



INDUSTRY ANALYSIS

에너지/화학

2Q19 Preview: 여전한 실적침체

- 1) 전분기 실적충격에서 헤어나오지 못하며 down-turn 확인
- 2) 정유는 감소세 지속, 화학은 성수기 불구 약세로 요약
- 3) LG상사와 금호석유가 자체 이슈로 그나마 나은 실적

에너지·화학-Commodity, 손지우, 3773-8827
연구원, 박한샘, 3773-8477

SK INDUSTRY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

에너지/화학

2Q19 Preview: 여전한 실적 침체

2Q19 에너지/화학 업종의 실적은 전반적 약세가 불가피해 보입니다. 정유/화학의 커버리지 합산 영업이익은 2.2 조원으로 전분기 대비 -8.9% 하락할 것으로 추정되네요. 화학은 성수기에도 불구하고 여전히 약세에 머물러 있고, 정유는 전분기보다도 더욱 둔화된 실적을 시현할 전망입니다. 역시 down-tum 에 진입한 것이 명백히 확인되는군요. 종목별로는 LG 상사와 금호석유가 그나마 나은 실적을 보일 것 같습니다

종목 투자이견

(단위: 십억원)

종목명	투자이견	목표주가 (원)	주가(6/28) 상승여력	2Q19E 추정영업이익	QoQ(%)	YoY(%)	2Q19E 컨센(6/28)	차이(%)
LG 화학	매수	400,000	354,500	323.7	17.5	(54.0)	424.9	(23.8)
A051910	(유지)	(유지)	12.8%					
롯데케미칼	매수	310,000	252,500	320.5	8.4	(54.3)	356.1	(10.0)
A011170	(유지)	(하향)	22.8%					
금호석유	매수	130,000	97,400	141.6	(1.8)	(7.7)	135.2	4.8
A011780	(유지)	(유지)	33.5%					
한화케미칼	매수	25,000	22,700	104.3	6.1	(43.4)	105.3	(0.9)
A009830	(유지)	(유지)	10.1%					
OCI	매수	120,000	93,300	(11.6)	적지	적전	(15.2)	(23.5)
A010060	(유지)	(유지)	28.6%					
KCC	매수	350,000	275,500	63.1	176.4	(26.7)	66.8	(5.5)
A002380	(유지)	(하향)	27.0%					
SKC	매수	45,000	39,600	48.1	32.8	(9.4)	47.7	0.9
A011790	(유지)	(유지)	13.6%					
SK 이노베이션	매수	190,000	159,000	367.0	10.9	(56.9)	468.3	(21.6)
A096770	(유지)	(하향)	19.5%					
S-Oil	매수	100,000	83,700	(27.3)	적전	적전	174.8	(115.6)
A010950	(유지)	(하향)	19.5%					
GS	매수	60,000	51,200	433.8	(15.4)	(22.1)	553.3	(21.6)
A078930	(유지)	(하향)	17.2%					
SK 가스	매수	100,000	78,400	22.6	24.7	(65.7)	24.3	(6.9)
A018670	(유지)	(하향)	27.6%					
포스코인터내셔널	매수	23,000	18,350	152.8	(7.0)	12.4	155.8	(1.9)
A047050	(유지)	(유지)	25.3%					
LG 상사	매수	23,000	17,800	57.4	7.6	5.4	50.1	14.5
A001120	(유지)	(유지)	29.2%					
한국전력	매수	32,000	25,550	(487.0)	적지	적지	(521.8)	(6.7)
A015760	(유지)	(하향)	25.2%					
한국가스공사	매수	55,000	42,200	53.7	(93.8)	251.3	53.9	(0.4)
A015760	(유지)	(하향)	30.3%					

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 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 7월 2일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

Coverage Summary

Coverage summary 1

종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
LG 화학 A051910	매수	400,000 원	Top pick	역시 믿을 만한 건 LG 화학 뿐	2Q19 영업이익 3,237 억원(QoQ +17.5% / YoY -54%) 추정 그래도 믿을 수 있는 전기차배터리의 성장성 목표주가 400,000 원 / 업종 최선호주 유지
롯데케미칼 A011170	매수	310,000 원		피하기 어려운 순수화학의 공급과잉 직격탄	2Q19 영업이익 3,205 억원(QoQ +8.4% / YoY -54.3%) 추정 바닥이라 단언할 수 있을까? 목표주가 340,000 원 → 310,000 원 / 투자의견 매수 유지
금호석유화학 A011780	매수	130,000 원		그나마 상황이 나은 합성고무	2Q19 영업이익 1,416 억원(QoQ -1.8% / YoY -7.7%) 추정 합성고무 / 페놀 모두 공급증대국면 진입 목표주가 130,000 원 / 투자의견 매수 유지
한화케미칼 A009830	매수	25,000 원		1년 전과 판이하게 다른 화학과 태양광의 이중고	2Q19 영업이익 1,043 억원(QoQ +6.1% / YoY -43.4%) 추정 화학과 태양광, 어디에서 탈출구를 찾을 수 있을까? 목표주가 25,000 원 / 투자의견 매수 유지
OCI A010060	매수	120,000 원		여전한 폴리실리콘의 부진	2Q19 영업이익 -116 억원(QoQ 적지 / YoY 적전) 추정 폴리실리콘의 시황 회복은 언제쯤 목표주가 120,000 원 / 투자의견 매수 유지
KCC A002380	매수	350,000 원		M&A 프리미엄보다 더 무서운 실적 둔화	2Q19 영업이익 631 억원(QoQ +176.4% / YoY -26.7%) 추정 모멘티브 인수보다 두려운 본업 업황 둔화 목표주가 400,000 원 → 350,000 원 / 투자의견 매수 유지
SKC A011790	매수	45,000 원		확실한 동박 프리미엄	2Q19 영업이익 481 억원(QoQ +32.8% / YoY -9.4%) 추정 동박(Copper foil) 장치는 확실한 호재 목표주가 45,000 원 / 투자의견 매수 유지
SK 이노베이션 A096770	매수	190,000 원		SK 이노베이션에 배터리 프리미엄을?	2Q19 영업이익 3,670 억원(QoQ +10.9% / YoY -56.9%) 추정 트럼프와 사우디의 합작 증산 유가에 대한 부담 본격화 목표주가 230,000 원 / 투자의견 매수 유지

자료: SK 증권

Coverage summary 2

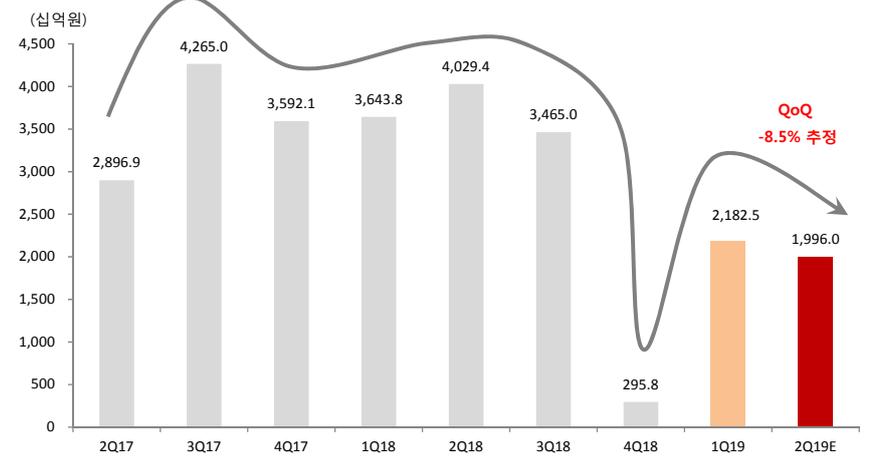
종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
S-Oil A010950	매수	100,000 원		이익과 투자 모두 좋지 못한 타이밍	2Q19 영업이익 -273 억원(QoQ 적전 / YoY 적전) 추정 주가에는 좋지 못한 화학 투자 타이밍 목표주가 120,000 원 → 100,000 원 / 투자의견 매수 유지
GS A078930	매수	60,000 원		정유업종 내 상대적 매력도 부족	2Q19 영업이익 4,338 억원(QoQ -15.4% / YoY -22.1%) 추정 그래도 상대적으로 정유업종 중에서는 낫다 목표주가 70,000 원 → 60,000 원 / 투자의견 매수 유지
SK 가스 A018670	매수	100,000 원		여전한 모멘텀 부재	2Q19 영업이익 226 억원(QoQ +24.7% / YoY -65.7%) 추정 성장동력에 대한 의문은 여전 목표주가 120,000 원 → 100,000 원 / 투자의견 매수 유지
포스코인터내셔널 A047050	매수	23,000 원		역사적 저점의 valuation 불구 성장 모멘텀이 고민	2Q19 영업이익 1,528 억원(QoQ -7% / YoY +12.4%) 추정 주가 저점 VS 모멘텀 부재 목표주가 23,000 원 / 투자의견 매수 유지
LG 상사 A001120	매수	23,000 원		물류에 걸어보는 성장 기대감	2Q19 영업이익 574 억원(QoQ +7.6% / YoY +5.4%) 추정 물류에 걸어보는 기대 목표주가 23,000 원 / 투자의견 매수 유지
한국전력 A011760	매수	32,000 원		계속되는 정책 약재	2Q19 영업이익 -4,870 억원(QoQ 적지 / YoY 적지) 추정 어찌할 수 없는 정책리스크 목표주가 40,000 원 → 32,000 원 / 투자의견 매수 유지
한국가스공사 A011760	매수	55,000 원		이모저모 감안했을 때 매력 있는 valuation	2Q19 영업이익 537 억원(QoQ -93.8% / YoY +251.3%) 추정 어지럽게 혼재된 지표들, 바닥권의 valuation 목표주가 65,000 원 → 55,000 원 / 투자의견 매수 유지

자료: SK 증권

2Q19 영업이익은 시장에 충격을 안겼던 1Q19 때보다 오히려 더 안 좋아질 것으로 예상된다. 특히 화학은 계절적 성수기에 진입했음에도 불구하고 대다수 업종이 공급과잉 양상에서 벗어나지 못하며 실적이 회복되지 못하고 있는 것이 놀랍기까지 하다. 특히 순수화학 업종에서 그런 면이 두드러진다. 유틸리티를 제외한 에너지/화학 커버리지 업종의 영업이익은 2Q19 2.0조원으로 추정되어 전분기 2.2조원 대비 -8.5% 하락할 것으로 예상된다.

전체적인 이익의 흐름으로 보자면 2017~18년 호황기 때 합산 영업이익 4조원대를 기록하던 것 대비 반토막이 된 수준이다. 특히 지난 4분기는 비수기 영향으로 돌린다 치더라도, 1분기와 2분기에서 모두 2조원대의 영업이익에 머무른 것은 명백한 불황기 진입의 신호로 받아들여도 무리 없을 것 같다.

에너지/화학 커버리지 합산 영업이익 추이(유틸리티 제외)



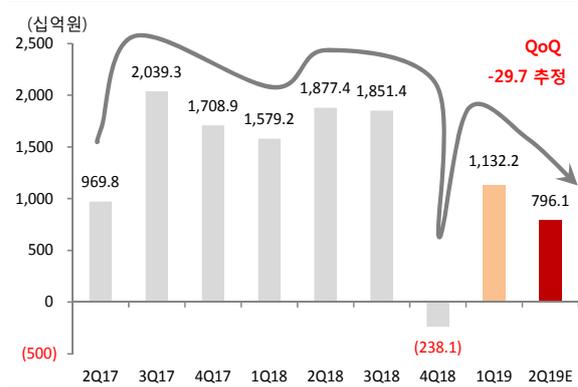
자료: Dataguidepro, SK 증권

세부적으로 본다면 정유는 전분기 대비 하락, 화학은 전분기 대비 상승이 기대된다.

정유 커버리지의 영업이익 합계치는 0.8 조원으로 추정되어 1.1 조원의 전분기 대비 -29.7% 하락이 추정된다. 가장 덩치가 큰 정유사업부는 유가의 하락(Dubai 기준 4/30 \$71.6/bbl → 6/28 \$64.9/bbl)과 함께 정제마진도 약세가 지속(복합정제마진 1Q \$4.99/bbl → 2Q 4.96/bbl)되면서 여전히 약세구간에 머물 것으로 예상된다. 뿐만 아니라 화학사업부에서도 PX 가 분기 내내 하락세(1Q \$1,068/t → 2Q \$901/t)를 보인 탓에 약세가 불가피한 국면이다. 0.8 조원의 분기 영업이익은 적자가 발생했던 지난 4 분기를 제외한다면 2년 래 최저에 해당한다.

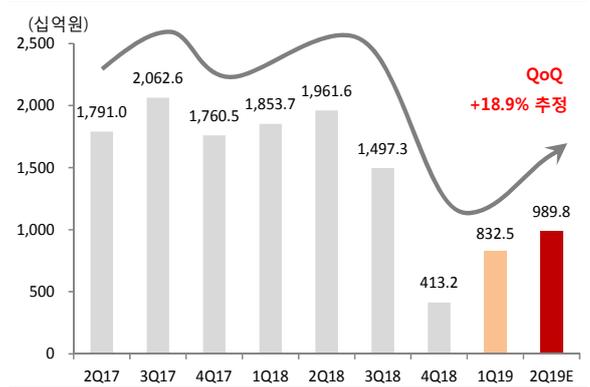
화학 커버리지의 영업이익 합계치 1.0 조원으로 추정되어 0.8 조원의 전분기 대비 +18.9%의 상승이 추정된다. 물론 성수기 진입에 따른 상승국면으로 해석할 수도 있지만, 1분기 기대에 크게 못 미쳤던 KCC, OCI, SKC 등의 종목들이 회복되는 부분이 있었고, 또한 LG 화학/롯데케미칼이 전분기 대규모 1 회성 비용이 발생했던 것 대비 실적 상승이 거의 없는 것을 감안한다면 긍정적으로 해석하기는 어려워 보인다. 원재료 납사(1Q 평균 \$518/t → 2Q \$541/t)는 상승한 반면, 핵심 아이템인 PE(HDPE 기준 \$1,019/t → 6/24 \$997/t)를 비롯해 MEG(\$632/t → \$568/t), PTA(\$845/t → \$800/t) 등등 다수의 제품들이 약세를 면치 못했다.

Coverage 정유업체 합산 영업이익 추이



자료 : Dataguidepro, SK 증권

Coverage 화학업체 합산 영업이익 추이



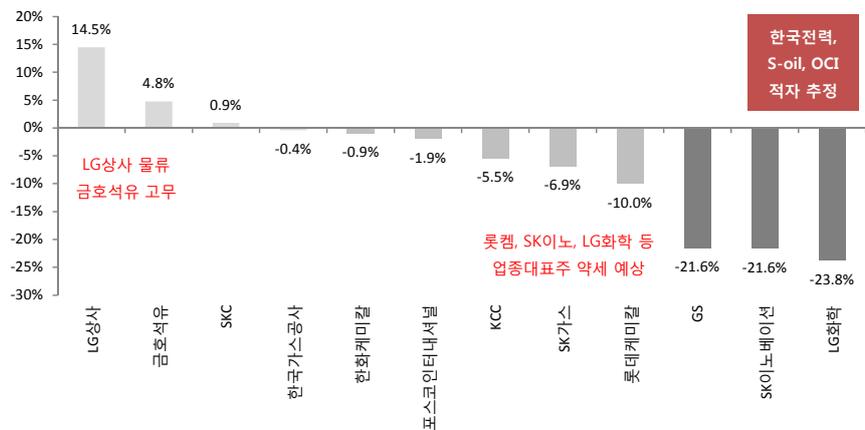
자료 : Dataguidepro, SK 증권

종목별로 살펴본다면 업종단위로 나타나는 뚜렷한 특색은 딱히 발견되지 않는다. 한국전력, S-Oil, OCI 이렇게 3 개 종목이 적자가 예상되고 있는데, 이전 추정 때보다 적자 기업이 많은 것이 특징이라면 특징이다.

LG 상사는 확실히 시장 컨센서스를 상회할 것으로 기대된다. 애당초 석탄가격의 하락으로 인해 실적 둔화 예상이 지배적이었지만, 물류의 지속적인 외형확대가 안정적인 실적을 유지시킬 것으로 기대된다. 합성고무의 강세가 지속 중인 금호석유 역시 긍정적으로 파악할 수 있다.

반면 LG 화학, 롯데케미칼, SK 이노베이션 같은 업종 대표주들은 컨센서스를 꽤 큰 폭으로 하회할 것으로 판단된다. 상기 기업들 모두 1 분기에 나름의 1 회성 비용으로 인해 기저효과를 누릴 수 있는 시점인데, 앞서 설명한 바와 같이 본업의 흐름이 좋지 못해 여전히 실적 약세가 이어질 것으로 판단된다.

Coverage 업종의 2Q19 컨센서스 대비 추정치와의 차이



자료: Dataguidepro, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	391 십억원
발행주식수	7,828 만주
자사주	167 만주
액면가	5,000 원
시가총액	25,025 십억원
주요주주	
(주)엘지(외6)	33.37%
국민연금공단	9.99%
외국인지분률	38.90%
배당수익률	1.70%

Stock Data

주가(19/06/28)	354,500 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	1.17
52주 최고가	394,500 원
52주 최저가	307,000 원
60일 평균 거래대금	66 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.7%	4.6%
6개월	2.2%	-2.1%
12개월	6.1%	15.3%

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

역시 믿을 만한 건 LG 화학 뿐

2Q19 영업이익 추정치는 3,237 억원으로서 컨센서스 대비 -23.8% 하회하는 기대 이하 수준 예상함. 2Q 중 화학에서 원재료 납사 가격의 상승 불구 대다수 제품가격이 하락을 면치 못한 것이 결정적인 원인이 되었고, 전지의 여전히 1 회성 비용 부담과 팜한농의 계절적 부진 역시 감안해야 함. 3Q도 화학실적은 약세를 면치 못하겠지만, 그럼에도 동사는 전기차배터리 성장성에 대한 상대적 premium 유지될 것임. 업종 최선호주 의견 유지

2Q19 영업이익 3,237 억원(QoQ +17.5% / YoY -54.0%) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 4,249 억원을 -23.8% 가량 하회하는 기대 이하의 수준이 예상되고 있음. 가장 큰 원인은 화학에서 원재료 납사(1Q 평균 \$518/t → 2Q \$541/t)는 상승한 반면, 핵심 아이템인 PE(HDPE 기준 \$1,019/t → 6/24 \$997/t)를 비롯해 ABS(\$1,528/t → \$1,512/t), 2-EH(\$1,047/t → \$1,028/t) 등 주력 제품들이 약세를 면치 못했기 때문임. 뿐만 아니라 1 분기에 이어 전지사업부에서도 1 회성 손실이 예상되고 팜한농이 계절적으로 약세에 접어드는 것 또한 감안해야 함

그래도 믿을 수 있는 전기차배터리의 성장성

그럼에도 불구하고 동사의 주가는 금번 2 분기 기타 정유/화학 업종 대비 재차 안정적인 수익률을 자랑하였음. 그 원인은 역시 전기차배터리의 성장성임. 시장의 성장과 맞물려 동사의 매출액 또한 빠르게 증대 중인데, 2020 년에서는 전기차배터리에서만 10 조원이 넘는 매출액이 기대되는 만큼 앞으로도 지속적으로 업종 내 premium 이 부여될 것임. 다만 3 분기에도 이익의 대다수를 차지하고 있는 화학사업부의 부진이 불가피하다는 것은 주가에 부담 요인이 될 수밖에 없음

목표주가 400,000 원 / 업종 최선호주 의견 유지

2020 년 이익추정치의 변동폭은 크지 않은 만큼 목표주가와 업종 최선호주 의견 그대로 유지함. 비록 지속적인 실적 약세와 업종의 discount 추세는 부담이 되는 만큼 절대 주가의 상승을 기대하기는 쉽지 않지만, 상대적인 매력도는 여전히 부각될 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	20,659.3	25,698.0	28,183.0	29,707.7	37,019.7	43,080.7
yoy	%	2.2	24.4	9.7	5.4	24.6	16.4
영업이익	십억원	1,991.9	2,928.5	2,246.1	1,322.8	2,271.0	2,790.9
yoy	%	9.2	47.0	(23.3)	(41.1)	71.7	22.9
EBITDA	십억원	3,328.6	4,330.5	3,733.3	2,943.4	3,891.6	4,411.5
세전이익	십억원	1,659.8	2,563.9	1,940.0	1,253.6	2,168.3	2,685.0
순이익(지배주주)	십억원	1,281.1	1,945.3	1,472.6	936.2	1,651.1	2,044.5
영업이익률%	%	9.6	11.4	8.0	4.5	6.1	6.5
EBITDA%	%	16.1	16.9	13.2	9.9	10.5	10.2
순이익률	%	8.0	10.0	6.9	4.2	5.9	6.2
EPS	원	18,751	26,899	20,203	14,127	24,914	30,850
PER	배	13.9	15.1	17.2	25.1	14.2	11.5
PBR	배	1.5	2.2	1.8	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	배	5.7	7.1	7.7	2.9	2.4	2.3
ROE	%	9.5	12.9	8.9	5.4	9.2	10.5
순차입금	십억원	454	99	2,751	4,524	5,355	6,002
부채비율	%	45.8	53.3	67.1	82.3	84.1	83.3

2Q19 preview

(단위 % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	7,051.9	7,234.9	7,342.7	6,639.1	8,208.2	164	23.6	7,568.0	8.5
영업이익	703.3	602.4	289.6	275.4	323.7	(54.0)	17.5	424.9	(23.8)
세전이익	644.3	485.1	157.5	279.6	297.7	(53.8)	6.5	363.8	(18.2)
지배순이익	477.7	343.4	120.1	194.5	226.7	(52.5)	16.6	281.0	(19.3)
영업이익률	10.0	8.3	3.9	4.1	3.9	(6.0)	(0.2)	5.6	(1.7)
세전이익률	9.1	6.7	2.1	4.2	3.6	(5.5)	(0.6)	4.8	(1.2)
지배주주순이익률	6.8	4.7	1.6	2.9	2.8	(4.0)	(0.2)	3.7	(1.0)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
ROE(지배주주지분)	10.0%	8.9%	7.8%	9.5%	10.7%	11.4%
Terminal Growth	4.0%		0.25	0.25	0.25	0.25
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	10.0%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	2.00					
2Q20E BPS(지배주주지분)	201,011					
Target Price	402,127					

자료: LG 화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
EPS(지배주주지분)	16,875	19,930	25,993	32,114	37,897
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	25,376				
2Q20E EPS	19,930				
2Q21E EPS	25,993				

Multiple	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0
TP by weighted EPS	228,387	253,763	279,139	304,516	329,892	355,268	380,645	406,021	431,397	456,774
TP by 2Q20E EPS	179,374	199,304	219,234	239,165	259,095	279,026	298,956	318,886	338,817	358,747
TP by 2Q21E EPS	233,939	259,932	285,926	311,919	337,912	363,905	389,899	415,892	441,885	467,878

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	31,048.5	35,064.9	28,183.0	29,707.7	37,019.7	0.0%	-4.3%	5.6%
YoY %	9.7	10.2	12.9	9.7	5.4	24.6			
영업이익	2,246.1	1,883.1	2,295.2	2,246.1	1,322.8	2,271.0	0.0%	-29.8%	-1.1%
YoY %	(23.3)	(16.2)	21.9	(23.3)	(41.1)	71.7			
EBITDA	3,733.3	3,475.5	3,887.7	3,733.3	2,943.4	3,891.6	0.0%	-15.3%	0.1%
YoY %	(13.8)	(6.9)	11.9	(13.8)	(21.2)	32.2			
순이익	1,472.6	1,380.9	1,689.5	1,472.6	936.2	1,651.1	0.0%	-32.2%	-2.3%
YoY %	(24.3)	(6.2)	22.4	(24.3)	(36.4)	76.4			

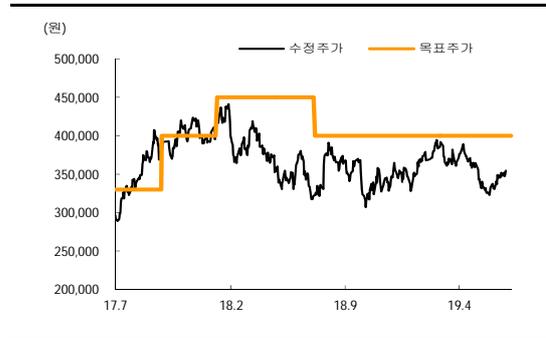
자료: LG 화학, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	7,938.7	7,929.5	7,342.4	8,795.4	8,208.2	7,573.9	7,286.4	9,318.9	3.4%	-4.5%	-0.8%	6.0%
YoY %	12.6	9.6	(0.0)	12.2	16.4	4.7	(0.8)	40.4				
QoQ %	1.3	(0.1)	(7.4)	19.8	23.6	(7.7)	(3.8)	27.9				
영업이익	605.2	556.7	393.2	613.5	323.7	385.9	337.8	611.2	-46.5%	-30.7%	-14.1%	-0.4%
YoY %	(13.9)	(7.6)	35.8	87.1	(54.0)	(35.9)	16.6	122.0				
QoQ %	84.6	(8.0)	(29.4)	56.0	17.5	19.2	(12.5)	81.0				
EBITDA	1,003.3	954.9	791.3	1,011.6	728.8	791.1	742.9	1,016.4	-27.4%	-17.2%	-6.1%	0.5%
YoY %	(6.0)	(1.8)	15.1	39.3	(31.7)	(18.7)	8.0	49.4				
QoQ %	38.2	(4.8)	(17.1)	27.8	7.1	8.5	(6.1)	36.8				
순이익	447.9	411.3	286.1	451.7	226.7	276.3	238.8	445.2	-49.4%	-32.8%	-16.6%	-1.5%
YoY %	(6.2)	19.8	138.2	91.9	(52.5)	(19.6)	98.7	128.9				
QoQ %	90.2	(8.2)	(30.4)	57.9	16.6	21.9	(13.6)	86.4				

자료: LG 화학, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	400,000원	6개월		
2019.04.01	매수	400,000원	6개월	-11.35%	-1.38%
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	5.66%	23.48%



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 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 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	11,206	12,089	13,527	15,530	17,444
현금및현금성자산	2,249	2,514	2,294	1,463	815
매출채권및기타채권	4,636	4,624	5,338	6,689	7,910
재고자산	3,352	4,289	5,092	6,380	7,543
비유동자산	13,836	16,856	18,536	19,137	20,101
장기금융자산	88	158	65	65	65
유형자산	11,211	13,839	15,454	16,054	17,019
무형자산	1,823	2,006	2,114	2,114	2,114
자산총계	25,041	28,944	32,063	34,667	37,545
유동부채	6,645	7,274	8,488	9,850	11,081
단기금융부채	1,451	1,632	1,631	1,631	1,631
매입채무 및 기타채무	3,862	4,717	5,388	6,750	7,980
단기충당부채	40	108	208	208	208
비유동부채	2,058	4,348	5,987	5,987	5,987
장기금융부채	1,594	3,738	5,305	5,305	5,305
장기매입채무 및 기타채무	9	10	10	10	10
장기충당부채	163	218	236	236	236
부채총계	8,703	11,622	14,475	15,837	17,067
지배주주지분	16,169	17,083	17,322	18,564	20,212
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	15,030	16,272	17,920
비지배주주지분	170	239	266	266	266
자본총계	16,339	17,322	17,588	18,830	20,478
부채외자본총계	25,041	28,944	32,063	34,667	37,545

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	3,181	2,125	2,620	2,857	3,379
당기순이익(손실)	2,564	1,940	1,044	1,702	2,108
비현금성항목등	1,867	2,212	2,371	2,363	2,363
유형자산감가상각비	1,402	1,487	1,621	1,621	1,621
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(465)	(725)	(750)	(742)	(742)
운전자본감소(증가)	(715)	(1,264)	(765)	(1,208)	(1,091)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(910)	67	(685)	(1,283)	(1,159)
재고자산감소(증가)	(387)	(937)	(803)	(1,287)	(1,163)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,167	855	670	1,362	1,231
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(1,640)	(3,639)	(3,372)	(2,221)	(2,585)
금융자산감소(증가)	(3)	(77)	1	0	0
유형자산감소(증가)	(1,850)	(3,777)	(3,311)	(2,221)	(2,585)
무형자산감소(증가)	(90)	(108)	(134)	0	0
기타	303	323	73	0	0
재무활동현금흐름	(737)	1,794	990	(460)	(460)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(349)	2,241	1,450	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	(220)	(831)	(647)
기초현금	1,474	2,249	2,514	2,294	1,463
기말현금	2,249	2,514	2,294	1,463	815
FCF	1,930	(1,731)	(1,090)	(291)	(104)

자료 : LG화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	25,698	28,183	29,708	37,020	43,081
매출원가	20,134	22,837	24,382	29,760	34,485
매출총이익	5,564	5,346	5,326	7,259	8,596
매출총이익률 (%)	21.6	19.0	17.9	19.6	20.0
판매비와관리비	2,635	3,100	4,003	4,988	5,805
영업이익	2,928	2,246	1,323	2,271	2,791
영업이익률 (%)	11.4	8.0	4.5	6.1	6.5
비영업손익	(365)	(306)	(69)	(103)	(106)
순금융비용	31	51	37	20	12
외환관련손익	(61)	(70)	41	0	0
관계기업투자등 관련손익	6	5	28	38	43
세전계속사업이익	2,564	1,940	1,254	2,168	2,685
세전계속사업이익률 (%)	10.0	6.9	4.2	5.9	6.2
계속사업법인세	542	421	277	466	577
계속사업이익	2,022	1,519	977	1,702	2,108
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,022	1,519	977	1,702	2,108
순이익률 (%)	7.9	5.4	3.3	4.6	4.9
지배주주	1,945	1,473	936	1,651	2,044
지배주주귀속 순이익률(%)	7.6	5.2	3.2	4.5	4.7
비지배주주	77	47	40	51	63
총포괄이익	1,876	1,433	1,102	1,702	2,108
지배주주	1,808	1,388	1,013	1,564	1,937
비지배주주	67	45	89	138	171
EBITDA	4,330	3,733	2,943	3,892	4,412

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	24.4	9.7	5.4	24.6	16.4
영업이익	47.0	(23.3)	(41.1)	71.7	22.9
세전계속사업이익	54.5	(24.3)	(35.4)	73.0	23.8
EBITDA	30.1	(13.8)	(21.2)	32.2	13.4
EPS(계속사업)	43.5	(24.9)	(30.1)	76.4	23.8
수익성 (%)					
ROE	12.9	8.9	5.4	9.2	10.5
ROA	8.9	5.6	3.2	5.1	5.8
EBITDA마진	16.9	13.2	9.9	10.5	10.2
안정성 (%)					
유동비율	168.6	166.2	159.4	157.7	157.4
부채비율	53.3	67.1	82.3	84.1	83.3
순차입금/자기자본	0.6	15.9	25.7	28.4	29.3
EBITDA/이자비용(배)	0.3	(0.1)	(0.1)	0.2	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	26,899	20,203	14,127	24,914	30,850
BPS	180,203	188,124	200,485	217,292	239,588
CFPS	47,413	41,469	35,880	46,054	51,576
주당 현금배당금	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	15.1	17.2	25.1	14.2	11.5
PER(최저)					
PBR(최고)	2.2	1.8	1.8	1.6	1.5
PBR(최저)					
PCR	8.5	8.4	9.9	7.7	6.9
EV/EBITDA(최고)	7.1	7.7	2.9	2.4	2.3
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

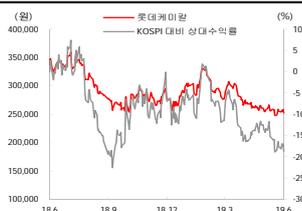
Company Data

자본금	171 십억원
발행주식수	3,428 만주
자사주	58 만주
액면가	5,000 원
시가총액	8,655 십억원
주요주주	
롯데지주(주)(외5)	53.54%
국민연금공단	9.75%
외국인지분률	32.40%
배당수익률	4.20%

Stock Data

주가(19/06/28)	252,500 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	1.23
52주 최고가	359,500 원
52주 최저가	248,000 원
60일 평균 거래대금	32 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.1%	-5.9%
6개월	-8.8%	-12.7%
12개월	-25.2%	-18.7%

롯데케미칼 (011170/KS | 매수(유지) | T.P 310,000 원(하향))

피하기 어려운 순수화학의 공급과잉 직격탄

2Q19 영업이익 추정치는 3,205 억원으로서 컨센서스 대비 -10.0% 하회하는 기대 이하 수준 예상함. 2Q 중 화학에서 원재료 납사 가격 상승 불구 PE/PP/MEG 등 대다수 주력 제품이 하락을 면치 못한 것이 결정적 원인 되었음. 3Q도 실적 부진을 면치 못할 가능성이 높음. 게다가 중장기적으로 본다고 하더라도 미국/중국의 신증설 지속되고 특히 주력제품 MEG의 부담이 크기 때문에 현 시점에서 과매도 불구 트레이딩 이상은 쉽지 않음

2Q19 영업이익 3,205 억원(QoQ +8.4% / YoY -54.3%)

6/28 기준 영업이익 컨센서스 3,561 억원을 -10.0% 가량 하회하는 기대 이하의 수준이 예상되고 있음. 가장 큰 원인은 화학에서 원재료 납사(1Q 평균 \$518/t → 2Q \$541/t)는 상승한 반면, 핵심 아이টে인 PE(HDPE 기준 \$1,019/t → 6/24 \$997/t)를 비롯해 MEG(\$632/t → \$568/t), PTA(\$845/t → \$800/t) 등 주력 제품들이 약세를 면치 못했기 때문임. 기대를 모았던 북미 에탄크래커 설비 또한 현재 가격하락세와 미국의 대규모 수출추세 감안 시 수익기여를 기대하기는 쉽지 않은 국면임

바닥이라 단언할 수 있을까?

동사의 PBR은 0.7x 수준까지 하락해 역사적 저점인 0.5~0.6x 범위에 근접하였음. 때문에 저점매수에 대한 이야기가 흘러나올 수 있는 시점이지만, 막상 상황을 볼 경우 그렇게 간단하게 판단할 만한 상황은 아님. ① 북미 에틸렌 유도제품들의 수출은 휴스턴, 혹은 인근항구인 사바나, 찰스턴, 뉴올리언스를 통해 막대한 증대폭을 이제 막 보이기 시작했고, ② 북미의 신증설 랠리가 2020년에 마무리 된다고 하더라도 곧바로 중국이 2022년까지 대규모 설비를 신규가동하며, ③ 주력 아이টে인 MEG가 그 과정 중에서 과거 보지 못한 공급과잉 국면에 진입할 가능성이 높기 때문임. 자세한 내용은 SK 증권 리서치센터의 "Cyclical Bulletin Release 21. 미포는 죽지 않았다" 참고 바람

목표주가 340,000 원 → 310,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

단기/중장기 실적가시성 하향분 반영하여 목표주가가 동반 하향 조정함. 주가가 많이 하락한 만큼 트레이딩은 가능한 영역이지만, 중장기적 상승탄력은 여전히 높지 않음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	13,223.5	15,874.5	16,545.0	12,852.7	12,463.9	12,673.5
yoy	%	12.9	20.0	4.2	(22.3)	(3.0)	1.7
영업이익	십억원	2,544.3	2,929.7	1,967.4	1,011.6	1,150.9	1,122.9
yoy	%	57.9	15.2	(32.8)	(48.6)	13.8	(2.4)
EBITDA	십억원	3,173.4	3,620.9	2,652.4	1,668.0	1,807.2	1,779.3
세전이익	십억원	2,487.4	3,084.7	2,252.7	1,168.9	1,298.9	1,298.7
순이익(지배주주)	십억원	1,835.8	2,243.9	1,579.2	791.9	926.1	926.0
영업이익률%	%	19.2	18.5	11.9	7.9	9.2	8.9
EBITDA%	%	24.0	22.8	16.0	13.0	14.5	14.0
순이익률	%	18.8	19.4	13.6	9.1	10.4	10.2
EPS	원	53,561	65,466	46,074	23,105	27,020	27,016
PER	배	6.9	5.6	6.0	10.9	9.3	9.3
PBR	배	1.6	1.2	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	4.4	3.1	3.4	4.6	4.0	3.9
ROE	%	21.7	21.5	13.0	6.2	7.0	6.7
순차입금	십억원	1,359	(1,344)	(438)	(1,063)	(1,373)	(1,709)
부채비율	%	68.8	59.5	53.6	54.2	52.2	50.2

2Q19 preview

(단위 % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,330.2	4,247.6	3,844.0	3,721.8	3,365.8	(22.3)	(9.6)	4,012.0	(16.1)
영업이익	701.3	503.6	100.4	295.7	320.5	(54.3)	8.4	356.1	(10.0)
세전이익	817.9	597.4	92.8	362.9	348.7	(57.4)	(3.9)	430.8	(19.1)
지배순이익	555.4	434.9	62.0	217.3	248.6	(55.2)	14.4	308.4	(19.4)
영업이익률	16.2	11.9	2.6	7.9	9.5	(6.7)	1.6	8.9	0.6
세전이익률	18.9	14.1	2.4	9.8	10.4	(8.5)	0.6	10.7	(0.4)
지배주주순이익률	12.8	10.2	1.6	5.8	7.4	(5.4)	1.5	7.7	(0.3)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
ROE(지배주주지분)	6.4%	ROE(지배주주지분)	13.0%	6.4%	6.3%	6.3%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.4%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.88					
2Q20E BPS(지배주주지분)	357,195					
Target Price	313,729					

자료: 롯데케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
EPS(지배주주지분)	53,561	24,821	25,857	26,651	31,001
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	26,012				
2Q20E EPS	24,821				
2Q21E EPS	25,857				

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	208,096	234,108	260,120	286,132	312,144	338,156	364,168	390,180	416,192	442,204
TP by 2Q20E EPS	198,565	223,385	248,206	273,026	297,847	322,667	347,488	372,309	397,129	421,950
TP by 2Q21E EPS	206,855	232,712	258,569	284,426	310,283	336,140	361,997	387,854	413,710	439,567

자료: 롯데케미칼 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	16,545.0	11,012.4	10,728.2	16,545.0	12,852.7	12,463.9	0.0%	16.7%	16.2%
YoY %	4.2%	-33.4%	-2.6%	4.2%	-22.3%	-3.0%			
영업이익	1,967.4	1,169.1	1,191.9	1,967.4	1,011.6	1,150.9	0.0%	-13.5%	-3.4%
YoY %	-32.8%	-40.6%	1.9%	-32.8%	-48.6%	13.8%			
EBITDA	2,652.4	1,830.4	1,853.1	2,652.4	1,668.0	1,807.2	0.0%	-8.9%	-2.5%
YoY %	-26.7%	-31.0%	1.2%	-26.7%	-37.1%	8.3%			
순이익	1,579.2	905.9	944.3	1,579.2	791.9	926.1	0.0%	-12.6%	-1.9%
YoY %	-29.6%	-42.6%	4.2%	-29.6%	-49.9%	16.9%			

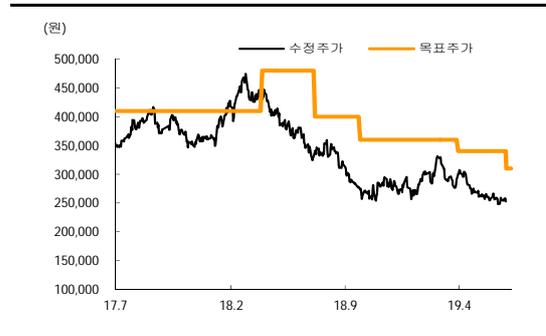
자료: 롯데케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	2,830.8	2,920.0	2,373.7	2,658.5	3,365.8	3,053.3	2,711.8	3,115.5	18.9%	4.6%	14.2%	17.2%
YoY %	-34.6%	-31.3%	-38.2%	-7.9%	-22.3%	-28.1%	-29.5%	-16.3%				
QoQ %	-2.0%	3.1%	-18.7%	12.0%	-9.6%	-9.3%	-11.2%	14.9%				
영업이익	342.0	339.4	150.6	311.6	320.5	207.8	187.6	317.7	-6.3%	-38.8%	24.6%	2.0%
YoY %	-51.2%	-32.6%	50.0%	-7.6%	-54.3%	-58.7%	86.8%	7.4%				
QoQ %	1.4%	-0.8%	-55.6%	106.9%	8.4%	-35.2%	-9.7%	69.4%				
EBITDA	507.3	504.7	315.9	476.9	484.6	371.9	351.7	481.8	-4.5%	-26.3%	11.3%	1.0%
YoY %	-42.0%	-25.3%	18.9%	-5.1%	-44.6%	-44.9%	32.3%	4.8%				
QoQ %	1.0%	-0.5%	-37.4%	51.0%	5.4%	-23.3%	-5.4%	37.0%				
순이익	262.6	262.4	124.6	243.7	248.6	170.4	155.6	250.6	-5.3%	-35.1%	24.8%	2.8%
YoY %	-52.7%	-39.7%	101.1%	-4.9%	-55.2%	-60.8%	151.1%	15.3%				
QoQ %	2.5%	0.0%	-52.5%	95.5%	14.4%	-31.5%	-8.7%	61.1%				

자료: 롯데케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	310,000원	6개월		
2019.04.01	매수	340,000원	6개월	-20.47%	-9.56%
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	-4.81%	15.73%
2017.09.27	매수	410,000원	6개월	-8.67%	1.59%
2017.07.04	매수	410,000원	6개월	-7.20%	1.59%



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 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	8,225	8,144	8,023	8,517	8,974
현금및현금성자산	1,685	1,330	2,658	2,968	3,304
매출채권및기타채권	1,668	1,536	1,342	1,435	1,497
재고자산	1,536	1,777	1,214	1,298	1,354
비유동자산	11,326	12,655	13,234	13,450	13,681
장기금융자산	330	188	92	92	92
유형자산	6,716	8,036	8,239	8,455	8,686
무형자산	1,711	1,653	1,741	1,741	1,741
자산총계	19,551	20,799	21,257	21,967	22,655
유동부채	3,791	3,961	4,165	4,228	4,270
단기금융부채	1,514	2,196	2,716	2,716	2,716
매입채무 및 기타채무	1,421	1,103	904	967	1,008
단기충당부채	0	1	0	0	0
비유동부채	3,505	3,293	3,305	3,305	3,305
장기금융부채	2,753	2,650	2,669	2,669	2,669
장기매입채무 및 기타채무	19	8	0	0	0
장기충당부채	115	84	82	82	82
부채총계	7,296	7,255	7,470	7,533	7,575
지배주주지분	11,490	12,735	12,954	13,600	14,247
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	11,901	12,548	13,195
비지배주주지분	765	810	833	833	833
자본총계	12,255	13,544	13,787	14,433	15,080
부채외자본총계	19,551	20,799	21,257	21,967	22,655

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	3,098	1,398	2,675	2,183	2,221
당기순이익(손실)	2,285	1,642	848	1,007	1,006
비현금성항목등	1,365	1,107	1,200	1,291	1,291
유형자산감가상각비	691	685	656	656	656
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(674)	(422)	(544)	(635)	(635)
운전자본감소(증가)	38	(526)	718	(115)	(76)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(112)	119	141	(93)	(62)
재고자산감소(증가)	(59)	(241)	564	(85)	(56)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	274	(328)	46	63	42
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	800	611	557	557	557
투자활동현금흐름	(4,731)	(1,726)	(473)	(872)	(887)
금융자산감소(증가)	(2,773)	40	603	0	0
유형자산감소(증가)	(2,017)	(1,832)	(879)	(872)	(887)
무형자산감소(증가)	(2)	(1)	0	0	0
기타	61	67	(197)	0	0
재무활동현금흐름	1,159	(9)	(540)	(360)	(360)
단기금융부채증가(감소)	(531)	54	(186)	0	0
장기금융부채증가(감소)	766	425	24	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)	1,328	310	336
기초현금	2,203	1,685	1,330	2,658	2,968
기말현금	1,685	1,330	2,658	2,968	3,304
FCF	1,847	(522)	1,483	556	560

자료 : 롯데케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	15,875	16,545	12,853	12,464	12,674
매출원가	12,082	13,792	11,158	10,651	10,877
매출총이익	3,793	2,753	1,694	1,813	1,796
매출총이익률 (%)	23.9	16.6	13.2	14.5	14.2
판매비와관리비	863	785	683	662	673
영업이익	2,930	1,967	1,012	1,151	1,123
영업이익률 (%)	18.5	11.9	7.9	9.2	8.9
비영업손익	155	285	157	148	176
순금융비용	75	132	180	216	245
외환관련손익	37	(18)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	284	245	109	54	53
세전계속사업이익	3,085	2,253	1,169	1,299	1,299
세전계속사업이익률 (%)	19.4	13.6	9.1	10.4	10.2
계속사업법인세	800	611	321	292	292
계속사업이익	2,285	1,642	848	1,007	1,006
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,285	1,642	848	1,007	1,006
순이익률 (%)	14.4	9.9	6.6	8.1	7.9
지배주주	2,244	1,579	792	926	926
지배주주귀속 순이익률(%)	14.1	9.5	6.2	7.4	7.3
비지배주주	41	63	56	81	81
총포괄이익	1,856	1,750	947	1,007	1,006
지배주주	1,859	1,659	873	926	926
비지배주주	(3)	91	74	81	81
EBITDA	3,621	2,652	1,668	1,807	1,779

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	20.0	4.2	(22.3)	(3.0)	1.7
영업이익	15.2	(32.8)	(48.6)	13.8	(2.4)
세전계속사업이익	24.0	(27.0)	(48.1)	11.1	(0.0)
EBITDA	14.1	(26.7)	(37.1)	8.3	(1.5)
EPS(계속사업)	22.2	(29.6)	(49.9)	16.9	(0.0)
수익성 (%)					
ROE	21.5	13.0	6.2	7.0	6.7
ROA	12.9	8.1	4.0	4.7	4.5
EBITDA마진	22.8	16.0	13.0	14.5	14.0
안정성 (%)					
유동비율	217.0	205.6	192.6	201.4	210.2
부채비율	59.5	53.6	54.2	52.2	50.2
순차입금/자기자본	(11.0)	(3.2)	(7.7)	(9.5)	(11.3)
EBITDA/이자비용(배)	0.1	(0.3)	(0.3)	0.1	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	65,466	46,074	23,105	27,020	27,016
BPS	301,335	337,305	340,554	359,423	378,288
CFPS	83,470	61,824	40,655	45,172	44,540
주당 현금배당금	10,682	10,682	10,682	10,682	10,682
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	5.6	6.0	10.9	9.3	9.3
PER(최저)					
PBR(최고)	1.2	0.8	0.7	0.7	0.7
PBR(최저)					
PCR	4.4	4.5	6.2	5.6	5.7
EV/EBITDA(최고)	3.1	3.4	4.6	4.0	3.9
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	2,968 십억원
주요주주	
박철완(외4)	24.68%
금호석유 자사주	18.35%
외국인지분률	33.90%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(19/06/28)	97,400 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	1.25
52주 최고가	116,500 원
52주 최저가	80,100 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.0%	0.9%
6개월	11.6%	6.9%
12개월	-16.8%	-9.6%

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

그나마 상황이 나은 합성고무

2Q19 영업이익 추정치는 1,416 억원으로서 컨센서스와 유사한 수준 예상함. 2Q 중 원재료 부타디엔 가격 약세 대비 합성고무 계열은 견조한 상황을 보인 것이 가장 컸음. 부진이 지속되는 업종 내 두드러지게 양호한 실적 수준임. SK 증권 리서치센터는 지속적으로 합성고무 시장 매력에 따른 동사의 업종 내 outperform 주장해 왔음. 올 해도 그 기대는 있겠지만 내년 이후로는 동사 역시 공급과잉 부담이 있다는 것을 감안해야 함

2Q19 영업이익 1,416 억원(QoQ -1.8% / YoY -7.7%) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 1,352 억원을 +4.8% 가량 상회하는, 예상했던 수준의 호실적이 예상되고 있음. 합성고무 사업부가 지난 분기와 마찬가지로 여전히 양호한 상황을 보일 것으로 기대됨. 원재료 부타디엔 가격 하락 대비 합성고무계열은 상대적으로 견조한 양상을 시현하였음. 동시에 합성수지와 페놀 역시 크게 다르지 않은 수준을 보일 것으로 추정되어 화학업종 중 두드러지게 양호한 이익 수준을 시현할 것으로 판단됨

합성고무 / 페놀 모두 공급증대국면 진입

SK 증권 리서치센터는 2017 년 이후 화학의 down-turn 을 지속 주장하는 와중에서, 금호석유는 합성고무의 호조와 함께 양호한 실적을 시현할 것으로 의견을 제시했었음. 거기에 더해 페놀도 실적이 호전되면서 전반적인 동사의 outperform 은 두드러졌음. 다만 부타디엔 계열과 페놀 계열도 공히 2019 년 이후로는 신규설비 진입이 증대되는 만큼, 현재 수준을 크게 뛰어넘는 이익을 기대하기는 어렵다는 판단임. 그래도, 단기적으로는 여전히 업종 내 상대적 실적 매력 부각될 것임

목표주가 130,000 원 / 투자 의견 매수 유지

상대적 실적 안정성이 높은 만큼 이익추정치 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자 의견 그대로 유지함. 2019 년 중에서는 상대적 실적 매력이 높은 만큼 주가도 견조하겠지만, 다만 2019 년 이후 합성고무와 페놀의 공급과잉 부담에 대해서는 감안해야 함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	3,970.4	5,064.8	5,584.9	4,740.4	4,589.1	4,816.0
yoy	%	0.9	27.6	10.3	(15.1)	(3.2)	4.9
영업이익	십억원	157.1	262.6	554.6	508.7	438.9	413.7
yoy	%	(4.2)	67.2	111.2	(8.3)	(13.7)	(5.7)
EBITDA	십억원	363.0	480.5	764.1	709.2	639.4	614.2
세전이익	십억원	112.9	289.8	616.9	487.3	414.1	391.7
순이익(지배주주)	십억원	73.2	213.6	491.2	367.1	304.9	288.4
영업이익률%	%	4.0	5.2	9.9	10.7	9.6	8.6
EBITDA%	%	9.1	9.5	13.7	15.0	13.9	12.8
순이익률	%	2.8	5.7	11.0	10.3	9.0	8.1
EPS	원	2,320	6,906	15,984	12,048	10,007	9,465
PER	배	35.3	14.4	5.5	8.1	9.7	10.3
PBR	배	1.7	1.8	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	11.3	9.6	3.6	4.3	4.8	5.0
ROE	%	4.6	12.3	23.4	14.5	10.7	9.2
순차입금	십억원	1,532	1,450	1,051	329	129	(24)
부채비율	%	163.1	134.0	96.6	82.8	75.7	70.7

2Q19 preview

(단위 % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,441.8	1,450.6	1,352.6	1,275.1	1,250.3	(13.3)	(1.9)	1,303.1	(4.0)
영업이익	153.5	151.0	84.3	144.2	141.6	(7.7)	(1.8)	135.2	4.8
세전이익	181.2	162.4	79.1	143.5	134.8	(25.6)	(6.0)	147.2	(8.4)
지배순이익	175.3	122.4	61.4	113.9	99.3	(43.4)	(12.9)	107.2	(7.4)
영업이익률	10.6	10.4	6.2	11.3	11.3	0.7	0.0	10.4	1.0
세전이익률	12.6	11.2	5.8	11.3	10.8	(1.8)	(0.5)	11.3	(0.5)
지배주주순이익률	12.2	8.4	4.5	8.9	7.9	(4.2)	(1.0)	8.2	(0.3)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
ROE(지배주주지분)	9.7%	23.4%	11.4%	9.3%	7.9%	7.2%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	9.7%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.54					
2Q20E BPS(지배주주지분)	88,026					
Target Price	135,613					

자료: 금호석유, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
EPS(지배주주지분)	3,818	10,645	9,481	8,728	8,486
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	9,813				
2Q20E EPS	10,645				
2Q21E EPS	9,481				

Multiple	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0	19.0
TP by weighted EPS	98,127	107,940	117,753	127,565	137,378	147,191	157,004	166,816	176,629	186,442
TP by 2Q20E EPS	106,448	117,093	127,737	138,382	149,027	159,672	170,317	180,961	191,606	202,251
TP by 2Q21E EPS	94,807	104,287	113,768	123,249	132,729	142,210	151,691	161,171	170,652	180,133

자료: 금호석유, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	5,584.9	4,668.0	4,411.3	5,584.9	4,740.4	4,589.1	0.0%	1.5%	4.0%
YoY %	10.3%	-16.4%	-5.5%	10.3%	-15.1%	-3.2%			
영업이익	554.6	442.9	427.1	554.6	508.7	438.9	0.0%	14.9%	2.8%
YoY %	111.2%	-20.1%	-3.6%	111.2%	-8.3%	-13.7%			
EBITDA	764.1	646.7	630.8	764.1	709.2	639.4	0.0%	9.7%	1.4%
YoY %	59.0%	-15.4%	-2.4%	59.0%	-7.2%	-9.8%			
순이익	491.2	283.6	275.3	491.2	367.1	304.9	0.0%	29.4%	10.8%
YoY %	130.0%	-42.3%	-2.9%	130.0%	-25.3%	-16.9%			

자료: 금호석유 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	1,191.1	1,192.8	1,022.0	1,106.6	1,250.3	1,169.4	1,045.6	1,155.8	5.0%	-2.0%	2.3%	4.4%
YoY %	-17.4%	-17.8%	-24.4%	-12.3%	-13.3%	-19.4%	-22.7%	-9.4%				
QoQ %	-5.6%	0.1%	-14.3%	8.3%	-1.9%	-6.5%	-10.6%	10.5%				
영업이익	126.1	127.3	77.3	122.4	141.6	120.4	102.4	128.4	12.4%	-5.4%	32.6%	4.9%
YoY %	-17.9%	-15.7%	-8.4%	9.0%	-7.7%	-20.2%	21.5%	-11.0%				
QoQ %	12.3%	1.0%	-39.3%	58.4%	-1.8%	-15.0%	-14.9%	25.3%				
EBITDA	177.0	178.2	128.2	173.4	191.8	170.5	152.6	178.5	8.3%	-4.3%	19.0%	3.0%
YoY %	-14.5%	-11.9%	-5.2%	6.2%	-7.3%	-15.7%	12.8%	-8.1%				
QoQ %	8.5%	0.7%	-28.1%	35.2%	-1.3%	-11.1%	-10.5%	17.0%				
순이익	82.8	84.1	45.1	80.8	99.3	83.6	70.3	90.1	19.8%	-0.6%	55.8%	11.5%
YoY %	-52.8%	-31.3%	-26.5%	12.9%	-43.4%	-31.7%	14.5%	-20.9%				
QoQ %	15.8%	1.5%	-46.4%	79.1%	-12.9%	-15.8%	-15.9%	28.2%				

자료: 금호석유 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	130,000원	6개월		
2019.04.01	매수	130,000원	6개월	-26.21%	-20.00%
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	-21.37%	8.50%
2017.07.04	매수	100,000원	6개월	-23.93%	-18.90%



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 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,332.7	1,348.7	1,882.5	2,128.4	2,359.6
현금및현금성자산	234.4	101.8	834.1	1,033.6	1,187.1
매출채권및기타채권	620.9	667.0	580.8	607.8	653.1
재고자산	426.8	471.6	408.2	427.1	458.7
비유동자산	3,247.1	3,268.0	3,076.3	3,137.7	3,212.1
장기금융자산	270.6	265.4	15.2	15.2	15.2
유형자산	2,440.3	2,365.6	2,396.2	2,457.6	2,532.0
무형자산	14.9	14.3	14.5	14.5	14.5
자산총계	4,579.8	4,616.7	4,958.7	5,266.1	5,571.7
유동부채	1,913.9	1,758.9	1,820.4	1,843.5	1,882.2
단기금융부채	1,233.2	1,085.3	1,096.4	1,096.4	1,096.4
매입채무 및 기타채무	562.2	493.6	499.4	522.5	561.2
단기충당부채	1.0	2.5	2.5	2.5	2.5
비유동부채	709.1	509.7	425.7	425.7	425.7
장기금융부채	586.9	372.4	292.9	292.9	292.9
장기매입채무 및 기타채무	4.9	4.6	0.5	0.5	0.5
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,623.0	2,268.6	2,246.1	2,269.2	2,307.9
지배주주지분	1,842.7	2,347.3	2,711.8	2,996.0	3,262.9
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	266.5	356.6	356.5	356.5	356.5
기타자본구성요소	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)
자기주식	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)
이익잉여금	1,403.0	1,924.6	2,228.2	2,512.5	2,779.4
비지배주주지분	114.1	0.8	0.9	0.9	0.9
자본총계	1,956.8	2,348.1	2,712.6	2,996.9	3,263.8
부채외자본총계	4,579.8	4,616.7	4,958.7	5,266.1	5,571.7

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	421.0	484.6	927.0	633.0	597.7
당기순이익(손실)	217.6	503.1	380.4	320.9	303.5
비현금성항목등	310.4	277.3	341.0	338.5	338.5
유형자산감가상각비	217.9	209.4	200.5	200.5	200.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(92.5)	(67.8)	(140.5)	(138.1)	(138.1)
운전자본감소(증가)	(39.5)	(201.7)	190.3	(26.5)	(44.3)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(80.1)	(38.0)	88.7	(25.5)	(42.7)
재고자산감소(증가)	18.8	(44.9)	63.5	(18.9)	(31.6)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	24.5	(79.1)	67.3	17.9	30.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	72.1	113.8	118.1	118.1	118.1
투자활동현금흐름	(106.0)	(190.7)	(220.7)	(261.9)	(274.9)
금융자산감소(증가)	(4.1)	(63.3)	50.1	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(100.8)	(128.6)	(270.5)	(261.9)	(274.9)
무형자산감소(증가)	(0.8)	0.4	(0.0)	0.0	0.0
기타	(0.4)	0.8	(0.3)	0.0	0.0
재무활동현금흐름	(276.7)	(426.4)	(146.9)	(36.7)	(36.7)
단기금융부채증가(감소)	(601.2)	(431.7)	7.8	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	349.8	76.9	(117.9)	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)	732.3	199.5	153.5
기초현금	197.0	234.4	101.8	834.1	1,033.6
기말현금	234.4	101.8	834.1	1,033.6	1,187.1
FCF	96.8	544.4	498.2	255.4	207.3

자료 : 금호석유, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,064.8	5,584.9	4,740.4	4,589.1	4,816.0
매출원가	4,636.5	4,854.2	4,076.0	3,999.4	4,244.1
매출총이익	428.3	730.7	664.4	589.6	571.9
매출총이익률 (%)	8.5	13.1	14.0	12.8	11.9
판매비와관리비	165.6	176.1	155.7	150.7	158.2
영업이익	262.6	554.6	508.7	438.9	413.7
영업이익률 (%)	5.2	9.9	10.7	9.6	8.6
비영업손익	27.2	62.3	(21.4)	(24.8)	(22.1)
순금융비용	8.7	14.1	14.5	19.0	22.5
외환관련손익	40.9	(5.8)	(1.2)	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	88.7	118.1	25.7	19.2	18.4
세전계속사업이익	289.8	616.9	487.3	414.1	391.7
세전계속사업이익률 (%)	5.7	11.0	10.3	9.0	8.1
계속사업법인세	72.1	113.8	106.9	93.2	88.1
계속사업이익	217.6	503.1	380.4	320.9	303.5
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	380.4	320.9	303.5
순이익률 (%)	4.3	9.0	8.0	7.0	6.3
지배주주	213.6	491.2	367.1	304.9	288.4
지배주주귀속 순이익률(%)	4.2	8.8	7.7	6.6	6.0
비지배주주	4.1	11.9	13.4	16.0	15.2
총포괄이익	250.9	485.1	365.3	320.9	303.5
지배주주	245.0	472.6	352.0	304.9	288.4
비지배주주	5.9	12.5	13.4	16.0	15.2
EBITDA	480.5	764.1	709.2	639.4	614.2

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	27.6	10.3	(15.1)	(3.2)	4.9
영업이익	67.2	111.2	(8.3)	(13.7)	(5.7)
세전계속사업이익	156.7	112.9	(21.0)	(15.0)	(5.4)
EBITDA	32.4	59.0	(7.2)	(9.8)	(3.9)
EPS(계속사업)	197.7	131.5	(24.6)	(16.9)	(5.4)
수익성 (%)					
ROE	12.3	23.4	14.5	10.7	9.2
ROA	4.8	10.9	7.9	6.3	5.6
EBITDA마진	9.5	13.7	15.0	13.9	12.8
안정성 (%)					
유동비율	69.6	76.7	103.4	115.5	125.4
부채비율	134.0	96.6	82.8	75.7	70.7
순차입금/자기자본	74.1	44.8	12.1	4.3	(0.7)
EBITDA/이자비용(배)	0.4	1.0	(0.1)	(0.2)	(0.1)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,906	15,984	12,048	10,007	9,465
BPS	56,527	72,018	82,669	91,156	99,125
CFPS	12,395	19,759	17,840	16,142	15,560
주당 현금배당금	970	1,305	1,305	1,305	1,305
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.4	5.5	8.1	9.7	10.3
PER(최저)					
PBR(최고)	1.8	1.2	1.2	1.1	1.0
PBR(최저)					
PCR	8.0	4.4	5.5	6.0	6.3
EV/EBITDA(최고)	9.6	3.6	4.3	4.8	5.0
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	821 십억원
발행주식수	16,148 만주
자사주	163 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,666 십억원
주요주주	
(주)한화(외5)	37.05%
국민연금공단	10.08%
외국인지분률	24.20%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(19/06/28)	22,700 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	1.55
52주 최고가	23,800 원
52주 최저가	15,300 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.8%	3.7%
6개월	12.4%	7.7%
12개월	3.9%	12.8%

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

1년 전과 판이하게 다른 화학과 태양광의 이중고

2Q19 영업이익 추정치는 1,043 억원으로서 컨센서스와 큰 차이 없는 수준 예상함. 2Q 중 화학에서 LDPE, LLDPE, PVC의 약세로 전년동기대비 감익 불가피하지만, 그나마 가스소다와 태양광이 양호한 것이 다행인 상황임. 3Q도 실적 부진을 면치 못할 가능성이 높음. 게다가 화학은 증장기 공급과잉 부담에 놓여 있고, 태양광 또한 최근 단기모멘텀 불구 여전히 중국 수요 불확실성이 높기 때문에 트레이딩 이상의 수익 기대하기 어려움

2Q19 영업이익 1,043 억원(QoQ +6.1% / YoY -43.4%) 추징

6/28 기준 영업이익 컨센서스 1,053 억원과 크게 다른없는 실적 수준 예상되고 있음. 전년동기대비 반토막에 가까운 실적이 발생하는 원인은 역시 화학에서 찾아야 함. LDPE(1Q 평균 \$1,050/t → 2Q 평균 \$1,046/t), LLDPE(\$1,028/t → \$1,006/t), PVC(\$887/t → \$837/t) 같은 주력제품의 약세가 두드러졌음. 그럼에도 불구하고 전년 동기 대비로는 양호한 실적을 추정하는 것은, 가스소다가 견조했음과 동시에 태양광 부문이 미국 모듈공장 가동효과로 인해 일정 수준의 실적기여가 기대되고 있기 때문임

화학과 태양광, 어디에서 탈출구를 찾을 수 있을까?

화학 시장은 명백히 공급과잉 국면에 진입했음. 게다가 ① 북미 에틸렌 유도제품들의 수출은 휴스턴, 혹은 인근항구인 사바나, 찰스턴, 뉴올리언스를 통해 막대한 증대폭을 이제 막 보이기 시작했고, ② 북미의 산증설 펠리가 2020년에 마무리 된다고 하더라도 곧바로 중국이 2022년까지 대규모 설비를 신규 가동하는 만큼 불황은 의외로 길어질 수 있음. 태양광 역시 중국의 부진과 여전한 공급과잉 속에 이익창출여력이 높지 않기 때문에 여러모로 과거와 같은 실적호재를 기대하기는 쉽지 않음. 그나마 최근 예상치 못했던 미국 태양광 강세의 단기호재가 있지만, 전체 이익을 부양하기는 어려운 모멘텀임

목표주가 25,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 유지함. 단기적으로 태양광 시장 회복에 대한 기대감이 있지만, 증장기적으로는 에틸렌 계열의 공급과잉에 대한 우려가 더 부담이 될 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	9,258.8	9,341.8	9,046.0	8,896.4	9,081.3	9,326.4
yoy	%	15.2	0.9	(3.2)	(1.7)	2.1	2.7
영업이익	십억원	779.2	756.4	354.3	398.4	418.9	387.2
yoy	%	131.2	(2.9)	(53.2)	12.4	5.2	(7.6)
EBITDA	십억원	1,224.5	1,191.9	794.4	946.9	967.5	935.8
세전이익	십억원	886.4	1,065.9	288.3	458.6	515.6	433.8
순이익(지배주주)	십억원	755.3	824.7	186.7	348.6	393.8	331.4
영업이익률%	%	8.4	8.1	3.9	4.5	4.6	4.2
EBITDA%	%	13.2	12.8	8.8	10.6	10.7	10.0
순이익률	%	8.2	8.8	2.1	3.9	4.3	3.6
EPS	원	4,580	5,001	1,143	2,137	2,414	2,032
PER	배	5.4	6.3	17.7	10.6	9.4	11.2
PBR	배	0.8	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	6.0	6.6	4.2	3.9	3.8	3.9
ROE	%	15.2	14.6	3.1	5.6	6.1	4.8
순차입금	십억원	3,230	2,649	3,843	4,524	4,564	4,711
부채비율	%	152.7	120.6	144.6	135.5	130.3	126.9

2Q19 preview

(단위 % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,250.5	2,311.9	2,407.6	2,236.2	2,275.6	1.1	1.8	2,487.6	(8.5)
영업이익	184.4	93.8	(95.9)	98.3	104.3	(43.4)	6.1	105.3	(0.9)
세전이익	260.7	(2.6)	(336.5)	156.8	118.5	(54.6)	(24.4)	121.8	(2.7)
지배순이익	186.0	(22.7)	(273.2)	118.0	90.5	(51.3)	(23.3)	86.5	4.6
영업이익률	8.2	4.1	(4.0)	4.4	4.6	(3.6)	0.2	4.2	0.4
세전이익률	11.6	(0.1)	(14.0)	7.0	5.2	(6.4)	(1.8)	4.9	0.3
지배주주순이익률	8.3	(1.0)	(11.3)	5.3	4.0	(4.3)	(1.3)	3.5	0.5

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
ROE(지배주주지분)	5.3%	ROE(지배주주지분)	3.1%	5.7%	5.0%	4.6%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	5.3%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.66					
2Q20E BPS(지배주주지분)	38,958					
Target Price	25,546					

자료: 한화케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
EPS(지배주주지분)	1,161	2,274	2,112	2,006	2,006
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,161				
2Q20E EPS	2,274				
2Q21E EPS	2,112				

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	19,451	20,531	21,612	22,692	23,773	24,853	25,934	27,015	28,095	29,176
TP by 2Q20E EPS	20,465	21,602	22,739	23,876	25,013	26,150	27,287	28,424	29,560	30,697
TP by 2Q21E EPS	19,008	20,064	21,119	22,175	23,231	24,287	25,343	26,399	27,455	28,511

자료: 한화케미칼 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	9,046.0	9,763.3	10,191.1	9,046.0	8,896.4	9,081.3	0.0%	-8.9%	-10.9%
YoY %	-3.2%	7.9%	4.4%	-3.2%	-1.7%	2.1%			
영업이익	354.3	419.8	402.5	354.3	398.4	418.9	0.0%	-5.1%	4.1%
YoY %	-53.2%	18.5%	-4.1%	-53.2%	12.4%	5.2%			
EBITDA	794.4	886.8	869.5	794.4	946.9	967.5	0.0%	6.8%	11.3%
YoY %	-33.4%	11.6%	-2.0%	-33.4%	19.2%	2.2%			
순이익	186.7	341.1	334.2	186.7	348.6	393.8	0.0%	2.2%	17.8%
YoY %	-77.4%	82.7%	-2.0%	-77.4%	86.7%	13.0%			

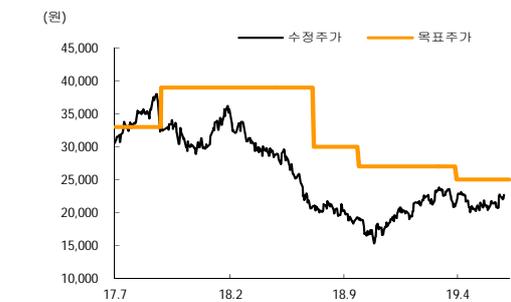
자료: 한화케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	2,459.4	2,508.7	2,368.0	2,455.0	2,275.6	2,219.0	2,165.6	2,243.8	-7.5%	-11.5%	-8.5%	-8.6%
YoY %	9.3%	8.5%	-1.6%	1.1%	1.1%	-4.0%	-10.1%	0.3%				
QoQ %	1.3%	2.0%	-5.6%	3.7%	1.8%	-2.5%	-2.4%	3.6%				
영업이익	128.5	126.6	79.4	98.9	104.3	98.6	97.1	108.6	-18.8%	-22.1%	22.2%	9.8%
YoY %	-30.3%	35.0%	흑전	16.0%	-43.4%	5.2%	흑전	10.4%				
QoQ %	50.7%	-1.5%	-37.2%	24.5%	6.1%	-5.4%	-1.6%	11.9%				
EBITDA	245.3	243.3	196.2	215.7	241.4	235.8	234.2	245.7	-1.6%	-3.1%	19.4%	13.9%
YoY %	-15.6%	20.7%	839.3%	6.8%	-16.9%	17.0%	1021.4%	4.4%				
QoQ %	21.4%	-0.8%	-19.4%	9.9%	2.5%	-2.4%	-0.7%	4.9%				
순이익	108.2	101.4	39.0	84.6	90.5	73.1	67.0	106.4	-16.3%	-28.0%	71.9%	25.9%
YoY %	-41.8%	흑전	흑전	-8.6%	-51.3%	흑전	흑전	-9.8%				
QoQ %	16.9%	-6.2%	-61.6%	117.1%	-23.3%	-19.3%	-8.4%	59.0%				

자료: 한화케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	25,000원	6개월		
2019.04.01	매수	25,000원	6개월	-13.79%	-7.40%
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%



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 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,222	5,012	4,446	4,614	4,708
현금및현금성자산	805	1,024	553	613	566
매출채권및기타채권	1,707	1,759	1,646	1,700	1,770
재고자산	1,144	1,467	1,507	1,551	1,609
비유동자산	9,427	10,219	10,716	11,058	11,424
장기금융자산	277	138	64	64	64
유형자산	5,588	6,684	7,056	7,397	7,763
무형자산	422	479	503	503	503
자산총계	13,649	15,231	15,162	15,672	16,132
유동부채	4,894	5,133	4,564	4,707	4,863
단기금융부채	2,648	2,923	2,807	2,907	3,007
매입채무 및 기타채무	1,632	1,480	1,455	1,498	1,554
단기충당부채	27	47	47	47	47
비유동부채	2,568	3,872	4,159	4,159	4,159
장기금융부채	1,812	2,999	3,331	3,331	3,331
장기매입채무 및 기타채무	23	0	1	1	1
장기충당부채	47	83	86	86	86
부채총계	7,462	9,004	8,724	8,867	9,022
지배주주지분	6,015	6,090	6,319	6,686	6,990
자본금	830	821	821	821	821
자본잉여금	829	857	811	811	811
기타자본구성요소	(3)	(3)	(36)	(36)	(36)
자기주식	0	0	(33)	(33)	(33)
이익잉여금	4,365	4,497	4,773	5,140	5,444
비지배주주지분	172	137	120	120	120
자본총계	6,187	6,227	6,439	6,806	7,109
부채외자본총계	13,649	15,231	15,162	15,672	16,132

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	901	759	952	962	880
당기순이익(손실)	1,066	288	391	400	336
비현금성항목등	200	670	611	626	626
유형자산감가상각비	436	440	549	549	549
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	236	(230)	(62)	(78)	(78)
운전자본감소(증가)	(213)	(114)	12	(63)	(82)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(173)	(99)	58	(52)	(67)
재고자산감소(증가)	277	(324)	(39)	(45)	(58)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	71	(146)	(39)	33	43
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(395)	(434)	(787)	(890)	(914)
금융자산감소(증가)	(82)	1	16	0	0
유형자산감소(증가)	(468)	(664)	(872)	(890)	(914)
무형자산감소(증가)	16	1	(8)	0	0
기타	139	228	77	0	0
재무활동현금흐름	(679)	(102)	(208)	(33)	(33)
단기금융부채증가(감소)	7	(33)	(13)	0	0
장기금융부채증가(감소)	(453)	174	(14)	0	0
자본의증가(감소)	24	56	(33)	0	0
배당금의 지급	58	58	33	33	33
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(207)	219	(471)	60	(47)
기초현금	1,012	805	1,024	553	613
기말현금	805	1,024	553	613	566
FCF	527	(594)	(373)	(82)	(150)

자료 : 한화케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	9,342	9,046	8,896	9,081	9,326
매출원가	7,386	7,459	7,308	7,448	7,692
매출총이익	1,956	1,587	1,588	1,633	1,635
매출총이익률 (%)	20.9	17.5	17.9	18.0	17.5
판매비와관리비	1,199	1,233	1,190	1,215	1,247
영업이익	756	354	398	419	387
영업이익률 (%)	8.1	3.9	4.5	4.6	4.2
비영업손익	309	(66)	60	97	47
순금융비용	27	71	55	71	71
외환관련손익	42	(77)	(1)	0	0
관계기업투자등 관련손익	594	358	241	266	220
세전계속사업이익	1,066	288	459	516	434
세전계속사업이익률 (%)	11.4	3.2	5.2	5.7	4.7
계속사업법인세	231	128	105	116	98
계속사업이익	835	160	354	400	336
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	835	160	354	400	336
순이익률 (%)	8.9	1.8	4.0	4.4	3.6
지배주주	825	187	349	394	331
지배주주귀속 순이익률(%)	8.8	2.1	3.9	4.3	3.6
비지배주주	10	(26)	5	6	5
총포괄이익	791	75	381	400	336
지배주주	787	108	380	394	331
비지배주주	4	(33)	1	6	5
EBITDA	1,192	794	947	967	936

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	0.9	(3.2)	(1.7)	2.1	2.7
영업이익	(2.9)	(53.2)	12.4	5.2	(7.6)
세전계속사업이익	20.2	(72.9)	59.1	12.4	(15.9)
EBITDA	(2.7)	(33.4)	19.2	2.2	(3.3)
EPS(계속사업)	9.2	(77.2)	87.0	13.0	(15.9)
수익성 (%)					
ROE	14.6	3.1	5.6	6.1	4.8
ROA	6.1	1.1	2.3	2.6	2.1
EBITDA마진	12.8	8.8	10.6	10.7	10.0
안정성 (%)					
유동비율	86.3	97.7	97.4	98.0	96.8
부채비율	120.6	144.6	135.5	130.3	126.9
순차입금/자기자본	42.8	61.7	70.3	67.1	66.3
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.2)	0.1	0.0	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,001	1,143	2,137	2,414	2,032
BPS	35,693	36,177	37,167	39,402	41,250
CFPS	6,194	3,880	5,213	5,317	5,167
주당 현금배당금	350	200	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.3	17.7	10.6	9.4	11.2
PER(최저)					
PBR(최고)	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	5.1	5.2	4.4	4.3	4.4
EV/EBITDA(최고)	6.6	4.2	3.9	3.8	3.9
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

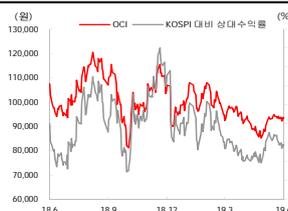
Company Data

자본금	127 십억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,225 십억원
주요주주	
이화영(외33)	22.40%
국민연금공단	10.01%
외국인지분률	25.60%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(19/06/28)	93,300 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	1.34
52주 최고가	120,500 원
52주 최저가	81,200 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.0%	0.9%
6개월	-12.8%	-16.5%
12개월	-13.2%	-5.7%

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

여전한 폴리실리콘의 부진

2Q19 영업이익 추정치는 -116 억원으로서 컨센서스와 크게 다를 바 없는 실적 수준 예상함. 적자가 지속되는 이유는 역시 폴리실리콘 가격 하락이 지속되고 있다는 부분이 가장 큼. 중장기적으로 보더라도 현재 cash-cow 역할을 해왔던 석탄화학이 화학전반의 불황과 함께 감익 국면에 들어섰기에 본업 폴리실리콘의 회복이 절실함. 다만 중국수요부진과 공급과잉이 여전한 만큼 이를 기대하기 쉽지 않은 국면임

2Q19 영업이익 -116 억원(QoQ 적지 / YoY 적전) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 -152 억원과 크게 다르지 않은 실적 예상됨. 적자가 지속되는 가장 큰 원인은 역시 폴리실리콘 시장 부진에 있음. 폴리실리콘 가격은 PVinsights 기준 1Q 평균 \$8.95/kg → 2Q 평균 \$8.32/kg 으로 지속 하락세를 보였음. 2 분기말 가격이 \$8.14/kg 으로 사상최저였던 것을 감안한다면 3 분기에도 이러한 판가하락의 악영향은 일부 지속될 것으로 판단함. 그나마 화학실적이 전분기의 부진을 일부만 완화줄 것으로 기대함.

폴리실리콘의 시장 회복은 언제쯤

동사의 cash-cow 역할을 착실하게 해 온 석탄화학도 화학전반의 불황과 함께 감익 국면을 면치 못하고 있음. 화학의 전체적인 공급과잉 현황 감안 시 이와 같은 기조는 당분간 지속될 가능성이 높음. 따라서 본업인 폴리실리콘의 시장회복이 절대적으로 필요한 국면인데, 다만 단기적으로 가격회복을 기대하기에는 중국의 약세와 여전한 공급과잉이 부담이 되는 국면임.

목표주가 120,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	2,736.7	3,631.6	3,112.1	2,612.5	2,617.0	2,679.4
yoy	%	18.9	32.7	(14.3)	(16.1)	0.2	2.4
영업이익	십억원	132.5	284.4	158.7	49.3	338.8	348.2
yoy	%	흑전	114.7	(44.2)	(68.9)	587.7	2.8
EBITDA	십억원	438.4	589.6	461.3	273.3	453.0	462.3
세전이익	십억원	(103.5)	279.7	130.5	26.3	330.9	344.4
순이익(지배주주)	십억원	242.1	234.9	103.8	21.8	274.9	286.1
영업이익률%	%	4.8	7.8	5.1	1.9	12.9	13.0
EBITDA%	%	16.0	16.2	14.8	10.5	17.3	17.3
순이익률	%	8.8	6.5	3.3	0.8	10.5	10.7
EPS	원	10,151	9,849	4,352	914	11,526	11,995
PER	배	7.8	13.8	24.6	102.1	8.1	7.8
PBR	배	0.6	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	8.3	7.0	6.7	10.7	6.2	6.0
ROE	%	7.9	7.2	3.1	0.6	7.7	7.5
순차입금	십억원	1,749	883	545	701	586	527
부채비율	%	91.4	77.9	62.0	61.7	57.4	54.1

2Q19 preview

(단위 % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	785.1	765.6	704.4	641.8	686.1	(12.6)	6.9	707.4	(3.0)
영업이익	79.9	15.6	(43.2)	(40.1)	(11.6)	적전	적지	(15.2)	(23.5)
세전이익	99.7	5.9	(71.1)	(47.5)	(20.0)	적전	적지	(16.8)	19.4
지배순이익	77.4	7.3	(54.0)	(39.5)	(16.6)	적전	적지	(9.0)	83.9
영업이익률	10.2	2.0	(6.1)	(6.3)	(1.7)	(11.9)	4.6	(2.2)	0.5
세전이익률	12.7	0.8	(10.1)	(7.4)	(2.9)	(15.6)	4.5	(2.4)	(0.5)
지배주주순이익률	9.9	1.0	(7.7)	(6.1)	(2.4)	(12.3)	3.7	(1.3)	(1.1)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	1Q20E	1Q21E	1Q22E	1Q23E
ROE(지배주주지분)	6.2%	ROE(지배주주지분)	3.1%	3.8%	7.2%	7.3%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.30	0.30	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.2%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.84					
1Q20E BPS(지배주주지분)	140,150					
Target Price	118,227					

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	1Q20E	1Q21E	1Q22E	1Q23E
EPS(지배주주지분)	4,206	5,448	11,303	12,230	13,168
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	8,747				
1Q20E EPS	5,448				
1Q21E EPS	11,303				

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	78,727	87,474	96,222	104,969	113,717	122,464	131,212	139,959	148,707	157,454
TP by 1Q20E EPS	49,032	54,481	59,929	65,377	70,825	76,273	81,721	87,169	92,617	98,065
TP by 1Q21E EPS	101,728	113,031	124,334	135,637	146,940	158,243	169,546	180,849	192,152	203,455

자료: OCI, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	3,112.1	3,032.7	2,932.8	3,112.1	2,612.5	2,617.0	0.0%	-13.9%	-10.8%
YoY %	-14.3%	-2.6%	-3.3%	-14.3%	-16.1%	0.2%			
영업이익	158.7	210.8	348.7	158.7	49.3	338.8	0.0%	-76.6%	-2.8%
YoY %	-44.2%	32.8%	65.5%	-44.2%	-68.9%	587.7%			
EBITDA	461.3	400.9	454.1	461.3	273.3	453.0	0.0%	-31.8%	-0.2%
YoY %	-21.8%	-13.1%	13.3%	-21.8%	-40.7%	65.7%			
순이익	103.8	133.4	242.8	103.8	21.8	274.9	0.0%	-83.7%	13.2%
YoY %	-55.8%	28.6%	81.9%	-55.8%	-79.0%	1161.4%			

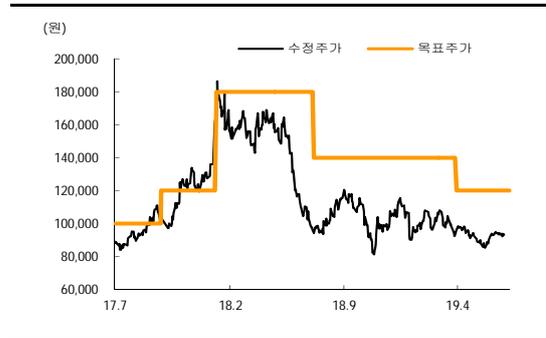
자료: OCI, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	762.3	791.1	760.5	758.4	686.1	652.4	632.2	686.2	-10.0%	-17.5%	-16.9%	-9.5%
YoY %	-2.9%	3.3%	8.0%	5.5%	-12.6%	-14.8%	-10.3%	6.9%				
QoQ %	6.1%	3.8%	-3.9%	-0.3%	6.9%	-4.9%	-3.1%	8.5%				
영업이익	77.0	81.3	62.3	94.0	(11.6)	48.3	52.7	85.4	-115.1%	-40.5%	-15.4%	-9.1%
YoY %	-3.7%	421.2%	흑전	흑전	적전	210.0%	흑전	흑전				
QoQ %	흑전	5.5%	-23.3%	50.8%	적지	흑전	9.1%	62.0%				
EBITDA	127.1	131.3	102.3	120.3	40.6	100.6	94.9	113.9	-68.0%	-23.4%	-7.2%	-5.3%
YoY %	-18.0%	45.5%	211.9%	198.8%	-73.8%	11.5%	189.3%	206.2%				
QoQ %	215.5%	3.4%	-22.1%	17.7%	9.2%	147.6%	-5.7%	20.1%				
순이익	52.7	56.1	40.9	65.8	(16.6)	37.2	40.7	68.7	-131.6%	-33.8%	-0.5%	4.3%
YoY %	-31.9%	666.7%	흑전	흑전	적전	407.8%	흑전	흑전				
QoQ %	흑전	6.5%	-27.1%	60.9%	적지	흑전	9.5%	68.7%				

자료: OCI, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	120,000원	6개월		
2019.04.01	매수	120,000원	6개월	-22.71%	-18.00%
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	-5.20%	11.00%



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 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 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,098	2,019	1,967	2,095	2,251
현금및현금성자산	914	744	635	750	809
매출채권및기타채권	532	433	487	493	534
재고자산	358	545	596	603	652
비유동자산	3,979	3,641	3,672	3,811	3,956
장기금융자산	15	54	14	14	14
유형자산	3,291	3,257	3,329	3,468	3,613
무형자산	43	42	33	33	33
자산총계	6,078	5,660	5,638	5,906	6,207
유동부채	1,214	1,093	795	799	825
단기금융부채	755	706	405	405	405
매입채무 및 기타채무	379	332	315	319	345
단기충당부채	6	2	3	3	3
비유동부채	1,448	1,074	1,355	1,355	1,355
장기금융부채	1,163	803	1,106	1,106	1,106
장기매입채무 및 기타채무	7	15	17	17	17
장기충당부채	9	9	11	11	11
부채총계	2,662	2,167	2,151	2,154	2,180
지배주주지분	3,352	3,429	3,424	3,688	3,964
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	786	786	785	785	785
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,477	2,529	2,512	2,775	3,051
비지배주주지분	63	63	63	63	63
자본총계	3,416	3,493	3,488	3,752	4,027
부채외자본총계	6,078	5,660	5,638	5,906	6,207

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	480	677	124	408	355
당기순이익(손실)	233	104	23	284	296
비현금성항목등	354	465	261	135	135
유형자산감가상각비	305	303	224	114	114
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(49)	(162)	(37)	(21)	(21)
운전자본감소(증가)	(49)	(175)	(150)	(10)	(75)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	50	85	(54)	(6)	(40)
재고자산감소(증가)	432	(186)	(51)	(7)	(49)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	5	4	2	14
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	37	26	0	0	0
투자활동현금흐름	416	(399)	(215)	(253)	(259)
금융자산감소(증가)	51	(142)	50	0	0
유형자산감소(증가)	334	(275)	(253)	(253)	(259)
무형자산감소(증가)	(5)	(5)	(6)	0	0
기타	35	22	(5)	0	0
재무활동현금흐름	(295)	(460)	(41)	(20)	(20)
단기금융부채증가(감소)	(658)	(525)	(355)	0	0
장기금융부채증가(감소)	372	111	334	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)	(109)	115	59
기초현금	339	914	744	635	750
기말현금	914	744	635	750	809
FCF	924	91	(87)	142	82

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,632	3,112	2,612	2,617	2,679
매출원가	3,133	2,746	2,349	2,064	2,112
매출총이익	498	366	263	553	567
매출총이익률 (%)	13.7	11.8	10.1	21.1	21.2
판매비와관리비	214	207	214	214	219
영업이익	284	159	49	339	348
영업이익률 (%)	7.8	5.1	1.9	12.9	13.0
비영업손익	(5)	(28)	(23)	(8)	(4)
순금융비용	57	26	20	23	27
외환관련손익	(32)	(0)	3	0	0
관계기업투자등 관련손익	8	(1)	19	32	32
세전계속사업이익	280	130	26	331	344
세전계속사업이익률 (%)	7.7	4.2	1.0	12.6	12.9
계속사업법인세	36	26	4	47	49
계속사업이익	244	105	23	284	296
중단사업이익	(11)	(1)	(0)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	233	104	23	284	296
순이익률 (%)	6.4	3.3	0.9	10.9	11.0
지배주주	235	104	22	275	286
지배주주귀속 순이익률(%)	6.5	3.3	0.8	10.5	10.7
비지배주주	(2)	0	1	9	9
총포괄이익	161	123	46	284	296
지배주주	166	124	43	275	286
비지배주주	(6)	(0)	2	9	9
EBITDA	590	461	273	453	462

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	32.7	(14.3)	(16.1)	0.2	2.4
영업이익	114.7	(44.2)	(68.9)	587.7	2.8
세전계속사업이익	흑전	(53.3)	(79.9)	1,159.8	4.1
EBITDA	34.5	(21.8)	(40.7)	65.7	2.1
EPS(계속사업)	(3.0)	(55.8)	(79.0)	1,161.4	4.1
수익성 (%)					
ROE	7.2	3.1	0.6	7.7	7.5
ROA	3.8	1.8	0.4	4.9	4.9
EBITDA마진	16.2	14.8	10.5	17.3	17.3
안정성 (%)					
유동비율	172.8	184.7	247.4	262.3	273.0
부채비율	77.9	62.0	61.7	57.4	54.1
순차입금/자기자본	25.9	15.6	20.1	15.6	13.1
EBITDA/이자비용(배)	0.3	(0.3)	(0.6)	1.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,849	4,352	914	11,526	11,995
BPS	134,266	137,384	137,174	148,233	159,776
CFPS	23,183	18,035	11,167	16,979	17,315
주당 현금배당금	1,950	850	850	850	850
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.8	24.6	102.1	8.1	7.8
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	5.9	5.9	8.4	5.5	5.4
EV/EBITDA(최고)	7.0	6.7	10.7	6.2	6.0
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

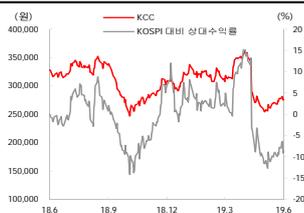
Company Data

자본금	56 십억원
발행주식수	1,056 만주
자사주	72 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,908 십억원
주요주주	
정몽진(외12)	39.35%
국민연금공단	11.55%
외국인지분률	21.30%
배당수익률	2.90%

Stock Data

주가(19/06/28)	275,500 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	0.97
52주 최고가	361,500 원
52주 최저가	247,000 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.2%	3.1%
6개월	-10.8%	-14.6%
12개월	-16.0%	-8.8%

KCC (002380/KS | 매수(유지) | T.P 350,000 원(하향))

M&A 프리미엄보다 더 무서운 실적 둔화

2Q19 영업이익 추정치는 631 억원으로서 컨센서스와 크게 다르지 않은 수준 예상함. 1Q 에 이어 금번 분기에서도 주택 입주물량 감소효과로 인하여 건자재/도로 모두 성수기 불구하고 좋지 못한 실적 불가피함. 때문에 글로벌 실리콘 업체 모멘티브 인수 프리미엄이 주가에 반영되기에는, 주택 공급물량 감소 시작과 함께 실적수준의 하향이 주가에 더욱 부담이 되는 상황임. 물론 하방경직은 충분하지만, 이에 대한 차후 추이 확인 필요함

2Q19 영업이익 631 억원(QoQ +176.4% / YoY -26.7%) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 668 억원을 -5.5% 가량 하회하는, 예상했던 수준의 실적이 전망되고 있음. 건자재와 도로 모두 1 분기에 이어 2 분기에서도 성수기 진입 불구하고 실적 약세가 불가피할 것으로 판단되는데, 기본적으로 주택 입주물량 감소에 따른 효과로 해석할 수 있음.

모멘티브 인수보다 두려운 본업 업황 둔화

동사의 주가는 1 분기 실적발표 이후 급락하였음. 글로벌 실리콘 업체 모멘티브의 인수 프리미엄으로 호재를 보이던 와중, 1 분기 실적이 크게 악화되어 발표된 것이 악재로 작용하였음. 차후 주택 공급물량 감소를 감안할 때 현재의 둔화된 실적은 단기간 개선되기 쉽지 않을 것임. 때문에 아직 모멘티브의 실적이 반영되지 않았고 게다가 재무에 대한 부담까지 지적되고 있는 상황에서 주가의 단기 반등을 모색하기는 쉽지 않음. 다만 현금과 보유자산 만의 가치로도 현재 2.9 조원의 시가총액은 충분히 설명될 수 있는 만큼 주가의 하방 경직성은 충분하다고 판단함.

목표주가 400,000 원 → 350,000 원 하향 / 투자조건 매수 유지

건자재/도로 부분의 이익가시성 둔화를 반영하여 목표주가를 하향 조정함. 주가의 하락이 과도하고 모멘티브 인수의 프리미엄을 반영할 수 있기 때문에 현 주가 수준에서 매력은 분명 있지만, 해당 효과를 확인하기 이전까지는 선분은 판단 쉽지 않음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	3,490.5	3,864.0	3,782.2	3,314.2	3,351.8	3,488.0
yoy	%	2.2	10.7	(2.1)	(12.4)	1.1	4.1
영업이익	십억원	326.6	329.8	243.5	167.7	167.7	173.9
yoy	%	5.6	1.0	(26.2)	(31.1)	(0.0)	3.7
EBITDA	십억원	529.9	551.8	492.9	413.7	413.6	419.9
세전이익	십억원	232.0	93.9	(12.3)	145.7	111.2	120.8
순이익(지배주주)	십억원	152.3	41.8	(23.6)	107.0	86.2	93.6
영업이익률%	%	9.4	8.5	6.4	5.1	5.0	5.0
EBITDA%	%	15.2	14.3	13.0	12.5	12.3	12.0
순이익률	%	6.6	2.4	(0.3)	4.4	3.3	3.5
EPS	원	14,430	3,958	(2,233)	10,139	8,166	8,870
PER	배	24.9	96.3	(138.4)	27.2	33.7	31.1
PBR	배	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	9.4	9.2	8.1	9.0	8.9	8.8
ROE	%	2.6	0.7	(0.4)	1.9	1.5	1.6
순차입금	십억원	1,202	1,045	740	811	794	778
부채비율	%	53.6	62.7	56.2	57.7	58.0	58.4

SOTP Valuation		(단위: 십억원)
1. 영업가치		
2019년 EBITDA 추정치	413.6	
target multiple	6.0	
target value	2,481.8	
2. 자산가치		
1Q19 기준 현금 및 현금성자산	435.3	
1Q19 기준 투자부동산	647.5	
1Q19 기준 관계기업/공동투자	160.3	
target value	1,243.2	
3. 투자유가증권		
2018년말 기준	취득원가	장부금액
시장성지분증권	1,582.6	2,619.4
discount		30.0%
target value		1,833.6
비시장성지분증권	27.9	27.7
discount		0.0%
target value		27.7
target value		1,861.3
4. 총차입금		
1Q19 기준		1,975.4
5. Total target value (1+2+3-4)		3,610.8
target price(원)		343,235

자료: KCC, SK 증권

2Q19 preview

(단위 % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,004.6	931.3	929.8	781.7	906.0	(9.8)	15.9	933.7	(3.0)
영업이익	86.1	76.9	25.1	22.8	63.1	(26.7)	176.4	66.8	(5.5)
세전이익	(432.3)	430.1	(515.2)	50.4	42.3	흑전	(16.1)	(32.9)	(228.7)
지배순이익	(335.5)	318.8	(383.1)	33.2	32.8	흑전	(1.1)	(24.1)	(236.1)
영업이익률	8.6	8.3	2.7	2.9	7.0	(1.6)	4.0	7.2	(0.2)
세전이익률	(43.0)	46.2	(55.4)	6.5	4.7	47.7	(1.8)	(3.5)	8.2
지배주주순이익률	(33.4)	34.2	(41.2)	4.2	3.6	37.0	(0.6)	(2.6)	6.2

자료: SK 증권 Fnguide

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	3,782.2	3,922.5	4,109.5	3,782.2	3,314.2	3,351.8	0.0%	-15.5%	-18.4%
YoY %	-2.1%	3.7%	4.8%	-2.1%	-12.4%	1.1%			
영업이익	243.5	259.1	269.8	243.5	167.7	167.7	0.0%	-35.3%	-37.9%
YoY %	-26.2%	6.4%	4.1%	-26.2%	-31.1%	0.0%			
EBITDA	492.9	511.2	521.9	492.9	413.7	413.6	0.0%	-19.1%	-20.7%
YoY %	-10.7%	3.7%	2.1%	-10.7%	-16.1%	0.0%			
순이익	(23.6)	78.7	88.2	(23.6)	107.0	86.2	0.0%	36.0%	-2.3%
YoY %	적전	흑전	12.1%	적전	흑전	-19.5%			

자료: KCC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	974.8	986.3	997.8	1,009.5	906.0	809.2	817.3	825.5	-7.1%	-18.0%	-18.1%	-18.2%
YoY %	-3.0%	5.9%	7.3%	4.8%	-9.8%	-13.1%	-12.1%	5.6%				
QoQ %	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	15.9%	-10.7%	1.0%	1.0%				
영업이익	81.3	68.8	45.7	65.9	63.1	51.6	30.2	17.3	-22.4%	-25.0%	-34.0%	-73.8%
YoY %	-5.6%	-10.5%	82.6%	4.1%	-26.7%	-32.9%	20.4%	-24.3%				
QoQ %	28.4%	-15.4%	-33.5%	44.2%	176.4%	-18.2%	-41.5%	-42.7%				
EBITDA	144.3	131.8	108.8	129.0	124.6	113.1	91.7	78.8	-13.7%	-14.2%	-15.7%	-38.9%
YoY %	-4.0%	-6.2%	23.5%	2.1%	-17.1%	-19.5%	4.1%	-6.6%				
QoQ %	14.2%	-8.7%	-17.5%	18.6%	47.8%	-9.2%	-19.0%	-14.1%				
순이익	32.6	23.3	4.6	20.6	32.8	30.4	10.7	0.7	0.5%	30.7%	131.9%	-96.4%
YoY %	흑전	-92.7%	흑전	12.8%	흑전	-90.5%	흑전	-97.8%				
QoQ %	78.9%	-28.7%	-80.2%	346.8%	-1.1%	-7.3%	-64.9%	-93.1%				

자료: KCC, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	350,000원	6개월		
2019.04.01	매수	400,000원	6개월	-23.26%	-9.63%
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%



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 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,452	2,646	2,725	2,806	2,888
현금및현금성자산	380	337	386	402	418
매출채권및기타채권	1,036	865	895	932	971
재고자산	549	593	615	640	666
비유동자산	7,092	6,320	6,250	6,171	6,100
장기금융자산	3,346	2,701	2,665	2,665	2,665
유형자산	2,766	2,730	2,679	2,601	2,529
무형자산	30	31	31	31	31
자산총계	9,544	8,965	8,975	8,977	8,988
유동부채	2,604	1,422	1,480	1,501	1,523
단기금융부채	1,962	666	759	759	759
매입채무 및 기타채무	551	527	514	535	556
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,074	1,802	1,807	1,807	1,807
장기금융부채	479	1,387	1,393	1,393	1,393
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	13	12	14	14	14
부채총계	3,678	3,224	3,287	3,307	3,329
지배주주지분	5,855	5,730	5,689	5,687	5,692
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	5,385	5,382	5,387
비지배주주지분	11	11	11	11	11
자본총계	5,866	5,741	5,700	5,698	5,703
부채외자본총계	9,544	8,965	8,975	8,977	8,988

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	333	539	325	406	412
당기순이익(손실)	42	(23)	107	86	94
비현금성항목등	515	592	349	370	370
유형자산감가상각비	222	249	246	246	246
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(293)	(342)	(103)	(124)	(124)
운전자본감소(증가)	(144)	16	(127)	(50)	(52)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(120)	181	12	(34)	(36)
재고자산감소(증가)	(24)	(43)	(22)	(25)	(26)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	45	(38)	(35)	9	10
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	52	11	69	69	69
투자활동현금흐름	(659)	(50)	(149)	(168)	(174)
금융자산감소(증가)	(269)	30	32	0	0
유형자산감소(증가)	(417)	(233)	(187)	(168)	(174)
무형자산감소(증가)	(1)	(2)	(0)	0	0
기타	29	154	6	0	0
재무활동현금흐름	142	(524)	(13)	(89)	(89)
단기금융부채증가(감소)	187	(993)	92	0	0
장기금융부채증가(감소)	100	614	(0)	0	0
자본의증가(감소)	5	3	0	0	0
배당금의 지급	89	89	89	89	89
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(208)	(43)	48	17	16
기초현금	588	380	337	386	402
기말현금	380	337	386	402	418
FCF	242	304	98	165	162

자료 : KCC, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,864	3,782	3,314	3,352	3,488
매출원가	2,939	2,937	2,544	2,575	2,680
매출총이익	925	846	770	777	808
매출총이익률 (%)	23.9	22.4	23.2	23.2	23.2
판매비와관리비	595	602	602	609	634
영업이익	330	244	168	168	174
영업이익률 (%)	8.5	6.4	5.1	5.0	5.0
비영업손익	(236)	(256)	(22)	(56)	(53)
순금융비용	228	270	142	85	89
외환관련손익	(4)	5	13	0	0
관계기업투자등 관련손익	(51)	16	13	8	8
세전계속사업이익	94	(12)	146	111	121
세전계속사업이익률 (%)	2.4	(0.3)	4.4	3.3	3.5
계속사업법인세	52	11	39	25	27
계속사업이익	42	(23)	107	86	94
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	42	(23)	107	86	94
순이익률 (%)	1.1	(0.6)	3.2	2.6	2.7
지배주주	42	(24)	107	86	94
지배주주귀속 순이익률(%)	1.1	(0.6)	3.2	2.6	2.7
비지배주주	1	0	0	0	0
총포괄이익	(3)	(36)	126	86	94
지배주주	(4)	(37)	126	86	94
비지배주주	0	1	0	0	0
EBITDA	552	493	414	414	420

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	10.7	(2.1)	(12.4)	1.1	4.1
영업이익	1.0	(26.2)	(31.1)	(0.0)	3.7
세전계속사업이익	(59.5)	적전	흑전	(23.7)	8.6
EBITDA	4.1	(10.7)	(16.1)	(0.0)	1.5
EPS(계속사업)	(72.6)	적전	흑전	(19.5)	8.6
수익성 (%)					
ROE	0.7	(0.4)	1.9	1.5	1.6
ROA	0.5	(0.2)	1.2	1.0	1.0
EBITDA마진	14.3	13.0	12.5	12.3	12.0
안정성 (%)					
유동비율	94.2	186.0	184.1	187.0	189.7
부채비율	62.7	56.2	57.7	58.0	58.4
순차입금/자기자본	17.8	12.9	14.2	13.9	13.6
EBITDA/이자비용(배)	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,958	(2,233)	10,139	8,166	8,870
BPS	604,133	575,839	571,548	571,331	571,817
CFPS	35,102	66,970	35,363	35,610	36,070
주당 현금배당금	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	96.3	(138.4)	27.2	33.7	31.1
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)					
PCR	10.9	4.6	7.8	7.7	7.6
EV/EBITDA(최고)	9.2	8.1	9.0	8.9	8.8
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	1,486 십억원
주요주주	
SK(주)(외7)	41.65%
국민연금공단	13.33%
외국인지분률	11.00%
배당수익률	2.50%

Stock Data

주가(19/06/28)	39,600 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	1.06
52주 최고가	47,350 원
52주 최저가	30,400 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	25.1%	20.3%
6개월	10.6%	6.0%
12개월	-9.7%	-1.9%

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

확실한 동박 프리미엄

2Q19 영업이익 추정치는 481 억원으로서 컨센서스와 크게 다르지 않은 수준 예상함. 2Q 우려했던 대로 공급과잉이 시작된 PO의 둔화는 불가피하지만, 필름이 원재료 가격 하락의 수혜를 받고 있고 신사업도 견조할 것으로 기대됨. 현재 주가에서는 단기 이익보다 동박업체(KCFT) 인수에 따른 premium 이 더욱 중요함. 아직 재무구조에 대한 부분은 불확실하긴 하지만, 차후 구체적 계획 나오게 될 경우 목표주가 상향 여지는 충분히 상존

2Q19 영업이익 481 억원(QoQ +32.8% / YoY -9.4%) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 477 억원과 크게 다르지 않은 양호한 실적이 예상됨. 우려했던 대로 PO 중심의 화학은 공급과잉 시작에 따른 지속적인 실적둔화가 불가피할 것으로 판단함. 다만 MEG/PTA/PET 등 원재료 가격 하락의 수혜를 받고 있는 필름이 이번 분기에도 양호한 실적을 시현해주고, 신사업 부문 역시 견조한 실적 추이를 보여 주는 것이 기대됨

동박(Copper foil) 장착은 확실한 호재

동사는 세계 1위 동박제조업체 KCFT의 인수 이후 주가 강세가 나타나고 있음. 그리고 이는 분명한 호재로 판단할 수 있는 요인임. 전기차배터리 / ESS 시장 등으로 배터리의 대형화가 이뤄지면서 양극/음극의 투입량이 증대됨과 동시에 동박의 사용량도 동반 증대되고 있고, 미래형 배터리로서 시장을 달구고 있는 전고체 시장이 온다 하더라도 동박은 큰 변동이 없을 것으로(오히려 더 사용될 것으로) 예상되기 때문임. 특히 주가 부진을 면치 못하는 화학업종 내 상대적 매력은 여전히 부각될 것임. 다만 아직 재무적인 부분에 대한 해결책이 명확히 제시되지 않는 만큼 지켜봐야 할 부분 또한 상존함

목표주가 45,000 원 / 투자의견 매수 유지

아직은 이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견에 대한 변동은 없음. 다만 차후 재무적인 부분이 완료되고 동박사업부문의 실적 가시성이 확보될 경우, 이익추정치 변동에 따른 목표주가 상향의 여지는 충분히 존재함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	2,359.4	2,653.5	2,767.8	2,543.3	2,438.5	2,504.4
yoy	%	(4.3)	12.5	4.3	(8.1)	(4.1)	2.7
영업이익	십억원	149.3	175.7	201.1	171.8	165.9	184.4
yoy	%	(31.5)	17.7	14.5	(14.6)	(3.4)	11.2
EBITDA	십억원	274.1	298.1	328.0	312.8	306.9	325.4
세전이익	십억원	119.6	180.7	182.1	156.8	168.0	177.5
순이익(지배주주)	십억원	42.8	110.0	120.6	111.2	118.7	125.4
영업이익률%	%	6.3	6.6	7.3	6.8	6.8	7.4
EBITDA%	%	11.6	11.2	11.9	12.3	12.6	13.0
순이익률	%	5.1	6.8	6.6	6.2	6.9	7.1
EPS	원	1,142	2,931	3,213	2,964	3,162	3,341
PER	배	28.9	16.0	11.1	13.4	12.5	11.9
PBR	배	0.9	1.3	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	8.6	9.0	4.1	4.8	4.8	4.6
ROE	%	3.0	7.7	8.1	7.1	7.2	7.2
순차입금	십억원	1,125	921	1,115	1,198	1,152	1,119
부채비율	%	131.6	130.1	126.2	132.1	125.5	119.7

2Q19 preview

(단위 % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	726.0	689.4	713.7	604.0	677.7	(6.7)	12.2	688.5	(1.6)
영업이익	53.1	54.0	52.8	36.2	48.1	(9.4)	32.8	47.7	0.9
세전이익	53.5	56.1	13.9	26.4	45.5	(14.9)	72.5	45.5	0.0
지배순이익	38.5	39.8	0.7	19.1	32.2	(16.5)	68.3	30.3	6.2
영업이익률	7.3	7.8	7.4	6.0	7.1	(0.2)	1.1	6.9	0.2
세전이익률	7.4	8.1	2.0	4.4	6.7	(0.7)	2.3	6.6	0.1
지배주주순이익률	5.3	5.8	0.1	3.2	4.7	(0.6)	1.6	4.4	0.3

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
ROE(지배주주지분)	7.3%	8.1%	7.4%	6.8%	6.9%	7.3%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE 7.3%				
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.06					
2Q20E BPS(지배주주지분)	41,368					
Target Price	43,803					

자료: SKC, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
EPS(지배주주지분)	7,397	3,253	3,141	3,420	3,817
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,320				
2Q20E EPS	3,253				
2Q21E EPS	3,141				

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	33,204	34,865	36,525	38,185	39,845	41,505	43,166	44,826	46,486	48,146
TP by 2Q20E EPS	32,533	34,159	35,786	37,412	39,039	40,666	42,292	43,919	45,546	47,172
TP by 2Q21E EPS	31,413	32,984	34,554	36,125	37,696	39,266	40,837	42,407	43,978	45,549

자료: SKC, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	2,767.8	2,400.3	2,269.3	2,767.8	2,543.3	2,438.5	0.0%	6.0%	7.5%
YoY %	4.3	(13.3)	(5.5)	4.3	(8.1)	(4.1)			
영업이익	201.1	160.8	177.6	201.1	171.8	165.9	0.0%	6.8%	-6.6%
YoY %	14.5	(20.0)	10.4	14.5	(14.6)	(3.4)			
EBITDA	328.0	283.6	300.4	328.0	312.8	306.9	0.0%	10.3%	2.2%
YoY %	10.0	(13.5)	5.9	10.0	(4.6)	(1.9)			
순이익	120.6	118.5	134.4	120.6	111.2	118.7	0.0%	-6.1%	-11.7%
YoY %	9.6	(1.7)	13.4	9.6	(7.7)	6.7			

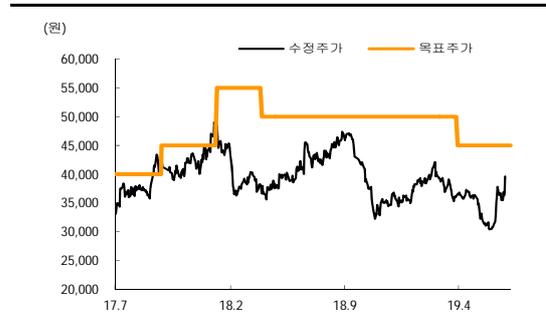
자료: SKC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	624.9	625.9	553.0	523.6	677.7	626.8	634.9	551.8	8.4%	0.1%	14.8%	5.4%
YoY %	(13.9)	(9.2)	(22.5)	(12.2)	(6.7)	(9.1)	(11.0)	(8.6)				
QoQ %	4.8	0.2	(11.7)	(5.3)	12.2	(7.5)	1.3	(13.1)				
영업이익	45.1	44.6	32.9	42.8	48.1	42.4	45.0	40.2	6.8%	-4.8%	36.9%	-6.0%
YoY %	(15.1)	(17.5)	(37.8)	11.7	(9.4)	(21.4)	(14.8)	11.1				
QoQ %	17.6	(1.1)	(26.2)	30.1	32.8	(11.8)	6.1	(10.6)				
EBITDA	75.8	75.3	63.6	73.5	83.4	77.7	80.3	75.5	10.0%	3.2%	26.3%	2.7%
YoY %	(11.7)	(12.3)	(23.9)	6.5	(2.8)	(9.5)	(3.9)	5.6				
QoQ %	9.8	(0.6)	(15.5)	15.6	16.6	(6.8)	3.3	(6.0)				
순이익	33.6	33.3	23.7	32.2	32.2	29.2	30.7	29.3	-4.3%	-12.3%	30.0%	-9.2%
YoY %	(12.8)	(16.3)	3,465.2	15.4	(16.5)	(26.6)	4,533.6	53.1				
QoQ %	20.3	(0.8)	(29.0)	36.3	68.3	(9.1)	5.2	(4.8)				

자료: SKC, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	45,000원	6개월		
2019.04.01	매수	45,000원	6개월	-22.89%	-12.00%
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	-5.53%	8.50%



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 7월 2일 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 7월 2일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	897	910	1,102	1,160	1,232
현금및현금성자산	176	160	224	270	303
매출채권및기타채권	367	344	391	397	414
재고자산	299	353	413	418	437
비유동자산	2,770	2,923	2,983	3,026	3,075
장기금융자산	7	6	2	2	2
유형자산	1,903	1,979	2,060	2,103	2,151
무형자산	209	233	236	236	236
자산총계	3,667	3,833	4,085	4,186	4,306
유동부채	1,201	1,082	1,160	1,165	1,181
단기금융부채	741	615	696	696	696
매입채무 및 기타채무	367	388	361	366	382
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	873	1,057	1,165	1,165	1,165
장기금융부채	676	843	948	948	948
장기매입채무 및 기타채무	7	3	3	3	3
장기충당부채	4	4	0	0	0
부채총계	2,074	2,138	2,325	2,330	2,346
지배주주지분	1,450	1,533	1,596	1,692	1,796
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	1,376	1,472	1,576
비지배주주지분	144	162	164	164	164
자본총계	1,594	1,695	1,760	1,856	1,960
부채외자본총계	3,667	3,833	4,085	4,186	4,306

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	209	232	148	299	289
당기순이익(손실)	136	141	125	132	139
비현금성항목등	171	201	183	175	175
유형자산감가상각비	122	127	141	141	141
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(49)	(74)	(42)	(34)	(34)
운전자본감소(증가)	(14)	(31)	(150)	(8)	(25)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	30	24	(17)	(5)	(16)
재고자산감소(증가)	(46)	(54)	(59)	(6)	(18)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(4)	(7)	(52)	3	10
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	44	41	14	14	14
투자활동현금흐름	(176)	(213)	(196)	(184)	(189)
금융자산감소(증가)	15	(1)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(111)	(181)	(192)	(184)	(189)
무형자산감소(증가)	(19)	(19)	(5)	0	0
기타	(61)	(12)	1	0	0
재무활동현금흐름	38	(35)	119	(35)	(35)
단기금융부채증가(감소)	(168)	(499)	(47)	0	0
장기금융부채증가(감소)	253	499	202	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)	64	46	33
기초현금	105	176	160	224	270
기말현금	176	160	224	270	303
FCF	325	(58)	(7)	80	73

자료 : SKC, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,654	2,768	2,543	2,439	2,504
매출원가	2,227	2,289	2,071	1,984	2,024
매출총이익	426	479	473	454	481
매출총이익률 (%)	16.1	17.3	18.6	18.6	19.2
판매비와관리비	250	278	301	289	296
영업이익	176	201	172	166	184
영업이익률 (%)	6.6	7.3	6.8	6.8	7.4
비영업손익	5	(19)	(15)	2	(7)
순금융비용	11	4	30	40	45
외환관련손익	(2)	(1)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	93	63	30	31	16
세전계속사업이익	181	182	157	168	178
세전계속사업이익률 (%)	6.8	6.6	6.2	6.9	7.1
계속사업법인세	44	41	31	36	38
계속사업이익	136	141	125	132	139
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	136	141	125	132	139
순이익률 (%)	5.1	5.1	4.9	5.4	5.6
지배주주	110	121	111	119	125
지배주주귀속 순이익률(%)	4.1	4.4	4.4	4.9	5.0
비지배주주	26	20	14	13	14
총포괄이익	114	134	133	132	139
지배주주	90	114	117	119	125
비지배주주	25	20	15	13	14
EBITDA	298	328	313	307	325

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	12.5	4.3	(8.1)	(4.1)	2.7
영업이익	17.7	14.5	(14.6)	(3.4)	11.2
세전계속사업이익	51.0	0.8	(13.9)	7.1	5.7
EBITDA	8.8	10.0	(4.6)	(1.9)	6.0
EPS(계속사업)	156.8	9.6	(7.7)	6.7	5.7
수익성 (%)					
ROE	7.7	8.1	7.1	7.2	7.2
ROA	3.8	3.8	3.2	3.2	3.3
EBITDA마진	11.2	11.9	12.3	12.6	13.0
안정성 (%)					
유동비율	74.7	84.2	95.0	99.6	104.3
부채비율	130.1	126.2	132.1	125.5	119.7
순차입금/자기자본	57.8	65.8	68.1	62.0	57.1
EBITDA/이자비용(배)	0.2	0.2	(0.1)	(0.0)	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,931	3,213	2,964	3,162	3,341
BPS	36,307	37,983	39,528	42,098	44,867
CFPS	6,794	7,530	7,431	7,225	7,613
주당 현금배당금	900	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	16.0	11.1	13.4	12.5	11.9
PER(최저)					
PBR(최고)	1.3	0.9	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)					
PCR	6.9	4.8	5.3	5.5	5.2
EV/EBITDA(최고)	9.0	4.1	4.8	4.8	4.6
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	14,702 십억원
주요주주	
SK(주)(외2)	33.40%
국민연금공단	9.66%
외국인지분률	37.20%
배당수익률	4.00%

Stock Data

주가(19/06/28)	159,000 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	0.88
52주 최고가	225,500 원
52주 최저가	157,500 원
60일 평균 거래대금	40 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.2%	-5.0%
6개월	-11.4%	-15.1%
12개월	-21.1%	-14.3%

SK 이노베이션 (096770/KS | 매수(유지) | T.P 190,000 원(하향))

SK 이노베이션에 배터리 프리미엄을?

2Q19 영업이익 추정치는 3,670 억원으로서 컨센서스 대비 -21.6% 하회하는 기대 이하 수준 예상함. 정유는 유가하락/정제마진 약세가 나타났고, 화학에서도 PX 의 지속적인 가격하락이 약재로 작용하였음. 한편 일각에서 동사에 전기차배터리 프리미엄을 반영하고자 하지만 대내외적인 여건을 감안할 때 쉽지 않고, 오히려 본업 정유/화학의 공급과잉을 걱정해야 함. 주가급락 불구 화학대비 높은 valuation 여전히 부담

2Q19 영업이익 3,670 억원(QoQ +10.9% / YoY -56.9%) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 4,683 억원을 -21.6% 가량 하회하는, 기대 이하의 실적 이 예상되고 있음. 대다수의 사업부가 부진을 면치 못할 것으로 추정됨. 정유는 유가의 하락(Dubai 기준 4/30 \$71.6/bbl → 6/28 \$64.9/bbl)과 함께 정제마진도 약세가 지속 되었음(복합정제마진 1Q \$4.99/bbl → 2Q 4.96/bbl). 화학에서도 PX 는 분기 내내 하락세(1Q \$1,068/t → 2Q \$901/t)를 보였을 뿐만 아니라 NCC 에서도 PE 의 약세 탓에 수익을 기대하기 쉽지 않았음.

SK 이노베이션의 배터리 프리미엄?

지난 해 이후 LG 화학을 필두로 전기차배터리 시장에서 파우치 타입의 강세가 이어지자, 동사에 배터리 프리미엄을 부여하고자 하는 움직임이 있었음. 다만 LG 화학과 격차를 보이는 기술진입시점 및 생산능력, 그리고 최근 도요타와 A123 에 의해 발표되는 전고체배터리 상용화를 감안할 때, 뒤늦은 공격적 증설을 단행하고 있는 동사에게 프리미엄을 반영할 수 있는 지는 의문임. 오히려 정유/화학 공히 중국의 공격적 신증설을 목전에 두고 있는 만큼, 본업의 실적 안정성이 저하되고 있다는 부분을 우려해야 할 상황임.

목표주가 220,000 원 → 190,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

정유/화학 실적의 급격한 둔화를 감안하여 이익추정치를 하향하며, 이를 반영해 목표주가 역시 하향 조정함. SK 증권 리서치센터는 올 해 정유에 대해 화학보다 주가매력이 낮다고 지속 제시 중에 있고, 비록 주가 하락폭이 컸지만 여전히 상대적으로 높은 valuation 을 감안할 때 그러한 추이는 이어질 개연성이 높은 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	39,520.5	46,162.7	54,510.9	0,065.7	46,821.8	48,719.6
yoy	%	(18.3)	16.8	18.1	(8.2)	(6.5)	4.1
영업이익	십억원	3,228.3	3,221.8	2,117.6	1,061.6	1,704.5	1,831.4
yoy	%	63.1	(0.2)	(34.3)	(49.9)	60.6	7.4
EBITDA	십억원	4,142.7	4,121.8	3,056.5	2,176.9	2,819.8	2,946.6
세전이익	십억원	2,423.4	3,223.7	2,402.4	989.4	1,423.7	1,501.4
순이익(지배주주)	십억원	1,671.3	2,103.8	1,651.5	699.8	1,048.2	1,105.4
영업이익률%	%	8.2	7.0	3.9	2.1	3.6	3.8
EBITDA%	%	10.5	8.9	5.6	4.3	6.0	6.0
순이익률	%	6.1	7.0	4.4	2.0	3.0	3.1
EPS	원	17,988	22,643	17,752	7,568	11,336	11,955
PER	배	8.1	9.0	10.1	21.0	14.0	13.3
PBR	배	0.8	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	3.1	4.7	5.5	6.8	5.3	5.0
ROE	%	10.1	12.0	9.1	3.9	5.9	6.1
순차입금	십억원	(625)	193	2,464	2,419	2,672	3,290
부채비율	%	78.0	77.4	86.7	99.6	97.7	97.5

2Q19 preview

(단위: % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	13,438.0	14,958.7	13,948.1	12,848.6	13,288.2	(1.1)	3.4	13,210.7	0.6
영업이익	851.6	835.8	(281.5)	331.1	367.0	(56.9)	10.9	468.3	(21.6)
세전이익	738.6	684.2	300.7	304.8	346.1	(53.1)	13.6	450.0	(23.1)
지배순이익	499.2	444.3	249.7	195.8	254.8	(49.0)	30.2	302.8	(15.8)
영업이익률	6.3	5.6	(2.0)	2.6	2.8	(3.6)	0.2	3.5	(0.8)
세전이익률	5.5	4.6	2.2	2.4	2.6	(2.9)	0.2	3.4	(0.8)
지배주주순이익률	3.7	3.0	1.8	1.5	1.9	(1.8)	0.4	2.3	(0.4)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
ROE(지배주주지분)	7.2%	9.1%	9.2%	3.9%	5.8%	5.9%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	7.2%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					

Target P/B	1.04					
2Q20E BPS(지배주주지분)	181,834					
Target Price	189,845					

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
EPS(지배주주지분)	8,748	17,752	7,460	11,227	11,846
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	13,798				
2Q20E EPS	17,752				
2Q21E EPS	7,460				

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	137,979	144,878	151,777	158,676	165,575	172,474	179,373	186,272	193,171	200,070
TP by 2Q20E EPS	177,517	186,393	195,269	204,145	213,021	221,897	230,773	239,649	248,524	257,400
TP by 2Q21E EPS	74,598	78,328	82,058	85,788	89,518	93,248	96,978	100,708	104,438	108,168

자료: SK 이노베이션, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	54,510.9	49,170.6	46,559.8	54,510.9	50,065.7	46,821.8	0.0%	1.8%	0.6%
YoY %	18.1%	-9.8%	-5.3%	18.1%	-8.2%	-6.5%			
영업이익	2,117.6	1,349.9	1,563.3	2,117.6	1,061.6	1,704.5	0.0%	-21.4%	9.0%
YoY %	-34.3%	-36.3%	15.8%	-34.3%	-49.9%	60.6%			
EBITDA	3,056.5	2,344.5	2,557.9	3,056.5	2,176.9	2,819.8	0.0%	-7.1%	10.2%
YoY %	-25.8%	-23.3%	9.1%	-25.8%	-28.8%	29.5%			
순이익	1,651.5	788.3	924.3	1,651.5	699.8	1,048.2	0.0%	-11.2%	13.4%
YoY %	-21.5%	-52.3%	17.2%	-21.5%	-57.6%	49.8%			

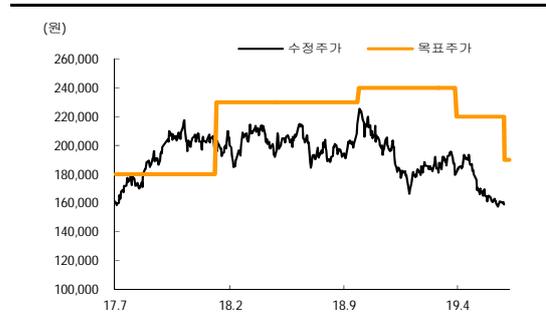
자료: SK 이노베이션 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	12,751.7	12,779.7	11,052.1	11,894.0	13,288.2	12,817.3	11,111.6	11,971.1	4.2%	0.3%	0.5%	0.6%
YoY %	-5.1%	-14.6%	-20.8%	-5.5%	-1.1%	-14.3%	-20.3%	-6.8%				
QoQ %	1.3%	0.2%	-13.5%	7.6%	3.4%	-3.5%	-13.3%	7.7%				
영업이익	425.0	500.8	66.2	527.2	367.0	316.8	46.8	592.7	-13.7%	-36.7%	-29.3%	12.4%
YoY %	-50.1%	-40.1%	흑전	47.3%	-56.9%	-62.1%	흑전	79.0%				
QoQ %	18.8%	17.8%	-86.8%	696.5%	10.9%	-13.7%	-85.2%	1167.0%				
EBITDA	673.7	749.5	314.8	775.9	645.8	595.6	325.6	871.6	-4.1%	-20.5%	3.4%	12.3%
YoY %	-37.8%	-30.1%	흑전	27.9%	-40.4%	-44.4%	흑전	42.9%				
QoQ %	11.1%	11.2%	-58.0%	146.4%	5.9%	-7.8%	-45.3%	167.7%				
순이익	263.4	333.9	(13.3)	336.6	254.8	228.4	20.9	388.3	-3.2%	-31.6%	-257.3%	15.3%
YoY %	-47.2%	-24.9%	적전	64.7%	-49.0%	-48.6%	-91.6%	98.3%				
QoQ %	28.9%	26.8%	적전	흑전	30.2%	-10.4%	-90.9%	1760.7%				

자료: SK 이노베이션 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	190,000원	6개월		
2019.04.01	매수	220,000원	6개월	-21.36%	-12.05%
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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 7월 2일 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 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	16,220	16,752	17,167	16,987	17,160
현금및현금성자산	2,004	1,856	2,295	2,043	1,425
매출채권및기타채권	5,297	5,156	4,883	4,916	5,285
재고자산	5,980	6,180	5,386	5,421	5,804
비유동자산	18,030	19,333	20,941	21,553	22,234
장기금융자산	389	543	544	544	544
유형자산	13,596	13,798	14,553	15,165	15,847
무형자산	1,501	2,007	2,057	2,057	2,057
자산총계	34,250	36,085	38,108	38,539	39,394
유동부채	9,955	8,941	9,601	9,638	10,037
단기금융부채	1,606	1,431	1,935	1,935	1,935
매입채무 및 기타채무	5,712	5,116	5,625	5,661	6,061
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4,986	7,817	9,411	9,411	9,411
장기금융부채	4,064	6,649	8,214	8,214	8,214
장기매입채무 및 기타채무	7	13	11	11	11
장기충당부채	114	132	139	139	139
부채총계	14,941	16,757	19,012	19,049	19,448
지배주주지분	18,086	18,124	17,473	17,868	18,323
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	12,375	12,770	13,226
비지배주주지분	1,224	1,204	1,623	1,623	1,623
자본총계	19,309	19,328	19,095	19,490	19,946
부채외자본총계	34,250	36,085	38,108	38,539	39,394

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	2,180	1,728	2,875	2,622	2,329
당기순이익(손실)	2,145	1,710	742	1,103	1,164
비현금성항목등	1,992	2,013	1,283	1,554	1,554
유형자산감가상각비	900	939	1,115	1,115	1,115
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,092)	(1,075)	(168)	(439)	(439)
운전자본감소(증가)	(1,214)	(1,154)	934	(35)	(388)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(875)	360	323	(29)	(314)
재고자산감소(증가)	(1,534)	(200)	794	(35)	(383)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,058	(615)	(311)	28	308
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	1,076	710	373	373	373
투자활동현금흐름	(1,066)	(2,477)	(3,291)	(1,727)	(1,797)
금융자산감소(증가)	755	(526)	(1,220)	0	0
유형자산감소(증가)	(864)	(1,242)	(1,847)	(1,727)	(1,797)
무형자산감소(증가)	(70)	(209)	(56)	0	0
기타	(888)	(500)	(168)	0	0
재무활동현금흐름	(1,671)	586	1,373	(708)	(708)
단기금융부채증가(감소)	223	(90)	110	0	0
장기금융부채증가(감소)	(1,134)	2,499	1,374	0	0
자본의증가(감소)	75	(965)	0	0	0
배당금의 지급	757	822	708	708	708
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(640)	(148)	439	(253)	(618)
기초현금	2,644	2,004	1,856	2,295	2,043
기말현금	2,004	1,856	2,295	2,043	1,425
FCF	471	(42)	1,852	673	346

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	46,163	54,511	50,066	46,822	48,720
매출원가	40,825	50,529	47,338	43,560	45,267
매출총이익	5,338	3,982	2,727	3,262	3,452
매출총이익률 (%)	11.6	7.3	5.4	7.0	7.1
판매비와관리비	2,116	1,864	1,666	1,558	1,621
영업이익	3,222	2,118	1,062	1,704	1,831
영업이익률 (%)	7.0	3.9	2.1	3.6	3.8
비영업손익	2	285	(72)	(281)	(330)
순금융비용	671	2,239	1,214	268	212
외환관련손익	102	(101)	(28)	0	0
관계기업투자등 관련손익	311	155	118	141	147
세전계속사업이익	3,224	2,402	989	1,424	1,501
세전계속사업이익률 (%)	7.0	4.4	2.0	3.0	3.1
계속사업법인세	1,076	705	247	320	338
계속사업이익	2,147	1,697	742	1,103	1,164
중단사업이익	(2)	13	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,145	1,710	742	1,103	1,164
순이익률 (%)	4.6	3.1	1.5	2.4	2.4
지배주주	2,104	1,651	700	1,048	1,105
지배주주귀속 순이익률(%)	4.6	3.0	1.4	2.2	2.3
비지배주주	41	59	42	55	58
총포괄이익	1,878	1,820	848	1,103	1,164
지배주주	1,847	1,758	805	1,048	1,105
비지배주주	31	62	44	55	58
EBITDA	4,122	3,057	2,177	2,820	2,947

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	16.8	18.1	(8.2)	(6.5)	4.1
영업이익	(0.2)	(34.3)	(49.9)	60.6	7.4
세전계속사업이익	33.0	(25.5)	(58.8)	43.9	5.5
EBITDA	(0.5)	(25.8)	(28.8)	29.5	4.5
EPS(계속사업)	25.9	(21.6)	(57.4)	49.8	5.5
수익성 (%)					
ROE	12.0	9.1	3.9	5.9	6.1
ROA	6.4	4.9	2.0	2.9	3.0
EBITDA마진	8.9	5.6	4.3	6.0	6.0
안정성 (%)					
유동비율	162.9	187.4	178.8	176.2	171.0
부채비율	77.4	86.7	99.6	97.7	97.5
순차입금/자기자본	1.0	12.7	12.7	13.7	16.5
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	22,643	17,752	7,568	11,336	11,955
BPS	184,368	181,834	174,431	178,646	183,504
CFPS	32,504	25,980	20,394	25,997	27,046
주당 현금배당금	8,000	8,030	8,030	8,030	8,030
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.0	10.1	21.0	14.0	13.3
PER(최저)					
PBR(최고)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
PBR(최저)					
PCR	6.3	6.9	7.8	6.1	5.9
EV/EBITDA(최고)	4.7	5.5	6.8	5.3	5.0
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	9,423 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company,B.V(A.O.C.B.V) (외11)	63.45%
국민연금공단	6.06%
외국인지분률	78.10%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(19/06/28)	83,700 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	137,500 원
52주 최저가	80,300 원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.0%	-1.0%
6개월	-14.3%	-17.9%
12개월	-25.6%	-19.2%

S-Oil (010950/KS | 매수(유지) | T.P 100,000 원(하향))

이익과 투자 모두 좋지 못한 타이밍

2Q19 영업이익 추정치는 -273 억원으로서 컨센서스를 크게 하회할 것으로 예상함. 정유는 유가하락/정제마진 약세가 나타났고, 화학에서도 PX의 지속적인 가격하락이 악재로 작용하였음. 차후 주가의 방향성을 보더라도 중국발 공급과잉 속에 정유/화학 모두 실적회복이 쉽지 않고, 게다가 최근 연이은 화학투자의 타이밍이 좋지 못한 만큼, 근래 주가급락에도 불구하고 연중 부담으로 지속될 것임

2Q19 영업이익 -273 억원(QoQ 적전 / YoY 적전) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 1,748 억원을 크게 하회하는 기대 이하의 실적이 예상되고 있음. 대다수의 사업부가 부진을 면치 못할 것으로 추정됨. 무엇보다 정유는 유가의 하락(Dubai 기준 4/30 \$71.6/bbl → 6/28 \$64.9/bbl)과 함께 정제마진도 약세가 지속되었음(복합정제마진 1Q \$4.99/bbl → 2Q 4.96/bbl). 화학에서도 PX는 분기 내내 하락세(1Q \$1,068/t → 2Q \$901/t)를 보였기에 수익을 기대하기 쉽지 않았음.

주가에는 좋지 못한 화학 투자 타이밍

동사는 신규화학설비 PO의 올 해 가동 이후 크래커에 대한 신규투자까지 발표하였음. 최근 지속적으로 화학에 대한 확장외지를 보여주고 있음. 장기적으로 본다면 수직계열화의 이점은 분명히 존재함. 다만 최근 정유/화학 공히 공급과잉에 들어가 있고, 게다가 중국발 공급과잉이 2022년까지 지속될 것을 감안한다면 투자 타이밍이 주가에는 그다지 우호적이지 못한 것이 사실임. 본업의 실적 둔화와 함께 지속적으로 주가에 부담 요인임

목표주가 120,000 원 → 100,000 원 하향 / 투자외견 매수 유지

이익추정치 변동분에 따라 목표주가 역시 하향 조정함. 최근 주가하락이 급격히 진행되었음에도 불구하고 여전히 시장 및 투자타이밍에 대한 부담, 그리고 화학대비 상대적으로 높은 valuation은 연중 부담요인으로 지속 작용할 것임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	16,321.8	20,891.4	25,463.3	21,130.1	19,426.0	20,225.0
yoy	%	(8.8)	28.0	21.9	(17.0)	(8.1)	4.1
영업이익	십억원	1,616.9	1,373.3	639.5	464.7	1,024.3	1,116.4
yoy	%	97.8	(15.1)	(53.4)	(27.3)	120.4	9.0
EBITDA	십억원	1,903.6	1,667.4	993.6	1,000.9	1,560.5	1,652.6
세전이익	십억원	1,575.1	1,644.9	331.8	463.9	1,014.9	1,168.2
순이익(지배주주)	십억원	1,205.4	1,246.5	258.0	351.3	786.5	905.4
영업이익률%	%	9.9	6.6	2.5	2.2	5.3	5.5
EBITDA%	%	11.7	8.0	3.9	4.7	8.0	8.2
순이익률	%	7.4	6.0	1.0	1.7	4.0	4.5
EPS	원	10,494	10,870	2,090	2,918	6,784	7,840
PER	배	8.1	10.8	46.7	28.7	12.3	10.7
PBR	배	1.5	2.0	1.7	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	5.2	9.7	11.4	9.7	6.2	5.8
ROE	%	20.5	18.8	3.9	5.3	11.1	11.6
순차입금	십억원	162	2,658	5,262	4,046	3,432	0
부채비율	%	118.4	120.5	146.6	140.7	127.8	0.0

2Q19 preview

(단위 % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	6,003.1	7,187.9	6,861.3	5,426.2	5,863.4	(2.3)	8.1	5,868.0	(0.1)
영업이익	402.6	315.7	(333.5)	270.4	(27.3)	적전	적전	174.8	(115.6)
세전이익	214.5	315.5	(456.4)	157.2	(55.5)	적전	적전	109.5	(150.7)
지배순이익	163.2	229.9	(323.8)	113.6	(43.0)	적전	적전	77.6	(155.4)
영업이익률	6.7	4.4	(4.9)	5.0	(0.5)	(7.2)	(5.4)	3.0	(3.4)
세전이익률	3.6	4.4	(6.7)	2.9	(0.9)	(4.5)	(3.8)	1.9	(2.8)
지배주주순이익률	2.7	3.2	(4.7)	2.1	(0.7)	(3.5)	(2.8)	1.3	(2.1)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E	
ROE(지배주주지분)	9.9%	ROE(지배주주지분)	3.9%	10.1%	10.6%	9.0%	7.9%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	9.9%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.58						
2Q20E BPS(지배주주지분)	62,235						
Target Price	98,554						

자료: S-Oil, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
EPS(지배주주지분)	5,525	6,315	7,299	6,765	6,415
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	6,612				
2Q20E EPS	6,315				
2Q21E EPS	7,299				

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	79,342	82,648	85,954	89,260	92,565	95,871	99,177	102,483	105,789	109,095
TP by 2Q20E EPS	75,779	78,936	82,094	85,251	88,409	91,566	94,724	97,881	101,038	104,196
TP by 2Q21E EPS	87,588	91,238	94,887	98,537	102,186	105,836	109,485	113,135	116,784	120,434

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	23,495.8	22,189.8	25,463.3	21,130.1	19,426.0	0.0%	-10.1%	-12.5%
YoY %	21.9%	-7.7%	-5.6%	21.9%	-17.0%	-8.1%			
영업이익	639.5	1,057.0	1,259.6	639.5	464.7	1,024.3	0.0%	-56.0%	-18.7%
YoY %	-53.4%	65.3%	19.2%	-53.4%	-27.3%	120.4%			
EBITDA	993.6	1,354.3	1,556.8	993.6	1,000.9	1,560.5	0.0%	-26.1%	0.2%
YoY %	-40.4%	36.3%	15.0%	-40.4%	0.7%	55.9%			
순이익	258.0	816.7	970.5	258.0	351.3	786.5	0.0%	-57.0%	-19.0%
YoY %	-79.3%	216.5%	18.8%	-79.3%	36.1%	123.9%			

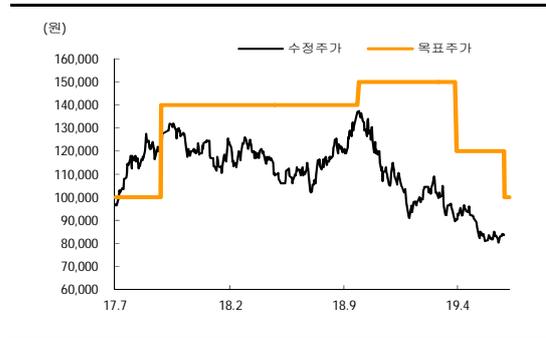
자료: S-Oil, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	6,088.6	6,088.6	5,200.1	5,647.4	5,863.4	5,297.3	4,543.2	4,938.9	-3.7%	-13.0%	-12.6%	-12.5%
YoY %	1.4%	-15.3%	-24.2%	-7.7%	-2.3%	-26.3%	-33.8%	-9.0%				
QoQ %	-0.5%	0.0%	-14.6%	8.6%	8.1%	-9.7%	-14.2%	8.7%				
영업이익	348.3	400.6	112.9	356.5	(27.3)	182.5	39.2	292.2	-107.8%	-54.5%	-65.3%	-18.0%
YoY %	-13.5%	26.9%	흑전	82.7%	적전	-42.2%	흑전	8.1%				
QoQ %	78.5%	15.0%	-71.8%	215.9%	적전	흑전	-78.5%	645.4%				
EBITDA	422.7	475.0	187.2	430.8	106.7	316.5	173.3	426.2	-74.7%	-33.4%	-7.4%	-1.1%
YoY %	-11.4%	21.8%	흑전	59.9%	-77.6%	-18.9%	흑전	5.4%				
QoQ %	56.8%	12.4%	-60.6%	130.2%	-73.6%	196.6%	-45.3%	146.0%				
순이익	241.4	320.7	161.9	246.8	(43.0)	172.0	108.7	207.7	-117.8%	-46.4%	-32.9%	-15.8%
YoY %	47.9%	39.5%	흑전	166.4%	적전	-25.2%	흑전	82.8%				
QoQ %	160.5%	32.9%	-49.5%	52.4%	적전	흑전	-36.8%	91.0%				

자료: S-Oil, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	100,000원	6개월		
2019.04.01	매수	120,000원	6개월	-27.37%	-19.50%
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	14.56%	27.50%



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 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,775	5,855	6,034	6,719	7,599
현금및현금성자산	480	665	1,788	2,402	2,986
매출채권및기타채권	1,744	1,934	1,265	1,286	1,375
재고자산	2,791	3,139	2,775	2,822	3,018
비유동자산	8,313	10,101	10,127	10,174	10,244
장기금융자산	158	125	77	77	77
유형자산	7,969	9,741	9,653	9,699	9,770
무형자산	105	104	103	103	103
자산총계	15,087	15,955	16,162	16,893	17,844
유동부채	4,544	5,766	5,662	5,694	5,827
단기금융부채	1,377	2,948	2,913	2,913	2,913
매입채무 및 기타채무	2,246	2,165	1,889	1,921	2,054
단기충당부채	2	3	3	3	3
비유동부채	3,700	3,697	3,785	3,785	3,785
장기금융부채	3,475	3,465	3,364	3,364	3,364
장기매입채무 및 기타채무	0	0	205	205	205
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	8,245	9,463	9,447	9,479	9,612
지배주주지분	6,843	6,469	6,715	7,414	8,232
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	5,069	5,768	6,586
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,843	6,469	6,715	7,414	8,232
부채외자본총계	15,087	15,955	16,162	16,893	17,844

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,143	(288)	1,946	1,504	1,507
당기순이익(손실)	1,246	258	351	787	905
비현금성항목등	619	799	644	753	753
유형자산감가상각비	294	354	536	536	536
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(325)	(444)	(108)	(217)	(217)
운전자본감소(증가)	(236)	(882)	979	(36)	(152)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(384)	(102)	379	(21)	(89)
재고자산감소(증가)	(367)	(348)	364	(47)	(196)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	593	(296)	451	32	133
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	398	74	175	175	175
투자활동현금흐름	(832)	(415)	(472)	(583)	(607)
금융자산감소(증가)	1,723	1,668	(3)	0	0
유형자산감소(증가)	(2,411)	(2,041)	(452)	(583)	(607)
무형자산감소(증가)	(1)	(0)	0	0	0
기타	(142)	(42)	(16)	0	0
재무활동현금흐름	(598)	888	(198)	(87)	(87)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	205	1,506	(102)	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	1,124	614	584
기초현금	767	480	665	1,788	2,402
기말현금	480	665	1,788	2,402	2,986
FCF	(1,732)	(1,674)	1,289	708	632

자료 : S-Oil, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	20,891	25,463	21,130	19,426	20,225
매출원가	18,783	24,200	20,108	17,890	18,576
매출총이익	2,108	1,263	1,022	1,536	1,649
매출총이익률 (%)	10.1	5.0	4.8	7.9	8.2
판매비와관리비	735	624	557	512	533
영업이익	1,373	639	465	1,024	1,116
영업이익률 (%)	6.6	2.5	2.2	5.3	5.5
비영업손익	272	(308)	(1)	(9)	52
순금융비용	117	54	584	586	647
외환관련손익	242	(131)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	5	4	2	3	3
세전계속사업이익	1,645	332	464	1,015	1,168
세전계속사업이익률 (%)	7.9	1.3	2.2	5.2	5.8
계속사업법인세	398	74	113	228	263
계속사업이익	1,246	258	351	787	905
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,246	258	351	787	905
순이익률 (%)	6.0	1.0	1.7	4.0	4.5
지배주주	1,246	258	351	787	905
지배주주귀속 순이익률(%)	6.0	1.0	1.7	4.0	4.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,254	244	351	787	905
지배주주	1,254	244	351	787	905
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,667	994	1,001	1,561	1,653

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	28.0	21.9	(17.0)	(8.1)	4.1
영업이익	(15.1)	(53.4)	(27.3)	120.4	9.0
세전계속사업이익	4.4	(79.8)	39.8	118.8	15.1
EBITDA	(12.4)	(40.4)	0.7	55.9	5.9
EPS(계속사업)	3.6	(80.8)	39.6	132.5	15.6
수익성 (%)					
ROE	18.8	3.9	5.3	11.1	0.0
ROA	8.6	1.7	2.2	4.8	0.0
EBITDA마진	8.0	3.9	4.7	8.0	0.0
안정성 (%)					
유동비율	149.1	101.5	106.6	118.0	0.0
부채비율	120.5	146.6	140.7	127.8	0.0
순차입금/자기자본	38.8	81.3	60.2	46.3	0.0
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	(0.3)	0.0	0.2	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,870	2,090	2,918	6,784	7,840
BPS	59,440	56,273	58,546	64,541	71,556
CFPS	11,448	7,302	7,565	11,407	12,019
주당 현금배당금	5,900	5,900	5,900	5,900	5,900
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.8	46.7	28.7	12.3	10.7
PER(최저)					
PBR(최고)	2.0	1.7	1.4	1.3	1.2
PBR(최저)					
PCR	10.2	13.4	11.1	7.3	7.0
EV/EBITDA(최고)	9.7	11.4	9.7	6.2	5.8
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	4,757 십억원
주요주주	
허창수(외50)	48.02%
국민연금공단	10.29%
외국인지분률	22.50%
배당수익률	3.70%

Stock Data

주가(19/06/28)	51,200 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	0.86
52주 최고가	55,900 원
52주 최저가	47,300 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.5%	-1.4%
6개월	-0.8%	-5.0%
12개월	-5.4%	2.8%

GS (078930/KS | 매수(유지) | T.P 60,000 원(하향))

정유업종 내 상대적 매력도 부각

2Q19 영업이익 추정치는 4,338 억원으로서 컨센서스 대비 -21.6% 하회하는 기대 이하 수준 예상함. 핵심계열사 칼텍스 부진 여파인데, 정유는 유가하락/정제마진 약세가 나타났고, 화학도 PX의 지속 가격하락이 약재로 작용하였음. 차후 주가 방향성을 보더라도 중국발 공급과잉 속에 정유/화학 모두 실적회복이 쉽지 않고, 게다가 최근 연이은 화학투자의 타이밍 좋지 못함. 다만 지주사로 상장되어 있는 만큼 정유 내 상대적 매력 부각될 것

2Q19 영업이익 4,338 억원(QoQ -15.4% / YoY -23.6%) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 5,533 억원을 -21.6% 가량 하회하는, 기대 이하의 실적이 예상되고 있음. 핵심계열사인 칼텍스의 부진이 실적에 가장 큰 악영향이 될 것으로 판단함. 정유는 유가의 하락(Dubai 기준 4/30 \$71.6/bbl → 6/28 \$64.9/bbl)과 함께 정제마진도 약세가 지속되었음(복합정제마진 1Q \$4.99/bbl → 2Q 4.96/bbl). 화학에서도 PX는 분기 내내 하락세(1Q \$1,068/t → 2Q \$901/t)를 보였을 뿐만 아니라 NCC에서도 PE의 약세 탓에 수익을 기대하기 쉽지 않았음.

그래도 상대적으로 정유업종 중에서는 낮다

동사는 크래커에 대한 신규투자를 진행하며 지속적으로 화학에 대한 확장의지를 보여주고 있음. 장기적으로 본다면 수직계열화의 이점은 분명히 존재함. 다만 최근 정유/화학 공히 공급과잉에 들어가 있고, 게다가 중국발 공급과잉이 2022년까지 지속될 것을 감안한다면 투자 타이밍이 추가에는 그다지 우호적이지 못한 것이 사실임. 다만 동사는 지주회사로 상장되어 있는 만큼 발전, 유통 등의 다른 모멘텀을 보유하고 있어 정유업종 내 상대적 매력도는 높을 것으로 판단함

목표주가 70,000 원 → 60,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

이익추정치 변동분을 반영하여 목표주가 역시 하향 조정함. 본업의 시황둔화와 화학투자 타이밍이 추가에는 부담이지만, 지주사 형태인 만큼 정유업종 내 상대적 매력도는 여전히 높을 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	13,462.4	15,580.1	17,744.4	17,850.1	18,845.3	19,545.0
yoy	%	10.5	15.7	13.9	0.6	5.6	3.7
영업이익	십억원	1,754.2	2,040.8	2,209.8	1,822.8	1,657.9	1,549.1
yoy	%	9.3	16.3	8.3	(17.5)	(9.0)	(6.6)
EBITDA	십억원	1,754.2	2,040.8	2,209.8	1,822.8	1,657.9	1,549.1
세전이익	십억원	1,629.1	1,874.0	1,939.7	1,670.7	1,498.3	1,347.7
순이익(지배주주)	십억원	805.7	986.2	903.2	720.6	700.5	630.0
영업이익률%	%	13.0	13.1	12.5	10.2	8.8	7.9
EBITDA%	%	13.0	13.1	12.5	10.2	8.8	7.9
순이익률	%	6.0	6.3	5.1	4.0	3.7	3.2
EPS	원	8,640	10,578	9,683	7,755	7,539	6,781
PER	배	6.3	5.9	5.3	6.6	6.8	7.6
PBR	배	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	6.7	6.6	2.2	2.6	2.9	3.1
ROE	%	12.1	13.4	11.1	8.2	7.4	6.3
순차입금	십억원	6,607	7,590	6,893	4,322	4,734	5,623
부채비율	%	128.0	127.7	115.0	122.6	117.5	112.7

2Q19 preview

(단위 % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,813.5	4,809.6	3,897.3	4,418.7	4,499.1	(6.5)	1.8	4,671.2	(3.7)
영업이익	567.8	691.4	394.7	512.7	433.8	(23.6)	(15.4)	553.3	(21.6)
세전이익	520.9	661.3	249.1	464.9	398.6	(23.5)	(14.3)	527.6	(24.5)
지배순이익	193.8	309.6	176.7	156.9	186.3	(3.9)	18.7	225.9	(17.5)
영업이익률	11.8	14.4	10.1	11.6	9.6	(2.2)	(2.0)	11.8	(2.2)
세전이익률	10.8	13.7	6.4	10.5	8.9	(2.0)	(1.7)	11.3	(2.4)
지배주주순이익률	4.0	6.4	4.5	3.6	4.1	0.1	0.6	4.8	(0.7)

자료: SK 증권 Fnguide

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법적용 투자주식)					
비상장사					
칼텍스	4,924.3			50.0%	Target P/B = 0.84x
스푸츠	6.0	6.0		100.0%	1Q19말 장부가반영
EPS	549.0	784.2		70.0%	1Q19말 장부가반영
E&R	215.4	334.5		64.4%	1Q19말 장부가반영
파워	246.4	492.7		50.0%	1Q19말 장부가반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,248.1	1,248.1		100.0%	1Q19말 장부가반영
상장사					
리테일	1,392.8		3,026.1	65.8%	6/28 MV 대비 할인률 30% 적용
홈쇼핑	237.2		1,129.4	30.0%	6/28 MV 대비 할인률 30% 적용
글로벌	90.7		231.9	55.9%	6/28 MV 대비 할인률 30% 적용
임대수익	2,360.1				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	525.7				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	11,795.5				
Non-Operating Value					
Non-Operating Value	1,206.4				
현금 및 현금성자산	872.6				
단기금융자산	333.8				
Debt	7,384.3				
Firm Value	5,617.7				
우선주사가총액	66.5				
Equity Value	5,551.2				
기발행행주식수(보통, 천주)	92,915				
Target Price	59,744				

자료: GS, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	17,744.4	17,633.9	18,540.0	17,744.4	17,850.1	18,845.3	0.0%	1.2%	1.6%
YoY %	13.9%	-0.6%	5.1%	13.9%	0.6%	5.6%			
영업이익	2,209.8	2,211.4	2,137.5	2,209.8	1,822.8	1,657.9	0.0%	-17.6%	-22.4%
YoY %	8.3%	0.1%	-3.3%	8.3%	-17.5%	-9.0%			
EBITDA	2,209.8	2,211.4	2,137.5	2,209.8	1,822.8	1,657.9	0.0%	-17.6%	-22.4%
YoY %	8.3%	0.1%	-3.3%	8.3%	-17.5%	-9.0%			
순이익	903.2	1,175.2	1,114.3	903.2	720.6	700.5	0.0%	-38.7%	-37.1%
YoY %	-8.4%	30.1%	-5.2%	-8.4%	-20.2%	-2.8%			

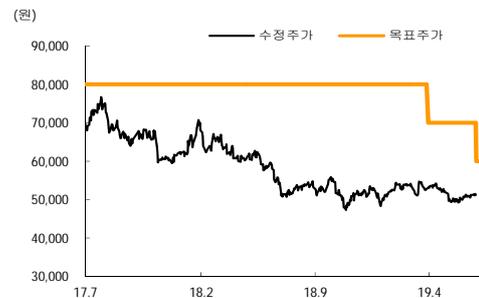
자료: GS, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	4,491.1	4,523.1	4,380.5	4,534.2	4,499.1	4,534.4	4,397.9	4,557.5	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%
YoY %	-6.7%	-6.0%	12.4%	7.0%	-6.5%	-5.7%	12.8%	3.1%				
QoQ %	5.9%	0.7%	-3.2%	3.5%	1.8%	0.8%	-3.0%	3.6%				
영업이익	618.8	507.9	547.1	667.7	433.8	421.7	454.7	568.5	-29.9%	-17.0%	-16.9%	-14.9%
YoY %	9.0%	-26.5%	38.6%	24.2%	-23.6%	-39.0%	15.2%	10.9%				
QoQ %	15.1%	-17.9%	7.7%	22.0%	-15.4%	-2.8%	7.8%	25.0%				
EBITDA	618.8	507.9	547.1	667.7	433.8	421.7	454.7	568.5	-29.9%	-17.0%	-16.9%	-14.9%
YoY %	9.0%	-26.5%	38.6%	24.2%	-23.6%	-39.0%	15.2%	10.9%				
QoQ %	15.1%	-17.9%	7.7%	22.0%	-15.4%	-2.8%	7.8%	25.0%				
순이익	331.0	268.9	289.0	356.4	186.3	182.0	195.4	247.5	-43.7%	-32.3%	-32.4%	-30.6%
YoY %	70.8%	-13.1%	63.6%	24.5%	-3.9%	-41.2%	10.6%	57.7%				
QoQ %	15.6%	-18.7%	7.5%	23.3%	18.7%	-2.3%	7.4%	26.7%				

자료: GS, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	60,000원	6개월		
2019.04.01	매수	70,000원	6개월	-26.49%	-22.57%
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%



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 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,875	3,285	5,302	5,076	4,248
현금및현금성자산	723	654	3,062	2,650	1,762
매출채권및기타채권	1,146	1,163	1,236	1,342	1,377
재고자산	533	503	460	499	511
비유동자산	19,129	19,346	19,497	20,559	22,010
장기금융자산	329	377	144	144	144
유형자산	8,401	8,535	9,081	10,023	11,000
무형자산	1,788	1,676	1,676	1,676	1,676
자산총계	22,004	22,631	24,799	25,635	26,258
유동부채	4,451	4,569	5,531	5,722	5,784
단기금융부채	2,372	2,692	2,927	2,927	2,927
매입채무 및 기타채무	1,461	1,177	2,261	2,452	2,514
단기충당부채	17	21	24	24	24
비유동부채	7,890	7,537	8,127	8,127	8,127
장기금융부채	6,711	6,354	5,666	5,666	5,666
장기매입채무 및 기타채무	0	5	1,536	1,536	1,536
장기충당부채	111	136	140	140	140
부채총계	12,341	12,106	13,658	13,849	13,911
지배주주지분	7,730	8,490	9,099	9,743	10,304
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,188	1,188	1,187	1,187	1,187
기타자본구성요소	(2,943)	(2,943)	(2,943)	(2,943)	(2,943)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	9,186	9,906	10,380	11,024	11,586
비지배주주지분	1,932	2,035	2,043	2,043	2,043
자본총계	9,663	10,525	11,141	11,786	12,347
부채외자본총계	22,004	22,631	24,799	25,635	26,258

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,306	1,269	2,114	1,917	1,796
당기순이익(손실)	1,092	1,030	869	824	741
비현금성항목등	847	1,412	1,272	1,037	1,037
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(847)	(1,412)	(1,272)	(1,037)	(1,037)
운전자본감소(증가)	7	(236)	56	57	18
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(8)	(39)	(67)	(96)	(31)
재고자산감소(증가)	(198)	30	43	(39)	(13)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	181	(189)	1,440	191	62
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	816	1,131	1,037	1,037	1,037
투자활동현금흐름	(1,418)	(836)	(573)	(942)	(977)
금융자산감소(증가)	(77)	(553)	263	0	0
유형자산감소(증가)	(1,099)	(702)	(814)	(942)	(977)
무형자산감소(증가)	(45)	(28)	(3)	0	0
기타	(197)	446	(20)	0	0
재무활동현금흐름	335	(515)	(739)	(180)	(180)
단기금융부채증가(감소)	(7)	(6)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	798	(305)	(529)	0	0
자본의증가(감소)	19	30	0	0	0
배당금의 지급	188	203	210	180	180
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	219	(70)	2,409	(412)	(888)
기초현금	504	723	654	3,062	2,650
기말현금	723	654	3,062	2,650	1,762
FCF	(441)	497	559	(26)	(124)

자료 : GS, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	15,580	17,744	17,850	18,845	19,545
매출원가	11,926	13,651	14,128	15,182	15,916
매출총이익	3,654	4,094	3,722	3,663	3,629
매출총이익률 (%)	23.5	23.1	20.9	19.4	18.6
판매비와관리비	1,614	1,884	1,899	2,005	2,080
영업이익	2,041	2,210	1,823	1,658	1,549
영업이익률 (%)	13.1	12.5	10.2	8.8	7.9
비영업손익	(167)	(270)	(152)	(160)	(201)
순금융비용	85	72	162	171	129
외환관련손익	2	(1)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	2	0	0	0
세전계속사업이익	1,874	1,940	1,671	1,498	1,348
세전계속사업이익률 (%)	12.0	10.9	9.4	8.0	6.9
계속사업법인세	809	1,125	802	674	606
계속사업이익	1,065	815	869	824	741
중단사업이익	27	216	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,092	1,030	869	824	741
순이익률 (%)	7.0	5.8	4.9	4.4	3.8
지배주주	986	903	721	700	630
지배주주귀속 순이익률(%)	6.3	5.1	4.0	3.7	3.2
비지배주주	106	127	148	124	111
총포괄이익	945	1,043	907	824	741
지배주주	837	925	757	700	630
비지배주주	108	119	150	124	111
EBITDA	2,041	2,210	1,823	1,658	1,549

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	15.7	13.9	0.6	5.6	3.7
영업이익	16.3	8.3	(17.5)	(9.0)	(6.6)
세전계속사업이익	15.0	3.5	(13.9)	(10.3)	(10.1)
EBITDA	16.3	8.3	(17.5)	(9.0)	(6.6)
EPS(계속사업)	22.4	(8.5)	(19.9)	(2.8)	(10.1)
수익성 (%)					
ROE	13.4	11.1	8.2	7.4	6.3
ROA	5.2	4.6	3.7	3.3	2.9
EBITDA마진	13.1	12.5	10.2	8.8	7.9
안정성 (%)					
유동비율	64.6	71.9	95.9	88.7	73.4
부채비율	127.7	115.0	122.6	117.5	112.7
순차입금/자기자본	78.5	65.5	38.8	40.2	45.5
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.0	(0.1)	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,578	9,683	7,755	7,539	6,781
BPS	67,973	77,744	84,391	91,193	97,119
CFPS	12,251	9,803	10,005	9,629	8,997
주당 현금배당금	1,800	1,900	1,900	1,900	1,900
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	5.9	5.3	6.6	6.8	7.6
PER(최저)					
PBR(최고)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
PBR(최저)					
PCR	5.1	5.3	5.1	5.3	5.7
EV/EBITDA(최고)	6.6	2.2	2.6	2.9	3.1
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

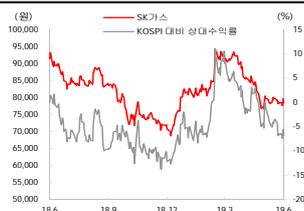
Company Data

자본금	46 십억원
발행주식수	914 만주
자사주	29 만주
액면가	5,000 원
시가총액	717 십억원
주요주주	
SK디스커버리(외4)	55.79%
브이아이피자산운용	6.71%
외국인지분률	10.00%
배당수익률	3.90%

Stock Data

주가(19/06/28)	78,400 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	0.51
52주 최고가	94,100 원
52주 최저가	68,700 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.4%	-1.6%
6개월	10.9%	6.2%
12개월	-14.2%	-6.8%

SK 가스 (018670/KS | 매수(유지) | T.P 100,000 원(하향))

여전한 모멘텀 부재

2Q19 영업이익 추정치는 226 억원으로서 컨센서스와 크게 다를 바 없음. 2Q 중 국내 LPG 가격은 변동 없었던 반면 사우디 CP는 4~5 월 크게 상승한 것이 단기부담임. 다만 이는 3 분기 곧바로 회복되기에 우려요소는 아님. 동사의 주가는 과거 중국가스시대 수혜, LPG 물량확대 수혜로서 두 차례 고점을 형성했었는데, 그 때에 반해 현재 성장동력이 부각되지 않고 있다는 부담이 여전한. 과매도 된 주가임에도 확실한 모멘텀 결여는 부담

2Q19 영업이익 226 억원(QoQ +24.7% / YoY -66.4%) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 243 억원과 크게 다를 바 없는 실적이 예상되고 있음. 지난 1 분기 파생손실분이 컸던 것을 감안한다면 전분기 대비 실적상승의 의미가 그렇게 크지는 않은 것으로 판단됨. 국내 프로판/부탄 가격은 크게 변동이 없었던 반면 사우디의 CP는 4~5 월 간에 급격한 상승을 보였는데, 이로 인한 단기적인 원가부담이 발생했을 것으로 예상함. 다만 이는 3 분기에서 바로 회복되는 요인인 만큼 크게 걱정할 만한 것은 아님.

성장동력에 대한 의문은 여전

동사의 주가 고점은 2014 년 말 중국 가스시대의 개막에 따른 차이나가스홀딩스(China Gas holdings) 지분가치 부각, 2017 년 중순 LPG 물량확대에 따른 실적 증진에 의해서 두 차례 형성된 바 있음. 다만 지금은 확실한 성장동력을 제시하지 못하면서 주가 약세가 시현되고 있음. 실적안정성과 배당매력이 있기 때문에 현재 주가 수준은 과매도된 국면으로 판단할 수 있지만, 한편으로는 상승여력을 크게 가늠하기 어렵다는 것은 여전히 부담으로 작용할 것임

목표주가 120,000 원 → 100,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

이익추정치 하향분을 반영하여 목표주가 역시 하향 조정함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	5,271.5	6,358.9	6,859.2	4,804.2	4,383.1	4,638.2
yoy	%	29.2	20.6	7.9	(30.0)	(8.8)	5.8
영업이익	십억원	197.6	97.7	103.0	80.5	77.4	89.4
yoy	%	99.3	(50.5)	5.4	(21.8)	(3.8)	15.4
EBITDA	십억원	251.6	146.1	160.6	171.9	168.8	180.7
세전이익	십억원	216.4	122.3	23.5	94.2	83.9	97.2
순이익(지배주주)	십억원	170.4	102.1	59.8	66.9	63.2	73.2
영업이익률%	%	3.7	1.5	1.5	1.7	1.8	1.9
EBITDA%	%	4.8	2.3	2.3	3.6	3.9	3.9
순이익률	%	4.1	1.9	0.3	2.0	1.9	2.1
EPS	원	19,181	11,384	6,600	7,393	6,984	8,087
PER	배	6.6	8.2	10.7	10.6	11.2	9.7
PBR	배	1.0	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	8.8	15.7	10.1	4.2	4.2	4.0
ROE	%	13.1	7.1	3.9	4.3	4.0	4.5
순차입금	십억원	1,063	1,440	967	851	815	800
부채비율	%	137.9	144.0	128.6	129.1	126.7	124.6

2Q19 preview

(단위 % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,763.4	1,630.2	1,805.0	1,274.1	1,396.2	(20.8)	9.6	1,676.5	(16.7)
영업이익	67.2	(53.2)	31.8	18.1	22.6	(66.4)	24.7	24.3	(6.9)
세전이익	106.4	(33.7)	33.9	(1.3)	22.4	(79.0)	흑전	38.6	(42.1)
지배순이익	58.5	14.9	41.3	(5.1)	16.9	(71.2)	흑전	26.3	(35.9)
영업이익률	3.8	(3.3)	1.8	1.4	1.6	(2.2)	0.2	1.4	0.2
세전이익률	6.0	(2.1)	1.9	(0.1)	1.6	(4.4)	1.7	2.3	(0.7)
지배주주순이익률	3.3	0.9	2.3	(0.4)	1.2	(2.1)	1.6	1.6	(0.4)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
ROE(지배주주지분)	5.1%	ROE(지배주주지분)	3.9%	5.7%	4.1%	4.4%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	5.1%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.62					
2Q20E BPS(지배주주지분)	159,644					
Target Price	98,620					

자료: SK 가스, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
EPS(지배주주지분)	7,866	10,066	7,366	8,247	8,382
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	8,994				
2Q20E EPS	10,066				
2Q21E EPS	7,366				

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	71,949	76,446	80,943	85,440	89,937	94,434	98,930	103,427	107,924	112,421
TP by 2Q20E EPS	80,527	85,560	90,593	95,625	100,658	105,691	110,724	115,757	120,790	125,823
TP by 2Q21E EPS	58,924	62,607	66,290	69,972	73,655	77,338	81,021	84,703	88,386	92,069

자료: SK 가스, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	6,859.2	8,066.6	7,812.5	6,859.2	4,804.2	4,383.1	0.0%	-40.4%	-43.9%
YoY %	7.9%	17.6%	-3.1%	7.9%	-30.0%	-8.8%			
영업이익	103.0	80.8	85.7	103.0	80.5	77.4	0.0%	-0.4%	-9.6%
YoY %	5.4%	-21.5%	6.0%	5.4%	-21.8%	-3.8%			
EBITDA	160.6	139.7	144.5	160.6	171.9	168.8	0.0%	23.0%	16.8%
YoY %	9.9%	-13.0%	3.5%	9.9%	7.0%	-1.8%			
순이익	59.8	104.2	87.1	59.8	66.9	63.2	0.0%	-35.7%	-27.4%
YoY %	-41.5%	74.3%	-16.4%	-41.5%	12.0%	-5.5%			

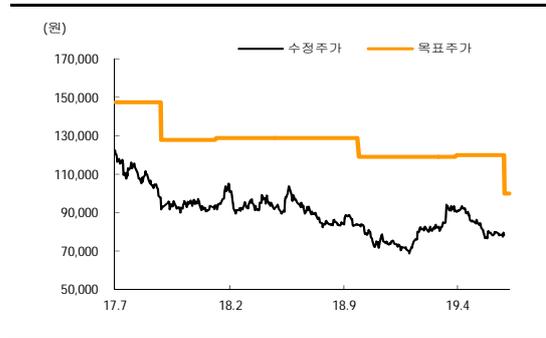
자료: SK 가스, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	2,071.2	1,936.9	1,798.4	2,080.5	1,396.2	1,121.1	1,012.8	1,156.5	-32.6%	-42.1%	-43.7%	-44.4%
YoY %	17.5%	18.8%	-0.4%	-7.9%	-20.8%	-31.2%	-43.9%	-9.2%				
QoQ %	-8.4%	-6.5%	-7.1%	15.7%	9.6%	-19.7%	-9.7%	14.2%				
영업이익	23.4	28.6	6.3	34.1	22.6	22.9	16.9	30.0	-3.4%	-20.1%	167.9%	-12.2%
YoY %	-65.2%	흑전	-80.1%	51.7%	-66.4%	흑전	-46.7%	65.4%				
QoQ %	3.9%	22.4%	-77.9%	439.6%	24.7%	1.1%	-25.9%	77.0%				
EBITDA	38.1	43.3	21.0	48.8	45.4	45.7	39.8	52.8	19.2%	5.4%	89.0%	8.1%
YoY %	-53.2%	흑전	-54.7%	31.3%	-44.2%	흑전	-14.4%	29.0%				
QoQ %	2.4%	13.7%	-51.4%	132.2%	10.9%	0.6%	-12.9%	32.8%				
순이익	25.1	37.1	9.0	35.0	16.9	29.3	25.9	25.0	-32.8%	-21.0%	186.9%	-28.6%
YoY %	-57.1%	148.9%	-78.2%	6.0%	-71.2%	96.6%	-37.4%	흑전				
QoQ %	-24.0%	47.8%	-75.7%	287.9%	흑전	73.8%	-11.6%	-3.4%				

자료: SK 가스, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	100,000원	6개월		
2019.04.01	매수	120,000원	6개월	-32.83%	-21.58%
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%



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 7월 2일 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 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,106	1,610	1,344	1,406	1,491
현금및현금성자산	263	80	248	283	298
매출채권및기타채권	894	753	473	489	532
재고자산	548	306	231	239	260
비유동자산	2,245	2,146	2,433	2,421	2,413
장기금융자산	306	298	35	35	35
유형자산	1,179	985	977	964	957
무형자산	305	269	268	268	268
자산총계	4,352	3,756	3,777	3,827	3,904
유동부채	1,522	1,501	1,225	1,235	1,263
단기금융부채	1,027	1,057	837	837	837
매입채무 및 기타채무	435	391	308	319	347
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	1,046	612	903	903	903
장기금융부채	901	456	780	780	780
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,568	2,113	2,128	2,138	2,166
지배주주지분	1,497	1,566	1,573	1,612	1,662
자본금	45	45	46	46	46
자본잉여금	192	192	192	192	192
기타자본구성요소	(10)	(9)	(9)	(9)	(9)
자기주식	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
이익잉여금	1,192	1,221	1,344	1,384	1,433
비지배주주지분	286	77	76	76	76
자본총계	1,783	1,643	1,649	1,688	1,738
부채외자본총계	4,352	3,756	3,777	3,827	3,904

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	(108)	(91)	450	162	147
당기순이익(손실)	150	55	70	66	76
비현금성항목등	87	145	131	111	111
유형자산감가상각비	48	58	91	91	91
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(39)	(87)	(39)	(20)	(20)
운전자본감소(증가)	(293)	(259)	253	(15)	(41)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(167)	158	231	(15)	(41)
재고자산감소(증가)	(155)	243	74	(8)	(21)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	118	(4)	(99)	8	21
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	65	63	16	16	16
투자활동현금흐름	98	(303)	52	(79)	(84)
금융자산감소(증가)	(38)	13	(53)	0	0
유형자산감소(증가)	(106)	(226)	(87)	(79)	(84)
무형자산감소(증가)	(3)	(3)	0	0	0
기타	244	(86)	192	0	0
재무활동현금흐름	80	207	(295)	(27)	(27)
단기금융부채증가(감소)	(111)	(129)	(251)	0	0
장기금융부채증가(감소)	345	414	(9)	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	26	29	27	27	27
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	57	(183)	167	36	15
기초현금	206	263	80	248	283
기말현금	263	80	248	283	298
FCF	(368)	460	465	57	35

자료 : SK가스, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,359	6,859	4,804	4,383	4,638
매출원가	6,026	6,558	4,554	4,150	4,385
매출총이익	332	301	251	233	254
매출총이익률 (%)	5.2	4.4	5.2	5.3	5.5
판매비와관리비	235	198	170	155	164
영업이익	98	103	81	77	89
영업이익률 (%)	1.5	1.5	1.7	1.8	1.9
비영업손익	25	(79)	14	6	8
순금융비용	189	535	202	71	67
외환관련손익	78	(28)	(18)	0	0
관계기업투자등 관련손익	38	44	100	76	81
세전계속사업이익	122	24	94	84	97
세전계속사업이익률 (%)	1.9	0.3	2.0	1.9	2.1
계속사업법인세	41	40	24	18	21
계속사업이익	81	(16)	70	66	76
중단사업이익	68	72	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	150	55	70	66	76
순이익률 (%)	2.4	0.8	1.5	1.5	1.6
지배주주	102	60	67	63	73
지배주주귀속 순이익률(%)	1.6	0.9	1.4	1.4	1.6
비지배주주	48	(4)	3	3	3
총포괄이익	175	99	57	66	76
지배주주	130	103	55	63	73
비지배주주	45	(4)	3	3	3
EBITDA	146	161	172	169	181

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	20.6	7.9	(30.0)	(8.8)	5.8
영업이익	(50.5)	5.4	(21.8)	(3.8)	15.4
세전계속사업이익	(43.5)	(80.8)	300.6	(10.9)	15.8
EBITDA	(41.9)	9.9	7.0	(1.8)	7.1
EPS(계속사업)	(40.6)	(42.0)	12.0	(5.5)	15.8
수익성 (%)					
ROE	7.1	3.9	4.3	4.0	4.5
ROA	3.6	1.4	1.9	1.7	2.0
EBITDA마진	2.3	2.3	3.6	3.9	3.9
안정성 (%)					
유동비율	138.4	107.3	109.7	113.8	118.0
부채비율	144.0	128.6	129.1	126.7	124.6
순차입금/자기자본	80.7	58.9	51.6	48.3	46.1
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	0.0	0.0	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,384	6,600	7,393	6,984	8,087
BPS	146,836	160,011	156,947	161,291	166,784
CFPS	12,656	(1,589)	23,384	16,803	17,840
주당 현금배당금	2,650	3,050	3,050	3,050	3,050
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.2	10.7	10.6	11.2	9.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)					
PCR	7.4	(44.5)	3.4	4.7	4.4
EV/EBITDA(최고)	15.7	10.1	4.2	4.2	4.0
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	2,264 십억원
주요주주	
(주)포스코(외4)	63.24%
국민연금공단	5.03%
외국인지분률	12.50%
배당수익률	3.30%

Stock Data

주가(19/06/28)	18,350 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	1.02
52주 최고가	21,650 원
52주 최저가	16,450 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.7%	2.6%
6개월	0.8%	-3.4%
12개월	-13.0%	-5.5%

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

역사적 저점의 valuation 불구하고 성장 모멘텀이 고인

2Q19 영업이익 추정치는 1,528 억원으로서 컨센서스와 크게 다르지 않은 수준 예상함. 단기 유가 하락이 있었지만 동사의 금번 분기 실적에는 영향이 없을 것임. 오히려 꾸준하게 미안마 가스전의 물량이 공급되고 있고, 트레이딩 사업부의 이익도 안정적이기에 호실적 기조는 이어질 것임. 다만 이런 호실적에도 불구하고 주가는 성장 모멘텀 부재 때문에 역사적 저점의 valuation 에 머물러 있음. 이에 대한 모색이 선제적으로 해결되어야 함

2Q19 영업이익 1,528 억원(QoQ -7.0% / YoY +12.4%) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 1,558 억원과 크게 다를 바 없는 실적이 예상되고 있음. 2분기 중 단기 유가급락에도 불구하고 동사의 계약포물라(일정 기간 lagging)를 감안할 때 금번 분기 E&P 실적에서의 영향은 없을 것으로 판단함. 미안마 가스전의 물량은 여전히 원활하게 공급 중임. 그 외 트레이딩 사업부도 여전히 견조할 것으로 판단함

주가 저점 VS 모멘텀 부재

역사적 저점에 해당하는 0.4x 이하의 PBR valuation 은 명백히 주가 저점의 신호를 보여주고 있음. 이익까지 확대되는 국면이기에 더욱 그러함. 다만 현재 회사의 가장 큰 가치를 보유하고 있는 E&P 영역이 지속되는 유가약세 부담과 추가개발에 대한 의문으로 성장여력을 보여주지 못한다는 것이 부담요소임. 그 외 특별한 성장 모멘텀 또한 없기 때문에 과매도 이상의 요소는 딱히 찾아보기 어려움

목표주가 23,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	16,492.1	22,571.7	25,173.9	24,578.7	24,301.0	24,793.8
yoy	%	(5.9)	36.9	11.5	(2.4)	(1.1)	2.0
영업이익	십억원	318.1	401.3	472.6	565.6	465.3	466.7
yoy	%	(13.7)	26.1	17.8	19.7	(17.7)	0.3
EBITDA	십억원	484.5	616.5	698.6	807.4	707.0	708.5
세전이익	십억원	174.6	248.0	176.1	420.1	280.0	277.7
순이익(지배주주)	십억원	111.3	175.9	155.2	280.1	196.0	194.4
영업이익률%	%	1.9	1.8	1.9	2.3	1.9	1.9
EBITDA%	%	2.9	2.7	2.8	3.3	2.9	2.9
순이익률	%	1.1	1.1	0.7	1.7	1.2	1.1
EPS	원	977	1,426	1,258	2,459	1,721	1,707
PER	배	27.6	12.7	14.5	7.5	10.7	10.8
PBR	배	1.3	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	12.6	9.1	8.4	2.8	3.2	3.2
ROE	%	4.5	6.6	5.4	9.5	6.3	6.0
순차입금	십억원	3,031	3,387	3,639	2,945	2,771	2,652
부채비율	%	231.1	221.5	242.0	237.5	229.1	222.5

2Q19 preview

(단위: % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	6,175.9	6,531.8	6,295.3	6,175.1	6,278.7	1.7	1.7	6,319.1	(0.6)
영업이익	136.0	69.3	117.2	164.4	152.8	12.4	(7.0)	155.8	(1.9)
세전이익	53.6	21.8	(26.0)	122.0	102.0	90.5	(16.4)	125.9	(19.0)
지배순이익	46.6	18.9	(1.2)	71.4	71.4	53.2	(0.0)	84.1	(15.1)
영업이익률	2.2	1.1	1.9	2.7	2.4	0.2	(0.2)	2.5	(0.0)
세전이익률	0.9	0.3	(0.4)	2.0	1.6	0.8	(0.4)	2.0	(0.4)
지배주주순이익률	0.8	0.3	(0.0)	1.2	1.1	0.4	(0.0)	1.3	(0.2)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E	
ROE(지배주주지분)	6.9%	ROE(지배주주지분)	6.6%	7.5%	6.0%	6.4%	7.3%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.9%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.99						
2Q20E BPS(지배주주지분)	23,475						
Target Price	23,211						

자료: 포스코인터내셔널 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
EPS(지배주주지분)	1,132	1,878	1,572	1,741	2,105
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	1,812				
2Q20E EPS	1,878				
2Q21E EPS	1,572				

Multiple	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0
TP by weighted EPS	16,307	18,119	19,931	21,743	23,555	25,367	27,179	28,990	30,802	32,614
TP by 2Q20E EPS	16,901	18,779	20,657	22,535	24,413	26,291	28,169	30,047	31,925	33,803
TP by 2Q21E EPS	14,144	15,716	17,287	18,859	20,431	22,002	23,574	25,145	26,717	28,288

자료: 포스코인터내셔널 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	25,173.9	24,951.3	25,312.0	25,173.9	24,578.7	24,301.0	0.0%	-1.5%	-4.0%
YoY %	11.5%	-0.9%	1.4%	11.5%	-2.4%	-1.1%			
영업이익	472.6	511.5	435.7	472.6	565.6	465.3	0.0%	10.6%	6.8%
YoY %	17.8%	8.2%	-14.8%	17.8%	19.7%	-17.7%			
EBITDA	698.6	756.6	680.8	698.6	807.4	707.0	0.0%	6.7%	3.8%
YoY %	13.3%	8.3%	-10.0%	13.3%	15.6%	-12.4%			
순이익	155.2	251.6	179.9	155.2	280.1	196.0	0.0%	11.3%	9.0%
YoY %	-11.8%	62.2%	-28.5%	-11.8%	80.5%	-30.0%			

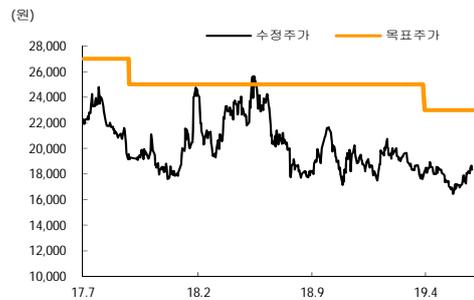
자료: 포스코인터내셔널 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	6,247.6	6,285.2	6,139.5	6,291.7	6,278.7	6,136.4	5,988.7	6,090.2	0.5%	-2.4%	-2.5%	-3.2%
YoY %	1.2%	-3.8%	-2.5%	0.2%	1.7%	-6.1%	-4.9%	-1.4%				
QoQ %	-0.5%	0.6%	-2.3%	2.5%	1.7%	-2.3%	-2.4%	1.7%				
영업이익	129.7	125.2	120.8	110.1	152.8	126.6	121.8	119.9	17.8%	1.1%	0.9%	8.9%
YoY %	-4.6%	80.7%	3.1%	-18.9%	12.4%	82.7%	4.0%	-27.1%				
QoQ %	-4.4%	-3.5%	-3.5%	-8.9%	-7.0%	-17.1%	-3.8%	-1.6%				
EBITDA	191.0	186.5	182.1	171.3	213.2	187.0	182.3	180.3	11.6%	0.3%	0.1%	5.2%
YoY %	-2.8%	76.6%	2.0%	-13.0%	8.5%	77.2%	2.1%	-19.8%				
QoQ %	-3.0%	-2.4%	-2.4%	-5.9%	-5.1%	-12.3%	-2.6%	-1.1%				
순이익	63.8	61.4	60.1	44.8	71.4	66.2	71.0	46.6	12.0%	7.8%	18.3%	4.1%
YoY %	36.8%	224.8%	흑전	-32.5%	53.2%	250.0%	흑전	-34.7%				
QoQ %	-3.9%	-3.7%	-2.2%	-25.5%	0.0%	-7.3%	7.3%	-34.4%				

자료: 포스코인터내셔널 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	23,000원	6개월		
2019.04.01	매수	23,000원	6개월	-22.54%	-17.61%
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%



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 (2019년 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	5,048	5,980	6,428	6,672	6,942
현금및현금성자산	178	201	845	1,019	1,139
매출채권및기타채권	3,480	4,176	4,135	4,187	4,302
재고자산	1,109	1,331	1,144	1,159	1,190
비유동자산	4,122	3,901	3,813	3,717	3,624
장기금융자산	389	288	230	230	230
유형자산	1,325	1,294	1,237	1,141	1,048
무형자산	1,625	1,446	1,414	1,414	1,414
자산총계	9,170	9,881	10,241	10,389	10,566
유동부채	4,938	5,421	5,202	5,228	5,285
단기금융부채	2,841	3,010	2,535	2,535	2,535
매입채무 및 기타채무	1,822	2,021	2,072	2,099	2,155
단기충당부채	0	0	4	4	4
비유동부채	1,380	1,570	2,005	2,005	2,005
장기금융부채	1,253	1,432	1,866	1,866	1,866
장기매입채무 및 기타채무	1	1	0	0	0
장기충당부채	64	72	72	72	72
부채총계	6,318	6,991	7,206	7,233	7,289
지배주주지분	2,810	2,887	3,035	3,157	3,277
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	1,864	1,986	2,106
비지배주주지분	43	2	(1)	(1)	(1)
자본총계	2,852	2,890	3,034	3,156	3,277
부채외자본총계	9,170	9,881	10,241	10,389	10,566

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	377	(124)	1,121	648	596
당기순이익(손실)	167	116	277	196	194
비현금성항목등	555	561	532	495	495
유형자산감가상각비	215	226	242	242	242
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(340)	(335)	(290)	(253)	(253)
운전자본감소(증가)	(243)	(649)	352	(43)	(93)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(30)	(623)	12	(52)	(112)
재고자산감소(증가)	(342)	(222)	186	(14)	(31)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(28)	268	(12)	23	51
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	81	60	213	213	213
투자활동현금흐름	(226)	(118)	(104)	(146)	(149)
금융자산감소(증가)	63	8	35	0	0
유형자산감소(증가)	(71)	(93)	(122)	(146)	(149)
무형자산감소(증가)	(103)	(28)	(18)	0	0
기타	(115)	(5)	1	0	0
재무활동현금흐름	(146)	267	(435)	(74)	(74)
단기금융부채증가(감소)	(273)	455	(558)	0	0
장기금융부채증가(감소)	180	(126)	197	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	643	175	119
기초현금	174	178	201	845	1,019
기말현금	178	201	845	1,019	1,139
FCF	217	(74)	950	378	325

자료 : 포스코인터내셔널 SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	22,572	25,174	24,579	24,301	24,794
매출원가	21,263	24,200	23,510	23,338	23,820
매출총이익	1,309	974	1,069	963	974
매출총이익률 (%)	5.8	3.9	4.3	4.0	3.9
판매비와관리비	907	501	503	497	507
영업이익	401	473	566	465	467
영업이익률 (%)	1.8	1.9	2.3	1.9	1.9
비영업손익	(153)	(297)	(146)	(185)	(189)
순금융비용	312	350	327	268	264
외환관련손익	(1)	(30)	2	0	0
관계기업투자등 관련손익	31	(28)	2	3	3
세전계속사업이익	248	176	420	280	278
세전계속사업이익률 (%)	1.1	0.7	1.7	1.2	1.1
계속사업법인세	81	60	143	84	83
계속사업이익	167	116	277	196	194
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	167	116	277	196	194
순이익률 (%)	0.7	0.5	1.1	0.8	0.8
지배주주	176	155	280	196	194
지배주주귀속 순이익률(%)	0.8	0.6	1.1	0.8	0.8
비지배주주	(9)	(39)	(3)	0	0
총포괄이익	74	110	291	196	194
지배주주	83	147	294	196	194
비지배주주	(10)	(37)	(3)	0	0
EBITDA	616	699	807	707	708

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	36.9	11.5	(2.4)	(1.1)	2.0
영업이익	26.1	17.8	19.7	(17.7)	0.3
세전계속사업이익	42.0	(29.0)	138.6	(33.3)	(0.8)
EBITDA	27.2	13.3	15.6	(12.4)	0.2
EPS(계속사업)	45.9	(11.8)	95.5	(30.0)	(0.8)
수익성 (%)					
ROE	6.6	5.4	9.5	6.3	6.0
ROA	1.9	1.2	2.8	1.9	1.9
EBITDA마진	2.7	2.8	3.3	2.9	2.9
안정성 (%)					
유동비율	102.2	110.3	123.6	127.6	131.4
부채비율	221.5	242.0	237.5	229.1	222.5
순차입금/자기자본	118.7	125.9	97.1	87.8	80.9
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.0	0.0	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,426	1,258	2,459	1,721	1,707
BPS	21,406	21,545	24,604	25,675	26,732
CFPS	3,933	4,350	5,403	4,983	4,992
주당 현금배당금	500	600	600	600	600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.7	14.5	7.5	10.7	10.8
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
PBR(최저)					
PCR	4.6	4.2	3.4	3.7	3.7
EV/EBITDA(최고)	9.1	8.4	2.8	3.2	3.2
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	690 십억원
주요주주	
(주)엘지(외4)	26.29%
국민연금공단	13.78%
외국인지분률	14.80%
배당수익률	14.0%

Stock Data

주가(19/06/28)	17,800 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	1.19
52주 최고가	24,150 원
52주 최저가	14,700 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.2%	6.0%
6개월	16.0%	11.1%
12개월	-25.4%	-18.9%

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

물류에 걸어보는 성장 기대감

2Q19 영업이익 추정치는 574 억원으로서 컨센서스 대비 +14.5% 상회하는 기대 이상 수준 예상함. 지난 해 이후 꾸준히 외형성장을 유지하고 있는 물류사업부에서의 증익이 이어질 것으로 기대되고 있음. 다만 석탄가격 하락으로 인해 자원/원자재에서는 감익 불가피함. 동사의 역사적 저점에 근접한 PBR valuation 은 성장모멘텀 부재의 결과물로 해석할 수 있는데, 물류가 지금과 같은 성장이 이어진다면 현 주가 수준에서 매수매력 충분

2Q19 영업이익 574 억원(QoQ +7.6% / YoY +5.4%) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 501 억원을 +14.5% 가량 상회하는, 기대 이상의 실적이 예상되고 있음. 가장 기대되는 사업부는 물류임. 지난 해 이후 꾸준히 외형성장을 유지하고 있음과 동시에 일정 수준의 마진 또한 확보하는 모습을 보여주고 있는데, 금번 분기에서도 이와 같은 성장 추세를 이어갈 것으로 판단함. 다만 석탄가격의 지속적인 하락(4Q 103.0/t → 1Q 95.9/t → 2Q 80.6/t)으로 인해 자원/원자재에서는 감익이 불가피할 예정임

물류에 걸어보는 기대

동사의 PBR valuation 은 0.4x 를 하회하고 있어 역사적 저점 영역임. 과매도라는 표현이 틀리지는 않음. 그럼에도 불구하고 주가의 상승탄력이 약한 것은 역시 성장모멘텀 부재에서 찾을 수 있는데, 오랫동안 기대 받았던 물류의 차후 성장여력은 주목해 볼 만함. 일단 물량의 증대는 확률적으로 높게 기대해볼 수 있는 만큼 차후 이익률의 성장까지 동반하게 된다면 이익상승에 분명 기여할 수 있음

목표주가 23,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 그대로 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	11,966.7	12,827.2	9,988.2	10,051.7	10,511.3	10,996.1
yoy	%	(9.5)	7.2	(22.1)	0.6	4.6	4.6
영업이익	십억원	174.1	212.3	165.7	224.0	240.8	250.6
yoy	%	113.1	21.9	(22.0)	35.2	7.5	4.1
EBITDA	십억원	228.1	291.8	237.7	382.0	398.8	408.7
세전이익	십억원	133.2	177.9	156.6	205.0	215.6	229.7
순이익(지배주주)	십억원	58.1	60.2	(70.4)	138.6	77.6	82.7
영업이익률%	%	1.5	1.7	1.7	2.2	2.3	2.3
EBITDA%	%	1.9	2.3	2.4	3.8	3.8	3.7
순이익률	%	1.1	1.4	1.6	2.0	2.1	2.1
EPS	원	1,500	1,553	(1,815)	3,576	2,002	2,133
PER	배	19.5	17.5	(8.5)	5.0	8.9	8.3
PBR	배	1.0	1.0	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	9.9	6.7	6.6	1.8	1.7	1.7
ROE	%	4.8	4.9	(6.1)	11.3	5.6	5.5
순차입금	십억원	1,123	891	985	796	668	527
부채비율	%	214.7	213.3	225.1	228.5	219.9	210.4

2Q19 preview

(단위 % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,349.8	2,572.0	2,679.0	2,542.7	2,547.2	84	0.2	2,526.9	0.8
영업이익	54.4	47.0	3.6	53.3	57.4	5.4	7.6	50.1	14.5
세전이익	49.2	44.0	(6.2)	49.3	56.2	14.1	14.0	110.8	(49.3)
지배순이익	18.4	23.2	(24.4)	82.6	20.2	9.9	(75.5)	46.8	(56.8)
영업이익률	2.3	1.8	0.1	2.1	2.3	(0.1)	0.2	2.0	0.3
세전이익률	2.1	1.7	(0.2)	1.9	2.2	0.1	0.3	4.4	(2.2)
지배주주순이익률	0.8	0.9	(0.9)	3.2	0.8	0.0	(2.5)	1.9	(1.1)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E	
ROE(지배주주지분)	5.3%	ROE(지배주주지분)	-6.1%	5.4%	5.3%	5.2%	5.1%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	5.3%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.67						
2Q20E BPS(지배주주지분)	35,017						
Target Price	23,400						

자료: LG 상사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
EPS(지배주주지분)	(6,074)	1,935	2,067	2,203	2,334
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,055				
2Q20E EPS	1,935				
2Q21E EPS	2,067				

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	22,606	23,634	24,662	25,689	26,717	27,744	28,772	29,799	30,827	31,855
TP by 2Q20E EPS	21,286	22,254	23,221	24,189	25,157	26,124	27,092	28,059	29,027	29,994
TP by 2Q21E EPS	22,741	23,775	24,808	25,842	26,876	27,909	28,943	29,977	31,010	32,044

자료: LG 상사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	9,988.2	11,082.6	11,694.6	9,988.2	10,051.7	10,511.3	0.0%	-9.3%	-10.1%
YoY %	-22.1%	11.0%	5.5%	-22.1%	0.6%	4.6%			
영업이익	165.7	197.0	214.4	165.7	224.0	240.8	0.0%	13.7%	12.3%
YoY %	-22.0%	18.9%	8.9%	-22.0%	35.2%	7.5%			
EBITDA	237.7	302.2	319.7	237.7	382.0	398.8	0.0%	26.4%	24.7%
YoY %	-18.6%	27.2%	5.8%	-18.6%	60.7%	4.4%			
순이익	(70.4)	73.8	82.0	(70.4)	138.6	77.6	0.0%	87.7%	-5.3%
YoY %	적전	흑전	11.0%	적전	흑전	-44.0%			

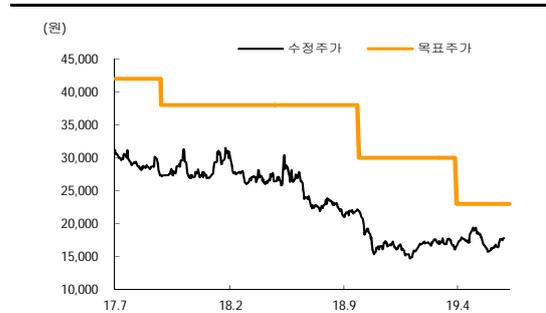
자료: LG 상사, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	2,769.3	2,761.6	2,780.5	2,906.6	2,547.2	2,472.3	2,489.6	2,613.1	-8.0%	-10.5%	-10.5%	-10.1%
YoY %	17.9%	7.4%	3.8%	4.9%	8.4%	-3.9%	-7.1%	2.8%				
QoQ %	-0.1%	-0.3%	0.7%	4.5%	0.2%	-2.9%	0.7%	5.0%				
영업이익	50.1	50.8	49.2	56.9	57.4	57.4	55.9	62.6	14.6%	12.9%	13.6%	10.0%
YoY %	-8.0%	8.2%	1284.1%	21.4%	5.4%	22.2%	1471.9%	17.4%				
QoQ %	6.9%	1.5%	-3.2%	15.7%	7.6%	0.0%	-2.7%	12.1%				
EBITDA	76.4	77.1	75.5	83.2	96.9	96.9	95.4	102.1	26.8%	25.6%	26.3%	22.7%
YoY %	12.8%	19.1%	152.8%	13.7%	43.1%	49.6%	219.3%	10.0%				
QoQ %	4.4%	1.0%	-2.1%	10.2%	4.4%	0.0%	-1.6%	7.1%				
순이익	18.9	19.2	18.4	22.2	20.2	18.1	17.7	20.1	7.2%	-5.5%	-3.8%	-9.4%
YoY %	2.5%	-17.3%	흑전	27.8%	9.9%	-21.8%	흑전	-75.6%				
QoQ %	8.4%	1.8%	-4.1%	20.7%	-75.5%	-10.3%	-2.4%	13.7%				

자료: LG 상사, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	23,000원	6개월		
2019.04.01	매수	23,000원	6개월	-24.57%	-15.87%
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	-30.39%	-25.83%



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 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 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,554	2,558	3,257	3,543	3,809
현금및현금성자산	395	342	670	798	939
매출채권및기타채권	1,330	1,452	1,689	1,794	1,878
재고자산	598	514	617	654	684
비유동자산	2,413	2,480	2,504	2,451	2,403
장기금융자산	225	224	61	61	61
유형자산	553	669	793	740	692
무형자산	882	876	898	898	898
자산총계	4,968	5,038	5,761	5,994	6,212
유동부채	2,130	2,167	2,606	2,720	2,810
단기금융부채	295	307	443	443	443
매입채무 및 기타채무	1,577	1,573	1,885	1,999	2,089
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,252	1,321	1,401	1,401	1,401
장기금융부채	1,111	1,124	1,193	1,193	1,193
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	21	65	67	67	67
부채총계	3,382	3,489	4,007	4,120	4,211
지배주주지분	1,194	1,128	1,330	1,450	1,578
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	1,037	1,156	1,284
비지배주주지분	391	421	424	424	424
자본총계	1,585	1,550	1,754	1,873	2,002
부채외자본총계	4,968	5,038	5,761	5,994	6,212

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	181	31	271	274	289
당기순이익(손실)	88	(36)	183	129	138
비현금성항목등	197	318	142	175	175
유형자산감가상각비	80	72	158	158	158
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(117)	(246)	16	(17)	(17)
운전자본감소(증가)	(5)	(117)	(83)	(30)	(24)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	120	213	(130)	(75)	(59)
재고자산감소(증가)	(81)	84	(103)	(37)	(30)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	33	(232)	173	82	65
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(10)	(69)	(119)	(105)	(110)
금융자산감소(증가)	70	3	(7)	0	0
유형자산감소(증가)	(70)	(101)	(90)	(105)	(110)
무형자산감소(증가)	(29)	(23)	(19)	0	0
기타	19	52	(3)	0	0
재무활동현금흐름	(67)	(7)	(5)	(10)	(10)
단기금융부채증가(감소)	(48)	11	26	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	(22)	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)	327	128	141
기초현금	311	395	342	670	798
기말현금	395	342	670	798	939
FCF	313	(116)	266	153	163

자료 : LG상사, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	12,827	9,988	10,052	10,511	10,996
매출원가	12,077	9,277	9,292	9,710	10,160
매출총이익	751	711	760	801	837
매출총이익률 (%)	5.9	7.1	7.6	7.6	7.6
판매비와관리비	538	545	536	560	586
영업이익	212	166	224	241	251
영업이익률 (%)	1.7	1.7	2.2	2.3	2.3
비영업손익	(34)	(9)	(19)	(25)	(21)
순금융비용	34	44	37	30	35
외환관련손익	31	(13)	(3)	0	0
관계기업투자등 관련손익	15	109	38	40	39
세전계속사업이익	178	157	205	216	230
세전계속사업이익률 (%)	1.4	1.6	2.0	2.1	2.1
계속사업법인세	90	193	22	86	92
계속사업이익	88	(36)	183	129	138
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	88	(36)	183	129	138
순이익률 (%)	0.7	(0.4)	1.8	1.2	1.3
지배주주	60	(70)	139	78	83
지배주주귀속 순이익률(%)	0.5	(0.7)	1.4	0.7	0.8
비지배주주	28	34	44	52	55
총포괄이익	(43)	(26)	213	129	138
지배주주	(45)	(61)	162	78	83
비지배주주	2	35	50	52	55
EBITDA	292	238	382	399	409

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	7.2	(22.1)	0.6	4.6	4.6
영업이익	21.9	(22.0)	35.2	7.5	4.1
세전계속사업이익	33.6	(12.0)	30.9	5.2	6.5
EBITDA	27.9	(18.6)	60.7	4.4	2.5
EPS(계속사업)	3.5	적전	흑전	(44.0)	6.5
수익성 (%)					
ROE	4.9	(6.1)	11.3	5.6	5.5
ROA	1.7	(0.7)	3.4	2.2	2.3
EBITDA마진	2.3	2.4	3.8	3.8	3.7
안정성 (%)					
유동비율	119.9	118.0	125.0	130.3	135.6
부채비율	213.3	225.1	228.5	219.9	210.4
순차입금/자기자본	56.2	63.5	45.4	35.6	26.3
EBITDA/이자비용(배)	0.3	(0.2)	0.7	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,553	(1,815)	3,576	2,002	2,133
BPS	27,726	28,092	33,333	36,421	39,728
CFPS	4,767	875	9,211	7,804	7,957
주당 현금배당금	250	250	250	250	250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.5	(8.5)	5.0	8.9	8.3
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.5	0.5	0.5	0.4
PBR(최저)					
PCR	5.7	17.5	1.9	2.3	2.2
EV/EBITDA(최고)	6.7	6.6	1.8	1.7	1.7
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	16,402 십억원
주요주주	
한국산업은행(외1)	32.93%
정부	18.20%
외국인지분률	26.60%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/06/28)	25,550 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	0.33
52주 최고가	35,800 원
52주 최저가	23,850 원
60일 평균 거래대금	38 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.8%	-2.1%
6개월	-22.8%	-26.1%
12개월	-20.7%	-13.8%

한국전력 (015760/KS | 매수(유지) | T.P 32,000 원(하향))

계속되는 정책 약재

2Q19 영업이익 추정치는 -4,870 억원으로서 컨센서스와 유사한 수준 예상함. 석탄, LNG 등 원재료 가격 하락효과 일부 기대할 수 있지만, 여전히 낮은 원전가동률과 전기요금 문제로 적자 지속 판단함. 다만 하반기에서는 해당 요소들 긍정적 반영 가능. 현재 0.2 배에 근접하고 있는 역사적 저점의 PBR valuation 에서 더 하락하기는 쉽지 않지만, 정부의 전기요금 정책에 따른 리스크가 계속되는 만큼 큰 폭의 상승 역시 기대하기 어려움

2Q19 영업이익 -4,870 억원(QoQ 적지 / YoY 적지) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 -5,218 억원과 크게 다르지 않은 실적 수준 예상되고 있음. 석탄가격의 지속적인 하락(뉴캐슬 기준 4Q 103.0/t → 1Q 95.9/t → 2Q 80.6/t)과 LNG/SMP 의 약세 전환은 긍정적인 요소로 파악할 수 있지만, 한빛 원전 1 호기 사고로 인한 차질, 여전히 낮은 전기요금 등으로 인하여 적자는 지속될 것으로 판단함. 석탄 가격 하락과 원전가동률 회복은 하반기에 더 크게 반영될 수 있을 것으로 기대됨

어찌할 수 없는 정책리스크

동사의 현재 상황은 주주수익률 측면에서 본다면 긍정적으로 평가하기 어려운 국면임. 대규모 적자를 피할 수 없고, 이를 탈피하려는 정책 기대감을 가지기 어려우며, 그러한 와중에 자본가치가 떨어지면서 역사적 저점의 valuation 을 벗어날 가능성이 낮기 때문임. 설상가상으로 최근 누진세 개편안 통과에 따른 여름의 전기요금 인하 역시 주가에는 부정적으로 작용할 수밖에 없음

목표주가 40,000 원 → 32,000 원 / 투자의견 매수 유지

정책에 대한 기대감을 높이기 어려운 시점인 만큼 이익추정치 또한 하향조정하며, 이를 반영하여 목표주가 역시 하향 조정함. 역사적 저점의 valuation 인 만큼 추가하락의 여지는 제한적이지만, 상승가능성 역시 높게 타진하기 쉽지 않음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	60,190.4	59,814.9	60,627.6	57,059.4	58,957.3	61,727.6
yoy	%	2.1	(0.6)	1.4	(5.9)	3.3	4.7
영업이익	십억원	12,001.6	4,953.2	(208.0)	1,371.9	3,202.2	4,617.0
yoy	%	5.8	(58.7)	적전	흑전	133.4	44.2
EBITDA	십억원	20,962.6	14,726.9	9,816.8	11,996.2	13,826.5	15,241.3
세전이익	십억원	10,513.5	3,614.2	(2,000.8)	1,307.8	2,721.1	4,117.0
순이익(지배주주)	십억원	7,048.6	1,298.7	(1,314.6)	842.3	2,108.8	3,190.7
영업이익률%	%	19.9	8.3	(0.3)	2.4	5.4	7.5
EBITDA%	%	34.8	24.6	16.2	21.0	23.5	24.7
순이익률	%	17.5	6.0	(3.3)	2.3	4.6	6.7
EPS	원	10,980	2,023	(2,048)	1,312	3,285	4,970
PER	배	4.0	18.9	(16.2)	19.5	7.8	5.1
PBR	배	0.36	0.31	0.28	0.21	0.21	0.20
EV/EBITDA	배	3.3	4.6	7.4	5.6	5.0	4.6
ROE	%	10.2	1.8	(1.9)	1.2	2.9	4.3
순차입금	십억원	41,016	43,108	51,358	50,826	52,099	52,948
부채비율	%	143.4	149.1	160.6	168.1	163.5	157.0

2Q19 preview

(단위: % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	13,337.2	16,409.8	15,174.6	15,248.4	12,517.7	(6.1)	(17.9)	13,296.2	(5.9)
영업이익	(687.1)	1,395.2	(788.5)	(629.9)	(487.0)	적지	적지	(521.8)	(6.7)
세전이익	(1,700.0)	1,108.7	(1,147.1)	(795.6)	(497.0)	적지	적지	(991.6)	(49.9)
지배순이익	(949.2)	708.6	(796.7)	(787.8)	(385.2)	적지	적지	(671.2)	(42.6)
영업이익률	(5.2)	8.5	(5.2)	(4.1)	(3.9)	1.3	0.2	(3.9)	0.0
세전이익률	(12.7)	6.8	(7.6)	(5.2)	(4.0)	8.8	1.2	(7.5)	3.5
지배주주순이익률	(7.1)	4.3	(5.2)	(5.2)	(3.1)	4.0	2.1	(5.0)	2.0

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E	
ROE(지배주주지분)	3.5%	ROE(지배주주지분)	-1.9%	3.5%	4.0%	3.2%	2.4%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	3.5%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.27						
2Q20E BPS(지배주주지분)	120,924						
Target Price	32,839						

자료: 한국전력 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
EPS(지배주주지분)	10,980	3,898	4,571	3,878	2,947
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,934				
2Q20E EPS	3,898				
2Q21E EPS	4,571				

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	23,602	27,536	31,469	35,403	39,337	43,270	47,204	51,138	55,071	59,005
TP by 2Q20E EPS	23,390	27,288	31,187	35,085	38,983	42,882	46,780	50,678	54,576	58,475
TP by 2Q21E EPS	27,425	31,996	36,567	41,138	45,708	50,279	54,850	59,421	63,992	68,563

자료: 한국전력 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	60,627.6	55,090.5	56,410.6	60,627.6	57,059.4	58,957.3	0.0%	3.6%	4.5%
YoY %	1.4%	-9.1%	2.4%	1.4%	-5.9%	3.3%			
영업이익	(208.0)	3,974.1	4,956.3	(208.0)	1,371.9	3,202.2	0.0%	-65.5%	-35.4%
YoY %	적전	흑전	24.7%	적전	흑전	133.4%			
EBITDA	9,816.8	13,874.6	14,856.8	9,816.8	11,996.2	13,826.5	0.0%	-13.5%	-6.9%
YoY %	-33.3%	41.3%	7.1%	-33.3%	22.2%	15.3%			
순이익	(1,314.6)	2,391.8	3,086.0	(1,314.6)	842.3	2,108.8	0.0%	-64.8%	-31.7%
YoY %	적전	흑전	29.0%	적전	흑전	150.4%			

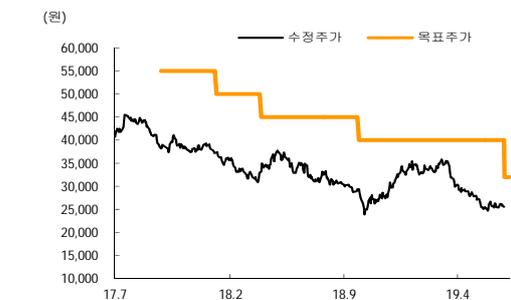
자료: 한국전력 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	11,950.7	15,074.9	13,526.8	14,885.2	12,517.7	15,628.0	13,665.3	15,178.9	4.7%	3.7%	1.0%	2.0%
YoY %	-10.4%	-8.1%	-10.9%	2.4%	-6.1%	-4.8%	-9.9%	-0.5%				
QoQ %	-17.8%	26.1%	-10.3%	10.0%	-17.9%	24.8%	-12.6%	11.1%				
영업이익	342.9	2,147.3	1,839.5	819.0	(487.0)	1,443.0	1,045.8	1,065.6	-242.0%	-32.8%	-43.1%	30.1%
YoY %	흑전	53.9%	흑전	흑전	적지	3.4%	흑전	흑전				
QoQ %	흑전	526.2%	-14.3%	-55.5%	적지	흑전	-27.5%	1.9%				
EBITDA	2,818.0	4,622.4	4,314.6	3,294.1	2,169.1	4,099.0	3,701.9	3,721.6	-23.0%	-11.3%	-14.2%	13.0%
YoY %	50.3%	18.6%	155.8%	55.4%	15.7%	5.2%	119.5%	83.7%				
QoQ %	33.0%	64.0%	-6.7%	-23.7%	7.1%	89.0%	-9.7%	0.5%				
순이익	88.7	1,507.9	1,295.1	426.5	(385.2)	1,127.2	888.1	735.7	-534.3%	-25.2%	-31.4%	72.5%
YoY %	흑전	112.8%	흑전	흑전	적지	59.1%	흑전	흑전				
QoQ %	흑전	1600.2%	-14.1%	-67.1%	적지	흑전	-21.2%	-17.2%				

자료: 한국전력 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	32,000원	6개월		
2019.04.01	매수	40,000원	6개월	-25.35%	-10.50%
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%



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 (2019년 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	19,142	19,745	23,277	22,641	22,459
현금및현금성자산	2,370	1,358	7,869	6,595	5,746
매출채권및기타채권	7,725	7,463	5,890	6,179	6,481
재고자산	6,002	7,188	6,215	6,507	6,813
비유동자산	162,647	165,504	169,442	172,378	175,951
장기금융자산	2,888	3,011	1,172	1,172	1,172
유형자산	150,882	152,743	158,140	161,076	164,649
무형자산	1,190	1,229	1,308	1,308	1,308
자산총계	181,789	185,249	192,720	195,020	198,410
유동부채	23,424	21,842	22,625	22,816	23,016
단기금융부채	9,326	8,039	8,883	8,883	8,883
매입채무 및 기타채무	4,587	5,043	4,060	4,251	4,451
단기충당부채	1,723	1,459	1,864	1,864	1,864
비유동부채	85,400	92,315	98,199	98,199	98,199
장기금융부채	46,267	53,592	59,463	59,463	59,463
장기매입채무 및 기타채무	2,831	2,640	2,664	2,664	2,664
장기충당부채	16,232	16,592	16,746	16,746	16,746
부채총계	108,824	114,156	120,824	121,015	121,215
지배주주지분	71,681	69,744	70,561	72,670	75,861
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,078	2,079	2,078	2,078	2,078
기타자본구성요소	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	53,371	51,519	52,266	54,374	57,565
비지배주주지분	1,283	1,349	1,335	1,335	1,335
자본총계	72,965	71,093	71,896	74,005	77,195
부채외자본총계	181,789	185,249	192,720	195,020	198,410

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	11,143	6,505	14,255	14,005	15,066
당기순이익(손실)	1,441	(1,174)	869	2,109	3,191
비현금성항목등	16,493	13,130	12,678	12,339	12,339
유형자산감가상각비	9,774	10,025	10,624	10,624	10,624
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(6,719)	(3,105)	(2,054)	(1,715)	(1,715)
운전자본감소(증가)	(2,791)	(3,310)	1,288	(443)	(464)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(219)	186	1,541	(272)	(284)
재고자산감소(증가)	(523)	(1,186)	974	(293)	(306)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	327	475	(840)	121	127
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	2,173	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(12,500)	(12,839)	(11,733)	(13,560)	(14,197)
금융자산감소(증가)	519	(336)	(1,095)	0	0
유형자산감소(증가)	(12,450)	(12,033)	(10,633)	(13,560)	(14,197)
무형자산감소(증가)	(143)	(111)	(69)	0	0
기타	(426)	(360)	64	0	0
재무활동현금흐름	746	5,302	1,803	0	0
단기금융부채증가(감소)	370	(184)	1,870	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,776	6,022	(71)	0	0
자본의증가(감소)	86	234	0	0	0
배당금의 지급	1,356	617	19	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(82)	(1,011)	6,510	(1,273)	(849)
기초현금	3,051	2,370	1,358	7,869	6,595
기말현금	2,370	1,358	7,869	6,595	5,746
FCF	(2,980)	(5,096)	4,257	(900)	(462)

자료 : 한국전력 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	59,815	60,628	57,059	58,957	61,728
매출원가	52,099	58,208	53,344	53,333	54,575
매출총이익	7,716	2,420	3,716	5,624	7,153
매출총이익률 (%)	12.9	4.0	6.5	9.5	11.6
판매비와관리비	2,763	2,628	2,344	2,422	2,536
영업이익	4,953	(208)	1,372	3,202	4,617
영업이익률 (%)	8.3	(0.3)	2.4	5.4	7.5
비영업손익	(1,339)	(1,793)	(64)	(481)	(500)
순금융비용	266	627	1,306	263	230
외환관련손익	1,075	(356)	(199)	0	0
관계기업투자등 관련손익	(108)	358	680	138	152
세전계속사업이익	3,614	(2,001)	1,308	2,721	4,117
세전계속사업이익률 (%)	6.0	(3.3)	2.3	4.6	6.7
계속사업법인세	2,173	(826)	439	612	926
계속사업이익	1,441	(1,174)	869	2,109	3,191
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,441	(1,174)	869	2,109	3,191
순이익률 (%)	2.4	(1.9)	1.5	3.6	5.2
지배주주	1,299	(1,315)	842	2,109	3,191
지배주주귀속 순이익률(%)	2.2	(2.2)	1.5	3.6	5.2
비지배주주	143	140	27	0	0
총포괄이익	1,347	(1,281)	847	2,109	3,191
지배주주	1,230	(1,426)	817	2,109	3,191
비지배주주	116	145	30	0	0
EBITDA	14,727	9,817	11,996	13,826	15,241

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	(0.6)	1.4	(5.9)	3.3	4.7
영업이익	(58.7)	적전	흑전	133.4	44.2
세전계속사업이익	(65.6)	적전	흑전	108.1	51.3
EBITDA	(29.7)	(33.3)	22.2	15.3	10.2
EPS(계속사업)	(81.6)	적전	흑전	150.4	51.3
수익성 (%)					
ROE	1.8	(1.9)	1.2	2.9	4.3
ROA	0.8	(0.6)	0.5	1.1	1.6
EBITDA마진	24.6	16.2	21.0	23.5	24.7
안정성 (%)					
유동비율	81.7	90.4	102.9	99.2	97.6
부채비율	149.1	160.6	168.1	163.5	157.0
순차입금/자기자본	59.1	72.2	70.7	70.4	68.6
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,023	(2,048)	1,312	3,285	4,970
BPS	124,599	119,787	120,165	123,450	128,420
CFPS	18,302	15,426	18,028	20,415	22,123
주당 현금배당금	790	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	18.9	(16.2)	19.5	7.8	5.1
PER(최저)					
PBR(최고)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR(최저)					
PCR	2.1	2.1	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(최고)	4.6	7.4	5.6	5.0	4.6
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	3,896 십억원
주요주주	
기획재정부(외1)	46.62%
국민연금공단	8.17%
외국인지분률	12.70%
배당수익률	3.20%

Stock Data

주가(19/06/28)	42,200 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	64,200 원
52주 최저가	39,850 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.0%	1.0%
6개월	-12.5%	-16.1%
12개월	-32.7%	-26.9%

한국가스공사 (036460/KS | 매수(유지) | T.P 55,000 원(하향))

이모저모 감안했을 때 매력 있는 valuation

2Q19 영업이익 추정치는 537 억원으로서 컨센서스와 유사할 것으로 판단함. 2 분기는 계절적 비수기임과 동시에 가스판매량 감소, 유가하락 등이 반영된 결과물임. 공급비 조정 이슈는 단기간 내 해결될 요소이기에 큰 문제 되지 않음. 최근 주가 약세의 원인으로 는 정부 정책리스크, 유가하락, 금리인하 가능성이 꼽히고 있지만, 중장기적인 가스시대의 도래와 현재 역사적 저점인 valuation 은 오히려 주가의 매력을 높이는 요인으로 판단함

2Q19 영업이익 537 억원(QoQ -93.8% / YoY +251.3%) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 539 억원과 크게 다르지 않은 실적 수준 예상되고 있음. 계절적 비수기에 더해 원전 이용률 상승여파로 4~5 월 발전용 가스판매량도 전년동월 대비 각각 -11.7% / -15.4% 하회하였음. 또한 지난 해 10 월 한 때 \$70/bbl 을 넘어 서기도 했던 Dubai 유가가 2 분기 중 유가가 \$60/bbl 내외 영역까지 꾸준히 하락세를 보인 것도 E&P 실적에 영향을 미치기 시작할 것으로 판단함. 공급비 조정 이슈는 크게 문제될 것이 없다는 판단임. 빠른 시일 내에 결정될 경우 오히려 2 분기 실적의 upside 가 될 수 있고, 흑여 생각보다 늦어지더라도 연내 소급 적용되는 부분이기 때문임.

어지럽게 혼재된 지표들, 바닥권의 valuation

최근 동사의 주가약세에 큰 몫을 담당했던 공급비 조정 지연, 유가하락에 따른 E&P 수익우려, 그리고 세계적인 금리인하 가능성 대두에 따른 투자보수를 하락 가능성은 여전히 부담요인이라 할 수 있음. 다만 중장기적으로 본다면 전력 및 산업에서의 가스이용률 증대는 분명한 호재임. 여러 가지 주가를 해석할 수 있는 지표들이 이와 같이 호재와 악재로 나뉘어있지만, 현재 역사적 저점에 근접한 0.5x 수준의 PBR valuation 에서 는 긍정적으로 해석할 수 있는 여지를 좀 더 높게 보여줌

목표주가 65,000 원 → 55,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

공급비 조정 지연, 유가하락에 따른 이익추정치 하향분을 반영하여 목표주가 역시 하향 조정함. 다만, 중장기적인 가스시대의 매력과 역사적 저점의 valuation 은 매수매력을 부각시키는 요인으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	21,108.1	22,172.2	26,185.0	26,138.9	23,394.2	24,731.6
yoy	%	(19.0)	5.0	18.1	(0.2)	(10.5)	5.7
영업이익	십억원	998.2	1,035.2	1,276.9	1,200.3	1,196.1	1,268.9
yoy	%	(1.0)	3.7	23.3	(6.0)	(0.3)	6.1
EBITDA	십억원	2,615.4	2,750.7	3,079.6	2,884.9	2,880.7	2,953.6
세전이익	십억원	(769.0)	(1,249.0)	649.0	557.2	630.4	787.4
순이익(지배주주)	십억원	(613.0)	(1,205.1)	509.4	408.1	486.9	608.2
영업이익률%	%	4.7	4.7	4.9	4.6	5.1	5.1
EBITDA%	%	12.4	12.4	11.8	11.0	12.3	11.9
순이익률%	%	(3.6)	(5.6)	2.5	2.1	2.7	3.2
EPS	원	(6,641)	(13,055)	5,518	4,421	5,275	6,588
PER	배	(7.3)	(3.3)	8.7	9.5	8.0	6.4
PBR	배	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	10.3	8.9	8.9	8.4	7.9	7.5
ROE	%	(6.3)	(14.0)	6.4	5.0	5.9	7.0
순차입금	십억원	22,427	20,631	22,853	20,262	18,825	18,361
부채비율	%	322.7	356.2	367.0	359.4	343.4	326.0

2Q19 preview

(단위 % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	5,056.6	4,727.7	7,629.3	8,701.3	5,710.8	12.9	(34.4)	5,220.6	9.4
영업이익	15.3	(172.2)	470.3	869.5	53.7	251.3	(93.8)	53.9	(0.4)
세전이익	(123.9)	(315.1)	200.8	715.7	(109.8)	(11.4)	(115.3)	(75.1)	46.2
지배순이익	(133.7)	(285.1)	153.9	530.5	(84.8)	(36.5)	(116.0)	(76.0)	11.6
영업이익률	0.3	(3.6)	6.2	10.0	0.9	0.6	(9.1)	1.0	(0.1)
세전이익률	(2.5)	(6.7)	2.6	8.2	(1.9)	0.5	(10.1)	(1.4)	(0.5)
지배주주순이익률	(2.6)	(6.0)	2.0	6.1	(1.5)	1.2	(7.6)	(1.5)	(0.0)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
ROE(지배주주지분)	5.3%	ROE(지배주주지분)	6.4%	4.7%	6.1%	5.8%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	5.3%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.67					
2Q20E BPS(지배주주지분)	83,232					
Target Price	55,543					

자료: 한국가스공사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
EPS(지배주주지분)	(6,641)	4,412	5,943	5,981	6,259
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	5,217				
2Q20E EPS	4,412				
2Q21E EPS	5,943				

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	31,299	36,516	41,733	46,949	52,166	57,382	62,599	67,815	73,032	78,249
TP by 2Q20E EPS	26,471	30,883	35,295	39,707	44,118	48,530	52,942	57,354	61,766	66,178
TP by 2Q21E EPS	35,657	41,600	47,543	53,486	59,429	65,371	71,314	77,257	83,200	89,143

자료: 한국가스공사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	26,185.0	35,435.5	32,737.5	26,185.0	26,138.9	23,394.2	0.0%	-26.2%	-28.5%
YoY %	18.1%	35.3%	-7.6%	18.1%	-0.2%	-10.5%			
영업이익	1,276.9	1,255.8	1,269.8	1,276.9	1,200.3	1,196.1	0.0%	-4.4%	-5.8%
YoY %	23.3%	-1.6%	1.1%	23.3%	-6.0%	-0.3%			
EBITDA	3,079.6	3,109.8	3,123.7	3,079.6	2,884.9	2,880.7	0.0%	-7.2%	-7.8%
YoY %	12.0%	1.0%	0.4%	12.0%	-6.3%	-0.1%			
순이익	509.4	403.2	552.4	509.4	408.1	486.9	0.0%	1.2%	-11.9%
YoY %	흑전	-20.8%	37.0%	흑전	-19.9%	19.3%			

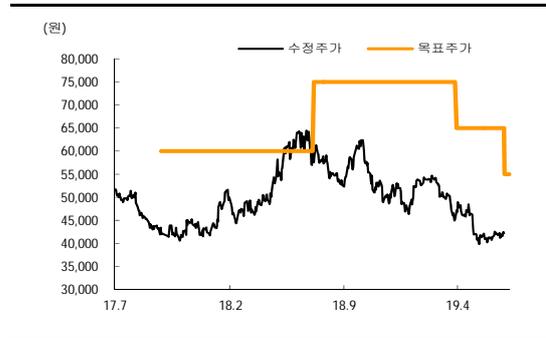
자료: 한국가스공사 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	7,153.0	6,204.4	9,279.1	11,012.7	5,710.8	4,670.2	7,056.5	7,335.9	-20.2%	-24.7%	-24.0%	-33.4%
YoY %	41.5%	31.2%	21.6%	-14.0%	12.9%	-1.2%	-7.5%	-15.7%				
QoQ %	-44.1%	-13.3%	49.6%	18.7%	-34.4%	-18.2%	51.1%	4.0%				
영업이익	(52.2)	(197.4)	519.3	1,010.2	53.7	(195.7)	472.9	987.9	-202.8%	-0.9%	-8.9%	-2.2%
YoY %	적전	적지	10.4%	24%	251.3%	적지	0.6%	13.6%				
QoQ %	적전	적지	흑전	94.5%	-93.8%	적전	흑전	108.9%				
EBITDA	411.3	266.0	982.8	1,473.6	474.8	225.4	894.1	1,409.0	15.4%	-15.3%	-9.0%	-4.4%
YoY %	-12.0%	-10.3%	5.3%	1.7%	1.5%	-24.0%	-4.3%	9.2%				
QoQ %	-71.6%	-35.3%	269.4%	49.9%	-63.2%	-52.5%	296.6%	57.6%				
순이익	(148.0)	(237.1)	263.0	637.7	(84.8)	(264.4)	226.9	644.9	-42.7%	11.5%	-13.7%	1.1%
YoY %	적지	적지	70.9%	21.4%	적지	적지	47.4%	21.6%				
QoQ %	적전	적지	흑전	142.5%	적전	적지	흑전	184.3%				

자료: 한국가스공사 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	55,000원	6개월		
2019.04.01	매수	65,000원	6개월	-33.10%	-24.69%
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	-17.66%	7.50%
2018.01.08	매수	60,000원	6개월	-24.72%	-14.00%
2017.12.04	매수	60,000원	6개월	-28.49%	-24.67%
2017.09.27	매수	60,000원	6개월	-28.55%	-24.67%



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 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	7,582	9,925	8,908	9,846	10,995
현금및현금성자산	441	240	1,795	3,232	3,696
매출채권및기타채권	5,280	5,407	4,374	4,065	4,490
재고자산	1,542	3,169	1,402	1,303	1,439
비유동자산	29,557	29,765	29,413	28,781	28,210
장기금융자산	483	459	461	461	461
유형자산	24,723	24,764	24,370	23,738	23,167
무형자산	1,814	1,772	1,793	1,793	1,793
자산총계	37,139	39,690	38,321	38,627	39,205
유동부채	6,590	9,871	8,053	7,991	8,077
단기금융부채	3,823	6,864	5,967	5,967	5,967
매입채무 및 기타채무	1,648	1,897	893	830	917
단기충당부채	71	62	76	76	76
비유동부채	22,409	21,321	21,925	21,925	21,925
장기금융부채	20,624	19,472	19,882	19,882	19,882
장기매입채무 및 기타채무	10	1	1	1	1
장기충당부채	200	207	219	219	219
부채총계	28,999	31,192	29,979	29,916	30,003
지배주주지분	7,813	8,193	8,044	8,413	8,904
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	5,666	6,035	6,526
비지배주주지분	327	305	298	298	298
자본총계	8,140	8,498	8,342	8,711	9,202
부채외자본총계	37,139	39,690	38,321	38,627	39,205

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	2,508	57	4,048	3,258	2,544
당기순이익(손실)	(1,192)	527	410	489	610
비현금성항목등	4,103	2,693	2,611	2,418	2,418
유형자산감가상각비	1,716	1,803	1,685	1,685	1,685
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(2,388)	(891)	(927)	(733)	(733)
운전자본감소(증가)	962	(2,113)	1,251	352	(484)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(540)	27	954	298	(410)
재고자산감소(증가)	(472)	(1,626)	1,766	99	(136)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	14	546	(987)	(45)	62
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	96	733	733	733
투자활동현금흐름	(1,226)	(1,275)	(1,114)	(1,053)	(1,113)
금융자산감소(증가)	118	3	6	0	0
유형자산감소(증가)	(1,346)	(1,147)	(1,050)	(1,053)	(1,113)
무형자산감소(증가)	(28)	(62)	(7)	0	0
기타	30	(69)	(63)	0	0
재무활동현금흐름	(1,266)	994	(872)	(119)	(119)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(1,468)	1,045	(731)	0	0
자본의증가(감소)	5	47	0	0	0
배당금의 지급	7	9	120	119	119
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(42)	(202)	1,555	1,436	464
기초현금	483	441	240	1,795	3,232
기말현금	441	240	1,795	3,232	3,696
FCF	2,687	(637)	3,758	1,994	956

자료 : 한국가스공사, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	22,172	26,185	26,139	23,394	24,732
매출원가	20,728	24,509	24,628	21,920	23,169
매출총이익	1,444	1,677	1,511	1,474	1,563
매출총이익률 (%)	6.5	6.4	5.8	6.3	6.3
판매비외관리비	409	400	311	278	294
영업이익	1,035	1,277	1,200	1,196	1,269
영업이익률 (%)	4.7	4.9	4.6	5.1	5.1
비영업손익	(2,284)	(628)	(643)	(566)	(482)
순금융비용	286	176	288	391	473
외환관련손익	(15)	17	12	0	0
관계기업투자등 관련손익	149	204	103	103	105
세전계속사업이익	(1,249)	649	557	630	787
세전계속사업이익률 (%)	(5.6)	2.5	2.1	2.7	3.2
계속사업법인세	(59)	96	148	142	177
계속사업이익	(1,190)	553	410	489	610
중단사업이익	(1)	(27)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(1,192)	527	410	489	610
순이익률 (%)	(5.4)	2.0	1.6	2.1	2.5
지배주주	(1,205)	509	408	487	608
지배주주귀속 순이익률(%)	(5.4)	1.9	1.6	2.1	2.5
비지배주주	13	17	1	2	2
총포괄이익	(1,545)	408	403	489	610
지배주주	(1,543)	384	399	487	608
비지배주주	(2)	24	4	2	2
EBITDA	2,751	3,080	2,885	2,881	2,954

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	5.0	18.1	(0.2)	(10.5)	5.7
영업이익	3.7	23.3	(6.0)	(0.3)	6.1
세전계속사업이익	적지	흑전	(14.1)	13.1	24.9
EBITDA	5.2	12.0	(6.3)	(0.1)	2.5
EPS(계속사업)	적지	흑전	(19.9)	19.3	24.9
수익성 (%)					
ROE	(14.0)	6.4	5.0	5.9	7.0
ROA	(3.1)	1.4	1.0	1.3	1.6
EBITDA마진	12.4	11.8	11.0	12.3	11.9
안정성 (%)					
유동비율	115.0	100.5	110.6	123.2	136.1
부채비율	356.2	367.0	359.4	343.4	326.0
순차입금/자기자본	253.4	268.9	242.9	216.1	199.5
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(13,055)	5,518	4,421	5,275	6,588
BPS	73,063	78,366	78,397	82,398	87,718
CFPS	29,272	31,324	28,032	28,291	28,903
주당 현금배당금	n/a	1,360	1,360	1,360	1,360
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(3.3)	8.7	9.5	8.0	6.4
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)					
PCR	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(최고)	8.9	8.9	8.4	7.9	7.5
EV/EBITDA(최저)					

memo
