

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	44 십억원
발행주식수	888 만주
자사주	34 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,110 십억원
주요주주	
에스케이케미칼(주)(외4)	56.29%
(주)브이아이피투자자문	9.37%
외국인지분율	10.90%
배당수익률	2.10%

Stock Data

주가(17/04/09)	125,000 원
KOSPI	2151.73 pt
52주 Beta	0.65
52주 최고가	129,500 원
52주 최저가	79,558 원
최근 1개월 주가상승률	15.2%

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	15.2%	12.1%
6개월	26.0%	20.3%
12개월	54.0%	41.3%

SK 가스 (018670/KS | 매수(유지) | T.P 140,000 원(상향))

1Q17 preview: 관건은 물량확대

1Q OP는 439 억원으로서 1 회성 비용이 다수 반영되었던 전분기대비로는 증진하지만, 전년동기대비로는 하락할 것으로 판단함. 물량증대효과가 이어지고 있지만 LPG spread 축소가 부담으로 작용했음. 단 앞으로도 spread 에서는 혜택을 누리기 어렵고, 순이익에서 기대 이상의 기여를 했던 PDH 또한 최근 화학 시장 약세로 부담이 있기 때문에, 해외에서 추가 LPG 물량을 확보할 지 여부가 동사 주가에 있어 중요할 것으로 판단함

1Q17 영업이익 439 억원(QoQ +38.3% / YoY -25.2%) 추정

1 회성 비용이 다수 반영되었던 전분기대비로는 급반등하지만, 호실적의 신호탄 격이었던 전년동기대비로는 하락한 실적임. 일단 여전히 지난 해부터 이어진 물량증대효과(점유율 2015 년 35.6% → 2016 년 44.3%)의 온기는 이어지고 있음. 그렇지만 지난 해까지 급격한 하락세로 발표되던 사우디 CP 가 연말부터 급반등하였다는 것은 부담요인임. 지난 해 12 월 프로판 \$380/t, 부탄 \$420/t 이었지만 2 월 각각 \$510/t, \$600/t 으로 발표된 바 있음. 국내 LPG 가격은 이를 따라가지 못한 만큼 spread 압박 있었을 것임.

결국 관건은 해외추가물량 확보

사우디 CP 의 지난 해 급격한 조정은 역시 미국의 NGL 기반의 LPG 수출이 시작되면서 글로벌 LPG 가격이 하락한 영향이 컸음. 따라서 일시적으로 국내 LPG spread 가 확대되었지만 이 역시 지난 해 연말부터 효과가 소멸되고 있음. 실제로 국내가격/사우디가격 ratio는 16 년 초 1.9 배까지 확대되었지만 17 년 초 1.2 배로 하락해 14 년 수준으로 회귀했음. 또한 지금까지 기대 이상의 수익기여를 했던 PDH 또한 화학시장 약세에 따른 프로필렌 가격하락을 우려해야함. 결국 이 상황에서 추가 이익을 위해서는 해외에서 LPG 물량을 확대해야 하기 때문에 그 부분이 주가의 최대 관건이 될 것으로 판단함.

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

금번 1Q17 프리뷰 자료에서는 시장 상황 변동을 감안해 일괄적으로 COE(Cost Of Equity)를 기존 7.5% → 7.0%로 하향하였음. 실적 추정치 상향분까지 감안 해 목표주가 소폭 상향 정함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	5,943.5	4,079.0	5,254.7	5,084.2	5,019.4	4,714.2
yoy	%	(10.9)	(31.4)	28.8	(3.2)	(1.3)	(6.1)
영업이익	십억원	120.3	99.2	180.8	170.2	182.6	178.4
yoy	%	(2.6)	(17.6)	82.3	(5.9)	7.3	(2.3)
EBITDA	십억원	158.7	144.0	234.8	215.1	227.5	223.3
세전이익	십억원	125.9	95.2	216.4	175.5	157.0	147.3
순이익(지배주주)	십억원	97.4	69.2	170.4	124.0	110.9	104.1
영업이익률%	%	2.0	2.4	3.4	3.3	3.6	3.8
EBITDA%	%	2.7	3.5	4.5	4.2	4.5	4.7
순이익률	%	2.1	2.3	4.1	3.5	3.1	3.1
EPS	원	11,183	7,866	19,181	13,958	12,486	11,718
PER	배	8.6	9.3	6.8	9.0	10.0	10.7
PBR	배	0.9	0.7	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	12.0	16.2	9.5	9.5	8.4	5.0
ROE	%	8.5	5.8	13.1	8.7	7.2	6.3
순차입금	십억원	1,051	1,682	1,063	929	797	696
부채비율	%	137.4	150.7	137.9	138.1	128.6	121.1

1Q17 preview

(단위: % 십억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,160.6	1,300.3	1,290.5	1,503.3	1,309.1	12.8	(12.9)	1,541.8	(15.1)
영업이익	58.6	46.7	43.8	31.7	43.9	(25.2)	38.3	43.7	0.3
세전이익	43.7	43.9	52.6	76.1	45.3	3.6	(40.6)	0.0	#DIV/0!
지배순이익	31.1	51.2	37.7	50.4	32.0	2.7	(36.6)	44.4	(28.0)
영업이익률	5.1	3.6	3.4	2.1	3.3	(1.7)	1.2	2.8	0.5
세전이익률	3.8	3.4	4.1	5.1	3.5	(0.3)	(1.6)	0.0	3.5
지배주주순이익률	2.7	3.9	2.9	3.4	2.4	(0.2)	(0.9)	2.9	(0.4)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	1Q18	1Q19	1Q20	1Q21
ROE(지배주주지분)	8.4%	ROE(지배주주지분)	13.1%	7.7%	12.4%	7.9%	6.8%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	8.4%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.29						
1Q18E BPS(지배주주지분)	112,367						
Target Price	144,791						

자료: SK 가스, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	1Q18	1Q19	1Q20	1Q21
EPS(지배주주지분)	19,181	10,517	19,276	13,345	12,305
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	13,013				
1Q18E EPS	10,517				
1Q19E EPS	19,276				

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	104,105	110,612	117,118	123,625	130,131	136,638	143,144	149,651	156,158	162,664
TP by 1Q18E EPS	84,137	89,395	94,654	99,912	105,171	110,429	115,688	120,946	126,205	131,463
TP by 1Q19E EPS	154,207	163,845	173,483	183,121	192,759	202,397	212,035	221,673	231,311	240,949

자료: SK 가스, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	4,949.4	4,559.0	4,387.8	5,254.7	5,084.2	5,019.4	6.2%	11.5%	14.4%
YoY %	21.3%	-7.9%	-3.8%	28.8%	-3.2%	-1.3%			
영업이익	195.2	170.1	161.1	180.8	170.2	182.6	-7.4%	0.1%	13.3%
YoY %	96.9%	-12.9%	-5.3%	82.3%	-5.9%	7.3%			
EBITDA	249.7	216.8	207.8	234.8	215.1	227.5	-6.0%	-0.8%	9.5%
YoY %	73.4%	-13.2%	-4.2%	63.1%	-8.4%	5.7%			
순이익	161.7	111.2	111.5	170.4	124.0	110.9	5.3%	11.5%	-0.5%
YoY %	133.8%	-31.3%	0.3%	146.2%	-27.2%	-10.5%			

자료: SK 가스 SK 증권

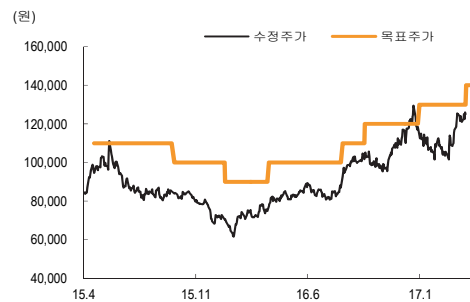
분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	1,088.9	1,135.7	1,214.0	1,120.3	1,309.1	1,161.1	1,233.1	1,381.0	20.2%	2.2%	1.6%	23.3%
YoY %	-6.2%	-12.7%	-5.9%	-6.5%	12.8%	-10.7%	-4.5%	-8.1%				
QoQ %	-9.1%	4.3%	6.9%	-7.7%	-12.9%	-11.3%	6.2%	12.0%				
영업이익	39.7	41.9	39.7	48.8	43.9	39.6	37.7	49.1	10.4%	-5.6%	-5.0%	0.6%
YoY %	-32.3%	-10.2%	-9.3%	5.8%	-25.2%	-15.2%	-13.9%	54.8%				
QoQ %	-13.9%	5.5%	-5.2%	22.9%	38.3%	-9.8%	-4.7%	30.2%				
EBITDA	51.4	53.6	51.4	60.5	55.1	50.8	48.9	60.3	7.2%	-5.2%	-4.7%	-0.2%
YoY %	-26.8%	-19.1%	-7.4%	4.6%	-21.5%	-23.3%	-11.8%	40.5%				
QoQ %	-11.1%	4.2%	-4.1%	17.7%	28.3%	-7.8%	-3.7%	23.3%				
순이익	25.6	27.2	24.6	33.7	32.0	35.9	25.2	31.0	24.7%	32.0%	2.2%	-8.2%
YoY %	-17.6%	-46.9%	-34.6%	-19.3%	2.7%	-29.9%	-33.2%	-38.6%				
QoQ %	-38.7%	5.9%	-9.3%	37.0%	-36.6%	12.2%	-29.8%	23.1%				

자료: SK 가스 SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.04.10	매수	140,000원
2017.01.09	매수	130,000원
2016.11.14	매수	120,000원
2016.09.27	매수	120,000원
2016.08.16	매수	110,000원
2016.06.27	매수	100,000원
2016.03.27	매수	100,000원
2016.02.11	매수	90,000원
2016.01.05	매수	90,000원
2015.09.30	매수	100,000원
2015.06.29	매수	110,000원
2015.04.30	매수	110,000원



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 4월 10 현재 SK 가스(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 4월 10일 기준)

매수	95%	중립	5%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,467	1,980	2,163	2,243	2,329
현금및현금성자산	225	206	490	623	724
매출채권및기타채권	418	726	667	637	628
재고자산	600	394	362	345	341
비유동자산	2,613	2,091	2,122	2,153	2,178
장기금융자산	250	288	288	288	288
유형자산	1,941	1,120	1,151	1,182	1,207
무형자산	309	311	311	311	311
자산총계	4,080	4,071	4,285	4,395	4,508
유동부채	774	1,595	1,720	1,708	1,704
단기금융부채	497	1,039	1,189	1,189	1,189
매입채무 및 기타채무	225	303	278	266	262
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,679	765	765	765	765
장기금융부채	1,581	662	662	662	662
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,452	2,360	2,485	2,472	2,469
지배주주지분	1,209	1,388	1,477	1,600	1,716
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	192	192	192	192	192
기타자본구성요소	(13)	(11)	(11)	(11)	(11)
자기주식	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
이익잉여금	962	1,114	1,252	1,375	1,491
비지배주주지분	418	323	323	323	323
자본총계	1,628	1,711	1,800	1,923	2,039
부채외자본총계	4,080	4,071	4,285	4,395	4,508

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	(160)	(108)	317	269	235
당기순이익(손실)	73	188	138	123	116
비현금성항목등	67	61	110	110	110
유형자산감가상각비	45	54	45	45	45
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(22)	(7)	(65)	(65)	(65)
운전자본감소(증가)	(263)	(334)	69	36	10
매출채권및기타채권의 감소(증가)	60	(293)	55	28	8
재고자산감소(증가)	(273)	206	32	17	4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	45	(17)	(9)	(2)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	19	51	61	61	61
투자활동현금흐름	(585)	(117)	(76)	(75)	(71)
금융자산감소(증가)	(59)	(48)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(510)	(138)	(76)	(75)	(71)
무형자산감소(증가)	(2)	(2)	0	0	0
기타	(13)	70	0	0	0
재무활동현금흐름	681	200	0	0	0
단기금융부채증가(감소)	(187)	46	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	753	211	0	0	0
자본의증가(감소)	2	7	0	0	0
배당금의 지급	19	20	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(60)	(19)	284	133	101
기초현금	285	225	206	490	623
기말현금	225	206	490	623	724
FCF	(662)	156	179	153	125

자료: SK가스, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,079	5,255	5,084	5,019	4,714
매출원가	3,747	4,786	4,630	4,556	4,272
매출총이익	332	469	454	463	442
매출총이익률 (%)	8.1	8.9	8.9	9.2	9.4
판매비와관리비	233	288	284	280	263
영업이익	99	181	170	183	178
영업이익률 (%)	2.4	3.4	3.3	3.6	3.8
비영업손익	(4)	36	5	(26)	(31)
순금융비용	116	251	146	126	122
외환관련손익	(40)	(24)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(9)	11	17	7	4
세전계속사업이익	95	216	175	157	147
세전계속사업이익률 (%)	2.3	4.1	3.5	3.1	3.1
계속사업법인세	20	46	38	34	32
계속사업이익	75	170	138	123	116
중단사업이익	(2)	18	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	73	188	138	123	116
순이익률 (%)	1.8	3.6	2.7	2.5	2.5
지배주주	69	170	124	111	104
지배주주귀속 순이익률(%)	1.7	3.2	2.4	2.2	2.2
비지배주주	4	18	14	12	12
총포괄이익	58	213	138	123	116
지배주주	53	194	124	111	104
비지배주주	5	19	14	12	12
EBITDA	144	235	215	228	223

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(31.4)	28.8	(3.2)	(1.3)	(6.1)
영업이익	(17.6)	82.3	(5.9)	7.3	(2.3)
세전계속사업이익	(24.4)	127.3	(18.9)	(10.5)	(6.2)
EBITDA	(9.3)	63.1	(8.4)	5.7	(1.8)
EPS(계속사업)	(29.7)	143.9	(27.2)	(10.5)	(6.2)
수익성 (%)					
ROE	5.8	13.1	8.7	7.2	6.3
ROA	2.0	4.6	3.3	2.8	2.6
EBITDA마진	3.5	4.5	4.2	4.5	4.7
안정성 (%)					
유동비율	189.6	124.1	125.7	131.3	136.7
부채비율	150.7	137.9	138.1	128.6	121.1
순차입금/자기자본	103.4	62.1	51.6	41.4	34.1
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	0.3	(0.0)	0.0	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,866	19,181	13,958	12,486	11,718
BPS	111,230	130,624	140,604	154,477	167,498
CFPS	14,006	22,113	20,104	21,197	20,827
주당 현금배당금	2,063	2,042	2,042	2,042	2,042
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.3	6.8	9.0	10.0	10.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.7	1.0	0.9	0.8	0.7
PBR(최저)					
PCR	5.2	5.9	6.2	5.9	6.0
EV/EBITDA(최고)	16.2	9.5	9.5	8.4	5.0
EV/EBITDA(최저)					