142,829	152,351	161,873	171,395	180,917
TP by 3Q20E EPS	90,538	99,592	108,646	117,699	126,753	135,807	144,861	153,915	162,968	172,022

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	5,031.4	4,966.5	5,064.8	5,678.4	5,095.9	0.0%	12.9%	2.6%
YoY %	27.6%	-0.7%	-1.3%	27.6%	12.1%	-10.3%			
영업이익	262.6	579.4	543.0	262.6	575.0	418.0	0.0%	-0.8%	-23.0%
YoY %	67.2%	120.6%	-6.3%	67.2%	118.9%	-27.3%			
EBITDA	480.5	794.1	757.7	480.5	788.9	631.7	0.0%	-0.7%	-16.6%
YoY %	32.4%	65.3%	-4.6%	32.4%	64.2%	-19.9%			
순이익	213.6	425.9	326.8	213.6	443.9	266.1	0.0%	4.2%	-18.6%
YoY %	191.6%	99.4%	-23.3%	191.6%	107.8%	-40.0%			

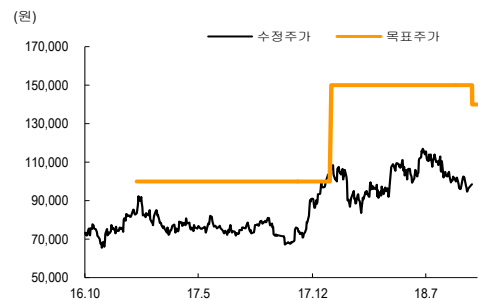
자료: 금호석유 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	1,228.2	1,195.7	1,254.0	1,260.0	1,486.8	1,409.9	1,313.2	1,340.4	21.1%	17.9%	4.7%	6.4%
YoY %	1.9%	-1.4%	-6.4%	-0.6%	23.4%	16.3%	-2.0%	-7.0%				
QoQ %	-3.1%	-2.6%	4.9%	0.5%	3.1%	-5.2%	-6.9%	2.1%				
영업이익	125.8	141.7	141.5	139.2	122.5	133.1	89.4	131.6	-2.6%	-6.1%	-36.8%	-5.5%
YoY %	117.8%	49.3%	-14.7%	-4.8%	112.2%	40.2%	-46.1%	-14.3%				
QoQ %	-13.9%	12.7%	-0.1%	-1.7%	-20.2%	8.7%	-32.9%	47.2%				
EBITDA	179.4	195.4	195.2	192.8	176.0	186.6	142.8	185.0	-1.9%	-4.5%	-26.8%	-4.1%
YoY %	62.1%	31.6%	-11.1%	-3.5%	59.0%	25.6%	-34.9%	-10.6%				
QoQ %	-10.2%	8.9%	-0.1%	-1.2%	-15.0%	6.0%	-23.4%	29.5%				
순이익	88.9	102.0	84.9	83.8	63.9	72.5	53.4	87.2	-28.1%	-28.9%	-37.1%	4.1%
YoY %	57.4%	98.8%	-35.8%	-18.6%	13.1%	41.4%	-59.6%	-50.2%				
QoQ %	-13.6%	14.7%	-16.8%	-1.2%	-63.6%	13.5%	-26.4%	63.5%				

자료: 금호석유 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	140,000원	6개월		
2018.07.09	매수	150,000원	6개월	-32.20%	-22.00%
2018.04.02	매수	150,000원	6개월	-32.89%	-22.00%
2018.01.08	매수	150,000원	6개월	-35.43%	-27.67%
2017.09.27	매수	100,000원	6개월	-21.62%	8.50%
2017.07.04	매수	100,000원	6개월	-22.58%	-7.70%
2017.04.10	매수	100,000원	6개월	-21.89%	-7.70%
2017.02.03	매수	100,000원	6개월	-20.18%	-7.70%
2017.01.09	매수	100,000원	6개월	-14.07%	-7.70%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 1일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,255.3	1,332.7	1,562.5	1,644.1	1,885.2
현금및현금성자산	197.0	234.4	267.3	587.3	805.9
매출채권및기타채권	566.5	620.9	759.3	612.3	626.2
재고자산	445.5	426.8	460.4	371.8	380.2
비유동자산	3,290.8	3,247.1	3,199.8	3,240.9	3,271.3
장기금융자산	236.3	270.6	242.2	242.2	242.2
유형자산	2,564.8	2,440.3	2,346.2	2,387.3	2,417.6
무형자산	17.3	14.9	15.6	15.6	15.6
자산총계	4,546.1	4,579.8	4,762.3	4,885.0	5,156.5
유동부채	2,145.6	1,913.9	1,980.1	1,863.9	1,874.9
단기금융부채	1,521.1	1,233.2	1,238.7	1,238.7	1,238.7
매입채무 및 기타채무	542.8	562.2	604.4	488.1	499.1
단기충당부채	6.9	6.9	2.5	2.5	2.5
비유동부채	672.7	709.1	525.2	525.2	525.2
장기금융부채	560.5	586.9	381.7	381.7	381.7
장기매입채무 및 기타채무	1.5	4.9	4.5	4.5	4.5
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,818.2	2,623.0	2,505.3	2,389.1	2,400.1
지배주주지분	1,619.7	1,842.7	2,252.9	2,491.8	2,752.4
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	266.5	266.5	359.0	359.0	359.0
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	1,766.8	2,005.8	2,266.3
비지배주주지분	108.2	114.1	4.1	4.1	4.1
자본총계	1,727.9	1,956.8	2,257.0	2,495.9	2,756.5
부채외자본총계	4,546.1	4,579.8	4,762.3	4,885.0	5,156.5

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	296.8	421.0	520.8	659.2	530.8
당기순이익(손실)	80.8	217.6	455.6	266.3	287.8
비현금성항목등	309.9	310.4	244.6	255.9	255.9
유형자산감가상각비	206.0	217.9	214.0	213.7	213.7
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(104.0)	(92.5)	(30.6)	(42.2)	(42.2)
운전자본감소(증가)	(20.2)	(39.5)	(126.8)	137.1	(12.9)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(85.6)	(67.6)	(140.1)	140.1	(13.2)
재고자산감소(증가)	(50.8)	18.8	(33.6)	88.5	(8.4)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	154.5	24.5	78.2	(91.6)	8.7
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	32.1	72.1	67.7	22.8	22.8
투자활동현금흐름	(250.7)	(106.0)	(134.2)	(254.8)	(244.0)
금융자산감소(증가)	12.8	(4.1)	(1.3)	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(271.1)	(100.8)	(137.7)	(254.8)	(244.0)
무형자산감소(증가)	(1.5)	(0.8)	(0.5)	0.0	0.0
기타	9.2	(0.4)	5.3	0.0	0.0
재무활동현금흐름	103.6	(276.7)	(293.4)	(27.3)	(27.3)
단기금융부채증가(감소)	(52.1)	(601.2)	(103.2)	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	183.9	349.8	(98.4)	0.0	0.0
자본의증가(감소)	1.6	5.2	(29.9)	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	32.9	319.9	218.6
기초현금	47.3	197.0	234.4	267.3	587.3
기말현금	197.0	234.4	267.3	587.3	805.9
FCF	254.1	96.8	537.3	404.9	291.7

자료 : 금호석유, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,970.4	5,064.8	5,678.4	5,095.9	4,880.7
매출원가	3,637.5	4,636.5	4,929.3	4,519.8	4,298.9
매출총이익	332.9	428.3	749.2	576.1	581.9
매출총이익률 (%)	8.4	8.5	13.2	11.3	11.9
판매비와관리비	175.8	165.6	174.2	158.1	151.4
영업이익	157.1	262.6	575.0	418.0	430.5
영업이익률 (%)	4.0	5.2	10.1	8.2	8.8
비영업손익	(44.2)	27.2	(23.5)	(74.4)	(59.1)
순금융비용	15.7	8.7	11.5	27.7	42.9
외환관련손익	(17.1)	40.9	(3.0)	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	36.6	88.7	101.1	9.5	9.7
세전계속사업이익	112.9	289.8	551.5	343.6	371.4
세전계속사업이익률 (%)	2.8	5.7	9.7	6.7	7.6
계속사업법인세	32.1	72.1	95.9	77.3	83.6
계속사업이익	80.8	217.6	455.6	266.3	287.8
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	455.6	266.3	287.8
순이익률 (%)	2.0	4.3	8.0	5.2	5.9
지배주주	73.2	213.6	443.9	266.1	287.7
지배주주귀속 순이익률(%)	1.8	4.2	7.8	5.2	5.9
비지배주주	7.5	4.1	11.7	0.1	0.2
총포괄이익	91.9	250.9	452.0	266.3	287.8
지배주주	87.1	245.0	439.9	266.1	287.7
비지배주주	4.9	5.9	12.1	0.1	0.2
EBITDA	363.0	480.5	788.9	631.7	644.2

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	0.9	27.6	12.1	(10.3)	(4.2)
영업이익	(4.2)	67.2	118.9	(27.3)	3.0
세전계속사업이익	(33.5)	156.7	90.3	(37.7)	8.1
EBITDA	6.8	32.4	64.2	(19.9)	2.0
EPS(계속사업)	(39.2)	197.7	111.0	(40.0)	8.1
수익성 (%)					
ROE	4.6	12.3	21.7	11.2	11.0
ROA	1.8	4.8	9.8	5.5	5.7
EBITDA마진	9.1	9.5	13.9	12.4	13.2
안정성 (%)					
유동비율	58.5	69.6	78.9	88.2	100.6
부채비율	163.1	134.0	111.0	95.7	87.1
순차입금/자기자본	88.7	74.1	48.4	30.9	20.1
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.4	0.5	(0.2)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,320	6,906	14,569	8,734	9,441
BPS	48,674	56,527	69,193	76,328	84,106
CFPS	9,506	12,395	20,405	16,053	16,342
주당 현금배당금	785	970	970	970	970
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	35.3	14.4	6.7	11.3	10.4
PER(최저)					
PBR(최고)	1.7	1.8	1.4	1.3	1.2
PBR(최저)					
PCR	8.6	8.0	4.8	6.1	6.0
EV/EBITDA(최고)	11.3	9.6	3.9	4.9	4.8
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

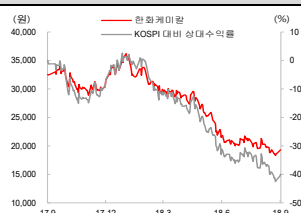
Company Data

자본금	821 십억원
발행주식수	16,311 만주
자사주	170 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,148 십억원
주요주주	
(주)한화(외5)	36.67%
국민연금공단	9.24%
외국인지분률	24.40%
배당수익률	1.80%

Stock Data

주가(18/09/28)	19,300 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	1.52
52주 최고가	36,200 원
52주 최저가	18,300 원
60일 평균 거래대금	20 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.0%	-5.6%
6개월	-33.8%	-31.6%
12개월	-40.7%	-39.9%

한화케미칼 (009830/KS | 매수(유지) | T.P 27,000 원(하향))

3Q18 Preview: 화학부문의 실적부진 불가피

3Q18 영업이익은 1,334 억원으로 시장 컨센서스 1,430 억원 대비 하회할 것으로 추정됨. 실적 부진의 원인은 이익의 대다수를 차지하는 화학 시황이 본격적인 down-turn에 진입했기 때문임. 태양광 회복 기대감은 이에 희석될 수밖에 없음. 단 최근 주가는 시장 및 management risk에 대한 우려로 과매도 영역인 만큼 단기 반등 모색 가능

3Q18 영업이익 1,334 억원(QoQ -27.7% / YoY -38.0%) 추정

9/28 기준 컨센서스 1,430 억원을 -6.7% 하회하는 실적 수준 예상함. 가장 큰 원인은 이익의 대다수를 차지하는 화학부문의 약세 때문임. 원재료인 naphtha 와 ethylene 은 각각 2Q \$644/t → 3Q \$660/t, \$1,290/t → \$1,312/t 으로 상승한 반면, 대표적인 화학제품이라 할 수 있는 HDPE(\$1,263/t → \$1,216/t)와 LDPE(\$1,218/t → \$1,159/t)는 모두 하락하며 spread 축소되었음. 그간 실적 강세에 기여했던 TDI 또한 \$4,454/t → \$4,297/t 으로 하락세를 면치 못했음. 다만 태양광은 전분기 영업적자에서 흑자전환이 가능할 것으로 기대됨

시작된 화학의 중장기 down-turn

SK 증권 리서치센터는 지속적으로 석유화학의 중장기 downturn 을 주장하고 있음. Cyclical 산업에 있어서 공급증대국면은 필연적으로 업황둔화를 야기하며, 2019 년 이후까지 지속될 미국 에탄크래커 신증설 펠리는 이를 촉발시키는 촉매제로 작용하고 있음(Cyclical Bulletin 시리즈 참조). New-normal 이 존재하지 않는 cyclical 산업의 특성을 감안할 때 실적하락의 압박은 당분간 지속될 수밖에 없을 것으로 판단함

목표주가 30,000 원 → 27,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

본격적 화학 down-turn 을 반영하여 차후 영업이익의 추정치를 기존대비 하향조정하며, 이를 반영해 목표주가 역시 하향 조정함. 다만 최근 시황둔화 및 한화큐셀 지분변동에 따른 management risk 우려가 과도하게 미리 반영하여 주가가 과매도된 측면이 있는 만큼, 단기 반등 가능한 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	8,037.0	9,258.8	9,341.8	8,550.8	7,935.2	7,832.5
yoy	%	(0.2)	15.2	0.9	(8.5)	(7.2)	(1.3)
영업이익	십억원	337.0	779.2	756.4	611.4	420.2	407.3
yoy	%	138.6	131.2	(2.9)	(19.2)	(31.3)	(3.1)
EBITDA	십억원	789.2	1,224.5	1,191.9	1,036.0	844.8	832.0
세전이익	십억원	228.4	886.4	1,065.9	903.4	429.4	421.6
순이익(지배주주)	십억원	188.2	755.3	824.7	700.3	338.8	332.6
영업이익률%	%	4.2	8.4	8.1	7.1	5.3	5.2
EBITDA%	%	9.8	13.2	12.8	12.1	10.6	10.6
순이익률	%	2.3	8.2	8.8	8.2	4.3	4.2
EPS	원	1,161	4,580	5,001	4,249	2,056	2,018
PER	배	23.4	5.4	6.3	4.5	9.4	9.6
PBR	배	1.0	0.8	0.9	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	10.0	6.0	6.6	3.1	3.7	3.8
ROE	%	4.2	15.2	14.6	11.1	5.0	4.8
순차입금	십억원	3,490	3,230	2,645	2,199	1,857	1,692
부채비율	%	180.9	152.7	120.6	111.4	106.1	103.9

3Q18 preview

(단위: %, 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,313.0	2,351.9	2,076.1	2,250.5	2,137.3	(7.6)	(5.0)	2,235.1	(44)
영업이익	215.2	125.8	172.1	184.4	133.4	(38.0)	(27.7)	143.0	(6.7)
세전이익	331.9	36.3	366.7	260.7	155.0	(53.3)	(40.6)	221.1	(29.9)
지배순이익	252.7	14.4	296.6	186.0	122.3	(51.6)	(34.3)	168.8	(27.6)
영업이익률	9.3	5.4	8.3	8.2	6.2	(3.1)	(2.0)	6.4	(0.2)
세전이익률	14.3	1.5	17.7	11.6	7.3	(7.1)	(4.3)	9.9	(2.6)
지배주주순이익률	10.9	0.6	14.3	8.3	5.7	(5.2)	(2.5)	7.6	(1.8)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	5.2%	ROE(지배주주지분)	14.6%	5.5%	4.6%	4.9%	4.7%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	5.2%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.64						
1Q19E BPS(지배주주지분)	41,448						
Target Price	26,517						

자료: 한화케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	1,161	2,307	1,989	2,206	2,200
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,212				
3Q19E EPS	2,307				
3Q20E EPS	1,989				

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	19,912	21,018	22,124	23,231	24,337	25,443	26,549	27,655	28,762	29,868
TP by 3Q19E EPS	20,760	21,913	23,066	24,220	25,373	26,526	27,679	28,833	29,986	31,139
TP by 3Q20E EPS	17,904	18,898	19,893	20,888	21,882	22,877	23,872	24,866	25,861	26,856

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	8,037.0	7,319.0	9,341.8	8,550.8	7,935.2	0.0%	6.4%	8.4%
YoY %	0.9%	-14.0%	-8.9%	0.9%	-8.5%	-7.2%			
영업이익	756.4	637.6	428.6	756.4	611.4	420.2	0.0%	-4.1%	-2.0%
YoY %	-2.9%	-15.7%	-32.8%	-2.9%	-19.2%	-31.3%			
EBITDA	1,191.9	1,062.3	853.2	1,191.9	1,036.0	844.8	0.0%	-2.5%	-1.0%
YoY %	-2.7%	-10.9%	-19.7%	-2.7%	-13.1%	-18.5%			
순이익	824.7	671.7	366.9	824.7	700.3	338.8	0.0%	4.3%	-7.7%
YoY %	9.2%	-18.5%	-45.4%	9.2%	-15.1%	-51.6%			

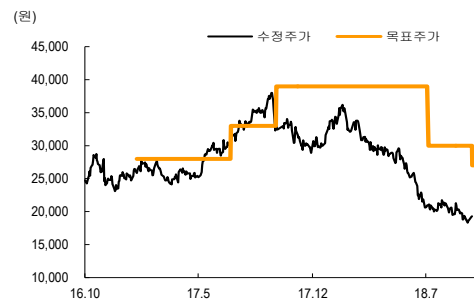
자료: 한화케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	2,008.3	1,876.3	1,799.8	1,853.0	2,137.3	2,086.9	1,973.1	2,041.4	6.4%	11.2%	9.6%	10.2%
YoY %	-13.2%	-20.2%	-13.3%	-10.8%	-7.6%	-11.3%	-5.0%	-9.3%				
QoQ %	-3.3%	-6.6%	-4.1%	3.0%	-5.0%	-2.4%	-5.5%	3.5%				
영업이익	168.6	134.4	94.9	122.8	133.4	121.6	96.2	128.4	-20.9%	-9.5%	14%	4.5%
YoY %	-21.7%	6.8%	-44.9%	-24.5%	-38.0%	-3.4%	-44.1%	-30.4%				
QoQ %	3.7%	-20.3%	-29.4%	29.4%	-27.7%	-8.8%	-20.8%	33.4%				
EBITDA	274.7	240.6	201.1	228.9	239.5	227.8	202.4	234.5	-12.8%	-5.3%	0.7%	2.4%
YoY %	-15.1%	1.9%	-27.7%	-14.8%	-26.0%	-3.5%	-27.2%	-19.3%				
QoQ %	2.2%	-12.4%	-16.4%	13.9%	-17.6%	-4.9%	-11.1%	15.9%				
순이익	138.0	109.1	78.1	106.7	122.3	95.4	70.7	109.8	-11.4%	-12.5%	-9.4%	2.9%
YoY %	-45.4%	658.4%	-73.7%	-16.7%	-51.6%	563.6%	-76.2%	-41.0%				
QoQ %	7.7%	-21.0%	-28.4%	36.6%	-34.3%	-22.0%	-25.9%	55.2%				

자료: 한화케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	27,000원	6개월		
2018.07.09	매수	30,000원	6개월	-32.71%	-27.50%
2018.04.02	매수	39,000원	6개월	-22.98%	-7.18%
2018.01.08	매수	39,000원	6개월	-18.20%	-7.18%
2017.09.27	매수	39,000원	6개월	-19.81%	-12.69%
2017.07.04	매수	33,000원	6개월	3.65%	15.15%
2017.04.10	매수	28,000원	6개월	-3.62%	10.18%
2017.01.09	매수	28,000원	6개월	-7.12%	-0.54%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 1일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,524	4,222	4,730	4,862	5,176
현금및현금성자산	1,012	805	1,093	1,534	1,800
매출채권및기타채권	1,561	1,707	1,462	1,317	1,340
재고자산	1,421	1,144	1,452	1,316	1,338
비유동자산	9,294	9,427	9,529	9,621	9,705
장기금융자산	298	277	241	241	241
유형자산	5,761	5,588	5,722	5,813	5,898
무형자산	426	422	434	434	434
자산총계	13,818	13,649	14,260	14,482	14,881
유동부채	4,963	4,894	4,593	4,536	4,661
단기금융부채	2,259	2,648	2,282	2,382	2,482
매입채무 및 기타채무	1,758	1,632	1,686	1,528	1,553
단기충당부채	71	50	29	29	29
비유동부채	3,387	2,568	2,921	2,921	2,921
장기금융부채	2,588	1,812	2,098	2,098	2,098
장기매입채무 및 기타채무	46	23	0	0	0
장기충당부채	49	47	50	50	50
부채총계	8,350	7,462	7,514	7,457	7,582
지배주주지분	5,285	6,015	6,582	6,862	7,136
자본금	830	830	821	821	821
자본잉여금	828	829	841	841	841
기타자본구성요소	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,586	4,365	4,935	5,215	5,489
비지배주주지분	183	172	164	164	164
자본총계	5,468	6,187	6,746	7,026	7,300
부채외자본총계	13,818	13,649	14,260	14,482	14,881

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,121	901	936	943	772
당기순이익(손실)	886	1,066	844	337	331
비현금성항목등	424	200	218	463	463
유형자산감가상각비	445	436	425	425	425
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	21	236	207	(39)	(39)
운전자본감소(증가)	(152)	(213)	(45)	142	(23)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	254	(173)	219	140	(22)
재고자산감소(증가)	405	277	(308)	136	(22)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	20	71	123	(133)	21
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(446)	(395)	(255)	(516)	(509)
금융자산감소(증가)	126	(82)	(9)	0	0
유형자산감소(증가)	(413)	(468)	(546)	(516)	(509)
무형자산감소(증가)	(13)	16	(10)	0	0
기타	(146)	139	309	0	0
재무활동현금흐름	(302)	(679)	(288)	(57)	(57)
단기금융부채증가(감소)	17	7	(44)	0	0
장기금융부채증가(감소)	(80)	(453)	(51)	0	0
자본의증가(감소)	201	24	0	0	0
배당금의 지급	25	58	114	57	57
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	368	(207)	288	442	265
기초현금	645	1,012	805	1,093	1,534
기말현금	1,012	805	1,093	1,534	1,800
FCF	468	527	300	392	211

자료 : 한화케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,259	9,342	8,551	7,935	7,833
매출원가	7,211	7,386	6,837	6,497	6,420
매출총이익	2,048	1,956	1,714	1,438	1,412
매출총이익률 (%)	22.1	20.9	20.0	18.1	18.0
판매비와관리비	1,268	1,199	1,103	1,018	1,005
영업이익	779	756	611	420	407
영업이익률 (%)	8.4	8.1	7.1	5.3	5.2
비영업손익	107	309	292	9	14
순금융비용	56	27	67	85	104
외환관련손익	(8)	42	(46)	0	0
관계기업투자등 관련손익	446	594	317	97	88
세전계속사업이익	886	1,066	903	429	422
세전계속사업이익률 (%)	9.6	11.4	10.6	5.4	5.4
계속사업법인세	115	231	209	92	91
계속사업이익	771	835	694	337	331
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	771	835	694	337	331
순이익률 (%)	8.3	8.9	8.1	4.2	4.2
지배주주	755	825	700	339	333
지배주주귀속 순이익률(%)	8.2	8.8	8.2	4.3	4.2
비지배주주	16	10	(6)	(2)	(2)
총포괄이익	668	791	707	337	331
지배주주	663	787	716	339	333
비지배주주	5	4	(9)	(2)	(2)
EBITDA	1,225	1,192	1,036	845	832

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	15.2	0.9	(8.5)	(7.2)	(1.3)
영업이익	131.2	(2.9)	(19.2)	(31.3)	(3.1)
세전계속사업이익	288.1	20.2	(15.2)	(52.5)	(1.8)
EBITDA	55.2	(2.7)	(13.1)	(18.5)	(1.5)
EPS(계속사업)	294.6	9.2	(15.0)	(51.6)	(1.8)
수익성 (%)					
ROE	15.2	14.6	11.1	5.0	4.8
ROA	5.6	6.1	5.0	2.3	2.3
EBITDA마진	13.2	12.8	12.1	10.6	10.6
안정성 (%)					
유동비율	91.2	86.3	103.0	107.2	111.1
부채비율	152.7	120.6	111.4	106.1	103.9
순차입금/자기자본	59.1	42.7	32.6	26.4	23.2
EBITDA/이자비용(배)	0.2	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,580	5,001	4,249	2,056	2,018
BPS	30,729	35,693	39,340	41,028	42,679
CFPS	6,768	6,194	5,381	4,547	4,486
주당 현금배당금	350	350	350	350	350
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	5.4	6.3	4.5	9.4	9.6
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.9	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)					
PCR	3.6	5.1	3.6	4.2	4.3
EV/EBITDA(최고)	6.0	6.6	3.1	3.7	3.8
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

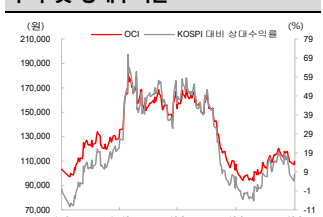
Company Data

자본금	127 십억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,623 십억원
주요주주	
이화영(외33)	22.47%
국민연금공단	8.10%
외국인지분률	25.20%
배당수익률	1.80%

Stock Data

주가(18/09/28)	110,000 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	1.01
52주 최고가	186,500 원
52주 최저가	93,600 원
60일 평균 거래대금	26 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.9%	-5.6%
6개월	-28.1%	-25.8%
12개월	6.3%	7.6%

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

3Q18 Preview: 중국발 태양광 우려감이 실적으로 반영

3Q18 영업이익은 272 억원으로 시장 컨센서스 431 억원 대비 하회할 것으로 추정됨. 중국의 정책 악재로 폴리실리콘 가격이 급락하였고, 화학 또한 TDI의 가격 하락으로 정기보수 이후 회복효과가 크지 못할 것으로 판단되기 때문임. 동사의 주가에 가장 중요한 태양광은 현재 불확실한 국면에 있는 만큼, 상황회복 여부를 확인을 먼저 할 필요 있음

3Q18 영업이익 272 억원(QoQ -66.0% / YoY -64.6%) 추정

9/28 기준 컨센서스 431 억원을 -37.0% 하회하는 실적 수준 예상함. 폴리실리콘 가격이 일단 2Q \$14.3/kg에서 3Q \$11.0/kg까지 급락한 것이 악재임. 물량 감소까지 불가피한 상황인 만큼 실적의 대폭 축소가 불가피한 것으로 추정함. Cash cow 역할을 하는 석유화학/카본소재는 2분기 정기보수 이후 정상화 과정에 돌입할 것으로 판단하지만, TDI 가격이 \$4,454/t → \$4,297/t으로 2개 분기 연속 하락세를 보인 만큼 회복효과는 일부 희석될 것으로 판단함

쉬이 회복을 기대하기 어려운 태양광

글로벌 메이저 폴리실리콘 업체인 동사의 주가에 있어서 결정적인 요인은 역시 태양광 상황회복일 수밖에 없음. 다만 중국이 정책악재를 쏟아내면서 하반기 들어서면서 수요가 급격히 냉각된 현 시점에서 선불리 시장 회복을 논하기는 어려움. 일부에서는 사상 처음으로 2018년 태양광 설치량의 전년 대비 감소도 추정하고 있는 상황임. 4분기에서 통상적인 성수기 효과를 기대할 수도 있지만, 상황을 먼저 확인할 필요 있음

목표주가 140,000 원 / 투자 의견 매수 유지

폴리실리콘 가격 하락에 동반하여 OCI의 주가 역시 급락을 했기 때문에 추가적인 하락 여력은 높지 않은 것으로 판단함. 다만 단기적인 관점보다는 중장기적인 관점에서 태양광 시장 회복 여부를 확인할 필요가 있음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	2,301.5	2,736.7	3,631.6	3,118.8	2,882.4	2,813.2
yoy	%	(4.9)	18.9	32.7	(14.1)	(7.6)	(2.4)
영업이익	십억원	(144.6)	132.5	284.4	237.0	305.8	424.0
yoy	%	#VALUE!	#VALUE!	114.7	(16.7)	29.0	38.7
EBITDA	십억원	219.3	438.4	589.6	528.5	455.0	499.5
세전이익	십억원	(303.1)	(103.5)	279.7	221.6	258.2	380.9
순이익(지배주주)	십억원	100.3	242.1	234.9	170.8	202.4	298.5
영업이익률%	%	(6.3)	4.8	7.8	7.6	10.6	15.1
EBITDA%	%	9.5	16.0	16.2	16.9	15.8	17.8
순이익률	%	4.4	8.8	6.5	5.5	7.0	10.6
EPS	원	4,206	10,151	9,849	7,160	8,485	12,518
PER	배	17.8	7.8	13.8	15.4	13.0	8.8
PBR	배	0.7	0.6	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	17.8	8.3	7.0	5.8	6.3	5.3
ROE	%	3.5	7.9	7.2	5.0	5.7	8.0
순차입금	십억원	2,123	1,749	883	436	235	23
부채비율	%	125.1	91.4	77.9	76.0	72.3	67.4

3Q18 preview

(단위: %, 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	942.5	851.9	857.0	785.1	725.9	(23.0)	(7.6)	810.9	(10.5)
영업이익	76.7	105.0	106.3	79.9	27.2	(64.6)	(66.0)	43.1	(37.0)
세전이익	68.3	74.8	96.0	99.7	14.9	(78.2)	(85.1)	31.3	(52.5)
지배순이익	42.3	68.6	73.1	77.4	11.7	(72.5)	(84.9)	26.0	(55.1)
영업이익률	8.1	12.3	12.4	10.2	3.7	(4.4)	(6.4)	5.3	(1.6)
세전이익률	7.2	8.8	11.2	12.7	2.0	(5.2)	(10.6)	3.9	(1.8)
지배주주순이익률	4.5	8.1	8.5	9.9	1.6	(2.9)	(8.3)	3.2	(1.6)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	6.9%	ROE(지배주주지분)	7.2%	4.2%	7.7%	8.2%	7.8%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.30	0.30	0.30	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	0.98						
1Q19E BPS(지배주주지분)	144,930						
Target Price	142,611						

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	4,206	6,351	12,310	14,049	14,486
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	9,896				
3Q19E EPS	6,351				
3Q20E EPS	12,310				

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	89,062	98,958	108,854	118,749	128,645	138,541	148,437	158,333	168,228	178,124
TP by 3Q19E EPS	57,160	63,511	69,862	76,213	82,564	88,915	95,266	101,617	107,969	114,320
TP by 3Q20E EPS	110,786	123,096	135,405	147,715	160,025	172,334	184,644	196,953	209,263	221,572

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	3,243.7	3,244.1	3,631.6	3,118.8	2,882.4	0.0%	-3.9%	-11.1%
YoY %	32.7%	-10.7%	0.0%	32.7%	-14.1%	-7.6%			
영업이익	284.4	296.6	449.2	284.4	237.0	305.8	0.0%	-20.1%	-31.9%
YoY %	114.7%	4.3%	51.5%	114.7%	-16.7%	29.0%			
EBITDA	589.6	585.9	602.5	589.6	528.5	455.0	0.0%	-9.8%	-24.5%
YoY %	34.5%	-0.6%	2.8%	34.5%	-10.4%	-13.9%			
순이익	234.9	194.8	313.6	234.9	170.8	202.4	0.0%	-12.3%	-35.5%
YoY %	-3.0%	-17.1%	61.0%	-3.0%	-27.3%	18.5%			

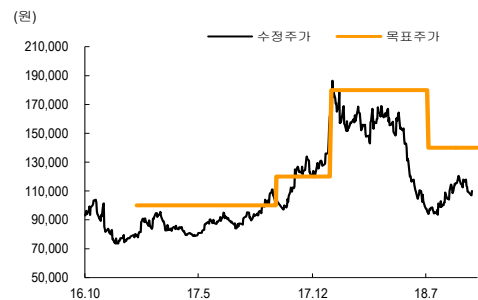
자료: OCI, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	762.6	806.9	841.1	815.8	725.9	750.8	702.9	737.0	-4.8%	-7.0%	-16.4%	-9.7%
YoY %	-19.1%	-5.3%	-1.9%	-0.2%	-23.0%	-11.9%	-18.0%	-6.1%				
QoQ %	-6.7%	5.8%	4.2%	-3.0%	-7.6%	3.4%	-6.4%	4.9%				
영업이익	67.2	57.6	117.9	113.6	27.2	23.5	50.6	75.6	-59.6%	-59.2%	-57.1%	-33.4%
YoY %	-12.3%	-45.1%	10.9%	73.7%	-64.6%	-77.6%	-52.4%	-5.4%				
QoQ %	2.8%	-14.3%	104.7%	-3.7%	-66.0%	-13.4%	115.1%	49.5%				
EBITDA	138.0	128.4	159.2	154.8	97.0	93.3	90.9	115.9	-29.7%	-27.3%	-42.9%	-25.1%
YoY %	-10.8%	-29.3%	-13.1%	13.7%	-37.4%	-48.6%	-50.4%	-25.2%				
QoQ %	1.4%	-7.0%	24.0%	-2.7%	-37.4%	-3.8%	-2.6%	27.5%				
순이익	43.8	36.2	82.3	79.3	11.7	8.6	30.0	49.8	-73.4%	-76.1%	-63.5%	-37.2%
YoY %	3.6%	-47.3%	12.6%	90.1%	-72.5%	-87.4%	-58.9%	-35.6%				
QoQ %	5.1%	-17.5%	127.4%	-3.6%	-84.9%	-25.8%	247.1%	66.0%				

자료: OCI, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	140,000원	6개월		
2018.07.09	매수	140,000원	6개월	-23.81%	-13.93%
2018.04.02	매수	180,000원	6개월	-17.31%	3.61%
2018.01.08	매수	180,000원	6개월	-11.07%	3.61%
2017.09.27	매수	120,000원	6개월	1.05%	34.58%
2017.07.04	매수	100,000원	6개월	-10.84%	11.00%
2017.04.10	매수	100,000원	6개월	-13.71%	-4.50%
2017.01.09	매수	100,000원	6개월	-13.44%	-4.50%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 10 월 1 일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,981	2,098	2,616	2,760	2,936
현금및현금성자산	339	914	1,114	1,315	1,527
매출채권및기타채권	578	532	530	504	488
재고자산	790	358	510	485	469
비유동자산	4,267	3,979	3,601	3,596	3,661
장기금융자산	50	15	56	56	56
유형자산	3,463	3,291	3,211	3,205	3,271
무형자산	34	43	46	46	46
자산총계	6,249	6,078	6,217	6,356	6,597
유동부채	1,438	1,214	1,539	1,521	1,510
단기금융부채	1,051	755	1,061	1,061	1,061
매입채무 및 기타채무	302	379	365	347	336
단기충당부채	0	6	0	0	0
비유동부채	1,546	1,448	1,146	1,146	1,146
장기금융부채	1,204	1,163	822	822	822
장기매입채무 및 기타채무	11	7	8	8	8
장기충당부채	10	9	10	10	10
부채총계	2,984	2,662	2,684	2,666	2,655
지배주주지분	3,196	3,352	3,467	3,623	3,876
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	2,554	2,711	2,963
비지배주주지분	69	63	66	66	66
자본총계	3,265	3,416	3,533	3,689	3,942
부채외자본총계	6,249	6,078	6,217	6,356	6,597

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	408	480	827	494	502
당기순이익(손실)	219	233	171	203	299
비현금성항목등	239	354	445	251	178
유형자산감가상각비	306	305	292	149	75
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	67	(49)	(153)	(102)	(102)
운전자본감소(증가)	18	(49)	(75)	40	26
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(23)	50	3	25	16
재고자산감소(증가)	(273)	432	(152)	25	16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	15	9	25	(9)	(6)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	37	86	84	84
투자활동현금흐름	(139)	416	(442)	(144)	(141)
금융자산감소(증가)	(108)	51	(261)	0	0
유형자산감소(증가)	(441)	334	(204)	(144)	(141)
무형자산감소(증가)	(2)	(5)	(3)	0	0
기타	412	35	26	0	0
재무활동현금흐름	(404)	(295)	(142)	(47)	(47)
단기금융부채증가(감소)	(510)	(658)	(149)	0	0
장기금융부채증가(감소)	113	372	100	0	0
자본의증가(감소)	0	447	0	0	0
배당금의 지급	5	10	93	47	47
기타	(5)	0	13	0	0
현금의 증가(감소)	(138)	575	200	201	212
기초현금	477	339	914	1,114	1,315
기말현금	339	914	1,114	1,315	1,527
FCF	(437)	924	185	284	293

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,737	3,632	3,119	2,882	2,813
매출원가	2,397	3,133	2,692	2,397	2,214
매출총이익	340	498	426	485	599
매출총이익률 (%)	12.4	13.7	13.7	16.8	21.3
판매비와관리비	207	214	189	179	175
영업이익	133	284	237	306	424
영업이익률 (%)	4.8	7.8	7.6	10.6	15.1
비영업손익	(236)	(5)	(15)	(48)	(43)
순금융비용	45	57	23	25	29
외환관련손익	12	(32)	2	0	0
관계기업투자등 관련손익	3	8	2	3	3
세전계속사업이익	(103)	280	222	258	381
세전계속사업이익률 (%)	(3.8)	7.7	7.1	9.0	13.5
계속사업법인세	(218)	36	49	56	82
계속사업이익	114	244	172	203	299
중단사업이익	105	(11)	(1)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	219	233	171	203	299
순이익률 (%)	8.0	6.4	5.5	7.0	10.6
지배주주	242	235	171	202	299
지배주주귀속 순이익률(%)	8.8	6.5	5.5	7.0	10.6
비지배주주	(23)	(2)	1	0	0
총포괄이익	227	161	214	203	299
지배주주	249	166	212	202	299
비지배주주	(22)	(6)	3	0	0
EBITDA	438	590	529	455	499

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	18.9	32.7	(14.1)	(7.6)	(2.4)
영업이익	흑전	114.7	(16.7)	29.0	38.7
세전계속사업이익	적지	흑전	(20.8)	16.5	47.5
EBITDA	99.9	34.5	(10.4)	(13.9)	9.8
EPS(계속사업)	141.4	(3.0)	(27.3)	18.5	47.5
수익성 (%)					
ROE	7.9	7.2	5.0	5.7	8.0
ROA	3.2	3.8	2.8	3.2	4.6
EBITDA마진	16.0	16.2	16.9	15.8	17.8
안정성 (%)					
유동비율	137.8	172.8	170.0	181.5	194.5
부채비율	91.4	77.9	76.0	72.3	67.4
순차입금/자기자본	53.6	25.9	12.3	6.4	0.6
EBITDA/이자비용(배)	1.0	0.3	(0.1)	(0.2)	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,151	9,849	7,160	8,485	12,518
BPS	125,056	134,266	138,933	145,481	156,068
CFPS	6,689	23,183	19,941	16,322	17,120
주당 현금배당금	400	1,950	1,950	1,950	1,950
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	7.8	13.8	15.4	13.0	8.8
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	1.0	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)					
PCR	11.8	5.9	5.5	6.7	6.4
EV/EBITDA(최고)	8.3	7.0	5.8	6.3	5.3
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

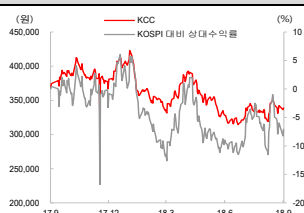
Company Data

자본금	56 십억원
발행주식수	1,056 만주
자사주	72 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,579 십억원
주요주주	
정몽진(외14)	39.08%
국민연금공단	12.20%
외국인지분률	19.10%
배당수익률	2.40%

Stock Data

주가(18/09/28)	339,000 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	0.89
52주 최고가	423,000 원
52주 최저가	314,500 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.7%	-1.0%
6개월	1.7%	5.0%
12개월	-8.3%	-7.1%

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

3Q18 Preview: 자산가치에 대한 판단이 중요해진 시점

3Q18 영업이익은 991 억원으로 시장 컨센서스 1,020 억원과 유사할 것으로 추정됨. 원재료 PVC 가 안정적인 추세를 유지하는 가운데 증설효과 지속으로 긍정적인 영향 기대됨. 다만 자산가치를 평가 함에 있어서 삼성물산과 현대중공업에 한해서는 주식 시장의 부담감, 모멘티브 인수에 있어서는 재무/사업운용에 대한 확인이 필요한 것으로 판단

3Q18 영업이익 991 억원(QoQ -18.7% / YoY -25.6%) 추정

9/28 기준 컨센서스 1,020 억원을 -2.8% 하회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적 수준 예상함. 전체적으로 안정적인 실적 추이는 유지될 것으로 판단함. 원재료 PVC 가격이 큰 변동성을 보이지 않은 가운데(2Q \$937/t → 3Q 944/t), 여전한 유리, 도료를 중심으로 한 증설효과가 긍정적으로 작용할 것으로 기대됨

자산가치에 대한 판단이 중요해진 시점

동사의 주가를 판단함에 있어서는 늘 본업인 건자재/도료뿐만 막대한 자산가치가 주요 요인으로 작용함. 최근 동사의 투자유가증권 가치의 절대적인 부분을 차지하는 삼성물산과 현대중공업의 가치가 제고되는 것은 고무적인 현상임. 하지만 전반적인 주식시장의 불안감이 높아지고 있기 때문에 해당 기업들의 시장가치 상승을 그대로 주가에 반영하기에는 부담스러운 부분이 있음. 또한 세간의 이슈가 된 모멘티브 퍼포먼스 머티리얼즈 인수 또한 성장여력의 확보라는 긍정적인 요인만 바라볼 것이 아니라, 재무여력과 사업운용능력에 대한 확인이 필요하다고 할 수 있음

목표주가 400,000 원 / 투자 의견 매수 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	3,414.4	3,490.5	3,864.0	3,946.5	4,116.5	4,205.6
yoy	%	0.4	2.2	10.7	2.1	4.3	2.2
영업이익	십억원	309.2	326.6	329.8	289.9	277.9	265.8
yoy	%	13.1	5.6	1.0	(12.1)	(4.1)	(4.3)
EBITDA	십억원	472.8	529.9	551.8	540.9	534.5	522.4
세전이익	십억원	250.7	232.0	93.9	201.1	242.2	236.3
순이익(지배주주)	십억원	183.6	152.3	41.8	140.2	187.7	183.1
영업이익률%	%	9.1	9.4	8.5	7.3	6.8	6.3
EBITDA%	%	13.8	15.2	14.3	13.7	13.0	12.4
순이익률	%	7.3	6.6	2.4	5.1	5.9	5.6
EPS	원	17,388	14,430	3,958	13,280	17,782	17,346
PER	배	24.0	24.9	96.3	25.5	19.1	19.5
PBR	배	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	11.6	9.4	9.2	8.2	8.2	8.3
ROE	%	3.0	2.6	0.7	2.4	3.2	3.1
순차입금	십억원	1,073	1,202	1,045	861	799	751
부채비율	%	47.7	53.6	62.7	56.0	55.2	54.6

SOTP Valuation (단위: 십억원)

1. 영업가치

2018년 EBITDA 추정치	534.5
target multiple	5.0
target value	2,672.4

2. 자산가치

1Q18 기준 현금 및 현금성자산	559.1
1Q18 기준 투자부동산	650.3
1Q18 기준 관계기업/공동투자	172.1
target value	1,381.5

3. 투자유가증권

회사명	보유주식수	종가(9/28)	가치
현대중공업	4,106,330	134,500	552.3
현대자동차	713,000	129,500	92.3
현대모비스	923	228,000	0.2
현대산업개발	1,884,600	22,900	43.2
현대중합상사	2,679,576	33,200	89.0
코엔텍	1,000,000	5,920	5.9
쌍용자동차	1,255	4,565	0.0
한라	3,703,703	5,560	20.6
동양	744	1,955	0.0
남광토건	195	20,100	0.0
웅진홀딩스	1,159	2,665	0.0
삼성물산(舊제일모직)	17,009,518	129,500	2,202.7
한라홀딩스	432,100	40,550	17.5
동부건설	1,692	9,140	0.0
비상장사(장부가)			47.0
discount			25.0%
target value			2,303.1

4. 총차입금

2,069.1

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

4,287.9

target price(원)

407,599

자료: KCC, SK 증권

3Q18 preview

(단위: %, 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,025.1	1,025.7	916.5	1,004.6	1,010.0	(1.5)	0.5	1,051.4	(3.9)
영업이익	112.2	54.5	55.5	86.1	99.1	(11.7)	15.1	102.0	(2.8)
세전이익	(702.9)	(148.4)	505.1	(432.3)	90.9	(112.9)	(121.0)	87.1	4.4
지배순이익	(537.1)	(133.8)	376.2	(335.5)	70.4	(113.1)	(121.0)	66.4	6.1
영업이익률	10.9	5.3	6.1	8.6	9.8	(1.1)	1.2	9.7	0.1
세전이익률	(68.6)	(14.5)	55.1	(43.0)	9.0	77.6	52.0	8.3	0.7
지배주주순이익률	(52.4)	(13.0)	41.0	(33.4)	7.0	59.4	40.4	6.3	0.7

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	3,924.6	4,138.7	3,864.0	3,946.5	4,116.5	0.0%	0.6%	-0.5%
YoY %	10.7%	1.6%	5.5%	10.7%	2.1%	4.3%			
영업이익	329.8	290.4	284.9	329.8	289.9	277.9	0.0%	-0.2%	-2.5%
YoY %	1.0%	-12.0%	-1.9%	1.0%	-12.1%	-4.1%			
EBITDA	551.8	524.9	519.4	551.8	540.9	534.5	0.0%	3.1%	2.9%
YoY %	4.1%	-4.9%	-1.0%	4.1%	-2.0%	-1.2%			
순이익	41.8	488.3	121.8	41.8	140.2	187.7	0.0%	-71.3%	54.2%
YoY %	-72.6%	1068.7%	-75.1%	-72.6%	235.5%	33.9%			

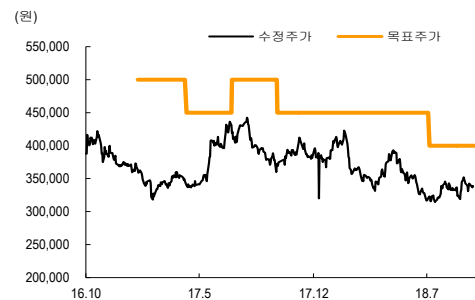
자료: KCC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	1,002.7	1,011.6	1,020.7	1,029.9	1,010.0	1,015.4	1,020.9	1,026.4	0.7%	0.4%	0.0%	-0.3%
YoY %	-2.2%	-1.4%	11.4%	3.6%	-1.5%	-1.0%	11.4%	2.2%				
QoQ %	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%				
영업이익	94.5	46.9	55.9	91.8	99.1	49.2	58.4	77.0	4.9%	4.8%	4.5%	-16.2%
YoY %	-15.8%	-13.9%	0.7%	-1.7%	-11.7%	-9.7%	5.1%	-10.6%				
QoQ %	1.1%	-50.3%	19.0%	64.4%	15.1%	-50.4%	18.7%	31.9%				
EBITDA	153.1	105.6	114.5	150.5	163.2	113.3	122.5	141.1	6.6%	7.4%	7.0%	-6.2%
YoY %	-10.6%	-6.5%	0.3%	-1.1%	-4.7%	0.4%	7.3%	-6.1%				
QoQ %	0.7%	-31.1%	8.5%	31.4%	8.6%	-30.6%	8.1%	15.2%				
순이익	51.3	11.0	18.1	47.4	70.4	29.0	36.9	53.0	37.3%	162.7%	104.2%	11.9%
YoY %	후전	후전	-95.2%	-4.8%	후전	후전	-90.2%	후전				
QoQ %	3.1%	-78.5%	63.8%	162.1%	후전	-58.9%	27.3%	43.7%				

자료: KCC, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	400,000원	6개월		
2018.07.09	매수	400,000원	6개월	-16.96%	-12.00%
2018.04.02	매수	450,000원	6개월	-17.43%	-6.00%
2018.01.08	매수	450,000원	6개월	-15.39%	-6.00%
2017.09.27	매수	450,000원	6개월	-14.19%	-8.33%
2017.07.04	매수	500,000원	6개월	-19.32%	-11.50%
2017.04.10	매수	450,000원	6개월	-15.99%	-3.00%
2017.01.09	매수	500,000원	6개월	-30.85%	-27.40%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 1일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,289	2,452	2,568	2,666	2,751
현금및현금성자산	588	380	614	676	724
매출채권및기타채권	927	1,036	997	1,019	1,042
재고자산	526	549	584	596	609
비유동자산	6,874	7,092	6,563	6,567	6,577
장기금융자산	3,219	3,346	2,882	2,882	2,882
유형자산	2,572	2,766	2,778	2,783	2,792
무형자산	40	30	32	32	32
자산총계	9,162	9,544	9,131	9,233	9,328
유동부채	1,678	2,604	1,824	1,837	1,851
단기금융부채	1,065	1,962	990	990	990
매입채무 및 기타채무	510	551	632	646	660
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,518	1,074	1,453	1,453	1,453
장기금융부채	943	479	981	981	981
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	13	13	13	13	13
부채총계	3,195	3,678	3,276	3,290	3,304
지배주주지분	5,956	5,855	5,844	5,943	6,038
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	5,533	5,632	5,727
비지배주주지분	11	11	11	11	11
자본총계	5,967	5,866	5,856	5,955	6,049
부채외자본총계	9,162	9,544	9,131	9,233	9,328

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	431	333	380	73	68
당기순이익(손실)	153	42	140	188	183
비현금성항목등	426	515	221	(89)	(89)
유형자산감가상각비	203	222	251	257	257
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(223)	(293)	30	345	345
운전자본감소(증가)	(47)	(144)	49	(26)	(27)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(33)	(120)	73	(21)	(21)
재고자산감소(증가)	1	(24)	(34)	(13)	(13)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	35	45	22	7	7
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	79	52	(162)	(388)	(388)
투자활동현금흐름	(498)	(659)	325	(261)	(267)
금융자산감소(증가)	(105)	(269)	460	0	0
유형자산감소(증가)	(289)	(417)	(260)	(261)	(267)
무형자산감소(증가)	(1)	(1)	(2)	0	0
기타	(103)	29	128	0	0
재무활동현금흐름	202	142	(660)	(89)	(89)
단기금융부채증가(감소)	143	187	(673)	0	0
장기금융부채증가(감소)	197	100	212	0	0
자본의증가(감소)	1	5	0	0	0
배당금의 지급	89	89	168	89	89
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	144	(208)	234	62	49
기초현금	445	588	380	614	676
기말현금	588	380	614	676	724
FCF	328	242	1	189	174

자료 : KCC, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,490	3,864	3,947	4,117	4,206
매출원가	2,561	2,939	3,045	3,200	3,287
매출총이익	929	925	902	917	919
매출총이익률 (%)	26.6	23.9	22.8	22.3	21.8
판매비와관리비	603	595	612	639	653
영업이익	327	330	290	278	266
영업이익률 (%)	9.4	8.5	7.3	6.8	6.3
비영업손익	(95)	(236)	(89)	(36)	(30)
순금융비용	49	228	201	83	89
외환관련손익	(0)	(4)	16	0	0
관계기업투자등 관련손익	(56)	(51)	22	16	16
세전계속사업이익	232	94	201	242	236
세전계속사업이익률 (%)	6.6	2.4	5.1	5.9	5.6
계속사업법인세	79	52	61	54	53
계속사업이익	153	42	140	188	183
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	153	42	140	188	183
순이익률 (%)	4.4	1.1	3.6	4.6	4.4
지배주주	152	42	140	188	183
지배주주귀속 순이익률(%)	4.4	1.1	3.6	4.6	4.4
비지배주주	1	1	0	0	0
총포괄이익	189	(3)	154	188	183
지배주주	189	(4)	153	188	183
비지배주주	0	0	1	0	0
EBITDA	530	552	541	534	522

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	2.2	10.7	2.1	4.3	2.2
영업이익	5.6	1.0	(12.1)	(4.1)	(4.3)
세전계속사업이익	(7.5)	(59.5)	114.2	20.5	(2.5)
EBITDA	12.1	4.1	(2.0)	(1.2)	(2.3)
EPS(계속사업)	(17.0)	(72.6)	235.5	33.9	(2.5)
수익성 (%)					
ROE	2.6	0.7	2.4	3.2	3.1
ROA	1.7	0.5	1.5	2.0	2.0
EBITDA마진	15.2	14.3	13.7	13.0	12.4
안정성 (%)					
유동비율	136.4	94.2	140.8	145.1	148.6
부채비율	53.6	62.7	56.0	55.2	54.6
순차입금/자기자본	20.1	17.8	14.7	13.4	12.4
EBITDA/이자비용(배)	0.2	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	14,430	3,958	13,280	17,782	17,346
BPS	611,189	604,133	591,152	600,550	609,512
CFPS	39,656	35,102	44,912	44,708	43,824
주당 현금배당금	9,000	8,000	8,000	8,000	8,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.9	96.3	25.5	19.1	19.5
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	9.1	10.9	7.5	7.6	7.7
EV/EBITDA(최고)	9.4	9.2	8.2	8.2	8.3
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	188 십억원
발행주식수	3,753 만주
자사주	211 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,601 십억원
주요주주	
SK(주)(외10)	41.71%
국민연금공단	13.38%
외국인지분률	13.10%
배당수익률	2.10%

Stock Data

주가(18/09/28)	42,650 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	1.11
52주 최고가	49,000 원
52주 최저가	35,600 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.6%	-9.2%
6개월	11.7%	15.3%
12개월	2.2%	3.5%

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

3Q18 Preview: 주가 상승의 key 는 IT 소재의 성장속도

3Q18 영업이익은 571 억원으로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 추정됨. Cash cow 인 화학사업부의 PO 강세가 이어지는 가운데, 필름은 원재료 PTA 의 압박으로 인해 spread 축소가 불가피한 것으로 판단함. 동사에게 있어서 실적보다 중요한 것은 IT 소재의 성장속도인데, 2019 년부터는 가시적인 확인이 가능한 만큼 주가 상승에 결정적 요인이 될 것으로 판단함

3Q18 영업이익 565 억원(QoQ +6.5% / YoY +17.4%) 추정

9/28 기준 컨센서스 571 억원을 -1.0% 하회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적 수준 예상함. Cash cow 역할을 하고 있는 화학사업부의 PO 는 여전히 견조한 상황(중국 가격 기준 2Q \$1,850/t → 3Q \$1,848/t)을 유지하면서 이익에 기여하고 있음. 다만 필름이 원재료 PTA 의 급격한 가격상승(\$826/t → \$960/t)으로 인해 spread 의 축소가 불가피한 상황이기 때문에 실적 약세 국면이 이어질 수밖에 없음

성장 모멘텀은 역시 IT 소재

동사의 주가에 있어서 실적보다 오히려 더 중요한 것은 반도체 소재 / 고부가 필름 등 성장 사업의 확장 여부임. 현재 꾸준한 성장세를 보이고 있는 만큼 지속적인 주가 모멘텀이 되어줄 수 있을 것으로 판단함. 특히 2019 년부터는 IT 소재의 가시적인 성과를 확인할 수 있을 것이기 때문에, 이 부분에 대한 주목이 필요함

목표주가 50,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익 추정치의 조정폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 그대로 유지함. IT 소재 부분의 성장성이 가시적으로 확인될 경우 추가적인 주가상승여력 확보될 것으로 기대됨

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	2,465.7	2,359.4	2,653.5	2,969.0	2,787.3	2,631.7
yoy	%	(12.0)	(4.3)	12.5	11.9	(6.1)	(5.6)
영업이익	십억원	217.9	149.3	175.7	202.3	191.2	182.5
yoy	%	43.0	(31.5)	17.7	15.1	(5.5)	(4.5)
EBITDA	십억원	360.7	274.1	298.1	332.0	321.8	313.1
세전이익	십억원	415.5	119.6	180.7	222.3	197.8	191.5
순이익(지배주주)	십억원	272.2	42.8	110.0	155.7	135.6	131.3
영업이익률%	%	8.8	6.3	6.6	6.8	6.9	6.9
EBITDA%	%	14.6	11.6	11.2	11.2	11.5	11.9
순이익률	%	16.9	5.1	6.8	7.5	7.1	7.3
EPS	원	7,397	1,142	2,931	4,147	3,613	3,497
PER	배	4.6	28.9	16.0	10.3	11.8	12.2
PBR	배	0.9	0.9	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	7.1	8.6	9.0	4.8	5.0	5.1
ROE	%	20.5	3.0	7.7	10.3	8.3	7.5
순차입금	십억원	1,301	1,125	921	1,112	969	896
부채비율	%	137.0	131.6	130.1	124.8	112.9	106.0

3Q18 preview

(단위: %, 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	740.8	710.6	638.7	726.0	784.3	5.9	8.0	772.5	1.5
영업이익	48.2	45.5	41.2	53.1	56.5	17.4	6.5	57.1	(1.0)
세전이익	64.1	12.7	58.5	53.5	58.2	(9.2)	8.7	69.3	(16.1)
지배순이익	35.2	0.4	41.6	38.5	39.9	13.3	3.4	45.6	(12.6)
영업이익률	6.5	6.4	6.4	7.3	7.2	0.7	(0.1)	7.4	(0.2)
세전이익률	8.6	1.8	9.2	7.4	7.4	(1.2)	0.0	9.0	(1.6)
지배주주순이익률	4.8	0.1	6.5	5.3	5.1	0.3	(0.2)	5.9	(0.8)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	7.7%	ROE(지배주주지분)	3.0%	8.4%	7.4%	6.9%	6.2%
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)	42,498						
Target Price	48,181						

자료: SKC, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	7,397	3,728	3,510	3,488	3,330
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,597				
3Q19E EPS	3,728				
3Q20E EPS	3,510				

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	35,968	37,766	39,564	41,363	43,161	44,960	46,758	48,556	50,355	52,153
TP by 3Q19E EPS	37,282	39,147	41,011	42,875	44,739	46,603	48,467	50,331	52,195	54,060
TP by 3Q20E EPS	35,100	36,855	38,610	40,365	42,120	43,875	45,630	47,385	49,140	50,895

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	2,759.5	2,513.2	2,653.5	2,969.0	2,787.3	0.0%	7.6%	10.9%
YoY %	12.5	4.0	(8.9)	12.5	11.9	(6.1)			
영업이익	175.7	193.1	202.7	175.7	202.3	191.2	0.0%	4.7%	-5.7%
YoY %	17.7	9.9	5.0	17.7	15.1	(5.5)			
EBITDA	298.1	320.1	329.7	298.1	332.0	321.8	0.0%	3.7%	-2.4%
YoY %	8.8	7.4	3.0	8.8	11.4	(3.1)			
순이익	110.0	139.9	137.7	110.0	155.7	135.6	0.0%	11.2%	-1.5%
YoY %	156.8	27.2	(1.6)	156.8	41.5	(12.9)			

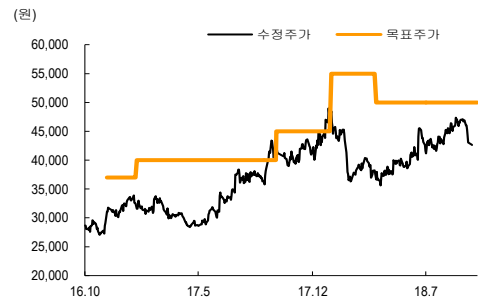
자료: SKC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	729.3	690.5	568.9	627.3	784.3	820.0	643.4	716.4	7.5%	18.8%	13.1%	14.2%
YoY %	(1.5)	(2.8)	(10.9)	(10.5)	5.9	15.4	0.7	(1.3)				
QoQ %	4.1	(5.3)	(17.6)	10.3	8.0	4.6	(21.5)	11.3				
영업이익	53.8	44.3	45.5	53.7	56.5	51.5	40.8	54.3	5.0%	16.1%	-10.4%	1.2%
YoY %	11.8	(2.5)	10.5	(0.2)	17.4	13.2	(1.0)	2.3				
QoQ %	0.1	(17.7)	2.6	18.0	6.5	(9.0)	(20.8)	33.3				
EBITDA	85.6	76.1	77.2	85.4	89.2	84.1	73.4	87.0	4.2%	10.6%	-4.9%	1.8%
YoY %	5.8	(2.1)	5.9	(0.1)	10.3	8.3	0.7	1.4				
QoQ %	0.1	(11.1)	1.5	10.6	4.0	(5.7)	(12.7)	18.5				
순이익	35.2	28.0	30.3	36.7	39.9	35.7	28.3	39.0	13.1%	27.5%	-6.9%	6.4%
YoY %	0.1	6,326.1	(27.0)	4.3	13.3	8,095.8	(32.0)	1.3				
QoQ %	0.2	(20.6)	8.5	20.8	3.4	(10.5)	(20.8)	38.1				

자료: SKC, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	50,000원	6개월		
2018.07.09	매수	50,000원	6개월	-16.00%	-5.30%
2018.04.02	매수	50,000원	6개월	-20.52%	-8.90%
2018.01.08	매수	55,000원	6개월	-25.82%	-11.82%
2017.09.27	매수	45,000원	6개월	-6.54%	8.89%
2017.07.04	매수	40,000원	6개월	-16.67%	8.50%
2017.04.10	매수	40,000원	6개월	-22.34%	-14.00%
2017.01.09	매수	40,000원	6개월	-21.54%	-15.63%
2016.11.14	매수	37,000원	6개월	-13.83%	-8.38%



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 10월 1일 현재 SKC와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 1일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	801	897	980	981	1,050
현금및현금성자산	105	176	90	233	306
매출채권및기타채권	376	367	432	362	360
재고자산	253	299	391	329	327
비유동자산	2,727	2,770	2,888	2,946	2,994
장기금융자산	20	7	6	6	6
유형자산	1,866	1,903	1,976	2,035	2,082
무형자산	146	209	221	221	221
자산총계	3,529	3,667	3,868	3,927	4,044
유동부채	863	1,201	1,170	1,105	1,103
단기금융부채	424	741	685	685	685
매입채무 및 기타채무	365	367	408	344	342
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	1,142	873	978	978	978
장기금융부채	925	676	771	771	771
장기매입채무 및 기타채무	22	7	5	5	5
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,005	2,074	2,147	2,082	2,081
지배주주지분	1,406	1,450	1,568	1,691	1,810
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	1,348	1,472	1,590
비지배주주지분	118	144	153	153	153
자본총계	1,524	1,594	1,721	1,844	1,963
부채외자본총계	3,529	3,667	3,868	3,927	4,044

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	249	209	165	429	340
당기순이익(손실)	29	136	176	155	150
비현금성항목등	252	171	169	187	187
유형자산감가상각비	125	122	130	131	131
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(128)	(49)	(40)	(57)	(57)
운전자본감소(증가)	75	(14)	(144)	86	3
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(15)	30	(62)	69	2
재고자산감소(증가)	30	(46)	(92)	62	2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	41	(4)	9	(45)	(1)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	71	44	41	37	37
투자활동현금흐름	(4)	(176)	(190)	(189)	(178)
금융자산감소(증가)	8	15	(0)	0	0
유형자산감소(증가)	(77)	(111)	(190)	(189)	(178)
무형자산감소(증가)	(5)	(19)	0	0	0
기타	70	(61)	(0)	0	0
재무활동현금흐름	(182)	38	(57)	(32)	(32)
단기금융부채증가(감소)	(397)	(168)	(149)	0	0
장기금융부채증가(감소)	267	253	158	0	0
자본의증가(감소)	(38)	(9)	0	0	0
배당금의 지급	30	30	66	32	32
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	66	71	(86)	143	73
기초현금	39	105	176	90	233
기말현금	105	176	90	233	306
FCF	139	325	(111)	170	98

자료 : SKC, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,359	2,654	2,969	2,787	2,632
매출원가	1,949	2,227	2,469	2,320	2,189
매출총이익	410	426	500	467	443
매출총이익률 (%)	17.4	16.1	16.9	16.8	16.8
판매비와관리비	261	250	298	276	261
영업이익	149	176	202	191	183
영업이익률 (%)	6.3	6.6	6.8	6.9	6.9
비영업손익	(30)	5	20	7	9
순금융비용	8	11	3	9	12
외환관련손익	(6)	(2)	1	0	0
관계기업투자등 관련손익	27	93	79	55	53
세전계속사업이익	120	181	222	198	192
세전계속사업이익률 (%)	5.1	6.8	7.5	7.1	7.3
계속사업법인세	58	44	46	43	41
계속사업이익	61	136	176	155	150
중단사업이익	(32)	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	29	136	176	155	150
순이익률 (%)	1.2	5.1	5.9	5.6	5.7
지배주주	43	110	156	136	131
지배주주귀속 순이익률(%)	1.8	4.1	5.2	4.9	5.0
비지배주주	(14)	26	21	20	19
총포괄이익	45	114	176	155	150
지배주주	59	90	154	136	131
비지배주주	(15)	25	22	20	19
EBITDA	274	298	332	322	313

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(4.3)	12.5	11.9	(6.1)	(5.6)
영업이익	(31.5)	17.7	15.1	(5.5)	(4.5)
세전계속사업이익	(71.2)	51.0	23.0	(11.0)	(3.2)
EBITDA	(24.0)	8.8	11.4	(3.1)	(2.7)
EPS(계속사업)	(84.6)	156.8	41.5	(12.9)	(3.2)
수익성 (%)					
ROE	3.0	7.7	10.3	8.3	7.5
ROA	0.8	3.8	4.7	4.0	3.8
EBITDA마진	11.6	11.2	11.2	11.5	11.9
안정성 (%)					
유동비율	92.9	74.7	83.8	88.8	95.2
부채비율	131.6	130.1	124.8	112.9	106.0
순차입금/자기자본	73.8	57.8	64.6	52.5	45.6
EBITDA/이자비용(배)	(0.5)	0.2	0.2	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,142	2,931	4,147	3,613	3,497
BPS	37,063	36,307	39,317	42,605	45,761
CFPS	5,358	6,794	7,734	7,478	7,297
주당 현금배당금	751	901	901	901	901
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	28.9	16.0	10.3	11.8	12.2
PER(최저)					
PBR(최고)	0.9	1.3	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)					
PCR	6.2	6.9	5.5	5.7	5.8
EV/EBITDA(최고)	8.6	9.0	4.8	5.0	5.1
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

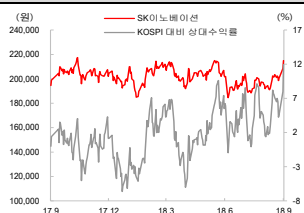
Company Data

자본금	469 십억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	550 만주
액면가	5,000 원
시가총액	19,880 십억원
주요주주	
SK(주)(외3)	33.41%
국민연금공단	9.99%
외국인지분률	40.00%
배당수익률	3.00%

Stock Data

주가(18/09/28)	215,000 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	217,500 원
52주 최저가	184,500 원
60일 평균 거래대금	41 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.0%	8.1%
6개월	3.9%	7.2%
12개월	10.5%	12.0%

SK 이노베이션 (096770/KS | 매수(유지) | T.P 240,000 원(상향))

3Q18 Preview: 순수화학의 정유가 달리 갈 수 있을까?

3Q18 영업이익은 7,589 억원으로 시장 컨센서스에 상회할 것으로 추정됨. 정유 본업이 8월 중순 이후 급반등세를 보였고, 화학에서도 PX가 호조를 보인 것이 실적 강세의 주요 원인이 될 것으로 기대함. 다만 역사적으로 동일한 이익/주가 패턴을 보이는 순수화학의 최근 주가 이격이 크게 벌어진 것은 부담 요인임. 단기적인 배당과 실적 매력보다는 정유 역시 화학에 이어 대규모 신증설을 목전에 두고 있다는 것을 감안해야 함

3Q18 영업이익 7,589 억원(QoQ -10.9% / YoY -21.4%) 추정

9/28 기준 컨센서스 6,893 억원을 +10.1% 상회하는 실적 수준 예상함. 호실적의 가장 큰 원인은 정유 사업부에 있음. 8월 중순까지만 하더라도 좋지 못한 시황을 보였지만, 이후 유가 및 마진반등 효과로 인하여 빠른 실적 회복세를 보였음. 3Q 평균 1M lagging margin(환율반영)은 10.1 천원/bbl로서 2Q 보다는 좋지 못하지만 1Q는 넘어서는 수준에 해당함. 뿐만 아니라 pygas 계열의 강세로 PX 가격도 급반등(2Q \$976/t → 3Q \$1,167/t)하여 실적강세에 기여했을 것으로 판단함

화학의 급락은 정유와 관계없는 현상일까?

롯데케미칼, 한화케미칼, 대한유화로 대변되는 순수화학의 2018년 하반기 이후 급락세는 주식 시장의 큰 화두임. 흥미로운 것은 늘 같은 이익과 주가 패턴을 보여왔던 정유와 순수화학이 최근에는 극명히 다른 움직임을 보이고 있다는 것임. 12M fwd ROE의 추정치는 유사함에도 불구하고 PBR valuation은 과거 패턴과 달리 올 해 들어 이격을 나타내면서 사상 최대 수준까지 벌어져 있는데, 이는 정유 업종의 최근 강세에 부담으로 작용할 수밖에 없음. Fundamentally 본다고 하더라도 추가적인 유가 강세가 어렵고, 정유 역시 화학에 뒤이어서 대규모 신증설을 목전에 두고 있다는 것 또한 감안해야 함. 자세한 내용은 10/1 발간 된 Cyclical Bulletin Release 14. 참고 바람)

목표주가 230,000 원 → 240,000 원 상향 / 투자 의견 매수 유지

3분기 예상 외 이익 강세를 반영해 올 하반기 이익추정치를 상향 조정하며, 이를 반영해 목표주가 역시 상향 조정함. 순수화학 대비 실적, 배당의 매력력이 높은 것은 사실이지만, 주가가 이미 이를 반영하여 큰 outperform을 했다는 것은 고민할 만한 부분임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	48,356.3	39,520.5	46,260.9	54,107.7	47,569.2	44,637.5
yoy	%	(26.6)	(18.3)	17.1	17.0	(12.1)	(6.2)
영업이익	십억원	1,979.6	3,228.3	3,234.4	3,019.8	1,884.5	2,287.4
yoy	%	#VALUE!	63.1	0.2	(6.6)	(37.6)	21.4
EBITDA	십억원	2,931.1	4,142.7	4,134.4	3,936.1	2,809.0	3,211.8
세전이익	십억원	1,654.1	2,423.4	3,234.8	2,965.3	1,715.3	2,065.9
순이익(지배주주)	십억원	814.9	1,671.3	2,103.8	2,125.7	1,294.5	1,559.1
영업이익률%	%	4.1	8.2	7.0	5.6	4.0	5.1
EBITDA%	%	6.1	10.5	8.9	7.3	5.9	7.2
순이익률	%	3.4	6.1	7.0	5.5	3.6	4.6
EPS	원	8,748	17,988	22,643	22,989	14,000	16,862
PER	배	14.9	8.1	9.0	9.4	15.4	12.8
PBR	배	0.8	0.8	1.1	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	배	4.8	3.1	4.7	5.1	7.1	6.2
ROE	%	5.3	10.1	12.0	11.7	7.0	8.1
순차입금	십억원	1,988	(625)	193	2,151	(160)	(738)
부채비율	%	84.0	78.0	77.3	82.1	70.8	68.3

3Q18 preview

(단위: %, 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	11,795.2	12,553.9	12,166.1	13,438.0	14,040.1	19.0	4.5	13,933.7	0.8
영업이익	966.0	845.3	711.6	851.6	758.9	(21.4)	(10.9)	689.3	10.1
세전이익	979.0	661.4	678.9	738.6	835.4	(14.7)	13.1	704.5	18.6
지배순이익	682.8	295.5	458.3	499.2	630.5	(7.7)	26.3	483.7	30.4
영업이익률	8.2	6.7	5.8	6.3	5.4	(2.8)	(0.9)	4.9	0.5
세전이익률	8.3	5.3	5.6	5.5	6.0	(2.3)	0.5	5.1	0.9
지배주주순이익률	5.8	2.4	3.8	3.7	4.5	(1.3)	0.8	3.5	1.0

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	8.1%	ROE(지배주주지분)	12.0%	8.9%	6.9%	7.3%	6.8%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	8.1%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.22						
1Q19E BPS(지배주주지분)	196,435						
Target Price	239,537						

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	8,748	18,594	14,808	16,353	15,908
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	17,120				
3Q19E EPS	18,594				
3Q20E EPS	14,808				

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	171,199	179,759	188,319	196,879	205,439	213,999	222,559	231,119	239,679	248,239
TP by 3Q19E EPS	185,941	195,238	204,535	213,832	223,129	232,426	241,723	251,020	260,317	269,614
TP by 3Q20E EPS	148,080	155,484	162,888	170,292	177,696	185,100	192,504	199,908	207,312	214,716

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	48,190.4	38,522.1	46,260.9	54,107.7	47,569.2	0.0%	12.3%	23.5%
YoY %	17.1%	4.2%	-20.1%	17.1%	17.0%	-12.1%			
영업이익	3,234.4	2,386.5	2,252.1	3,234.4	3,019.8	1,884.5	0.0%	26.5%	-16.3%
YoY %	0.2%	-26.2%	-5.6%	0.2%	-6.6%	-37.6%			
EBITDA	4,134.4	3,278.4	3,144.0	4,134.4	3,936.1	2,809.0	0.0%	20.1%	-10.7%
YoY %	-0.2%	-20.7%	-4.1%	-0.2%	-4.8%	-28.6%			
순이익	2,103.8	1,711.8	1,572.7	2,103.8	2,125.7	1,294.5	0.0%	24.2%	-17.7%
YoY %	25.9%	-18.6%	-8.1%	25.9%	1.0%	-39.1%			

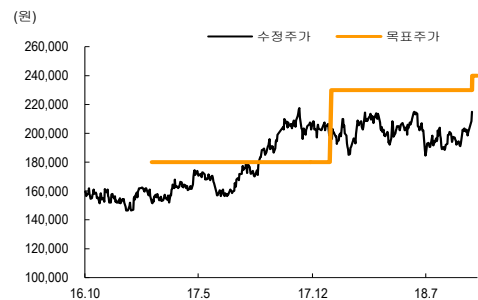
자료: SK 이노베이션 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	12,248.2	10,618.6	9,999.8	9,593.4	14,040.1	14,463.5	12,802.8	12,192.7	14.6%	36.2%	28.0%	27.1%
YoY %	3.8%	-15.4%	-17.8%	-27.1%	19.0%	15.2%	5.2%	-9.3%				
QoQ %	-6.9%	-13.3%	-5.8%	-4.1%	4.5%	3.0%	-11.5%	-4.8%				
영업이익	476.2	378.6	546.6	580.5	758.9	697.7	535.0	582.3	59.4%	84.3%	-2.1%	0.3%
YoY %	-50.7%	-55.2%	-23.2%	-29.2%	-21.4%	-17.5%	-24.8%	-31.6%				
QoQ %	-41.9%	-20.5%	44.4%	6.2%	-10.9%	-8.1%	-23.3%	8.8%				
EBITDA	699.2	601.5	769.6	803.5	990.0	928.8	766.1	813.5	41.6%	54.4%	-0.5%	1.2%
YoY %	-41.9%	-44.0%	-17.6%	-23.0%	-17.8%	-13.5%	-18.0%	-24.9%				
QoQ %	-33.0%	-14.0%	27.9%	4.4%	-8.6%	-6.2%	-17.5%	6.2%				
순이익	359.6	292.7	368.5	407.5	630.5	537.7	357.3	409.3	75.3%	83.7%	-3.0%	0.5%
YoY %	-47.3%	-0.9%	-19.6%	-32.2%	-7.7%	82.0%	-22.0%	-18.0%				
QoQ %	-40.2%	-18.6%	25.9%	10.6%	26.3%	-14.7%	-33.5%	14.5%				

자료: SK 이노베이션 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	240,000원	6개월		
2018.07.09	매수	230,000원	6개월	-12.77%	-6.52%
2018.04.02	매수	230,000원	6개월	-11.90%	-6.52%
2018.01.08	매수	230,000원	6개월	-12.19%	-6.74%
2017.07.04	매수	180,000원	6개월	-0.92%	20.83%
2017.02.06	매수	180,000원	6개월	-10.06%	-3.06%



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 10월 1일 현재 SK 이노베이션(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 1일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,988	16,219	16,598	15,178	15,973
현금및현금성자산	2,644	2,004	1,778	4,089	4,667
매출채권및기타채권	4,272	5,297	5,594	3,988	4,082
재고자산	4,445	5,979	7,123	5,183	5,296
비유동자산	17,594	18,024	18,884	19,148	19,340
장기금융자산	389	389	434	434	434
유형자산	13,603	13,587	13,944	14,208	14,400
무형자산	1,272	1,521	1,864	1,864	1,864
자산총계	32,581	34,244	35,482	34,326	35,313
유동부채	8,737	9,955	9,953	8,186	8,289
단기금융부채	1,808	1,606	1,368	1,368	1,368
매입채무 및 기타채무	4,549	5,712	6,490	4,723	4,826
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	5,540	4,979	6,048	6,048	6,048
장기금융부채	4,871	4,064	4,952	4,952	4,952
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	72	114	125	125	125
부채총계	14,276	14,934	16,001	14,234	14,337
지배주주지분	17,103	18,086	18,236	18,848	19,732
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,766	5,766	5,766	5,766
기타자본구성요소	(136)	(136)	(865)	(865)	(865)
자기주식	(136)	(136)	(865)	(865)	(865)
이익잉여금	10,671	12,042	12,866	13,478	14,362
비지배주주지분	1,202	1,224	1,245	1,245	1,245
자본총계	18,305	19,309	19,481	20,093	20,977
부채외자본총계	32,581	34,244	35,482	34,326	35,313

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,678	2,180	2,512	5,016	3,413
당기순이익(손실)	1,721	2,145	2,185	1,329	1,601
비현금성항목등	2,354	1,992	2,019	1,915	1,915
유형자산감가상각비	914	900	916	924	924
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,440)	(1,092)	(1,103)	(991)	(991)
운전자본감소(증가)	268	(1,214)	(1,132)	1,771	(103)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(460)	(876)	(182)	1,439	(84)
재고자산감소(증가)	(885)	(1,533)	(1,144)	1,940	(113)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,453	1,058	638	(1,608)	94
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	702	1,076	900	926	926
투자활동현금흐름	(2,056)	(1,066)	(614)	(1,189)	(1,116)
금융자산감소(증가)	(1,415)	755	1,038	0	0
유형자산감소(증가)	(567)	(864)	(1,281)	(1,189)	(1,116)
무형자산감소(증가)	(55)	(70)	(57)	0	0
기타	(20)	(888)	(314)	0	0
재무활동현금흐름	(2,019)	(1,671)	(1,409)	(717)	(717)
단기금융부채증가(감소)	(368)	223	(188)	0	0
장기금융부채증가(감소)	(1,201)	(1,134)	796	0	0
자본의증가(감소)	40	75	(691)	0	0
배당금의 지급	451	757	1,326	717	717
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(375)	(640)	(226)	2,311	578
기초현금	3,020	2,644	2,004	1,778	4,089
기말현금	2,644	2,004	1,778	4,089	4,667
FCF	2,940	481	389	3,159	1,467

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	39,521	46,261	54,108	47,569	44,637
매출원가	34,562	40,905	49,159	43,980	40,751
매출총이익	4,959	5,356	4,949	3,589	3,887
매출총이익률 (%)	12.5	11.6	9.1	7.5	8.7
판매비와관리비	1,730	2,121	1,929	1,705	1,599
영업이익	3,228	3,234	3,020	1,885	2,287
영업이익률 (%)	8.2	7.0	5.6	4.0	5.1
비영업손익	(805)	0	(54)	(169)	(221)
순금융비용	486	671	888	434	365
외환관련손익	(38)	101	(79)	0	0
관계기업투자등 관련손익	(124)	311	138	121	138
세전계속사업이익	2,423	3,235	2,965	1,715	2,066
세전계속사업이익률 (%)	6.1	7.0	5.5	3.6	4.6
계속사업법인세	702	1,079	784	386	465
계속사업이익	1,721	2,156	2,181	1,329	1,601
중단사업이익	0	(11)	4	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,721	2,145	2,185	1,329	1,601
순이익률 (%)	4.4	4.6	4.0	2.8	3.6
지배주주	1,671	2,104	2,126	1,295	1,559
지배주주귀속 순이익률(%)	4.2	4.5	3.9	2.7	3.5
비지배주주	50	41	59	35	42
총포괄이익	1,711	1,878	2,389	1,329	1,601
지배주주	1,661	1,847	2,324	1,295	1,559
비지배주주	50	31	64	35	42
EBITDA	4,143	4,134	3,936	2,809	3,212

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(18.3)	17.1	17.0	(12.1)	(6.2)
영업이익	63.1	0.2	(6.6)	(37.6)	21.4
세전계속사업이익	46.5	33.5	(8.3)	(42.2)	20.4
EBITDA	41.3	(0.2)	(4.8)	(28.6)	14.3
EPS(계속사업)	105.6	25.9	1.5	(39.1)	20.4
수익성 (%)					
ROE	10.1	12.0	11.7	7.0	8.1
ROA	5.4	6.4	6.3	3.8	4.6
EBITDA마진	10.5	8.9	7.3	5.9	7.2
안정성 (%)					
유동비율	171.6	162.9	166.8	185.4	192.7
부채비율	78.0	77.3	82.1	70.8	68.3
순차입금/자기자본	(3.4)	1.0	11.0	(0.8)	(3.5)
EBITDA/이자비용(배)	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	17,988	22,643	22,989	14,000	16,862
BPS	173,705	184,160	183,487	190,019	199,450
CFPS	34,227	32,604	33,374	25,449	28,781
주당 현금배당금	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.1	9.0	9.4	15.4	12.8
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	1.1	1.2	1.1	1.1
PBR(최저)					
PCR	4.3	6.3	6.4	8.4	7.5
EV/EBITDA(최고)	3.1	4.7	5.1	7.1	6.2
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

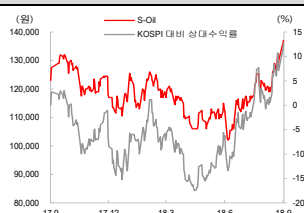
Company Data

자본금	292 십억원
발행주식수	11,660 만주
자사주	18 만주
액면가	2,500 원
시가총액	15,424 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company,B.V(A.O.C.B.V) (외11)	63.45%
국민연금공단	6.06%
외국인지분율	78.50%
배당수익률	3.40%

Stock Data

주가(18/09/28)	137,000 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	0.72
52주 최고가	137,000 원
52주 최저가	102,000 원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.2%	11.3%
6개월	17.1%	20.9%
12개월	11.4%	12.8%

S-Oil (010950/KS | 매수(유지) | T.P 150,000 원(상향))

3Q18 Preview: 순수화학과 정유의 주가가 달리 갈 수 있을까?

3Q18 영업이익은 3,752 억원으로 시장 컨센서스에 상회할 것으로 추정됨. 정유 본업이 8월 중순 이후 급반등세를 보였고, 화학에서도 PX가 호조를 보인 것이 실적 강세의 주요 원인이 될 것으로 기대함. 다만 역사적으로 동일한 이익/주가 패턴을 보이는 순수화학 과 최근 주가 이격이 크게 벌어진 것은 부담 요인임. 단기적인 배당과 실적 매력보다는 정유 역시 화학에 이어 대규모 신증설을 목전에 두고 있다는 것을 감안해야 함

3Q18 영업이익 3,752 억원(QoQ -6.8% / YoY -32.2%) 추정

9/28 기준 컨센서스 3,485 억원을 +7.7% 상회하는 실적 수준 예상함. 호실적의 가장 큰 원인은 정유 사업부에 있음. 8월 중순까지만 하더라도 좋지 못한 시황을 보였지만, 이후 유가 및 마진반등 효과로 인하여 빠른 실적 회복세를 보였음. 3Q 평균 1M lagging margin(환율반영)은 10.1 천원/bbl로서 2Q 보다는 좋지 못하지만 1Q는 넘어서는 수준에 해당함. 뿐만 아니라 pygas 계열의 강세로 PX 가격도 급반등(2Q \$976/t → 3Q \$1,167/t)하여 실적강세에 기여했을 것으로 판단함

화학의 급락은 정유와 관계없는 현상일까?

롯데케미칼, 한화케미칼, 대한유화로 대변되는 순수화학의 2018 년 하반기 이후 급락세는 주식 시장의 큰 화두임. 흥미로운 것은 늘 같은 이익과 주가 패턴을 보여왔던 정유와 순수화학이 최근에는 극명히 다른 움직임을 보이고 있다는 것임. 12M fwd ROE의 추정치는 유사함에도 불구하고 PBR valuation은 과거 패턴과 달리 올 해 들어 이격을 나타내면서 사상 최대 수준까지 벌어져 있는데, 이는 정유 업종의 최근 강세에 부담으로 작용할 수밖에 없음. Fundamentally 본다고 하더라도 추가적인 유가 강세가 어렵고, 정유 역시 화학에 뒤이어서 대규모 신증설을 목전에 두고 있다는 것 또한 감안해야 함. 자세한 내용은 10/1 발간 된 Cyclical Bulletin Release 14. 참고 바람)

목표주가 140,000 원 → 150,000 원 상향 / 투자 의견 매수 유지

3분기 예상 외 이익 강세를 반영하여 올 하반기 이익추정치를 상향 조정하며, 이를 반영해 목표주가 역시 상향 조정함. 순수화학 대비 실적, 배당의 매력이 높은 것은 사실이지만, 주가가 이미 이를 반영하여 큰 outperform을 했다는 것은 고민할 만한 부분임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	17,890.3	16,321.8	20,891.4	24,692.8	21,984.0	20,679.2
yoy	%	(37.4)	(8.8)	28.0	18.2	(11.0)	(5.9)
영업이익	십억원	817.6	1,616.9	1,373.3	1,570.1	1,223.9	1,330.8
yoy	%	흑전	97.8	(15.1)	14.3	(22.1)	8.7
EBITDA	십억원	1,090.8	1,903.6	1,667.4	1,870.3	1,520.7	1,627.7
세전이익	십억원	812.7	1,575.1	1,644.9	1,459.1	1,188.0	1,198.8
순이익(지배주주)	십억원	631.3	1,205.4	1,246.5	1,116.4	920.7	929.1
영업이익률%	%	4.6	9.9	6.6	6.4	5.6	6.4
EBITDA%	%	6.1	11.7	8.0	7.6	6.9	7.9
순이익률	%	3.5	7.4	6.0	4.5	4.2	4.5
EPS	원	5,525	10,494	10,870	9,714	7,976	8,050
PER	배	14.4	8.1	10.8	14.1	17.2	17.0
PBR	배	1.7	1.5	2.0	2.3	2.3	2.2
EV/EBITDA	배	9.2	5.2	9.7	8.4	10.4	9.7
ROE	%	12.3	20.5	18.8	16.5	13.5	13.1
순차입금	십억원	903	162	2,658	5,247	4,481	4,647
부채비율	%	100.3	118.4	120.5	156.4	139.0	135.5

3Q18 preview

(단위: %, 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	5,211.8	5,814.4	5,410.9	6,003.1	6,624.8	27.1	10.4	6,336.4	4.6
영업이익	553.2	369.3	254.5	402.6	375.2	(32.2)	(6.8)	348.5	7.7
세전이익	527.0	526.9	258.2	214.5	501.4	(4.9)	133.7	360.3	39.1
지배순이익	398.7	386.9	188.7	163.2	388.5	(2.6)	138.0	269.8	44.0
영업이익률	10.6	6.4	4.7	6.7	5.7	(5.0)	(1.0)	5.5	0.2
세전이익률	10.1	9.1	4.8	3.6	7.6	(2.5)	4.0	5.7	1.9
지배주주순이익률	7.7	6.7	3.5	2.7	5.9	(1.8)	3.1	4.3	1.6

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	13.5%	ROE(지배주주지분)	18.8%	16.6%	10.8%	11.1%	10.0%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	13.5%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	2.30						
1Q19E BPS(지배주주지분)	66,032						
Target Price	151,898						

자료: S-OIL, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	5,525	10,968	7,316	7,694	6,973
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	9,183				
3Q19E EPS	10,968				
3Q20E EPS	7,316				

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	110,200	114,792	119,384	123,975	128,567	133,159	137,750	142,342	146,934	151,525
TP by 3Q19E EPS	131,617	137,101	142,585	148,069	153,553	159,037	164,521	170,005	175,489	180,973
TP by 3Q20E EPS	87,792	91,450	95,108	98,766	102,424	106,082	109,740	113,398	117,056	120,714

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	22,040.1	18,000.4	20,891.4	24,692.8	21,984.0	0.0%	12.0%	22.1%
YoY %	28.0%	5.5%	-18.3%	28.0%	18.2%	-11.0%			
영업이익	1,373.3	1,295.6	1,344.5	1,373.3	1,570.1	1,223.9	0.0%	21.2%	-9.0%
YoY %	-15.1%	-5.7%	3.8%	-15.1%	14.3%	-22.1%			
EBITDA	1,667.4	1,605.9	1,654.8	1,667.4	1,870.3	1,520.7	0.0%	16.5%	-8.1%
YoY %	-12.4%	-3.7%	3.0%	-12.4%	12.2%	-18.7%			
순이익	1,246.5	934.6	1,009.1	1,246.5	1,116.4	920.7	0.0%	19.5%	-8.8%
YoY %	3.4%	-25.0%	8.0%	3.4%	-10.4%	-17.5%			

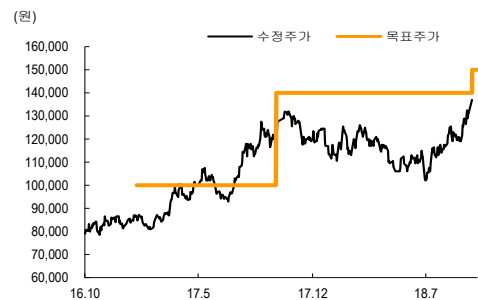
자료: S-OIL, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	5,707.1	5,004.4	4,656.8	4,480.8	6,624.8	6,653.9	5,928.9	5,642.2	16.1%	33.0%	27.3%	25.9%
YoY %	9.5%	-13.9%	-13.9%	-24.3%	27.1%	14.4%	9.6%	-6.0%				
QoQ %	-3.6%	-12.3%	-6.9%	-3.8%	10.4%	0.4%	-10.9%	-4.8%				
영업이익	320.2	307.9	337.8	340.8	375.2	537.7	410.2	350.9	17.2%	74.6%	21.4%	3.0%
YoY %	-42.1%	-16.6%	32.7%	-17.5%	-32.2%	45.6%	61.2%	-12.8%				
QoQ %	-22.4%	-3.8%	9.7%	0.9%	-6.8%	43.3%	-23.7%	-14.4%				
EBITDA	397.8	385.5	415.4	418.4	449.4	611.9	484.4	425.1	13.0%	58.7%	16.6%	1.6%
YoY %	-36.3%	-13.4%	25.1%	-14.7%	-28.0%	37.5%	45.9%	-10.8%				
QoQ %	-18.9%	-3.1%	7.7%	0.7%	-5.8%	36.2%	-20.8%	-12.2%				
순이익	236.6	193.8	241.5	260.3	388.5	375.9	281.3	269.3	64.2%	94.0%	16.5%	3.5%
YoY %	-40.6%	-49.9%	27.9%	-17.5%	-2.6%	-2.9%	49.1%	65.0%				
QoQ %	-25.0%	-18.1%	24.6%	7.8%	138.0%	-3.3%	-25.2%	-4.3%				

자료: S-OIL, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	150,000원	6개월		
2018.07.09	매수	140,000원	6개월	-15.57%	-2.14%
2018.04.02	매수	140,000원	6개월	-15.87%	-5.71%
2018.01.08	매수	140,000원	6개월	-13.31%	-5.71%
2017.09.27	매수	140,000원	6개월	-11.65%	-5.71%
2017.07.04	매수	100,000원	6개월	0.58%	27.50%
2017.04.10	매수	100,000원	6개월	-6.53%	7.50%
2017.02.03	매수	100,000원	6개월	-11.29%	0.50%
2017.01.09	매수	100,000원	6개월	-15.71%	-12.80%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 1일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,974	6,775	7,208	6,239	6,237
현금및현금성자산	767	480	623	1,389	1,223
매출채권및기타채권	1,309	1,744	1,794	1,297	1,344
재고자산	2,423	2,791	4,237	3,065	3,176
비유동자산	5,985	8,313	10,034	10,397	10,721
장기금융자산	118	158	97	97	97
유형자산	5,711	7,969	9,731	10,094	10,417
무형자산	54	105	103	103	103
자산총계	13,959	15,087	17,243	16,636	16,957
유동부채	4,833	4,544	6,808	5,967	6,047
단기금융부채	2,197	1,377	2,635	2,635	2,635
매입채무 및 기타채무	2,152	2,750	3,040	2,200	2,279
단기충당부채	2	2	14	14	14
비유동부채	2,735	3,700	3,709	3,709	3,709
장기금융부채	2,564	3,475	3,457	3,457	3,457
장기매입채무 및 기타채무	0	0	34	34	34
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,567	8,245	10,517	9,676	9,755
지배주주지분	6,392	6,843	6,726	6,960	7,202
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	379	379	379
기타자본구성요소	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	4,745	5,198	6,057	6,291	6,533
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,392	6,843	6,726	6,960	7,202
부채외자본총계	13,959	15,087	17,243	16,636	16,957

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,722	1,143	1,020	2,287	1,390
당기순이익(손실)	1,205	1,246	1,116	921	929
비현금성항목등	694	619	719	539	539
유형자산감가상각비	287	294	300	297	297
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(408)	(325)	(419)	(242)	(242)
운전자본감소(증가)	(188)	(236)	(519)	827	(78)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(123)	(384)	(255)	497	(47)
재고자산감소(증가)	(825)	(367)	(1,446)	1,171	(111)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	551	593	1,307	(841)	79
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	370	398	223	205	205
투자활동현금흐름	(1,967)	(832)	(613)	(660)	(620)
금융자산감소(증가)	(936)	1,723	1,401	0	0
유형자산감소(증가)	(1,056)	(2,411)	(2,025)	(660)	(620)
무형자산감소(증가)	(7)	(1)	0	0	0
기타	32	(142)	11	0	0
재무활동현금흐름	811	(598)	(120)	(687)	(687)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,021	205	1,114	0	0
자본의증가(감소)	7	3	0	0	0
배당금의 지급	210	803	1,234	687	687
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	566	(287)	142	766	(166)
기초현금	201	767	480	623	1,389
기말현금	767	480	623	1,389	1,223
FCF	1,065	(1,732)	(1,027)	1,481	623

자료 : S-Oil, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,322	20,891	24,693	21,984	20,679
매출원가	14,021	18,783	22,512	20,222	18,842
매출총이익	2,301	2,108	2,181	1,762	1,837
매출총이익률 (%)	14.1	10.1	8.8	8.0	8.9
판매비와관리비	684	735	611	538	506
영업이익	1,617	1,373	1,570	1,224	1,331
영업이익률 (%)	9.9	6.6	6.4	5.6	6.4
비영업손익	(42)	272	(111)	(36)	(132)
순금융비용	154	117	545	799	703
외환관련손익	(67)	242	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	7	5	5	4	4
세전계속사업이익	1,575	1,645	1,459	1,188	1,199
세전계속사업이익률 (%)	9.7	7.9	5.9	5.4	5.8
계속사업법인세	370	398	343	267	270
계속사업이익	1,205	1,246	1,116	921	929
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,205	1,246	1,116	921	929
순이익률 (%)	7.4	6.0	4.5	4.2	4.5
지배주주	1,205	1,246	1,116	921	929
지배주주귀속 순이익률(%)	7.4	6.0	4.5	4.2	4.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,211	1,254	1,118	921	929
지배주주	1,211	1,254	1,118	921	929
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,904	1,667	1,870	1,521	1,628

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(8.8)	28.0	18.2	(11.0)	(5.9)
영업이익	97.8	(15.1)	14.3	(22.1)	8.7
세전계속사업이익	93.8	4.4	(11.3)	(18.6)	0.9
EBITDA	74.5	(12.4)	12.2	(18.7)	7.0
EPS(계속사업)	89.9	3.6	(10.6)	(17.9)	0.9
수익성 (%)					
ROE	20.5	18.8	16.5	13.5	13.1
ROA	9.7	8.6	6.9	5.4	5.5
EBITDA마진	11.7	8.0	7.6	6.9	7.9
안정성 (%)					
유동비율	165.0	149.1	105.9	104.6	103.1
부채비율	118.4	120.5	156.4	139.0	135.5
순차입금/자기자본	2.5	38.8	78.0	64.4	64.5
EBITDA/이자비용(배)	0.4	(0.1)	0.1	(0.1)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,494	10,870	9,714	7,976	8,050
BPS	55,582	59,440	58,665	60,669	62,746
CFPS	13,071	11,448	12,865	10,680	11,391
주당 현금배당금	6,200	5,900	5,900	5,900	5,900
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.1	10.8	14.1	17.2	17.0
PER(최저)					
PBR(최고)	1.5	2.0	2.3	2.3	2.2
PBR(최저)					
PCR	6.5	10.2	10.6	12.8	12.0
EV/EBITDA(최고)	5.2	9.7	8.4	10.4	9.7
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	474 십억원
발행주식수	9,470 만주
자사주	3 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,120 십억원
주요주주	
허창수(와48)	47.27%
국민연금공단	11.38%
외국인지분률	20.70%
배당수익률	3.30%

Stock Data

주가(18/09/28)	55,100 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	70,700 원
52주 최저가	50,700 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.3%	-0.4%
6개월	-11.4%	-8.5%
12개월	-14.7%	-13.6%

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

3Q18 Preview: 정유업종 내 상대적 매력 부각될 수 있는 시점

3Q18 영업이익은 5,887 억원으로 시장 컨센서스에 상회할 것으로 추정됨. 정유 본업이 8월 중순 이후 급반등세를 보였고, 화학에서도 PX가 호조를 보인 것이 실적 강세의 주요 원인이 될 것으로 기대함. 동사는 순수정유업종이 아니라는 이유로 최근 동종업계 SK 이노베이션, S-Oil 대비 discount 를 부여 받았음. 하지만 오히려 다가올 대규모 신증설 국면에서는 지주사라는 부분이 상대적 매력을 부각시킬 수 있음을 감안해야 함

3Q18 영업이익 5,887 억원(QoQ +5.7% / YoY +18.5%) 추정

9/28 기준 컨센서스 5,487 억원을 +7.3% 상회하는 실적 수준 예상함. 호실적의 가장 큰 원인은 정유 사업부에 있음. 8월 중순까지만 하더라도 좋지 못한 시황을 보였지만, 이후 유가 및 마진반등 효과로 인하여 빠른 실적 회복세를 보였음. 3Q 평균 1M lagging margin(환율반영)은 10.1 천원/bbl로서 2Q 보다는 좋지 못하지만 1Q는 넘어서는 수준에 해당함. 뿐만 아니라 pygas 계열의 강세로 PX 가격도 급반등(2Q \$976/t → 3Q \$1,167/t)하여 실적강세에 기여했을 것으로 판단함

화학의 급락은 정유와 관계없는 현상일까?

롯데케미칼, 한화케미칼, 대한유화로 대변되는 순수화학의 2018년 하반기 이후 급락세는 주식 시장의 큰 화두임. 흥미로운 것은 늘 같은 이익과 주가 패턴을 보여왔던 정유와 순수화학이 최근에는 극명히 다른 움직임을 보이고 있다는 것임. 12M fwd ROE의 추정치는 유사함에도 불구하고 PBR valuation은 과거 패턴과 달리 올 해 들어 이격을 나타내면서 사상 최대 수준까지 벌어져 있는데, 이는 정유 업종의 최근 강세에 부담으로 작용할 수밖에 없음. Fundamentally 본다고 하더라도 추가적인 유가 강세가 어렵고, 정유 역시 화학에 뒤이어서 대규모 신증설을 목전에 두고 있다는 것 또한 감안해야 함. 자세한 내용은 10/1 발간 된 Cyclical Bulletin Release 14. 참고 바람)

목표주가 80,000 원 / 투자의견 매수 유지

동사의 주가는 순수정유와 거리가 멀다는 이유로 SK 이노베이션 / S-Oil 대비 discount 를 지속 부여받고 있음. 다만 반대로 차후 다가올 정유의 신증설 국면에서는 오히려 지주사로 접근할 수 있다는 부분이 상대적 매력으로 작용할 수 있음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	12,179.5	13,462.4	16,209.9	18,364.4	18,488.0	19,744.7
yoy	%	12.1	10.5	20.4	13.3	0.7	6.8
영업이익	십억원	1,604.3	1,754.2	2,071.2	2,347.6	2,017.1	2,002.4
yoy	%	흑전	9.3	18.1	13.3	(14.1)	(0.7)
EBITDA	십억원	1,604.3	1,754.2	2,071.2	2,347.6	2,017.1	2,002.4
세전이익	십억원	1,309.1	1,629.1	1,907.6	2,154.5	1,810.9	1,779.8
순이익(지배주주)	십억원	492.2	805.7	986.2	1,024.4	977.9	961.1
영업이익률%	%	13.2	13.0	12.8	12.8	10.9	10.1
EBITDA%	%	13.2	13.0	12.8	12.8	10.9	10.1
순이익률	%	4.0	6.0	6.1	5.6	5.3	4.9
EPS	원	5,268	8,640	10,578	11,026	10,525	10,344
PER	배	9.6	6.3	5.9	5.0	5.2	5.3
PBR	배	1.0	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	7.7	6.7	6.4	2.2	2.6	2.6
ROE	%	8.1	12.1	13.4	12.5	10.7	9.6
순차입금	십억원	7,511	6,607	7,504	5,859	6,080	6,413
부채비율	%	134.9	128.0	127.7	115.0	105.8	98.6

3Q18 preview

(단위: %, 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,229.2	4,207.1	4,456.2	4,581.3	4,735.5	12.0	3.4	4,635.9	2.1
영업이익	496.7	537.1	566.5	557.2	588.7	18.5	5.7	548.7	7.3
세전이익	449.5	473.1	520.8	508.6	540.5	20.2	6.3	511.4	5.7
지배순이익	234.1	216.8	223.1	193.8	291.8	24.7	50.6	235.7	23.8
영업이익률	11.7	12.8	12.7	12.2	12.4	0.7	0.3	11.8	0.6
세전이익률	10.6	11.2	11.7	11.1	11.4	0.8	0.3	11.0	0.4
지배주주순이익률	5.5	5.2	5.0	4.2	6.2	0.6	1.9	5.1	1.1

자료: SK 증권 Fnguide

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법적용 투자주식)					
비상장사					
칼텍스	6,047.4			50.0%	Target P/B = 1.02x
스푸츠	7.3	7.3		100.0%	2Q18말 장부가반영
EPS	517.1	738.8		70.0%	2Q18말 장부가반영
E&R	216.2	335.7		64.4%	2Q18말 장부가반영
파워	483.0	966.0		50.0%	2Q18말 장부가반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,248.1	1,248.1		100.0%	2Q18말 장부가반영
상장사					
리테일	1,364.4		2,964.5	65.8%	9/28 MV 대비 할인률 30% 적용
홈쇼핑	279.1		1,328.9	30.0%	9/28 MV 대비 할인률 30% 적용
글로벌	106.2		271.5	55.9%	9/28 MV 대비 할인률 30% 적용
임대수익	3,292.8				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	743.8				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	14,305.4				
Non-Operating Value					
1,132.5					
현금 및 현금성자산	775.2				
단기금융자산	357.3				
Debt	7,885.8				
Firm Value	7,552.1				
우선주사가총액	68.7				
Equity Value	7,483.4				
기밀발행주식수(보통, 천주)	92,915				
Target Price	80,540				

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	18,680.1	19,572.1	16,209.9	18,364.4	18,488.0	0.0%	-1.7%	-5.5%
YoY %	20.4%	15.2%	4.8%	20.4%	13.3%	0.7%			
영업이익	2,071.2	2,153.8	1,792.3	2,071.2	2,347.6	2,017.1	0.0%	9.0%	12.5%
YoY %	18.1%	4.0%	-16.8%	18.1%	13.3%	-14.1%			
EBITDA	2,071.2	2,153.8	1,792.3	2,071.2	2,347.6	2,017.1	0.0%	9.0%	12.5%
YoY %	18.1%	4.0%	-16.8%	18.1%	13.3%	-14.1%			
순이익	986.2	1,069.0	1,002.9	986.2	1,024.4	977.9	0.0%	-4.2%	-2.5%
YoY %	22.4%	8.4%	-6.2%	22.4%	3.9%	-4.5%			

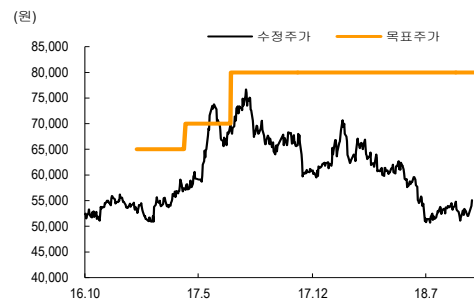
자료: GS, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	4,865.7	4,633.1	4,616.3	4,922.6	4,735.5	4,591.4	4,409.6	4,639.3	-2.7%	-0.9%	-4.5%	-5.8%
YoY %	15.1%	10.1%	3.6%	4.2%	12.0%	9.1%	-1.0%	1.3%				
QoQ %	3.0%	-4.8%	-0.4%	6.6%	3.4%	-3.0%	-4.0%	5.2%				
영업이익	535.1	457.1	447.2	448.1	588.7	635.2	532.3	530.6	10.0%	39.0%	19.0%	18.4%
YoY %	7.7%	-14.9%	-21.1%	-24.7%	18.5%	18.3%	-6.0%	-4.8%				
QoQ %	-10.1%	-14.6%	-2.2%	0.2%	5.7%	7.9%	-16.2%	-0.3%				
EBITDA	535.1	457.1	447.2	448.1	588.7	635.2	532.3	530.6	10.0%	39.0%	19.0%	18.4%
YoY %	7.7%	-14.9%	-21.1%	-24.7%	18.5%	18.3%	-6.0%	-4.8%				
QoQ %	-10.1%	-14.6%	-2.2%	0.2%	5.7%	7.9%	-16.2%	-0.3%				
순이익	285.9	239.0	250.9	251.1	291.8	315.7	260.1	259.1	2.1%	32.1%	3.7%	3.2%
YoY %	22.1%	10.2%	12.5%	-21.8%	24.7%	45.6%	16.6%	33.7%				
QoQ %	-10.9%	-16.4%	5.0%	0.1%	50.6%	8.2%	-17.6%	-0.4%				

자료: GS, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	80,000원	6개월		
2018.07.09	매수	80,000원	6개월	-22.38%	-4.13%
2018.04.02	매수	80,000원	6개월	-19.74%	-4.13%
2018.01.08	매수	80,000원	6개월	-17.37%	-4.13%
2017.09.27	매수	80,000원	6개월	-16.72%	-4.13%
2017.07.04	매수	80,000원	6개월	-12.51%	-4.13%
2017.04.10	매수	70,000원	6개월	-7.12%	5.43%
2017.01.09	매수	65,000원	6개월	-16.30%	-9.08%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 10 월 1 일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,473	2,875	4,118	3,889	3,623
현금및현금성자산	504	723	1,912	1,692	1,358
매출채권및기타채권	1,160	1,146	1,223	1,217	1,261
재고자산	335	533	439	437	453
비유동자산	17,868	19,129	18,726	19,864	21,088
장기금융자산	291	329	183	183	183
유형자산	7,866	8,401	8,838	9,530	10,268
무형자산	1,890	1,788	1,793	1,793	1,793
자산총계	20,341	22,004	22,844	23,753	24,710
유동부채	3,771	4,451	4,620	4,612	4,673
단기금융부채	1,980	2,372	2,544	2,544	2,544
매입채무 및 기타채무	1,183	1,461	1,691	1,683	1,743
단기충당부채	5	17	20	20	20
비유동부채	7,650	7,890	7,598	7,598	7,598
장기금융부채	6,574	6,711	6,328	6,328	6,328
장기매입채무 및 기타채무	0	0	344	344	344
장기충당부채	126	111	118	118	118
부채총계	11,421	12,341	12,218	12,211	12,271
지배주주지분	6,964	7,730	8,654	9,570	10,467
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	9,935	10,851	11,748
비지배주주지분	1,956	1,932	1,972	1,972	1,972
자본총계	8,920	9,663	10,626	11,542	12,439
부채외자본총계	20,341	22,004	22,844	23,753	24,710

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	852	1,306	2,127	2,238	2,225
당기순이익(손실)	923	1,092	1,168	1,087	1,068
비현금성항목등	597	847	1,291	1,153	1,153
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(597)	(847)	(1,291)	(1,153)	(1,153)
운전자본감소(증가)	(113)	7	(75)	(1)	5
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(280)	(8)	(83)	5	(40)
재고자산감소(증가)	(53)	(198)	94	2	(16)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	151	181	681	(8)	61
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	662	816	1,113	1,153	1,153
투자활동현금흐름	(524)	(1,418)	(750)	(691)	(738)
금융자산감소(증가)	(199)	(77)	(14)	0	0
유형자산감소(증가)	(894)	(1,099)	(707)	(691)	(738)
무형자산감소(증가)	(42)	(45)	(16)	0	0
기타	611	(197)	(13)	0	0
재무활동현금흐름	(336)	335	(601)	(171)	(171)
단기금융부채증가(감소)	(6)	(7)	(3)	0	0
장기금융부채증가(감소)	(180)	798	(224)	0	0
자본의증가(감소)	29	19	0	0	0
배당금의 지급	172	188	374	171	171
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(3)	219	1,189	(221)	(333)
기초현금	507	504	723	1,912	1,692
기말현금	504	723	1,912	1,692	1,358
FCF	1,171	(331)	815	520	456

자료 : GS, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	13,462	16,210	18,364	18,488	19,745
매출원가	10,273	12,449	14,075	14,509	15,647
매출총이익	3,189	3,761	4,290	3,979	4,098
매출총이익률 (%)	23.7	23.2	23.4	21.5	20.8
판매비와관리비	1,435	1,690	1,942	1,962	2,096
영업이익	1,754	2,071	2,348	2,017	2,002
영업이익률 (%)	13.0	12.8	12.8	10.9	10.1
비영업손익	(125)	(164)	(193)	(206)	(223)
순금융비용	79	86	75	97	81
외환관련손익	4	2	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,629	1,908	2,155	1,811	1,780
세전계속사업이익률 (%)	12.1	11.8	11.7	9.8	9.0
계속사업법인세	663	816	987	724	712
계속사업이익	966	1,092	1,168	1,087	1,068
중단사업이익	(43)	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	923	1,092	1,168	1,087	1,068
순이익률 (%)	6.9	6.7	6.4	5.9	5.4
지배주주	806	986	1,024	978	961
지배주주귀속 순이익률(%)	6.0	6.1	5.6	5.3	4.9
비지배주주	118	106	144	109	107
총포괄이익	941	945	1,210	1,087	1,068
지배주주	828	837	1,069	978	961
비지배주주	113	108	140	109	107
EBITDA	1,754	2,071	2,348	2,017	2,002

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	10.5	20.4	13.3	0.7	6.8
영업이익	9.3	18.1	13.3	(14.1)	(0.7)
세전계속사업이익	24.4	17.1	12.9	(15.9)	(1.7)
EBITDA	9.3	18.1	13.3	(14.1)	(0.7)
EPS(계속사업)	64.0	22.4	4.2	(4.5)	(1.7)
수익성 (%)					
ROE	12.1	13.4	12.5	10.7	9.6
ROA	4.7	5.2	5.2	4.7	4.4
EBITDA마진	13.0	12.8	12.8	10.9	10.1
안정성 (%)					
유동비율	65.6	64.6	89.1	84.3	77.5
부채비율	128.0	127.7	115.0	105.8	98.6
순차입금/자기자본	74.1	77.7	55.1	52.7	51.6
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.1	0.0	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,640	10,578	11,026	10,525	10,344
BPS	57,738	67,973	78,200	87,873	97,349
CFPS	10,987	12,517	13,434	12,780	12,687
주당 현금배당금	1,600	1,800	1,800	1,800	1,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.3	5.9	5.0	5.2	5.3
PER(최저)					
PBR(최고)	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	4.9	5.0	4.1	4.3	4.3
EV/EBITDA(최고)	6.7	6.4	2.2	2.6	2.6
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

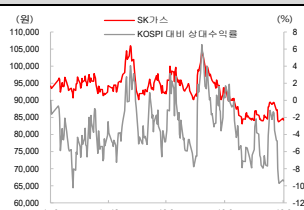
Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	905 만주
자사주	34 만주
액면가	5,000 원
시가총액	762 십억원
주요주주	
SK디스커버리(외4)	55.77%
(주)브이아이피투자자	6.69%
문	
외국인지분률	10.40%
배당수익률	3.10%

Stock Data

주가(18/09/28)	84,200 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	0.47
52주 최고가	106,000 원
52주 최저가	83,100 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.5%	-2.2%
6개월	-8.4%	-5.4%
12개월	-10.6%	-9.5%

SK 가스 (018670/KS | 매수(유지) | T.P 120,000 원(하향))

3Q18 Preview: 지금 필요한 것은 신규성장동력

3Q18 영업이익은 373 억원으로 시장 컨센서스 456 억원을 하회할 것으로 추정됨. 전분기 발생했던 SK 디앤디의 이익 효과 소멸로 약세 불가피함. 본업인 LPG 는 판가의 지속 상승으로 증익이 기대되지만 SK 디앤디 이익 소멸분을 상쇄할 만큼은 아님. 동사는 지난 해의 LPG 판매물량 확대와 PDH 이익 강세 효과가 희석된 이후 주가 상승의 동력을 잃은 상황임

3Q18 영업이익 373 억원(QoQ -43.5% / YoY -1.7%) 추정

9/28 컨센서스 456 억원 대비 -18.3% 하회할 것으로 추정함. 전분기 발생했던 계열사 SK 디앤디의 이익 효과가 소멸되면서 전분기 대비로 약세 전환 불가피한 것으로 추정함. SK 디앤디의 3분기 영업이익 컨센서스는 60 억원으로 전분기 600 억원 대비 대폭 감소할 것으로 예상되고 있음. 한편 본업인 LPG 는 꾸준한 판가 인상으로 인하여 증익이 기대되지만, 디앤디의 이익 기저효과를 상쇄할 만한 수준은 아닌 것으로 판단함

또 한 번의 성장 모멘텀이 필요한 시점

동사의 주가는 약 1년 간 지속 하락하면서 52주 최저치를 기록 중임. PBR 역시 0.6x에 불과함. 지난 해 발생했던 LPG 판매물량 확대와 PDH 이익 강세효과가 희석된 이후 성장동력을 상실한 상황임. 주가의 추가하락은 제한될 것으로 판단하지만, 미래 성장동력에 대한 확보를 확인한 이후에야 상승세가 가능할 것임

목표주가 130,000 원 → 120,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

지속적인 LPG 시황의 약세 국면을 감안하여 이익 추정치와 목표주가를 동시에 소폭하향 조정함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	4,079.0	5,271.5	6,689.7	6,338.1	5,428.6	5,708.6
yoy	%	(31.4)	29.2	26.9	(5.3)	(14.3)	5.2
영업이익	십억원	99.2	197.6	125.4	181.2	155.0	151.8
yoy	%	(17.6)	99.3	(36.5)	44.4	(14.4)	(2.0)
EBITDA	십억원	144.0	251.6	173.8	237.2	211.9	208.7
세전이익	십억원	95.2	216.4	215.1	81.0	154.7	136.2
순이익(지배주주)	십억원	69.2	170.4	102.1	44.3	109.3	96.2
영업이익률%	%	2.4	3.7	1.9	2.9	2.9	2.7
EBITDA%	%	3.5	4.8	2.6	3.7	3.9	3.7
순이익률	%	2.3	4.1	3.2	1.3	2.9	2.4
EPS	원	7,866	19,181	11,384	4,943	12,191	10,728
PER	배	9.1	6.7	8.3	17.0	6.9	7.8
PBR	배	0.6	1.0	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	16.2	8.8	13.2	9.1	3.6	3.7
ROE	%	5.8	13.1	7.1	3.0	7.5	6.2
순차입금	십억원	1,682	1,063	1,436	1,389	1,379	1,356
부채비율	%	150.7	137.9	144.0	157.0	148.9	142.1

3Q18 preview

(단위: %, 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,466.7	1,864.1	1,705.7	1,718.3	1,576.1	7.5	(8.3)	1,726.6	(8.7)
영업이익	37.9	13.4	58.5	65.9	37.3	(1.7)	(43.5)	45.6	(18.3)
세전이익	50.0	9.6	(85.0)	108.3	43.8	(12.4)	(59.6)	39.0	12.3
지배순이익	29.3	(5.5)	(54.9)	58.5	30.9	5.6	(47.1)	31.3	(1.3)
영업이익률	2.6	0.7	3.4	3.8	2.4	(0.2)	(1.5)	2.6	(0.3)
세전이익률	3.4	0.5	(5.0)	6.3	2.8	(0.6)	(3.5)	2.3	0.5
지배주주순이익률	2.0	(0.3)	(3.2)	3.4	2.0	(0.0)	(1.4)	1.8	0.1

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	6.0%	7.1%	5.6%	6.9%	5.9%	5.6%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE 6.0%				
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.80					
1Q19E BPS(지배주주지분)	147,301					
Target Price	117,708					

자료: SK 가스, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	7,866	9,089	11,965	10,896	10,924
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	10,209				
3Q19E EPS	9,089				
3Q20E EPS	11,965				

Multiple	8.0	8.5	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5
TP by weighted EPS	81,674	86,778	91,883	96,987	102,092	107,197	112,301	117,406	122,510	127,615
TP by 3Q19E EPS	72,712	77,257	81,801	86,346	90,890	95,435	99,979	104,524	109,068	113,613
TP by 3Q20E EPS	95,723	101,706	107,688	113,671	119,654	125,636	131,619	137,602	143,584	149,567

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	6,556.6	5,648.5	6,689.7	6,338.1	5,428.6	0.0%	-3.3%	-3.9%
YoY %	26.9%	-2.0%	-13.9%	26.9%	-5.3%	-14.3%			
영업이익	125.4	227.5	164.4	125.4	181.2	155.0	0.0%	-20.4%	-5.7%
YoY %	-36.5%	81.4%	-27.8%	-36.5%	44.4%	-14.4%			
EBITDA	173.8	281.1	218.0	173.8	237.2	211.9	0.0%	-15.6%	-2.8%
YoY %	-30.9%	61.7%	-22.5%	-30.9%	36.5%	-10.7%			
순이익	102.1	42.8	94.9	102.1	44.3	109.3	0.0%	3.7%	15.2%
YoY %	-40.1%	-58.1%	122.0%	-40.1%	-56.6%	146.6%			

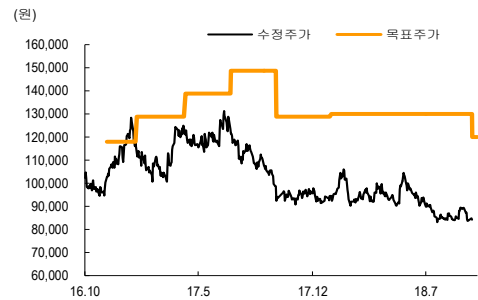
자료: SK 가스 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	1,679.4	1,493.9	1,492.0	1,352.3	1,576.1	1,338.0	1,405.5	1,308.8	-6.2%	-10.4%	-5.8%	-3.2%
YoY %	14.5%	-19.9%	-12.5%	-19.4%	7.5%	-28.2%	-17.6%	-23.8%				
QoQ %	0.1%	-11.0%	-0.1%	-9.4%	-8.3%	-15.1%	5.0%	-6.9%				
영업이익	54.1	53.6	41.5	32.2	37.3	19.5	37.7	30.2	-31.1%	-63.7%	-9.3%	-6.0%
YoY %	42.6%	299.0%	-29.0%	-47.5%	-1.7%	44.9%	-35.7%	-54.1%				
QoQ %	-11.8%	-0.9%	-22.4%	-22.6%	-43.5%	-47.8%	93.6%	-19.7%				
EBITDA	67.5	67.0	54.9	45.6	51.5	33.7	51.9	44.4	-23.7%	-49.7%	-5.6%	-2.5%
YoY %	34.5%	158.0%	-23.6%	-39.0%	2.6%	29.7%	-27.9%	-44.5%				
QoQ %	-9.7%	-0.8%	-18.0%	-17.1%	-35.8%	-34.6%	54.1%	-14.3%				
순이익	27.7	37.3	19.6	18.5	30.9	9.8	23.3	21.6	11.7%	-73.6%	18.8%	16.7%
YoY %	-5.4%	흑전	흑전	-43.4%	5.6%	흑전	흑전	-63.1%				
QoQ %	-15.2%	34.7%	-47.4%	-5.8%	-47.1%	-68.2%	137.2%	-7.4%				

자료: SK 가스 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	120,000원	6개월		
2018.07.09	매수	130,000원	6개월	-28.38%	-18.46%
2018.04.02	매수	130,000원	6개월	-26.80%	-18.46%
2018.01.08	매수	130,000원	6개월	-26.85%	-18.46%
2017.09.27	매수	128,884원	6개월	-26.76%	-24.08%
2017.07.04	매수	148,712원	6개월	-25.50%	-18.33%
2017.04.10	매수	138,798원	6개월	-13.04%	-5.36%
2017.01.09	매수	128,884원	6개월	-13.41%	-3.08%
2016.11.14	매수	118,018원	6개월	-4.07%	8.79%



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 10월 1일 현재 SK 가스(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 1일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,980	2,106	1,862	1,921	1,948
현금및현금성자산	206	263	273	283	307
매출채권및기타채권	726	894	616	639	641
재고자산	394	548	436	453	455
비유동자산	2,091	2,245	2,412	2,464	2,521
장기금융자산	288	306	376	376	376
유형자산	1,120	1,179	1,160	1,212	1,269
무형자산	311	305	307	307	307
자산총계	4,071	4,352	4,274	4,384	4,469
유동부채	1,595	1,522	1,433	1,445	1,445
단기금융부채	1,039	1,027	935	935	935
매입채무 및 기타채무	303	435	298	309	310
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	765	1,046	1,178	1,178	1,178
장기금융부채	662	901	1,005	1,005	1,005
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,360	2,568	2,611	2,623	2,624
지배주주지분	1,388	1,497	1,415	1,514	1,598
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	1,188	1,287	1,371
비지배주주지분	323	286	248	248	248
자본총계	1,711	1,783	1,663	1,762	1,846
부채외자본총계	4,071	4,352	4,274	4,384	4,469

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	(108)	(108)	468	236	251
당기순이익(손실)	188	150	41	121	107
비현금성항목등	61	87	224	146	146
유형자산감가상각비	54	48	56	57	57
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(7)	(39)	(168)	(90)	(90)
운전자본감소(증가)	(334)	(293)	226	(32)	(3)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(293)	(167)	258	(22)	(2)
재고자산감소(증가)	206	(155)	112	(17)	(1)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	45	118	(134)	8	1
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	51	65	69	82	82
투자활동현금흐름	(117)	98	(215)	(109)	(114)
금융자산감소(증가)	(48)	(16)	(18)	0	0
유형자산감소(증가)	(138)	(106)	(146)	(109)	(114)
무형자산감소(증가)	(2)	(3)	(1)	0	0
기타	70	222	(50)	0	0
재무활동현금흐름	200	80	(103)	(23)	(23)
단기금융부채증가(감소)	46	(111)	(189)	0	0
장기금융부채증가(감소)	211	345	151	0	0
자본의증가(감소)	7	0	(0)	0	0
배당금의 지급	20	26	52	23	23
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(19)	57	10	10	24
기초현금	225	206	263	273	283
기말현금	206	263	273	283	307
FCF	170	(346)	475	33	59

자료 : SK가스, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,272	6,690	6,338	5,429	5,709
매출원가	4,798	6,274	5,909	5,046	5,318
매출총이익	474	416	429	382	391
매출총이익률 (%)	9.0	6.2	6.8	7.0	6.8
판매비와관리비	276	290	248	227	239
영업이익	198	125	181	155	152
영업이익률 (%)	3.7	1.9	2.9	2.9	2.7
비영업손익	19	90	(100)	(0)	(16)
순금융비용	251	201	216	93	78
외환관련손익	(24)	78	(32)	0	0
관계기업투자등 관련손익	11	38	63	44	44
세전계속사업이익	216	215	81	155	136
세전계속사업이익률 (%)	4.1	3.2	1.3	2.9	2.4
계속사업법인세	46	65	40	33	29
계속사업이익	170	150	41	121	107
중단사업이익	18	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	188	150	41	121	107
순이익률 (%)	3.6	2.2	0.6	2.2	1.9
지배주주	170	102	44	109	96
지배주주귀속 순이익률(%)	3.2	1.5	0.7	2.0	1.7
비지배주주	18	48	(3)	12	11
총포괄이익	213	175	108	121	107
지배주주	194	130	111	109	96
비지배주주	19	45	(2)	12	11
EBITDA	252	174	237	212	209

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	29.2	26.9	(5.3)	(14.3)	5.2
영업이익	99.3	(36.5)	44.4	(14.4)	(2.0)
세전계속사업이익	127.3	(0.6)	(62.3)	91.0	(12.0)
EBITDA	74.8	(30.9)	36.5	(10.7)	(1.5)
EPS(계속사업)	143.9	(40.6)	(56.6)	146.6	(12.0)
수익성 (%)					
ROE	13.1	7.1	3.0	7.5	6.2
ROA	4.6	3.6	1.0	2.8	2.4
EBITDA마진	4.8	2.6	3.7	3.9	3.7
안정성 (%)					
유동비율	124.1	138.4	130.0	133.0	134.8
부채비율	137.9	144.0	157.0	148.9	142.1
순차입금/자기자본	62.1	80.5	83.5	78.3	73.4
EBITDA/이자비용(배)	0.4	(0.1)	0.2	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	19,181	11,384	4,943	12,191	10,728
BPS	130,624	146,836	139,749	150,753	160,132
CFPS	23,604	15,142	24,231	19,910	19,633
주당 현금배당금	2,666	2,599	2,599	2,599	2,599
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.7	8.3	17.0	6.9	7.8
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.6	0.6	0.6	0.5
PBR(최저)					
PCR	5.4	6.2	3.5	4.2	4.3
EV/EBITDA(최고)	8.8	13.2	9.1	3.6	3.7
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

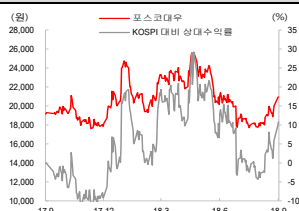
Company Data

자본금	617 십억원
발행주식수	12,338 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,585 십억원
주요주주	
(주)포스코(외4)	63.24%
국민연금공단	6.08%
외국인지분률	10.40%
배당수익률	2.40%

Stock Data

주가(18/09/28)	20,950 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	1.16
52주 최고가	25,650 원
52주 최저가	17,600 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	16.7%	14.7%
6개월	-10.1%	-7.2%
12개월	9.4%	10.8%

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

3Q18 Preview: 미안마 가스전 물량 차질에 따른 감익 불가피

3Q18 영업이익은 613 억원으로 시장 컨센서스 844 억원을 하회할 것으로 추정됨. 실적 부진의 원인은 무역부문의 호조 지속에도 불구하고 미안마 가스전의 물량 차질(중국 가스관 폭발 사고) 때문임. 유가가 중장기적으로는 상승하기 어려운 국면에 있는 만큼 E&P 가치를 부여하기 어렵고, 단기적으로는 미안마 가스전 차질에 따른 실적 약세 또한 불가피한 것으로 판단함

3Q18 영업이익 613 억원(QoQ -54.9% / YoY -37.5%) 추정

9/28 기준 컨센서스 844 억원을 -27.4% 하회하는 실적 수준 예상함. 가장 큰 원인은 미안마 가스전 생산 차질임. 중국 가스관 폭발 사고로 인해서 생산량 급감이 불가피함. 따라서 유가의 지속적인 상승 효과는 이번 분기에 나타나기 어려울 것으로 전망함. 무역 부문은 호실적이 이어질 것으로 추정되고 있음

유가에 대한 믿음은 여전히 약한 상황

동사의 주가는 미안마 가스전 개발 이후로는 유가와 민감하게 연동되고 있음. 다만 최근에는 유가 강세에도 불구하고 가스전 생산 차질, 미중 무역분쟁 격화 등 여러 요인에 의해 주가 약세가 나타나고 있는데, 근본적으로 유가 상승이 추가적으로 이어지기 어렵다는 것 또한 감안해야 함. SK 증권 리서치센터는 2018 년 상반기 '지정학적' 요인에 의한 단기 반등을 view 로 내놓았었고, 하반기 들어서면서부터는 해당 요인이 해소되면서 추가적인 유가 상승이 어렵다는 의견 제시하고 있음. 중장기적으로는 여전히 저유가 국면이 해소되기 어려운 overcapacity 국면이라는 것을 이해해야 함

목표주가 25,000 원 / 투자의견 매수 유지

무역 부문의 지속 강세로 인해 차후 실적 상승의 여지가 있지만, 단기적으로 미안마 가스전의 부담감으로 감익이 확실시 되기 때문에, 이를 동시에 반영하여 목표주가 및 투자의견 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	17,526.9	16,492.1	22,571.7	24,601.8	24,096.1	24,046.9
yoy	%	(14.1)	(5.9)	36.9	9.0	(2.1)	(0.2)
영업이익	십억원	368.8	318.1	401.3	429.1	512.7	428.5
yoy	%	(1.9)	(13.7)	26.1	6.9	19.5	(16.4)
EBITDA	십억원	540.2	484.5	616.5	678.7	755.0	670.8
세전이익	십억원	133.5	174.6	248.0	561.3	256.3	172.0
순이익(지배주주)	십억원	128.9	111.3	175.9	432.7	198.6	133.3
영업이익률%	%	2.1	1.9	1.8	1.7	2.1	1.8
EBITDA%	%	3.1	2.9	2.7	2.8	3.1	2.8
순이익률	%	0.8	1.1	1.1	2.3	1.1	0.7
EPS	원	1,132	977	1,426	3,800	1,744	1,171
PER	배	14.4	27.6	12.7	5.5	12.0	17.9
PBR	배	0.8	1.3	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	9.9	12.6	9.1	3.8	3.4	3.9
ROE	%	5.3	4.5	6.6	14.6	6.2	4.0
순차입금	십억원	3,474	3,031	3,388	3,708	3,312	3,172
부채비율	%	232.2	231.1	221.5	225.7	214.0	210.4

3Q18 preview

(단위: %, 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	5,489.7	5,736.7	6,171.0	6,175.9	6,119.3	11.5	(0.9)	5,858.8	4.4
영업이익	98.0	96.1	150.2	136.0	61.3	(37.5)	(54.9)	84.4	(27.4)
세전이익	36.2	53.4	126.8	53.6	142.7	293.8	166.5	55.1	159.2
지배순이익	19.2	43.8	90.9	46.6	110.6	474.7	137.2	39.4	180.5
영업이익률	1.8	1.7	2.4	2.2	1.0	(0.8)	(1.2)	1.4	(0.4)
세전이익률	0.7	0.9	2.1	0.9	2.3	1.7	1.5	0.9	1.4
지배주주순이익률	0.4	0.8	1.5	0.8	1.8	1.5	1.1	0.7	1.1

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	7.1%	6.6%	10.2%	4.5%	4.0%	4.4%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE 7.1%				
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.03					
1Q19E BPS(지배주주지분)	25,040					
Target Price	25,756					

자료: 포스코대우, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	1,132	2,691	1,212	1,112	1,250
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	1,935				
3Q19E EPS	2,691				
3Q20E EPS	1,212				

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	17,416	19,351	21,286	23,221	25,156	27,092	29,027	30,962	32,897	34,832
TP by 3Q19E EPS	24,218	26,909	29,600	32,290	34,981	37,672	40,363	43,054	45,745	48,436
TP by 3Q20E EPS	10,906	12,117	13,329	14,541	15,752	16,964	18,176	19,388	20,599	21,811

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	24,608.7	23,268.2	22,571.7	24,601.8	24,096.1	0.0%	0.0%	3.6%
YoY %	36.9%	9.0%	-5.4%	36.9%	9.0%	-2.1%			
영업이익	401.3	556.4	438.8	401.3	429.1	512.7	0.0%	-22.9%	16.8%
YoY %	26.1%	38.7%	-21.1%	26.1%	6.9%	19.5%			
EBITDA	616.5	827.9	710.2	616.5	678.7	755.0	0.0%	-18.0%	6.3%
YoY %	27.2%	34.3%	-14.2%	27.2%	10.1%	11.2%			
순이익	175.9	255.5	217.1	175.9	432.7	198.6	0.0%	69.4%	-8.5%
YoY %	58.1%	45.3%	-15.0%	58.1%	146.0%	-54.1%			

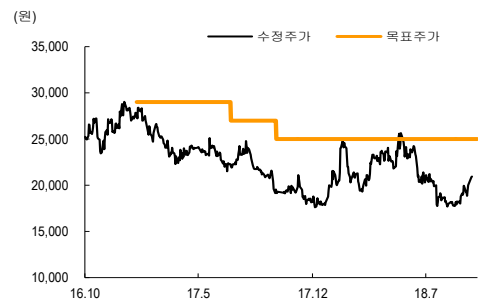
자료: 포스코대우, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	6,131.4	5,932.4	5,836.2	5,788.1	6,119.3	6,135.7	6,078.2	6,046.6	-0.2%	3.4%	4.1%	4.5%
YoY %	11.7%	3.4%	-5.4%	-9.2%	11.5%	7.0%	-1.5%	-2.1%				
QoQ %	-3.8%	-3.2%	-1.6%	-0.8%	-0.9%	0.3%	-0.9%	-0.5%				
영업이익	137.2	135.9	117.8	110.3	61.3	81.7	134.9	130.9	-55.3%	-39.9%	14.5%	18.7%
YoY %	40.0%	41.3%	-21.6%	-17.2%	-37.5%	-15.0%	-10.2%	-3.7%				
QoQ %	3.0%	-1.0%	-13.3%	-6.4%	-54.9%	33.3%	65.2%	-2.9%				
EBITDA	205.1	203.7	185.7	178.2	121.9	142.3	195.5	191.5	-40.6%	-30.2%	5.3%	7.5%
YoY %	42.4%	24.4%	-14.8%	-11.4%	-15.4%	-13.2%	-10.3%	-2.6%				
QoQ %	2.0%	-0.7%	-8.9%	-4.0%	-38.0%	16.7%	37.4%	-2.0%				
순이익	58.3	69.6	52.5	53.6	110.6	184.6	47.5	49.7	89.9%	165.5%	-9.5%	-7.1%
YoY %	202.7%	58.8%	-42.2%	45.5%	474.7%	321.6%	-47.7%	6.7%				
QoQ %	58.3%	19.4%	-24.5%	2.0%	137.2%	66.9%	-74.3%	4.7%				

자료: 포스코대우, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	25,000원	6개월		
2018.07.09	매수	25,000원	6개월	-17.66%	2.60%
2018.04.02	매수	25,000원	6개월	-15.72%	2.60%
2018.01.08	매수	25,000원	6개월	-19.50%	-1.00%
2017.09.27	매수	25,000원	6개월	-24.28%	-15.60%
2017.07.04	매수	27,000원	6개월	-17.99%	-8.15%
2017.04.10	매수	29,000원	6개월	-16.15%	-2.07%
2017.01.31	매수	29,000원	6개월	-13.37%	-2.07%
2017.01.09	매수	29,000원	6개월	-4.63%	-2.07%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 1일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,681	5,048	6,354	6,541	6,770
현금및현금성자산	174	178	537	933	1,074
매출채권및기타채권	3,433	3,480	4,201	4,045	4,111
재고자산	767	1,109	1,275	1,228	1,248
비유동자산	3,608	4,122	3,951	3,825	3,700
장기금융자산	469	389	352	352	352
유형자산	666	1,325	1,282	1,157	1,031
무형자산	1,663	1,625	1,485	1,485	1,485
자산총계	8,289	9,170	10,304	10,366	10,470
유동부채	4,305	4,938	5,361	5,286	5,318
단기금융부채	2,246	2,841	2,902	2,902	2,902
매입채무 및 기타채무	1,791	1,822	2,073	1,998	2,029
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,480	1,380	1,779	1,779	1,779
장기금융부채	1,373	1,253	1,650	1,650	1,650
장기매입채무 및 기타채무	5	1	0	0	0
장기충당부채	88	64	63	63	63
부채총계	5,785	6,318	7,140	7,065	7,097
지배주주지분	2,516	2,810	3,131	3,268	3,340
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	1,960	2,097	2,169
비지배주주지분	(12)	43	33	33	33
자본총계	2,504	2,852	3,164	3,301	3,373
부채외자본총계	8,289	9,170	10,304	10,366	10,470

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	807	354	302	650	400
당기순이익(손실)	122	167	420	199	133
비현금성항목등	392	555	443	321	321
유형자산감가상각비	166	215	250	242	242
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(225)	(340)	(193)	(79)	(79)
운전자본감소(증가)	371	(266)	(479)	130	(55)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(348)	(30)	(690)	151	(64)
재고자산감소(증가)	4	(342)	(166)	46	(20)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	597	(28)	270	(67)	28
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	52	81	86	61	61
투자활동현금흐름	(197)	(203)	(87)	(117)	(117)
금융자산감소(증가)	(38)	63	10	0	0
유형자산감소(증가)	(93)	(71)	(105)	(117)	(117)
무형자산감소(증가)	(64)	(103)	(4)	0	0
기타	(2)	(92)	13	0	0
재무활동현금흐름	(661)	(146)	201	(62)	(62)
단기금융부채증가(감소)	(338)	(273)	563	0	0
장기금융부채증가(감소)	(271)	180	(238)	0	0
자본의증가(감소)	2	2	0	0	0
배당금의 지급	57	57	125	62	62
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(51)	5	359	396	141
기초현금	225	174	178	537	933
기말현금	174	178	537	933	1,074
FCF	502	216	(329)	656	401

자료 : 포스코대우, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,492	22,572	24,602	24,096	24,047
매출원가	15,356	21,263	23,291	22,683	22,720
매출총이익	1,136	1,309	1,311	1,413	1,327
매출총이익률 (%)	6.9	5.8	5.3	5.9	5.5
판매비와관리비	818	907	882	900	899
영업이익	318	401	429	513	428
영업이익률 (%)	1.9	1.8	1.7	2.1	1.8
비영업손익	(144)	(153)	132	(256)	(256)
순금융비용	361	312	670	221	224
외환관련손익	5	(1)	(21)	0	0
관계기업투자등 관련손익	25	31	28	28	25
세전계속사업이익	175	248	561	256	172
세전계속사업이익률 (%)	1.1	1.1	2.3	1.1	0.7
계속사업법인세	52	81	142	58	39
계속사업이익	122	167	420	199	133
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	122	167	420	199	133
순이익률 (%)	0.7	0.7	1.7	0.8	0.6
지배주주	111	176	433	199	133
지배주주귀속 순이익률(%)	0.7	0.8	1.8	0.8	0.6
비지배주주	11	(9)	(13)	0	0
총포괄이익	139	74	443	199	133
지배주주	130	83	452	199	133
비지배주주	9	(10)	(9)	0	0
EBITDA	485	616	679	755	671

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(5.9)	36.9	9.0	(2.1)	(0.2)
영업이익	(13.7)	26.1	6.9	19.5	(16.4)
세전계속사업이익	30.8	42.0	126.4	(54.3)	(32.9)
EBITDA	(10.3)	27.2	10.1	11.2	(11.1)
EPS(계속사업)	(13.7)	45.9	166.6	(54.1)	(32.9)
수익성 (%)					
ROE	4.5	6.6	14.6	6.2	4.0
ROA	1.5	1.9	4.3	1.9	1.3
EBITDA마진	2.9	2.7	2.8	3.1	2.8
안정성 (%)					
유동비율	108.7	102.2	118.5	123.7	127.3
부채비율	231.1	221.5	225.7	214.0	210.4
순차입금/자기자본	121.1	118.8	117.2	100.3	94.0
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	0.1	0.0	0.0	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	977	1,426	3,800	1,744	1,171
BPS	20,800	21,406	25,835	27,038	27,667
CFPS	3,416	3,933	4,916	5,617	5,044
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	27.6	12.7	5.5	12.0	17.9
PER(최저)					
PBR(최고)	1.3	0.8	0.8	0.8	0.8
PBR(최저)					
PCR	7.9	4.6	4.3	3.7	4.2
EV/EBITDA(최고)	12.6	9.1	3.8	3.4	3.9
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

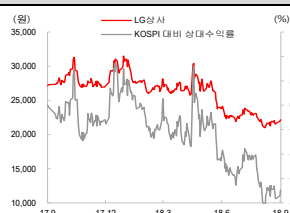
Company Data

자본금	194 십억원
발행주식수	3,876 만주
자사주	10 만주
액면가	5,000 원
시가총액	859 십억원
주요주주	
(주)엘지(외5)	26.31%
국민연금공단	13.25%
외국인지분률	15.40%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(18/09/28)	22,150 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	0.89
52주 최고가	31,500 원
52주 최저가	21,000 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.2%	-1.9%
6개월	-21.0%	-18.5%
12개월	-18.4%	-17.4%

LG 상사 (001120/KS | 매수(유지) | T.P 30,000 원(하향))

3Q18 Preview: 성장 모멘텀은 아쉽지만 이익은 안정적

3Q18 영업이익은 556 억원으로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 추정됨. 석탄, 물류, 무역의 고른 강세가 이어지고 있음. 다만 결국 차세대 성장동력으로 각광받아야 하는 것은 물류인데, 성장속도가 더디다는 것은 아쉬운 부분임. 최근 미중 무역분쟁과 그룹 이슈로 인해 과도하게 주가가 하락한 측면이 있음. 추가하락 여지는 제한적인 것으로 판단함

3Q18 영업이익 556 억원(QoQ +2.1% / YoY -14.4%) 추정

9/28 기준 컨센서스 580 억원을 -4.1% 하회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적 수준 예상함. 석탄 시황이 지속적으로 강세를 이어가 주면서 호실적의 기본 요인으로 작용하고 있음. 물류 부문 또한 외형성장을 지속해 가면서 꾸준히 이익기여를 할 것으로 기대됨. 무역 부문 또한 기존의 강세 국면이 지속되고 있음. 결과론적으로 동사의 실적은 지난 해부터 이어온 꾸준한 이익호조가 이어지고 있는 상황임

결국 성장은 물류

석탄 가격은 석탄이 탄화수소(hydrocarbon) 내에서 놓인 입지를 감안할 때 지속적인 강세가 나타날 가능성은 제한적임. 그렇게 볼 때 결국 차세대 성장동력으로서 각광을 받아야 하는 것은 단연 물류 사업부임. 애초 범한판토스와 하이로지스틱스를 인수할 때 대비로는 성장세가 눈에 띄지는 않고 있지만, 꾸준하게 성장세를 이어가고 있다는 것을 감안해야 함. 현재 0.6x 에 근접한 PBR 에서는 추가하락 여부가 높지 않음

목표주가 38,000 원 → 30,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

물류의 더딘 성장속도를 반영하여 이익 추정치를 하향 조정하며, 이를 감안해 목표주가 역시 하향 조정함. 다만 최근 미중 무역분쟁, 지배구조 개편 과정 중의 불이익 가능성 때문에 발생한 추가하락은 과도한 부분이 있는 것으로 판단함. 현재의 실적 체력에서 추가 하락 여지는 높지 않은 만큼, 일부 반등 기대감 또한 가져볼 수 있음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	13,224.5	11,966.7	12,827.2	8,708.0	8,479.7	9,053.8
yoy	%	16.3	(9.5)	7.2	(32.1)	(2.6)	6.8
영업이익	십억원	81.7	174.1	212.3	217.0	225.5	238.6
yoy	%	(52.5)	113.1	21.9	2.2	3.9	5.8
EBITDA	십억원	136.5	228.1	291.8	271.4	278.6	291.8
세전이익	십억원	(215.2)	133.2	177.9	274.5	212.5	224.6
순이익(지배주주)	십억원	(235.4)	58.1	60.2	(4.7)	88.0	93.0
영업이익률%	%	0.6	1.5	1.7	2.5	2.7	2.6
EBITDA%	%	1.0	1.9	2.3	3.1	3.3	3.2
순이익률	%	(1.6)	1.1	1.4	3.2	2.5	2.5
EPS	원	(6,074)	1,500	1,553	(122)	2,270	2,400
PER	배	(5.6)	19.5	17.5	(182.2)	9.8	9.2
PBR	배	1.2	1.0	1.0	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	18.1	9.9	7.0	6.5	3.1	2.9
ROE	%	(17.9)	4.8	4.9	(0.4)	6.7	6.4
순차입금	십억원	1,156	1,123	991	917	866	816
부채비율	%	248.8	214.7	213.3	207.5	199.3	191.7

3Q18 preview

(단위: %, 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,311.8	3,442.3	2,387.4	2,349.8	1,974.4	(40.4)	(16.0)	2,926.0	(32.5)
영업이익	65.0	26.6	60.7	54.4	55.6	(14.4)	2.1	58.0	(4.1)
세전이익	55.2	13.4	69.6	49.2	82.2	48.9	66.9	61.0	34.6
지배순이익	21.9	(14.0)	(87.5)	18.4	34.0	55.0	85.0	31.9	6.8
영업이익률	2.0	0.8	2.5	2.3	2.8	0.9	0.5	2.0	0.8
세전이익률	1.7	0.4	2.9	2.1	4.2	2.5	2.1	2.1	2.1
지배주주순이익률	0.7	(0.4)	(3.7)	0.8	1.7	1.1	0.9	1.1	0.6

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	6.6%	ROE(지배주주지분)	4.9%	7.2%	6.3%	6.0%	5.8%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.6%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.91						
1Q19E BPS(지배주주지분)	33,787						
Target Price	30,797						

자료: LG 상사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	(6,074)	2,511	2,368	2,479	2,603
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,485				
3Q19E EPS	2,511				
3Q20E EPS	2,368				

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	27,333	28,575	29,818	31,060	32,303	33,545	34,788	36,030	37,272	38,515
TP by 3Q19E EPS	27,616	28,871	30,126	31,381	32,637	33,892	35,147	36,402	37,658	38,913
TP by 3Q20E EPS	26,043	27,227	28,410	29,594	30,778	31,962	33,146	34,329	35,513	36,697

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	11,534.3	12,980.5	12,827.2	8,708.0	8,479.7	0.0%	-24.5%	-34.7%
YoY %	7.2%	-10.1%	12.5%	7.2%	-32.1%	-2.6%			
영업이익	212.3	235.0	237.1	212.3	217.0	225.5	0.0%	-7.7%	-4.9%
YoY %	21.9%	10.7%	0.9%	21.9%	2.2%	3.9%			
EBITDA	291.8	293.3	295.4	291.8	271.4	278.6	0.0%	-7.5%	-5.7%
YoY %	27.9%	0.5%	0.7%	27.9%	-7.0%	2.7%			
순이익	60.2	7.2	104.7	60.2	(4.7)	88.0	0.0%	-165.2%	-16.0%
YoY %	3.5%	-88.0%	1347.8%	3.5%	적전	흑전			

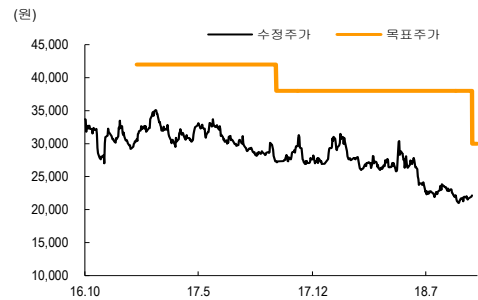
자료: LG 상사, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	3,060.7	3,108.6	3,226.1	3,249.7	1,974.4	1,996.4	2,108.7	2,127.1	-35.5%	-35.8%	-34.6%	-34.5%
YoY %	-7.6%	-9.7%	35.1%	9.1%	-40.4%	-42.0%	-11.7%	-9.5%				
QoQ %	2.8%	1.6%	3.8%	0.7%	-16.0%	1.1%	5.6%	0.9%				
영업이익	60.2	51.3	63.1	58.2	55.6	46.2	60.2	55.3	-7.6%	-9.9%	-4.6%	-5.0%
YoY %	-7.4%	93.0%	3.9%	-7.4%	-14.4%	74.0%	-0.8%	1.6%				
QoQ %	-4.2%	-14.7%	23.0%	-7.7%	2.1%	-16.8%	30.2%	-8.1%				
EBITDA	74.7	65.9	77.7	72.8	68.9	59.5	73.5	68.6	-7.8%	-9.7%	-5.4%	-5.8%
YoY %	-11.5%	19.6%	3.2%	-6.0%	-18.5%	8.0%	-2.4%	1.3%				
QoQ %	-3.4%	-11.8%	17.9%	-6.3%	1.7%	-13.6%	23.4%	-6.7%				
순이익	32.8	28.1	28.2	25.6	34.0	30.4	23.6	21.5	3.7%	8.3%	-16.5%	-15.8%
YoY %	49.5%	흑전	흑전	-24.5%	55.0%	흑전	흑전	17.1%				
QoQ %	-3.1%	-14.4%	0.5%	-9.5%	85.0%	-10.6%	-22.4%	-8.7%				

자료: LG 상사, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	30,000원	6개월		
2018.07.09	매수	38,000원	6개월	-30.77%	-17.11%
2018.04.02	매수	38,000원	6개월	-27.68%	-17.11%
2018.01.08	매수	38,000원	6개월	-26.00%	-17.11%
2017.09.27	매수	38,000원	6개월	-26.47%	-17.63%
2017.07.04	매수	42,000원	6개월	-26.16%	-16.43%
2017.04.10	매수	42,000원	6개월	-24.01%	-16.43%
2017.02.03	매수	42,000원	6개월	-23.45%	-16.43%
2017.01.09	매수	42,000원	6개월	-23.77%	-22.14%



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 (2018 년 10 월 1 일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,672	2,554	2,622	2,806	2,998
현금및현금성자산	311	395	644	695	745
매출채권및기타채권	1,444	1,330	1,285	1,375	1,470
재고자산	517	598	474	506	539
비유동자산	2,505	2,413	2,520	2,552	2,589
장기금융자산	241	225	246	246	246
유형자산	552	553	602	633	671
무형자산	945	882	904	904	904
자산총계	5,177	4,968	5,142	5,358	5,588
유동부채	2,098	2,130	2,072	2,170	2,274
단기금융부채	239	295	341	341	341
매입채무 및 기타채무	1,528	1,577	1,473	1,571	1,675
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,434	1,252	1,398	1,398	1,398
장기금융부채	1,297	1,111	1,241	1,241	1,241
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	14	21	27	27	27
부채총계	3,532	3,382	3,470	3,568	3,672
지배주주지분	1,249	1,194	1,263	1,381	1,506
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	970	1,087	1,213
비지배주주지분	396	391	409	409	409
자본총계	1,645	1,585	1,672	1,790	1,915
부채외자본총계	5,177	4,968	5,142	5,358	5,588

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	230	181	200	169	174
당기순이익(손실)	85	88	43	128	135
비현금성항목등	156	197	235	68	68
유형자산감가상각비	54	80	54	53	53
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(102)	(117)	(180)	(15)	(15)
운전자본감소(증가)	81	(5)	34	(26)	(28)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	81	120	428	(60)	(64)
재고자산감소(증가)	207	(81)	124	(31)	(34)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(166)	33	(440)	65	69
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(218)	(10)	(109)	(85)	(91)
금융자산감소(증가)	(41)	70	(12)	0	0
유형자산감소(증가)	(77)	(70)	(88)	(85)	(91)
무형자산감소(증가)	(49)	(29)	(6)	0	0
기타	(51)	19	(2)	0	0
재무활동현금흐름	(238)	(67)	120	(10)	(10)
단기금융부채증가(감소)	(210)	(48)	148	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	1	4	0	0	0
배당금의 지급	20	19	30	10	10
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(218)	84	249	51	50
기초현금	529	311	395	644	695
기말현금	311	395	644	695	745
FCF	196	213	73	68	68

자료 : LG상사, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,967	12,827	8,708	8,480	9,054
매출원가	11,221	12,077	7,994	7,756	8,283
매출총이익	746	751	714	724	770
매출총이익률 (%)	6.2	5.9	8.2	8.5	8.5
판매비와관리비	572	538	497	498	532
영업이익	174	212	217	225	239
영업이익률 (%)	1.5	1.7	2.5	2.7	2.6
비영업손익	(41)	(34)	58	(13)	(14)
순금융비용	91	34	95	13	14
외환관련손익	(9)	31	(12)	0	0
관계기업투자등 관련손익	3	15	61	62	60
세전계속사업이익	133	178	274	213	225
세전계속사업이익률 (%)	1.1	1.4	3.2	2.5	2.5
계속사업법인세	48	90	231	85	90
계속사업이익	85	88	43	128	135
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	85	88	43	128	135
순이익률 (%)	0.7	0.7	0.5	1.5	1.5
지배주주	58	60	(5)	88	93
지배주주귀속 순이익률(%)	0.5	0.5	(0.1)	1.0	1.0
비지배주주	27	28	48	40	42
총포괄이익	82	(43)	83	128	135
지배주주	58	(45)	28	88	93
비지배주주	24	2	56	40	42
EBITDA	228	292	271	279	292

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(9.5)	7.2	(32.1)	(2.6)	6.8
영업이익	113.1	21.9	2.2	3.9	5.8
세전계속사업이익	흑전	33.6	54.3	(22.6)	5.7
EBITDA	67.1	27.9	(7.0)	2.7	4.7
EPS(계속사업)	흑전	3.5	적전	흑전	5.7
수익성 (%)					
ROE	4.8	4.9	(0.4)	6.7	6.4
ROA	1.6	1.7	0.9	2.4	2.5
EBITDA마진	1.9	2.3	3.1	3.3	3.2
안정성 (%)					
유동비율	127.3	119.9	126.6	129.3	131.8
부채비율	214.7	213.3	207.5	199.3	191.7
순차입금/자기자본	68.3	62.5	54.8	48.4	42.6
EBITDA/이자비용(배)	0.6	0.3	(0.1)	0.0	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,500	1,553	(122)	2,270	2,400
BPS	28,873	27,726	31,286	34,327	37,555
CFPS	4,253	4,767	2,015	4,862	5,065
주당 현금배당금	250	250	250	250	250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.5	17.5	(182.2)	9.8	9.2
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	1.0	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	6.9	5.7	11.0	4.6	4.4
EV/EBITDA(최고)	9.9	7.0	6.5	3.1	2.9
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

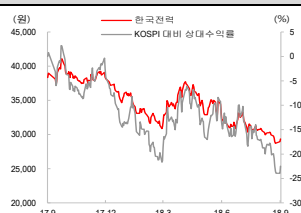
Company Data

자본금	3,210 십억원
발행주식수	64,196 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	18,842 십억원
주요주주	
한국산업은행(외1)	32.93%
정부	18.20%
외국인지분률	27.90%
배당수익률	2.70%

Stock Data

주가(18/09/28)	29,350 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	0.28
52주 최고가	41,100 원
52주 최저가	28,700 원
60일 평균 거래대금	38 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.0%	-6.6%
6개월	-7.7%	-4.7%
12개월	-23.5%	-22.5%

한국전력 (015760/KS | 매수(유지) | T.P 40,000 원(하향))

3Q18 Preview: 정책 모멘텀을 기대하기 어려운 국면

3Q18 영업이익은 1 조 1,363 억원으로 시장 컨센서스 대비 하회할 것으로 추정됨. 하절기 성수기인 만큼 전분기 대비 흑자전환은 가능하겠지만, 정부의 비우호적 정책과 SMP 상승 등을 감안 시 전년동기대비로는 큰 폭 감익 불가피할 것으로 예상함. 역사적 저점의 PBR 인 것은 사실이지만, 현 정권에서 성장 모멘텀을 찾는 것 또한 쉽지 않음

3Q18 영업이익 1 조, 1,363 억원(QoQ 흑전 / YoY -59.0%) 추정

9/28 기준 컨센서스 1 조 5,434 억원을 -26.4% 하회하는 실적 수준 예상함. 하절기 성수기였던 만큼 전분기 발생한 적자에서는 흑자전환이 가능할 것으로 판단하지만, 정부의 지속적인 비우호적 정책(탈원전 / 누진세 개편 등)과 SMP 상승, LNG 발전 가동 중단 등의 이슈로 전년동기대비 실적 하락은 클 것으로 추정함

정부가 우호적이지 않다면 주가도 답이 없다

한국전력은 엄연히 공기업이고 유틸리티 또한 규제산업이기 때문에 결국 정부의 정책 방향성이 주가와 이익에서 절대적일 수밖에 없음. 그러나 문재인 정권은 집권 이후 꾸준히 동사에 우호적이지 못한 자세를 취하고 있는 만큼, 주가의 상승 모멘텀을 잡기도 어려운 상황인 것으로 판단함

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

역사적 저점에 근접한 현재 PBR 에서 추가적인 하락 가능성을 타진하기는 쉽지 않지만, 현 정권의 정책 방향성에서 상승 모멘텀을 찾는 것 또한 쉽지 않음. 실적 개선의 여지가 많지 않다는 부분을 감안해 추정치를 하향 조정하며, 목표주가도 동반 하향함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	58,957.7	60,190.4	59,814.9	59,931.1	61,857.7	63,642.7
yoy	%	2.6	2.1	(0.6)	0.2	3.2	2.9
영업이익	십억원	11,346.7	12,001.6	4,953.2	(166.8)	3,668.4	4,360.6
yoy	%	96.1	5.8	(58.7)	적전	흑전	18.9
EBITDA	십억원	19,688.1	20,962.6	14,726.9	10,006.4	13,917.8	14,610.0
세전이익	십억원	18,655.8	10,513.5	3,614.2	(974.4)	3,174.5	3,518.5
순이익(지배주주)	십억원	13,289.1	7,048.6	1,298.7	(460.7)	2,460.3	2,726.8
영업이익률%	%	19.2	19.9	8.3	(0.3)	5.9	6.9
EBITDA%	%	33.4	34.8	24.6	16.7	22.5	23.0
순이익률	%	31.6	17.5	6.0	(1.6)	5.1	5.5
EPS	원	20,701	10,980	2,023	(718)	3,832	4,248
PER	배	2.4	4.0	18.9	(45.8)	7.7	6.9
PBR	배	0.44	0.36	0.31	0.27	0.24	0.23
EV/EBITDA	배	3.9	3.3	4.6	6.8	4.7	4.4
ROE	%	22.1	10.2	1.8	(0.6)	3.4	3.7
순차입금	십억원	43,800	41,016	43,108	47,222	46,528	45,847
부채비율	%	157.9	143.4	149.1	160.0	156.0	151.6

3Q18 preview

(단위: %, 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	16,187.7	15,555.0	15,706.0	13,337.2	16,350.6	1.0	22.6	16,570.9	(1.3)
영업이익	2,772.9	(129.4)	(127.6)	(687.1)	1,136.3	(59.0)	(265.4)	1,543.5	(26.4)
세전이익	2,186.9	(545.5)	(262.4)	(1,700.0)	1,293.2	(40.9)	(176.1)	1,337.3	(3.3)
지배순이익	1,493.0	(1,388.4)	(277.3)	(949.2)	1,002.3	(32.9)	(205.6)	984.9	1.8
영업이익률	17.1	(0.8)	(0.8)	(5.2)	6.9	(10.2)	12.1	9.3	(2.4)
세전이익률	13.5	(3.5)	(1.7)	(12.7)	7.9	(5.6)	20.7	8.1	(0.2)
지배주주순이익률	9.2	(8.9)	(1.8)	(7.1)	6.1	(3.1)	13.2	5.9	0.2

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	3.8%	ROE(지배주주지분)	1.8%	3.4%	3.6%	4.1%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	3.8%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.32					
1Q19E BPS(지배주주지분)	124,140					
Target Price	40,023					

자료: 한국전력 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	10,980	3,832	4,248	4,905	5,884
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	4,335				
3Q19E EPS	3,832				
3Q20E EPS	4,248				

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	26,011	30,346	34,681	39,016	43,351	47,686	52,022	56,357	60,692	65,027
TP by 3Q19E EPS	22,994	26,827	30,659	34,492	38,324	42,157	45,989	49,821	53,654	57,486
TP by 3Q20E EPS	25,486	29,733	33,981	38,229	42,476	46,724	50,972	55,219	59,467	63,715

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	64,642.6	68,672.7	59,814.9	59,931.1	61,857.7	0.0%	-7.3%	-9.9%
YoY %	-0.6%	8.1%	6.2%	-0.6%	0.2%	3.2%			
영업이익	4,953.2	346.8	5,015.1	4,953.2	(166.8)	3,668.4	0.0%	-148.1%	-26.9%
YoY %	-58.7%	-93.0%	1346.2%	-58.7%	적전	흑전			
EBITDA	14,726.9	10,291.4	14,959.7	14,726.9	10,006.4	13,917.8	0.0%	-2.8%	-7.0%
YoY %	-29.7%	-30.1%	45.4%	-29.7%	-32.1%	39.1%			
순이익	1,298.7	266.9	2,652.7	1,298.7	(460.7)	2,460.3	0.0%	-272.6%	-7.3%
YoY %	-81.6%	-79.5%	894.0%	-81.6%	적전	흑전			

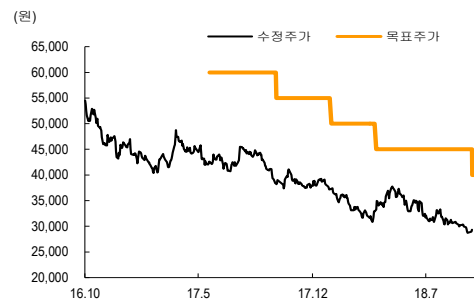
자료: 한국전력 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	18,010.8	16,196.1	17,894.7	15,281.5	16,350.6	14,537.2	16,416.0	13,515.9	-9.2%	-10.2%	-8.3%	-11.6%
YoY %	11.3%	4.1%	13.9%	3.7%	1.0%	-6.5%	4.5%	1.3%				
QoQ %	22.3%	-10.1%	10.5%	-14.6%	22.6%	-11.1%	12.9%	-17.7%				
영업이익	958.4	(61.0)	1,377.5	1,407.4	1,136.3	(488.4)	1,159.2	(202.2)	18.6%	701.2%	-15.8%	-114.4%
YoY %	-65.4%	적지	흑전	흑전	-59.0%	적지	흑전	적지				
QoQ %	흑전	적전	흑전	2.2%	흑전	적전	흑전	적전				
EBITDA	3,444.6	2,425.2	3,863.7	3,893.6	3,698.7	2,073.9	3,721.6	2,360.1	7.4%	-14.5%	-3.7%	-39.4%
YoY %	-34.1%	2.6%	63.8%	88.7%	-29.2%	-12.2%	57.8%	25.9%				
QoQ %	67.0%	-29.6%	59.3%	0.8%	97.2%	-43.9%	79.4%	-36.6%				
순이익	981.7	(50.9)	725.9	836.5	1,002.3	(236.5)	795.9	(280.0)	2.1%	364.3%	9.6%	-133.5%
YoY %	-34.3%	적지	흑전	흑전	-32.9%	적지	흑전	적지				
QoQ %	흑전	적전	흑전	15.2%	흑전	적전	흑전	적전				

자료: 한국전력 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	40,000원	6개월		
2018.07.09	매수	45,000원	6개월	-26.84%	-16.11%
2018.04.02	매수	45,000원	6개월	-22.91%	-16.11%
2018.01.08	매수	50,000원	6개월	-31.92%	-25.20%
2017.09.27	매수	55,000원	6개월	-29.94%	-25.27%
2017.05.25	매수	60,000원	6개월	-28.79%	-24.17%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 1일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	19,709	19,142	21,787	23,012	24,164
현금및현금성자산	3,051	2,370	3,105	3,798	4,480
매출채권및기타채권	7,523	7,635	6,698	6,931	7,138
재고자산	5,479	6,002	7,045	7,283	7,494
비유동자산	158,129	162,647	164,918	165,802	167,009
장기금융자산	3,618	2,888	2,167	2,167	2,167
유형자산	145,743	150,882	152,885	153,770	154,977
무형자산	983	1,190	1,207	1,207	1,207
자산총계	177,837	181,789	186,704	188,814	191,173
유동부채	24,739	23,424	26,621	26,778	26,917
단기금융부채	9,064	9,326	11,900	11,900	11,900
매입채무 및 기타채무	4,109	4,587	4,645	4,801	4,940
단기충당부채	2,000	2,137	2,395	2,395	2,395
비유동부채	80,047	85,400	88,270	88,270	88,270
장기금융부채	45,256	46,267	49,358	49,358	49,358
장기매입채무 및 기타채무	3,041	2,831	2,853	2,853	2,853
장기충당부채	13,435	16,232	16,455	16,455	16,455
부채총계	104,786	108,824	114,891	115,048	115,187
지배주주지분	71,724	71,681	70,507	72,461	74,680
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,079	2,078	2,078	2,078	2,078
기타자본구성요소	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	53,174	53,371	51,925	53,878	56,098
비지배주주지분	1,327	1,283	1,306	1,306	1,306
자본총계	73,051	72,965	71,813	73,766	75,986
부채외자본총계	177,837	181,789	186,704	188,814	191,173

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	16,445	11,143	9,401	13,347	13,655
당기순이익(손실)	7,148	1,441	(403)	2,460	2,727
비현금성항목등	16,694	16,493	12,166	11,254	11,254
유형자산감가상각비	8,961	9,774	10,173	10,249	10,249
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(7,733)	(6,719)	(1,993)	(1,005)	(1,005)
운전자본감소(증가)	(2,309)	(2,791)	(1,229)	(368)	(326)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(370)	(219)	962	(221)	(195)
재고자산감소(증가)	(533)	(523)	(1,043)	(238)	(211)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	653	327	(254)	91	80
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	3,365	2,173	0	0	0
투자활동현금흐름	(9,570)	(12,500)	(13,648)	(11,134)	(11,456)
금융자산감소(증가)	2,732	519	(1,156)	0	0
유형자산감소(증가)	(11,821)	(12,450)	(12,188)	(11,134)	(11,456)
무형자산감소(증가)	(124)	(143)	(47)	0	0
기타	(358)	(426)	(258)	0	0
재무활동현금흐름	(7,637)	746	4,259	(507)	(507)
단기금융부채증가(감소)	(50)	370	2,960	0	0
장기금융부채증가(감소)	(5,566)	1,776	2,362	0	0
자본의증가(감소)	208	86	0	0	0
배당금의 지급	2,105	1,356	1,073	507	507
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(732)	(682)	735	693	681
기초현금	3,783	3,051	2,370	3,105	3,798
기말현금	3,051	2,370	3,105	3,798	4,480
FCF	6,071	(2,980)	(2,552)	1,583	1,841

자료 : 한국전력, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	60,190	59,815	59,931	61,858	63,643
매출원가	45,550	52,099	57,351	55,200	56,207
매출총이익	14,641	7,716	2,580	6,657	7,436
매출총이익률 (%)	24.3	12.9	4.3	10.8	11.7
판매비와관리비	2,639	2,763	2,747	2,989	3,075
영업이익	12,002	4,953	(167)	3,668	4,361
영업이익률 (%)	19.9	8.3	(0.3)	5.9	6.9
비영업손익	(1,488)	(1,339)	(808)	(494)	(842)
순금융비용	598	266	1,305	249	159
외환관련손익	(290)	1,075	(382)	0	0
관계기업투자등 관련손익	(137)	(108)	491	696	438
세전계속사업이익	10,513	3,614	(974)	3,175	3,518
세전계속사업이익률 (%)	17.5	6.0	(1.6)	5.1	5.5
계속사업법인세	3,365	2,173	(571)	714	792
계속사업이익	7,148	1,441	(403)	2,460	2,727
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	7,148	1,441	(403)	2,460	2,727
순이익률 (%)	11.9	2.4	(0.7)	4.0	4.3
지배주주	7,049	1,299	(461)	2,460	2,727
지배주주귀속 순이익률(%)	11.7	2.2	(0.8)	4.0	4.3
비지배주주	100	143	57	0	0
총포괄이익	7,146	1,347	(362)	2,460	2,727
지배주주	7,042	1,230	(431)	2,460	2,727
비지배주주	104	116	69	0	0
EBITDA	20,963	14,727	10,006	13,918	14,610

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	2.1	(0.6)	0.2	3.2	2.9
영업이익	5.8	(58.7)	적전	흑전	18.9
세전계속사업이익	(43.6)	(65.6)	적전	흑전	10.8
EBITDA	6.5	(29.7)	(32.1)	39.1	5.0
EPS(계속사업)	(47.0)	(81.6)	적전	흑전	10.8
수익성 (%)					
ROE	10.2	1.8	(0.6)	3.4	3.7
ROA	4.0	0.8	(0.2)	1.3	1.4
EBITDA마진	34.8	24.6	16.7	22.5	23.0
안정성 (%)					
유동비율	79.7	81.7	81.8	85.9	89.8
부채비율	143.4	149.1	160.0	156.0	151.6
순차입금/자기자본	56.1	59.1	65.8	63.1	60.3
EBITDA/이자비용(배)	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
주당지표 (원)					
BPS(계속사업)	10,980	2,023	(718)	3,832	4,248
BPS	122,894	124,599	121,098	124,140	127,598
CFPS	26,670	18,302	15,861	20,394	21,230
주당 현금배당금	1,980	790	790	790	790
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.0	18.9	(45.8)	7.7	6.9
PER(최저)					
PBR(최고)	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
PBR(최저)					
PCR	1.7	2.1	2.1	1.4	1.4
EV/EBITDA(최고)	3.3	4.6	6.8	4.7	4.4
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

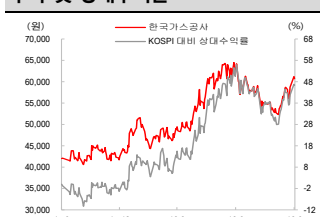
Company Data

자본금	462 십억원
발행주식수	9,231 만주
자사주	468 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,603 십억원
주요주주	
기획재정부(외1)	46.62%
국민연금공단	8.17%
외국인지분률	14.60%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/09/28)	60,700 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	0.81
52주 최고가	64,500 원
52주 최저가	40,600 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	15.0%	13.0%
6개월	22.8%	26.7%
12개월	44.5%	46.4%

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

3Q18 Preview: 유가 상승이 실적개선으로

3Q18 영업이익은 -800 억원으로 시장 컨센서스 대비 상회할 것으로 추정됨. 3 분기는 통상 적자가 발생하는 시점이지만, 금번 분기는 유가의 반등세로 인하여 전년동기대비 적자폭의 축소를 기대할 수 있음. 뿐만 아니라 중장기적으로는 가스 시대의 수혜와도 연결되는 종목이기 때문에 동사의 투자매력은 여전히 높다고 판단함

3Q18 영업이익 -800 억원(QoQ 적전 / YoY 적지) 추정

9/28 기준 컨센서스 -1,722 억원을 상회하는 실적 수준 예상함. 3 분기는 통상 적자가 발생하는 시점인데, 전년동기대비로 볼 때 적자폭은 줄어들 수 있을 것으로 기대함. 적자폭 축소를 기대하는 가장 큰 원인은 9 월 들어 발생한 유가의 반등기조 때문임. Dubai 기준 7 월 \$73.1/bbl 에서 8 월 \$72.5/bbl 로 소폭 하락했지만, 9 월 \$77/bbl 수준으로 재차 반등하였음. E&P 사업부의 증익 국면 기대됨

계속되는 글로벌 가스 모멘텀

SK 증권 리서치센터는 2017 년 이후 New Energy Roadmap I, II, III 시리즈를 발간하면서 글로벌 가스 시대의 도래가 불가피하다는 주장을 펼쳤고, 지금도 그와 같은 관점을 견지하고 있음. 이러한 트렌드가 국내에 미치는 영향은 러시아 PNG, 국내 가스발전 증대 등으로 꼽을 수 있음. 관련 capex 의 증대 여지는 동사의 중장기 이익확대에 긍정적 이고, 또한 단기적으로는 대북 모멘텀에도 연결 지을 수 있음을 감안해야 함

목표주가 75,000 원 / 투자의견 매수 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	26,052.7	21,108.1	22,172.3	23,254.0	18,793.8	17,470.8
yoy	%	(30.1)	(19.0)	5.0	4.9	(19.2)	(7.0)
영업이익	십억원	1,007.8	998.2	1,033.9	1,208.6	1,108.2	1,236.6
yoy	%	(6.0)	(1.0)	3.6	16.9	(8.3)	11.6
EBITDA	십억원	2,354.6	2,615.4	2,749.5	2,983.9	2,917.7	3,046.1
세전이익	십억원	276.8	(769.0)	(1,250.2)	885.5	653.1	967.1
순이익(지배주주)	십억원	319.2	(613.0)	(1,205.1)	736.6	512.7	759.1
영업이익률%	%	3.9	4.7	4.7	5.2	5.9	7.1
EBITDA%	%	9.0	12.4	12.4	12.8	15.5	17.4
순이익률	%	1.1	(3.6)	(5.6)	3.8	3.5	5.5
EPS	원	3,458	(6,641)	(13,055)	7,979	5,553	8,224
PER	배	10.7	(7.3)	(3.3)	7.6	10.9	7.4
PBR	배	0.4	0.6	0.6	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	12.2	10.3	8.9	9.0	8.6	7.7
ROE	%	3.2	(6.3)	(14.0)	9.5	6.4	8.8
순차입금	십억원	25,301	22,427	20,631	21,332	19,403	17,767
부채비율	%	321.5	322.7	356.2	394.2	368.7	338.6

3Q18 preview

(단위: %, 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,864.3	6,564.1	8,771.5	5,056.6	3,565.6	(7.7)	(29.5)	4,865.3	(26.7)
영업이익	(211.1)	452.5	963.5	15.3	(80.0)	(62.1)	(623.9)	(172.2)	(53.5)
세전이익	(1,584.2)	(4.6)	887.1	(123.9)	(72.9)	(95.4)	(41.2)	(316.2)	(76.9)
지배순이익	(1,087.2)	(356.4)	774.2	(133.7)	(57.2)	(94.7)	(57.2)	(239.9)	(76.1)
영업이익률	(5.5)	6.9	11.0	0.3	(2.2)	3.2	(2.5)	(3.5)	1.3
세전이익률	(41.0)	(0.1)	10.1	(2.5)	(2.0)	39.0	0.4	(6.5)	4.5
지배주주순이익률	(28.1)	(5.4)	8.8	(2.6)	(1.6)	26.5	1.0	(4.9)	3.3

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	7.1%	ROE(지배주주지분)	-14.0%	6.3%	7.5%	7.8%	8.1%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	7.1%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.03						
1Q19E BPS(지배주주지분)	74,555						
Target Price	76,507						

자료: 한국가스공사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	(6,641)	5,560	7,134	8,137	9,081
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	6,742				
3Q19E EPS	5,560				
3Q20E EPS	7,134				

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	40,455	47,197	53,940	60,682	67,425	74,167	80,910	87,652	94,395	101,137
TP by 3Q19E EPS	33,361	38,922	44,482	50,042	55,602	61,163	66,723	72,283	77,843	83,404
TP by 3Q20E EPS	42,806	49,940	57,075	64,209	71,344	78,478	85,612	92,747	99,881	107,015

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	32,030.2	30,549.6	22,172.3	23,254.0	18,793.8	0.0%	-27.4%	-38.5%
YoY %	5.0%	44.5%	-4.6%	5.0%	4.9%	-19.2%			
영업이익	1,033.9	1,192.1	1,094.1	1,033.9	1,208.6	1,108.2	0.0%	1.4%	1.3%
YoY %	3.6%	15.3%	-8.2%	3.6%	16.9%	-8.3%			
EBITDA	2,749.5	2,864.9	2,766.9	2,749.5	2,983.9	2,917.7	0.0%	4.2%	5.5%
YoY %	5.1%	4.2%	-3.4%	5.1%	8.5%	-2.2%			
순이익	(1,205.1)	656.3	595.1	(1,205.1)	736.6	512.7	0.0%	12.2%	-13.9%
YoY %	적지	흑전	-9.3%	적지	흑전	-30.4%			

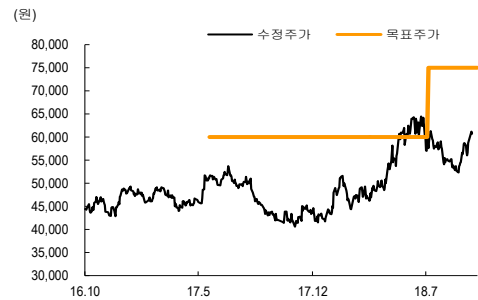
자료: 한국가스공사, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	6,333.8	11,082.3	11,546.7	5,668.2	3,565.6	5,860.3	6,308.6	3,783.4	-43.7%	-47.1%	-45.4%	-33.3%
YoY %	63.9%	68.8%	31.6%	-3.0%	-7.7%	-10.7%	-28.1%	-25.2%				
QoQ %	8.4%	75.0%	4.2%	-50.9%	-29.5%	64.4%	7.6%	-40.0%				
영업이익	(94.5)	291.4	872.1	16.0	(80.0)	309.8	873.4	24.5	-15.3%	6.3%	0.1%	53.5%
YoY %	적지	-35.6%	-9.5%	-49.7%	적지	-31.5%	-9.4%	60.4%				
QoQ %	적전	흑전	199.3%	-98.2%	적전	흑전	181.9%	-97.2%				
EBITDA	323.7	709.6	1,290.3	434.2	372.3	762.2	1,325.8	476.9	15.0%	7.4%	2.7%	9.8%
YoY %	54.1%	-20.5%	-6.6%	-3.5%	77.3%	-14.6%	-4.0%	2.0%				
QoQ %	-28.0%	119.2%	81.8%	-66.4%	-20.4%	104.7%	73.9%	-64.0%				
순이익	(157.0)	86.5	562.7	(27.2)	(57.2)	153.2	565.5	(57.1)	-63.6%	77.2%	0.5%	110.1%
YoY %	적지	흑전	-27.3%	적지	적지	흑전	-27.0%	적지				
QoQ %	적지	흑전	550.8%	적전	적지	흑전	269.0%	적전				

자료: 한국가스공사, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	75,000원	6개월		
2018.07.09	매수	75,000원	6개월	-24.61%	-18.27%
2018.04.02	매수	60,000원	6개월	-18.12%	7.50%
2018.01.08	매수	60,000원	6개월	-22.38%	-10.50%
2017.12.04	매수	60,000원	6개월	-23.09%	-10.50%
2017.09.27	매수	60,000원	6개월	-22.19%	-10.50%
2017.05.25	매수	60,000원	6개월	-19.11%	-10.50%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 1일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	8,658	7,582	10,054	11,204	12,831
현금및현금성자산	483	441	1,940	3,869	5,505
매출채권및기타채권	4,989	5,280	4,156	3,666	3,660
재고자산	1,070	1,542	2,143	1,890	1,887
비유동자산	31,384	29,557	29,695	28,897	28,028
장기금융자산	570	483	512	512	512
유형자산	26,042	24,723	24,657	23,859	22,990
무형자산	2,416	1,814	1,869	1,869	1,869
자산총계	40,042	37,139	39,749	40,102	40,859
유동부채	5,556	6,590	9,631	9,471	9,469
단기금융부채	3,003	3,823	6,907	6,907	6,907
매입채무 및 기타채무	1,805	1,648	1,356	1,197	1,195
단기충당부채	42	71	119	119	119
비유동부채	25,013	22,409	22,074	22,074	22,074
장기금융부채	23,255	20,624	20,286	20,286	20,286
장기매입채무 및 기타채무	17	10	1	1	1
장기충당부채	139	200	227	227	227
부채총계	30,569	28,999	31,705	31,545	31,543
지배주주지분	9,360	7,813	7,720	8,232	8,991
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	5,342	5,854	6,614
비지배주주지분	113	327	324	324	324
자본총계	9,473	8,140	8,044	8,556	9,315
부채외자본총계	40,042	37,139	39,749	40,102	40,859

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	4,769	2,508	2,014	2,919	2,598
당기순이익(손실)	(612)	(1,192)	748	513	759
비현금성항목등	3,260	4,103	2,189	1,832	1,832
유형자산감가상각비	1,617	1,716	1,775	1,809	1,809
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,643)	(2,388)	(413)	(23)	(23)
운전자본감소(증가)	3,057	962	(388)	574	7
매출채권및기타채권의 감소(증가)	3	(540)	1,408	449	5
재고자산감소(증가)	725	(472)	(600)	252	3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	336	14	(3)	(127)	(2)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	123	23	23
투자활동현금흐름	(2,079)	(1,226)	(1,477)	(1,012)	(940)
금융자산감소(증가)	(156)	129	(346)	0	0
유형자산감소(증가)	(1,841)	(1,346)	(1,103)	(1,012)	(940)
무형자산감소(증가)	(58)	(28)	(28)	0	0
기타	(24)	19	(0)	0	0
재무활동현금흐름	(2,377)	(1,266)	(1,167)	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(2,460)	(1,468)	(1,143)	0	0
자본의증가(감소)	1	5	0	0	0
배당금의 지급	15	7	6	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	345	(42)	1,499	1,929	1,636
기초현금	138	483	441	1,940	3,869
기말현금	483	441	1,940	3,869	5,505
FCF	3,568	2,686	2,714	2,286	1,847

자료 : 한국가스공사, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	21,108	22,172	23,254	18,794	17,471
매출원가	19,694	20,729	21,704	17,352	15,924
매출총이익	1,414	1,443	1,550	1,442	1,547
매출총이익률 (%)	6.7	6.5	6.7	7.7	8.9
판매비와관리비	416	409	342	334	310
영업이익	998	1,034	1,209	1,108	1,237
영업이익률 (%)	4.7	4.7	5.2	5.9	7.1
비영업손익	(1,767)	(2,284)	(323)	(455)	(270)
순금융비용	228	286	563	631	810
외환관련손익	(32)	(15)	29	0	0
관계기업투자등 관련손익	115	149	173	146	152
세전계속사업이익	(769)	(1,250)	886	653	967
세전계속사업이익률 (%)	(3.6)	(5.6)	3.8	3.5	5.5
계속사업법인세	(157)	(59)	138	140	208
계속사업이익	(612)	(1,192)	748	513	759
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(612)	(1,192)	748	513	759
순이익률 (%)	(2.9)	(5.4)	3.2	2.7	4.3
지배주주	(613)	(1,205)	737	513	759
지배주주귀속 순이익률(%)	(2.9)	(5.4)	3.2	2.7	4.3
비지배주주	1	13	11	0	0
총포괄이익	(700)	(1,545)	746	513	759
지배주주	(703)	(1,543)	728	513	759
비지배주주	3	(2)	18	0	0
EBITDA	2,615	2,749	2,984	2,918	3,046

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(19.0)	5.0	4.9	(19.2)	(7.0)
영업이익	(1.0)	3.6	16.9	(8.3)	11.6
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	(26.3)	48.1
EBITDA	11.1	5.1	8.5	(2.2)	4.4
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	(30.4)	48.1
수익성 (%)					
ROE	(6.3)	(14.0)	9.5	6.4	8.8
ROA	(1.5)	(3.1)	1.9	1.3	1.9
EBITDA마진	12.4	12.4	12.8	15.5	17.4
안정성 (%)					
유동비율	155.8	115.0	104.4	118.3	135.5
부채비율	322.7	356.2	394.2	368.7	338.6
순차입금/자기자본	236.7	253.4	265.2	226.8	190.7
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(6,641)	(13,055)	7,979	5,553	8,224
BPS	87,611	73,063	70,655	76,208	84,432
CFPS	26,130	29,260	30,548	29,025	30,117
주당 현금배당금	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(7.3)	(3.3)	7.6	10.9	7.4
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.6	0.9	0.8	0.7
PBR(최저)					
PCR	1.9	1.5	2.0	2.1	2.0
EV/EBITDA(최고)	10.3	8.9	9.0	8.6	7.7
EV/EBITDA(최저)					

memo
