

# SK 가스(018670/KS)

## 기대에 찬 2016년

### 매수(유지)

T.P 90,000 원(유지)

#### Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

#### Company Data

자본금	440 억원
발행주식수	880 만주
자사주	34 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,588 억원
주요주주	
SK케미칼(주)(외3)	55.63%
국민연금공단	9.39%
외국인지분율	6.40%
배당수익률	2.70%

#### Stock Data

주가(16/02/10)	74,900 원
KOSPI	1917.79 pt
52주 Beta	0.74
52주 최고가	112,057 원
52주 최저가	62,000 원
60일 평균 거래대금	10 억원

#### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.3%	6.0%
6개월	-11.3%	-6.1%
12개월	-13.6%	-12.0%

4Q OP는 365 억원으로 추정치를 103.1% 상회하는 surprise였음. 3Q 중 발생했던 LPG 사업부의 재고평가손실 환입분이 가장 크게 작용하였음. 1Q OP는 사우디 LPG 가격 인하가 진행되는 만큼 감익이 불가피함. 그러나 16년 전체 종익 추정함. 우려였던 PDH 사업에서 쿠웨이트 PIC의 참여로 인해 지분율을 낮췄고, 유가하락이 일단락되며 재고손실 여력이 줄었기 때문임. 바닥 수준의 주가에서 반등했지만 추가상승여력 있는 것으로 판단함.

#### 4Q15 영업이익 365 억원(QoQ +62.5% / YoY +386.3%) 추정

SK증권 리서치센터 추정치 180 억원을 103.1% 상회하는 earning surprise였음. 또한 2015년 분기 중 최대치에도 해당함(영업이익률 3.8%). 예상보다 호실적이 발생했던 이유로서는 LPG 사업부에서 가벼운 재고정책을 이어가면서 전분기 중 발생했던 1회성 재고손실분 약 150 억원이 환입된 부분이 가장 큼. 또한 산업용 수요상승으로 인해 판매물량 증대효과가 나타난 부분도 호재였음. 다만 SKD&D의 실적약세로 인한 부동산개발 사업부의 감익은 추가증익 여력을 감소시킨 요인으로 추정됨.

#### 1Q16 영업이익 280 억원(QoQ -23.4% / YoY +230.8%) 추정

1분기 영업이익은 전분기대비로는 하락이 불가피할 것으로 판단함. 무엇보다 사우디가 LPG 가격(CP)을 프로판의 경우 12월 \$460/t에서 1월 \$345/t으로, 부탄의 경우 12월 \$475/t에서 1월 \$390/t으로 인하를 결정했기 때문임. 물론 국내 LPG 가격은 분기 평균으로 본다면 4분기 중 인상을 사실상 못했기에 사우디 CP 조정의 영향이 크지는 않겠지만 일정부분 감익은 불가피한 것으로 판단함. SKD&D 또한 단기 실적약세는 이어질 것으로 추정되고 있음.

#### 목표주가 90,000 원 / 투자의견 매수 유지

2016년은 전년대비 증익이 가능할 것으로 판단함. 일단 현재 시장 우려감의 가장 큰 부분인 PDH 사업이 본격적으로 사업을 시작하는 만큼 수익성에 대한 확인이 필요함. 다만 PDH 사업을 쿠웨이트 PIC의 사업참여의지에 의해 일부 매각하게 되면서 기존 SK 가스의 사업 지분이 65%에서 45%로 줄어든 만큼, risk는 일정수준 회복시켰다는 긍정적인 부분은 반영을 해야 함. 또한 장기 저유가 상황은 불가피하겠지만 재고평가손실 risk도 회복되었기 때문에 15년과 같은 예상 외 손실이 발생할 가능성도 낮아졌음. SKD&D의 성장성도 긍정적 요인임. 한 때 62,000 원까지 하락했던 주가가 74,900 원까지 회복되었지만, 추가 상승여력은 여전히 있는 것으로 판단함.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	6,672.2	5,943.5	3,915.2	3,423.1	3,407.5	3,273.0
yoy	%	(12.0)	(10.9)	(34.1)	(12.6)	(0.5)	(3.9)
영업이익	십억원	123.5	120.3	93.5	96.9	107.1	109.1
yoy	%	(12.3)	(2.6)	(22.3)	3.6	10.6	1.8
EBITDA	십억원	160.3	158.7	138.1	201.9	212.2	214.1
세전이익	십억원	128.7	125.9	92.0	89.6	103.9	103.4
순이익(지배주주)	십억원	102.4	97.4	65.5	70.3	81.6	81.2
영업이익률%	%	1.9	2.0	2.4	2.8	3.1	3.3
EBITDA%	%	24	2.7	3.5	5.9	6.2	6.5
순이익률	%	1.9	2.1	2.4	2.6	3.0	3.2
EPS	원	11,871	11,183	7,451	7,994	9,272	9,228
PER	배	6.3	8.7	9.8	9.4	8.1	8.1
PBR	배	0.6	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	6.9	12.0	15.7	11.0	10.5	10.5
ROE	%	9.8	8.5	5.6	5.9	6.5	6.2
순차입금	십억원	456	1,051	1,521	1,566	1,579	1,580
부채비율	%	134.9	137.4	156.1	150.7	153.5	147.2

## 4Q15 실적 review

(단위: %, 억원)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차0(a/b)
매출액	1,336.8	914.2	963.7	1,088.3	949.1	(29.0)	(12.8)	841.3	841.3	12.8
영업이익	7.5	8.5	26.1	22.5	36.5	386.3	62.5	18.0	18.0	103.1
세전이익	38.4	14.4	25.0	16.0	36.7	(4.5)	128.8	0.0	21.3	72.2
지배순이익	31.7	6.9	20.5	9.3	28.8	(9.3)	208.6	16.5	16.5	74.4
영업이익률	0.6	0.9	2.7	2.1	3.8	3.3	1.8	2.1	2.1	1.7
세전이익률	2.9	1.6	2.6	1.5	3.9	1.0	2.4	0.0	2.5	1.3
지배주주순이익률	2.4	0.8	2.1	0.9	3.0	0.7	2.2	2.0	2.0	1.1

자료: SK 증권 Fnguide

## 연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
매출액	3,915.2	3,423.1	3,407.5	3,915.2	3,423.1	3,407.5	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	-34.1%	-12.6%	-0.5%	-34.1%	-12.6%	-0.5%			
영업이익	93.5	96.9	107.1	93.5	96.9	107.1	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	-22.3%	3.6%	10.6%	-22.3%	3.6%	10.6%			
EBITDA	138.1	201.9	212.2	138.1	201.9	212.2	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	-13.0%	46.2%	5.1%	-13.0%	46.2%	5.1%			
순이익	65.5	70.3	81.6	65.5	70.3	81.6	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	-32.7%	7.3%	16.0%	-32.7%	7.3%	16.0%			

자료: SK 가스, SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E
매출액	841.3	764.7	770.4	911.6	949.1	794.5	756.1	926.0	12.8%	3.9%	-1.9%	1.6%
YoY %	-37.1%	-16.4%	-20.1%	-16.2%	-29.0%	-13.1%	-21.5%	-14.9%				
QoQ %	-22.7%	-9.1%	0.8%	18.3%	-12.8%	-16.3%	-4.8%	22.5%				
영업이익	18.0	31.5	26.9	21.8	36.5	28.0	26.1	26.3	103.1%	-11.3%	-3.1%	20.6%
YoY %	139.4%	273.0%	3.3%	-2.9%	386.3%	230.8%	0.1%	17.1%				
QoQ %	-20.0%	75.5%	-14.6%	-19.0%	62.5%	-23.4%	-6.7%	0.7%				
EBITDA	29.2	57.8	53.2	48.1	47.8	54.2	52.4	52.6	63.4%	-6.2%	-1.6%	9.3%
YoY %	49.2%	197.9%	42.8%	42.6%	143.8%	179.5%	40.5%	55.9%				
QoQ %	-13.3%	97.7%	-8.0%	-9.6%	41.6%	13.5%	-3.4%	0.4%				
순이익	16.5	29.8	26.4	14.9	28.8	24.1	24.7	16.5	74.4%	-19.0%	-6.2%	10.8%
YoY %	-48.0%	331.1%	28.7%	59.4%	-9.3%	249.1%	20.7%	76.5%				
QoQ %	76.9%	80.5%	-11.4%	-43.6%	208.6%	-16.2%	2.6%	-33.4%				

자료: SK 가스, SK 증권

## ROE &amp; PBR Valuation: Target price calculation

항목			2014	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(자 배주주지분)	6.2%	ROE(자 배주주지분)	8.5%	5.8%	6.4%	6.0%	7.6%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	6.2%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
<b>Target P/B</b>	<b>0.77</b>						
4Q15E BPS(자 배주주지분)	112,546						
<b>Target Price</b>	<b>86,690</b>						

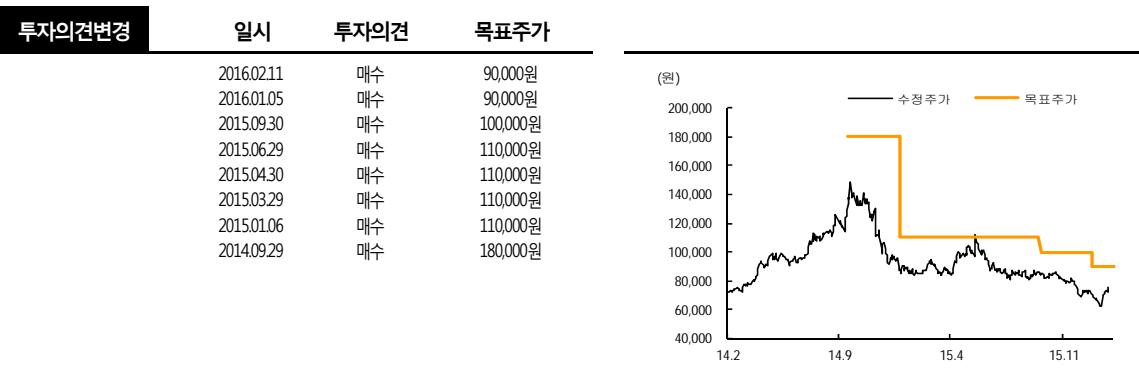
자료: SK 가스, SK 증권

## PER sensitivity analysis

	2014	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
EPS(자 배주주지분)	11,183	7,994	9,272	9,228	12,451
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	8,942				
1Q16E EPS	7,994				
1Q17E EPS	9,272				

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	71,536	76,006	80,477	84,948	89,419	93,890	98,361	102,832	107,303	111,774
TP by 4Q15E EPS	63,951	67,948	71,944	75,941	79,938	83,935	87,932	91,929	95,926	99,923
TP by 4Q16E EPS	74,177	78,813	83,449	88,085	92,721	97,357	101,993	106,629	111,265	115,901

자료: SK 가스, SK 증권



### Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 2 월 11 현재 SK 가스와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 2월 11일 기준)

매수	96%	중립	4%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	1,299	1,353	1,305	1,412	1,376
현금및현금성자산	285	329	284	421	420
매출채권및기타채권	467	480	479	462	442
재고자산	326	293	292	282	270
<b>비유동자산</b>	2,039	2,533	2,633	2,733	2,824
장기금융자산	188	186	186	186	186
유형자산	1,466	1,925	2,025	2,125	2,216
무형자산	303	309	309	309	309
<b>자산총계</b>	3,338	3,886	3,938	4,145	4,200
<b>유동부채</b>	928	938	938	1,080	1,071
단기금융부채	582	698	698	848	848
매입채무 및 기타채무	297	217	216	209	200
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,004	1,430	1,430	1,430	1,430
장기금융부채	892	1,324	1,324	1,324	1,324
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,932	2,368	2,368	2,510	2,501
<b>지배주주지분</b>	1,182	1,160	1,213	1,278	1,342
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	192	192	192	192	192
기타자본구성요소	(5)	(18)	(18)	(18)	(18)
자기주식	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
이익잉여금	911	943	996	1,060	1,125
<b>비지배주주지분</b>	225	357	357	357	357
<b>자본총계</b>	1,406	1,517	1,571	1,635	1,699
<b>부채와자본총계</b>	3,338	3,886	3,938	4,145	4,200

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	240	17	196	227	230
당기순이익(손실)	99	71	70	82	81
비현금성항목등	47	79	125	125	125
유형자산감가상각비	38	45	105	105	105
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(9)	(35)	(19)	(19)	(19)
운전자본감소(증가)	97	(97)	2	21	25
매출채권및기타채권의 감소(증가)	235	(12)	1	16	19
재고자산감소(증가)	(7)	34	1	10	12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(264)	(9)	(0)	(5)	(6)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	27	17	15	15	15
<b>투자활동현금흐름</b>	(779)	(496)	(205)	(204)	(196)
금융자산감소(증가)	(41)	(10)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(527)	(490)	(205)	(204)	(196)
무형자산감소(증가)	(6)	(1)	0	0	0
기타	(205)	5	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	349	448	(17)	(17)	(17)
단기금융부채증가(감소)	(31)	(81)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	356	487	0	0	0
자본의증가(감소)	2	(0)	0	0	0
배당금의 지급	14	36	17	17	17
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(188)	44	(45)	137	(1)
기초현금	473	285	329	284	421
기밀현금	285	329	284	421	420
FCF	(419)	(438)	(23)	7	21

자료 : SK가스, SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	5,943	3,915	3,423	3,408	3,273
<b>매출원가</b>	5,600	3,612	3,155	3,130	3,001
<b>매출총이익</b>	343	303	268	277	272
매출총이익률 (%)	5.8	7.7	7.8	8.1	8.3
<b>판매비와관리비</b>	223	210	171	170	163
영업이익	120	93	97	107	109
영업이익률 (%)	2.0	2.4	2.8	3.1	3.3
비영업손익	6	(1)	(7)	(3)	(6)
<b>순금융비용</b>	156	147	130	146	143
외환관련손익	(42)	(46)	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련순익</b>	(6)	(3)	1	1	1
세전계속사업이익	126	92	90	104	103
세전계속사업이익률 (%)	2.1	2.4	2.6	3.0	3.2
계속사업법인세	27	21	19	22	22
<b>계속사업이익</b>	99	71	70	82	81
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	99	71	70	82	81
<b>순이익률 (%)</b>	1.7	1.8	2.1	2.4	2.5
지배주주	97	66	70	82	81
<b>지배주주기속 순이익률(%)</b>	1.6	1.7	2.1	2.4	2.5
<b>비지배주주</b>	2	6	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	71	66	70	82	81
<b>지배주주</b>	70	59	70	82	81
<b>비지배주주</b>	1	7	0	0	0
EBITDA	159	138	202	212	214

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	(109)	(34.1)	(12.6)	(0.5)	(3.9)
영업이익	(2.6)	(22.3)	3.6	10.6	1.8
세전계속사업이익	(2.2)	(26.9)	(2.7)	16.0	(0.5)
EBITDA	(1.0)	(13.0)	46.2	5.1	0.9
EPS(계속사업)	(5.8)	(33.4)	7.3	16.0	(0.5)
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.5	5.6	5.9	6.5	6.2
ROA	3.3	2.0	1.8	2.0	1.9
EBITDA/마진	2.7	3.5	5.9	6.2	6.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	140.0	144.1	139.1	130.7	128.5
부채비율	137.4	156.1	150.7	153.5	147.2
순자금/자기자본	74.8	100.2	99.7	96.5	92.9
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.1)	0.3	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	11,183	7,451	7,994	9,272	9,228
BPS	111,189	106,488	112,546	119,883	127,175
CFPS	15,275	13,399	20,584	21,501	21,676
주당 현금배당금	2,063	2,063	2,063	2,063	2,063
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	8.7	9.8	9.4	8.1	8.1
PER(최저)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
PBR(최고)	6.3	5.4	3.6	3.5	3.5
PBR(최저)	12.0	15.7	11.0	10.5	10.5
PCR	5.0	8.3	10.9	7.3	7.1
EV/EBITDA(최고)					
EV/EBITDA(최저)					