

2019-04-01



INDUSTRY ANALYSIS

에너지/화학

1Q19 Preview: 또 한번의 실적충격

지난 4분기 earning shock을 시현했던 에너지/화학 업종,
이번에는 전분기 대비 개선은 되겠지만
컨센서스는 크게 못 미칠 전망이다

에너지·화학·Commodity. 손지우, 3773-8827

SK INDUSTRY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

에너지/화학

1Q19 Preview: 또 한 번의 실적충격

1Q19 커버리지 에너지/화학업종의 합산 영업이익 추정치(유틸 제외)는 2.3 조원으로서 earning shock 이었던 전분기 대비 7 배 가량 증대 추정됩니다. 하지만 이 실적이 좋다고 말할 수가 없는 것이, 커버리지 모든 종목이 컨센서스를 하회하는 것으로 도출되기 때문입니다. 오히려 구체적인 숫자를 보면 또 한 번의 충격이 될 수도 있어 보이네요. 참고로 지난 4 분기를 제외한다면 이번 수치는 2017 년 이후 가장 낮습니다

종목 투자이견

(단위: 십억원)

종목명	투자의견	목표주가 (원)	주가(3/29) 상승여력	1Q19E 추정영업이익	QoQ(%)	YoY(%)	1Q19E 컨센(3/29)	차이(%)
LG 화학 A051910	매수 (유지)	400,000 (유지)	366,000 9.3%	327.9	13.2	(49.6)	441.0	(25.6)
롯데케미칼 A011170	매수 (유지)	340,000 (하향)	290,500 17.0%	337.1	235.7	(49.1)	393.5	(14.3)
금호석유 A011780	매수 (유지)	130,000 (하향)	95,200 36.6%	112.3	33.1	(32.3)	114.5	(1.9)
한화케미칼 A009830	매수 (유지)	25,000 (하향)	20,900 19.6%	85.3	흑전	(50.4)	92.9	(8.2)
OCI A010060	매수 (유지)	120,000 (하향)	92,900 29.2%	(9.8)	적지	직전	(22.2)	(55.9)
KCC A002380	매수 (유지)	400,000 (유지)	318,500 25.6%	63.3	152.8	14.1	64.5	(1.8)
SKC A011790	매수 (유지)	45,000 (하향)	36,150 24.5%	38.3	(27.5)	(6.9)	48.2	(20.6)
SK 이노베이션 A096770	매수 (유지)	220,000 (하향)	179,500 22.6%	357.8	흑전	(49.7)	530.3	(32.5)
S-Oil A010950	매수 (유지)	120,000 (하향)	89,600 33.9%	195.2	흑전	(23.3)	304.6	(35.9)
GS A078930	매수 (유지)	70,000 (하향)	52,800 32.6%	537.7	36.2	(5.1)	586.6	(8.3)
SK 가스 A018670	매수 (유지)	120,000 (유지)	91,400 30.2%	22.5	(29.2)	(61.6)	30.4	(26.0)
포스코인터내셔널 A047050	매수 (유지)	23,000 (하향)	17,750 29.6%	135.7	15.8	(9.6)	151.0	(10.1)
LG 상사 A001120	매수 (유지)	23,000 (하향)	16,050 43.3%	46.9	1,218.8	(22.8)	48.3	(3.0)
한국전력 A015760	매수 (유지)	40,000 (유지)	29,900 33.8%	(355.6)	적지	적지	154.2	(330.5)
한국가스공사 A015760	매수 (유지)	65,000 (하향)	45,100 44.1%	986.1	109.7	2.4	990.0	(0.4)

Contents

1. Coverage Summary	3
2. 개별기업분석	9
1) LG 화학	9
2) 롯데케미칼	14
3) 금호석유	19
4) 한화케미칼	24
5) OCI	29
6) KCC	34
7) SKC	39
8) SK 이노베이션	44
9) S-Oil	49
10) GS	54
11) SK 가스	59
12) 포스코인터내셔널	64
13) LG 상사	69
14) 한국전력	74
15) 한국가스공사	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 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 (2019년 3월 27일 기준)

매수	89.76%	중립	10.24%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

Coverage Summary

Coverage summary 1

종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
LG 화학 A051910	매수	400,000 원	Top pick	그래도 LG 화학	1Q19 영업이익 3,279 억원(QoQ +13.2% / YoY -49.6%) 추정 배터리 프리미엄은 2019 년에도 목표주가 400,000 원 / 업종 최선호주 유지
롯데케미칼 A011170	매수	340,000 원		순수화학 업체의 함정	1Q19 영업이익 3,371 억원(QoQ +235.7% / YoY -49.1%) 추정 순수화학 업체의 함정 목표주가 360,000 원 → 340,000 원 / 투자의견 매수 유지
금호석유화학 A011780	매수	130,000 원		합성고무의 회복세는 올 해도 지속	1Q19 영업이익 1,123 억원(QoQ +33.1% / YoY -32.3%) 추정 전반적인 화학의 down-turn 에서도 상대적 부각 가능 목표주가 140,000 원 → 130,000 원 / 투자의견 매수 유지
한화케미칼 A009830	매수	25,000 원		공격적으로 사긴 애매하다	1Q19 영업이익 853 억원(QoQ 흑전 / YoY -50.4%) 추정 PBR 0.5x 에서 더 빠지긴 어렵지만 오르기도 애매한... 목표주가 27,000 원 → 25,000 원 / 투자의견 매수 유지
OCI A010060	매수	120,000 원		중국 부양책과 폴리 가격 반등을 기다리며	1Q19 영업이익 -98 억원(QoQ 적지 / YoY 적전) 추정 중국 정책효과를 기다릴 수밖에 목표주가 140,000 원 → 120,000 원 / 투자의견 매수 유지
KCC A002380	매수	400,000 원		상승모멘텀 부재	1Q19 영업이익 633 억원(QoQ +152.8 / YoY +14.1%) 추정 안정성에 기대를 걸어야 할 주식 목표주가 400,000 원 / 투자의견 매수 유지
SKC A011790	매수	45,000 원		신소재의 성장모멘텀에 기대	1Q19 영업이익 383 억원(QoQ -27.5 / YoY -6.9%) 추정 지속적으로 IT 소재의 성장 가능성에 기대를 걸어야 함 목표주가 50,000 원 → 45,000 원 / 투자의견 매수 유지
SK 이노베이션 A096770	매수	220,000 원		이미 시작된 정유의 down-turn	1Q19 영업이익 3,578 억원(QoQ 흑전 / YoY -49.7%) 추정 정유가 제일 걱정 목표주가 240,000 원 → 220,000 원 / 투자의견 매수 유지

자료: SK 증권

Coverage summary 2

종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
S-Oil A010950	매수	120,000 원		PO 도 약세, 기댔 곳 없는 주가	1Q19 영업이익 1,952 억원(QoQ 흑전 / YoY -23.3%) 추정 정유가 제일 걱정 목표주가 140,000 원 → 120,000 원 / 투자의견 매수 유지
GS A078930	매수	70,000 원		정유의 down-turn 을 지주회사로서 방어	1Q19 영업이익 5,377 억원(QoQ +36.2 / YoY -5.1%) 추정 그나마 지주회사라서 다행이다 목표주가 80,000 원 → 70,000 원 / 투자의견 매수 유지
SK 가스 A018670	매수	120,000 원		세전이익은 여전히 양호	1Q19 영업이익 225 억원(QoQ -29.2 / YoY -61.6%) 추정 LPG 규제완화 모멘텀 목표주가 140,000 원 / 투자의견 매수 유지
포스코인터내셔널 A047050	매수	23,000 원		난감한 석유개발의 가치	1Q19 영업이익 1,357 억원(QoQ +15.8% / YoY -9.6%) 추정 묘연한 E&P 프리미엄 목표주가 25,000 원 → 23,000 원 / 투자의견 매수 유지
LG 상사 A001120	매수	23,000 원		PBR 0.5x 라면 물류에 기대해 볼 만하다	1Q19 영업이익 469 억원(QoQ +1,218.8% / YoY -22.8%) 추정 2019 년이 기대되는 물류 목표주가 30,000 원 → 23,000 원 / 투자의견 매수 유지
한국전력 A015760	매수	40,000 원		전기요금 인상이 없다면 주가 모멘텀도 상실	1Q19 영업이익 -3,556 억원(QoQ 적지 / YoY 적지) 추정 낮은 valuation, 그러나 가장 필요한 것은 전기요금 인상 목표주가 40,000 원 / 투자의견 매수 유지
한국가스공사 A015760	매수	65,000 원		양호한 실적과 배당재개의 매력	1Q19 영업이익 9,861 억원(QoQ +109.7% / YoY +2.4%) 추정 의미있었던 배당재개 목표주가 70,000 원 → 65,000 원 / 투자의견 매수 유지

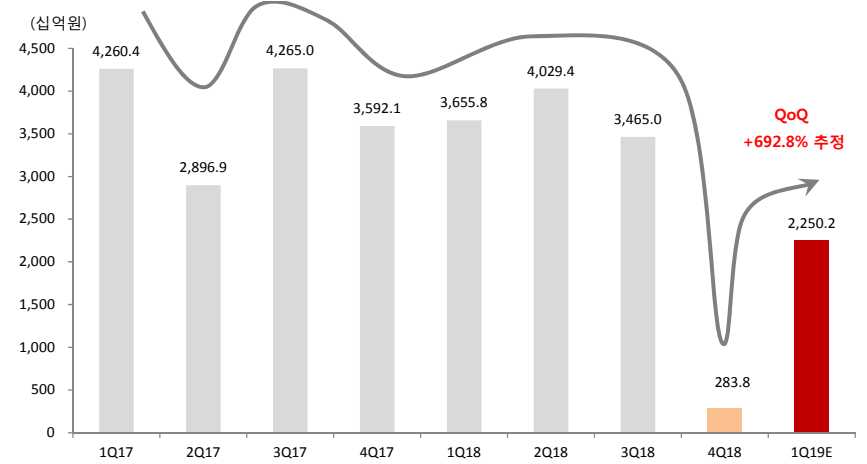
자료: SK 증권

1Q19 유틸리티를 제외한 에너지/화학 커버리지 업종의 영업이익은 earning shock 을 기록했던 전분기 대비로는 크게 상승할 것으로 기대된다. QoQ +692.8%다. 전반적인 업종들의 실적이 지난 4 분기의 충격에서 벗어난 모습을 보여줬다.

하지만 QoQ 의 강세 때문에 좋은 실적이라 평가할 수 있을 지는 의문이다. 전년동기 대비로 비교해보면 -38.4%나 하락한 수준이기 때문이다. 4 분기는 통상적인 비수기인 데다가 비용도 많이 처리되는 시점인지라 의미는 전년동월대비가 더 클 것이다. 게다가 컨센서스 대비로는 대체로 하회하는 수치들이기 때문에 일부 기업에 한해서는 적잖은 충격을 줄 수도 있어 보인다.

또한 1Q19 의 영업이익 추정치는 2017 년 이후로 볼 때 지난 4 분기를 제외한다면 가장 낮은 수준에 해당한다.

에너지/화학 커버리지 합산 영업이익 추이(유틸리티 제외)

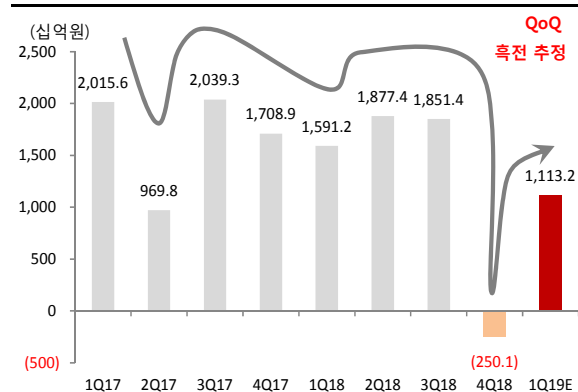


자료 DataGuide, SK 증권

실적 부진은 정유화학 공히 나타날 것으로 예상된다. 정유의 부진은 유가(Dubai 기준 분기평균가격 4Q \$67.0/bbl → 1Q \$63.5/bbl), 정제마진(4Q \$6.3/bbl → 1Q \$5.0/bbl) 모두 뚜렷한 모멘텀을 보여주지 못한 것이 원인으로 꼽힌다. 정유의 커버리지 이익은 약 1.1 조원으로 추정되어 전분기 -2,501 억원의 적자에서는 탈피하겠지만, 기대치에는 크게 못 미칠 것으로 추정된다.

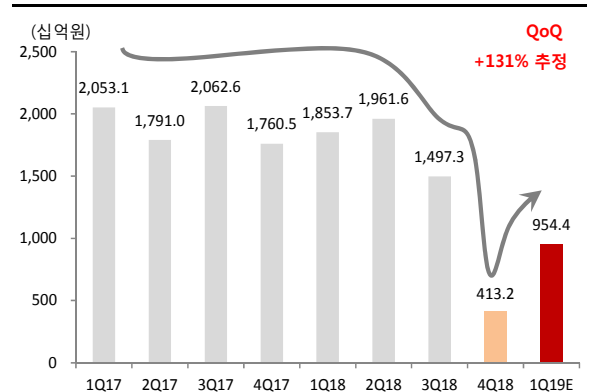
화학도 부진한 것은 매한가지다. 분기평균 가격 기준으로 봤을 때 원재료 납사(4Q \$572/t → 1Q \$518/t) 대비 화학 전체산업의 대표 아이টে이라 할 수 있는 HDPE(4Q \$1,109/t → 1Q \$1,019/t)의 하락폭이 더욱 크게 발생했다. 즉 spread 가 축소되었던 것이다. 특히 국내 대표 순수화학업체인 롯데케미칼의 핵심 아이টে인 MEG(4Q \$774/t → 1Q \$632/t)는 중국 동부재고가 사상 최대인 130 만톤을 넘어설 정도로 안 좋았다. 춘절이라는 화학 최고의 모멘텀이 있었음에도 말이다. 화학 커버리지의 이익 합계치는 9,544 억원으로 추산되어 전분기 4,132 억원 대비로는 상승하지만, 역시 기대에는 못 미칠 것으로 판단한다.

Coverage 정유업체 합산 영업이익 추이



자료 : DataGuide, SK 증권

Coverage 화학업체 합산 영업이익 추이



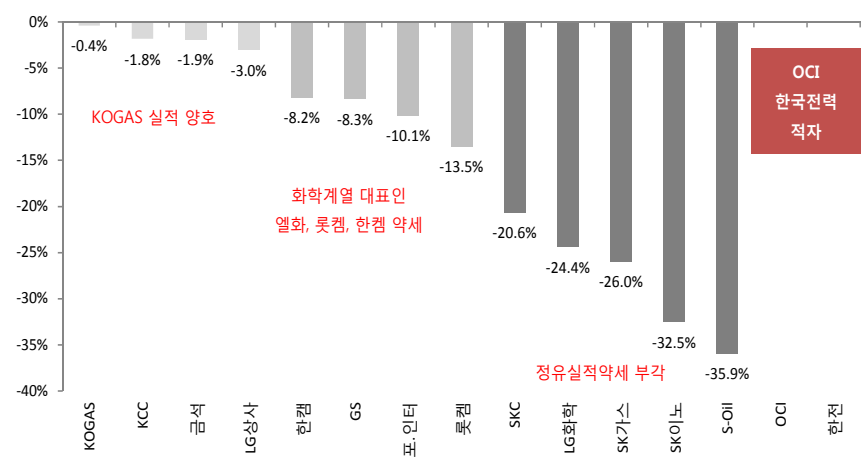
자료 : DataGuide, SK 증권

종목별로 놀랍게도 모든 커버리지 업종이 컨센서스를 하회할 것으로 추정되는 가운데, 그 중에서도 정유의 약세가 가장 부각될 것으로 예상된다.

정유의 경우 SK 이노베이션과 S-Oil 모두 큰 폭으로 컨센서스를 하회할 가능성이 높다. SK 증권 리서치센터의 추정치에 따르면 각각 -32.5% / -35.9%가 추정된다. 화학 역시 LG 화학(-24.4%), 롯데케미칼(-13.5%), 한화케미칼(-8.2%)에서 파악되지만 대표 종목들 모두 시장 기대치를 꽤 큰 폭으로 하회하는 것으로 추정되었다.

유틸리티는 KOGAS 가 기저 상승과 유가 반등으로 인해 양호한 실적을 보이겠지만, 반대로 한국전력은 구매비부담과 여전히 낮은 원전가동률 탓에 흑자를 예상하는 시장 대비 적자를 보일 것으로 판단된다. 최근 이낙연 국무총리가 강하게 전기요금 인상까지 부인한 탓에 동사의 주가에는 적잖은 부담요인이 되리라는 판단이다.

Coverage 업종의 1Q19 컨센서스 대비 추정치와의 차이



자료 : DataGuide, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

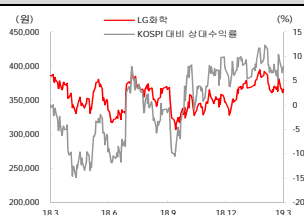
자본금	391 십억원
발행주식수	7,828 만주
자사주	37 만주
액면가	5,000 원
시가총액	25,837 십억원
주요주주	

(주)엘지(외6)	33.37%
국민연금공단	10.00%
외국인지분률	38.80%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(19/03/29)	366,000 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	1.22
52주 최고가	394,500 원
52주 최저가	307,000 원
60일 평균 거래대금	75 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.3%	-3.9%
6개월	0.1%	9.6%
12개월	-5.2%	7.9%

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

그래도 LG 화학

1Q19 영업이익 3,279 억원(QoQ +13.2% / YoY -49.6%) 추정함. 시장 컨센서스 대비 -25.6% 하회하는 수치임. 화학시황의 둔화와 함께 ESS 화재 관련 충당금 설정이 부담으로 작용할 것임. 화학시황의 중장기 down-turn 진입으로 절대주가 측면에서 매력 이 크기는 어렵지만, 여전히 배터리 프리미엄으로 업종 내 상대적 매력도는 올 해 역시 부각될 것으로 기대됨. 업종 최선호주 유지

1Q19 영업이익 3,279 억원(QoQ +13.2% / YoY -49.6%) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 4,410 억원 대비 -25.6% 하향할 것으로 예상함. 실적이 기대에 못 미치는 이유는 기본적으로 화학 시황이 중국 준절 효과에도 여전히 좋지 못했기 때문임. 전체적인 spread 도 축소기조였는데, 분기평균 가격 기준으로 봤을 때 원재료 납사(4Q \$572/t → 1Q \$518/t) 대비 화학 전체 산업의 대표 아이টে이라 할 수 있는 HDPE(4Q \$1,109/t → 1Q \$1,019/t)의 하락폭이 더욱 크게 났음. 뿐만 아니라 국내 ESS 화재 관련 배터리 충당금 설정도 약 1 천억 예정되어 있어 추가적인 실적 약세의 원인을 제공했음.

배터리 프리미엄은 2019 년에도

중대형 파우치의 압도적인 전 세계 최대 배터리 업체인 동사의 프리미엄은 올 해 역시 지속될 것으로 판단함. 2020 년 중대형 배터리 사업에서만 10 조원이 넘는 매출액(2018 년 약 3.5 조원 추정)이 기대될 정도로 급격한 외형확장에서 알 수 있듯이, 4 차 산업혁명과 핵심아이টে인 모빌리티의 성장세의 프리미엄을 지속 부여 받을 것임. 다만 화학 시황의 중장기 down-turn 진입은 절대주가 상승 매력을 떨어뜨릴 것으로 판단함

목표주가 400,000 원 / 업종 최선호주 유지

배터리 프리미엄 기대감으로 화학 업종 시황 둔화 불구 섹터 내 상대적 매력도는 가장 뛰어난 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	20,659.3	25,698.0	28,183.0	31,048.5	35,064.9	40,563.9
yoy	%	2.2	24.4	9.7	10.2	12.9	15.7
영업이익	십억원	1,991.9	2,928.5	2,246.1	1,883.1	2,295.2	3,203.4
yoy	%	9.2	47.0	(23.3)	(16.2)	21.9	39.6
EBITDA	십억원	3,328.6	4,330.5	3,733.3	3,475.5	3,887.7	4,795.9
세전이익	십억원	1,659.8	2,563.9	1,940.0	1,810.3	2,215.0	3,120.4
순이익(지배주주)	십억원	1,281.1	1,945.3	1,472.6	1,380.9	1,689.5	2,380.1
영업이익률%	%	9.6	11.4	8.0	6.1	6.5	7.9
EBITDA%	%	16.1	16.9	13.2	11.2	11.1	11.8
순이익률	%	8.0	10.0	6.9	5.8	6.3	7.7
EPS	원	18,751	26,899	20,203	20,837	25,494	35,915
PER	배	13.9	15.1	17.2	17.3	14.2	10.1
PBR	배	1.5	2.2	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	배	5.7	7.1	7.7	8.7	7.9	6.4
ROE	%	9.5	12.9	8.9	7.8	8.9	11.5
순차입금	십억원	454	99	2,751	3,053	3,497	3,698
부채비율	%	45.8	53.3	67.1	62.7	62.8	61.3

1Q19 preview

(단위: % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	6,553.6	7,051.9	7,234.9	7,342.7	7,838.0	19.6	6.7	7,136.1	9.8
영업이익	650.8	703.3	602.4	289.6	327.9	(49.6)	13.2	441.0	(25.6)
세전이익	653.2	644.3	485.1	157.5	308.7	(52.7)	96.0	372.2	(17.0)
지배순이익	531.3	477.7	343.4	120.1	235.5	(55.7)	96.0	302.6	(22.2)
영업이익률	9.9	10.0	8.3	3.9	4.2	(5.7)	0.2	6.2	(2.0)
세전이익률	10.0	9.1	6.7	2.1	3.9	(6.0)	1.8	5.2	(1.3)
지배주주순이익률	8.1	6.8	4.7	1.6	3.0	(5.1)	1.4	4.2	(1.2)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
ROE(지배주주지분)	9.9%	ROE(지배주주지분)	8.9%	7.5%	8.6%	11.0%	11.7%
Terminal Growth	4.0%	weight		0.25	0.25	0.25	0.25
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	9.9%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.96						
1Q19E BPS(지배주주지분)	203,423						
Target Price	398,080						

자료: LG 화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
EPS(지배주주지분)	16,875	18,904	23,276	33,059	39,245
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	24,643				
4Q19E EPS	18,904				
4Q20E EPS	23,276				

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	221,789	246,432	271,076	295,719	320,362	345,005	369,649	394,292	418,935	443,578
TP by 4Q19E EPS	170,133	189,037	207,940	226,844	245,748	264,651	283,555	302,459	321,362	340,266
TP by 4Q20E EPS	209,481	232,757	256,033	279,308	302,584	325,860	349,135	372,411	395,687	418,962

자료: LG 화학, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	28,183.0	33,999.4	36,534.7	28,183.0	31,048.5	35,064.9	0.0%	-8.7%	-4.0%
YoY %	9.7	20.6	7.5	9.7	10.2	12.9			
영업이익	2,246.1	2,045.5	2,399.6	2,246.1	1,883.1	2,295.2	0.0%	-7.9%	-4.3%
YoY %	(23.3)	(8.9)	17.3	(23.3)	(16.2)	21.9			
EBITDA	3,733.3	3,500.9	3,855.0	3,733.3	3,475.5	3,887.7	0.0%	-0.7%	0.8%
YoY %	(13.8)	(6.2)	10.1	(13.8)	(6.9)	11.9			
순이익	1,472.6	1,510.4	1,769.0	1,472.6	1,380.9	1,689.5	0.0%	-8.6%	-4.5%
YoY %	(24.3)	2.6	17.1	(24.3)	(6.2)	22.4			

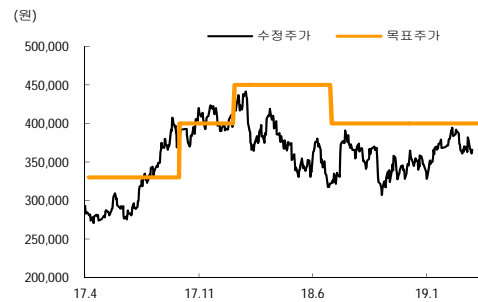
자료: LG 화학, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	8,597.6	8,758.3	8,489.7	8,153.8	7,838.0	7,938.7	7,929.5	7,342.4	-8.8%	-9.4%	-6.6%	-10.0%
YoY %	31.2	24.2	13.3	12.0	19.6	12.6	9.6	(0.0)				
QoQ %	18.1	1.9	(3.1)	(4.0)	6.7	1.3	(0.1)	(7.4)				
영업이익	568.8	565.9	521.7	389.2	327.9	605.2	556.7	393.2	-42.3%	7.0%	6.7%	1.0%
YoY %	(12.6)	(19.5)	(10.1)	(17.6)	(49.6)	(13.9)	(7.6)	35.8				
QoQ %	20.5	(0.5)	(7.8)	(25.4)	13.2	84.6	(8.0)	(29.4)				
EBITDA	932.6	929.7	885.5	753.0	726.0	1,003.3	954.9	791.3	-22.2%	7.9%	7.8%	5.1%
YoY %	(7.3)	(12.9)	(6.2)	(9.9)	(27.8)	(6.0)	(1.8)	15.1				
QoQ %	11.6	(0.3)	(4.8)	(15.0)	5.6	38.2	(4.8)	(17.1)				
순이익	421.1	418.7	386.3	284.3	235.5	447.9	411.3	286.1	-44.1%	7.0%	6.5%	0.7%
YoY %	(20.8)	(12.4)	(11.2)	(19.2)	(55.7)	(6.2)	19.8	138.2				
QoQ %	19.7	(0.6)	(7.7)	(26.4)	96.0	90.2	(8.2)	(30.4)				

자료: LG 화학, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	400,000원	6개월		
2018.10.01	매수	400,000원	6개월	-11.13%	-1.38%
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%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 4 월 1 일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	11,206	12,089	11,931	13,245	14,996
현금및현금성자산	2,249	2,514	2,211	1,768	1,567
매출채권및기타채권	4,636	4,624	4,624	5,465	6,399
재고자산	3,352	4,289	4,434	5,239	6,134
비유동자산	13,836	16,856	18,199	19,061	20,308
장기금융자산	88	158	65	65	65
유형자산	11,211	13,839	15,276	16,138	17,385
무형자산	1,823	2,006	2,006	2,006	2,006
자산총계	25,041	28,944	30,130	32,306	35,305
유동부채	6,645	7,274	7,262	8,118	9,069
단기금융부채	1,451	1,632	1,632	1,632	1,632
매입채무 및 기타채무	3,862	4,717	4,717	5,574	6,525
단기충당부채	40	108	108	108	108
비유동부채	2,058	4,348	4,348	4,348	4,348
장기금융부채	1,594	3,738	3,738	3,738	3,738
장기매입채무 및 기타채무	9	10	10	10	10
장기충당부채	163	218	218	218	218
부채총계	8,703	11,622	11,610	12,467	13,418
지배주주지분	16,169	17,083	18,281	19,601	21,648
자본금	391	391	391	391	391
자본잉여금	2,274	2,275	2,275	2,275	2,275
기타자본구성요소	(363)	(374)	(374)	(374)	(374)
자기주식	(355)	(355)	(355)	(355)	(355)
이익잉여금	14,039	14,994	15,989	17,309	19,356
비지배주주지분	170	239	239	239	239
자본총계	16,339	17,322	18,520	19,840	21,887
부채외자본총계	25,041	28,944	30,130	32,306	35,305

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	3,181	2,125	3,615	3,340	3,985
당기순이익(손실)	2,564	1,940	1,455	1,780	2,507
비현금성항목등	1,867	2,212	2,305	2,305	2,305
유형자산감가상각비	1,402	1,487	1,592	1,592	1,592
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(465)	(725)	(713)	(713)	(713)
운전자본감소(증가)	(715)	(1,264)	(145)	(746)	(828)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(910)	67	0	(797)	(885)
재고자산감소(증가)	(387)	(937)	(145)	(805)	(894)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,167	855	(0)	856	951
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(1,640)	(3,639)	(3,030)	(2,455)	(2,839)
금융자산감소(증가)	(3)	(77)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,850)	(3,777)	(3,030)	(2,455)	(2,839)
무형자산감소(증가)	(90)	(108)	0	0	0
기타	303	323	0	0	0
재무활동현금흐름	(737)	1,794	(460)	(460)	(460)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(349)	2,241	0	0	0
자본의증가(감소)	400	441	0	0	0
배당금의 지급	386	494	460	460	460
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	775	264	(302)	(444)	(201)
기초현금	1,474	2,249	2,514	2,211	1,768
기말현금	2,249	2,514	2,211	1,768	1,567
FCF	1,930	(1,731)	(80)	81	326

자료 : LG화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	25,698	28,183	31,048	35,065	40,564
매출원가	20,134	22,837	25,460	28,585	32,520
매출총이익	5,564	5,346	5,588	6,479	8,044
매출총이익률 (%)	21.6	19.0	18.0	18.5	19.8
판매비와관리비	2,635	3,100	3,705	4,184	4,840
영업이익	2,928	2,246	1,883	2,295	3,203
영업이익률 (%)	11.4	8.0	6.1	6.5	7.9
비영업손익	(365)	(306)	(73)	(80)	(83)
순금융비용	31	51	45	37	31
외환관련손익	(61)	(70)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	6	5	9	11	13
세전계속사업이익	2,564	1,940	1,810	2,215	3,120
세전계속사업이익률 (%)	10.0	6.9	5.8	6.3	7.7
계속사업법인세	542	421	356	435	613
계속사업이익	2,022	1,519	1,455	1,780	2,507
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,022	1,519	1,455	1,780	2,507
순이익률 (%)	7.9	5.4	4.7	5.1	6.2
지배주주	1,945	1,473	1,381	1,690	2,380
지배주주귀속 순이익률(%)	7.6	5.2	4.4	4.8	5.9
비지배주주	77	47	74	90	127
총포괄이익	1,876	1,433	1,455	1,780	2,507
지배주주	1,808	1,388	1,275	1,560	2,198
비지배주주	67	45	179	220	309
EBITDA	4,330	3,733	3,476	3,888	4,796

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	24.4	9.7	10.2	12.9	15.7
영업이익	47.0	(23.3)	(16.2)	21.9	39.6
세전계속사업이익	54.5	(24.3)	(6.7)	22.4	40.9
EBITDA	30.1	(13.8)	(6.9)	11.9	23.4
EPS(계속사업)	43.5	(24.9)	3.1	22.4	40.9
수익성 (%)					
ROE	12.9	8.9	7.8	8.9	11.5
ROA	8.9	5.6	4.9	5.7	7.4
EBITDA마진	16.9	13.2	11.2	11.1	11.8
안정성 (%)					
유동비율	168.6	166.2	164.3	163.2	165.4
부채비율	53.3	67.1	62.7	62.8	61.3
순차입금/자기자본	0.6	15.9	16.5	17.6	16.9
EBITDA/이자비용(배)	0.3	(0.1)	(0.1)	0.1	0.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	26,899	20,203	20,837	25,494	35,915
BPS	180,203	188,124	215,483	233,343	261,047
CFPS	47,413	41,469	42,025	46,507	56,382
주당 현금배당금	5,890	5,890	5,890	5,890	5,890
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	15.1	17.2	17.3	14.2	10.1
PER(최저)					
PBR(최고)	2.2	1.8	1.7	1.5	1.4
PBR(최저)					
PCR	8.5	8.4	8.6	7.8	6.4
EV/EBITDA(최고)	7.1	7.7	8.7	7.9	6.4
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

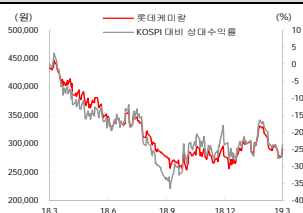
Company Data

자본금	171 십억원
발행주식수	3,428 만주
자사주	58 만주
액면가	5,000 원
시가총액	9,957 십억원
주요주주	
롯데지주(주)(외5)	53.54%
국민연금공단	9.75%
외국인지분률	33.10%
배당수익률	3.60%

Stock Data

주가(19/03/29)	290,500 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	1.22
52주 최고가	447,000 원
52주 최저가	254,000 원
60일 평균 거래대금	44 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.9%	-6.6%
6개월	4.5%	14.4%
12개월	-32.9%	-23.6%

롯데케미칼 (011170/KS | 매수(유지) | T.P 340,000 원(하향))

순수화학 업체의 함정

1Q19 영업이익 3,371 억원(QoQ +235.7% / YoY -49.1%) 추정함. 시장 컨센서스 대비 -14.3% 하회하는 수치임. 화학 시장 둔화국면에 이미 진입했고 특히 동사의 핵심 아이템인 MEG의 최근 부진이 큰 탓에 실적부진은 여전할 것으로 예상함. 특히 동사는 대표적인 순수화학 업종으로서 시장의 down-turn에서는 필연적으로 감익도 크게 나타나기 때문에 올 해 LG 화학 대비 상대적 매력도 떨어질 것임. 목표주가 34 만원을 하향함

1Q19 영업이익 3,371 억원(QoQ +235.7% / YoY -49.1%) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 3,935 억원 대비 -14.3% 하향할 것으로 예상함. 실적이 기대에 못 미치는 이유는 기본적으로 화학 시장이 중국 준절 효과에도 여전히 좋지 못했기 때문임. 전체적인 spread도 축소기조였는데, 분기평균 가격 기준으로 봤을 때 원재료 납사(4Q \$572/t → 1Q \$518/t) 대비 화학 전체산업의 대표 아이টে이라 할 수 있는 HDPE(4Q \$1,109/t → 1Q \$1,019/t)의 하락폭이 더욱 크게 났음. 특히 동사의 핵심 아이템 MEG(4Q \$774/t → 1Q \$632/t)는 중국 동부재고가 사상 최대인 130 만톤을 넘어설 정도로 안 좋은 시장이 준절 기간에도 유지되었음

순수화학 업체의 함정

화학이 상승 cycle에 진입했을 때 순수화학업종은 빠른 이익 증대 속도를 보이며 주가 역시 높은 탄력을 보임. 다만 현재와 같은 down-turn에서는 반대로 감익속도가 가파르게 발생하기 때문에 주가 약세도 동반하게 됨. 화학의 대장주로서 비교되는 LG 화학 대비 주가 매력은 2019 년에도 떨어질 가능성이 높음

목표주가 360,000 원 → 340,000 원 / 투자의견 매수 유지

최근 급격히 둔화된 시장을 반영하여 영업이익 추정치를 하향조정하며, 이를 반영해 목표주가 역시 동반 하향 조정함. 과매도에 따른 trading buy 기회를 모색해야 함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	13,223.5	15,874.5	16,545.0	11,012.4	10,728.2	11,017.6
yoy	%	12.9	20.0	4.2	(33.4)	(2.6)	2.7
영업이익	십억원	2,544.3	2,929.7	1,967.4	1,169.1	1,191.9	1,245.7
yoy	%	57.9	15.2	(32.8)	(40.6)	1.9	4.5
EBITDA	십억원	3,173.4	3,620.9	2,652.4	1,830.4	1,853.1	1,907.0
세전이익	십억원	2,487.4	3,084.7	2,252.7	1,234.1	1,286.4	1,368.7
순이익(지배주주)	십억원	1,835.8	2,243.9	1,579.2	905.9	944.3	1,004.7
영업이익률%	%	19.2	18.5	11.9	10.6	11.1	11.3
EBITDA%	%	24.0	22.8	16.0	16.6	17.3	17.3
순이익률	%	18.8	19.4	13.6	11.2	12.0	12.4
EPS	원	53,561	65,466	46,074	26,429	27,549	29,312
PER	배	6.9	5.6	6.1	10.7	10.2	9.6
PBR	배	1.6	1.2	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	4.4	3.1	3.4	4.1	3.8	3.4
ROE	%	21.7	21.5	13.0	6.9	6.9	7.0
순차입금	십억원	1,359	(1,344)	(438)	(1,947)	(2,403)	(2,925)
부채비율	%	68.8	59.5	53.6	47.6	45.9	44.0

1Q19 preview

(단위: % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,123.2	4,330.2	4,247.6	3,844.0	2,887.9	(30.0)	(24.9)	3,888.2	(25.7)
영업이익	662.0	701.3	503.6	100.4	337.1	(49.1)	235.7	393.5	(14.3)
세전이익	744.5	817.9	597.4	92.8	349.1	(53.1)	276.0	479.8	(27.2)
지배순이익	526.9	555.4	434.9	62.0	256.2	(51.4)	313.6	341.9	(25.1)
영업이익률	16.1	16.2	11.9	2.6	11.7	(4.4)	9.1	10.1	1.6
세전이익률	18.1	18.9	14.1	2.4	12.1	(6.0)	9.7	12.3	(0.3)
지배주주순이익률	12.8	12.8	10.2	1.6	8.9	(3.9)	7.3	8.8	0.1

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
ROE(지배주주지분)	6.7%	ROE(지배주주지분)	13.0%	6.7%	6.7%	6.8%	7.9%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.7%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.94						
1Q19E BPS(지배주주지분)	357,691						
Target Price	336,837						

자료: 롯데케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
EPS(지배주주지분)	53,561	26,429	27,549	29,312	36,368
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	28,224				
4Q19E EPS	26,429				
4Q20E EPS	27,549				

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	225,788	254,012	282,235	310,459	338,683	366,906	395,130	423,353	451,577	479,800
TP by 4Q19E EPS	211,432	237,861	264,290	290,719	317,148	343,577	370,006	396,435	422,864	449,293
TP by 4Q20E EPS	220,395	247,945	275,494	303,043	330,593	358,142	385,692	413,241	440,790	468,340

자료: 롯데케미칼 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	17,401.5	12,467.1	11,541.0	16,545.0	11,012.4	10,728.2	-4.9%	-11.7%	-7.0%
YoY %	9.6%	-28.4%	-7.4%	4.2%	-33.4%	-2.6%			
영업이익	2,262.6	1,347.1	1,003.8	1,967.4	1,169.1	1,191.9	-13.0%	-13.2%	18.7%
YoY %	-22.8%	-40.5%	-25.5%	-32.8%	-40.6%	1.9%			
EBITDA	2,958.2	2,042.4	1,699.1	2,652.4	1,830.4	1,853.1	-10.3%	-10.4%	9.1%
YoY %	-18.3%	-31.0%	-16.8%	-26.7%	-31.0%	1.2%			
순이익	1,777.3	1,052.9	784.8	1,579.2	905.9	944.3	-11.1%	-14.0%	20.3%
YoY %	-20.8%	-40.8%	-25.5%	-29.6%	-42.6%	4.2%			

자료: 롯데케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	3,175.1	3,332.8	3,237.6	2,721.5	2,887.9	2,830.8	2,920.0	2,373.7	-9.0%	-15.1%	-9.8%	-12.8%
YoY %	-23.0%	-23.0%	-29.4%	-37.6%	-30.0%	-34.6%	-31.3%	-38.2%				
QoQ %	-27.2%	5.0%	-2.9%	-15.9%	-24.9%	-2.0%	3.1%	-18.7%				
영업이익	269.7	436.9	401.3	239.2	337.1	342.0	339.4	150.6	25.0%	-21.7%	-15.4%	-37.1%
YoY %	-59.3%	-37.7%	-29.6%	-27.2%	-49.1%	-51.2%	-32.6%	50.0%				
QoQ %	-18.0%	62.0%	-8.2%	-40.4%	235.7%	1.4%	-0.8%	-55.6%				
EBITDA	443.5	610.8	575.1	413.1	502.5	507.3	504.7	315.9	13.3%	-16.9%	-12.2%	-23.5%
YoY %	-47.0%	-30.2%	-22.7%	-17.8%	-39.9%	-42.0%	-25.3%	18.9%				
QoQ %	-11.8%	37.7%	-5.8%	-28.2%	89.1%	1.0%	-0.5%	-37.4%				
순이익	208.5	342.3	315.5	186.6	256.2	262.6	262.4	124.6	22.9%	-23.3%	-16.8%	-33.2%
YoY %	-60.4%	-38.4%	-29.0%	-25.5%	-51.4%	-52.7%	-39.7%	101.1%				
QoQ %	-16.7%	64.2%	-7.8%	-40.9%	313.6%	2.5%	0.0%	-52.5%				

자료: 롯데케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	340,000원	6개월		
2018.10.01	매수	360,000원	6개월	-21.08%	-8.06%
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	-7.14%	15.73%
2017.09.27	매수	410,000원	6개월	-10.54%	1.59%
2017.07.04	매수	410,000원	6개월	-10.80%	1.59%
2017.04.10	매수	410,000원	6개월	-14.66%	-8.17%



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 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 (2019 년 4 월 1 일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	8,225	8,144	8,292	8,882	9,505
현금및현금성자산	1,685	1,330	2,838	3,295	3,817
매출채권및기타채권	1,668	1,536	948	1,007	1,051
재고자산	1,536	1,777	1,121	1,191	1,243
비유동자산	11,326	12,655	12,733	12,822	12,932
장기금융자산	330	188	70	70	70
유형자산	6,716	8,036	8,232	8,322	8,432
무형자산	1,711	1,653	1,653	1,653	1,653
자산총계	19,551	20,799	21,025	21,704	22,437
유동부채	3,791	3,961	3,532	3,574	3,606
단기금융부채	1,514	2,196	2,196	2,196	2,196
매입채무 및 기타채무	1,421	1,103	681	724	756
단기충당부채	0	1	1	1	1
비유동부채	3,505	3,293	3,250	3,250	3,250
장기금융부채	2,753	2,650	2,606	2,606	2,606
장기매입채무 및 기타채무	19	8	8	8	8
장기충당부채	115	84	84	84	84
부채총계	7,296	7,255	6,782	6,824	6,856
지배주주지분	11,490	12,735	13,433	14,071	14,771
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	881	881	881	881	881
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	10,582	11,785	12,381	13,018	13,719
비지배주주지분	765	810	810	810	810
자본총계	12,255	13,544	14,243	14,880	15,581
부채외자본총계	19,551	20,799	21,025	21,704	22,437

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	3,098	1,398	2,654	1,706	1,793
당기순이익(손실)	2,285	1,642	956	997	1,061
비현금성항목등	1,365	1,107	803	803	803
유형자산감가상각비	691	685	661	661	661
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(674)	(422)	(142)	(142)	(142)
운전자본감소(증가)	38	(526)	895	(93)	(71)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(112)	119	567	(57)	(43)
재고자산감소(증가)	(59)	(241)	656	(70)	(53)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	274	(328)	(328)	33	25
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	800	611	110	110	110
투자활동현금흐름	(4,731)	(1,726)	(858)	(751)	(771)
금융자산감소(증가)	(2,773)	40	0	0	0
유형자산감소(증가)	(2,017)	(1,832)	(858)	(751)	(771)
무형자산감소(증가)	(2)	(1)	0	0	0
기타	61	67	0	0	0
재무활동현금흐름	1,159	(9)	(360)	(360)	(360)
단기금융부채증가(감소)	(531)	54	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	766	425	0	0	0
자본의증가(감소)	3	15	0	0	0
배당금의 지급	135	411	360	360	360
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(518)	(355)	1,508	456	522
기초현금	2,203	1,685	1,330	2,838	3,295
기말현금	1,685	1,330	2,838	3,295	3,817
FCF	1,847	(522)	1,574	743	786

자료 : 롯데케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	15,875	16,545	11,012	10,728	11,018
매출원가	12,082	13,792	9,275	8,983	9,204
매출총이익	3,793	2,753	1,737	1,745	1,814
매출총이익률 (%)	23.9	16.6	15.8	16.3	16.5
판매비와관리비	863	785	568	553	568
영업이익	2,930	1,967	1,169	1,192	1,246
영업이익률 (%)	18.5	11.9	10.6	11.1	11.3
비영업손익	155	285	65	95	123
순금융비용	75	132	139	169	197
외환관련손익	37	(18)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	284	245	4	4	4
세전계속사업이익	3,085	2,253	1,234	1,286	1,369
세전계속사업이익률 (%)	19.4	13.6	11.2	12.0	12.4
계속사업법인세	800	611	278	289	308
계속사업이익	2,285	1,642	956	997	1,061
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,285	1,642	956	997	1,061
순이익률 (%)	14.4	9.9	8.7	9.3	9.6
지배주주	2,244	1,579	906	944	1,005
지배주주귀속 순이익률(%)	14.1	9.5	8.2	8.8	9.1
비지배주주	41	63	51	53	56
총포괄이익	1,856	1,750	956	997	1,061
지배주주	1,859	1,659	906	944	1,005
비지배주주	(3)	91	51	53	56
EBITDA	3,621	2,652	1,830	1,853	1,907

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	20.0	4.2	(33.4)	(2.6)	2.7
영업이익	15.2	(32.8)	(40.6)	1.9	4.5
세전계속사업이익	24.0	(27.0)	(45.2)	4.2	6.4
EBITDA	14.1	(26.7)	(31.0)	1.2	2.9
EPS(계속사업)	22.2	(29.6)	(42.6)	4.2	6.4
수익성 (%)					
ROE	21.5	13.0	6.9	6.9	7.0
ROA	12.9	8.1	4.6	4.7	4.8
EBITDA마진	22.8	16.0	16.6	17.3	17.3
안정성 (%)					
유동비율	217.0	205.6	234.8	248.5	263.6
부채비율	59.5	53.6	47.6	45.9	44.0
순차입금/자기자본	(11.0)	(3.2)	(13.7)	(16.1)	(18.8)
EBITDA/이자비용(배)	0.1	(0.3)	(0.4)	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	65,466	46,074	26,429	27,549	29,312
BPS	301,335	337,305	357,691	376,278	396,726
CFPS	83,470	61,824	45,727	46,242	47,460
주당 현금배당금	10,682	10,682	10,682	10,682	10,682
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	5.6	6.1	10.7	10.2	9.6
PER(최저)					
PBR(최고)	1.2	0.8	0.8	0.7	0.7
PBR(최저)					
PCR	4.4	4.6	6.2	6.1	5.9
EV/EBITDA(최고)	3.1	3.4	4.1	3.8	3.4
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	168 십억원
발행주식수	3,349 만주
자사주	559 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,901 십억원
주요주주	
박철완(외5)	24.70%
금호석유 자사주	18.35%
외국인지분률	31.80%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(19/03/29)	95,200 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	1.22
52주 최고가	117,000 원
52주 최저가	80,100 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.5%	2.0%
6개월	-3.4%	5.8%
12개월	-1.7%	11.9%

금호석유 (011780/KS | 매수(유지) | T.P 130,000 원(하향))

합성고무의 회복세는 올 해도 지속

1Q19 영업이익 1,123 억원(QoQ +33.1% / YoY -32.3%) 추정함. 시장 컨센서스와 거의 유사한 수치임. 폐놀사업부의 약세가 나타났지만 합성고무가 안정적인 상황을 유지한 탓에 이익은 여전히 견조할 것으로 판단함. 합성고무의 이익 기여는 올 해 연중으로 지속 기대됨. 회계연도 변경과 미래 이익추정치 하향조정분을 반영하여 목표주가를 13만원으로 소폭 하향조정하지만, 여전히 현 주가에서는 매수 매력 있는 것으로 판단함

1Q19 영업이익 1,123 억원(QoQ +33.1% / YoY -32.3%) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 1,145 억원 대비 -1.9% 하향하는, 사실상 예상치에 부합할 것으로 판단함. 2018 년 이익상승에서 큰 기여를 했던 폐놀 사업부가 최근 BPA 약세(분기평균 기준 4Q \$1,558/t → 1Q \$1,383/t)를 보였지만, 지난 해 하반기 80%가 넘는 가동률을 보이며 완전한 회복세를 이어간 합성고무가 원재료 부타디엔 급락 등으로 인해 안정적인 이익을 시현할 것으로 기대됨. 특히 부타디엔은 분기말로 갈수록 급락(4Q 말 \$1,125/t → 1Q 말 \$1,040/t, 중국가격은 \$1,000/t 이하로 하락)했기 때문에 2 분기에서도 이익에 호재가 될 것으로 기대됨

전반적인 화학의 down-turn 에서도 상대적 부각 가능

금호석유의 주력 아이টে인 합성고무는 다른 화학 아이টে보다 상대적으로 공급과잉의 어려움을 먼저 경험한 뒤, 지난 해 지속적인 개선세를 이어갔음. 올 해 역시 이런 기조가 이어질 것으로 보임. 비록 폐놀사업부의 약세가 우려되지만 이와 같은 합성고무의 회복세로 견조한 이익은 지켜나갈 것임

목표주가 140,000 원 → 130,000 원 / 투자의견 매수 유지

회계연도 변경과 미래 이익추정치 하향조정분을 반영하여 목표주가 역시 소폭 하향 조정함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	3,970.4	5,064.8	5,584.9	4,668.0	4,411.3	4,655.9
yoy	%	0.9	27.6	10.3	(16.4)	(5.5)	5.5
영업이익	십억원	157.1	262.6	554.6	442.9	427.1	437.4
yoy	%	(4.2)	67.2	111.2	(20.1)	(3.6)	2.4
EBITDA	십억원	363.0	480.5	764.1	646.7	630.8	641.1
세전이익	십억원	112.9	289.8	616.9	365.6	354.9	369.4
순이익(지배주주)	십억원	73.2	213.6	491.2	283.6	275.3	286.6
영업이익률%	%	4.0	5.2	9.9	9.5	9.7	9.4
EBITDA%	%	9.1	9.5	13.7	13.9	14.3	13.8
순이익률	%	2.8	5.7	11.0	7.8	8.0	7.9
EPS	원	2,320	6,906	15,984	9,308	9,035	9,405
PER	배	35.3	14.4	5.5	10.6	10.9	10.5
PBR	배	1.7	1.8	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	11.3	9.6	3.6	4.8	4.9	4.8
ROE	%	4.6	12.3	23.4	11.3	9.9	9.5
순차입금	십억원	1,532	1,450	1,051	363	146	(50)
부채비율	%	163.1	134.0	96.6	80.6	74.4	69.4

1Q19 preview

(단위: % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,339.9	1,441.8	1,450.6	1,352.6	1,262.1	(5.8)	(6.7)	1,286.7	(1.9)
영업이익	165.8	153.5	151.0	84.3	112.3	(32.3)	33.1	114.5	(1.9)
세전이익	194.2	181.2	162.4	79.1	92.2	(52.5)	16.6	118.4	(22.1)
지배순이익	132.1	175.3	122.4	61.4	71.5	(45.9)	16.6	89.3	(19.9)
영업이익률	12.4	10.6	10.4	6.2	8.9	(3.5)	2.7	8.9	(0.0)
세전이익률	14.5	12.6	11.2	5.8	7.3	(7.2)	1.5	9.2	(1.9)
지배주주순이익률	9.9	12.2	8.4	4.5	5.7	(4.2)	1.1	6.9	(1.3)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
ROE(지배주주지분)	10.0%	ROE(지배주주지분)	23.4%	10.7%	9.5%	9.1%	9.3%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	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	1.60						
1Q19E BPS(지배주주지분)	81,227						
Target Price	130,186						

자료: 금호석유, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
EPS(지배주주지분)	3,818	9,169	8,896	9,266	10,256
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	9,243				
4Q19E EPS	9,169				
4Q20E EPS	8,896				

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	92,429	101,671	110,914	120,157	129,400	138,643	147,886	157,129	166,371	175,614
TP by 4Q19E EPS	91,694	100,864	110,033	119,203	128,372	137,541	146,711	155,880	165,050	174,219
TP by 4Q20E EPS	88,964	97,861	106,757	115,654	124,550	133,446	142,343	151,239	160,136	169,032

자료: 금호석유, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	5,678.4	5,095.9	4,880.7	5,584.9	4,668.0	4,411.3	-1.6%	-8.4%	-9.6%
YoY %	12.1%	-10.3%	-4.2%	10.3%	-16.4%	-5.5%			
영업이익	575.0	418.0	430.5	554.6	442.9	427.1	-3.5%	6.0%	-0.8%
YoY %	118.9%	-27.3%	3.0%	111.2%	-20.1%	-3.6%			
EBITDA	788.9	631.7	644.2	764.1	646.7	630.8	-3.2%	2.4%	-2.1%
YoY %	64.2%	-19.9%	2.0%	59.0%	-15.4%	-2.4%			
순이익	443.9	266.1	287.7	491.2	283.6	275.3	10.7%	6.6%	-4.3%
YoY %	107.8%	-40.0%	8.1%	130.0%	-42.3%	-2.9%			

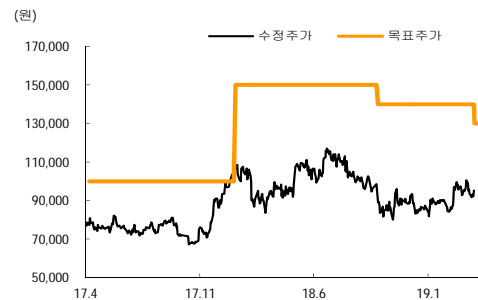
자료: 금호석유 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	1,313.2	1,340.4	1,303.5	1,138.7	1,262.1	1,191.1	1,192.8	1,022.0	-3.9%	-11.1%	-8.5%	-10.2%
YoY %	-2.0%	-7.0%	-12.3%	-19.2%	-5.8%	-17.4%	-17.8%	-24.4%				
QoQ %	-6.9%	2.1%	-2.7%	-12.6%	-6.7%	-5.6%	0.1%	-14.3%				
영업이익	89.4	131.6	117.3	79.7	112.3	126.1	127.3	77.3	25.6%	-4.2%	8.5%	-3.1%
YoY %	-46.1%	-14.3%	-4.3%	-40.1%	-32.3%	-17.9%	-15.7%	-8.4%				
QoQ %	-32.9%	47.2%	-10.9%	-32.0%	33.1%	12.3%	1.0%	-39.3%				
EBITDA	142.8	185.0	170.7	133.2	163.2	177.0	178.2	128.2	14.3%	-4.3%	4.4%	-3.7%
YoY %	-34.9%	-10.6%	-3.0%	-28.6%	-25.7%	-14.5%	-11.9%	-5.2%				
QoQ %	-23.4%	29.5%	-7.7%	-22.0%	20.6%	8.5%	0.7%	-28.1%				
순이익	53.4	87.2	77.0	48.5	71.5	82.8	84.1	45.1	34.0%	-5.0%	9.3%	-7.0%
YoY %	-59.6%	-50.2%	20.5%	-33.1%	-45.9%	-52.8%	-31.3%	-26.5%				
QoQ %	-26.4%	63.5%	-11.8%	-37.0%	16.6%	15.8%	1.5%	-46.4%				

자료: 금호석유 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	130,000원	6개월		
2018.10.01	매수	140,000원	6개월	-36.21%	-28.21%
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	-22.11%	8.50%
2017.07.04	매수	100,000원	6개월	-23.85%	-17.90%
2017.04.10	매수	100,000원	6개월	-23.77%	-17.90%



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 (2019년 4월 1일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,332.7	1,348.7	1,760.4	2,008.7	2,273.4
현금및현금성자산	234.4	101.8	789.4	1,006.8	1,203.0
매출채권및기타채권	620.9	667.0	503.3	521.2	560.8
재고자산	426.8	471.6	361.7	374.5	402.8
비유동자산	3,247.1	3,268.0	3,047.2	3,064.0	3,093.1
장기금융자산	270.6	265.4	14.9	14.9	14.9
유형자산	2,440.3	2,365.6	2,395.2	2,412.1	2,441.1
무형자산	14.9	14.3	14.3	14.3	14.3
자산총계	4,579.8	4,616.7	4,807.6	5,072.7	5,366.4
유동부채	1,913.9	1,758.9	1,631.8	1,645.0	1,674.2
단기금융부채	1,233.2	1,085.3	1,085.3	1,085.3	1,085.3
매입채무 및 기타채무	562.2	493.6	373.0	386.2	415.3
단기충당부채	1.0	2.5	2.5	2.5	2.5
비유동부채	709.1	509.7	509.7	509.7	509.7
장기금융부채	586.9	372.4	372.4	372.4	372.4
장기매입채무 및 기타채무	4.9	4.6	4.6	4.6	4.6
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,623.0	2,268.6	2,141.5	2,154.7	2,183.8
지배주주지분	1,842.7	2,347.3	2,655.7	2,894.9	3,145.4
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	266.5	356.6	356.6	356.6	356.6
기타자본구성요소	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)
자기주식	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)
이익잉여금	1,403.0	1,924.6	2,172.1	2,411.3	2,661.8
비지배주주지분	114.1	0.8	0.8	0.8	0.8
자본총계	1,956.8	2,348.1	2,656.6	2,895.7	3,146.2
부채외자본총계	4,579.8	4,616.7	4,807.6	5,072.7	5,366.4

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	421.0	484.6	766.8	549.0	534.5
당기순이익(손실)	217.6	503.1	284.2	275.9	287.2
비현금성항목등	310.4	277.3	294.5	294.5	294.5
유형자산감가상각비	217.9	209.4	203.7	203.7	203.7
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(92.5)	(67.8)	(90.8)	(90.8)	(90.8)
운전자본감소(증가)	(39.5)	(201.7)	188.1	(21.3)	(47.1)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(80.1)	(38.0)	156.2	(17.1)	(37.7)
재고자산감소(증가)	18.8	(44.9)	109.9	(12.8)	(28.3)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	24.5	(79.1)	(78.0)	8.5	18.8
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	72.1	113.8	70.5	70.5	70.5
투자활동현금흐름	(106.0)	(190.7)	(233.4)	(220.6)	(232.8)
금융자산감소(증가)	(4.1)	(63.3)	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(100.8)	(128.6)	(233.4)	(220.6)	(232.8)
무형자산감소(증가)	(0.8)	0.4	0.0	0.0	0.0
기타	(0.4)	0.8	0.0	0.0	0.0
재무활동현금흐름	(276.7)	(426.4)	(36.7)	(36.7)	(36.7)
단기금융부채증가(감소)	(601.2)	(431.7)	0.0	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	349.8	76.9	0.0	0.0	0.0
자본의증가(감소)	5.2	(24.4)	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	22.1	27.3	36.7	36.7	36.7
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	37.5	(132.6)	687.6	217.4	196.2
기초현금	197.0	234.4	101.8	789.4	1,006.8
기말현금	234.4	101.8	789.4	1,006.8	1,203.0
FCF	96.8	544.4	463.4	297.4	271.7

자료 : 금호석유, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,064.8	5,584.9	4,668.0	4,411.3	4,655.9
매출원가	4,636.5	4,854.2	4,036.2	3,805.7	4,030.1
매출총이익	428.3	730.7	631.8	605.6	625.8
매출총이익률 (%)	8.5	13.1	13.5	13.7	13.4
판매비와관리비	165.6	176.1	188.9	178.5	188.4
영업이익	262.6	554.6	442.9	427.1	437.4
영업이익률 (%)	5.2	9.9	9.5	9.7	9.4
비영업손익	27.2	62.3	(77.3)	(72.2)	(67.9)
순금융비용	8.7	14.1	13.0	18.4	22.5
외환관련손익	40.9	(5.8)	0.0	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	88.7	118.1	9.7	9.5	9.6
세전계속사업이익	289.8	616.9	365.6	354.9	369.4
세전계속사업이익률 (%)	5.7	11.0	7.8	8.0	7.9
계속사업법인세	72.1	113.8	81.4	79.0	82.3
계속사업이익	217.6	503.1	284.2	275.9	287.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*법인세효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	217.6	503.1	284.2	275.9	287.2
순이익률 (%)	4.3	9.0	6.1	6.3	6.2
지배주주	213.6	491.2	283.6	275.3	286.6
지배주주귀속 순이익률(%)	4.2	8.8	6.1	6.2	6.2
비지배주주	4.1	11.9	0.6	0.6	0.6
총포괄이익	250.9	485.1	284.2	275.9	287.2
지배주주	245.0	472.6	283.6	275.3	286.6
비지배주주	5.9	12.5	0.6	0.6	0.6
EBITDA	480.5	764.1	646.7	630.8	641.1

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	27.6	10.3	(16.4)	(5.5)	5.5
영업이익	67.2	111.2	(20.1)	(3.6)	2.4
세전계속사업이익	156.7	112.9	(40.7)	(2.9)	4.1
EBITDA	32.4	59.0	(15.4)	(2.4)	1.6
EPS(계속사업)	197.7	131.5	(41.8)	(2.9)	4.1
수익성 (%)					
ROE	12.3	23.4	11.3	9.9	9.5
ROA	4.8	10.9	6.0	5.6	5.5
EBITDA마진	9.5	13.7	13.9	14.3	13.8
안정성 (%)					
유동비율	69.6	76.7	107.9	122.1	135.8
부채비율	134.0	96.6	80.6	74.4	69.4
순차입금/자기자본	74.1	44.8	13.7	5.0	(1.6)
EBITDA/이자비용(배)	0.4	1.0	(0.2)	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,906	15,984	9,308	9,035	9,405
BPS	56,527	72,018	81,227	88,369	95,848
CFPS	12,395	19,759	16,364	15,996	16,235
주당 현금배당금	970	1,305	1,305	1,305	1,305
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.4	5.5	10.6	10.9	10.5
PER(최저)					
PBR(최고)	1.8	1.2	1.2	1.1	1.0
PBR(최저)					
PCR	8.0	4.4	6.0	6.1	6.1
EV/EBITDA(최고)	9.6	3.6	4.8	4.9	4.8
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

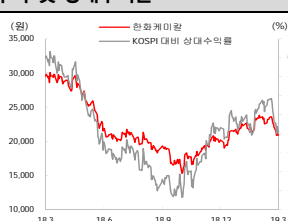
Company Data

자본금	821 십억원
발행주식수	16,311 만주
자사주	138 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,409 십억원
주요주주	
(주)한화(외3)	36.67%
국민연금공단	7.09%
외국인지분율	24.80%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(19/03/29)	20,900 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	1.60
52주 최고가	30,050 원
52주 최저가	15,300 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.7%	-8.4%
6개월	8.3%	18.5%
12개월	-29.3%	-19.5%

한화케미칼 (009830/KS | 매수(유지) | T.P 25,000 원(하향))

공격적으로 사긴 애매하다

1Q19 영업이익 853 억원(QoQ 흑전 / YoY -50.4%) 추정함. 시장 컨센서스와 유사한 수치임. 전분기 발생했던 1 회성 비용이 소멸된 탓에 실적은 올라오겠지만, 화학시장이 약세국면으로 인해 전년대비로는 크게 하락할 것으로 판단됨. PVC 만이 견조한 시황을 보였을 뿐 LDPE, 가성소다, TDI 모두 좋지 못했음. 현재 0.5x 에 근접한 PBR valuation 에서 더 빠지긴 쉽지 않지만, 그래도 trading buy 이상의 전략은 추천하기 어려운 상황임

1Q19 영업이익 853 억원(QoQ 흑전 / YoY -50.4%) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 929 억원 대비 -8.2% 회회하는, 사실상 예상치에 부합할 것으로 판단함. 전분기대비 이익이 크게 올라오는 것은 1 회성 비용의 소멸효과가 가장 크기 때문임. 다만 그럼에도 불구하고 화학 시황이 중국 준철 효과에도 여전히 좋지 못했기에 이익은 전년대비로는 큰 폭 감소함. 그나마 동사의 주력인 PVC(4Q \$859/t → 1Q \$887/t)가 양호한 시황을 보이며 하락폭을 상쇄한 것으로 판단함. 그 외 LDPE(4Q \$1,094/t → 1Q \$1,050/t), 가성소다(4Q \$354/t → 1Q \$318/t), TDI(4Q \$2,829/t → 1Q \$1,967/t)는 모두 약세를 면치 못했음. 태양광은 폴리실리콘 대비 모듈 시황이 양호하긴 했지만 큰 이익 기여를 기대하는 어려운 국면임

PBR 0.5x 에서 더 빠지긴 어렵지만 오르기도 애매한...

현재 동사의 PBR 은 0.5x 내외로서 사상 최저에 거의 근접하여 있음. 지난 시기의 호황기로 인해 재무구조가 안정되었고 사업부들도 점차 자리를 잡아가는 만큼 valuation 은 바닥에 근접한 것으로 판단함. 다만 화학에 대한 의존도가 과거 대비 더욱 높아진 시점에서, 중장기 화학 down-turn 에서의 상승을 꾀하기도 애매한 상황임. 주가의 과매도 상황 시 trading buy 전략 필요함

목표주가 27,000 원 → 25,000 원 / 투자의견 매수 유지

회계연도 변경과 미래 이익추정치 하향조정분을 반영하여 목표주가 역시 소폭 하향 조정함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	9,258.8	9,341.8	9,046.0	9,763.3	10,191.1	11,138.4
yoy	%	15.2	0.9	(3.2)	7.9	4.4	9.3
영업이익	십억원	779.2	756.4	354.3	419.8	402.5	407.6
yoy	%	131.2	(2.9)	(53.2)	18.5	(4.1)	1.3
EBITDA	십억원	1,224.5	1,191.9	794.4	886.8	869.5	874.6
세전이익	십억원	886.4	1,065.9	288.3	449.1	440.1	440.9
순이익(지배주주)	십억원	755.3	824.7	186.7	341.1	334.2	334.9
영업이익률%	%	8.4	8.1	3.9	4.3	3.9	3.7
EBITDA%	%	13.2	12.8	8.8	9.1	8.5	7.9
순이익률	%	8.2	8.8	2.1	3.5	3.3	3.0
EPS	원	4,580	5,001	1,143	2,091	2,049	2,053
PER	배	5.4	6.3	17.7	9.2	9.4	9.4
PBR	배	0.8	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	6.0	6.6	4.2	3.6	3.6	3.6
ROE	%	15.2	14.6	3.1	5.5	5.1	4.9
순차입금	십억원	3,230	2,649	3,843	3,963	3,902	3,930
부채비율	%	152.7	120.6	144.6	132.3	129.6	127.5

1Q19 preview

(단위: % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,076.1	2,250.5	2,311.9	2,407.6	2,427.1	16.9	0.8	2,375.8	2.2
영업이익	172.1	184.4	93.8	(95.9)	85.3	(50.4)	(189.0)	92.9	(8.2)
세전이익	366.7	260.7	(2.6)	(336.5)	121.9	(66.8)	(136.2)	149.8	(18.7)
지배순이익	296.6	186.0	(22.7)	(273.2)	92.5	(68.8)	(133.9)	109.9	(15.8)
영업이익률	8.3	8.2	4.1	(4.0)	3.5	(4.8)	7.5	3.9	(0.4)
세전이익률	17.7	11.6	(0.1)	(14.0)	5.0	(12.6)	19.0	6.3	(1.3)
지배주주순이익률	14.3	8.3	(1.0)	(11.3)	3.8	(10.5)	15.2	4.6	(0.8)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
ROE(지배주주지분)	5.3%	3.1%	5.3%	5.0%	4.8%	5.9%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE				
Risk Free Rate	2.0%	5.3%				
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.66					
1Q19E BPS(지배주주지분)	38,124					
Target Price	25,063					

자료: 한화케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
EPS(지배주주지분)	1,161	2,089	2,047	2,051	2,690
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,133				
4Q19E EPS	2,089				
4Q20E EPS	2,047				

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	19,201	20,268	21,335	22,401	23,468	24,535	25,602	26,668	27,735	28,802
TP by 4Q19E EPS	18,805	19,850	20,895	21,939	22,984	24,029	25,074	26,118	27,163	28,208
TP by 4Q20E EPS	18,426	19,450	20,473	21,497	22,521	23,544	24,568	25,592	26,616	27,639

자료: 한화케미칼 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	8,550.8	7,935.2	7,832.5	9,046.0	9,763.3	10,191.1	5.8%	23.0%	30.1%
YoY %	-8.5%	-7.2%	-1.3%	-3.2%	7.9%	4.4%			
영업이익	611.4	420.2	407.3	354.3	419.8	402.5	-42.0%	-0.1%	-1.2%
YoY %	-19.2%	-31.3%	-3.1%	-53.2%	18.5%	-4.1%			
EBITDA	1,036.0	844.8	832.0	794.4	886.8	869.5	-23.3%	5.0%	4.5%
YoY %	-13.1%	-18.5%	-1.5%	-33.4%	11.6%	-2.0%			
순이익	700.3	338.7	332.6	186.7	341.1	334.2	-73.3%	0.7%	0.5%
YoY %	-15.1%	-51.6%	-1.8%	-77.4%	82.7%	-2.0%			

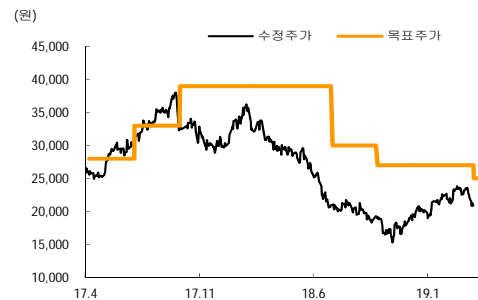
자료: 한화케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	1,973.1	2,041.4	2,028.7	1,892.1	2,427.1	2,459.4	2,508.7	2,368.0	23.0%	20.5%	23.7%	25.2%
YoY %	-5.0%	-9.3%	-5.1%	-9.3%	16.9%	9.3%	8.5%	-1.6%				
QoQ %	-5.5%	3.5%	-0.6%	-6.7%	0.8%	1.3%	2.0%	-5.6%				
영업이익	96.2	128.4	118.1	77.5	85.3	128.5	126.6	79.4	-11.4%	0.1%	7.1%	2.6%
YoY %	-44.1%	-30.4%	-11.4%	-36.3%	-50.4%	-30.3%	35.0%	흑전				
QoQ %	-20.8%	33.4%	-8.0%	-34.4%	흑전	50.7%	-1.5%	-37.2%				
EBITDA	202.4	234.5	224.3	183.6	202.0	245.3	243.3	196.2	-0.2%	4.6%	8.5%	6.8%
YoY %	-27.2%	-19.3%	-6.4%	-19.4%	-27.4%	-15.6%	20.7%	839.3%				
QoQ %	-11.1%	15.9%	-4.4%	-18.1%	867.3%	21.4%	-0.8%	-19.4%				
순이익	70.7	109.7	100.3	58.0	92.5	108.2	101.4	39.0	30.9%	-1.4%	1.1%	-32.8%
YoY %	-76.2%	-41.0%	-18.0%	-39.3%	-68.8%	-41.8%	흑전	흑전				
QoQ %	-25.9%	55.2%	-8.6%	-42.2%	흑전	16.9%	-6.2%	-61.6%				

자료: 한화케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	25,000원	6개월		
2018.10.01	매수	27,000원	6개월	-25.71%	-11.85%
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	0.26%	10.18%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 4 월 1 일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,222	5,012	5,048	5,547	6,027
현금및현금성자산	805	1,024	1,005	1,166	1,238
매출채권및기타채권	1,707	1,759	1,727	1,896	2,100
재고자산	1,144	1,467	1,482	1,615	1,774
비유동자산	9,427	10,219	10,160	10,202	10,292
장기금융자산	277	138	58	58	58
유형자산	5,588	6,684	6,705	6,748	6,838
무형자산	422	479	479	479	479
자산총계	13,649	15,231	15,207	15,750	16,320
유동부채	4,894	5,133	4,790	5,020	5,276
단기금융부채	2,648	2,923	3,023	3,123	3,223
매입채무 및 기타채무	1,632	1,480	1,455	1,585	1,742
단기충당부채	27	47	47	47	47
비유동부채	2,568	3,872	3,871	3,871	3,871
장기금융부채	1,812	2,999	2,999	2,999	2,999
장기매입채무 및 기타채무	23	0	0	0	0
장기충당부채	47	83	83	83	83
부채총계	7,462	9,004	8,661	8,891	9,147
지배주주지분	6,015	6,090	6,410	6,722	7,035
자본금	830	821	821	821	821
자본잉여금	829	857	857	857	857
기타자본구성요소	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	4,365	4,497	4,816	5,129	5,442
비지배주주지분	172	137	137	137	137
자본총계	6,187	6,227	6,547	6,859	7,173
부채외자본총계	13,649	15,231	15,207	15,750	16,320

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	901	759	971	778	739
당기순이익(손실)	1,066	288	353	345	346
비현금성항목등	200	670	622	622	622
유형자산감각상각비	436	440	467	467	467
무형자산감각상각비	0	0	0	0	0
기타	236	(230)	(155)	(155)	(155)
운전자본감소(증가)	(213)	(114)	(4)	(190)	(229)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(173)	(99)	30	(159)	(192)
재고자산감소(증가)	277	(324)	(15)	(132)	(160)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	71	(146)	(19)	102	123
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(395)	(434)	(488)	(510)	(557)
금융자산감소(증가)	(82)	1	0	0	0
유형자산감소(증가)	(468)	(664)	(488)	(510)	(557)
무형자산감소(증가)	16	1	0	0	0
기타	139	228	0	0	0
재무활동현금흐름	(679)	(102)	(33)	(33)	(33)
단기금융부채증가(감소)	7	(33)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(453)	174	0	0	0
자본의증가(감소)	24	56	0	0	0
배당금의 지급	58	58	33	33	33
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(207)	219	(19)	161	72
기초현금	1,012	805	1,024	1,005	1,166
기말현금	805	1,024	1,005	1,166	1,238
FCF	527	(594)	(189)	65	(22)

자료 : 한화케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	9,342	9,046	9,763	10,191	11,138
매출원가	7,386	7,459	7,761	8,137	8,925
매출총이익	1,956	1,587	2,002	2,054	2,213
매출총이익률 (%)	20.9	17.5	20.5	20.2	19.9
판매비와관리비	1,199	1,233	1,583	1,652	1,805
영업이익	756	354	420	403	408
영업이익률 (%)	8.1	3.9	4.3	3.9	3.7
비영업손익	309	(66)	29	38	33
순금융비용	27	71	68	134	147
외환관련손익	42	(77)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	594	358	174	120	107
세전계속사업이익	1,066	288	449	440	441
세전계속사업이익률 (%)	11.4	3.2	4.6	4.3	4.0
계속사업법인세	231	128	97	95	95
계속사업이익	835	160	353	345	346
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	835	160	353	345	346
순이익률 (%)	8.9	1.8	3.6	3.4	3.1
지배주주	825	187	341	334	335
지배주주귀속 순이익률(%)	8.8	2.1	3.5	3.3	3.0
비지배주주	10	(26)	11	11	11
총포괄이익	791	75	353	345	346
지배주주	787	108	341	334	335
비지배주주	4	(33)	11	11	11
EBITDA	1,192	794	887	869	875

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	0.9	(3.2)	7.9	4.4	9.3
영업이익	(2.9)	(53.2)	18.5	(4.1)	1.3
세전계속사업이익	20.2	(72.9)	55.8	(2.0)	0.2
EBITDA	(2.7)	(33.4)	11.6	(2.0)	0.6
EPS(계속사업)	9.2	(77.2)	83.0	(2.0)	0.2
수익성 (%)					
ROE	14.6	3.1	5.5	5.1	4.9
ROA	6.1	1.1	2.3	2.2	2.2
EBITDA마진	12.8	8.8	9.1	8.5	7.9
안정성 (%)					
유동비율	86.3	97.7	105.4	110.5	114.2
부채비율	120.6	144.6	132.3	129.6	127.5
순차입금/자기자본	42.8	61.7	60.5	56.9	54.8
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.2)	0.1	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,001	1,143	2,091	2,049	2,053
BPS	35,693	36,177	38,124	40,027	41,934
CFPS	6,194	3,880	4,850	4,767	4,792
주당 현금배당금	350	200	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.3	17.7	9.2	9.4	9.4
PER(최저)					
PBR(최고)	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)					
PCR	5.1	5.2	4.0	4.0	4.0
EV/EBITDA(최고)	6.6	4.2	3.6	3.6	3.6
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	2,216 십억원
주요주주	
이화영(외33)	22.42%
국민연금공단	10.10%
외국인지분률	23.80%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(19/03/29)	92,900 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	1.42
52주 최고가	169,000 원
52주 최저가	81,200 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-14.0%	-11.8%
6개월	-15.6%	-7.6%
12개월	-41.2%	-33.1%

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

중국 부양책과 폴리 가격 반등을 기다리며

1Q19 영업이익 -98 억원(QoQ 적지 / YoY 적전) 추정함. 시장 컨센서스와 동일하게 적자 추정함. 실적이 여전히 좋지 못한 가장 큰 이유는 역시 \$10/kg 이하로 하락한 폴리실리콘 때문임. 결국 가격 반등을 위해서는 중국정부의 정책효과가 필요함. 다만 아직까지 구체화되고 있지 않기 때문에 모멘텀이 발생하지 않는 것으로 요약할 수 있음. 회계연도 변경과 미래 이익추정치 하향조정분을 반영하여 목표주가 소폭 하향조정함

1Q19 영업이익 -98 억원(QoQ 적지 / YoY 적전) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 -222 억원과 같이 적자가 불가피한 것으로 판단함. 역시 이익이 가장 안 좋은 이유는 \$10/kg 이하로 하락한 폴리실리콘 시황의 악세 때문임. 그나마 전분기 정기보수로 인한 1 회정 비용으로 실적 악세를 보였던 화학사업부가 회복되는 것이 긍정적인 부분임. 하지만 화학시황이 down-turn에 들어가 있는 만큼 과거와 같은 이익은 기대하기 쉽지 않음

중국 정책효과를 기다릴 수밖에

현재로서 가장 필요한 모멘텀은 폴리실리콘의 가격 반등이고, 이는 중국이 결국 결정권을 쥐고 있는 것으로 판단함. 양회 이후 구체적인 태양광 부양책이 있을 것으로 기대되었지만 아직까지는 별다른 소식이 없음. 다만 구체화된다면 그 때부터 폴리실리콘 가격 반등과 주가의 반등이 동반할 수 있을 것임. 또한 중국의 폴리실리콘 증설부담도 연초 이후로는 점점 희석될 것으로 판단함

목표주가 140,000 원 → 120,000 원 / 투자의견 매수 유지

회계연도 변경과 미래 이익추정치 하향조정분을 반영하여 목표주가 역시 소폭 하향 조정함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	2,736.7	3,631.6	3,112.1	3,032.7	2,932.8	3,003.5
yoy	%	18.9	32.7	(14.3)	(2.6)	(3.3)	2.4
영업이익	십억원	132.5	284.4	158.7	210.8	348.7	415.8
yoy	%	흑전	114.7	(44.2)	32.8	65.5	19.2
EBITDA	십억원	438.4	589.6	461.3	400.9	454.1	521.2
세전이익	십억원	(103.5)	279.7	130.5	174.2	317.0	388.8
순이익(지배주주)	십억원	242.1	234.9	103.8	133.4	242.8	297.8
영업이익률%	%	4.8	7.8	5.1	7.0	11.9	13.8
EBITDA%	%	16.0	16.2	14.8	13.2	15.5	17.4
순이익률	%	8.8	6.5	3.3	4.4	8.3	9.9
EPS	원	10,151	9,849	4,352	5,595	10,180	12,486
PER	배	7.8	13.8	24.6	16.6	9.1	7.4
PBR	배	0.6	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	8.3	7.0	6.7	6.9	5.7	4.8
ROE	%	7.9	7.2	3.1	3.8	6.6	7.6
순차입금	십억원	1,749	883	545	531	384	289
부채비율	%	91.4	77.9	62.0	60.6	56.4	53.1

1Q19 preview

(단위: % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	857.0	785.1	765.6	704.4	718.7	(16.1)	2.0	704.0	2.1
영업이익	106.3	79.9	15.6	(43.2)	(9.8)	(109.2)	(77.3)	(22.2)	(55.9)
세전이익	96.0	99.7	5.9	(71.1)	(21.3)	(122.2)	(70.1)	(37.0)	(42.5)
지배순이익	73.1	77.4	7.3	(54.0)	(16.3)	(122.3)	(69.8)	(28.7)	(43.1)
영업이익률	12.4	10.2	2.0	(6.1)	(1.4)	(13.8)	4.8	(3.2)	1.8
세전이익률	11.2	12.7	0.8	(10.1)	(3.0)	(14.2)	7.1	(5.3)	2.3
지배주주순이익률	8.5	9.9	1.0	(7.7)	(2.3)	(10.8)	5.4	(4.1)	1.8

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
ROE(지배주주지분)	6.1%	3.1%	3.8%	6.4%	7.4%	7.4%
Terminal Growth	2.0%		0.30	0.30	0.30	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE				
Risk Free Rate	2.0%	6.1%				
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.82					
1Q19E BPS(지배주주지분)	142,777					
Target Price	117,214					

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
EPS(지배주주지분)	4,206	5,595	10,180	12,486	13,512
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	8,682				
4Q19E EPS	5,595				
4Q20E EPS	10,180				

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	78,140	86,822	95,504	104,187	112,869	121,551	130,233	138,915	147,598	156,280
TP by 4Q19E EPS	50,359	55,954	61,550	67,145	72,741	78,336	83,931	89,527	95,122	100,718
TP by 4Q20E EPS	91,619	101,799	111,979	122,159	132,339	142,519	152,699	162,879	173,059	183,239

자료: OCI, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	3,118.8	2,882.4	2,813.2	3,112.1	3,032.7	2,932.8	-0.2%	5.2%	4.3%
YoY %	-14.1%	-7.6%	-2.4%	-14.3%	-2.6%	-3.3%			
영업이익	237.0	305.8	424.0	158.7	210.8	348.7	-33.0%	-31.1%	-17.7%
YoY %	-16.7%	29.0%	38.7%	-44.2%	32.8%	65.5%			
EBITDA	528.5	455.0	499.5	461.3	400.9	454.1	-12.7%	-11.9%	-9.1%
YoY %	-10.4%	-13.9%	9.8%	-21.8%	-13.1%	13.3%			
순이익	170.8	202.4	298.5	103.8	133.4	242.8	-39.2%	-34.1%	-18.7%
YoY %	-27.3%	18.5%	47.5%	-55.8%	28.6%	81.9%			

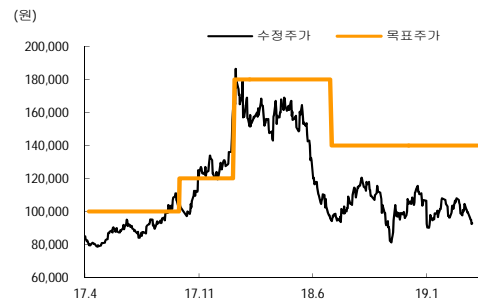
자료: OCI, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	702.9	737.0	728.1	714.4	718.7	762.3	791.1	760.5	2.3%	3.4%	8.7%	6.5%
YoY %	-18.0%	-6.1%	0.3%	-4.9%	-16.1%	-2.9%	3.3%	8.0%				
QoQ %	-6.4%	4.9%	-1.2%	-1.9%	2.0%	6.1%	3.8%	-3.9%				
영업이익	50.6	75.6	91.9	87.6	(9.8)	77.0	81.3	62.3	-119.3%	1.8%	-11.6%	-28.8%
YoY %	-52.4%	-5.4%	238.4%	272.2%	적전	-3.7%	421.2%	흑전				
QoQ %	115.1%	49.5%	21.6%	-4.8%	적지	흑전	5.5%	-23.3%				
EBITDA	90.9	115.9	132.2	115.9	40.3	127.1	131.3	102.3	-55.7%	9.6%	-0.7%	-11.8%
YoY %	-50.4%	-25.2%	36.4%	24.2%	-78.0%	-18.0%	45.5%	211.9%				
QoQ %	-2.6%	27.5%	14.1%	-12.3%	22.8%	215.5%	3.4%	-22.1%				
순이익	30.0	49.8	63.0	59.6	(16.3)	52.7	56.1	40.9	-154.3%	5.8%	-10.9%	-31.3%
YoY %	-58.9%	-35.6%	440.6%	588.6%	적전	-31.9%	666.7%	흑전				
QoQ %	247.1%	66.0%	26.4%	-5.4%	적지	흑전	6.5%	-27.1%				

자료: OCI, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	120,000원	6개월		
2018.10.01	매수	140,000원	6개월	-26.78%	-13.93%
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	-9.45%	11.00%
2017.04.10	매수	100,000원	6개월	-14.00%	-4.90%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 4 월 1 일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,098	2,019	2,162	2,240	2,414
현금및현금성자산	914	744	758	905	1,000
매출채권및기타채권	532	433	468	440	472
재고자산	358	545	633	597	638
비유동자산	3,979	3,641	3,653	3,782	3,917
장기금융자산	15	54	14	14	14
유형자산	3,291	3,257	3,310	3,439	3,574
무형자산	43	42	42	42	42
자산총계	6,078	5,660	5,815	6,023	6,331
유동부채	1,214	1,093	1,119	1,099	1,122
단기금융부채	755	706	706	706	706
매입채무 및 기타채무	379	332	359	338	362
단기충당부채	6	2	2	2	2
비유동부채	1,448	1,074	1,074	1,074	1,074
장기금융부채	1,163	803	803	803	803
장기매입채무 및 기타채무	7	15	15	15	15
장기충당부채	9	9	9	9	9
부채총계	2,662	2,167	2,193	2,173	2,196
지배주주지분	3,352	3,429	3,558	3,787	4,072
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	2,477	2,529	2,645	2,874	3,159
비지배주주지분	63	63	63	63	63
자본총계	3,416	3,493	3,621	3,850	4,135
부채외자본총계	6,078	5,660	5,815	6,023	6,331

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	480	677	181	371	315
당기순이익(손실)	233	104	137	249	305
비현금성항목등	354	465	154	69	69
유형자산감가상각비	305	303	190	105	105
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(49)	(162)	36	36	36
운전자본감소(증가)	(49)	(175)	(110)	53	(60)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	50	85	(34)	27	(30)
재고자산감소(증가)	432	(186)	(89)	36	(41)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	5	13	(10)	12
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	37	26	(63)	(63)	(63)
투자활동현금흐름	416	(399)	(243)	(235)	(240)
금융자산감소(증가)	51	(142)	0	0	0
유형자산감소(증가)	334	(275)	(243)	(235)	(240)
무형자산감소(증가)	(5)	(5)	0	0	0
기타	35	22	0	0	0
재무활동현금흐름	(295)	(460)	(20)	(20)	(20)
단기금융부채증가(감소)	(658)	(525)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	372	111	0	0	0
자본의증가(감소)	447	2	0	0	0
배당금의 지급	10	47	20	20	20
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	575	(170)	13	148	95
기초현금	339	914	744	758	905
기말현금	914	744	758	905	1,000
FCF	924	91	9	193	137

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,632	3,112	3,033	2,933	3,004
매출원가	3,133	2,746	2,581	2,351	2,349
매출총이익	498	366	452	582	654
매출총이익률 (%)	13.7	11.8	14.9	19.8	21.8
판매비와관리비	214	207	241	233	239
영업이익	284	159	211	349	416
영업이익률 (%)	7.8	5.1	7.0	11.9	13.8
비영업손익	(5)	(28)	(37)	(32)	(27)
순금융비용	57	26	15	17	19
외환관련손익	(32)	(0)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	8	(1)	15	17	20
세전계속사업이익	280	130	174	317	389
세전계속사업이익률 (%)	7.7	4.2	5.7	10.8	12.9
계속사업법인세	36	26	37	68	84
계속사업이익	244	105	137	249	305
중단사업이익	(11)	(1)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	233	104	137	249	305
순이익률 (%)	6.4	3.3	4.5	8.5	10.2
지배주주	235	104	133	243	298
지배주주귀속 순이익률(%)	6.5	3.3	4.4	8.3	9.9
비지배주주	(2)	0	3	6	7
총포괄이익	161	123	137	249	305
지배주주	166	124	133	243	298
비지배주주	(6)	(0)	3	6	7
EBITDA	590	461	401	454	521

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	32.7	(14.3)	(2.6)	(3.3)	2.4
영업이익	114.7	(44.2)	32.8	65.5	19.2
세전계속사업이익	흑전	(53.3)	33.5	81.9	22.7
EBITDA	34.5	(21.8)	(13.1)	13.3	14.8
EPS(계속사업)	(3.0)	(55.8)	28.6	81.9	22.7
수익성 (%)					
ROE	7.2	3.1	3.8	6.6	7.6
ROA	3.8	1.8	2.4	4.2	4.9
EBITDA마진	16.2	14.8	13.2	15.5	17.4
안정성 (%)					
유동비율	172.8	184.7	193.1	203.9	215.1
부채비율	77.9	62.0	60.6	56.4	53.1
순차입금/자기자본	25.9	15.6	14.7	10.0	7.0
EBITDA/이자비용(배)	0.3	(0.3)	(0.2)	0.2	0.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,849	4,352	5,595	10,180	12,486
BPS	134,266	137,384	142,777	152,360	164,307
CFPS	23,183	18,035	14,911	15,896	18,104
주당 현금배당금	1,950	850	850	850	850
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.8	24.6	16.6	9.1	7.4
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	5.9	5.9	6.2	5.8	5.1
EV/EBITDA(최고)	7.0	6.7	6.9	5.7	4.8
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	56 십억원
발행주식수	1,056 만주
자사주	72 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,362 십억원
주요주주	
정몽진(외12)	39.15%
국민연금공단	11.56%
외국인지분률	20.70%
배당수익률	2.50%

Stock Data

주가(19/03/29)	318,500 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	0.77
52주 최고가	393,000 원
52주 최저가	247,000 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.3%	2.2%
6개월	-6.1%	2.8%
12개월	-3.9%	9.4%

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

상승모멘텀 부재

1Q19 영업이익 633억원(QoQ +152.8 / YoY +14.1%) 추정함. 시장 컨센서스와 유사한 수치임. 통상적으로 비수기인 시점 대비로는 무리 없는 실적 수준으로 판단함. 물량과 원가하락 측면에서는 호재가 소폭이나마 존재하고 있음. 동사의 사업가치는 2.9조원으로, 투자유가증권 및 기타자산가치는 3.2조원으로 추정됨. 자산가치가 우량한 만큼 안정성이 뛰어난 반면 그만큼 상승모멘텀은 찾기 어렵다고도 할 수 있음

1Q19 영업이익 633억원(QoQ +152.8 / YoY +14.1%) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 645억원 대비 -1.8% 하회하는, 사실상 예상치에 부합할 것으로 판단함. 통상적으로 1 분기는 비수기이기 때문에 실적 약세는 불가피한데 상대적으로는 양호한 실적 기대됨. 아직까지는 아파트 입주물량에 대한 기대효과를 가질 수 있고, 화학시황의 약세로 인하여 원재료 PVC 가격의 지지부진한 부분도 호재임. 2018년 하반기 상업가동을 시작한 유리부문의 생산능력 증대효과도 기대됨

안정성에 기대를 걸어야 할 주식

SK 증권 리서치센터는 KCC의 사업가치를 2.9조원으로, 투자유가증권(3/29 주가 기준 할인율 20% 부여) 및 기타자산가치를 3.2조원으로 추정하고 있음. 그만큼 동사는 자산가치가 우량한 회사이며 이는 안정성 측면에서 기대를 걸 수 있는 요인임. 다만 반대로 이야기하자면 뚜렷한 상승 모멘텀을 찾기 어려운 부분도 있음

목표주가 400,000 원 / 투자 의견 매수 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	3,490.5	3,864.0	3,782.2	3,922.5	4,109.5	4,305.3
yoy	%	2.2	10.7	(2.1)	3.7	4.8	4.8
영업이익	십억원	326.6	329.8	243.5	259.1	269.8	281.0
yoy	%	5.6	1.0	(26.2)	6.4	4.1	4.1
EBITDA	십억원	529.9	551.8	492.9	511.2	521.9	533.1
세전이익	십억원	232.0	93.9	(12.3)	101.5	113.8	126.5
순이익(지배주주)	십억원	152.3	41.8	(23.6)	78.7	88.2	98.1
영업이익률%	%	9.4	8.5	6.4	6.6	6.6	6.5
EBITDA%	%	15.2	14.3	13.0	13.0	12.7	12.4
순이익률	%	6.6	2.4	(0.3)	2.6	2.8	2.9
EPS	원	14,430	3,958	(2,233)	7,455	8,357	9,289
PER	배	24.9	96.3	(138.4)	42.7	38.1	34.3
PBR	배	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	9.4	9.2	8.1	8.0	7.8	7.6
ROE	%	2.6	0.7	(0.4)	1.4	1.5	1.7
순차입금	십억원	1,202	1,045	740	747	721	697
부채비율	%	53.6	62.7	56.2	56.8	57.2	57.5

SOTP Valuation (단위: 십억원)

1. 영업가치

2019년 EBITDA 추정치	521.9
target multiple	5.5
target value	2,870.4

2. 자산가치

4Q18 기준 현금 및 현금성자산	337.2
4Q18 기준 투자부동산	645.1
4Q18 기준 관계기업/공동투자	158.5
target value	1,140.9

3. 투자유가증권

회사명	보유주식수	종가(3/29)	가치
현대중공업	4,106,330	119,000	488.7
현대자동차	713,000	119,500	85.2
현대모비스	923	208,500	0.2
현대산업개발	1,884,600	18,950	35.7
현대중합상사	2,679,576	24,950	66.9
코엔텍	1,000,000	9,400	9.4
쌍용자동차	1,255	5,100	0.0
한라	3,703,703	4,060	15.0
동양	744	1,875	0.0
남광토건	195	13,900	0.0
웅진홀딩스	1,159	2,345	0.0
삼성물산(주)(舊제일모직)	17,009,518	107,000	1,820.0
한라홀딩스	432,100	40,700	17.6
동부건설	1,692	8,080	0.0
비상장사(장부가)			47.0
discount			20.0%
target value			2,068.6

4. 총차입금

1,877.9

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

4,201.9

target price(원)

399,418

자료: KCC, SK 증권

1Q19 preview

(단위: % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	916.5	1,004.6	931.3	929.8	963.5	5.1	3.6	909.5	5.9
영업이익	55.5	86.1	76.9	25.1	63.3	14.1	152.8	64.5	(1.8)
세전이익	505.1	(432.3)	430.1	(515.2)	23.5	(95.3)	(104.6)	128.5	(81.7)
지배순이익	376.2	(335.5)	318.8	(383.1)	18.2	(95.2)	(104.8)	96.0	(81.0)
영업이익률	6.1	8.6	8.3	2.7	6.6	0.5	3.9	7.1	(0.5)
세전이익률	55.1	(43.0)	46.2	(55.4)	2.4	(52.7)	57.9	14.1	(11.7)
지배주주순이익률	41.0	(33.4)	34.2	(41.2)	1.9	(39.2)	43.1	10.6	(8.7)

자료: SK 증권 Fnguide

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	3,946.5	4,116.5	4,205.6	3,782.2	3,922.5	4,109.5	-4.2%	-4.7%	-2.3%
YoY %	2.1%	4.3%	2.2%	-2.1%	3.7%	4.8%			
영업이익	289.9	277.9	265.8	243.5	259.1	269.8	-16.0%	-6.7%	1.5%
YoY %	-12.1%	-4.1%	-4.3%	-26.2%	6.4%	4.1%			
EBITDA	540.9	534.5	522.4	492.9	511.2	521.9	-8.9%	-4.4%	-0.1%
YoY %	-2.0%	-1.2%	-2.3%	-10.7%	3.7%	2.1%			
순이익	140.2	187.7	183.1	(23.6)	78.7	88.2	-116.8%	-58.1%	-51.8%
YoY %	235.5%	33.9%	-2.5%	적전	흑전	12.1%			

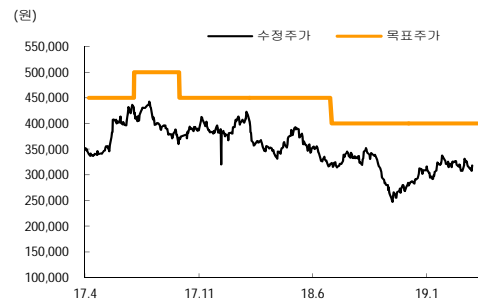
자료: KCC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	1,020.9	1,026.4	1,031.9	1,037.4	963.5	974.8	986.3	997.8	-5.6%	-5.0%	-4.4%	-3.8%
YoY %	11.4%	2.2%	2.2%	2.2%	5.1%	-3.0%	5.9%	7.3%				
QoQ %	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	3.6%	1.2%	1.2%	1.2%				
영업이익	58.4	77.0	96.8	45.8	63.3	81.3	68.8	45.7	8.5%	5.6%	-28.9%	-0.2%
YoY %	5.1%	-10.6%	-2.4%	-6.8%	14.1%	-5.6%	-10.5%	82.6%				
QoQ %	18.7%	31.9%	25.7%	-52.7%	152.8%	28.4%	-15.4%	-33.5%				
EBITDA	122.5	141.1	160.9	110.0	126.3	144.3	131.8	108.8	3.1%	2.3%	-18.1%	-1.1%
YoY %	7.3%	-6.1%	-1.4%	-3.0%	10.7%	-4.0%	-6.2%	23.5%				
QoQ %	8.1%	15.2%	14.0%	-31.7%	43.5%	14.2%	-8.7%	-17.5%				
순이익	36.9	53.0	70.1	27.7	18.2	32.6	23.3	4.6	-50.6%	-38.5%	-66.8%	-83.4%
YoY %	-90.2%	흑전	-0.5%	-4.3%	-95.2%	흑전	-92.7%	흑전				
QoQ %	27.3%	43.7%	32.3%	-60.5%	흑전	78.9%	-28.7%	-80.2%				

자료: KCC, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	400,000원	6개월		
2018.10.01	매수	400,000원	6개월	-22.57%	-12.00%
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%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 4 월 1 일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,452	2,646	2,758	2,862	2,968
현금및현금성자산	380	337	331	357	381
매출채권및기타채권	1,036	865	930	975	1,022
재고자산	549	593	644	674	707
비유동자산	7,092	6,320	6,244	6,177	6,119
장기금융자산	3,346	2,701	2,701	2,701	2,701
유형자산	2,766	2,730	2,654	2,587	2,529
무형자산	30	31	31	31	31
자산총계	9,544	8,965	9,002	9,039	9,087
유동부채	2,604	1,422	1,459	1,486	1,514
단기금융부채	1,962	666	666	666	666
매입채무 및 기타채무	551	527	566	593	621
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,074	1,802	1,802	1,802	1,802
장기금융부채	479	1,387	1,387	1,387	1,387
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	13	12	12	12	12
부채총계	3,678	3,224	3,261	3,288	3,316
지배주주지분	5,855	5,730	5,730	5,740	5,759
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	5,557	5,445	5,445	5,454	5,474
비지배주주지분	11	11	11	11	11
자본총계	5,866	5,741	5,741	5,751	5,770
부채외자본총계	9,544	8,965	9,002	9,039	9,087

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	333	539	(251)	(208)	(201)
당기순이익(손실)	42	(23)	79	88	98
비현금성항목등	515	592	(235)	(235)	(235)
유형자산감가상각비	222	249	252	252	252
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(293)	(342)	487	487	487
운전자본감소(증가)	(144)	16	(94)	(61)	(64)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(120)	181	(63)	(44)	(46)
재고자산감소(증가)	(24)	(43)	(51)	(31)	(32)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	45	(38)	20	14	14
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	52	11	(529)	(529)	(529)
투자활동현금흐름	(659)	(50)	(177)	(185)	(194)
금융자산감소(증가)	(269)	30	0	0	0
유형자산감소(증가)	(417)	(233)	(177)	(185)	(194)
무형자산감소(증가)	(1)	(2)	0	0	0
기타	29	154	0	0	0
재무활동현금흐름	142	(524)	(79)	(79)	(79)
단기금융부채증가(감소)	187	(993)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	100	614	0	0	0
자본의증가(감소)	5	3	0	0	0
배당금의 지급	89	89	79	79	79
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(208)	(43)	(6)	26	24
기초현금	588	380	337	331	357
기말현금	380	337	331	357	381
FCF	242	304	194	225	223

자료 : KCC, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,864	3,782	3,922	4,110	4,305
매출원가	2,939	2,937	2,946	3,088	3,237
매출총이익	925	846	976	1,021	1,068
매출총이익률 (%)	23.9	22.4	24.9	24.9	24.8
판매비와관리비	595	602	717	751	787
영업이익	330	244	259	270	281
영업이익률 (%)	8.5	6.4	6.6	6.6	6.5
비영업손익	(236)	(256)	(158)	(156)	(154)
순금융비용	228	270	21	23	25
외환관련손익	(4)	5	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(51)	16	0	0	0
세전계속사업이익	94	(12)	102	114	127
세전계속사업이익률 (%)	2.4	(0.3)	2.6	2.8	2.9
계속사업법인세	52	11	23	26	28
계속사업이익	42	(23)	79	88	98
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	42	(23)	79	88	98
순이익률 (%)	1.1	(0.6)	2.0	2.1	2.3
지배주주	42	(24)	79	88	98
지배주주귀속 순이익률(%)	1.1	(0.6)	2.0	2.1	2.3
비지배주주	1	0	0	0	0
총포괄이익	(3)	(36)	79	88	98
지배주주	(4)	(37)	79	88	98
비지배주주	0	1	0	0	0
EBITDA	552	493	511	522	533

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	10.7	(2.1)	3.7	4.8	4.8
영업이익	1.0	(26.2)	6.4	4.1	4.1
세전계속사업이익	(59.5)	적전	흑전	12.1	11.2
EBITDA	4.1	(10.7)	3.7	2.1	2.1
EPS(계속사업)	(72.6)	적전	흑전	12.1	11.2
수익성 (%)					
ROE	0.7	(0.4)	1.4	1.5	1.7
ROA	0.5	(0.2)	0.9	1.0	1.1
EBITDA마진	14.3	13.0	13.0	12.7	12.4
안정성 (%)					
유동비율	94.2	186.0	189.0	192.6	196.0
부채비율	62.7	56.2	56.8	57.2	57.5
순차입금/자기자본	17.8	12.9	13.0	12.5	12.1
EBITDA/이자비용(배)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,958	(2,233)	7,455	8,357	9,289
BPS	604,133	575,839	575,842	576,747	578,583
CFPS	35,102	66,970	42,902	43,686	44,507
주당 현금배당금	9,000	8,000	8,000	8,000	8,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	96.3	(138.4)	42.7	38.1	34.3
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	10.9	4.6	7.4	7.3	7.2
EV/EBITDA(최고)	9.2	8.1	8.0	7.8	7.6
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

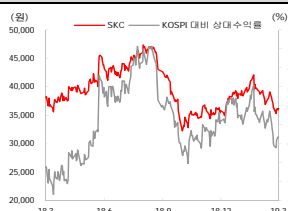
Company Data

자본금	188 십억원
발행주식수	3,753 만주
자사주	211 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,357 십억원
주요주주	
SK(주)(외10)	41.71%
국민연금공단	13.48%
외국인지분률	12.70%
배당수익률	2.80%

Stock Data

주가(19/03/29)	36,150 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	1.04
52주 최고가	47,350 원
52주 최저가	32,250 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.6%	-4.2%
6개월	-15.2%	-7.2%
12개월	-5.4%	7.7%

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

신소재의 성장모멘텀에 기대

1Q19 영업이익 383 억원(QoQ -27.5 / YoY -6.9%) 추정함. 시장 컨센서스 대비 -20.6% 하회하는 수치임. 화학 상황이 명백히 down-turn 에 진입한 부분이 실적 약세의 가장 큰 원인임. 다만 필름의 회복세는 이를 어느 정도 상쇄해 줄 것으로 판단함. 동사는 국내 화학 기업 중 몇 안 되게 스페셜티 기업을 표방하고 있는데, 차후 반도체소재 / 디스플레이소재 / 바이오 등의 성장여부가 주가에 있어 중요한 모멘텀이 될 것임

1Q19 영업이익 383 억원(QoQ -27.5 / YoY -6.9%) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 482 억원 대비 -20.6% 하향할 것으로 예상함. 실적이 기대에 못 미치는 이유는 화학(PO) 상황이 좋지 못하기 때문임. 지난 해 하반기부터 하락이 시작된 중국 PO 가격은 분기평균으로 봤을 때 4Q \$1,698/t → 1Q \$1,528/t 으로 하락세를 지속했음. 국내에서도 S-Oil 이 신규설비를 가동했기 때문에 가격흐름이 양호하지 못했을 것으로 추정함. 그나마 원재료 MEG(4Q \$774/t → 1Q \$632/t) / PTA(4Q \$923/t → 1Q \$845/t)의 하락 속에 필름 사업부의 실적 개선 기대됨.

지속적으로 IT 소재의 성장 가능성에 기대를 걸어야 함

일찌감치 국내 화학기업 중 몇 안 되게 북미/유럽/일본의 선진화학업체 같은 스페셜티 (specialty) 기업을 표방하고 있는 SKC 는, 실제 지금까지 반도체소재/디스플레이소재/바이오 등에 투자를 지속하면서 차후 성장성에 대한 기대감을 열어두고 있음. 지난 몇 년 간 이익 성장을 주도했던 PO 가 down-turn 에 진입한 만큼 이익은 하락할 여지가 있지만, 이와 같은 신규사업의 성장세는 동사 주가에 대한 기대치를 지속 높여갈 것임

목표주가 50,000 원 → 45,000 원 / 투자의견 매수 유지

회계연도 변경과 미래 이익추정치 하향조정분을 반영하여 목표주가 역시 소폭 하향 조정함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	2,359.4	2,653.5	2,767.8	2,400.3	2,269.3	2,331.0
yoy	%	(4.3)	12.5	4.3	(13.3)	(5.5)	2.7
영업이익	십억원	149.3	175.7	201.1	160.8	177.6	197.0
yoy	%	(31.5)	17.7	14.5	(20.0)	10.4	10.9
EBITDA	십억원	274.1	298.1	328.0	283.6	300.4	319.8
세전이익	십억원	119.6	180.7	182.1	169.9	192.6	218.1
순이익(지배주주)	십억원	42.8	110.0	120.6	118.5	134.4	152.2
영업이익률%	%	6.3	6.6	7.3	6.7	7.8	8.5
EBITDA%	%	11.6	11.2	11.9	11.8	13.2	13.7
순이익률	%	5.1	6.8	6.6	7.1	8.5	9.4
EPS	원	1,142	2,931	3,213	3,158	3,580	4,054
PER	배	28.9	16.0	11.1	11.4	10.1	8.9
PBR	배	0.9	1.3	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	8.6	9.0	4.1	4.8	4.5	4.2
ROE	%	3.0	7.7	8.1	7.5	7.9	8.4
순차입금	십억원	1,125	921	1,115	1,006	956	898
부채비율	%	131.6	130.1	126.2	113.7	107.2	100.8

1Q19 preview

(단위: % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	638.7	726.0	689.4	713.7	596.4	(6.6)	(16.4)	640.9	(6.9)
영업이익	41.2	53.1	54.0	52.8	38.3	(6.9)	(27.5)	48.2	(20.6)
세전이익	58.5	53.5	56.1	13.9	40.1	(31.6)	187.5	46.2	(13.2)
지배순이익	41.6	38.5	39.8	0.7	27.9	(32.8)	4,111.0	30.2	(7.6)
영업이익률	6.4	7.3	7.8	7.4	6.4	(0.0)	(1.0)	7.5	(1.1)
세전이익률	9.2	7.4	8.1	2.0	6.7	(2.4)	4.8	7.2	(0.5)
지배주주순이익률	6.5	5.3	5.8	0.1	4.7	(1.8)	4.6	4.7	(0.0)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
ROE(지배주주지분)	7.6%	8.1%	7.2%	7.6%	8.1%	8.3%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE 7.6%				
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.11					
1Q19E BPS(지배주주지분)	40,879					
Target Price	45,539					

자료: SKC, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
EPS(지배주주지분)	7,397	3,158	3,580	4,054	4,498
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,555				
4Q19E EPS	3,158				
4Q20E EPS	3,580				

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	35,555	37,332	39,110	40,888	42,665	44,443	46,221	47,999	49,776	51,554
TP by 4Q19E EPS	31,577	33,156	34,735	36,314	37,893	39,472	41,051	42,630	44,208	45,787
TP by 4Q20E EPS	35,800	37,590	39,380	41,170	42,960	44,750	46,540	48,330	50,120	51,910

자료: SKC, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	2,969.0	2,787.3	2,631.7	2,767.8	2,400.3	2,269.3	-6.8%	-13.9%	-13.8%
YoY %	11.9	(6.1)	(5.6)	4.3	(13.3)	(5.5)			
영업이익	202.3	191.2	182.5	201.1	160.8	177.6	-0.6%	-15.9%	-2.7%
YoY %	15.1	(5.5)	(4.5)	14.5	(20.0)	10.4			
EBITDA	332.0	321.8	313.1	328.0	283.6	300.4	-1.2%	-11.9%	-4.1%
YoY %	11.4	(3.1)	(2.7)	10.0	(13.5)	5.9			
순이익	155.7	135.6	131.3	120.6	118.5	134.4	-22.5%	-12.6%	2.4%
YoY %	41.5	(12.9)	(3.2)	9.6	(1.7)	13.4			

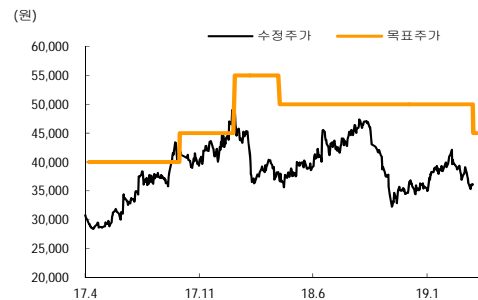
자료: SKC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	643.4	716.4	737.3	690.1	596.4	624.9	625.9	553.0	-7.3%	-12.8%	-15.1%	-19.9%
YoY %	0.7	(1.3)	(6.0)	(15.8)	(6.6)	(13.9)	(9.2)	(22.5)				
QoQ %	(21.5)	11.3	2.9	(6.4)	(16.4)	4.8	0.2	(11.7)				
영업이익	40.8	54.3	51.6	44.5	38.3	45.1	44.6	32.9	-6.0%	-17.0%	-13.6%	-26.1%
YoY %	(1.0)	2.3	(8.7)	(13.6)	(6.9)	(15.1)	(17.5)	(37.8)				
QoQ %	(20.8)	33.3	(5.0)	(13.8)	(27.5)	17.6	(1.1)	(26.2)				
EBITDA	73.4	87.0	84.3	77.1	69.0	75.8	75.3	63.6	-6.0%	-12.9%	-10.7%	-17.6%
YoY %	0.7	1.4	(5.5)	(8.3)	(5.3)	(11.7)	(12.3)	(23.9)				
QoQ %	(12.7)	18.5	(3.1)	(8.5)	(17.4)	9.8	(0.6)	(15.5)				
순이익	28.3	39.0	37.0	31.4	27.9	33.6	33.3	23.7	-1.2%	-13.9%	-9.8%	-24.6%
YoY %	(32.0)	1.3	(7.3)	(12.1)	(32.8)	(12.8)	(16.3)	3,465.2				
QoQ %	(20.8)	38.1	(5.3)	(15.2)	4,111.0	20.3	(0.8)	(29.0)				

자료: SKC, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	45,000원	6개월		
2018.10.01	매수	50,000원	6개월	-20.87%	-5.30%
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	-14.07%	8.50%
2017.04.10	매수	40,000원	6개월	-23.22%	-14.00%



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 4월 1일 현재 SKC(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 1일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	897	910	862	922	1,004
현금및현금성자산	176	160	269	319	377
매출채권및기타채권	367	344	264	269	280
재고자산	299	353	288	293	304
비유동자산	2,770	2,923	2,992	3,051	3,115
장기금융자산	7	6	6	6	6
유형자산	1,903	1,979	2,048	2,107	2,170
무형자산	209	233	233	233	233
자산총계	3,667	3,833	3,855	3,973	4,119
유동부채	1,201	1,082	994	999	1,011
단기금융부채	741	615	615	615	615
매입채무 및 기타채무	367	388	300	305	317
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	873	1,057	1,057	1,057	1,057
장기금융부채	676	843	843	843	843
장기매입채무 및 기타채무	7	3	3	3	3
장기충당부채	4	4	4	4	4
부채총계	2,074	2,138	2,051	2,056	2,068
지배주주지분	1,450	1,533	1,641	1,755	1,889
자본금	188	188	188	188	188
자본잉여금	140	140	140	140	140
기타자본구성요소	(108)	(108)	(108)	(108)	(108)
자기주식	(62)	(62)	(62)	(62)	(62)
이익잉여금	1,239	1,325	1,422	1,536	1,669
비지배주주지분	144	162	162	162	162
자본총계	1,594	1,695	1,804	1,917	2,051
부채외자본총계	3,667	3,833	3,855	3,973	4,119

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	209	232	382	311	322
당기순이익(손실)	136	141	132	149	169
비현금성항목등	171	201	167	167	167
유형자산감가상각비	122	127	123	123	123
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(49)	(74)	(45)	(45)	(45)
운전자본감소(증가)	(14)	(31)	83	(5)	(14)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	30	24	79	(4)	(11)
재고자산감소(증가)	(46)	(54)	65	(4)	(12)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(4)	(7)	(60)	3	8
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	44	41	24	24	24
투자활동현금흐름	(176)	(213)	(192)	(182)	(186)
금융자산감소(증가)	15	(1)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(111)	(181)	(192)	(182)	(186)
무형자산감소(증가)	(19)	(19)	0	0	0
기타	(61)	(12)	0	0	0
재무활동현금흐름	38	(35)	(35)	(35)	(35)
단기금융부채증가(감소)	(168)	(499)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	253	499	0	0	0
자본의증가(감소)	(9)	3	0	0	0
배당금의 지급	30	35	35	35	35
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	71	(16)	108	50	58
기초현금	105	176	160	269	319
기말현금	176	160	269	319	377
FCF	325	(58)	124	74	77

자료 : SKC, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,654	2,768	2,400	2,269	2,331
매출원가	2,227	2,289	2,002	1,868	1,904
매출총이익	426	479	398	402	427
매출총이익률 (%)	16.1	17.3	16.6	17.7	18.3
판매비와관리비	250	278	237	224	230
영업이익	176	201	161	178	197
영업이익률 (%)	6.6	7.3	6.7	7.8	8.5
비영업손익	5	(19)	9	15	21
순금융비용	11	4	10	12	15
외환관련손익	(2)	(1)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	93	63	57	60	64
세전계속사업이익	181	182	170	193	218
세전계속사업이익률 (%)	6.8	6.6	7.1	8.5	9.4
계속사업법인세	44	41	38	43	49
계속사업이익	136	141	132	149	169
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	136	141	132	149	169
순이익률 (%)	5.1	5.1	5.5	6.6	7.3
지배주주	110	121	119	134	152
지배주주귀속 순이익률(%)	4.1	4.4	4.9	5.9	6.5
비지배주주	26	20	13	15	17
총포괄이익	114	134	132	149	169
지배주주	90	114	119	134	152
비지배주주	25	20	13	15	17
EBITDA	298	328	284	300	320

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	12.5	4.3	(13.3)	(5.5)	2.7
영업이익	17.7	14.5	(20.0)	10.4	10.9
세전계속사업이익	51.0	0.8	(6.7)	13.4	13.2
EBITDA	8.8	10.0	(13.5)	5.9	6.5
EPS(계속사업)	156.8	9.6	(1.7)	13.4	13.2
수익성 (%)					
ROE	7.7	8.1	7.5	7.9	8.4
ROA	3.8	3.8	3.4	3.8	4.2
EBITDA마진	11.2	11.9	11.8	13.2	13.7
안정성 (%)					
유동비율	74.7	84.2	86.7	92.3	99.3
부채비율	130.1	126.2	113.7	107.2	100.8
순차입금/자기자본	57.8	65.8	55.8	49.9	43.8
EBITDA/이자비용(배)	0.2	0.2	(0.2)	0.1	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,931	3,213	3,158	3,580	4,054
BPS	36,307	37,983	40,879	43,913	47,473
CFPS	6,794	7,530	6,591	6,938	7,339
주당 현금배당금	900	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	16.0	11.1	11.4	10.1	8.9
PER(최저)					
PBR(최고)	1.3	0.9	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)					
PCR	6.9	4.8	5.5	5.2	4.9
EV/EBITDA(최고)	9.0	4.1	4.8	4.5	4.2
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	469 십억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	16,598 십억원
주요주주	
SK(주)(외3)	33.41%
국민연금공단	9.66%
외국인지분률	38.00%
배당수익률	3.60%

Stock Data

주가(19/03/29)	179,500 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	0.84
52주 최고가	225,500 원
52주 최저가	166,500 원
60일 평균 거래대금	43 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.5%	-2.1%
6개월	-16.5%	-8.6%
12개월	-14.5%	-2.7%

SK 이노베이션 (096770/KS | 매수(유지) | T.P 220,000 원(하향))

이미 시작된 정유의 down-turn

1Q19 영업이익 3,578 억원(QoQ 흑전 / YoY -49.7%) 추정함. 시장 컨센서스 대비 -32.5% 하회하는 수치임. 유가와 정제마진이 금번 분기에서 뚜렷한 모멘텀을 보여주지 못한 탓에 정유가 여전히 약세고, 화학도 완전한 down-turn 기조로 이익기여를 기대하기는 어려움. 특히 공급과잉 국면이 이제 막 시작된 만큼 당분간 이익회복은 쉽지 않을 것으로 판단함. 목표주가 22 만원으로 하향 조정함

1Q19 영업이익 3,578 억원(QoQ 흑전 / YoY -49.7%) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 5,303 억원 대비 -32.5% 하향할 것으로 예상함. 실적이 기대에 못 미치는 이유는 유가(Dubai 기준 분기평균가격 4Q \$67.0/bbl → 1Q \$63.5/bbl), 정제마진(4Q \$6.3/bbl → 1Q \$5.0/bbl) 모두 뚜렷한 모멘텀을 보여주지만 정유(SK 에너지)가 여전히 부진할 것으로 추정되기 때문임. 뿐만 아니라 화학(SK 종합화학)도 역시 명백히 중장기 down-turn에 진입해 있음. 분기평균 가격 기준으로 봤을 때 원재료 납사(4Q \$572/t → 1Q \$518/t) 대비 화학 전체산업의 대표 아이টে이라 할 수 있는 HDPE(4Q \$1,109/t → 1Q \$1,019/t)의 하락폭이 더욱 크게 났음.

정유가 제일 걱정

약 3년 간 강세를 이어오던 정유/화학은 늘 그랬던 패턴대로 신규설비들이 대규모 진입하면서 공히 약세 구간에 진입했음. 특히 정유는 중국을 중심으로 공격적인 설비증설이 이제 막 시작된 만큼 정제마진의 압박은 지속될 수밖에 없음. 동사에게는 배터리라는 성장동력이 있긴 하지만 규모가 작기 때문에 주력 사업의 down-turn 상쇄를 기대하기는 어려움.

목표주가 240,000 원 → 220,000 원 / 투자의견 매수 유지

최근 급격히 둔화된 상황을 반영하여 영업이익 추정치를 하향조정하며, 이를 반영해 목표주가 역시 동반 하향 조정함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	39,520.5	46,162.7	54,510.9	49,170.6	46,559.8	48,504.6
yoy	%	(18.3)	16.8	18.1	(9.8)	(5.3)	4.2
영업이익	십억원	3,228.3	3,221.8	2,117.6	1,349.9	1,563.3	1,699.0
yoy	%	63.1	(0.2)	(34.3)	(36.3)	15.8	8.7
EBITDA	십억원	4,142.7	4,121.8	3,056.5	2,344.5	2,557.9	2,693.6
세전이익	십억원	2,423.4	3,223.7	2,402.4	1,035.3	1,213.8	1,364.4
순이익(지배주주)	십억원	1,671.3	2,103.8	1,651.5	788.3	924.3	1,038.9
영업이익률%	%	8.2	7.0	3.9	2.7	3.4	3.5
EBITDA%	%	10.5	8.9	5.6	4.8	5.5	5.6
순이익률	%	6.1	7.0	4.4	2.1	2.6	2.8
EPS	원	17,988	22,643	17,773	8,525	9,996	11,236
PER	배	8.1	9.0	10.1	21.1	18.0	16.0
PBR	배	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	3.1	4.7	5.5	7.1	6.6	6.2
ROE	%	10.1	12.0	9.1	4.3	5.0	5.5
순차입금	십억원	(625)	193	2,464	922	705	804
부채비율	%	78.0	77.4	86.7	80.6	79.1	78.6

1Q19 preview

(단위: % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	12,166.1	13,438.0	14,958.7	13,948.1	12,587.0	3.5	(9.8)	12,569.0	0.1
영업이익	711.6	851.6	835.8	(281.5)	357.8	(49.7)	(227.1)	530.3	(32.5)
세전이익	678.9	738.6	684.2	300.7	268.4	(60.5)	(10.8)	502.9	(46.6)
지배순이익	458.3	499.2	444.3	249.7	204.3	(55.4)	(18.2)	358.6	(43.0)
영업이익률	5.8	6.3	5.6	(2.0)	2.8	(3.0)	4.9	4.2	(1.4)
세전이익률	5.6	5.5	4.6	2.2	2.1	(3.4)	(0.0)	4.0	(1.9)
지배주주순이익률	3.8	3.7	3.0	1.8	1.6	(2.1)	(0.2)	2.9	(1.2)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
ROE(지배주주지분)	8.2%	9.1%	10.8%	6.3%	4.9%	5.0%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	8.2%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.25					
1Q19E BPS(지배주주지분)	180,317					
Target Price	224,507					

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
EPS(지배주주지분)	8,748	20,936	12,563	9,866	10,314
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	15,985				
4Q19E EPS	20,936				
4Q20E EPS	12,563				

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	159,851	167,843	175,836	183,829	191,821	199,814	207,806	215,799	223,791	231,784
TP by 4Q19E EPS	209,358	219,825	230,293	240,761	251,229	261,697	272,165	282,633	293,101	303,568
TP by 4Q20E EPS	125,632	131,913	138,195	144,476	150,758	157,040	163,321	169,603	175,884	182,166

자료: SK 이노베이션, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	54,107.7	47,569.2	44,637.5	54,510.9	49,170.6	46,559.8	0.7%	3.4%	4.3%
YoY %	17.2%	-12.1%	-6.2%	18.1%	-9.8%	-5.3%			
영업이익	3,019.8	1,784.5	1,987.4	2,117.6	1,349.9	1,563.3	-29.9%	-24.4%	-21.3%
YoY %	-6.3%	-37.6%	21.4%	-34.3%	-36.3%	15.8%			
EBITDA	3,936.1	2,809.0	3,211.8	3,056.5	2,344.5	2,557.9	-22.3%	-16.5%	-20.4%
YoY %	-4.5%	-28.6%	14.3%	-25.8%	-23.3%	9.1%			
순이익	1,925.7	1,094.5	1,159.1	1,651.5	788.3	924.3	-14.2%	-28.0%	-20.3%
YoY %	1.0%	-39.1%	20.4%	-21.5%	-52.3%	17.2%			

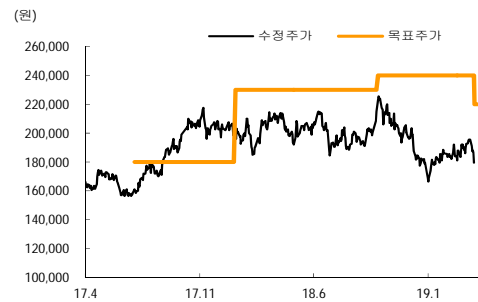
자료: SK 이노베이션 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	12,802.8	12,192.7	12,049.3	10,524.4	12,587.0	12,751.7	12,779.7	11,052.1	-1.7%	4.6%	6.1%	5.0%
YoY %	5.2%	-9.3%	-14.2%	-27.2%	3.5%	-5.1%	-14.6%	-20.8%				
QoQ %	-11.5%	-4.8%	-1.2%	-12.7%	-9.8%	1.3%	0.2%	-13.5%				
영업이익	535.0	582.3	577.3	189.9	357.8	425.0	500.8	66.2	-33.1%	-27.0%	-13.2%	-65.1%
YoY %	-24.8%	-31.6%	-23.9%	-72.8%	-49.7%	-50.1%	-40.1%	흑전				
QoQ %	-23.3%	8.8%	-0.9%	-67.1%	흑전	18.8%	17.8%	-86.8%				
EBITDA	766.1	813.5	808.4	421.0	606.5	673.7	749.5	314.8	-20.8%	-17.2%	-7.3%	-25.2%
YoY %	-18.0%	-24.9%	-18.3%	-54.7%	-35.1%	-37.8%	-30.1%	흑전				
QoQ %	-17.5%	6.2%	-0.6%	-47.9%	흑전	11.1%	11.2%	-58.0%				
순이익	357.3	409.3	415.0	112.9	204.3	263.4	333.9	(13.3)	-42.8%	-35.7%	-19.6%	-111.7%
YoY %	-22.0%	-18.0%	-34.2%	-79.0%	-55.4%	-47.2%	-24.9%	적전				
QoQ %	-33.5%	14.5%	1.4%	-72.8%	-18.2%	28.9%	26.8%	적전				

자료: SK 이노베이션 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	220,000원	6개월		
2018.10.01	매수	240,000원	6개월	-19.66%	-6.04%
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	6.45%	20.83%



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 4월 1일 현재 SK 이노베이션(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 1일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	16,220	16,752	15,981	16,266	16,885
현금및현금성자산	2,004	1,856	3,398	3,616	3,516
매출채권및기타채권	5,297	5,156	4,022	4,051	4,361
재고자산	5,980	6,180	5,149	5,183	5,552
비유동자산	18,030	19,333	19,194	19,324	19,502
장기금융자산	389	543	209	209	209
유형자산	13,596	13,798	13,992	14,123	14,300
무형자산	1,501	2,007	2,007	2,007	2,007
자산총계	34,250	36,085	35,174	35,590	36,387
유동부채	9,955	8,941	7,878	7,906	8,196
단기금융부채	1,606	1,431	1,431	1,431	1,431
매입채무 및 기타채무	5,712	5,116	4,053	4,081	4,371
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4,986	7,817	7,817	7,817	7,817
장기금융부채	4,064	6,649	6,649	6,649	6,649
장기매입채무 및 기타채무	7	13	13	13	13
장기충당부채	114	132	132	132	132
부채총계	14,941	16,757	15,695	15,723	16,013
지배주주지분	18,086	18,124	18,276	18,664	19,170
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,766	5,766	5,766	5,766
기타자본구성요소	(136)	(1,137)	(1,137)	(1,137)	(1,137)
자기주식	(136)	(1,138)	(1,138)	(1,138)	(1,138)
이익잉여금	12,042	12,930	13,178	13,567	14,073
비지배주주지분	1,224	1,204	1,204	1,204	1,204
자본총계	19,309	19,328	19,479	19,867	20,374
부채와자본총계	34,250	36,085	35,174	35,590	36,387

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	2,180	1,728	3,068	2,123	1,902
당기순이익(손실)	2,145	1,710	813	953	1,071
비현금성항목등	1,992	2,013	1,205	1,205	1,205
유형자산감각상각비	900	939	995	995	995
무형자산감각상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,092)	(1,075)	(211)	(211)	(211)
운전자본감소(증가)	(1,214)	(1,154)	1,050	(35)	(374)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(875)	360	985	(25)	(269)
재고자산감소(증가)	(1,534)	(200)	1,031	(35)	(369)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,058	(615)	(965)	25	264
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	1,076	710	146	146	146
투자활동현금흐름	(1,066)	(2,477)	(1,188)	(1,125)	(1,172)
금융자산감소(증가)	755	(526)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(864)	(1,242)	(1,188)	(1,125)	(1,172)
무형자산감소(증가)	(70)	(209)	0	0	0
기타	(888)	(500)	0	0	0
재무활동현금흐름	(1,671)	586	(565)	(565)	(565)
단기금융부채증가(감소)	223	(90)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(1,134)	2,499	0	0	0
자본의증가(감소)	75	(965)	0	0	0
배당금의 지급	757	822	565	565	565
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(640)	(148)	1,542	217	(100)
기초현금	2,644	2,004	1,856	3,398	3,616
기말현금	2,004	1,856	3,398	3,616	3,516
FCF	471	(42)	2,115	1,056	727

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	46,163	54,511	49,171	46,560	48,505
매출원가	40,825	50,529	46,077	43,345	45,085
매출총이익	5,338	3,982	3,094	3,215	3,419
매출총이익률 (%)	11.6	7.3	6.3	6.9	7.0
판매비와관리비	2,116	1,864	1,744	1,651	1,720
영업이익	3,222	2,118	1,350	1,563	1,699
영업이익률 (%)	7.0	3.9	2.7	3.4	3.5
비영업손익	2	285	(315)	(349)	(335)
순금융비용	671	2,239	477	425	429
외환관련손익	102	(101)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	311	155	188	205	215
세전계속사업이익	3,224	2,402	1,035	1,214	1,364
세전계속사업이익률 (%)	7.0	4.4	2.1	2.6	2.8
계속사업법인세	1,076	705	223	261	293
계속사업이익	2,147	1,697	813	953	1,071
중단사업이익	(2)	13	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,145	1,710	813	953	1,071
순이익률 (%)	4.6	3.1	1.7	2.0	2.2
지배주주	2,104	1,651	788	924	1,039
지배주주귀속 순이익률(%)	4.6	3.0	1.6	2.0	2.1
비지배주주	41	59	24	29	32
총포괄이익	1,878	1,820	813	953	1,071
지배주주	1,847	1,758	788	924	1,039
비지배주주	31	62	24	29	32
EBITDA	4,122	3,057	2,344	2,558	2,694

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	16.8	18.1	(9.8)	(5.3)	4.2
영업이익	(0.2)	(34.3)	(36.3)	15.8	8.7
세전계속사업이익	33.0	(25.5)	(56.9)	17.2	12.4
EBITDA	(0.5)	(25.8)	(23.3)	9.1	5.3
EPS(계속사업)	25.9	(21.5)	(52.0)	17.2	12.4
수익성 (%)					
ROE	12.0	9.1	4.3	5.0	5.5
ROA	6.4	4.9	2.3	2.7	3.0
EBITDA마진	8.9	5.6	4.8	5.5	5.6
안정성 (%)					
유동비율	162.9	187.4	202.8	205.7	206.0
부채비율	77.4	86.7	80.6	79.1	78.6
순차입금/자기자본	1.0	12.7	4.7	3.5	3.9
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	22,643	17,773	8,525	9,996	11,236
BPS	184,368	181,834	183,446	187,589	192,993
CFPS	32,504	25,980	21,920	23,708	24,845
주당 현금배당금	8,000	6,400	6,400	6,400	6,400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.0	10.1	21.1	18.0	16.0
PER(최저)					
PBR(최고)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
PBR(최저)					
PCR	6.3	6.9	8.2	7.6	7.2
EV/EBITDA(최고)	4.7	5.5	7.1	6.6	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	10,087 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company,B.V(A.O.C.B.V) (외12)	63.45%
국민연금공단	6.06%
외국인지분율	79.10%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(19/03/29)	89,600 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	0.88
52주 최고가	137,500 원
52주 최저가	89,600 원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.4%	-8.1%
6개월	-34.6%	-28.4%
12개월	-25.0%	-14.7%

S-Oil (010950/KS | 매수(유지) | T.P 120,000 원(하향))

PO 도 약세, 기델 곳 없는 주가

1Q19 1,952 억원(QoQ 흑전 / YoY -23.3%) 추정함. 시장 컨센서스 대비 -35.9% 하회하는 수치임. 유가와 정제마진이 금번 분기에서 뚜렷한 모멘텀을 보여주지 못한 탓에 정유가 여전히 약세고, 화학도 완전한 down-turn 기조로 이익기여를 기대하기는 어려움. 특히 이제 막 가동된 PO 역시 최근 하락세가 뚜렷하기 때문에 당분간 주가와 이익 모두에서 이익 기여 쉽지 않을 것으로 판단함. 목표주가 12 만원으로 하향 조정함

1Q19 영업이익 1,952 억원(QoQ 흑전 / YoY -23.3%) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 3,046 억원 대비 -35.9% 하향할 것으로 예상함. 실적이 기대에 못 미치는 이유는 유가(Dubai 기준 분기평균가격 4Q \$67.0/bbl → 1Q \$63.5/bbl), 정제마진(4Q \$6.3/bbl → 1Q \$5.0/bbl) 모두 뚜렷한 모멘텀을 보여주지 정유사업부가 여전히 부진할 것으로 추정되기 때문임. 뿐만 아니라 화학사업부도 역시 명백히 중장기 down-turn 에 진입해 있음. 동사의 신규성장동력으로 기대할 수 있는 PO 역시 최근 뚜렷한 약세국면(4Q \$1,698/t → 1Q \$1,528/t)에 들어가 있기 때문에 주가에 호재가 되기는 쉽지 않음

정유가 제일 걱정

약 3 년 간 강세를 이어오던 정유/화학은 늘 그랬던 패턴대로 신규설비들이 대규모 진입하면서 공히 약세 구간에 진입했음. 특히 정유는 중국을 중심으로 공격적인 설비증설이 이제 막 시작된 만큼 정제마진의 압박은 지속될 수밖에 없음. 특히 동사는 순수정유업종이기 때문에 이와 같은 국면에서는 동종업계 대비 하락 압박이 더 클 수밖에 없음

목표주가 140,000 원 → 120,000 원 / 투자의견 매수 유지

최근 급격히 둔화된 상황을 반영하여 영업이익 추정치를 하향조정하며, 이를 반영해 목표주가 역시 동반 하향 조정함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	16,321.8	20,891.4	25,463.3	23,495.8	22,189.8	23,134.2
yoy	%	(8.8)	28.0	21.9	(7.7)	(5.6)	4.3
영업이익	십억원	1,616.9	1,373.3	639.5	1,057.0	1,259.6	1,370.4
yoy	%	97.8	(15.1)	(53.4)	65.3	19.2	8.8
EBITDA	십억원	1,903.6	1,667.4	993.6	1,354.3	1,556.8	1,667.7
세전이익	십억원	1,575.1	1,644.9	331.8	1,040.3	1,236.3	1,429.8
순이익(지배주주)	십억원	1,205.4	1,246.5	258.0	816.7	970.5	1,122.4
영업이익률%	%	9.9	6.6	2.5	4.5	5.7	5.9
EBITDA%	%	11.7	8.0	3.9	5.8	7.0	7.2
순이익률	%	7.4	6.0	1.0	3.5	4.4	4.9
EPS	원	10,494	10,870	2,090	7,052	8,418	9,768
PER	배	8.1	10.8	46.7	12.7	10.6	9.2
PBR	배	1.5	2.0	1.7	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	배	5.2	9.7	11.4	1.0	0.9	0.8
ROE	%	20.5	18.8	3.9	12.0	12.7	13.1
순차입금	십억원	162	2,658	5,262	4,261	3,678	0
부채비율	%	118.4	120.5	146.6	124.2	111.0	0.0

1Q19 preview

(단위: % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	5,410.9	6,003.1	7,187.9	6,861.3	6,118.5	13.1	(10.8)	5,853.8	4.5
영업이익	254.5	402.6	315.7	(333.5)	195.2	(23.3)	(158.5)	304.6	(35.9)
세전이익	258.2	214.5	315.5	(456.4)	118.0	(54.3)	(125.9)	284.2	(58.5)
지배순이익	188.7	163.2	229.9	(323.8)	92.6	(50.9)	(128.6)	226.7	(59.1)
영업이익률	4.7	6.7	4.4	(4.9)	3.2	(1.5)	8.0	5.2	(2.0)
세전이익률	4.8	3.6	4.4	(6.7)	1.9	(2.8)	8.6	4.9	(2.9)
지배주주순이익률	3.5	2.7	3.2	(4.7)	1.5	(2.0)	6.2	3.9	(2.4)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
ROE(지배주주지분)	11.4%	3.9%	11.4%	12.1%	12.4%	10.3%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE 11.4%				
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.89					
1Q19E BPS(지배주주지분)	62,527					
Target Price	118,138					

자료: S-OIL, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
EPS(지배주주지분)	5,525	7,227	8,594	9,943	9,163
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	8,237				
4Q19E EPS	7,227				
4Q20E EPS	8,594				

Multiple	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5	15.0	15.5	16.0	16.5
TP by weighted EPS	98,849	102,968	107,087	111,205	115,324	119,443	123,562	127,680	131,799	135,918
TP by 4Q19E EPS	86,729	90,343	93,956	97,570	101,184	104,797	108,411	112,025	115,639	119,252
TP by 4Q20E EPS	103,128	107,425	111,722	116,019	120,316	124,613	128,910	133,207	137,504	141,801

자료: S-OIL, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	25,463.3	21,984.0	20,679.2	25,463.3	23,495.8	22,189.8	0.0%	6.9%	7.3%
YoY %	21.9%	-13.7%	-5.9%	21.9%	-7.7%	-5.6%			
영업이익	639.5	1,223.9	1,330.8	639.5	1,057.0	1,259.6	0.0%	-13.6%	-5.4%
YoY %	-53.4%	91.4%	8.7%	-53.4%	65.3%	19.2%			
EBITDA	993.6	1,520.7	1,627.7	993.6	1,354.3	1,556.8	0.0%	-10.9%	-4.4%
YoY %	-40.4%	53.0%	7.0%	-40.4%	36.3%	15.0%			
순이익	258.0	823.8	831.1	258.0	816.7	970.5	0.0%	-0.9%	16.8%
YoY %	-79.3%	219.3%	0.9%	-79.3%	216.5%	18.8%			

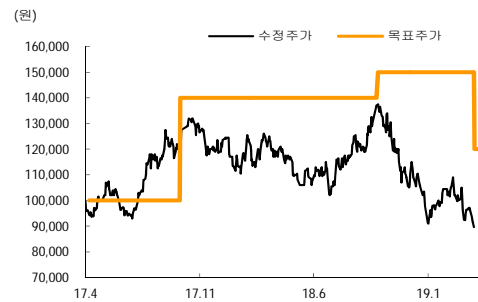
자료: S-OIL, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	5,928.9	5,642.2	5,598.7	4,814.2	6,118.5	6,088.6	6,088.6	5,200.1	3.2%	7.9%	8.8%	8.0%
YoY %	9.6%	-6.0%	-22.1%	-29.8%	13.1%	1.4%	-15.3%	-24.2%				
QoQ %	-13.6%	-4.8%	-0.8%	-14.0%	-10.8%	-0.5%	0.0%	-14.6%				
영업이익	410.2	350.9	368.1	94.6	195.2	348.3	400.6	112.9	-52.4%	-0.7%	8.8%	19.3%
YoY %	61.2%	-12.8%	16.6%	흑전	-23.3%	-13.5%	26.9%	흑전				
QoQ %	흑전	-14.4%	4.9%	-74.3%	흑전	78.5%	15.0%	-71.8%				
EBITDA	484.4	425.1	442.3	168.8	269.5	422.7	475.0	187.2	-44.4%	-0.6%	7.4%	10.9%
YoY %	45.9%	-10.8%	13.4%	흑전	-18.9%	-11.4%	21.8%	흑전				
QoQ %	흑전	-12.2%	4.0%	-61.8%	흑전	56.8%	12.4%	-60.6%				
순이익	252.3	241.6	277.2	52.7	92.6	241.4	320.7	161.9	-63.3%	-0.1%	15.7%	207.2%
YoY %	33.7%	48.0%	20.6%	흑전	-50.9%	47.9%	39.5%	흑전				
QoQ %	흑전	-4.2%	14.7%	-81.0%	흑전	160.5%	32.9%	-49.5%				

자료: S-OIL, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	120,000원	6개월		
2018.10.01	매수	150,000원	6개월	-28.15%	-8.33%
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	6.92%	27.50%
2017.04.10	매수	100,000원	6개월	-1.26%	7.50%



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 (2019년 4월 1일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,775	5,855	5,794	6,448	7,319
현금및현금성자산	480	665	1,665	2,249	2,829
매출채권및기타채권	1,744	1,934	1,465	1,491	1,595
재고자산	2,791	3,139	2,564	2,608	2,792
비유동자산	8,313	10,101	10,343	10,600	10,882
장기금융자산	158	125	78	78	78
유형자산	7,969	9,741	10,031	10,288	10,569
무형자산	105	104	104	104	104
자산총계	15,087	15,955	16,137	17,049	18,201
유동부채	4,544	5,766	5,242	5,270	5,387
단기금융부채	1,377	2,948	2,948	2,948	2,948
매입채무 및 기타채무	2,246	2,165	1,641	1,669	1,786
단기충당부채	2	3	3	3	3
비유동부채	3,700	3,697	3,697	3,697	3,697
장기금융부채	3,475	3,465	3,465	3,465	3,465
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	8,245	9,466	8,939	8,967	9,084
지배주주지분	6,843	6,469	7,198	8,082	9,117
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본구성요소	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	5,198	4,823	5,552	6,435	7,470
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,843	6,469	7,198	8,082	9,117
부채외자본총계	15,087	15,955	16,137	17,049	18,201

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,143	(288)	1,245	727	732
당기순이익(손실)	1,246	258	817	971	1,122
비현금성항목등	619	799	(197)	(197)	(197)
유형자산감가상각비	294	354	297	297	297
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(325)	(444)	494	494	494
운전자본감소(증가)	(236)	(882)	625	(47)	(194)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(384)	(102)	398	(22)	(89)
재고자산감소(증가)	(367)	(348)	575	(44)	(183)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	593	(296)	(348)	19	78
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	398	74	(531)	(531)	(531)
투자활동현금흐름	(832)	(415)	(587)	(555)	(578)
금융자산감소(증가)	1,723	1,668	0	0	0
유형자산감소(증가)	(2,411)	(2,041)	(587)	(555)	(578)
무형자산감소(증가)	(1)	(0)	0	0	0
기타	(142)	(42)	0	0	0
재무활동현금흐름	(598)	888	(87)	(87)	(87)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	205	1,506	0	0	0
자본의증가(감소)	3	0	0	0	0
배당금의 지급	803	617	87	87	87
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(287)	184	1,001	583	580
기초현금	767	480	665	1,665	2,249
기말현금	480	665	1,665	2,249	2,829
FCF	(1,732)	(1,674)	1,073	689	621

자료 : S-Oil, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	20,891	25,463	23,496	22,190	23,134
매출원가	18,783	24,200	21,772	20,300	21,107
매출총이익	2,108	1,263	1,724	1,890	2,027
매출총이익률 (%)	10.1	5.0	7.3	8.5	8.8
판매비와관리비	735	624	667	630	657
영업이익	1,373	639	1,057	1,260	1,370
영업이익률 (%)	6.6	2.5	4.5	5.7	5.9
비영업손익	272	(308)	(17)	(23)	59
순금융비용	117	54	939	931	1,013
외환관련손익	242	(131)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	5	4	7	8	8
세전계속사업이익	1,645	332	1,040	1,236	1,430
세전계속사업이익률 (%)	7.9	1.3	4.4	5.6	6.2
계속사업법인세	398	74	224	266	307
계속사업이익	1,246	258	817	971	1,122
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,246	258	817	971	1,122
순이익률 (%)	6.0	1.0	3.5	4.4	4.9
지배주주	1,246	258	817	971	1,122
지배주주귀속 순이익률(%)	6.0	1.0	3.5	4.4	4.9
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,254	244	817	971	1,122
지배주주	1,254	244	817	971	1,122
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,667	994	1,354	1,557	1,668

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	28.0	21.9	(7.7)	(5.6)	4.3
영업이익	(15.1)	(53.4)	65.3	19.2	8.8
세전계속사업이익	4.4	(79.8)	213.6	18.8	15.7
EBITDA	(12.4)	(40.4)	36.3	15.0	7.1
EPS(계속사업)	3.6	(80.8)	237.4	19.4	16.0
수익성 (%)					
ROE	18.8	3.9	12.0	12.7	0.0
ROA	8.6	1.7	5.1	5.8	0.0
EBITDA마진	8.0	3.9	5.8	7.0	0.0
안정성 (%)					
유동비율	149.1	101.5	110.5	122.3	0.0
부채비율	120.5	146.6	124.2	111.0	0.0
순차입금/자기자본	38.8	81.3	59.2	45.5	0.0
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	(0.3)	0.5	0.2	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,870	2,090	7,052	8,418	9,768
BPS	59,440	56,273	62,527	70,101	78,977
CFPS	11,448	7,302	9,665	11,029	11,775
주당 현금배당금	5,900	5,900	5,900	5,900	5,900
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.8	46.7	12.7	10.6	9.2
PER(최저)					
PBR(최고)	2.0	1.7	1.4	1.3	1.1
PBR(최저)					
PCR	10.2	13.4	9.3	8.1	7.6
EV/EBITDA(최고)	9.7	11.4	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	474 십억원
발행주식수	9,470 만주
자사주	3 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,906 십억원
주요주주	
허창수(와48)	47.40%
국민연금공단	10.19%
외국인지분률	22.40%
배당수익률	3.60%

Stock Data

주가(19/03/29)	52,800 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	64,000 원
52주 최저가	47,300 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.5%	1.0%
6개월	-4.2%	4.9%
12개월	-14.3%	-2.4%

GS (078930/KS | 매수(유지) | T.P 70,000 원(하향))

정유의 down-turn 을 지주회사로서 방어

1Q19 5,377 억원(QoQ +36.2 / YoY -5.1%) 추정함. 시장 컨센서스 대비 -8.3% 하회하는 수치임. GS 칼텍스의 부진이 가장 큼. 유가와 정제마진이 금번 분기에서 뚜렷한 모멘텀을 보여주지 못한 탓에 정유가 여전히 약세고, 화학도 완전한 down-turn 기조로 이익기여를 기대하기는 어려움. 그나마 지주회사의 형태이기 때문에 동종업계 대비 상대적 주가 매력은 높다고 판단함. 목표주가 12 만원으로 하향 조정함

1Q19 영업이익 5,377 억원(QoQ +36.2 / YoY -5.1%) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 5,866 억원 대비 -8.3% 하향할 것으로 예상함. 실적이 기대에 못 미치는 이유는 역시 GS 칼텍스의 약세가 가장 큼. 유가(Dubai 기준 분기평균가 격 4Q \$67.0/bbl → 1Q \$63.5/bbl), 정제마진(4Q \$6.3/bbl → 1Q \$5.0/bbl) 모두 뚜렷한 모멘텀을 보여주지 못한 정유사업부가 여전히 부진할 것으로 추정되기 때문임. 뿐만 아니라 화학사업부도 역시 명백히 중장기 down-turn 에 진입해 있음. 그나마 지주회사로서 발전, 소비재 등을 동시에 보유하고 있기 때문에 정유 업종 내 상대적 실적 하락폭은 가장 적을 것으로 기대됨

그나마 지주회사로서 다행이다

약 3 년 간 강세를 이어오던 정유/화학은 늘 그랬던 패턴대로 신규설비들이 대규모 진입하면서 공히 약세 구간에 진입했음. 특히 정유는 중국을 중심으로 공격적인 설비증설이 이제 막 시작된 만큼 정제마진의 압박은 지속될 수밖에 없음. GS 칼텍스의 약세는 불가피할 것으로 판단함. 그나마 동사는 동종업계 중 지주회사 형태로 상장되어 있기 때문에 주가에서만큼은 상대적으로 양호할 것으로 기대됨

목표주가 80,000 원 → 70,000 원 / 투자의견 매수 유지

최근 급격히 둔화된 상황을 반영하여 영업이익 추정치를 하향조정하며, 이를 반영해 목표주가 역시 동반 하향 조정함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	13,462.4	15,580.1	17,744.4	17,633.9	18,540.0	19,123.6
yoy	%	10.5	15.7	13.9	(0.6)	5.1	3.1
영업이익	십억원	1,754.2	2,040.8	2,209.8	2,211.4	2,137.5	2,007.7
yoy	%	9.3	16.3	8.3	0.1	(3.3)	(6.1)
EBITDA	십억원	1,754.2	2,040.8	2,209.8	2,211.4	2,137.5	2,007.7
세전이익	십억원	1,629.1	1,874.0	1,939.7	2,065.3	1,958.3	1,777.3
순이익(지배주주)	십억원	805.7	986.2	903.2	1,175.2	1,114.3	1,011.3
영업이익률%	%	13.0	13.1	12.5	12.5	11.5	10.5
EBITDA%	%	13.0	13.1	12.5	12.5	11.5	10.5
순이익률	%	6.0	6.3	5.1	6.7	6.0	5.3
EPS	원	8,640	10,578	9,683	12,648	11,992	10,884
PER	배	6.3	5.9	5.3	4.2	4.4	4.9
PBR	배	0.9	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	6.7	6.6	2.2	2.2	2.3	2.5
ROE	%	12.1	13.4	11.1	12.9	10.9	9.1
순차입금	십억원	6,607	7,590	6,893	5,081	5,752	6,683
부채비율	%	128.0	127.7	115.0	104.6	96.6	90.6

1Q19 preview

(단위: % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,456.2	4,581.3	4,809.6	3,897.3	4,239.2	(4.9)	8.8	4,500.5	(5.8)
영업이익	566.5	557.2	691.4	394.7	537.7	(5.1)	36.2	586.6	(8.3)
세전이익	520.8	508.6	661.3	249.1	503.0	(3.4)	102.0	501.7	0.3
지배순이익	223.1	193.8	309.6	176.7	286.2	28.3	62.0	255.3	12.1
영업이익률	12.7	12.2	14.4	10.1	12.7	(0.0)	2.6	13.0	(0.4)
세전이익률	11.7	11.1	13.7	6.4	11.9	0.2	5.5	11.1	0.7
지배주주순이익률	5.0	4.2	6.4	4.5	6.8	1.7	2.2	5.7	1.1

자료: SK 증권 Fnguide

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법적용 투자주식)					
비상장사					
칼텍스	6,006.1			50.0%	Target P/B = 1.03x
스푸츠	13.2	13.2		100.0%	3Q18말 장부가반영
EPS	533.3	761.9		70.0%	3Q18말 장부가반영
E&R	199.3	309.5		64.4%	3Q18말 장부가반영
파워	177.7	355.5		50.0%	3Q18말 장부가반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,248.1	1,248.1		100.0%	3Q18말 장부가반영
상장사					
리테일	1,387.5		3,014.6	65.8%	3/29 MV 대비 할인률 30% 적용
홈쇼핑	246.5		1,174.0	30.0%	3/29 MV 대비 할인률 30% 적용
글로벌	82.5		210.9	55.9%	3/29 MV 대비 할인률 30% 적용
임대수익	2,538.9				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	704.5				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	13,137.6				
Non-Operating Value					
Non-Operating Value	1,442.4				
현금 및 현금성자산	653.6				
단기금융자산	788.8				
Debt	7,929.3				
Firm Value	6,650.7				
우선주사가총액	65.6				
Equity Value	6,585.1				
기밀발행주식수(보통, 천주)	92,915				
Target Price	70,872				

자료: GS, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	18,364.4	18,488.0	18,540.0	17,744.4	17,633.9	18,540.0	-3.4%	-4.6%	0.0%
YoY %	13.3%	0.7%	5.1%	13.9%	-0.6%	5.1%			
영업이익	2,347.6	2,358.8	2,284.7	2,209.8	2,211.4	2,137.5	-5.9%	-6.2%	-6.4%
YoY %	13.3%	-14.1%	-3.1%	8.3%	0.1%	-3.3%			
EBITDA	2,347.6	2,358.8	2,284.7	2,209.8	2,211.4	2,137.5	-5.9%	-6.2%	-6.4%
YoY %	13.3%	-14.1%	-3.1%	8.3%	0.1%	-3.3%			
순이익	986.2	1,214.7	1,147.1	903.2	1,175.2	1,114.3	-8.4%	-3.3%	-2.9%
YoY %	22.4%	-4.5%	-5.6%	-8.4%	30.1%	-5.2%			

자료: GS, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	4,409.6	4,639.3	4,832.1	4,921.1	4,239.2	4,491.1	4,523.1	4,380.5	-3.9%	-3.2%	-6.4%	-11.0%
YoY %	-1.0%	1.3%	-6.0%	12.4%	-4.9%	-2.0%	-6.0%	12.4%				
QoQ %	-4.0%	5.2%	0.7%	-3.2%	8.8%	5.9%	0.7%	-3.2%				
영업이익	532.3	530.6	583.2	577.2	537.7	618.8	507.9	547.1	1.0%	16.6%	-12.9%	-5.2%
YoY %	-6.0%	-4.8%	-26.5%	38.6%	-5.1%	11.1%	-26.5%	38.6%				
QoQ %	-16.2%	-0.3%	-17.9%	7.7%	36.2%	15.1%	-17.9%	7.7%				
EBITDA	532.3	530.6	583.2	577.2	537.7	618.8	507.9	547.1	1.0%	16.6%	-12.9%	-5.2%
YoY %	-6.0%	-4.8%	-26.5%	38.6%	-5.1%	11.1%	-26.5%	38.6%				
QoQ %	-16.2%	-0.3%	-17.9%	7.7%	36.2%	15.1%	-17.9%	7.7%				
순이익	260.1	259.1	301.2	312.2	286.2	331.0	268.9	289.0	10.0%	27.7%	-10.7%	-7.4%
YoY %	16.6%	33.7%	-15.6%	59.8%	28.3%	70.8%	-13.1%	63.6%				
QoQ %	-17.6%	-0.4%	-19.6%	8.0%	62.0%	15.6%	-18.7%	7.5%				

자료: GS, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	70,000원	6개월		
2018.10.01	매수	80,000원	6개월	-25.99%	-4.13%
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%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 4 월 1 일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,875	3,285	4,923	4,306	3,426
현금및현금성자산	723	654	2,465	1,794	863
매출채권및기타채권	1,146	1,163	1,309	1,344	1,376
재고자산	533	503	565	580	594
비유동자산	19,129	19,346	19,047	20,694	22,493
장기금융자산	329	377	124	124	124
유형자산	8,401	8,535	9,769	11,067	12,405
무형자산	1,788	1,676	1,676	1,676	1,676
자산총계	22,004	22,631	23,970	25,000	25,918
유동부채	4,451	4,569	4,715	4,749	4,782
단기금융부채	2,372	2,692	2,692	2,692	2,692
매입채무 및 기타채무	1,461	1,177	1,323	1,358	1,390
단기충당부채	17	21	21	21	21
비유동부채	7,890	7,537	7,537	7,537	7,537
장기금융부채	6,711	6,354	6,354	6,354	6,354
장기매입채무 및 기타채무	0	5	5	5	5
장기충당부채	111	136	136	136	136
부채총계	12,341	12,106	12,252	12,286	12,319
지배주주지분	7,730	8,490	9,684	10,679	11,565
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188
기타자본구성요소	(2,943)	(2,943)	(2,943)	(2,943)	(2,943)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	9,186	9,906	10,965	11,960	12,847
비지배주주지분	1,932	2,035	2,035	2,035	2,035
자본총계	9,663	10,525	11,718	12,713	13,600
부채외자본총계	22,004	22,631	23,970	25,000	25,918

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,306	1,269	2,284	2,291	2,184
당기순이익(손실)	1,092	1,030	1,239	1,175	1,066
비현금성항목등	847	1,412	1,138	1,138	1,138
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(847)	(1,412)	(1,138)	(1,138)	(1,138)
운전자본감소(증가)	7	(236)	(93)	(22)	(21)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(8)	(39)	(132)	(31)	(29)
재고자산감소(증가)	(198)	30	(62)	(15)	(14)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	181	(189)	102	24	23
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	816	1,131	1,138	1,138	1,138
투자활동현금흐름	(1,418)	(836)	(1,234)	(1,298)	(1,339)
금융자산감소(증가)	(77)	(553)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,099)	(702)	(1,234)	(1,298)	(1,339)
무형자산감소(증가)	(45)	(28)	0	0	0
기타	(197)	446	0	0	0
재무활동현금흐름	335	(515)	(180)	(180)	(180)
단기금융부채증가(감소)	(7)	(6)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	798	(305)	0	0	0
자본의증가(감소)	19	30	0	0	0
배당금의 지급	188	203	180	180	180
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	219	(70)	1,812	(671)	(931)
기초현금	504	723	654	2,465	1,794
기말현금	723	654	2,465	1,794	863
FCF	(441)	497	10	(35)	(152)

자료 : GS, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	15,580	17,744	17,634	18,540	19,124
매출원가	11,926	13,651	13,425	14,302	14,950
매출총이익	3,654	4,094	4,209	4,238	4,174
매출총이익률 (%)	23.5	23.1	23.9	22.9	21.8
판매비와관리비	1,614	1,884	1,997	2,100	2,166
영업이익	2,041	2,210	2,211	2,138	2,008
영업이익률 (%)	13.1	12.5	12.5	11.5	10.5
비영업손익	(167)	(270)	(146)	(179)	(230)
순금융비용	85	72	158	126	75
외환관련손익	2	(1)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	2	13	12	12
세전계속사업이익	1,874	1,940	2,065	1,958	1,777
세전계속사업이익률 (%)	12.0	10.9	11.7	10.6	9.3
계속사업법인세	809	1,125	826	783	711
계속사업이익	1,065	815	1,239	1,175	1,066
중단사업이익	27	216	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,092	1,030	1,239	1,175	1,066
순이익률 (%)	7.0	5.8	7.0	6.3	5.6
지배주주	986	903	1,175	1,114	1,011
지배주주귀속 순이익률(%)	6.3	5.1	6.7	6.0	5.3
비지배주주	106	127	64	61	55
총포괄이익	945	1,043	1,239	1,175	1,066
지배주주	837	925	1,175	1,114	1,011
비지배주주	108	119	64	61	55
EBITDA	2,041	2,210	2,211	2,138	2,008

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	15.7	13.9	(0.6)	5.1	3.1
영업이익	16.3	8.3	0.1	(3.3)	(6.1)
세전계속사업이익	15.0	3.5	6.5	(5.2)	(9.2)
EBITDA	16.3	8.3	0.1	(3.3)	(6.1)
EPS(계속사업)	22.4	(8.5)	30.6	(5.2)	(9.2)
수익성 (%)					
ROE	13.4	11.1	12.9	10.9	9.1
ROA	5.2	4.6	5.3	4.8	4.2
EBITDA마진	13.1	12.5	12.5	11.5	10.5
안정성 (%)					
유동비율	64.6	71.9	104.4	90.7	71.6
부채비율	127.7	115.0	104.6	96.6	90.6
순차입금/자기자본	78.5	65.5	43.4	45.2	49.1
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,578	9,683	12,648	11,992	10,884
BPS	67,973	77,744	90,343	100,850	110,211
CFPS	12,251	9,803	14,011	13,543	12,720
주당 현금배당금	1,800	1,900	1,900	1,900	1,900
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	5.9	5.3	4.2	4.4	4.9
PER(최저)					
PBR(최고)	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
PBR(최저)					
PCR	5.1	5.3	3.8	3.9	4.2
EV/EBITDA(최고)	6.6	2.2	2.2	2.3	2.5
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

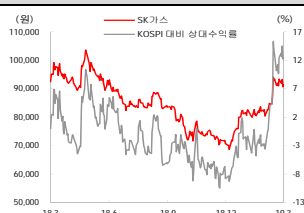
Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	905 만주
자사주	29 만주
액면가	5,000 원
시가총액	828 십억원
주요주주	
SK디스커버리(외4)	55.77%
브이아이피자산운용	8.02%
외국인지분률	9.80%
배당수익률	3.40%

Stock Data

주가(19/03/29)	91,400 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	0.51
52주 최고가	103,633 원
52주 최저가	68,700 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.7%	16.6%
6개월	9.5%	19.8%
12개월	-1.2%	12.4%

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

세전이익은 여전히 양호

1Q19 225 억원(QoQ -29.2 / YoY -61.6%) 추정함. 시장 컨센서스 대비 -26.0% 하회하는 수치임. 다만 이는 SK 디앤디의 이익이 이제 영업이익에 계상되지 않기 때문에 발생하는 것으로서, 세전이익은 419 억원으로 추정되어 양호한 실적일 것으로 예상함. 동사에게 LPG 규제완화 모멘텀은 분명 호재임. 다만 아직 구체적인 법안이 나오지 않아 이에 대한 확인이 먼저 필요함

1Q19 영업이익 225 억원(QoQ -29.2 / YoY -61.6%) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 304 억원 대비 -26.0% 하향할 것으로 예상함. 다만 이는 실적이 기대에 못 미친다기 보다는 지난 연말 SK 디앤디 일부 자본 매각(한앤컴퍼니 대상)으로 인해 더 이상 해당 부분의 이익이 영업이익에 계상되지 않았기 때문으로 판단하는 것이 옳아 보임. 물론 LPG 본업도 약세를 이어가기는 했음. 프로판 가격은 4Q \$786/t에서 1Q \$745/t(1, 2월 기준)으로 하락했음. 반면 사우디의 프로판 가격은 인상되면서 spread 압박 요인이 되었음. 세전이익은 419 억원 기대됨

LPG 규제완화 모멘텀

1982년 이후 37년 간 우리나라에서 유지되었던 LPG 차 규제는 본격적으로 완화되기 시작했음. 산업통상자원부는 이제 일반인도 LPG 차를 구매할 수 있는 방향으로 법률을 개정해 나가기 시작했음. 다만 여전히 LPG의 친환경 여부에 대해서는 학계에서 논란이 일고 있고, 또한 구체적인 법안에 대해서는 아직 공표된 바가 없기 때문에 주가와 이익에 반영되기에는 이에 대한 확인작업부터 필요함

목표주가 120,000 원 / 투자 의견 매수 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	5,271.5	6,358.9	6,859.2	8,066.6	7,812.5	8,276.9
yoy	%	29.2	20.6	7.9	17.6	(3.1)	5.9
영업이익	십억원	197.6	97.7	103.0	80.8	85.7	99.3
yoy	%	99.3	(50.5)	5.4	(21.5)	6.0	15.9
EBITDA	십억원	251.6	146.1	160.6	139.7	144.5	158.1
세전이익	십억원	216.4	122.3	23.5	132.2	110.5	112.6
순이익(지배주주)	십억원	170.4	102.1	59.8	104.2	87.1	88.8
영업이익률%	%	3.7	1.5	1.5	1.0	1.1	1.2
EBITDA%	%	4.8	2.3	2.3	1.7	1.9	1.9
순이익률	%	4.1	1.9	0.3	1.6	1.4	1.4
EPS	원	19,181	11,384	6,600	11,504	9,623	9,804
PER	배	6.6	8.2	10.7	7.9	9.5	9.3
PBR	배	1.0	0.6	0.4	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	8.8	15.7	10.1	5.9	5.7	5.2
ROE	%	13.1	7.1	3.9	6.7	5.6	5.5
순차입금	십억원	1,063	1,440	967	813	839	912
부채비율	%	137.9	144.0	128.6	131.8	127.9	125.5

1Q19 preview

(단위: % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,705.7	1,718.3	1,630.2	1,805.0	2,260.1	32.5	25.2	1,588.3	42.3
영업이익	58.5	65.9	(53.2)	31.8	22.5	(61.6)	(29.2)	30.4	(26.0)
세전이익	(85.0)	108.3	(33.7)	33.9	41.9	(149.2)	23.4	38.4	9.0
지배순이익	(54.9)	58.5	14.9	41.3	33.0	(160.1)	(20.1)	27.4	20.4
영업이익률	3.4	3.8	(3.3)	1.8	1.0	(2.4)	(0.8)	1.9	(0.9)
세전이익률	(5.0)	6.3	(2.1)	1.9	1.9	6.8	(0.0)	2.4	(0.6)
지배주주순이익률	(3.2)	3.4	0.9	2.3	1.5	4.7	(0.8)	1.7	(0.3)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
ROE(지배주주지분)	6.0%	3.9%	6.8%	5.5%	5.4%	5.2%
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)	155,502					
Target Price	124,132					

자료: SK 가스, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
EPS(지배주주지분)	7,866	11,504	9,623	9,804	9,815
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	10,619				
4Q19E EPS	11,504				
4Q20E EPS	9,623				

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	84,953	90,263	95,572	100,882	106,191	111,501	116,810	122,120	127,430	132,739
TP by 4Q19E EPS	92,036	97,788	103,540	109,292	115,044	120,797	126,549	132,301	138,053	143,806
TP by 4Q20E EPS	76,982	81,794	86,605	91,416	96,228	101,039	105,851	110,662	115,473	120,285

자료: SK 가스, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	6,338.1	5,428.6	5,708.6	6,859.2	8,066.6	7,812.5	8.2%	48.6%	36.9%
YoY %	-0.3%	-14.3%	5.2%	7.9%	17.6%	-3.1%			
영업이익	181.2	155.0	151.8	103.0	80.8	85.7	-43.1%	-47.9%	-43.6%
YoY %	85.4%	-14.4%	-2.0%	5.4%	-21.5%	6.0%			
EBITDA	237.2	211.9	208.7	160.6	139.7	144.5	-32.3%	-34.1%	-30.7%
YoY %	62.4%	-10.7%	-1.5%	9.9%	-13.0%	3.5%			
순이익	44.3	109.3	96.2	59.8	104.2	87.1	34.8%	-4.7%	-9.4%
YoY %	-56.6%	146.6%	-12.0%	-41.5%	74.3%	-16.4%			

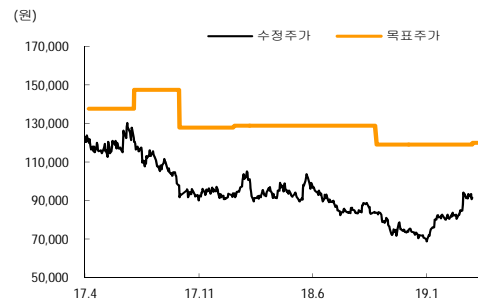
자료: SK 가스 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	1,405.5	1,308.8	1,324.8	1,389.6	2,260.1	2,071.2	1,936.9	1,798.4	60.8%	58.3%	46.2%	29.4%
YoY %	-17.6%	-23.8%	-15.9%	3.9%	32.5%	20.5%	18.8%	-0.4%				
QoQ %	5.0%	-6.9%	1.2%	4.9%	25.2%	-8.4%	-6.5%	-7.1%				
영업이익	37.7	30.2	36.7	50.4	22.5	23.4	28.6	6.3	-40.3%	-22.6%	-22.0%	-87.5%
YoY %	-35.7%	-54.1%	-1.5%	159.1%	-61.6%	-64.5%	흑전	-80.1%				
QoQ %	93.6%	-19.7%	21.4%	37.4%	-29.2%	3.9%	22.4%	-77.9%				
EBITDA	51.9	44.4	50.9	64.6	37.2	38.1	43.3	21.0	-28.3%	-14.3%	-14.9%	-67.4%
YoY %	-27.9%	-44.5%	-1.1%	92.0%	-48.3%	-52.4%	흑전	-54.7%				
QoQ %	54.1%	-14.3%	14.5%	27.0%	-19.9%	2.4%	13.7%	-51.4%				
순이익	23.3	21.6	27.5	36.9	33.0	25.1	37.1	9.0	41.4%	16.1%	34.7%	-75.5%
YoY %	흑전	-63.1%	-11.1%	274.6%	흑전	-57.1%	148.9%	-78.2%				
QoQ %	137.2%	-7.4%	27.4%	34.0%	-20.1%	-24.0%	47.8%	-75.7%				

자료: SK 가스 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	120,000원	6개월		
2018.10.01	매수	119,004원	6개월	-33.67%	-20.93%
2018.07.09	매수	128,921원	6개월	-28.38%	-18.46%
2018.04.02	매수	128,921원	6개월	-26.80%	-18.46%
2018.01.08	매수	128,921원	6개월	-26.85%	-18.46%
2017.09.27	매수	127,815원	6개월	-26.76%	-24.08%
2017.07.04	매수	147,478원	6개월	-25.50%	-18.33%
2017.04.10	매수	137,646원	6개월	-13.04%	-5.36%



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 4월 1일 현재 SK 가스(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 1일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,106	1,610	1,715	1,730	1,761
현금및현금성자산	263	80	235	208	135
매출채권및기타채권	894	753	750	777	845
재고자산	548	306	305	316	343
비유동자산	2,245	2,146	1,998	2,057	2,122
장기금융자산	306	298	88	88	88
유형자산	1,179	985	1,048	1,106	1,171
무형자산	305	269	269	269	269
자산총계	4,352	3,756	3,713	3,787	3,883
유동부채	1,522	1,501	1,499	1,513	1,549
단기금융부채	1,027	1,057	1,057	1,057	1,057
매입채무 및 기타채무	435	391	390	404	439
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	1,046	612	612	612	612
장기금융부채	901	456	456	456	456
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,568	2,113	2,111	2,126	2,161
지배주주지분	1,497	1,566	1,525	1,585	1,646
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	192	192	192	192	192
기타자본구성요소	(10)	(9)	(9)	(9)	(9)
자기주식	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
이익잉여금	1,192	1,221	1,298	1,357	1,418
비지배주주지분	286	77	77	77	77
자본총계	1,783	1,643	1,602	1,661	1,722
부채외자본총계	4,352	3,756	3,713	3,787	3,883

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	(108)	(91)	270	227	193
당기순이익(손실)	150	55	102	86	87
비현금성항목등	87	145	165	165	165
유형자산감가상각비	48	58	59	59	59
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(39)	(87)	(107)	(107)	(107)
운전자본감소(증가)	(293)	(259)	2	(24)	(59)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(167)	158	2	(25)	(61)
재고자산감소(증가)	(155)	243	1	(11)	(28)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	118	(4)	(1)	12	29
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	65	63	97	97	97
투자활동현금흐름	98	(303)	(121)	(117)	(124)
금융자산감소(증가)	(38)	13	0	0	0
유형자산감소(증가)	(106)	(226)	(121)	(117)	(124)
무형자산감소(증가)	(3)	(3)	0	0	0
기타	244	(86)	0	0	0
재무활동현금흐름	80	207	(26)	(26)	(26)
단기금융부채증가(감소)	(111)	(129)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	345	414	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	26	29	26	26	26
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	57	(183)	155	(27)	(73)
기초현금	206	263	80	235	208
기말현금	263	80	235	208	135
FCF	(368)	460	3	(20)	(57)

자료 : SK가스, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,359	6,859	8,067	7,813	8,277
매출원가	6,026	6,558	7,749	7,497	7,934
매출총이익	332	301	318	315	343
매출총이익률 (%)	5.2	4.4	3.9	4.0	4.1
판매비와관리비	235	198	237	230	243
영업이익	98	103	81	86	99
영업이익률 (%)	1.5	1.5	1.0	1.1	1.2
비영업손익	25	(79)	51	25	13
순금융비용	189	535	49	52	32
외환관련손익	78	(28)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	38	44	116	87	95
세전계속사업이익	122	24	132	111	113
세전계속사업이익률 (%)	1.9	0.3	1.6	1.4	1.4
계속사업법인세	41	40	30	25	25
계속사업이익	81	(16)	102	86	87
중단사업이익	68	72	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	150	55	102	86	87
순이익률 (%)	2.4	0.8	1.3	1.1	1.1
지배주주	102	60	104	87	89
지배주주귀속 순이익률(%)	1.6	0.9	1.3	1.1	1.1
비지배주주	48	(4)	(2)	(1)	(1)
총포괄이익	175	99	102	86	87
지배주주	130	103	104	87	89
비지배주주	45	(4)	(2)	(1)	(1)
EBITDA	146	161	140	145	158

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	20.6	7.9	17.6	(3.1)	5.9
영업이익	(50.5)	5.4	(21.5)	6.0	15.9
세전계속사업이익	(43.5)	(80.8)	461.9	(16.4)	1.9
EBITDA	(41.9)	9.9	(13.0)	3.5	9.4
EPS(계속사업)	(40.6)	(42.0)	74.3	(16.4)	1.9
수익성 (%)					
ROE	7.1	3.9	6.7	5.6	5.5
ROA	3.6	1.4	2.7	2.3	2.3
EBITDA마진	2.3	2.3	1.7	1.9	1.9
안정성 (%)					
유동비율	138.4	107.3	114.4	114.3	113.7
부채비율	144.0	128.6	131.8	127.9	125.5
순차입금/자기자본	80.7	58.9	50.7	50.5	53.0
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	0.0	(0.1)	0.0	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,384	6,600	11,504	9,623	9,804
BPS	146,836	160,011	155,502	162,060	168,798
CFPS	12,656	(1,589)	13,420	13,834	14,997
주당 현금배당금	2,650	3,000	3,000	3,000	3,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.2	10.7	7.9	9.5	9.3
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.4	0.6	0.6	0.5
PBR(최저)					
PCR	7.4	(44.5)	6.8	6.6	6.1
EV/EBITDA(최고)	15.7	10.1	5.9	5.7	5.2
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	2,190 십억원
주요주주	
(주)포스코(외4)	63.24%
국민연금공단	5.03%
외국인지분률	10.10%
배당수익률	3.40%

Stock Data

주가(19/03/29)	17,750 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	1.17
52주 최고가	25,650 원
52주 최저가	17,150 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.3%	-3.9%
6개월	-15.3%	-7.3%
12개월	-22.7%	-12.0%

포스코인터내셔널 (047050/KS | 매수(유지) | T.P 23,000 원(하향))

난감한 석유개발의 가치

1Q19 영업이익 1,357 억원(QoQ +15.8% / YoY -9.6%) 추정함. 시장 컨센서스와 거의 유사한 수치임. 지난 해 하반기 이후 지속된 유가 하락으로 인하여 미얀마 가스전이 평균단가가 하락할 우려가 있지만, 지난 분기 이후 물량 정상화 효과가 있기 때문에 전체적인 이익에는 큰 무리가 없을 것으로 판단함. 다만 여전히 장기 저유가 시대에서 E&P 프리미엄을 부여 받을 수 있을 지는 의문임. 목표주가 25,000 원으로 소폭 하향함

1Q19 영업이익 1,357 억원(QoQ +15.8% / YoY -9.6%) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 1,510 억원 대비 -10.1% 하향할 것으로 예상함. 실적이 기대에 못 미치는 이유는 일단 Dubai 평균 유가가 3Q \$73.8/bbl → 4Q \$67.0/bbl → 1Q \$63.5/bbl 로서 지속 하락하며 미얀마 가스전의 평균단가에 영향을 줬을 것으로 우려하기 때문임. 다만 지난 4분기부터 정상화된 물량 증대효과가 1 분기에는 온전히 반영될 것이기에 우려는 크게 하지 않아도 될 것으로 판단함.

묘연한 E&P 프리미엄

동사의 주가에서 가장 중요한 부분은 역시 미얀마 가스전, 그에 따른 E&P 의 가치임. 그렇지만 유가가 예상과 달리 4 년 이상 저유가 국면으로 이어지면서 기대했던 가치는 아직도 발현되지 못하고 있음. 2019 년 역시 미국을 중심으로 다수 국가들이 증산을 이어갈 것이기에 유가 상승을 기대하기는 쉽지 않음. 오히려 지속적인 1 회성 비용발생으로 영업이익과 순이익 간의 괴리가 몇 년간 유지되고 있다는 것이 우려 사항임.

목표주가 25,000 원 → 23,000 원 / 투자 의견 매수 유지

회계연도 변경과 미래 이익추정치 하향조정분을 반영하여 목표주가 역시 소폭 하향 조정함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	16,492.1	22,571.7	25,173.9	24,951.3	25,312.0	26,504.1
yoy	%	(5.9)	36.9	11.5	(0.9)	1.4	4.7
영업이익	십억원	318.1	401.3	472.6	511.5	435.7	450.6
yoy	%	(13.7)	26.1	17.8	8.2	(14.8)	3.4
EBITDA	십억원	484.5	616.5	698.6	756.6	680.8	695.7
세전이익	십억원	174.6	248.0	176.1	291.4	208.3	198.1
순이익(지배주주)	십억원	111.3	175.9	155.2	251.6	179.9	171.1
영업이익률%	%	1.9	1.8	1.9	2.0	1.7	1.7
EBITDA%	%	2.9	2.7	2.8	3.0	2.7	2.6
순이익률	%	1.1	1.1	0.7	1.2	0.8	0.7
EPS	원	977	1,426	1,258	2,210	1,580	1,502
PER	배	27.6	12.7	14.5	8.0	11.2	11.8
PBR	배	1.3	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	12.6	9.1	8.4	2.9	3.2	3.1
ROE	%	4.5	6.6	5.4	8.5	5.8	5.4
순차입금	십억원	3,031	3,387	3,639	3,216	3,129	3,130
부채비율	%	231.1	221.5	242.0	226.8	222.7	220.6

1Q19 preview

(단위: % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	6,171.0	6,175.9	6,531.8	6,295.3	6,279.1	1.8	(0.3)	6,628.8	(5.3)
영업이익	150.2	136.0	69.3	117.2	135.7	(9.6)	15.8	151.0	(10.1)
세전이익	126.8	53.6	21.8	(26.0)	76.8	(39.4)	(395.3)	126.6	(39.3)
지배순이익	90.9	46.6	18.9	(1.2)	66.3	(27.0)	(5,492.0)	91.5	(27.5)
영업이익률	2.4	2.2	1.1	1.9	2.2	(0.3)	0.3	2.3	(0.1)
세전이익률	2.1	0.9	0.3	(0.4)	1.2	(0.8)	1.6	1.9	(0.7)
지배주주순이익률	1.5	0.8	0.3	(0.0)	1.1	(0.4)	1.1	1.4	(0.3)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
ROE(지배주주지분)	7.0%	6.6%	8.2%	5.7%	5.3%	6.0%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE				
Risk Free Rate	2.0%	7.0%				
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.00					
1Q19E BPS(지배주주지분)	22,927					
Target Price	22,898					

자료: 포스코인터내셔널 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
EPS(지배주주지분)	1,132	2,040	1,458	1,387	1,630
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	1,752				
4Q19E EPS	2,040				
4Q20E EPS	1,458				

Multiple	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0
TP by weighted EPS	15,765	17,517	19,268	21,020	22,772	24,523	26,275	28,027	29,778	31,530
TP by 4Q19E EPS	18,356	20,396	22,436	24,475	26,515	28,554	30,594	32,634	34,673	36,713
TP by 4Q20E EPS	13,121	14,579	16,037	17,495	18,953	20,411	21,869	23,327	24,785	26,243

자료: 포스코인터내셔널 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	24,601.8	24,096.1	24,046.9	25,173.9	24,951.3	25,312.0	2.3%	3.5%	5.3%
YoY %	9.0%	-2.1%	-0.2%	11.5%	-0.9%	1.4%			
영업이익	429.1	512.7	428.5	472.6	511.5	435.7	10.1%	-0.2%	1.7%
YoY %	6.9%	19.5%	-16.4%	17.8%	8.2%	-14.8%			
EBITDA	678.7	755.0	670.8	698.6	756.6	680.8	2.9%	0.2%	1.5%
YoY %	10.1%	11.2%	-11.1%	13.3%	8.3%	-10.0%			
순이익	432.7	325.6	228.7	155.2	251.6	179.9	-64.1%	-22.7%	-21.4%
YoY %	146.0%	-24.8%	-29.8%	-11.8%	62.2%	-28.5%			

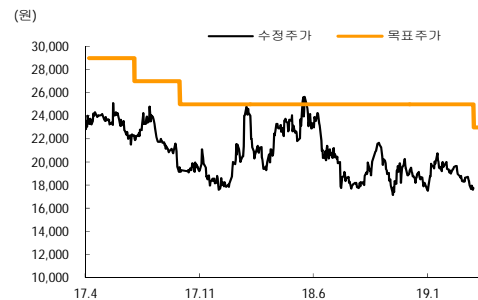
자료: 포스코인터내셔널 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	6,078.2	6,046.6	6,057.8	5,913.4	6,279.1	6,247.6	6,285.2	6,139.5	3.3%	3.3%	3.8%	3.8%
YoY %	-1.5%	-2.1%	-1.0%	-3.6%	1.8%	1.2%	-3.8%	-2.5%				
QoQ %	-0.9%	-0.5%	0.2%	-2.4%	-0.3%	-0.5%	0.6%	-2.3%				
영업이익	134.9	130.9	126.3	120.5	135.7	129.7	125.2	120.8	0.6%	-0.9%	-0.9%	0.3%
YoY %	-10.2%	-3.7%	106.1%	47.5%	-9.6%	-4.6%	80.7%	3.1%				
QoQ %	65.2%	-2.9%	-3.5%	-4.6%	15.8%	-4.4%	-3.5%	-3.5%				
EBITDA	195.5	191.5	186.9	181.1	197.0	191.0	186.5	182.1	0.8%	-0.3%	-0.2%	0.6%
YoY %	-10.3%	-2.6%	53.4%	27.3%	-9.6%	-2.8%	76.6%	2.0%				
QoQ %	37.4%	-2.0%	-2.4%	-3.1%	10.4%	-3.0%	-2.4%	-2.4%				
순이익	82.4	73.6	88.4	85.4	66.3	63.8	61.4	60.1	-19.5%	-13.3%	-30.5%	-29.7%
YoY %	-47.7%	6.7%	-54.7%	-72.2%	-27.0%	36.8%	224.8%	흑전				
QoQ %	-74.3%	4.7%	0.7%	2.4%	흑전	-3.9%	-3.7%	-2.2%				

자료: 포스코인터내셔널 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	23,000원	6개월		
2018.10.01	매수	25,000원	6개월	-19.66%	2.60%
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	-19.24%	-13.45%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 4 월 1 일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	5,048	5,980	6,270	6,564	6,885
현금및현금성자산	178	201	624	711	710
매출채권및기타채권	3,480	4,176	4,072	4,224	4,462
재고자산	1,109	1,331	1,305	1,353	1,429
비유동자산	4,122	3,901	3,731	3,600	3,475
장기금융자산	389	288	250	250	250
유형자산	1,325	1,294	1,162	1,031	906
무형자산	1,625	1,446	1,446	1,446	1,446
자산총계	9,170	9,881	10,002	10,164	10,360
유동부채	4,938	5,421	5,371	5,444	5,559
단기금융부채	2,841	3,010	3,010	3,010	3,010
매입채무 및 기타채무	1,822	2,021	1,971	2,044	2,159
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,380	1,570	1,570	1,570	1,570
장기금융부채	1,253	1,432	1,432	1,432	1,432
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	64	72	72	72	72
부채총계	6,318	6,991	6,941	7,015	7,129
지배주주지분	2,810	2,887	3,058	3,147	3,229
자본금	617	617	617	617	617
자본잉여금	553	554	554	554	554
기타자본구성요소	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
자기주식	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	1,644	1,732	1,887	1,977	2,058
비지배주주지분	43	2	2	2	2
자본총계	2,852	2,890	3,060	3,150	3,231
부채외자본총계	9,170	9,881	10,002	10,164	10,360

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	377	(124)	617	339	258
당기순이익(손실)	167	116	229	164	156
비현금성항목등	555	561	306	306	306
유형자산감가상각비	215	226	245	245	245
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(340)	(335)	(61)	(61)	(61)
운전자본감소(증가)	(243)	(649)	82	(130)	(203)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(30)	(623)	102	(149)	(233)
재고자산감소(증가)	(342)	(222)	26	(49)	(76)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(28)	268	(46)	67	105
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	81	60	(15)	(15)	(15)
투자활동현금흐름	(226)	(118)	(113)	(114)	(120)
금융자산감소(증가)	63	8	0	0	0
유형자산감소(증가)	(71)	(93)	(113)	(114)	(120)
무형자산감소(증가)	(103)	(28)	0	0	0
기타	(115)	(5)	0	0	0
재무활동현금흐름	(146)	267	(74)	(74)	(74)
단기금융부채증가(감소)	(273)	455	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	180	(126)	0	0	0
자본의증가(감소)	2	6	0	0	0
배당금의 지급	57	63	74	74	74
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	5	23	423	87	(1)
기초현금	174	178	201	624	711
기말현금	178	201	624	711	710
FCF	217	(74)	616	339	271

자료 : 포스코인터내셔널 SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	22,572	25,174	24,951	25,312	26,504
매출원가	21,263	24,200	25,014	25,458	26,663
매출총이익	1,309	974	(62)	(146)	(159)
매출총이익률 (%)	5.8	3.9	(0.2)	(0.6)	(0.6)
판매비와관리비	907	501	(574)	(582)	(609)
영업이익	401	473	511	436	451
영업이익률 (%)	1.8	1.9	2.0	1.7	1.7
비영업손익	(153)	(297)	(220)	(227)	(252)
순금융비용	312	350	59	54	29
외환관련손익	(1)	(30)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	31	(28)	30	27	27
세전계속사업이익	248	176	291	208	198
세전계속사업이익률 (%)	1.1	0.7	1.2	0.8	0.7
계속사업법인세	81	60	63	45	43
계속사업이익	167	116	229	164	156
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	167	116	229	164	156
순이익률 (%)	0.7	0.5	0.9	0.6	0.6
지배주주	176	155	252	180	171
지배주주귀속 순이익률(%)	0.8	0.6	1.0	0.7	0.6
비지배주주	(9)	(39)	(23)	(16)	(16)
총포괄이익	74	110	229	164	156
지배주주	83	147	252	180	171
비지배주주	(10)	(37)	(23)	(16)	(16)
EBITDA	616	699	757	681	696

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	36.9	11.5	(0.9)	1.4	4.7
영업이익	26.1	17.8	8.2	(14.8)	3.4
세전계속사업이익	42.0	(29.0)	65.5	(28.5)	(4.9)
EBITDA	27.2	13.3	8.3	(10.0)	2.2
EPS(계속사업)	45.9	(11.8)	75.7	(28.5)	(4.9)
수익성 (%)					
ROE	6.6	5.4	8.5	5.8	5.4
ROA	1.9	1.2	2.3	1.6	1.5
EBITDA마진	2.7	2.8	3.0	2.7	2.6
안정성 (%)					
유동비율	102.2	110.3	116.7	120.6	123.9
부채비율	221.5	242.0	226.8	222.7	220.6
순차입금/자기자본	118.7	125.9	105.1	99.4	96.9
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.0	0.0	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,426	1,258	2,210	1,580	1,502
BPS	21,406	21,545	24,840	25,626	26,341
CFPS	3,933	4,350	5,678	5,156	5,259
주당 현금배당금	500	600	600	600	600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.7	14.5	8.0	11.2	11.8
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
PBR(최저)					
PCR	4.6	4.2	3.1	3.4	3.4
EV/EBITDA(최고)	9.1	8.4	2.9	3.2	3.1
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	194 십억원
발행주식수	3,876 만주
자사주	10 만주
액면가	5,000 원
시가총액	622 십억원
주요주주	
(주)엘지(외4)	26.29%
국민연금공단	12.99%
외국인지분률	12.60%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(19/03/29)	16,050 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	1.23
52주 최고가	30,400 원
52주 최저가	14,700 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.0%	-2.6%
6개월	-27.5%	-20.7%
12개월	-40.6%	-32.3%

LG 상사 (001120/KS | 매수(유지) | T.P 23,000 원(하향))

PBR 0.5x 라면 물류에 기대해 볼 만하다

1Q19 영업이익 469 억원(QoQ +1,218.8% / YoY -22.8%) 추정함. 시장 컨센서스와 거의 유사한 수치임. 전년동기대비 약세가 나타나는 이유는 지난 해 하반기 이후 지속된 석탄 가격 하락 때문인데, 그나마 물류의 성장세가 나타나면서 이를 상쇄해 줄 것으로 기대됨. 물류는 지난 연말 이후 성장세가 지속되고 있어서 올 해 모멘텀을 기대해 볼 만 함. 마침 PBR valuation 도 0.5x 에 불과함. 매수매력 있음

1Q19 영업이익 469 억원(QoQ +1,218.8% / YoY -22.8%) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 483 억원 대비 -3.0% 차이나는 사실상 기대에 부합하는 실적으로 파악함. 전년동기대비 약세가 나타나는 것은 일단 지난 하반기 이후 지속된 석탄 가격의 하락(3Q \$116.5/t → 4Q \$103.0/t → 1Q \$97.5/t)이 약재였고, 동반하여 자원개발 전반의 이익에 부담으로 작용했음. 그나마 물류의 성장세가 이익하락을 상쇄해 준 것으로 추정함.

2019 년이 기대되는 물류

범한판토스와 하이로지스틱스의 인수 당시만 하더라도 물류사업의 성장이 기대되었지만, 지금까지는 별다른 모멘텀이 되어주지 못했던 것이 사실임. 다만 지난 4분기 이후 꾸준히 물량확대가 발생하는 것은 2019 년을 바라볼 때 긍정적인 요인으로 해석할 수 있음. 마침 PBR 도 역사상 최저인 0.5x 부근인 만큼 저가매수 매력 타진해볼 만 함

목표주가 30,000 원 → 23,000 원 / 투자의견 매수 유지

회계연도 변경과 미래 이익추정치 하향조정분을 반영하여 목표주가 역시 하향 조정함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	11,966.7	12,827.2	9,988.2	11,082.6	11,694.6	12,209.8
yoy	%	(9.5)	7.2	(22.1)	11.0	5.5	4.4
영업이익	십억원	174.1	212.3	165.7	197.0	214.4	223.1
yoy	%	113.1	21.9	(22.0)	18.9	8.9	4.1
EBITDA	십억원	228.1	291.8	237.7	302.2	319.7	328.4
세전이익	십억원	133.2	177.9	156.6	146.6	162.7	170.5
순이익(지배주주)	십억원	58.1	60.2	(70.4)	73.8	82.0	85.9
영업이익률%	%	1.5	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
EBITDA%	%	1.9	2.3	2.4	2.7	2.7	2.7
순이익률	%	1.1	1.4	1.6	1.3	1.4	1.4
EPS	원	1,500	1,553	(1,815)	1,905	2,115	2,215
PER	배	19.5	17.5	(8.5)	8.4	7.6	7.2
PBR	배	1.0	1.0	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	9.9	6.7	6.6	2.1	1.9	1.9
ROE	%	4.8	4.9	(6.1)	6.1	6.1	5.9
순차입금	십억원	1,123	891	985	955	904	842
부채비율	%	214.7	213.3	225.1	208.9	200.6	191.7

1Q19 preview

(단위: % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,387.4	2,349.8	2,572.0	2,679.0	2,771.2	16.1	3.4	2,399.1	15.5
영업이익	60.7	54.4	47.0	3.6	46.9	(22.8)	1,218.8	48.3	(3.0)
세전이익	69.6	49.2	44.0	(6.2)	34.5	(50.4)	(655.2)	45.7	(24.4)
지배순이익	(87.5)	18.4	23.2	(24.4)	17.4	(119.9)	(171.3)	19.7	(11.5)
영업이익률	2.5	2.3	1.8	0.1	1.7	(0.9)	1.6	2.0	(0.3)
세전이익률	2.9	2.1	1.7	(0.2)	1.2	(1.7)	1.5	1.9	(0.7)
지배주주순이익률	(3.7)	0.8	0.9	(0.9)	0.6	4.3	1.5	0.8	(0.2)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
ROE(지배주주지분)	5.7%	ROE(지배주주지분)	-6.1%	5.8%	5.9%	5.7%	5.5%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	5.7%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.74						
1Q19E BPS(지배주주지분)	31,935						
Target Price	23,617						

자료: LG 상사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
EPS(지배주주지분)	(6,074)	1,905	2,115	2,215	2,329
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,051				
4Q19E EPS	1,905				
4Q20E EPS	2,115				

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	22,566	23,592	24,618	25,643	26,669	27,695	28,720	29,746	30,772	31,798
TP by 4Q19E EPS	20,957	21,910	22,862	23,815	24,767	25,720	26,673	27,625	28,578	29,530
TP by 4Q20E EPS	23,261	24,318	25,375	26,433	27,490	28,547	29,605	30,662	31,719	32,776

자료: LG 상사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	8,708.0	8,479.7	9,053.8	9,988.2	11,082.6	11,694.6	14.7%	30.7%	29.2%
YoY %	-32.1%	-2.6%	6.8%	-22.1%	11.0%	5.5%			
영업이익	217.0	225.5	238.6	165.7	197.0	214.4	-23.6%	-12.7%	-10.1%
YoY %	2.2%	3.9%	5.8%	-22.0%	18.9%	8.9%			
EBITDA	271.4	278.6	291.8	237.7	302.2	319.7	-12.4%	8.5%	9.6%
YoY %	-7.0%	2.7%	4.7%	-18.6%	27.2%	5.8%			
순이익	(4.7)	88.0	93.0	(70.4)	73.8	82.0	1392.9%	-16.1%	-11.9%
YoY %	적전	흑전	5.7%	적전	흑전	11.0%			

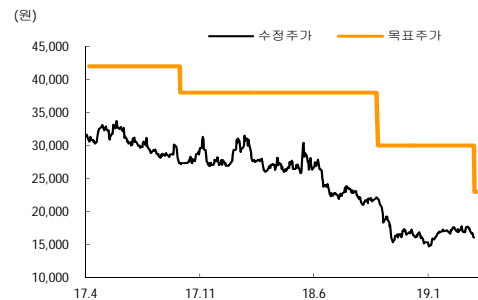
자료: LG 상사, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	2,108.7	2,127.1	2,114.8	2,129.0	2,771.2	2,769.3	2,761.6	2,780.5	31.4%	30.2%	30.6%	30.6%
YoY %	-11.7%	-9.5%	7.1%	6.6%	16.1%	17.9%	7.4%	3.8%				
QoQ %	5.6%	0.9%	-0.6%	0.7%	3.4%	-0.1%	-0.3%	0.7%				
영업이익	60.2	55.3	55.8	54.2	46.9	50.1	50.8	49.2	-22.1%	-9.4%	-9.0%	-9.2%
YoY %	-0.8%	1.6%	0.4%	17.1%	-22.8%	-8.0%	8.2%	1284.1%				
QoQ %	30.2%	-8.1%	1.0%	-3.0%	1218.8%	6.9%	1.5%	-3.2%				
EBITDA	73.5	68.6	69.1	67.4	73.2	76.4	77.1	75.5	-0.4%	11.4%	11.6%	11.9%
YoY %	-2.4%	1.3%	0.3%	13.3%	-2.8%	12.8%	19.1%	152.8%				
QoQ %	23.4%	-6.7%	0.8%	-2.4%	145.0%	4.4%	1.0%	-2.1%				
순이익	23.6	21.5	21.7	21.1	17.4	18.9	19.2	18.4	-26.3%	-12.5%	-11.8%	-12.8%
YoY %	흑전	17.1%	-36.1%	-30.6%	흑전	2.5%	-17.3%	흑전				
QoQ %	-22.4%	-8.7%	1.0%	-3.0%	흑전	8.4%	1.8%	-4.1%				

자료: LG 상사, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	23,000원	6개월		
2018.10.01	매수	30,000원	6개월	-43.45%	-27.00%
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	-27.61%	-19.76%
2017.04.10	매수	42,000원	6개월	-24.63%	-19.76%



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 (2019년 4월 1일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,554	2,558	2,923	3,120	3,300
현금및현금성자산	395	342	372	422	485
매출채권및기타채권	1,330	1,452	1,745	1,847	1,929
재고자산	598	514	537	567	591
비유동자산	2,413	2,480	2,324	2,335	2,352
장기금융자산	225	224	62	62	62
유형자산	553	669	675	686	703
무형자산	882	876	876	876	876
자산총계	4,968	5,038	5,247	5,455	5,652
유동부채	2,130	2,167	2,227	2,319	2,394
단기금융부채	295	307	307	307	307
매입채무 및 기타채무	1,577	1,573	1,633	1,725	1,799
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,252	1,321	1,321	1,321	1,321
장기금융부채	1,111	1,124	1,124	1,124	1,124
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	21	65	65	65	65
부채총계	3,382	3,489	3,548	3,640	3,715
지배주주지분	1,194	1,128	1,277	1,394	1,516
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	961	880	984	1,101	1,223
비지배주주지분	391	421	421	421	421
자본총계	1,585	1,550	1,699	1,815	1,937
부채외자본총계	4,968	5,038	5,247	5,455	5,652

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	181	31	(21)	207	221
당기순이익(손실)	88	(36)	114	126	132
비현금성항목등	197	318	120	120	120
유형자산감가상각비	80	72	105	105	105
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(117)	(246)	(15)	(15)	(15)
운전자본감소(증가)	(5)	(117)	(255)	(39)	(32)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	120	213	(277)	(79)	(63)
재고자산감소(증가)	(81)	84	(22)	(30)	(24)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	33	(232)	45	69	56
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(10)	(69)	(111)	(117)	(122)
금융자산감소(증가)	70	3	0	0	0
유형자산감소(증가)	(70)	(101)	(111)	(117)	(122)
무형자산감소(증가)	(29)	(23)	0	0	0
기타	19	52	0	0	0
재무활동현금흐름	(67)	(7)	(10)	(10)	(10)
단기금융부채증가(감소)	(48)	11	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	4	2	0	0	0
배당금의 지급	19	20	10	10	10
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	84	(53)	30	51	62
기초현금	311	395	342	372	422
기말현금	395	342	372	422	485
FCF	313	(116)	(128)	101	113

자료 : LG상사, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	12,827	9,988	11,083	11,695	12,210
매출원가	12,077	9,277	10,289	10,851	11,329
매출총이익	751	711	793	844	880
매출총이익률 (%)	5.9	7.1	7.2	7.2	7.2
판매비와관리비	538	545	597	629	657
영업이익	212	166	197	214	223
영업이익률 (%)	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
비영업손익	(34)	(9)	(50)	(52)	(53)
순금융비용	34	44	3	3	4
외환관련손익	31	(13)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	15	109	46	44	43
세전계속사업이익	178	157	147	163	170
세전계속사업이익률 (%)	1.4	1.6	1.3	1.4	1.4
계속사업법인세	90	193	33	37	38
계속사업이익	88	(36)	114	126	132
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	88	(36)	114	126	132
순이익률 (%)	0.7	(0.4)	1.0	1.1	1.1
지배주주	60	(70)	74	82	86
지배주주귀속 순이익률(%)	0.5	(0.7)	0.7	0.7	0.7
비지배주주	28	34	40	44	46
총포괄이익	(43)	(26)	114	126	132
지배주주	(45)	(61)	74	82	86
비지배주주	2	35	40	44	46
EBITDA	292	238	302	320	328

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	7.2	(22.1)	11.0	5.5	4.4
영업이익	21.9	(22.0)	18.9	8.9	4.1
세전계속사업이익	33.6	(12.0)	(6.4)	11.0	4.8
EBITDA	27.9	(18.6)	27.2	5.8	2.7
EPS(계속사업)	3.5	적전	흑전	11.0	4.8
수익성 (%)					
ROE	4.9	(6.1)	6.1	6.1	5.9
ROA	1.7	(0.7)	2.2	2.4	2.4
EBITDA마진	2.3	2.4	2.7	2.7	2.7
안정성 (%)					
유동비율	119.9	118.0	131.3	134.5	137.9
부채비율	213.3	225.1	208.9	200.6	191.7
순차입금/자기자본	56.2	63.5	56.2	49.8	43.5
EBITDA/이자비용(배)	0.3	(0.2)	0.3	0.1	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,553	(1,815)	1,905	2,115	2,215
BPS	27,726	28,092	31,935	34,939	38,098
CFPS	4,767	875	6,654	7,003	7,177
주당 현금배당금	250	250	250	250	250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.5	(8.5)	8.4	7.6	7.2
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.5	0.5	0.5	0.4
PBR(최저)					
PCR	5.7	17.5	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA(최고)	6.7	6.6	2.1	1.9	1.9
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

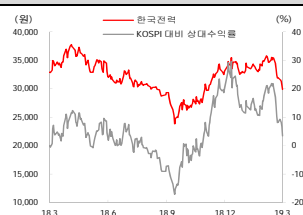
Company Data

자본금	3,210 십억원
발행주식수	64,196 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	19,195 십억원
주요주주	
한국산업은행(외1)	32.93%
정부	18.20%
외국인지분률	28.60%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/03/29)	29,900 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	0.36
52주 최고가	37,750 원
52주 최저가	23,850 원
60일 평균 거래대금	46 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-14.2%	-12.0%
6개월	1.9%	11.5%
12개월	-9.1%	3.4%

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

전기요금 인상이 없다면 주가 모멘텀도 상실

1Q19 영업이익 -3,556 억원(QoQ 적지 / YoY 적지) 추정함. 시장 컨센서스를 하회하는 수치임. 전력구입단가의 압박과 낮은 원전가동률이 원인일 것으로 추정됨. 최근의 석탄 가격 하락은 2 분기 이후 반영 기대됨. 현재 0.3x 에 머물고 있는 PBR valuation 은 매력 요인임. 하지만 상승을 위해서는 전기요금 인상이 필요한데, 이낙연 총리의 3 월 21 일 인상불가 발언 감안할 때 당분간 바닥 다지기 국면 만이 이어질 것으로 예상함

1Q19 영업이익 -3,556 억원(QoQ 적지 / YoY 적지) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 1,542 억원 대비 큰 폭의 적자일 것으로 판단함. 전체적으로는 적자가 이어지는 안 좋은 국면이 이어지고 있음. 지난 해 하반기 유가하락으로 인하여 실적개선에 기대감을 가질 수 있었지만, 1 분기에서 재차 상승세로 돌아서면서 SMP 의 상승요인으로도 작용했음. 전력구입단가는 여전히 압박요인일 것임. 낮은 원전가동률도 크게 변화되는 부분은 없는 것으로 판단됨. 최근의 석탄가격하락은 2 분기 이후 본격 반영될 것임

낮은 valuation, 그러나 가장 필요한 것은 전기요금 인상

한국전력의 PBR valuation 은 지난 해 이후 0.3x 전후한 수준에서 오가고 있음. 역사적 저점으로서 매수매력을 자극할 만하지만, 결정적인 상승세를 위해서는 전기요금 인상이 결국 필요함. 다만 현재 정권의 기조에서는 그를 기대하지 쉽지 않은 것도 사실임. 차후 이의 현실화 여부가 주가에는 결정적일 텐데, 지난 21 일 이낙연 국무총리의 “2022 년까지 전기요금이 인상되는 일은 없을 것.”이라는 발언이 나온 탓에 당분간 기대감은 낮게 유지될 것으로 판단함. 주가 역시 지지부진한 바닥 다지기 국면 불가피함

목표주가 40,000 원 / 투자의견 매수 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	60,190.4	59,814.9	60,627.6	55,090.5	56,410.6	57,760.2
yoy	%	2.1	(0.6)	1.4	(9.1)	2.4	2.4
영업이익	십억원	12,001.6	4,953.2	(208.0)	3,974.1	4,956.3	6,107.5
yoy	%	5.8	(58.7)	적전	흑전	24.7	23.2
EBITDA	십억원	20,962.6	14,726.9	9,816.8	13,874.6	14,856.8	16,008.0
세전이익	십억원	10,513.5	3,614.2	(2,000.8)	3,086.1	3,982.0	5,239.8
순이익(지배주주)	십억원	7,048.6	1,298.7	(1,314.6)	2,391.8	3,086.0	4,060.8
영업이익률%	%	19.9	8.3	(0.3)	7.2	8.8	10.6
EBITDA%	%	34.8	24.6	16.2	25.2	26.3	27.7
순이익률	%	17.5	6.0	(3.3)	5.6	7.1	9.1
EPS	원	10,980	2,023	(2,048)	3,726	4,807	6,326
PER	배	4.0	18.9	(16.2)	8.0	6.2	4.7
PBR	배	0.36	0.31	0.28	0.24	0.23	0.22
EV/EBITDA	배	3.3	4.6	7.4	4.8	4.4	3.9
ROE	%	10.2	1.8	(1.9)	3.4	4.2	5.3
순차입금	십억원	41,016	43,108	51,358	46,857	45,632	43,713
부채비율	%	143.4	149.1	160.6	154.4	148.3	141.0

1Q19 preview

(단위: % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	15,706.0	13,337.2	16,409.8	15,174.6	14,538.1	(7.4)	(4.2)	16,014.8	(9.2)
영업이익	(127.6)	(687.1)	1,395.2	(788.5)	(355.6)	178.6	(54.9)	154.2	(330.5)
세전이익	(262.4)	(1,700.0)	1,108.7	(1,147.1)	(645.1)	145.8	(43.8)	(242.3)	166.2
지배순이익	(277.3)	(949.2)	708.6	(796.7)	(499.9)	80.3	(37.2)	(124.6)	301.3
영업이익률	(0.8)	(5.2)	8.5	(5.2)	(2.4)	(1.6)	2.8	1.0	(3.4)
세전이익률	(1.7)	(12.7)	6.8	(7.6)	(4.4)	(2.8)	3.1	(1.5)	(2.9)
지배주주순이익률	(1.8)	(7.1)	4.3	(5.2)	(3.4)	(1.7)	1.8	(0.8)	(2.7)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
ROE(지배주주지분)	3.8%	ROE(지배주주지분)	-1.9%	3.3%	4.1%	5.2%	3.5%
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	0.33						
1Q19E BPS(지배주주지분)	123,513						
Target Price	40,761						

자료: 한국전력 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
EPS(지배주주지분)	10,980	3,726	4,807	6,326	4,453
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	4,535				
4Q19E EPS	3,726				
4Q20E EPS	4,807				

Multiple	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0
TP by weighted EPS	27,208	31,743	36,277	40,812	45,347	49,882	54,416	58,951	63,486	68,020
TP by 4Q19E EPS	22,354	26,080	29,806	33,531	37,257	40,983	44,708	48,434	52,160	55,885
TP by 4Q20E EPS	28,843	33,650	38,457	43,264	48,072	52,879	57,686	62,493	67,300	72,107

자료: 한국전력 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	59,931.1	61,857.7	63,642.7	60,627.6	55,090.5	56,410.6	1.2%	-10.9%	-11.4%
YoY %	0.2%	3.2%	2.9%	1.4%	-9.1%	2.4%			
영업이익	(166.8)	3,668.4	4,360.6	(208.0)	3,974.1	4,956.3	24.7%	8.3%	13.7%
YoY %	적전	흑전	18.9%	적전	흑전	24.7%			
EBITDA	10,006.4	13,917.8	14,610.0	9,816.8	13,874.6	14,856.8	-1.9%	-0.3%	1.7%
YoY %	-32.1%	39.1%	5.0%	-33.3%	41.3%	7.1%			
순이익	(460.7)	2,460.3	2,726.8	(1,314.6)	2,391.8	3,086.0	185.3%	-2.8%	13.2%
YoY %	적전	흑전	10.8%	적전	흑전	29.0%			

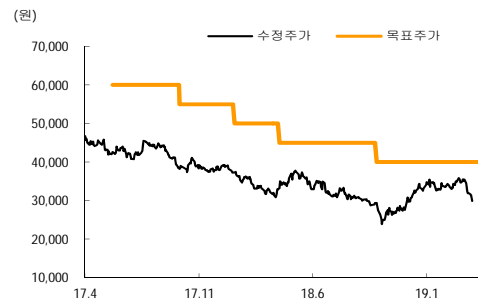
자료: 한국전력 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	16,416.0	13,515.9	16,898.2	15,027.6	14,538.1	11,950.7	15,074.9	13,526.8	-11.4%	-11.6%	-10.8%	-10.0%
YoY %	4.5%	1.3%	3.3%	3.4%	-7.4%	-10.4%	-8.1%	-10.9%				
QoQ %	12.9%	-17.7%	25.0%	-11.1%	-4.2%	-17.8%	26.1%	-10.3%				
영업이익	1,159.2	(202.2)	1,882.5	828.9	(355.6)	342.9	2,147.3	1,839.5	-130.7%	-269.6%	14.1%	121.9%
YoY %	흑전	적지	65.7%	흑전	적지	흑전	53.9%	흑전				
QoQ %	흑전	적전	흑전	-56.0%	적지	흑전	526.2%	-14.3%				
EBITDA	3,721.6	2,360.1	4,444.8	3,391.3	2,119.5	2,818.0	4,622.4	4,314.6	-43.0%	19.4%	4.0%	27.2%
YoY %	57.8%	25.9%	20.2%	63.5%	-10.1%	50.3%	18.6%	155.8%				
QoQ %	79.4%	-36.6%	88.3%	-23.7%	25.7%	33.0%	64.0%	-6.7%				
순이익	795.9	(280.0)	1,390.5	553.9	(499.9)	88.7	1,507.9	1,295.1	-162.8%	-131.7%	8.4%	133.8%
YoY %	흑전	적지	38.7%	흑전	적지	흑전	112.8%	흑전				
QoQ %	흑전	적전	흑전	-60.2%	적지	흑전	1600.2%	-14.1%				

자료: 한국전력 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	40,000원	6개월		
2018.10.01	매수	40,000원	6개월	-21.81%	-10.50%
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 (2019년 4월 1일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	19,142	19,745	22,004	23,573	25,843
현금및현금성자산	2,370	1,358	5,859	7,084	9,003
매출채권및기타채권	7,725	7,463	6,627	6,792	6,960
재고자산	6,002	7,188	6,414	6,568	6,726
비유동자산	162,647	165,504	164,953	166,578	168,479
장기금융자산	2,888	3,011	1,105	1,105	1,105
유형자산	150,882	152,743	154,099	155,724	157,625
무형자산	1,190	1,229	1,229	1,229	1,229
자산총계	181,789	185,249	186,957	190,151	194,322
유동부채	23,424	21,842	21,158	21,266	21,376
단기금융부채	9,326	8,039	8,039	8,039	8,039
매입채무 및 기타채무	4,587	5,043	4,495	4,603	4,713
단기충당부채	1,723	1,459	1,459	1,459	1,459
비유동부채	85,400	92,315	92,315	92,315	92,315
장기금융부채	46,267	53,592	53,592	53,592	53,592
장기매입채무 및 기타채무	2,831	2,640	2,640	2,640	2,640
장기충당부채	16,232	16,592	16,592	16,592	16,592
부채총계	108,824	114,156	113,473	113,580	113,691
지배주주지분	71,681	69,744	72,136	75,222	79,283
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,078	2,079	2,079	2,079	2,079
기타자본구성요소	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	53,371	51,519	53,911	56,997	61,058
비지배주주지분	1,283	1,349	1,349	1,349	1,349
자본총계	72,965	71,093	73,485	76,571	80,631
부채외자본총계	181,789	185,249	186,957	190,151	194,322

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	11,143	6,505	15,443	14,702	15,671
당기순이익(손실)	1,441	(1,174)	2,392	3,086	4,061
비현금성항목등	16,493	13,130	11,853	11,853	11,853
유형자산감가상각비	9,774	10,025	9,900	9,900	9,900
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(6,719)	(3,105)	(1,953)	(1,953)	(1,953)
운전자본감소(증가)	(2,791)	(3,310)	1,198	(237)	(243)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(219)	186	795	(157)	(160)
재고자산감소(증가)	(523)	(1,186)	774	(154)	(157)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	327	475	(370)	73	75
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	2,173	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(12,500)	(12,839)	(11,256)	(11,526)	(11,801)
금융자산감소(증가)	519	(336)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(12,450)	(12,033)	(11,256)	(11,526)	(11,801)
무형자산감소(증가)	(143)	(111)	0	0	0
기타	(426)	(360)	0	0	0
재무활동현금흐름	746	5,302	0	0	0
단기금융부채증가(감소)	370	(184)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,776	6,022	0	0	0
자본의증가(감소)	86	234	0	0	0
배당금의 지급	1,356	617	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(682)	(1,011)	4,500	1,225	1,919
기초현금	3,051	2,370	1,358	5,859	7,084
기말현금	2,370	1,358	5,859	7,084	9,003
FCF	(2,980)	(5,096)	2,872	1,980	2,591

자료 : 한국전력 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	59,815	60,628	55,090	56,411	57,760
매출원가	52,099	58,208	48,352	48,624	48,755
매출총이익	7,716	2,420	6,738	7,787	9,006
매출총이익률 (%)	12.9	4.0	12.2	13.8	15.6
판매비와관리비	2,763	2,628	2,764	2,830	2,898
영업이익	4,953	(208)	3,974	4,956	6,108
영업이익률 (%)	8.3	(0.3)	7.2	8.8	10.6
비영업손익	(1,339)	(1,793)	(888)	(974)	(868)
순금융비용	266	627	355	240	312
외환관련손익	1,075	(356)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(108)	358	416	446	480
세전계속사업이익	3,614	(2,001)	3,086	3,982	5,240
세전계속사업이익률 (%)	6.0	(3.3)	5.6	7.1	9.1
계속사업법인세	2,173	(826)	694	896	1,179
계속사업이익	1,441	(1,174)	2,392	3,086	4,061
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,441	(1,174)	2,392	3,086	4,061
순이익률 (%)	2.4	(1.9)	4.3	5.5	7.0
지배주주	1,299	(1,315)	2,392	3,086	4,061
지배주주귀속 순이익률(%)	2.2	(2.2)	4.3	5.5	7.0
비지배주주	143	140	0	0	0
총포괄이익	1,347	(1,281)	2,392	3,086	4,061
지배주주	1,230	(1,426)	2,392	3,086	4,061
비지배주주	116	145	0	0	0
EBITDA	14,727	9,817	13,875	14,857	16,008

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	(0.6)	1.4	(9.1)	2.4	2.4
영업이익	(58.7)	적전	흑전	24.7	23.2
세전계속사업이익	(65.6)	적전	흑전	29.0	31.6
EBITDA	(29.7)	(33.3)	41.3	7.1	7.7
EPS(계속사업)	(81.6)	적전	흑전	29.0	31.6
수익성 (%)					
ROE	1.8	(1.9)	3.4	4.2	5.3
ROA	0.8	(0.6)	1.3	1.6	2.1
EBITDA마진	24.6	16.2	25.2	26.3	27.7
안정성 (%)					
유동비율	81.7	90.4	104.0	110.8	120.9
부채비율	149.1	160.6	154.4	148.3	141.0
순차입금/자기자본	59.1	72.2	63.8	59.6	54.2
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,023	(2,048)	3,726	4,807	6,326
BPS	124,599	119,787	123,513	128,320	134,645
CFPS	18,302	15,426	20,220	21,406	22,795
주당 현금배당금	790	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	18.9	(16.2)	8.0	6.2	4.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR(최저)					
PCR	2.1	2.1	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(최고)	4.6	7.4	4.8	4.4	3.9
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	4,163 십억원
주요주주	
기획재정부(외1)	46.62%
국민연금공단	8.17%
외국인지분률	15.20%
배당수익률	3.00%

Stock Data

주가(19/03/29)	45,100 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	0.88
52주 최고가	64,500 원
52주 최저가	44,950 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.0%	-7.7%
6개월	-25.7%	-18.7%
12개월	-7.1%	5.7%

한국가스공사 (036460/KS | 매수(유지) | T.P 65,000 원(하향))

양호한 실적과 배당재개의 매력

1Q19 영업이익 9,861 억원(QoQ +109.7% / YoY +2.4%) 추정함. 시장 컨센서스와 거의 유사함. 적정투자보수 상승과 유가반등으로 인한 E&P 수익 회복이 양호한 실적의 원인임. 동사로서는 2018 년을 기점으로 3 년 만에 배당을 재개한 것이 관심요인임. 배당성향도 39.0%로 높은 편이었는데, 앞으로 가스 수요 및 투자 증대와 유가 안정화 감안 시 배당은 유지될 가능성이 높음. 낮은 PBR(0.5x)와 함께 매력요인임

1Q19 영업이익 9,861 억원(QoQ +109.7% / YoY +2.4%) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 9,990 억원과 거의 유사할 것으로 판단함. 지속된 투자와 투자보수를 상승 가능성으로 인하여 적정투자보수가 상승할 것이고, 또한 최근 유가 반등 기조로 인하여 E&P 역시 호주 GLNG 를 중심으로 수익상승이 기대되어 실적은 1 분기 역시 양호할 것임. 다만 1 분기 판매량은 1 월과 2 월 모두 전년동월대비 하락(-7.7%, -10.9%)하였음.

의미있었던 배당재개

지난 2016, 17 년에 무배당 정책을 보였던 동사는, 지난 해 이익의 회복과 함께 3 년 만에 배당을 결정했음. 배당성향(payout ratio)으로 보자면 39.0%로서 높은 편이었음. 전 세계적인 가스 시대 도래에 따른 국내 가스 사용량 및 관련 인프라 투자 증대, 유가의 안정세에 따른 E&P 수익 안정화 등을 감안할 때 배당은 차후에도 유지될 가능성이 높고, 이는 0.6x 에 불과한 PBR valuation 에서 투자매력을 높이는 또 다른 요인이 될 것임

목표주가 70,000 원 → 65,000 원 / 투자의견 매수 유지

회계연도 변경과 미래 이익추정치 하향조정분을 반영하여 목표주가 역시 소폭 하향 조정함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	21,108.1	22,172.2	26,185.0	35,435.5	32,737.5	34,174.3
yoy	%	(19.0)	5.0	18.1	35.3	(7.6)	4.4
영업이익	십억원	998.2	1,035.2	1,276.9	1,255.8	1,269.8	1,339.7
yoy	%	(1.0)	3.7	23.3	(1.6)	1.1	5.5
EBITDA	십억원	2,615.4	2,750.7	3,079.6	3,109.8	3,123.7	3,193.7
세전이익	십억원	(769.0)	(1,249.0)	649.0	528.1	723.5	912.5
순이익(지배주주)	십억원	(613.0)	(1,205.1)	509.4	403.2	552.4	696.7
영업이익률%	%	4.7	4.7	4.9	3.5	3.9	3.9
EBITDA%	%	12.4	12.4	11.8	8.8	9.5	9.3
순이익률	%	(3.6)	(5.6)	2.5	1.5	2.2	2.7
EPS	원	(6,641)	(13,055)	5,518	4,368	5,984	7,547
PER	배	(7.3)	(3.3)	8.7	10.3	7.5	6.0
PBR	배	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	10.3	8.9	8.9	8.7	8.2	7.8
ROE	%	(6.3)	(14.0)	6.4	4.9	6.6	7.8
순차입금	십억원	22,427	20,631	22,853	22,777	21,433	20,780
부채비율	%	322.7	356.2	367.0	372.6	353.8	333.8

1Q19 preview

(단위: % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	8,771.5	5,056.6	4,727.7	7,629.3	12,799.0	45.9	67.8	8,995.1	42.3
영업이익	963.5	15.3	(172.2)	470.3	986.1	2.4	109.7	990.0	(0.4)
세전이익	887.1	(123.9)	(315.1)	200.8	688.1	(22.4)	242.7	843.5	(18.4)
지배순이익	774.2	(133.7)	(285.1)	153.9	525.4	(32.1)	241.4	663.8	(20.9)
영업이익률	11.0	0.3	(3.6)	6.2	7.7	(3.3)	1.5	11.0	(3.3)
세전이익률	10.1	(2.5)	(6.7)	2.6	5.4	(4.7)	2.7	9.4	(4.0)
지배주주순이익률	8.8	(2.6)	(6.0)	2.0	4.1	(4.7)	2.1	7.4	(3.3)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
ROE(지배주주지분)	6.1%	ROE(지배주주지분)	6.4%	5.0%	6.5%	7.7%	7.0%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.1%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.83						
1Q19E BPS(지배주주지분)	78,132						
Target Price	64,717						

자료: 한국가스공사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
EPS(지배주주지분)	(6,641)	4,368	5,984	7,547	7,249
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	5,615				
4Q19E EPS	4,368				
4Q20E EPS	5,984				

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	33,691	39,306	44,921	50,536	56,152	61,767	67,382	72,997	78,612	84,227
TP by 4Q19E EPS	26,208	30,576	34,945	39,313	43,681	48,049	52,417	56,785	61,153	65,521
TP by 4Q20E EPS	35,904	41,888	47,872	53,856	59,840	65,824	71,808	77,792	83,776	89,760

자료: 한국가스공사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	23,254.0	18,793.8	17,470.8	26,185.0	35,435.5	32,737.5	12.6%	88.5%	87.4%
YoY %	4.9%	-19.2%	-7.0%	18.1%	35.3%	-7.6%			
영업이익	1,208.6	1,108.2	1,236.6	1,276.9	1,255.8	1,269.8	5.7%	13.3%	2.7%
YoY %	16.8%	-8.3%	11.6%	23.3%	-1.6%	1.1%			
EBITDA	2,983.9	2,917.7	3,046.1	3,079.6	3,109.8	3,123.7	3.2%	6.6%	2.5%
YoY %	8.5%	-2.2%	4.4%	12.0%	1.0%	0.4%			
순이익	736.6	512.7	759.1	509.4	403.2	552.4	-30.8%	-21.3%	-27.2%
YoY %	흑전	-30.4%	48.1%	흑전	-20.8%	37.0%			

자료: 한국가스공사 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	6,308.6	3,783.4	3,532.1	5,169.7	12,799.0	7,153.0	6,204.4	9,279.1	102.9%	89.1%	75.7%	79.5%
YoY %	-28.1%	-25.2%	-0.9%	-11.8%	45.9%	41.5%	31.2%	21.6%				
QoQ %	7.6%	-40.0%	-6.6%	46.4%	67.8%	-44.1%	-13.3%	49.6%				
영업이익	873.4	24.5	(99.1)	309.5	986.1	(52.2)	(197.4)	519.3	12.9%	-313.0%	99.2%	67.8%
YoY %	-9.4%	60.4%	적지	-0.1%	2.4%	적전	적지	10.4%				
QoQ %	181.9%	-97.2%	적전	흑전	109.7%	적전	적지	흑전				
EBITDA	1,325.8	476.9	353.2	761.8	1,449.6	411.3	266.0	982.8	9.3%	-13.7%	-24.7%	29.0%
YoY %	-4.0%	2.0%	-5.1%	0.0%	4.9%	-12.0%	-10.3%	5.3%				
QoQ %	73.9%	-64.0%	-25.9%	115.7%	55.2%	-71.6%	-35.3%	269.4%				
순이익	565.5	(57.1)	(148.4)	152.6	525.4	(148.0)	(237.1)	263.0	-7.1%	159.0%	59.8%	72.3%
YoY %	-27.0%	적지	적지	-0.4%	-32.1%	적지	적지	70.9%				
QoQ %	269.0%	적전	적지	흑전	241.4%	적전	적지	흑전				

자료: 한국가스공사 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	65,000원	6개월		
2018.10.01	매수	75,000원	6개월	-28.72%	-16.80%
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 (2019년 4월 1일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	7,582	9,925	11,145	12,459	14,095
현금및현금성자산	441	240	316	1,660	2,313
매출채권및기타채권	5,280	5,407	5,650	5,635	6,151
재고자산	1,542	3,169	3,854	3,843	4,194
비유동자산	29,557	29,765	28,914	28,043	27,214
장기금융자산	483	459	400	400	400
유형자산	24,723	24,764	23,973	23,101	22,273
무형자산	1,814	1,772	1,772	1,772	1,772
자산총계	37,139	39,690	40,059	40,502	41,309
유동부채	6,590	9,871	10,262	10,256	10,466
단기금융부채	3,823	6,864	6,864	6,864	6,864
매입채무 및 기타채무	1,648	1,897	2,308	2,301	2,512
단기충당부채	71	62	62	62	62
비유동부채	22,409	21,321	21,321	21,321	21,321
장기금융부채	20,624	19,472	19,472	19,472	19,472
장기매입채무 및 기타채무	10	1	1	1	1
장기충당부채	200	207	207	207	207
부채총계	28,999	31,192	31,583	31,576	31,787
지배주주지분	7,813	8,193	8,171	8,620	9,217
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	2,019	2,019	2,019	2,019	2,019
기타자본구성요소	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)
자기주식	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)
이익잉여금	4,601	5,498	5,793	6,242	6,839
비지배주주지분	327	305	305	305	305
자본총계	8,140	8,498	8,476	8,925	9,522
부채외자본총계	37,139	39,690	40,059	40,502	41,309

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	2,508	57	1,913	2,611	2,079
당기순이익(손실)	(1,192)	527	415	568	716
비현금성항목등	4,103	2,693	2,023	2,023	2,023
유형자산감가상각비	1,716	1,803	1,854	1,854	1,854
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(2,388)	(891)	(169)	(169)	(169)
운전자본감소(증가)	962	(2,113)	(524)	20	(661)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(540)	27	(192)	15	(490)
재고자산감소(증가)	(472)	(1,626)	(685)	11	(351)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	14	546	352	(5)	181
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	96	169	169	169
투자활동현금흐름	(1,226)	(1,275)	(1,063)	(982)	(1,025)
금융자산감소(증가)	118	3	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,346)	(1,147)	(1,063)	(982)	(1,025)
무형자산감소(증가)	(28)	(62)	0	0	0
기타	30	(69)	0	0	0
재무활동현금흐름	(1,266)	994	(119)	(119)	(119)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(1,468)	1,045	0	0	0
자본의증가(감소)	5	47	0	0	0
배당금의 지급	7	9	119	119	119
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(42)	(202)	76	1,344	653
기초현금	483	441	240	316	1,660
기말현금	441	240	316	1,660	2,313
FCF	2,687	(637)	1,019	1,892	1,107

자료 : 한국가스공사, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	22,172	26,185	35,435	32,738	34,174
매출원가	20,728	24,509	33,529	30,867	32,207
매출총이익	1,444	1,677	1,906	1,871	1,967
매출총이익률 (%)	6.5	6.4	5.4	5.7	5.8
판매비와관리비	409	400	651	601	627
영업이익	1,035	1,277	1,256	1,270	1,340
영업이익률 (%)	4.7	4.9	3.5	3.9	3.9
비영업손익	(2,284)	(628)	(728)	(546)	(427)
순금융비용	286	176	65	246	361
외환관련손익	(15)	17	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	149	204	162	163	166
세전계속사업이익	(1,249)	649	528	724	913
세전계속사업이익률 (%)	(5.6)	2.5	1.5	2.2	2.7
계속사업법인세	(59)	96	114	156	196
계속사업이익	(1,190)	553	415	568	716
중단사업이익	(1)	(27)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(1,192)	527	415	568	716
순이익률 (%)	(5.4)	2.0	1.2	1.7	2.1
지배주주	(1,205)	509	403	552	697
지배주주귀속 순이익률(%)	(5.4)	1.9	1.1	1.7	2.0
비지배주주	13	17	11	16	20
총포괄이익	(1,545)	408	415	568	716
지배주주	(1,543)	384	403	552	697
비지배주주	(2)	24	11	16	20
EBITDA	2,751	3,080	3,110	3,124	3,194

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	5.0	18.1	35.3	(7.6)	4.4
영업이익	3.7	23.3	(1.6)	1.1	5.5
세전계속사업이익	적지	흑전	(18.6)	37.0	26.1
EBITDA	5.2	12.0	1.0	0.4	2.2
EPS(계속사업)	적지	흑전	(20.8)	37.0	26.1
수익성 (%)					
ROE	(14.0)	6.4	4.9	6.6	7.8
ROA	(3.1)	1.4	1.0	1.4	1.8
EBITDA마진	12.4	11.8	8.8	9.5	9.3
안정성 (%)					
유동비율	115.0	100.5	108.6	121.5	134.7
부채비율	356.2	367.0	372.6	353.8	333.8
순차입금/자기자본	253.4	268.9	268.7	240.1	218.2
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(13,055)	5,518	4,368	5,984	7,547
BPS	73,063	78,366	78,132	82,994	89,462
CFPS	29,272	31,324	30,762	30,881	31,476
주당 현금배당금	n/a	1,360	1,360	1,360	1,360
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(3.3)	8.7	10.3	7.5	6.0
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR(최저)					
PCR	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA(최고)	8.9	8.9	8.7	8.2	7.8
EV/EBITDA(최저)					

memo
