

# SK 가스(018670/KS)

## PDH 만 보다가 LPG 를 놓친다

**매수(유지)**

**T.P 100,000 원(유지)**

**Analyst**

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

2 분기 영업이익은 431 억원으로 추정됨. 전년동기대비 +76.0%나 증진된 호실적으로서 전분기의 LPG 물량 증대효과가 지속될 것으로 판단함. 작년까지 PDH 수익성 우려 때문에 주가가 약세였지만, 본업인 LPG 가 물량증대와 재고평가 손실 마무리 이후 이익 확대기조에 놓였다는 것이 더욱 긍정적으로 보임. Valuation merit 여전히 있기 때문에 추가 상승여력도 타진할 수 있음

### 2Q16 preview: 영업이익 431 억원 추정

전분기대비로는 -26.5% 하회하지만, 전년동기대비로는 무려 +76.0% 증진하는 호실적에 해당함. 기존대비 높아진 수익성을 보이는 근본 원인은 본업인 LPG 의 물량 증대효과가 지속될 것으로 기대되기 때문임. 전분기 586 억원을 earning surprise 를 시현하는 데에는 화학 측 LPG 물량증대 역할이 컸고 금번 분기에도 그 온기는 이어질 것으로 예상함

### PDH 만 보다가 본업인 LPG 를 놓칠 수 있다

PDH 가 사실상 잘못된 시점에서 진행된 투자인 것은 명백해 보임. 본 보고서의 중장기 분석 상으로도 프로필렌은 현재의 저수익성이 당분간 지속될 것임. 하지만 본업인 LPG 의 물량증대로 이익의 기저가 확대되었다는 것을 간과해서는 안 됨. 또한 엄연히 PDH 도 cyclical 사업인 만큼 일정 시점이 지나면 수익성이 회복이 될 것이라는 부분도 염두에 두어야 함

### 목표주가 100,000 원 / 투자의견 매수 유지

연초 저점 6 만원 이후 9 만원까지 상승했지만, 최근 차익실현 발생했음. 다만 여전히 이익증대 대비 valuation 매력 있기 때문에 추가상승 가능 판단함

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	6,672.2	5,943.5	4,079.0	4,828.3	4,686.9	4,503.4
yoY	%	(12.0)	(10.9)	(31.4)	18.4	(2.9)	(3.9)
영업이익	십억원	123.5	120.3	93.5	173.2	153.6	183.1
yoY	%	(12.3)	(2.6)	(22.3)	85.2	(11.3)	19.2
EBITDA	십억원	160.3	158.7	138.3	219.4	199.9	229.3
세전이익	십억원	128.7	125.9	92.1	133.7	109.0	141.3
순이익(지배주주)	십억원	102.4	97.4	69.2	99.4	82.6	107.1
영업이익률%	%	1.9	2.0	2.3	3.6	3.3	4.1
EBITDA%	%	2.4	2.7	3.4	4.5	4.3	5.1
순이익률%	%	1.9	2.1	2.3	2.8	2.3	3.1
EPS	원	11,871	11,183	7,866	11,302	9,393	12,180
PER	배	6.3	8.7	9.3	7.4	8.9	6.9
PBR	배	0.6	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	6.9	12.0	16.8	9.6	10.5	8.8
ROE	%	9.8	8.5	5.8	8.1	6.4	7.8
순차입금	십억원	456	1,051	1,682	1,354	1,352	1,278
부채비율	%	134.9	137.4	150.7	158.8	160.6	151.2

#### Stock Data

주가(16/06/26)	83,800 원
KOSPI	1925.24 pt
52주 Beta	0.81
52주 최고가	92,521 원
52주 최저가	62,000 원
60일 평균 거래대금	12 억원

#### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.0%	-0.3%
6개월	14.7%	18.6%
12개월	-5.6%	2.3%

2Q16 preview							(단위: 십억원)		
	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	Y-Y	Q-Q	컨센서스	차이(a/b)
매출액	963.7	1,088.3	1,112.9	1,160.6	1,062.4	10.2	(8.5)	964.7	10.1
영업이익	24.5	22.5	36.5	58.6	43.1	76.0	(26.5)	19.0	126.3
세전이익	23.8	16.0	36.7	43.7	46.7	96.5	7.0	17.8	162.6
지배순이익	20.5	9.3	32.4	31.1	35.4	72.8	13.8	25.3	40.2
영업이익률	2.5	2.1	3.3	5.1	4.1	1.5	(1.0)	2.0	2.1
세전이익률	2.5	1.5	3.3	3.8	4.4	1.9	0.6	1.8	2.6
지배주주순이익률	2.1	0.9	2.9	2.7	3.3	1.2	0.7	2.6	0.7

자료 SK 가스, SK 증권

#### 연간실적추정 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	4,060.0	4,238.5	4,044.7	4,079.0	4,828.3	4,686.9	0.5%	13.9%	15.9%
YoY %	-31.7%	4.4%	-4.6%	-31.4%	18.4%	-2.9%			
영업이익	93.4	133.4	127.6	93.5	173.2	153.6	0.1%	29.8%	20.4%
YoY %	-22.4%	42.8%	-4.4%	-22.3%	85.2%	-11.3%			
EBITDA	138.1	238.5	232.6	138.3	219.4	199.9	0.2%	-8.0%	-14.1%
YoY %	-13.0%	72.7%	-2.5%	-12.8%	58.6%	-8.9%			
순이익	55.5	82.1	81.2	69.2	99.4	82.6	24.6%	21.1%	1.7%
YoY %	-43.0%	47.9%	-1.1%	-29.0%	43.7%	-16.9%			

자료 SK 가스, SK 증권

#### 분기실적추정 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E
매출액	944.3	1,146.7	1,159.0	989.6	1,062.4	1,294.7	1,310.6	1,253.3	12.5%	12.9%	13.1%	26.6%
YoY %	-20%	54%	6.0%	0.1%	10.2%	19.0%	17.8%	8.0%				
QoQ %	-4.5%	21.4%	1.1%	-14.6%	-8.5%	21.9%	1.2%	-4.4%				
영업이익	30.8	28.3	28.1	25.3	43.1	36.9	34.6	34.1	39.9%	30.1%	23.3%	35.0%
YoY %	25.8%	26.1%	-23.0%	-45.3%	76.0%	64.1%	-5.3%	-41.8%				
QoQ %	-33.4%	-8.0%	-1.0%	-9.9%	-26.5%	-14.5%	-6.1%	-1.3%				
EBITDA	57.1	54.6	54.3	51.5	54.7	48.4	46.2	45.7	-4.2%	-11.3%	-15.0%	-11.3%
YoY %	59.9%	61.9%	13.9%	-28.9%	53.2%	43.6%	-3.7%	-34.9%				
QoQ %	-21.3%	-4.3%	-0.5%	-5.1%	-22.1%	-11.4%	-4.7%	-1.0%				
순이익	27.4	11.5	6.8	16.3	35.4	18.7	14.2	16.0	29.1%	62.3%	109.1%	-1.9%
YoY %	33.8%	23.4%	-63.9%	-55.2%	72.8%	100.3%	-56.4%	-48.7%				
QoQ %	-24.6%	-58.0%	-41.2%	140%	13.8%	-47.3%	-24.2%	12.8%				

자료 SK 가스, SK 증권

### ROE & PBR Valuation

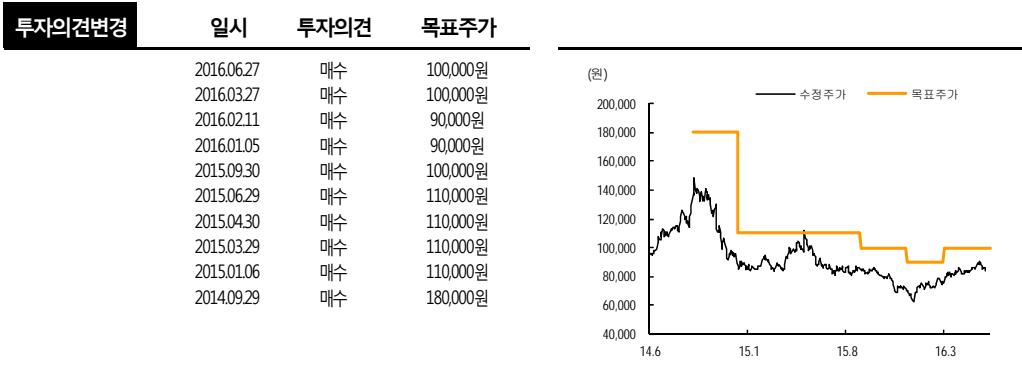
항목		2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
ROE(지배주주지분)	6.9%		ROE(지배주주지분)	5.8%	6.7%	6.7%
Terminal Growth	2.0%		weight	0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.5%		Target ROE	6.9%		
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
<b>Target P/B</b>	<b>0.88</b>					
1Q17E BPS(지배주주지분)	117,390					
<b>Target Price</b>	<b>103,530</b>					

자료: SK 가스, SK 증권

### PER Valuation Sensitivity

	2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
EPS(지배주주지분)	7,866	9,487	10,128	12,327	12,730
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	10,508				
1Q17E EPS	9,487				
1Q18E EPS	10,128				
<b>Multiple</b>	<b>8.0</b>	<b>8.5</b>	<b>9.0</b>	<b>9.5</b>	<b>10.0</b>
TP by weighted EPS	84,062	89,315	94,569	99,823	105,077
TP by 1Q17E EPS	75,897	80,640	85,384	90,127	94,871
TP by 1Q18E EPS	81,027	86,092	91,156	96,220	101,284
	<b>10.5</b>	<b>11.0</b>	<b>11.5</b>	<b>12.0</b>	<b>12.5</b>
TP by weighted EPS	110,331	115,585	120,839	126,092	131,346
TP by 1Q17E EPS	99,615	104,358	109,102	113,845	118,589
TP by 1Q18E EPS	106,348	111,413	116,477	121,541	126,605

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 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 6월 27 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 (2016년 6월 27일 기준)

매수	96.13%		중립	3.87%		매도	0%
----	--------	--	----	-------	--	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	1,299	1,467	2,469	2,571	2,544
현금및현금성자산	285	225	8	160	235
매출채권및기타채권	467	418	494	475	438
재고자산	326	600	773	745	686
<b>비유동자산</b>	2,039	2,613	1,901	2,006	2,105
장기금융자산	188	250	292	292	292
유형자산	1,466	1,941	1,182	1,286	1,385
무형자산	303	309	309	309	309
<b>자산총계</b>	3,338	4,080	4,370	4,578	4,649
<b>유동부채</b>	928	774	1,502	1,641	1,618
단기금융부채	582	497	616	766	766
매입채무 및 기타채무	297	225	299	288	266
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,004	1,679	1,180	1,180	1,180
장기금융부채	892	1,581	1,078	1,078	1,078
정기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,932	2,452	2,682	2,821	2,798
<b>지배주주지분</b>	1,182	1,209	1,253	1,321	1,415
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	192	192	192	192	192
기타자본구성요소	(5)	(13)	(13)	(13)	(13)
자기주식	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
이익잉여금	911	962	1,030	1,098	1,192
비지배주주지분	225	418	436	436	436
<b>자본총계</b>	1,406	1,628	1,688	1,757	1,850
<b>부채와자본총계</b>	3,338	4,080	4,370	4,578	4,649

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	240	(160)	(13)	213	277
당기순이익(손실)	99	73	103	86	111
비현금성형모동	47	91	91	90	90
유형자산감가상각비	38	45	46	46	46
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(9)	(46)	(45)	(44)	(44)
운전자본감소(증가)	97	(287)	(202)	37	76
매출채권및기타채권의감소증가	235	60	(81)	17	35
재고자산감소(증가)	(7)	(273)	(174)	29	58
매입채무 및 기타채무의증가(감소)	(264)	3	62	(8)	(17)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	27	19	40	40	40
<b>투자활동현금흐름</b>	(779)	(585)	(231)	(151)	(145)
금융자산감소(증가)	(41)	(59)	(81)	0	0
유형자산감소(증가)	(527)	(510)	(156)	(151)	(145)
무형자산감소(증가)	(6)	(2)	(0)	0	0
기타	(205)	(13)	6	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	349	681	117	(17)	(17)
단기금융부채증가(감소)	(31)	(187)	8	0	0
장기금융부채증가(감소)	356	753	121	0	0
자본의증가(감소)	2	2	0	0	0
배당금의지급	14	19	17	17	17
기타	0	0	(25)	0	0
현금의증가(감소)	(188)	(60)	(218)	152	74
기초현금	473	285	225	8	160
기말현금	285	225	8	160	235
FCF	(419)	(666)	(418)	55	124

자료 SK가스 SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	5,943	4,079	4,828	4,687	4,503
<b>매출원가</b>	5,600	3,747	4,350	4,237	4,035
<b>매출총이익</b>	343	332	479	450	468
매출총이익률 (%)	5.8	8.1	9.9	9.6	10.4
<b>판매비와관리비</b>	223	239	305	296	285
영업이익	120	94	173	154	183
영업이익률 (%)	2.0	2.3	3.6	3.3	4.1
비영업손익	6	(1)	(39)	(45)	(42)
<b>순비용비용</b>	156	119	80	30	33
외환관련손익	(42)	(40)	8	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	(6)	(9)	4	3	4
세전계속사업이익	126	92	134	109	141
세전계속사업이익률 (%)	2.1	2.3	2.8	2.3	3.1
계속사업법인세	27	19	29	23	30
<b>계속사업이익</b>	99	73	104	86	111
중단사업이익	0	0	(1)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	99	73	103	86	111
<b>순이익률 (%)</b>	1.7	1.8	2.1	1.8	2.5
<b>지배주주</b>	97	69	99	83	107
<b>지배주주구속 순이익률 (%)</b>	1.6	1.7	2.1	1.8	2.4
<b>비지배주주</b>	2	4	4	3	4
<b>총포괄이익</b>	71	58	104	86	111
<b>지배주주</b>	70	53	101	83	107
<b>비지배주주</b>	1	5	3	3	4
EBITDA	159	138	219	200	229

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	(10.9)	(31.4)	18.4	(2.9)	(3.9)
영업이익	(2.6)	(22.3)	85.2	(11.3)	19.2
세전계속사업이익	(2.2)	(26.9)	45.3	(18.5)	29.7
EBITDA	(1.0)	(12.8)	58.6	(8.9)	14.7
EPS(계속사업)	(5.8)	(29.7)	43.7	(16.9)	29.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.5	5.8	8.1	6.4	7.8
ROA	3.3	2.0	2.4	1.9	2.4
EBITDA마진	2.7	3.4	4.5	4.3	5.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	140.0	189.6	164.3	156.7	157.2
부채비율	137.4	150.7	158.8	160.6	151.2
순차입금/자기자본	74.8	103.4	80.2	77.0	69.1
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.1)	0.4	(0.1)	0.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	11,183	7,866	11,302	9,393	12,180
BPS	111,189	111,230	116,646	124,416	135,072
CFPS	15,275	13,548	20,600	18,966	21,597
주당 현금배당금	2,063	2,043	2,043	2,043	2,043
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	8.7	9.3	7.4	8.9	6.9
PER(최저)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6
PBR(최고)	6.3	5.4	4.1	4.4	3.9
PBR(최저)	12.0	16.8	9.6	10.5	8.8
EV/EBITDA(최고)	2.6	4.2	5.9	6.8	4.7