



SK가스(018670)

화학주로 화려한 변신

■ SK어드밴스 이익 기여도 높아지면서 동사 화학주로 변신

동사 주력 자회사 SK어드밴스는 프로판에서 수소(H₂)를 제거해 석유화학 기초유분인 프로필렌을 생산할 수 있는 PDH공장을 완공하여 지난해 4월부터 본격적으로 가동하기 시작하였다. 지난해의 경우 프로필렌-프로판 스프레드 확대(\$447/mt)로 인하여 동사가 SK어드밴스에서 인식한 지분법손익이 188억원에 이르고 있다. 올해의 경우도 미국 세일가스 영향 등으로 LPG 가격 하향 안정화 환경하에서 메탄을 가격 상승에 의한 MTO 저율 가동 및 중국 PDH 공장의 수율 저하 등으로 인하여 중국의 프로필렌 수입수요가 250~280만톤 유지 될 것으로 예상되기 때문에 전년과 유사 수준의 프로필렌-프로판 스프레드가 지속될 것으로 전망된다. 이에 따라 동사가 올해 SK어드밴스로부터 인식할 수 있는 지분법손익은 400억원 이상 예상되면서 이익 기여도가 매우 높아질 것이다. 이는 곧 동사가 유ти리티주에서 화학주로의 변신을 정당화 할 것이다.

■ 석유화학 원료용 프로판 판매량 증가로 실적호전 지속될 듯

프로판은 에틸렌 계열의 석유화학제품인 프로필렌 원료로 활용이 가능한데, 납사 대비 가격 경쟁력이 상승하여 그 사용량이 증가하고 있다. 이와 같이 석유화학 원료용 프로판 판매량 증가로 인하여 지난해 동사는 호실적을 기록하였다. 즉, 효성 및 SK어드밴스 등 설비증설 효과를 비롯하여 중국 PDH 공급 중심으로 한 신규수요 확대 등으로 석유화학 원료용 프로판 판매량이 증가하면서 지난해 LPG 판매량은 전년대비 78.3% 성장한 1,043만톤을 기록하였다. 올해의 경우도 PDH 공급 중심으로 한 설비증설 및 가동률 증가 효과 등으로 인하여 석유화학 원료용 프로판 판매량 확대가 예상되므로 실적호전이 지속될 수 있을 것이다.

■ 유ти리티주에서 화학주로의 변신 등을 고려할 때 밸류에이션 매력적

동사에 대한 목표주가를 실적 향상 등을 반영하여 160,000원으로 상향한다. 목표주가는 2017년 예상 EPS에 Target PER 7.5배(유가증권 시장 평균 PER에 20%할인) 적용하여 산출하였다.

동사의 현재 주가는 2017년 예상기준 PER 5.3배, PBR 0.7배 수준으로 거래되고 있는데, 유ти리티주에서 화학주로의 변신 등을 고려할 때 밸류에이션이 매력적이다.

지주/ Mid-Small Cap

이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com

조경진 (2122-9209) kjcho@hi-ib.com

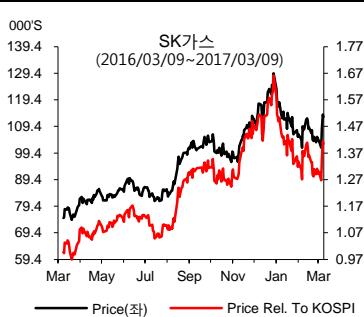
Buy (Maintain)

목표주가(6M)	160,000원
종가(2017/03/09)	113,000원

Stock Indicator

자본금	44십억원
발행주식수	888만주
시가총액	1,004십억원
외국인지분율	10.6%
배당금(2015)	2,000원
EPS(2016E)	19,754원
BPS(2016E)	151,920원
ROE(2016E)	13.3%
52주 주가	74,300~129,500원
60일평균거래량	20,164주
60일평균거래대금	2.3십억원

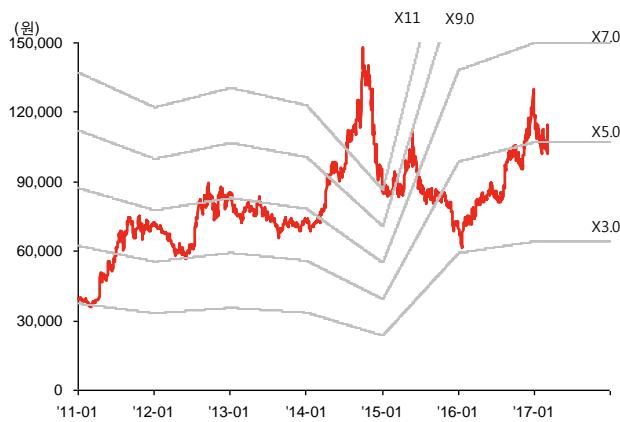
Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2014	5,943	120	97	11,183	8.7	11.6	135,621	0.7	8.2	137.4
2015	4,079	94	69	7,866	9.3	16.4	137,478	0.5	5.8	150.7
2016E	5,255	181	170	19,754	5.7	11.1	151,920	0.7	13.3	139.5
2017E	6,034	208	192	21,435	5.3	10.0	168,295	0.7	13.4	127.7
2018E	6,421	228	200	22,314	5.1	9.7	186,951	0.6	12.6	117.0

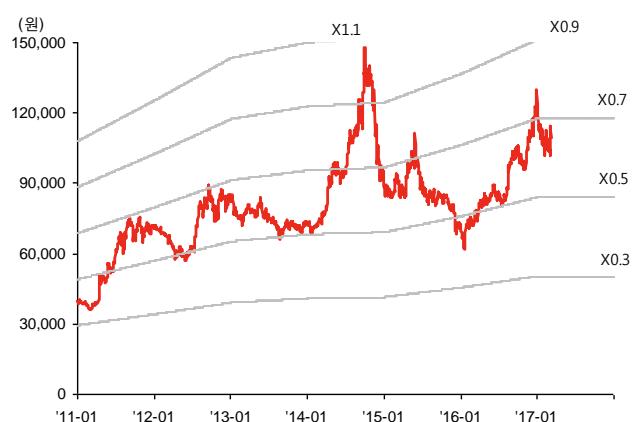
자료 : SK 가스, 하이투자증권 리서치센터

<그림 1> SK 가스 PER 밴드



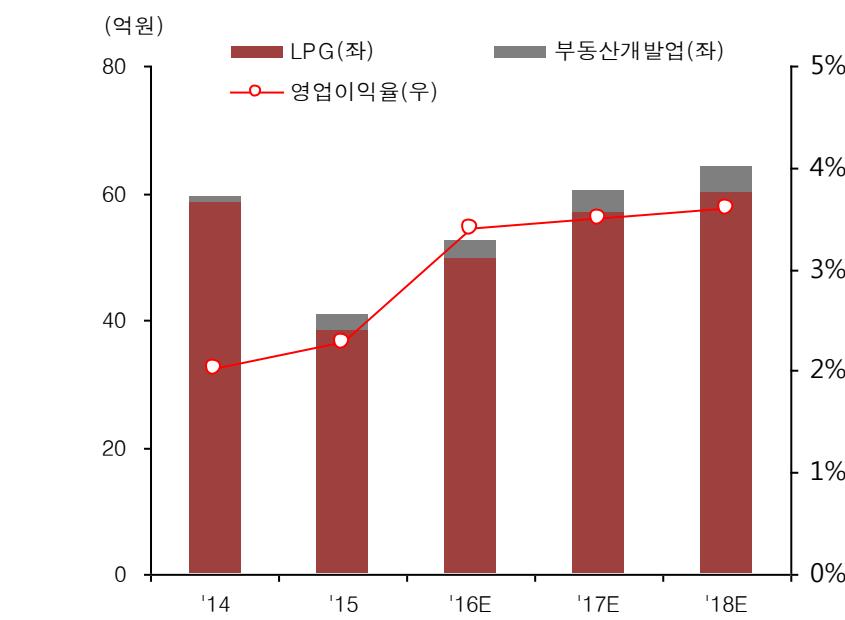
자료: SK가스, 하이투자증권

<그림 2> SK 가스 PBR 밴드



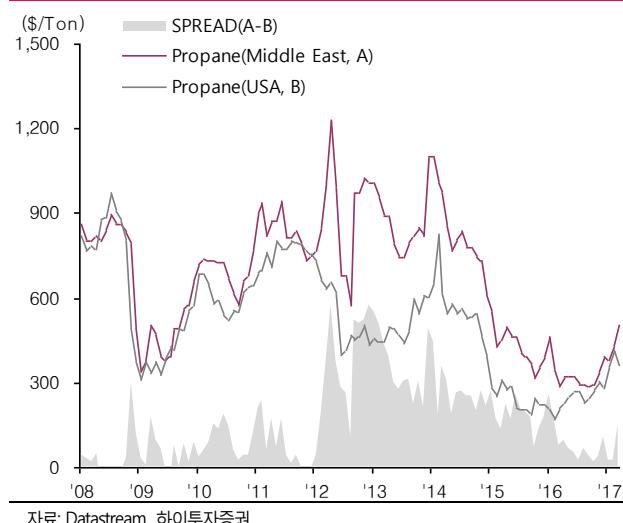
자료: SK가스, 하이투자증권

<그림 3> SK 가스 실적 추이

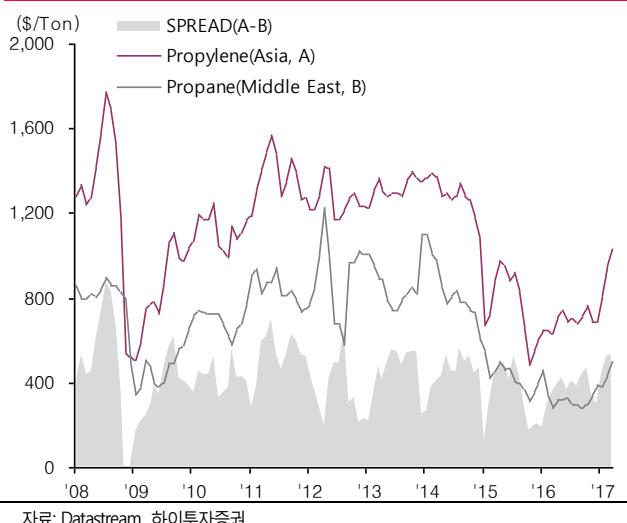


자료: SK가스, 하이투자증권

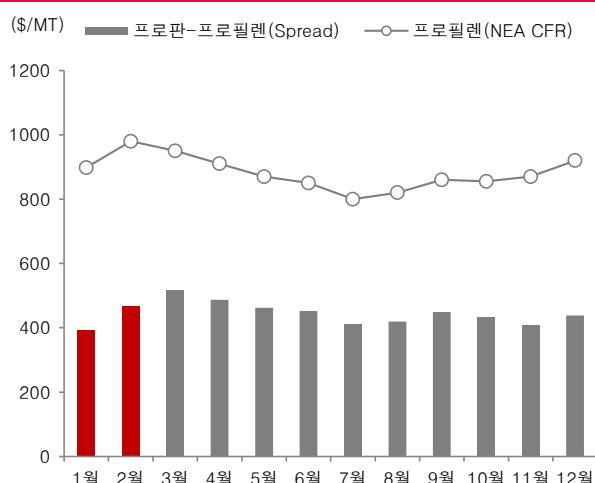
<그림 4> 중동산 및 북미산 프로판 가격 추이



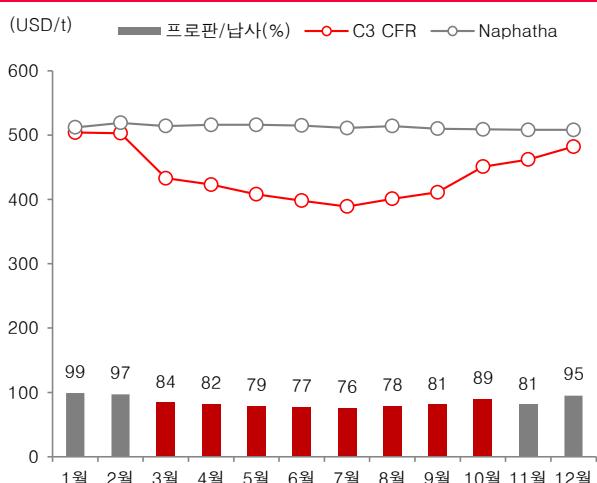
<그림 5> 아시아 프로필렌 및 중동산 프로판 가격 추이



<그림 6> 2017년 프로필렌-프로판 스프레드 전망



<그림 7> 2017년 프로판 가격 전망

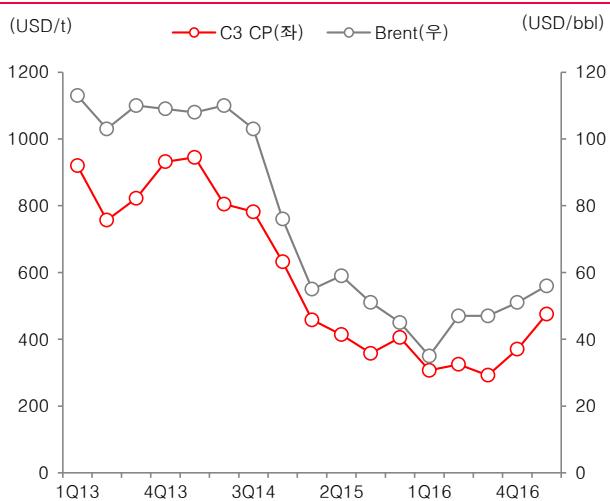


<표 1> 중국 프로필렌 수급

중국 프로필렌 수급 (IHS)	Concept Details	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
China	Nameplate Capacity	14,771	16,319	17,979	20,991	25,926	29,651	33,936	36,934
		102%	95%	97%	93%	88%	87%	87%	87%
	Total Supply(Production+Imports)	16,719	17,679	20,090	22,599	25,649	28,669	32,078	34,955
	Production	15,066	15,503	17,440	19,552	22,815	25,796	29,524	32,133
	Imports	1,656	2,105	2,606	3,046	2,729	2,873	2,554	2,882
	Total Demand	16,768	17,662	19,999	22,510	25,886	28,669	32,078	34,955

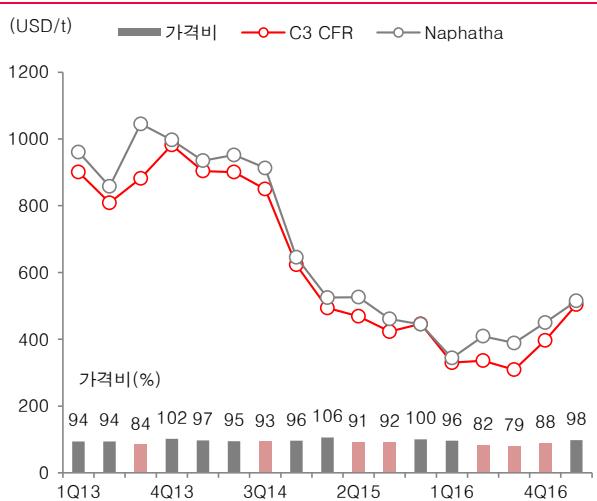
자료: IHS, 하이투자증권

<그림 8> LPG 및 Oil 가격 추이



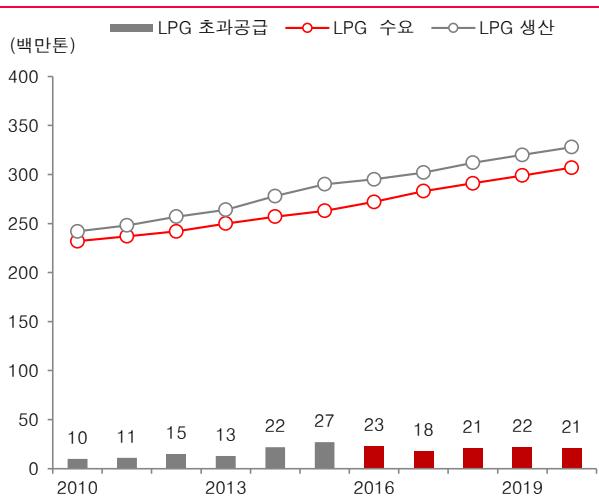
자료: Datastream, 하이투자증권

<그림 9> LPG 및 납사 가격 추이



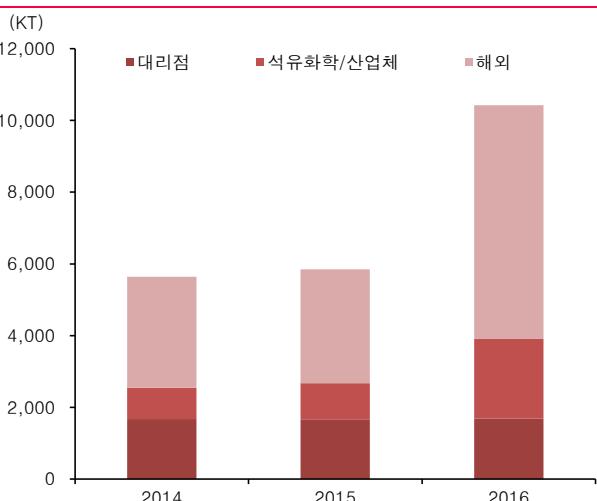
자료: Datastream, 하이투자증권

<그림 10> Global LPG 수급 전망



자료: IHS, 하이투자증권

<그림 11> SK 가스 판매량 추이



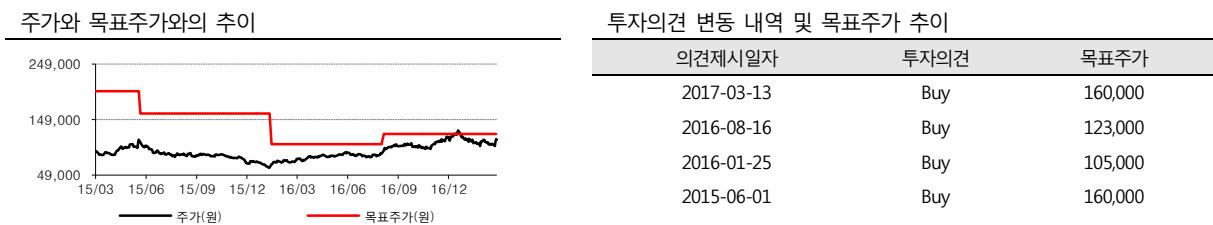
자료: SK가스, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원, %)			
		2015	2016E	2017E	2018E			2015	2016E	2017E	2018E
유동자산		1,467	1,745	1,943	2,044	매출액		4,079	5,255	6,034	6,421
현금 및 현금성자산		225	259	284	218	증가율(%)		-31.4	28.8	14.8	6.4
단기금융자산		137	132	128	123	매출원가		3,747	4,769	5,479	5,847
매출채권		419	552	615	726	매출총이익		332	486	555	574
재고자산		600	709	815	867	판매비와관리비		239	305	347	346
비유동자산		2,613	2,531	2,546	2,645	연구개발비		-	-	-	-
유형자산		1,941	1,894	1,887	1,904	기타영업수익		-	-	-	-
무형자산		309	308	307	307	기타영업비용		-	-	-	-
자산총계		4,080	4,276	4,489	4,689	영업이익		94	181	208	228
유동부채		774	822	854	870	증가율(%)		-22.3	93.3	15.2	9.7
매입채무		167	215	247	263	영업이익률(%)		2.3	3.4	3.5	3.6
단기차입금		432	432	432	432	이자수익		8	9	10	8
유동성장기부채		29	29	29	29	이자비용		28	28	28	28
비유동부채		1,679	1,669	1,664	1,659	지분법이익(순실)		-9	-9	11	80
사채		833	823	818	813	기타영업외순익		7	6	13	-18
장기차입금		699	699	699	699	세전계속사업이익		92	216	288	293
부채총계		2,452	2,491	2,517	2,528	법인세비용		19	46	70	71
지배주주지분		1,209	1,349	1,509	1,676	세전계속이익률(%)		2.3	4.1	4.8	4.6
자본금		44	44	45	45	당기순이익		73	188	218	222
자본잉여금		192	192	192	192	순이익률(%)		1.8	3.6	3.6	3.5
이익잉여금		962	1,117	1,291	1,474	지배주주귀속 순이익		69	170	192	200
기타자본항목		-13	-13	-13	-13	기타포괄이익		-15	-15	-15	-15
비지배주주지분		418	436	462	484	총포괄이익		58	173	203	207
자본총계		1,628	1,785	1,971	2,161	지배주주귀속총포괄이익		55	157	179	187

현금흐름표		(단위:십억원)				주요투자지표					
		2015	2016E	2017E	2018E			2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름		-160	50	45	66	주당지표(원)					
당기순이익		73	188	218	222	EPS		7,866	19,754	21,435	22,314
유형자산감가상각비		44	52	47	43	BPS		137,478	151,920	168,295	186,951
무형자산상각비		1	1	1	1	CFPS		12,958	25,840	26,789	27,209
지분법관련손실(이익)		-9	-9	11	80	DPS		2,000	2,000	2,000	2,000
투자활동 현금흐름		-585	-14	-49	-69	Valuation(배)					
유형자산의 처분(취득)		2	-	-	-	PER		9.3	5.7	5.3	5.1
무형자산의 처분(취득)		3	-	-	-	PBR		0.5	0.7	0.7	0.6
금융상품의 증감		-65	28	20	-70	PCR		5.6	4.4	4.2	4.2
재무활동 현금흐름		681	108	114	112	EV/EBITDA		16.4	11.1	10.0	9.7
단기금융부채의증감		-113	-	0	-	Key Financial Ratio(%)					
장기금융부채의증감		-10	-5	-5	-5	ROE		5.8	13.3	13.4	12.6
자본의증감		-	-	-	-	EBITDA 이익률		3.4	4.4	4.2	4.2
배당금지급		-19	-17	-15	-17	부채비율		150.7	139.5	127.7	117.0
현금및현금성자산의증감		-60	33	25	-66	순부채비율		100.1	89.1	79.4	75.5
기초현금및현금성자산		285	225	259	284	매출채권회전율(x)		9.2	10.8	10.3	9.6
기말현금및현금성자산		225	259	284	218	재고자산회전율(x)		8.8	8.0	7.9	7.6

자료 : SK 가스, 하이투자증권 리서치센터



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 이상현, 조경진)

본 분석자료는 투자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상 - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral(중립), - Underweight(비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2016-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2%	10.8%	-