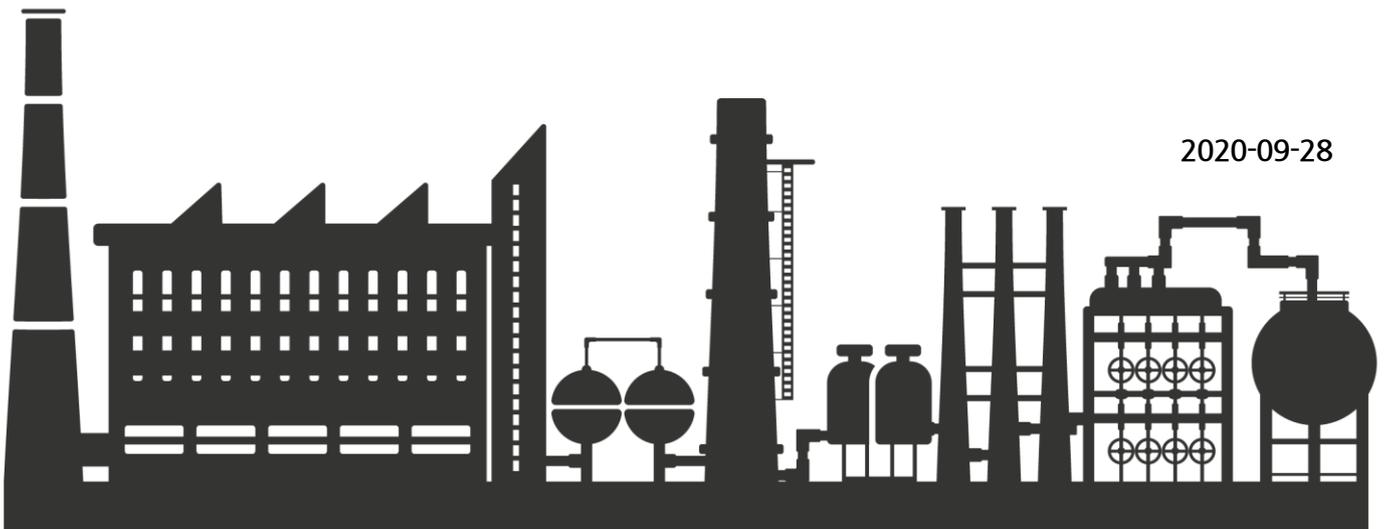


에너지/화학 3Q20 Preview 가뭄에 단비 내린 화학

- 1) 화학은 전분기 대비 큰 폭 실적개선 기대됨
- 2) 반면 정유 부진 지속이기에 모멘텀은 화학
- 3) Cost of equity 저점 도달, 멀티플 부담될 수도

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

2020-09-28



SK INDUSTRY Analysis



Analyst
손지우
jwshon@sk.co.kr
02-3773-8827

에너지/화학

3Q20 Preview: 가뭄에 단비 내린 화학

전반적인 3Q 실적은 2Q보다는 나을 것으로 기대됩니다. 유틸을 제외한 에너지/화학업종의 3Q20 합산 영업이익 추정치는 1.7조원으로 추정되는데, 특히 화학의 호실적이 부각되네요. 정유도 상반기 대폭적자 분위기는 만회하겠지만, 시황이 좋다고 말하기는 어렵습니다. 당연히 단기 모멘텀은 화학이 좋겠죠? 특히 Cost of Equity로 봤을 때 멀티플 부담이 덜한 순수화학이 눈에 들어오는 구간입니다

종목 투자이견

(단위: 십억원)

종목명	투자이견	목표주가 (원)	주가(9/25) 상승여력	3Q20E 추정영업이익	QoQ(%)	YoY(%)	3Q20E 컨센(9/28)	차이(%)
LG 화학	매수	750,000	627,000	848.7	48.5	123.2	665.7	27.5
A051910	(유지)	(상향)	19.6%					
롯데케미칼	매수	250,000	196,000	134.7	309.2	(57.2)	124.9	7.9
A011170	(유지)	(상향)	27.6%					
금호석유	매수	120,000	96,200	155.1	29.1	125.8	146.8	5.6
A011780	(유지)	(상향)	24.7%					
한화솔루션	매수	45,000	35,150	192.1	49.5	26.0	181.7	5.7
A009830	(유지)	(상향)	28.0%					
OCI	매수	65,000	55,100	(6.7)	적지	적지	2.0	N/A
A010060	(유지)	(상향)	18.0%					
KCC	매수	160,000	139,500	47.3	10.2	(5.2)	84.1	(43.8)
A002380	(유지)	(유지)	14.7%					
SKC	매수	100,000	77,600	65.5	31.1	61.6	62.8	4.3
A011790	(유지)	(상향)	28.9%					
SK 이노베이션	매수	160,000	140,500	15.1	흑전	(95.4)	183.1	(91.8)
A096770	(유지)	(상향)	13.9%					
S-Oil	매수	65,000	50,900	91.1	흑전	(60.5)	226.0	(59.7)
A010950	(유지)	(하향)	27.7%					
GS	매수	40,000	30,550	261.5	66.3	(52.6)	377.4	(30.7)
A078930	(유지)	(하향)	30.9%					
SK 가스	매수	120,000	100,000	25.0	(55.1)	(63.0)	33.7	(25.8)
A018670	(유지)	(상향)	20.0%					
포스코인터내셔널	매수	16,000	12,950	96.4	(28.3)	(41.0)	124.4	(22.5)
A047050	(유지)	(상향)	23.6%					
LG 상사	매수	18,000	15,200	33.7	11.2	15.3	38.1	(11.4)
A001120	(유지)	(상향)	18.4%					
한국전력	매수	25,000	19,700	2,398.9	515.4	93.6	2,689.1	(10.8)
A015760	(유지)	(상향)	26.9%					
한국가스공사	매수	29,000	23,800	(210.2)	적지	적지	(169.2)	N/A
A015760	(유지)	(상향)	21.8%					

Contents

1. Coverage Summary	3
2. 개별기업분석	10
1) LG 화학	10
2) 롯데케미칼	15
3) 금호석유	20
4) 한화케미칼	25
5) OCI	30
6) KCC	35
7) SKC	40
8) SK 이노베이션	45
9) S-Oil	50
10) GS	55
11) SK 가스	60
12) 포스코인터내셔널	65
13) LG 상사	70
14) 한국전력	75
15) 한국가스공사	80

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 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 (2020년 9월 28일 기준)

매수	85.29%	중립	14.71%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

Coverage Summary

Coverage summary 1

종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
LG 화학 A051910	매수	750,000 원	Top pick	변하지 않는 가치는 여전히 전기차배터리 No.1	3Q20 영업이익 8,487 억원(QoQ +56.9% / YoY +105.4%) 추정 물적분할보다 배터리의 내재가치에 지속 주목 목표주가 750,000 원 상향 / 업종 최선호주 유지
롯데케미칼 A011170	매수	250,000 원		간만에 부각된 단기모멘텀	3Q20 영업이익 1,347 억원(QoQ +309.2% / YoY -56.7%) 추정 트레이딩 바이는 유효한 영역 목표주가 250,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지
금호석유화학 A011780	매수	120,000 원		아시아나항공 리스크 뛰어넘는 이익강세	3Q20 영업이익 1,551 억원(QoQ +29.1% / YoY +121.0%) 추정 예상치 못했던 아시아나항공의 리스크 목표주가 120,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지
한화솔루션 A009830	매수	45,000 원		실적은 좋지만 문제는 니콜라	3Q20 영업이익 1,921 억원(QoQ +40.7% / YoY +77.9%) 추정 본업은 좋는데 주가는 혼돈스러운... 목표주가 45,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지
OCI A010060	매수	65,000 원		2 주간 약세 전환한 태양광 가격 추이가 관건	3Q20 영업이익 -67 억원(QoQ 적자/ YoY 적자) 추정 태양광 제품가격 상승세 지속 여부가 관건 목표주가 65,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지
KCC A002380	매수	160,000 원		실리콘의 실적 회복 여부가 관건	3Q20 영업이익 473 억원(QoQ +10.2% / YoY -14.2%) 추정 실적회복 여부가 선결요소 목표주가 160,000 원 유지 / 투자의견 매수 유지
SKC A011790	매수	100,000 원	2nd pick	계속될 성공적 사업 pfo 전환 효과	3Q20 영업이익 655 억원(QoQ +24.3% / YoY +57.5%) 추정 전고체배터리에 따른 동박에 대한 우려는 너무 이른 시점 목표주가 100,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지
SK 이노베이션 A096770	매수	160,000 원		정유 업황 약세	3Q20 영업이익 151 억원(QoQ 흑전 / YoY -95.5%) 추정 탈석유시대, 그리고 배터리 프리미엄 목표주가 160,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

자료: SK 증권

Coverage summary 2

종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
S-Oil A010950	매수	65,000 원		아직 끝나지 않은 실적약세 구간	3Q20 영업이익 911 억원(QoQ 흑전 / YoY -60.5%) 추정 탈석유시대, 그리고 배터리 프리미엄 목표주가 65,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
GS A078930	매수	40,000 원		계속되는 정유사업 실적약세 부담	3Q20 영업이익 2,615 억원(QoQ +66.3% / YoY -52.6%) 추정 탈석유시대, 그리고 배터리 프리미엄 목표주가 40,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지
SK 가스 A018670	매수	120,000 원		중장기적 가치는 분명한 기업	3Q20 영업이익 250 억원(QoQ -55.1% / YoY -63.0%) 추정 중장기적인 가치는 분명히 매력적 목표주가 120,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지
포스코인터내셔널 A047050	매수	16,000 원		미안마가스전 실적약세 불가피	3Q20 영업이익 964 억원(QoQ -28.3% / YoY -41.0%) 추정 유가의 상승 전환이 관건 목표주가 16,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지
LG 상사 A001120	매수	18,000 원		2Q 와 크게 다르지 않은 분위기	3Q20 영업이익 337 억원(QoQ +11.2% / YoY +15.3%) 추정 성장모멘텀 물색이 관건 목표주가 18,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지
한국전력 A011760	매수	25,000 원		연간 배당 기대감을 높일 수 있는 시점	3Q20 영업이익 2 조 3,989 원(QoQ +515.4% / YoY +93.6%) 추정 배당에 대한 기대치도 올릴 수 있는 시점 목표주가 25,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지
한국가스공사 A011760	매수	29,000 원		수소기대감 보다는 실적부담감이 우선	3Q20 영업이익 -2,102 원(QoQ 적지 / YoY 적지) 추정 중장기 기대감과 단기 부담감이 충돌되는 시점 목표주가 29,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

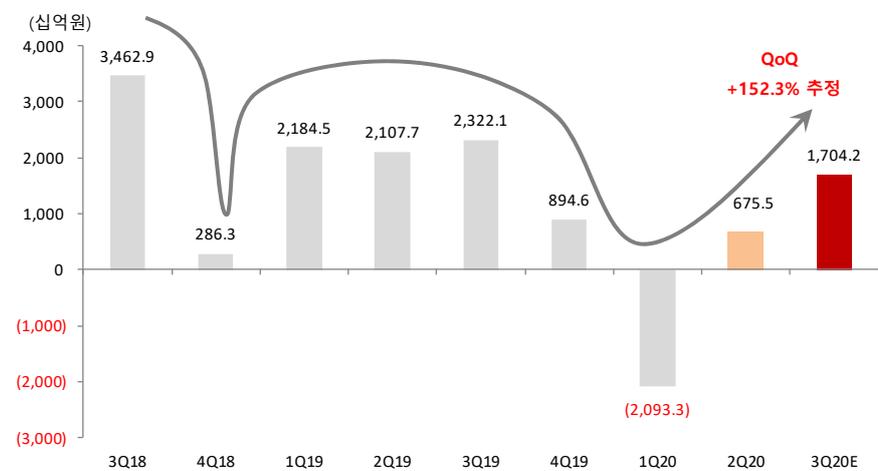
자료: SK 증권

3Q20 에너지/화학 업종(유틸리티 제외)의 전체 영업이익은 전분기 대비해 개선된 모습을 보일 전망이다. 정유와 화학 모두 전분기 보다는 나은 모습을 보이기는 하나 화학의 반등이 기대된다. 기본적으로 PE, PVC, ABS 등 화학제품의 강세가 뚜렷했다. 결과적으로 3Q20 추정 합산 영업이익은 1 조 7,042 억원에 이를 것으로 판단한다.

다만 모든 화학시장의 호조에도 정유업계의 주된 화학제품인 PX 계열은 약세 구간이 지속됐다. 게다가 저유가 기조는 당분간 지속될 것이기에 정유 실적을 기대하기는 힘든 구간이었다. 앞으로도 탈석유시대와 공급증대라는 중장기적 부담이 지속 작용할 전망이다.

반면, 화학은 대체로 양호한 제품 spread 를 이어나갈 것으로 예상된다. 물론 MEG와 같이 일부 제품의 재고부담은 지속되겠으나 저유가 기조에 spread 수혜가 계속될 가능성이 있다. 오히려 수요 정체에 실적에 대한 압박을 받을 업종은 정유라는 판단이다.

에너지/화학 커버리지 합산 영업이익 추이(유틸리티 제외)



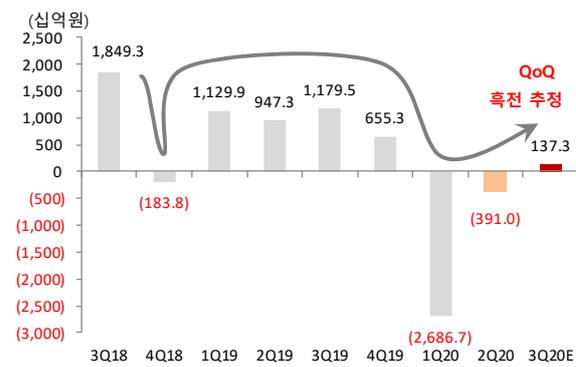
자료: Dataguide, SK 증권

세부적으로 본다면 정유의 흑자전환, 화학은 전분기 대비 상승이 기대된다

정유 커버리지의 영업이익의 합계치는 1,373 억원으로 추정되어 -3,910 억원의 전분기 대비 흑자전환이 예상된다. 일단은 정유의 실적에 기본이 되는 유가(Dubai 기준 2Q20 \$30.8/bbl → 3Q20 \$43.1/bbl)가 개선된 측면이 크다. 다만, 7 월까지의 유가상승에 따른 lagging 효과는 소멸 되었으며, 복합정제마진은 3 분기 \$1.7/bbl 을 기록하며 약세구 간에서 헤어 나오지 못하는 모습이다. 오히려 전분기(\$2.1/bbl) 대비 -\$0.3/bbl 하락했다. 정유 대표 석유화학 제품인 PX 가격(2Q \$479/t → 3Q \$530/t)도 소폭 상승에 그쳤다

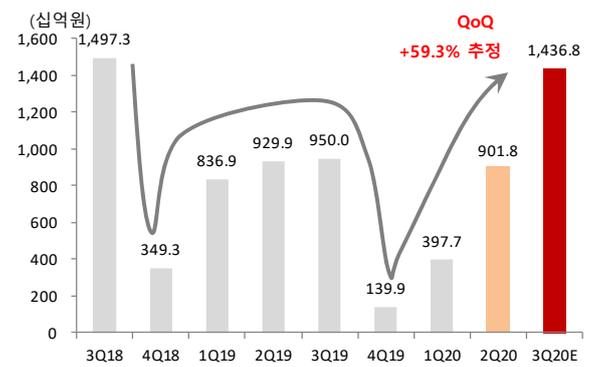
화학 커버리지의 영업이익의 합계치는 1.46 조원으로 추정되어 전분기 0.9 조원 대비 60%에 가까운 증가가 기대된다. 전반적으로 미국허리케인 여파 등에 따른 타이트한 수급, 낮은 원재료가격을 기반으로 한 spread 개선 효과가 컸다. 세부기업별로는 LG 화학 같은 경우에는 ABS 와 PVC 를 중심으로 수혜가 예상되고, 롯데케미칼같은 PE 강세에도 주력제품인 MEG/PTA 약세에 기저 이익 수준은 낮을 것으로 판단한다. 반면, 금호 석유는 ABS, BPA 와 더불어 NB-Latex 수요 지속에 양호한 실적을 보여줄 것으로 기대한다

Coverage 정유업체 합산 영업이익 추이



자료 : Dataguide, SK 증권

Coverage 화학업체 합산 영업이익 추이

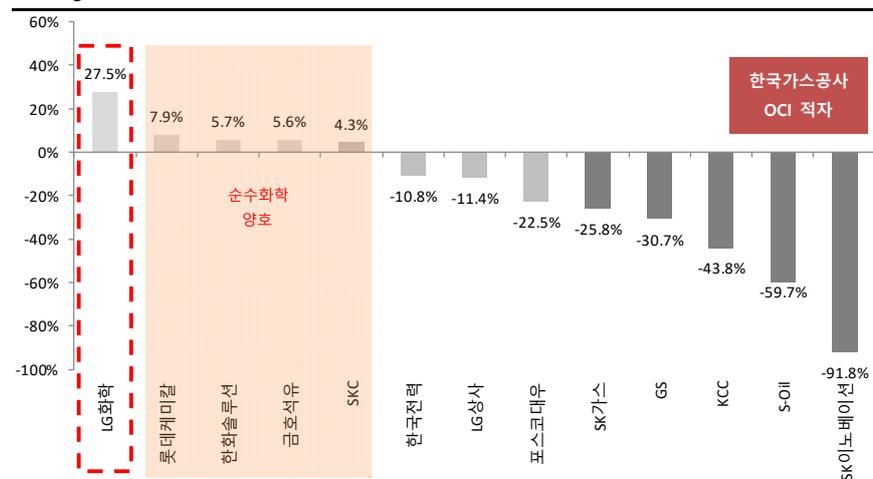


자료 : Dataguide, SK 증권

종목별로 살펴본다면 화학업종들의 컨센서스 대비 outperform 이 예상된다. LG 화학 (컨센 대비 +27.5%) 같은 경우 ABS, PVC 를 중심으로 한 동사의 주력제품의 강세, 그리고 대표 화학제품인 PE 가격의 상승이 호실적을 견인할 것으로 예상된다. 동시에 2차전지의 양호한 실적 지속이 기대된다. 물질분할 이슈가 있으나, LG 화학 주주가치 측면에서는 변화가 없고 오히려 상장 이후 현금을 추가로 확보할 수 있다는 판단이다. 또한, 롯데케미칼(컨센대비 +7.9%), 한화솔루션(컨센대비 +5.7%), 금호석유(컨센대비 +5.6%), SKC(컨센대비 +4.3%)도 화학 시황 단기 강세에 따른 수혜를 볼 대상이다.

정유업체의 경우는 SK 이노베이션(컨센대비 -91.8%)이 컨센대비 하회하겠지만 흑자전환 가능성은 있다는 판단이다. 하지만, 7 월 이후 유가 상승에 따른 lagging 이익 상승 효과가 소멸되면서 정유사업부는 여전히 부진할 것으로 예상된다. 그 밖의 대표 정유사인 S-oil(컨센대비 -59.7%)도 약세 여전하고, GS(컨센대비 -30.7%)도 마찬가지로인 상황이다. 한편 한국가스공사는 유가 하락에 따른 E&P 사업부 악화로 적자가 예상된다.

Coverage 업종의 3Q20 컨센서스 대비 추정치와의 차이



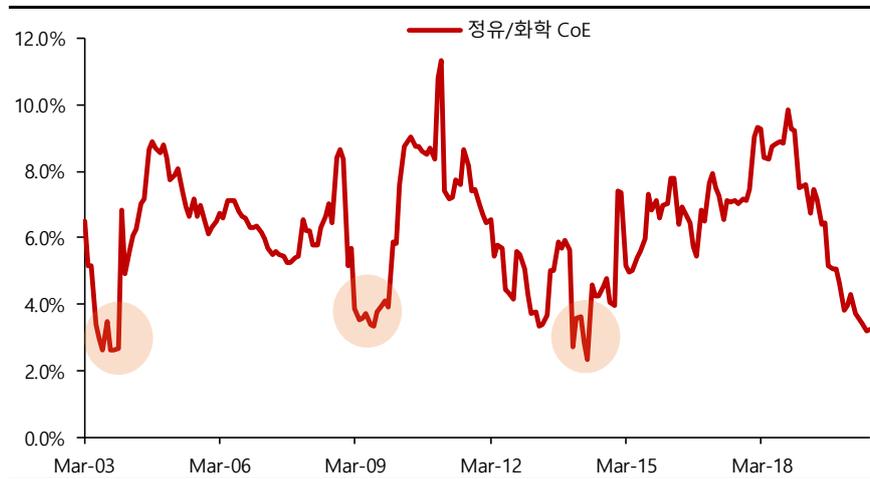
자료: Dataguide, SK 증권

이번 실적을 추정하는 데 있어 COE 를 하향 조점함에 따라 목표주가를 상향하였다. COE 는 “주식이라는 위험(risk) 자산군에 투자할 때 요구되는 최소한의 수익률”로서, 당연히 이 수치가 낮을수록 주식투자에 대한 부담도 낮아지게 된다. 그리고 그만큼 밸류에이션(멀티플)이 상승하는 환경이 조성된다. 현재 정유/화학의 환경이 그러하다. COE 는 추세적인 하향세를 올 해 이후로 지속해 왔고, 8 월 기준으로 해당 수치는 약 3.24%로 산출된다. 역사적으로 정유/화학 업종의 COE 는 2~3%에서 형성되었다는 것을 감안하면 굉장히 낮은 수준임을 알 수 있다.

다만 반대로 생각해볼 수도 있다. 역사적 저점에 도달했다는 것은 결국 추가하락의 여지는 높지 않다는 것을 의미한다. 그리고 COE 가 추가적으로 하락하지 않는다면 밸류에이션(멀티플) 또한 추가적으로 상승하기는 어렵다는 해석으로 당연히 연결할 수 있다. 오히려 이 시점에서 리스크 포인트를 지적한다면, COE 가 역사적 흐름에 따라 상승반전을 할 경우다.

어떤 의미로 해석하든 간에 차후 COE 의 하향 조정에 따른 목표주가 상향 조정이 발생할 여지는 많지 않아 보인다. 특히 멀티플 상승폭이 컸던 배터리, 그린뉴딜 관련주들 같은 경우는 더더욱 그렇다.

역사적 저점에 도달한 정유/화학 CoE



자료 Bloomberg, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.co.kr
02-3773-8827

Company Data

자본금	391 십억원
발행주식수	7,828 만주
자사주	167 만주
액면가	5,000 원
시가총액	44,261 십억원
주요주주	

LG(외4)	33.38%
국민연금공단	10.28%
외국인지분률	36.90%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(20/09/25)	627,000 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.37
52주 최고가	768,000 원
52주 최저가	230,000 원
60일 평균 거래대금	503 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.1%	-8.7%
6개월	103.9%	52.5%
12개월	105.6%	87.0%

LG 화학 (051910/KS | 매수(유지) | T.P 750,000 원(상향))

변하지 않는 가치는 여전히 전기차배터리 No.1

3Q OP 8,487 억원을 추정하며, 이는 컨센서스를 +27.5% 상회하는 것임. 본업인 화학 상황이 양호했고 특히 동사의 경우는 주력제품 ABS, PVC의 부각에서 수혜를 추가적으로 받았을 것임. 최근 글로벌 멀티플 프리미엄 주식 약세와 물적분할 이슈가 겹치면서 주가가 하락했지만, 여전히 전기차배터리 No.1 업체라는 가치는 주주입장에서 변함없음. COE의 하향과 2021년 추정치 상향에 근거해 목표주가 상향하며, 업종 최선호주 유지

3Q20 영업이익 8,487 억원(QoQ +56.9% / YoY +105.4%) 추정

9/28 기준 컨센서스 6,657 억원을 +27.5% 상회하는 호실적 예상됨. 기본적으로 본업인 화학의 상황이 매우 양호했음. 특히 동사의 주력제품 상황이 동종업계 대비 두드러졌는데, ABS(2Q 평균 \$1,206/t → 3Q 평균 \$1,479/t), PVC(\$693/t → \$859/t)의 강세가 대표적임. 뿐만 아니라 화학 대표제품인 HDPE(\$729/t → \$856/t), PP(\$820/t → \$921/t)도 꾸준한 상승세를 유지하며 2Q의 분위기를 이어갔음. 2차전지 또한 전분기의 양호한 상황을 이어나갈 것으로 기대됨

물적분할보다 배터리의 내재가치에 지속 주목

최근 동사의 주가는 9/3 이후 -13.9% 하락했음. 전 세계적으로 멀티플 프리미엄 주식들이 약세를 보였던 것과 동시에, 9/17 물적분할 발표 역시 부정적 요소로 작용하였음. 다만 물적분할은 LG 화학 주주 가치 측면에서는 변화가 없고, 또한 LG 에너지솔루션의 상장 이후로도 현금을 확보할 수 있는 상황 감안했을 때 민감하게 반응할 이슈 아니라고 판단함(9/21 Energy Snapshot "LG 화학이 생각보다 덜 빠진 이유?" 참조). 배터리는 4차 산업혁명의 전력 인프라 이슈에서 변함없이 핵심에 있으며, 장기적으로 탈석유시대의 대안이라는 중장기적 판단 역시 유효하다는 것을 인지해야 함

목표주가 750,000 원 상향 / 업종 최선호주 유지

배터리 관련업종의 cost of equity 를 8.0% → 5.0%로 일괄 하향함과 동시에, 중대형배터리 흑자전환기조를 감안해 2021년 영업이익 추정치 또한 +23.3% 상향조정함. 이를 반영해 목표주가 역시 상향조정하였음. 배터리 대표업종으로 여전히 업종 최선호주 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	25,698.0	28,183.0	28,625.0	30,283.8	37,979.6	41,370.8
yoy	%	24.4	9.7	1.6	5.8	25.4	8.9
영업이익	십억원	2,928.5	2,246.1	895.6	2,125.3	3,352.5	3,969.5
yoy	%	47.0	(23.3)	(60.1)	137.3	57.7	18.4
EBITDA	십억원	4,330.5	3,733.3	2,752.1	4,329.6	5,585.0	6,202.0
세전이익	십억원	2,563.9	1,940.0	560.6	1,793.6	2,989.2	3,619.7
순이익(지배주주)	십억원	1,945.3	1,472.6	313.4	1,261.8	2,200.8	2,665.0
영업이익률%	%	11.4	8.0	3.1	7.0	8.8	9.6
EBITDA%	%	16.9	13.2	9.6	14.3	14.7	15.0
순이익률	%	10.0	6.9	2.0	5.9	7.9	8.7
EPS(계속사업)	원	26,899	20,203	4,216	19,040	33,209	40,214
PER	배	15.1	17.2	75.3	32.9	18.9	15.6
PBR	배	2.2	1.8	1.7	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	배	7.1	7.7	10.9	12.6	9.8	8.6
ROE	%	12.9	8.9	1.8	7.2	11.5	12.4
순차입금	십억원	99	2,751	6,314	9,106	9,502	8,199
부채비율	%	53.3	67.1	95.7	119.4	115.8	104.8

3Q20 preview

(단위 % 십억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	8,120.2	7,461.2	7,115.7	6,548.6	8,518.6	4.9	30.1	8,088.0	5.3
영업이익	413.1	(27.5)	236.5	541.0	848.7	105.4	56.9	665.7	27.5
세전이익	268.5	(155.9)	176.0	451.6	760.4	183.2	68.4	643.3	18.2
지배순이익	128.6	(77.8)	21.1	382.3	559.8	335.5	46.5	450.4	24.3
영업이익률	5.1	(0.4)	3.3	8.3	10.0	4.9	1.7	8.2	1.7
세전이익률	3.3	(2.1)	2.5	6.9	8.9	5.6	2.0	8.0	1.0
지배주주순이익률	1.6	(1.0)	0.3	5.8	6.6	5.0	0.7	5.6	1.0

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E
ROE(지배주주지분)	12.5%	1.8%	10.0%	11.7%	13.3%	14.1%
Terminal Growth	2.0%		0.25	0.25	0.25	0.25
Cost of Equity	5.0%	Target ROE	12.5%			
Risk Free Rate	1.5%					
Risk Premium	3.5%					
Beta	1.0					

Target P/B	3.49					
3Q21E BPS(지배주주지분)			214,752			
Target Price			750,223			

PER sensitivity analysis

	2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E
EPS(지배주주지분)	4,216	27,629	36,627	47,838	58,664
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	36,574				
3Q21E EPS	27,629				
3Q22E EPS	36,627				

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	329,163	365,736	402,310	438,884	475,457	512,031	548,605	585,178	621,752	658,325
TP by 3Q21E EPS	248,659	276,288	303,917	331,545	359,174	386,803	414,432	442,060	469,689	497,318
TP by 3Q22E EPS	329,640	366,267	402,894	439,521	476,147	512,774	549,401	586,027	622,654	659,281

자료: LG 화학, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
매출액	28,625.0	31,945.0	38,320.6	28,625.0	30,283.8	37,979.6	0.0%	-5.2%	-0.9%
YoY %	1.6	11.6	20.0	1.6	5.8	25.4			
영업이익	895.6	1,094.5	2,719.8	895.6	2,125.3	3,352.5	0.0%	94.2%	23.3%
YoY %	(60.1)	22.2	148.5	(60.1)	137.3	57.7			
EBITDA	2,752.1	3,148.9	4,774.2	2,752.1	4,329.6	5,585.0	0.0%	37.5%	17.0%
YoY %	(26.3)	14.4	51.6	(26.3)	57.3	29.0			
순이익	313.4	770.2	2,038.1	313.4	1,261.8	2,200.8	0.0%	63.8%	8.0%
YoY %	(78.7)	145.8	164.6	(78.7)	302.7	74.4			

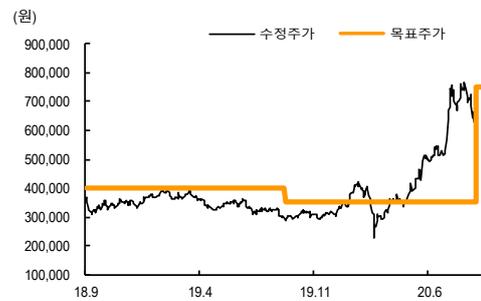
자료: LG 화학, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E
매출액	7,321.5	7,446.6	9,085.3	9,424.3	8,518.6	8,100.8	9,043.2	9,375.6	16.4%	8.8%	-0.5%	-0.5%
YoY %	(9.8)	(0.2)	(2.3)	19.6	4.9	8.6	27.1	43.2				
QoQ %	(7.1)	1.7	22.0	3.7	30.1	(4.9)	11.6	3.7				
영업이익	383.1	349.2	663.9	676.8	848.7	499.1	784.6	850.4	121.6%	42.9%	18.2%	25.6%
YoY %	(7.3)	흑전	346.0	217.3	105.4	흑전	231.8	57.2				
QoQ %	79.6	(8.8)	90.1	1.9	56.9	(41.2)	57.2	8.4				
EBITDA	896.7	862.8	1,177.5	1,190.4	1,406.9	1,057.2	1,342.7	1,408.5	56.9%	22.5%	14.0%	18.3%
YoY %	0.2	77.5	77.7	63.8	57.3	117.5	75.2	28.1				
QoQ %	23.4	(3.8)	36.5	1.1	28.0	(24.9)	27.0	4.9				
순이익	281.2	256.0	492.3	505.7	559.8	298.6	510.4	559.3	99.1%	16.7%	3.7%	10.6%
YoY %	118.7	흑전	462.6	247.5	335.5	흑전	2,321.6	46.3				
QoQ %	93.2	(9.0)	92.4	2.7	46.5	(46.7)	70.9	9.6				

자료: LG 화학, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	750,000원	6개월		
2020.05.21	매수	350,000원	6개월	20.61%	119.43%
2020.03.30	매수	350,000원	6개월	-5.29%	19.86%
2019.10.07	매수	350,000원	6개월	-5.82%	19.86%
2019.07.02	매수	400,000원	6개월	-13.22%	-1.38%
2019.04.01	매수	400,000원	6개월	-11.61%	-1.38%
2018.10.01	매수	400,000원	6개월	-11.41%	-1.38%



Compliance Notice

- 작성자(손자우)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 (2020년 9월 28일 기준)

매수	85.29%	중립	14.71%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	12,089	11,870	14,981	17,408	19,482
현금및현금성자산	2,514	1,889	1,857	1,461	2,764
매출채권및기타채권	4,624	3,933	5,235	6,434	6,762
재고자산	4,289	5,034	6,041	7,424	7,801
비유동자산	16,856	22,155	25,748	27,314	28,391
장기금융자산	158	268	169	169	169
유형자산	13,839	18,594	21,912	23,478	24,555
무형자산	2,006	2,206	2,339	2,339	2,339
자산총계	28,944	34,024	40,729	44,722	47,873
유동부채	7,274	8,942	12,410	14,240	14,740
단기금융부채	1,632	1,356	2,862	2,862	2,862
매입채무 및 기타채무	4,717	6,523	7,996	9,826	10,326
단기충당부채	108	447	408	408	408
비유동부채	4,348	7,699	9,757	9,757	9,757
장기금융부채	3,738	7,059	9,001	9,001	9,001
장기매입채무 및 기타채무	10	11	14	14	14
장기충당부채	218	265	298	298	298
부채총계	11,622	16,641	22,167	23,997	24,497
지배주주지분	17,083	17,005	18,086	20,249	22,901
자본금	391	391	391	391	391
자본잉여금	2,275	2,275	2,275	2,275	2,275
기타자본구성요소	(374)	(374)	(374)	(374)	(374)
자기주식	(355)	(355)	(355)	(355)	(355)
이익잉여금	14,994	14,799	15,795	17,958	20,609
비지배주주지분	239	379	475	475	475
자본총계	17,322	17,384	18,562	20,725	23,376
부채외자본총계	28,944	34,024	40,729	44,722	47,873

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	2,125	3,121	4,266	4,546	5,518
당기순이익(손실)	1,940	561	1,559	2,317	2,805
비현금성항목등	2,212	3,161	2,887	2,894	2,894
유형자산감가상각비	1,487	1,856	2,204	2,232	2,232
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(725)	(1,305)	(682)	(662)	(662)
운전자본감소(증가)	(1,264)	115	39	(665)	(182)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	67	645	(1,116)	(1,112)	(304)
재고자산감소(증가)	(937)	(744)	(1,008)	(1,382)	(378)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	855	1,805	1,473	1,830	500
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(3,639)	(6,111)	(5,823)	(3,798)	(3,310)
금융자산감소(증가)	(77)	(20)	76	0	0
유형자산감소(증가)	(3,777)	(6,159)	(6,499)	(3,798)	(3,310)
무형자산감소(증가)	(108)	(232)	(42)	0	0
기타	323	300	642	0	0
재무활동현금흐름	1,794	2,301	2,173	(154)	(154)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,241	2,686	2,420	0	0
자본의증가(감소)	441	80	0	0	0
배당금의 지급	494	484	307	154	154
기타	0	0	(0)	0	0
현금의 증가(감소)	264	(625)	(32)	(396)	1,303
기초현금	2,249	2,514	1,889	1,857	1,461
기말현금	2,514	1,889	1,857	1,461	2,764
FCF	(1,731)	(2,092)	(3,230)	39	1,728

자료 : LG화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	28,183	28,625	30,284	37,980	41,371
매출원가	22,837	23,779	23,961	29,252	31,547
매출총이익	5,346	4,846	6,323	8,727	9,824
매출총이익률 (%)	19.0	16.9	20.9	23.0	23.7
판매비와관리비	3,100	3,950	4,197	5,375	5,855
영업이익	2,246	896	2,125	3,353	3,970
영업이익률 (%)	8.0	3.1	7.0	8.8	9.6
비영업손익	(306)	(335)	(332)	(363)	(350)
순금융비용	51	77	31	15	22
외환관련손익	(70)	(4)	(212)	0	0
관계기업투자등 관련손익	5	22	337	56	62
세전계속사업이익	1,940	561	1,794	2,989	3,620
세전계속사업이익률 (%)	6.9	2.0	5.9	7.9	8.7
계속사업법인세	421	184	449	673	814
계속사업이익	1,519	376	1,344	2,317	2,805
중단사업이익	0	0	15	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,519	376	1,359	2,317	2,805
순이익률 (%)	5.4	1.3	4.5	6.1	6.8
지배주주	1,473	313	1,262	2,201	2,665
지배주주귀속 순이익률(%)	5.2	1.1	4.2	5.8	6.4
비지배주주	47	63	97	116	140
총포괄이익	1,433	449	1,481	2,317	2,805
지배주주	1,388	383	1,376	2,201	2,665
비지배주주	45	65	106	116	140
EBITDA	3,733	2,752	4,330	5,585	6,202

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	9.7	1.6	5.8	25.4	8.9
영업이익	(23.3)	(60.1)	137.3	57.7	18.4
세전계속사업이익	(24.3)	(71.1)	220.0	66.7	21.1
EBITDA	(13.8)	(26.3)	57.3	29.0	11.0
EPS(계속사업)	(24.9)	(79.1)	351.6	74.4	21.1
수익성 (%)					
ROE	8.9	1.8	7.2	11.5	12.4
ROA	5.6	1.2	3.6	5.4	6.1
EBITDA마진	13.2	9.6	14.3	14.7	15.0
안정성 (%)					
유동비율	166.2	132.7	120.7	122.2	132.2
부채비율	67.1	95.7	119.4	115.8	104.8
순차입금/자기자본	15.9	36.3	49.1	45.8	35.1
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	(0.1)	0.1	0.1	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	20,203	4,216	19,040	33,209	40,214
BPS	188,124	183,109	203,956	233,226	269,108
CFPS	41,469	31,392	51,225	65,368	71,838
주당 현금배당금	6,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.2	75.3	32.9	18.9	15.6
PER(최저)					
PBR(최고)	1.8	1.7	3.1	2.7	2.3
PBR(최저)					
PCR	8.4	10.1	12.2	9.6	8.7
EV/EBITDA(최고)	7.7	10.9	12.6	9.8	8.6
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.co.kr
02-3773-8827

Company Data

자본금	171 십억원
발행주식수	3,428 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,718 십억원
주요주주	
롯데지주(외5)	53.55%
국민연금공단	8.41%
외국인지분률	29.60%
배당수익률	3.40%

Stock Data

주가(20/09/25)	196,000 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.40
52주 최고가	246,500 원
52주 최저가	117,000 원
60일 평균 거래대금	44 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.7%	16.0%
6개월	19.5%	-10.6%
12개월	-17.0%	-24.4%

롯데케미칼 (011170/KS | 매수(유지) | T.P 250,000 원(상향))

간만에 부각된 단기모멘텀

3Q OP 1,347 억원을 추정하며 이는 컨센서스와 유사한 수준임. 화학 시황이 양호했기 때문에 전분기대비 증익될 것으로 판단함. 다만 동사의 주력제품인 MEG/PTA의 시황이 상대적으로 약세였고, 설비보수의 비용효과가 여전한 탓에 기저 이익 수준은 낮을 것으로 판단함. 최근 기술주들의 약세, 화학시황의 단기 강세, 동사의 낮은 밸류에이션으로 트레이딩 바이 가능 영역임. 에너지/화학 업종 COE 하향조정으로 목표주가 또한 소폭 상향함

3Q20 영업이익 1,347 억원(QoQ +309.2% / YoY -56.7%) 추정

9/28 기준 컨센서스 1,249 억원과 크게 다르지 않은 수준 예상함. 전분기대비 어느 정도 회복된 실적을 보인 것에는 기본적으로 화학 시황이 양호했던 것이 주요했음. 화학 대표제품인 HDPE(2Q 평균 \$729/t → 3Q 평균 \$856/t)의 상승에서 알 수 있듯이 2Q의 강세를 그대로 이어갔음. 다만 동종업계의 호실적 대비 여전히 기저 실적이 낮은 수준에 머무르는 것은 동사의 주력 제품인 MEG(\$415/t → \$452/t), PTA(\$430/t → \$449/t)가 상대적 약세를 보였고, 여전히 설비보수의 비용효과가 잔존하고 있기 때문임

트레이딩 바이는 유효한 영역

최근 전 세계적으로 멀티플 프리미엄을 받았던 기술주들의 약세가 부각되고 있음. 동사는 오히려 이 시기가 트레이딩 바이가 가능한 영역인 것으로 판단함. 여전히 낮은 밸류에이션 2021년 기준 PBR 0.55x에 불과하고, 때마침 최근 화학시황이 돌아서면서 실적 또한 회복에 진입하기 때문임. 기술주에서부터 풀려 나오는 유동성의 대안으로서 충분히 작용 가능한 때로 판단함

목표주가 250,000 원 상향 / 투자 의견 매수 유지

에너지/화학 관련업종의 cost of equity를 8.0% → 6.0%로 일괄 하향한 것을 반영하여 목표주가 또한 기존대비 소폭 상향조정(기존 220,000 원)함. 화학의 중장기 공급과잉 부담은 여전하지만, 앞서 언급한 바와 같이 트레이딩 바이는 가능한 영역으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	15,874.5	16,073.1	15,123.5	12,352.3	12,618.0	13,749.8
yoy	%	20.0	1.3	(5.9)	(18.3)	2.2	9.0
영업이익	십억원	2,929.7	1,946.2	1,107.3	234.3	736.1	802.3
yoy	%	15.2	(33.6)	(43.1)	(78.8)	214.1	9.0
EBITDA	십억원	3,620.9	2,631.2	1,838.8	1,061.7	1,564.2	1,630.4
세전이익	십억원	3,084.7	2,208.5	1,248.6	196.5	761.0	758.2
순이익(지배주주)	십억원	2,243.9	1,579.2	715.0	152.5	553.1	551.0
영업이익률%	%	18.5	12.1	7.3	1.9	5.8	5.8
EBITDA%	%	22.8	16.4	12.2	8.6	12.4	11.9
순이익률	%	19.4	13.7	8.3	1.6	6.0	5.5
EPS(계속사업)	원	65,466	46,074	20,860	4,450	16,136	16,076
PER	배	5.6	6.0	10.7	44.0	12.1	12.2
PBR	배	1.2	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	3.1	3.4	4.5	6.4	4.3	3.8
ROE	%	21.5	13.0	5.5	1.2	4.2	4.1
순차입금	십억원	(1,344)	(438)	550	66	(49)	(451)
부채비율	%	59.5	53.6	42.6	37.2	37.1	36.1

3Q20 preview

(단위 % 십억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,124.5	3,427.0	3,275.6	2,682.2	3,393.0	(17.7)	26.5	3,133.0	8.3
영업이익	311.0	150.8	(86.0)	32.9	134.7	(56.7)	309.2	124.9	7.9
세전이익	310.8	195.7	(127.0)	34.5	134.1	(56.8)	289.1	153.3	(12.5)
지배순이익	204.4	32.8	(77.5)	19.9	97.5	(52.3)	389.0	100.3	(2.8)
영업이익률	7.5	4.4	(2.6)	1.2	4.0	(3.6)	2.7	4.0	(0.0)
세전이익률	7.5	5.7	(3.9)	1.3	4.0	(3.6)	2.7	4.9	(0.9)
지배주주순이익률	5.0	1.0	(2.4)	0.7	2.9	(2.1)	2.1	3.2	(0.3)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E	
ROE(지배주주지분)	4.7%	ROE(지배주주지분)	5.5%	4.2%	4.3%	5.7%	6.5%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	6.0%	Target ROE	4.7%				
Risk Free Rate	1.5%						
Risk Premium	4.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.69						
3Q21E BPS(지배주주지분)	359,621						
Target Price	246,798						

자료: 롯데케미칼, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E
EPS(지배주주지분)	20,860	16,274	17,206	23,466	28,333
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	19,104				
3Q21E EPS	16,274				
3Q22E EPS	17,206				

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	152,836	171,940	191,045	210,149	229,254	248,358	267,463	286,567	305,672	324,776
TP by 3Q21E EPS	130,190	146,464	162,738	179,011	195,285	211,559	227,833	244,106	260,380	276,654
TP by 3Q22E EPS	137,645	154,850	172,056	189,261	206,467	223,672	240,878	258,084	275,289	292,495

자료: 롯데케미칼, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
매출액	15,123.5	13,994.4	15,673.6	15,123.5	12,352.3	12,618.0	0.0%	-11.7%	-19.5%
YoY %	-5.9%	-7.5%	12.0%	-5.9%	-18.3%	2.2%			
영업이익	1,107.3	545.8	961.0	1,107.3	234.3	736.1	0.0%	-57.1%	-23.4%
YoY %	-43.1%	-50.7%	76.1%	-43.1%	-78.8%	214.1%			
EBITDA	1,838.8	1,338.6	1,753.8	1,838.8	1,061.7	1,564.2	0.0%	-20.7%	-10.8%
YoY %	-30.1%	-27.2%	31.0%	-30.1%	-42.3%	47.3%			
순이익	715.0	433.2	761.4	715.0	152.5	553.1	0.0%	-64.8%	-27.4%
YoY %	-54.7%	-39.4%	75.8%	-54.7%	-78.7%	262.6%			

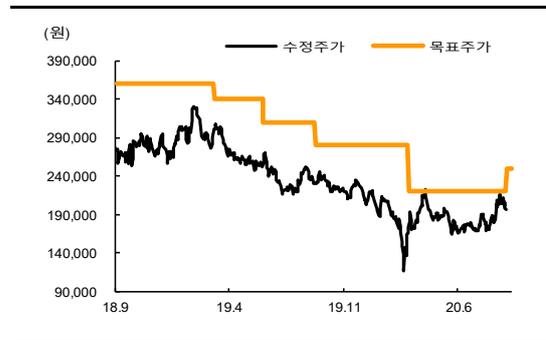
자료: 롯데케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E
매출액	3,054.6	2,826.0	3,202.8	3,727.9	3,393.0	3,001.5	2,665.4	3,033.0	11.1%	6.2%	-16.8%	-18.6%
YoY %	-25.9%	-17.5%	-31.0%	7.4%	-17.7%	-12.4%	-18.6%	13.1%				
QoQ %	-12.0%	-7.5%	13.3%	16.4%	26.5%	-11.5%	-11.2%	13.8%				
영업이익	210.0	154.4	177.7	259.9	134.7	152.7	78.6	230.5	-35.9%	-1.1%	-55.8%	-11.3%
YoY %	-32.5%	2.4%	흑전	21.6%	-56.7%	1.2%	흑전	600.2%				
QoQ %	-1.8%	-26.5%	15.1%	46.3%	309.2%	13.4%	-48.5%	193.3%				
EBITDA	408.2	352.6	375.9	458.1	341.7	359.7	285.6	437.5	-16.3%	2.0%	-24.0%	-4.5%
YoY %	-19.5%	1.0%	126.6%	11.2%	-32.6%	3.1%	137.5%	82.3%				
QoQ %	-0.9%	-13.6%	6.6%	21.9%	42.4%	5.3%	-20.6%	53.2%				
순이익	169.3	127.0	144.3	206.5	97.5	112.6	58.7	174.2	-42.4%	-11.3%	-59.3%	-15.7%
YoY %	-17.2%	287.3%	흑전	23.0%	-52.3%	243.5%	흑전	773.8%				
QoQ %	0.9%	-25.0%	13.6%	43.1%	389.0%	15.6%	-47.9%	196.9%				

자료: 롯데케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	250,000원	6개월		
2020.03.30	매수	220,000원	6개월	-15.73%	1.59%
2019.10.07	매수	280,000원	6개월	-25.30%	-11.96%
2019.07.02	매수	310,000원	6개월	-23.64%	-12.74%
2019.04.01	매수	340,000원	6개월	-20.54%	-9.56%
2018.10.01	매수	360,000원	6개월	-21.08%	-8.06%



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 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 (2020 년 9 월 28 일 기준)

매수	85.19%	중립	14.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	8,144	7,221	6,047	6,598	6,932
현금및현금성자산	1,330	1,352	1,529	1,644	2,046
매출채권및기타채권	1,536	1,512	1,388	1,585	1,555
재고자산	1,777	1,680	1,544	1,763	1,729
비유동자산	12,655	12,822	12,878	12,807	12,804
장기금융자산	188	128	110	110	110
유형자산	8,036	7,505	7,643	7,572	7,569
무형자산	1,653	1,725	1,535	1,535	1,535
자산총계	20,799	20,043	18,926	19,406	19,736
유동부채	3,961	2,740	2,318	2,445	2,425
단기금융부채	2,196	1,212	1,156	1,156	1,156
매입채무 및 기타채무	1,103	1,214	899	1,026	1,006
단기충당부채	1	0	21	21	21
비유동부채	3,293	3,250	2,810	2,810	2,810
장기금융부채	2,650	2,440	2,230	2,230	2,230
장기매입채무 및 기타채무	8	64	0	0	0
장기충당부채	84	105	2	2	2
부채총계	7,255	5,990	5,128	5,256	5,236
지배주주지분	12,735	13,204	12,903	13,255	13,606
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	11,785	12,158	11,851	12,203	12,554
비지배주주지분	810	849	895	895	895
자본총계	13,544	14,053	13,798	14,150	14,501
부채외자본총계	20,799	20,043	18,926	19,406	19,736

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,398	1,355	1,048	1,106	1,437
당기순이익(손실)	1,642	757	162	582	580
비현금성항목등	1,107	1,074	849	812	812
유형자산감가상각비	685	732	827	828	828
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(422)	(342)	(22)	16	16
운전자본감소(증가)	(526)	190	77	(288)	45
매출채권및기타채권의 감소(증가)	119	43	51	(197)	31
재고자산감소(증가)	(241)	98	136	(219)	34
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(328)	90	(49)	127	(20)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	611	390	0	0	0
투자활동현금흐름	(1,726)	628	(256)	(757)	(825)
금융자산감소(증가)	40	929	494	0	0
유형자산감소(증가)	(1,832)	(871)	(798)	(757)	(825)
무형자산감소(증가)	(1)	(142)	(1)	0	0
기타	67	713	49	0	0
재무활동현금흐름	(9)	(1,943)	(951)	(230)	(230)
단기금융부채증가(감소)	54	(186)	(532)	0	0
장기금융부채증가(감소)	425	(1,264)	80	0	0
자본의증가(감소)	15	22	0	0	0
배당금의 지급	411	397	470	230	230
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(355)	22	177	115	402
기초현금	1,685	1,330	1,352	1,529	1,644
기말현금	1,330	1,352	1,529	1,644	2,046
FCF	(546)	(81)	394	325	665

자료 : 롯데케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	16,073	15,123	12,352	12,618	13,750
매출원가	13,369	13,209	11,292	11,009	11,996
매출총이익	2,704	1,915	1,060	1,609	1,753
매출총이익률 (%)	16.8	12.7	8.6	12.8	12.8
판매비와관리비	758	807	826	873	951
영업이익	1,946	1,107	234	736	802
영업이익률 (%)	12.1	7.3	1.9	5.8	5.8
비영업손익	262	141	(38)	25	(44)
순금융비용	131	117	74	71	39
외환관련손익	(17)	(12)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	245	185	65	78	41
세전계속사업이익	2,209	1,249	197	761	758
세전계속사업이익률 (%)	13.7	8.3	1.6	6.0	5.5
계속사업법인세	609	390	35	179	178
계속사업이익	1,600	859	162	582	580
중단사업이익	42	(102)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,642	757	162	582	580
순이익률 (%)	10.2	5.0	1.3	4.6	4.2
지배주주	1,579	715	153	553	551
지배주주귀속 순이익률(%)	9.8	4.7	1.2	4.4	4.0
비지배주주	63	42	9	29	29
총포괄이익	1,750	906	304	582	580
지배주주	1,659	835	271	553	551
비지배주주	91	70	34	29	29
EBITDA	2,631	1,839	1,062	1,564	1,630

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	1.3	(5.9)	(18.3)	2.2	9.0
영업이익	(33.6)	(43.1)	(78.8)	214.1	9.0
세전계속사업이익	(28.4)	(43.5)	(84.3)	287.2	(0.4)
EBITDA	(27.3)	(30.1)	(42.3)	47.3	4.2
EPS(계속사업)	(29.6)	(54.7)	(78.7)	262.6	(0.4)
수익성 (%)					
ROE	13.0	5.5	1.2	4.2	4.1
ROA	8.1	3.7	0.8	3.0	3.0
EBITDA마진	16.4	12.2	8.6	12.4	11.9
안정성 (%)					
유동비율	205.6	263.5	260.9	269.9	285.8
부채비율	53.6	42.6	37.2	37.1	36.1
순차입금/자기자본	(3.2)	3.9	0.5	(0.3)	(3.1)
EBITDA/이자비용(배)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	0.4	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	46,074	20,860	4,450	16,136	16,076
BPS	337,305	352,061	345,951	356,235	366,458
CFPS	61,118	43,558	29,625	40,590	42,068
주당 현금배당금	10,500	6,700	6,700	6,700	6,700
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.0	10.7	44.0	12.1	12.2
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5
PBR(최저)					
PCR	4.5	5.1	6.6	4.8	4.7
EV/EBITDA(최고)	3.4	4.5	6.4	4.3	3.8
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sksec.co.kr
02-3773-8827

Company Data

자본금	168 십억원
발행주식수	3,349 만주
자사주	559 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,931 십억원

주요주주

박철완(외4)	24.68%
자사주	18.36%
외국인지분률	33.10%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(20/09/25)	96,200 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.22
52주 최고가	111,500 원
52주 최저가	43,950 원
60일 평균 거래대금	20 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.8%	-5.3%
6개월	68.8%	26.3%
12개월	37.0%	24.7%

금호석유 (011780/KS | 매수(유지) | T.P 120,000 원(상향))

아시아나항공 리스크 뛰어넘는 이익강세

3Q OP 1,551 억원을 추정하며 이는 컨센서스와 유사한 수준임. 화학 시황 전반이 양호했고 특히 동사의 주력인 ABS, 페놀 계열이 부각되었기에 지속된 실적호조 기대됨. 최근 동사 주가 약세에서는 아시아나항공 “감자(減資)” 리스크 작용했음. 다만 최근 이익강세 감안할 때 오히려 조정을 통한 매수 영역 대에 진입한 것으로 판단함. 에너지/화학 업종 COE 하향조정과 2021 년 추정치 상향 근거하여 목표주가 또한 소폭 상향함

3Q20 영업이익 1,551 억원(QoQ +29.1% / YoY +121.0%) 추정

9/28 기준 컨센서스 1,468 억원과 크게 다르지 않은 수준 예상함. 기본적으로 화학의 시황이 매우 양호했음. 특히 동사의 주력제품 시황이 동종업계 대비 두드러졌는데, ABS(2Q 평균 \$1,206/t → 3Q 평균 \$1,479/t), BPA(\$1,053/t → \$1,215/t)의 강세에서 알 수 있듯이 수지와 페놀계열이 호실적 기대됨. 동사의 대표 사업부분인 고무계열은 점차적인 가동률회복이 이뤄지고 있고, NB-Latex 수요증대도 여전하기 때문에 일정 수준의 실적회복 기대됨

예상치 못했던 아시아나항공의 리스크

동사의 본업은 최근 호조세라고 할 만큼 좋은 환경이 지속 중임. 다만 문제는 의외로 외부에서 발생했는데, 바로 아시아나항공의 매각 불발임. 산업은행은 현재 많은 경영정상화 대안을 검토 중에 있음. 다만 그 중 대안으로 거론 중인 “감자(減資)”가 동사에게 부정적 이슈로 작용 중임. 동사가 보유 중인 11.02%의 지분(시가 기준 약 1,000 억원)이 감자의 영향에 들어갈 경우 그만큼 기업가치 손실은 불가피하기 때문임. 차후 해당 이슈에 대해서는 지속적인 체크 필요함

목표주가 120,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

에너지/화학 관련업종의 cost of equity 를 8.0% → 6.0%로 일괄 하향함과 동시에, 동사의 사업 호조를 감안해 2021 년 영업이익 추정치 또한 +12.9% 상향 조정함. 이를 반영하여 목표주가 역시 상향조정하였음. 최근의 조정이 오히려 매수 기회 제공한다고 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	5,064.8	5,584.9	4,977.9	4,147.0	3,881.9	4,206.9
yoy	%	27.6	10.3	(10.9)	(16.7)	(6.4)	8.4
영업이익	십억원	262.6	554.6	367.8	519.5	321.5	320.2
yoy	%	67.2	111.2	(33.7)	41.3	(38.1)	(0.4)
EBITDA	십억원	480.5	764.1	570.5	722.6	524.6	523.3
세전이익	십억원	289.8	616.9	379.3	513.9	294.8	294.1
순이익(지배주주)	십억원	213.6	491.2	294.6	401.0	225.5	224.9
영업이익률%	%	5.2	9.9	7.4	12.5	8.3	7.6
EBITDA%	%	9.5	13.7	11.5	17.4	13.5	12.4
순이익률	%	5.7	11.0	7.6	12.4	7.6	7.0
EPS(계속사업)	원	6,906	15,984	9,515	13,161	7,400	7,381
PER	배	14.4	5.5	8.1	7.3	13.0	13.0
PBR	배	1.8	1.2	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	9.6	3.6	4.3	4.1	5.7	13.9
ROE	%	12.3	23.4	11.8	14.3	7.3	6.9
순차입금	십억원	1,450	1,051	841	201	88	(96)
부채비율	%	134.0	96.6	72.6	61.5	59.5	56.1

3Q20 preview

(단위 % 십억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,228.6	1,185.7	1,225.5	1,026.3	972.5	(20.8)	(5.2)	1,128.1	(13.8)
영업이익	70.2	15.9	133.1	120.1	155.1	121.0	29.1	146.8	5.6
세전이익	70.3	16.5	139.0	126.7	146.1	107.9	15.4	134.9	8.3
지배순이익	47.6	17.9	127.6	99.7	102.2	115.0	2.5	111.8	(8.5)
영업이익률	5.7	1.3	10.9	11.7	15.9	10.2	4.2	13.0	2.9
세전이익률	5.7	1.4	11.3	12.3	15.0	9.3	2.7	12.0	3.1
지배주주순이익률	3.9	1.5	10.4	9.7	10.5	6.6	0.8	9.9	0.6

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E
ROE(지배주주지분)	7.2%	ROE(지배주주지분)	11.8%	7.7%	7.0%	7.0%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	6.0%	Target ROE	7.2%			
Risk Free Rate	1.5%					
Risk Premium	4.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.30					
3Q21E BPS(지배주주지분)	95,830					
Target Price	124,940					

자료: 금호석유, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2019	1Q21E	1Q22E	1Q23E	1Q24E
EPS(지배주주지분)	9,515	7,884	7,640	8,034	8,305
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	7,907				
3Q21E EPS	7,884				
3Q22E EPS	7,640				

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	79,073	86,980	94,888	102,795	110,702	118,610	126,517	134,424	142,332	150,239
TP by 3Q21E EPS	78,841	86,725	94,610	102,494	110,378	118,262	126,146	134,030	141,914	149,798
TP by 3Q22E EPS	76,402	84,042	91,683	99,323	106,963	114,603	122,244	129,884	137,524	145,164

자료: 금호석유, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
매출액	4,977.9	3,765.3	4,322.6	4,977.9	4,147.0	3,881.9	0.0%	10.1%	-10.2%
YoY %	-10.9%	-24.4%	14.8%	-10.9%	-16.7%	-6.4%			
영업이익	367.8	242.6	284.8	367.8	519.5	321.5	0.0%	114.2%	12.9%
YoY %	-33.7%	-34.0%	17.4%	-33.7%	41.3%	-38.1%			
EBITDA	570.5	448.2	490.5	570.5	722.6	524.6	0.0%	61.2%	7.0%
YoY %	-25.3%	-21.4%	9.4%	-25.3%	26.7%	-27.4%			
순이익	294.6	188.0	207.3	294.6	401.0	225.5	0.0%	113.3%	8.8%
YoY %	-40.0%	-36.2%	10.3%	-40.0%	36.1%	-43.8%			

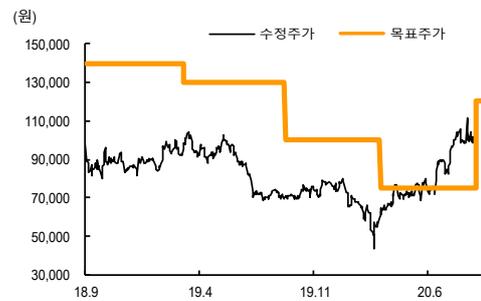
자료: 금호석유, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E
매출액	861.5	824.7	918.9	1,014.2	972.5	922.8	844.8	923.1	12.9%	11.9%	-8.1%	-9.0%
YoY %	-29.9%	-30.4%	-21.9%	12.4%	-20.8%	-22.2%	-31.1%	-10.1%				
QoQ %	-4.5%	-4.3%	11.4%	10.4%	-5.2%	-5.1%	-8.5%	9.3%				
영업이익	62.7	58.1	66.1	68.8	155.1	111.1	58.6	83.0	147.4%	91.3%	-11.4%	20.6%
YoY %	-10.7%	264.6%	7.5%	14.2%	121.0%	597.4%	-56.0%	-30.9%				
QoQ %	4.0%	-7.3%	13.8%	4.1%	29.1%	-28.4%	-47.3%	41.6%				
EBITDA	114.1	109.5	117.5	120.3	205.9	161.9	109.4	133.8	80.4%	47.8%	-6.9%	11.2%
YoY %	-5.9%	62.6%	4.1%	7.7%	69.8%	140.3%	-40.6%	-21.7%				
QoQ %	2.1%	-4.0%	7.3%	2.3%	20.5%	-21.4%	-32.4%	22.3%				
순이익	49.4	46.0	47.7	50.0	102.2	71.4	39.5	58.4	107.1%	55.2%	-17.2%	16.8%
YoY %	3.8%	157.2%	3.9%	7.1%	115.0%	299.2%	-69.0%	-41.5%				
QoQ %	5.8%	-6.8%	3.7%	4.7%	2.5%	-30.1%	-44.7%	47.7%				

자료: 금호석유, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	120,000원	6개월		
2020.03.30	매수	75,000원	6개월	9.03%	48.67%
2019.10.07	매수	100,000원	6개월	-30.12%	-20.30%
2019.07.02	매수	130,000원	6개월	-33.47%	-20.00%
2019.04.01	매수	130,000원	6개월	-26.20%	-20.00%
2018.10.01	매수	140,000원	6개월	-36.21%	-28.21%



Compliance Notice

- 작성자(손자우)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 (2020년 9월 28일 기준)

매수	85.29%	중립	14.71%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,348.7	1,261.4	1,822.0	2,063.6	2,236.2
현금및현금성자산	101.8	127.8	917.8	1,030.7	1,214.6
매출채권및기타채권	667.0	582.0	483.9	555.4	549.2
재고자산	471.6	469.5	379.6	435.1	430.3
비유동자산	3,268.0	3,276.6	3,001.2	2,992.2	2,999.5
장기금융자산	265.4	289.7	15.9	15.9	15.9
유형자산	2,365.6	2,296.0	2,234.2	2,225.2	2,232.5
무형자산	14.3	13.6	13.6	13.6	13.6
자산총계	4,616.7	4,538.0	4,823.2	5,055.8	5,235.7
유동부채	1,758.9	1,275.6	1,129.3	1,177.2	1,173.1
단기금융부채	1,085.3	649.2	671.8	671.8	671.8
매입채무 및 기타채무	493.6	481.5	327.5	375.4	371.2
단기충당부채	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4
비유동부채	509.7	632.8	707.9	707.9	707.9
장기금융부채	372.4	508.8	566.2	566.2	566.2
장기매입채무 및 기타채무	4.6	0.1	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,268.6	1,908.5	1,837.2	1,885.1	1,880.9
지배주주지분	2,347.3	2,628.6	2,985.0	3,169.7	3,353.8
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	356.6	356.5	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	1,924.6	2,186.7	2,501.5	2,686.2	2,870.3
비지배주주지분	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
자본총계	2,348.1	2,629.6	2,986.0	3,170.7	3,354.8
부채외자본총계	4,616.7	4,538.0	4,823.2	5,055.8	5,235.7

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	484.6	557.7	697.0	463.8	562.8
당기순이익(손실)	503.1	294.7	401.1	225.6	225.0
비현금성항목등	277.3	308.1	306.9	329.8	329.8
유형자산감가상각비	209.4	202.8	203.2	203.1	203.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(67.8)	(105.3)	(103.8)	(126.8)	(126.8)
운전자본감소(증가)	(201.7)	93.3	26.9	(91.6)	8.0
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(36.0)	96.9	78.7	(67.5)	5.9
재고자산감소(증가)	(44.9)	2.2	89.9	(55.5)	4.9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(79.1)	11.4	(115.3)	31.5	(2.8)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	113.8	84.6	122.4	106.5	106.5
투자활동현금흐름	(190.7)	(136.0)	(116.2)	(194.1)	(210.3)
금융자산감소(증가)	(63.3)	27.8	38.8	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(128.6)	(162.4)	(180.2)	(194.1)	(210.3)
무형자산감소(증가)	0.4	(0.9)	(1.3)	0.0	0.0
기타	0.8	(0.5)	26.6	0.0	0.0
재무활동현금흐름	(426.4)	(395.7)	(0.4)	(40.9)	(40.9)
단기금융부채증가(감소)	(431.7)	(621.2)	90.1	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	76.9	260.3	(12.0)	0.0	0.0
자본의증가(감소)	(24.4)	10.3	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	27.3	36.7	81.7	40.9	40.9
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	(132.6)	26.0	790.0	112.9	183.9
기초현금	234.4	101.8	127.8	917.8	1,030.7
기말현금	101.8	127.8	917.8	1,030.7	1,214.6
FCF	544.4	266.6	392.3	174.2	244.7

자료 : 금호석유, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,584.9	4,977.9	4,147.0	3,881.9	4,206.9
매출원가	4,854.2	4,412.5	3,454.1	3,388.5	3,700.4
매출총이익	730.7	565.4	692.9	493.4	506.5
매출총이익률 (%)	13.1	11.4	16.7	12.7	12.0
판매비와관리비	176.1	197.7	173.4	171.9	186.3
영업이익	554.6	367.8	519.5	321.5	320.2
영업이익률 (%)	9.9	7.4	12.5	8.3	7.6
비영업손익	62.3	11.6	(5.6)	(26.7)	(26.1)
순금융비용	14.1	19.0	12.5	4.1	4.6
외환관련손익	(5.8)	(1.5)	(2.8)	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	118.1	39.0	19.6	5.2	5.2
세전계속사업이익	616.9	379.3	513.9	294.8	294.1
세전계속사업이익률 (%)	11.0	7.6	12.4	7.6	7.0
계속사업법인세	113.8	84.6	136.1	69.3	69.1
계속사업이익	503.1	294.7	377.8	225.6	225.0
중단사업이익	0.0	0.0	23.3	0.0	0.0
*법인세효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	503.1	294.7	401.1	225.6	225.0
순이익률 (%)	9.0	5.9	9.7	5.8	5.3
지배주주	491.2	294.6	401.0	225.5	224.9
지배주주귀속 순이익률(%)	8.8	5.9	9.7	5.8	5.3
비지배주주	119.0	0.1	0.1	0.1	0.1
총포괄이익	485.1	317.4	354.6	225.6	225.0
지배주주	472.6	317.3	354.5	225.5	224.9
비지배주주	12.5	0.1	0.1	0.1	0.1
EBITDA	764.1	570.5	722.6	524.6	523.3

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	10.3	(10.9)	(16.7)	(6.4)	8.4
영업이익	111.2	(33.7)	41.3	(38.1)	(0.4)
세전계속사업이익	112.9	(38.5)	35.5	(42.6)	(0.3)
EBITDA	59.0	(25.3)	26.7	(27.4)	(0.2)
EPS(계속사업)	131.5	(40.5)	38.3	(43.8)	(0.3)
수익성 (%)					
ROE	23.4	11.8	14.3	7.3	6.9
ROA	10.9	6.4	8.6	4.6	4.4
EBITDA마진	13.7	11.5	17.4	13.5	12.4
안정성 (%)					
유동비율	76.7	98.9	161.3	175.3	190.6
부채비율	96.6	72.6	61.5	59.5	56.1
순차입금/자기자본	44.8	32.0	6.7	2.8	(2.9)
EBITDA/이자비용(배)	1.0	(0.6)	0.8	(0.8)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	15,984	9,515	13,161	7,400	7,381
BPS	72,018	80,509	90,789	96,303	101,801
CFPS	19,759	14,586	17,437	13,407	13,378
주당 현금배당금	1,305	1,455	1,455	1,455	1,455
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	5.5	8.1	7.3	13.0	13.0
PER(최저)					
PBR(최고)	1.2	1.0	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)					
PCR	4.4	5.3	5.5	7.2	7.2
EV/EBITDA(최고)	3.6	4.3	4.1	5.7	13.9
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.co.kr
02-3773-8827

Company Data

자본금	821 십억원
발행주식수	16,099 만주
자사주	40 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,619 십억원
주요주주	
한화(외4)	37.05%
국민연금공단	9.98%
외국인지분률	20.00%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(20/09/25)	35,150 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.60
52주 최고가	49,250 원
52주 최저가	9,410 원
60일 평균 거래대금	210 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.6%	3.3%
6개월	185.8%	113.8%
12개월	98.0%	80.2%

한화솔루션 (009830/KS | 매수(유지) | T.P 45,000 원(상향))

실적은 좋지만 문제는 니콜라

3Q OP 1,921 억원을 추정하며 이는 컨센서스와 유사한 수준임. 주력제품인 LDPE/PVC 가 미국 허리케인으로 인한 수출 차질 등으로 강세 부각되었음. 태양광/리테일/첨단소재 도 증익 기대됨. 하지만 실적호조에도 불구하고 최근 주가 약세는 글로벌 멀티플 프리미엄 주식들의 약세에서 기인함. 때문에 차후에도 이에 대한 판단이 더 중요할 것임. 에너지/화학 업종 COE 하향조정과 2021 년 추정치 상향 근거하여 목표주가 또한 상향함

3Q20 영업이익 1,921 억원(QoQ +40.7% / YoY +77.9%) 추정

9/28 기준 컨센서스 1,817 억원과 크게 다르지 않은 수준 예상함. 기본적으로 화학의 상황이 매우 양호했음. 특히 동사의 주력제품 상황이 동종업계 대비 두드러졌는데, 미국 허리케인으로 인한 수출차질로 LDPE(2Q 평균 \$837/t → 3Q 평균 \$1,009/t), PVC(\$693/t → \$859/t) 등 에틸렌 계열의 강세가 부각되었음. 그 외 태양광 사업부의 출하량 증대, 리테일의 1 회성 비용 소멸, 첨단소재의 회복세까지 동사의 전반적인 실적 강세에 기여할 수 있을 것으로 기대됨

본업은 좋은데 주가는 혼돈스러운...

3Q 화학 상황이 워낙 양호했고, 특히 태양광도 최근 가격상승세가 부각되고 있기 때문에 동사 실적은 당연히 믿을 수 있는 수준임. 그렇지만 최근 주가의 급등락은 실적보다 그린뉴딜(수소) 모멘텀 약세 전환, 니콜라(수소트럭)의 사기 이슈에 따른 지분까지 하락 리스크 등 실적 외 요인, 정확히 이르자면 전 세계적인 멀티플 프리미엄의 약세 과정에서 기인한 측면이 큼. 그렇기 때문에 최근 단기 주가 급락에도 불구하고 동사의 주가에 대해서 쉬이 회복된다고 판단하기는 쉽지 않음. 거시적인 환경에 대한 고려가 여전히 주가에 더 중요할 것으로 예상함

목표주가 45,000 원 상향 / 투자 의견 매수 유지

그린뉴딜 관련업종의 cost of equity 를 8.0% → 5.0%로 일괄 하향함과 동시에, 동사의 사업 호조를 감안해 2021 년 영업이익 추정치 또한 +46.4% 상향 조정함. 이를 반영하여 목표주가 역시 상향조정하였음.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	9,341.8	9,046.0	9,503.3	8,239.7	8,229.0	9,063.4
yoy	%	0.9	(3.2)	5.1	(13.3)	(0.1)	10.1
영업이익	십억원	756.4	354.3	378.3	637.8	503.0	555.0
yoy	%	(2.9)	(53.2)	6.8	68.6	(21.1)	10.3
EBITDA	십억원	1,191.9	794.4	939.5	1,187.6	1,052.8	1,104.7
세전이익	십억원	1,065.9	288.3	(217.4)	481.5	613.6	622.0
순이익(지배주주)	십억원	824.7	186.7	(237.6)	381.1	471.2	477.7
영업이익률%	%	8.1	3.9	4.0	7.7	6.1	6.1
EBITDA%	%	12.8	8.8	9.9	14.4	12.8	12.2
순이익률	%	8.8	2.1	(2.5)	4.6	5.7	5.3
EPS(계속사업)	원	5,001	1,143	(1,473)	2,360	2,918	2,958
PER	배	6.3	17.7	N/A	14.9	12.0	11.9
PBR	배	0.9	0.6	0.6	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	6.6	4.2	3.3	4.7	5.3	6.7
ROE	%	14.6	3.1	(4.0)	6.4	7.4	7.0
순차입금	십억원	2,649	3,843	4,330	5,187	5,430	5,656
부채비율	%	120.6	144.6	170.1	161.9	154.9	147.7

3Q20 preview

(단위 % 십억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,454.4	2,451.7	2,248.4	1,956.4	2,079.8	(15.3)	6.3	2,238.9	(7.1)
영업이익	108.0	30.0	159.0	136.6	192.1	77.9	40.7	181.7	5.7
세전이익	91.0	(555.1)	51.2	211.3	134.5	47.8	(36.3)	189.5	(29.0)
지배순이익	113.4	(494.4)	64.8	148.1	103.3	(8.9)	(30.2)	138.8	(25.6)
영업이익률	4.4	1.2	7.1	7.0	9.2	4.8	2.3	8.1	1.1
세전이익률	3.7	(22.6)	2.3	10.8	6.5	2.8	(4.3)	8.5	(2.0)
지배주주순이익률	4.6	(20.2)	2.9	7.6	5.0	0.3	(2.6)	6.2	(1.2)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2019	3Q21E	3Q22E	3Q22E	3Q23E	
ROE(지배주주지분)	6.8%	ROE(지배주주지분)	-4.0%	6.6%	7.2%	7.2%	7.3%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	6.0%	Target ROE	6.8%				
Risk Free Rate	1.5%						
Risk Premium	4.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.20						
3Q21E BPS(지배주주지분)	38,896						
Target Price	46,701						

자료: 한화솔루션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2019	3Q21E	3Q22E	3Q22E	3Q23E
EPS(지배주주지분)	(1,473)	2,649	3,094	3,094	3,626
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,925				
3Q21E EPS	2,649				
3Q22E EPS	3,094				

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	26,324	27,787	29,249	30,712	32,174	33,637	35,099	36,562	38,024	39,486
TP by 3Q21E EPS	23,842	25,167	26,491	27,816	29,140	30,465	31,789	33,114	34,438	35,763
TP by 3Q22E EPS	27,850	29,397	30,944	32,492	34,039	35,586	37,133	38,681	40,228	41,775

자료: 한화솔루션, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2019	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
매출액	9,503.3	9,239.7	10,431.8	9,503.3	8,239.7	8,229.0	0.0%	-10.8%	-21.1%
YoY %	5.1%	-2.8%	12.9%	5.1%	-13.3%	-0.1%			
영업이익	378.3	319.5	343.7	378.3	637.8	503.0	0.0%	99.6%	46.4%
YoY %	6.8%	-15.5%	7.6%	6.8%	68.6%	-21.1%			
EBITDA	939.5	887.9	912.0	939.5	1,187.6	1,052.8	0.0%	33.8%	15.4%
YoY %	18.3%	-5.5%	2.7%	18.3%	26.4%	-11.3%			
순이익	(237.6)	271.8	283.1	(237.6)	381.1	471.2	0.0%	40.2%	66.5%
YoY %	적전	흑전	4.2%	적전	흑전	23.7%			

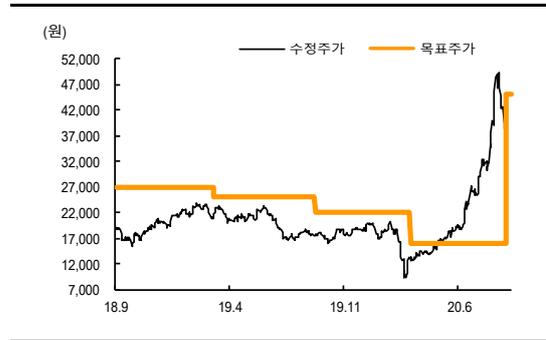
자료: 한화솔루션 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E
매출액	2,231.5	2,240.0	2,370.7	2,546.4	2,079.8	1,955.1	1,872.8	2,018.8	-6.8%	-12.7%	-21.0%	-20.7%
YoY %	-9.1%	-8.6%	-3.1%	9.7%	-15.3%	-20.3%	-16.7%	3.2%				
QoQ %	-3.9%	0.4%	5.8%	7.4%	6.3%	-6.0%	-4.2%	7.8%				
영업이익	64.8	57.1	59.2	87.1	192.1	150.0	94.5	129.9	196.6%	162.9%	59.6%	49.1%
YoY %	-40.0%	90.4%	-39.3%	-12.9%	77.9%	400.4%	-40.6%	-4.9%				
QoQ %	-35.3%	-11.9%	3.8%	47.1%	40.7%	-21.9%	-37.0%	37.4%				
EBITDA	206.9	199.2	201.3	229.2	329.6	287.5	232.0	267.3	59.3%	44.3%	15.2%	16.6%
YoY %	-16.5%	15.7%	-16.0%	-5.4%	33.1%	67.1%	-21.8%	-2.4%				
QoQ %	-14.6%	-3.7%	1.1%	13.9%	20.3%	-12.8%	-19.3%	15.2%				
순이익	74.7	62.7	47.8	74.8	103.3	64.9	87.5	127.1	38.4%	3.6%	83.1%	69.9%
YoY %	-34.2%	흑전	-19.1%	-0.7%	-8.9%	흑전	35.2%	-14.2%				
QoQ %	-0.9%	-16.0%	-23.7%	56.5%	-30.2%	-37.2%	34.8%	45.3%				

자료: 한화솔루션 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	45,000원	6개월		
2020.03.30	매수	16,000원	6개월	49.64%	207.81%
2019.10.07	매수	22,000원	6개월	-20.20%	-7.73%
2019.07.02	매수	25,000원	6개월	-19.21%	-7.00%
2019.04.01	매수	25,000원	6개월	-13.69%	-7.40%
2018.10.01	매수	27,000원	6개월	-25.71%	-11.85%



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 (2020년 9월 28일 기준)

매수	85.29%	중립	14.71%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,012	5,323	5,276	5,523	5,610
현금및현금성자산	1,024	1,085	1,508	1,365	1,239
매출채권및기타채권	1,759	1,573	1,337	1,498	1,586
재고자산	1,467	1,480	1,688	1,870	1,969
비유동자산	10,219	10,358	10,916	11,353	11,891
장기금융자산	138	94	66	66	66
유형자산	6,684	6,594	7,040	7,477	8,015
무형자산	479	421	422	422	422
자산총계	15,231	15,681	16,192	16,876	17,501
유동부채	5,133	5,831	5,619	5,865	6,044
단기금융부채	2,923	3,442	3,951	4,051	4,151
매입채무 및 기타채무	1,480	1,573	1,353	1,498	1,578
단기충당부채	47	59	62	62	62
비유동부채	3,872	4,044	4,391	4,391	4,391
장기금융부채	2,999	3,202	3,544	3,544	3,544
장기매입채무 및 기타채무	0	0	1	1	1
장기충당부채	83	116	98	98	98
부채총계	9,004	9,875	10,010	10,255	10,435
지배주주지분	6,090	5,728	6,122	6,561	7,006
자본금	821	821	821	821	821
자본잉여금	857	805	787	787	787
기타자본구성요소	(3)	(3)	(10)	(10)	(10)
자기주식	0	0	(10)	(10)	(10)
이익잉여금	4,497	4,176	4,471	4,910	5,355
비지배주주지분	137	78	60	60	60
자본총계	6,227	5,806	6,182	6,621	7,067
부채외자본총계	15,231	15,681	16,192	16,876	17,501

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	759	1,208	664	865	975
당기순이익(손실)	288	(217)	409	471	478
비현금성항목등	670	1,348	705	622	622
유형자산감가상각비	440	561	550	550	550
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(230)	(787)	(155)	(72)	(72)
운전자본감소(증가)	(114)	287	(431)	(229)	(124)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(99)	159	192	(158)	(86)
재고자산감소(증가)	(324)	(12)	(208)	(182)	(99)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(146)	48	(176)	111	60
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(434)	(1,114)	(229)	(987)	(1,088)
금융자산감소(증가)	1	(93)	154	0	0
유형자산감소(증가)	(664)	(1,136)	(965)	(987)	(1,088)
무형자산감소(증가)	1	(1)	4	0	0
기타	228	115	579	0	0
재무활동현금흐름	(102)	(41)	354	(32)	(32)
단기금융부채증가(감소)	(33)	(1)	(25)	0	0
장기금융부채증가(감소)	174	344	636	0	0
자본의증가(감소)	56	(7)	(29)	0	0
배당금의 지급	58	33	65	32	32
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	219	60	424	(143)	(125)
기초현금	805	1,024	1,085	1,508	1,365
기말현금	1,024	1,085	1,508	1,365	1,239
FCF	(594)	(79)	(540)	(296)	(245)

자료 : 한화솔루션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	9,046	9,503	8,240	8,229	9,063
매출원가	7,459	7,732	6,344	6,422	7,072
매출총이익	1,587	1,771	1,895	1,807	1,992
매출총이익률 (%)	17.5	18.6	23.0	22.0	22.0
판매비와관리비	1,233	1,393	1,257	1,304	1,437
영업이익	354	378	638	503	555
영업이익률 (%)	3.9	4.0	7.7	6.1	6.1
비영업손익	(66)	(596)	(156)	111	67
순금융비용	71	92	45	301	263
외환관련손익	(77)	(26)	(26)	0	0
관계기업투자등 관련손익	358	175	80	148	148
세전계속사업이익	288	(217)	482	614	622
세전계속사업이익률 (%)	3.2	(2.3)	5.8	7.5	6.9
계속사업법인세	128	31	87	142	144
계속사업이익	160	(249)	395	471	478
중단사업이익	0	0	(15)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	160	(249)	380	471	478
순이익률 (%)	1.8	(2.6)	4.6	5.7	5.3
지배주주	187	(238)	381	471	478
지배주주귀속 순이익률(%)	2.1	(2.5)	4.6	5.7	5.3
비지배주주	(26)	(11)	(2)	0	0
총포괄이익	75	(251)	502	471	478
지배주주	108	(230)	504	471	478
비지배주주	(33)	(21)	(2)	0	0
EBITDA	794	940	1,188	1,053	1,105

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	(3.2)	5.1	(13.3)	(0.1)	10.1
영업이익	(53.2)	6.8	68.6	(21.1)	10.3
세전계속사업이익	(72.9)	적전	흑전	27.4	1.4
EBITDA	(33.4)	18.3	26.4	(11.3)	4.9
EPS(계속사업)	(77.2)	적전	흑전	23.7	1.4
수익성 (%)					
ROE	3.1	(4.0)	6.4	7.4	7.0
ROA	1.1	(1.6)	2.4	2.9	2.8
EBITDA마진	8.8	9.9	14.4	12.8	12.2
안정성 (%)					
유동비율	97.7	91.3	93.9	94.2	92.8
부채비율	144.6	170.1	161.9	154.9	147.7
순차입금/자기자본	61.7	74.6	83.9	82.0	80.0
EBITDA/이자비용(배)	(0.2)	0.1	0.1	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,143	(1,473)	2,360	2,918	2,958
BPS	36,177	34,072	36,305	39,005	41,744
CFPS	3,880	6,114	6,866	5,757	6,002
주당 현금배당금	200	200	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.7	N/A	14.9	12.0	11.9
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.6	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)					
PCR	5.2	3.1	5.1	6.1	5.9
EV/EBITDA(최고)	4.2	3.3	4.7	5.3	6.7
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	127 십억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	20 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,314 십억원
주요주주	
이화영(외33)	22.43%
국민연금공단	9.99%
외국인지분률	16.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/09/25)	55,100 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.74
52주 최고가	71,800 원
52주 최저가	26,600 원
60일 평균 거래대금	53 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-19.2%	-16.1%
6개월	65.0%	23.4%
12개월	-19.8%	-27.0%

OCI (010060/KS | 매수(유지) | T.P 65,000 원(상향))

2 주 간 약세 전환한 태양광 가격 추이가 관건

3Q OP -67 억원을 추정하며 이는 컨센서스를 소폭 하회하는 수준임. 그래도 상반기 대비로는 명백한 실적 회복세임. 폴리실리콘 가격이 3 분기 들어 상승 전환하였고, 화학에서도 TDI의 막판 강세 등 긍정적으로 판단할 만한 요인들이 지속되었음. 다만 지난 2 주 간 폴리실리콘 가격이 하락전환했고, 글로벌 유동성도 축소 국면이었기에 최근 주가 조정 불가 대외변수 주목 필요함. COE 하향에 근거하여 목표주가 역시 상향 조정함

3Q20 영업이익 -67 억원(QoQ 적지/ YoY 적지) 추정

9/28 기준 컨센서스 20 억원 대비 소폭 하회하는 실적 예상함. 다만 1Q -929 억원 / 2Q -443 억원 대비로는 뚜렷한 회복세인 것만큼은 확실함. 기본적으로 태양광 시장의 회복세가 있었음. 폴리실리콘 가격은 2Q 말 \$6.2/kg 대비 9/23 \$10.8/kg 까지 큰 폭으로 개선되었음. 말레이시아 공장의 실적회복에 직결될 것으로 기대됨. 또한 3 개 분기 연속 적자였던 화학사업부도 회복이 예상됨. 특히 TDI가 분기 막판 급상승으로 2Q 평균 \$1,445/t → 3Q 평균 \$1,883/t, 9/21 기준으로는 \$2,380/t 까지 강세를 보인 탓에 기대 이상의 실적 기여를 할 수 있을 것으로 판단함

태양광 제품가격 상승세 지속 여부가 관건

물론 연초 폴리실리콘 국내 생산설비의 구조조정이 있었지만, 여전히 동사의 기업가치에 있어서 중요한 요인은 태양광 시장임. 최근 글로벌 구조조정의 지속과 중국 수요회복 기대감으로 상승세를 이어온 것은 사실임. 다만 코로나 19로 인한 거시경제 실물 약세는 여전하고, 최근들어 풍부했던 유동성에 대한 의문도 지속되고 있기 때문에 과신할 수 있는 상황은 아님. 때마침 폴리실리콘 가격도 소폭이지만 2 주 연속 하락세를 보였기 때문에 태양광 가격 추이에 대한 추가적인 주목 필요함

목표주가 65,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

그린뉴딜 관련업종의 cost of equity 를 8.0% → 5.0%로 일괄 하향한 것을 반영하여 목표주가 상향조정하였음. 최근 주가조정 있었지만 글로벌 멀티플 프리미엄 주식의 약세, 태양광 가격 하락 전환을 감안할 때 추가적인 대외변수에 대한 확인이 필요함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	3,631.6	3,112.1	2,605.1	1,852.6	1,764.9	1,941.3
yoy	%	32.7	(14.3)	(16.3)	(28.9)	(4.7)	10.0
영업이익	십억원	284.4	158.7	(180.6)	(107.5)	172.2	199.7
yoy	%	114.7	(44.2)	적전	적지	흑전	16.0
EBITDA	십억원	589.6	461.3	130.4	22.2	283.0	310.5
세전이익	십억원	279.7	130.5	(1,012.2)	(118.2)	156.3	188.6
순이익(지배주주)	십억원	234.9	103.8	(794.4)	(81.0)	116.7	140.8
영업이익률%	%	7.8	5.1	(6.9)	(5.8)	9.8	10.3
EBITDA%	%	16.2	14.8	5.0	1.2	16.0	16.0
순이익률	%	6.5	3.3	(30.5)	(4.4)	6.6	7.3
EPS(계속사업)	원	9,849	4,352	(33,308)	(3,396)	4,892	5,903
PER	배	13.8	24.6	N/A	N/A	11.3	9.3
PBR	배	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	7.0	6.7	18.0	81.1	6.3	5.3
ROE	%	7.2	3.1	(26.2)	(3.1)	4.5	5.2
순차입금	십억원	883	545	858	490	458	334
부채비율	%	77.9	62.0	79.1	77.1	74.5	71.0

3Q20 preview

(단위 % 십억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	670.8	638.7	568.6	401.6	447.6	(33.3)	11.4	529.2	(15.4)
영업이익	(56.4)	(64.2)	(92.9)	(44.3)	(6.7)	적지	적지	2.0	N/A
세전이익	(79.6)	(843.3)	(74.7)	(59.4)	(14.7)	적지	적지	(2.8)	N/A
지배순이익	(64.8)	(652.0)	(56.0)	(36.8)	(11.0)	적지	적지	(2.2)	N/A
영업이익률	(8.4)	(10.0)	(16.3)	(11.0)	(1.5)	6.9	9.5	0.4	(1.9)
세전이익률	(11.9)	(132.0)	(13.1)	(14.8)	(3.3)	8.6	11.5	(0.5)	(2.8)
지배주주순이익률	(9.7)	(102.1)	(9.9)	(9.2)	(2.5)	7.2	6.7	(0.4)	(2.1)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E	
ROE(지배주주지분)	4.8%	ROE(지배주주지분)	-26.2%	4.4%	5.0%	5.2%	6.2%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	6.0%	Target ROE	4.8%				
Risk Free Rate	1.5%						
Risk Premium	4.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.71						
3Q21E BPS(지배주주지분)	92,804						
Target Price	65,813						

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E
EPS(지배주주지분)	(33,308)	4,753	5,695	6,371	8,048
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	5,595				
3Q21E EPS	4,753				
3Q22E EPS	5,695				

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	50,352	55,947	61,541	67,136	72,731	78,325	83,920	89,515	95,109	100,704
TP by 3Q21E EPS	42,779	47,532	52,285	57,039	61,792	66,545	71,298	76,051	80,805	85,558
TP by 3Q22E EPS	51,257	56,952	62,647	68,343	74,038	79,733	85,428	91,123	96,819	102,514

자료: OCI, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
매출액	2,605.1	1,897.8	1,778.6	2,605.1	1,852.6	1,764.9	0.0%	-2.4%	-0.8%
YoY %	-16.3%	-27.2%	-6.3%	-16.3%	-28.9%	-4.7%			
영업이익	(180.6)	24.4	182.0	(180.6)	(107.5)	172.2	0.0%	적자변경	-5.4%
YoY %	적전	흑전	646.1%	적전	적지	흑전			
EBITDA	130.4	131.3	288.8	130.4	22.2	283.0	0.0%	-83.1%	-2.0%
YoY %	-71.7%	0.7%	120.0%	-71.7%	-82.9%	1172.3%			
순이익	(794.4)	7.7	140.7	(794.4)	(81.0)	116.7	0.0%	적자변경	-17.1%
YoY %	적전	흑전	1738.0%	적전	적지	흑전			

자료: OCI, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E
매출액	349.8	366.4	395.2	412.7	447.6	434.8	404.6	413.6	27.9%	18.7%	2.4%	0.2%
YoY %	-47.8%	-42.6%	-41.5%	-18.4%	-33.3%	-31.9%	-28.8%	3.0%				
QoQ %	-30.8%	4.7%	7.9%	4.4%	11.4%	-2.9%	-6.9%	2.2%				
영업이익	39.1	31.2	28.1	49.2	(6.7)	36.4	40.9	41.1	적자변경	16.7%	45.8%	-16.4%
YoY %	흑전	흑전	흑전	11683.6%	적지	흑전	흑전	흑전				
QoQ %	9273.6%	-20.3%	-10.0%	75.3%	적지	흑전	12.4%	0.5%				
EBITDA	65.8	57.9	54.8	75.9	21.0	64.1	68.6	68.8	-68.1%	10.7%	25.2%	-9.3%
YoY %	226.7%	312.5%	흑전	179.7%	4.2%	356.6%	흑전	흑전				
QoQ %	142.6%	-12.0%	-5.4%	38.5%	흑전	205.2%	7.0%	0.3%				
순이익	30.5	24.2	21.5	38.5	(11.0)	22.8	28.1	28.5	적자변경	-5.7%	30.7%	-25.9%
YoY %	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	흑전	흑전				
QoQ %	흑전	-20.7%	-11.3%	78.9%	적지	흑전	23.0%	1.4%				

자료: OCI, SK 증권

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	65,000원	6개월		
2020.03.30	매수	45,000원	6개월	7.28%	59.56%
2019.10.07	매수	90,000원	6개월	-34.94%	-21.00%
2019.07.02	매수	120,000원	6개월	-29.97%	-18.00%
2019.04.01	매수	120,000원	6개월	-22.66%	-18.00%
2018.10.01	매수	140,000원	6개월	-28.15%	-17.50%



Compliance Notice

- 작성자(손자우)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 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 9월 28일 기준)

매수	85.29%	중립	14.71%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,019	2,161	1,936	2,120	2,309
현금및현금성자산	744	488	283	316	439
매출채권및기타채권	433	409	268	299	313
재고자산	545	906	990	1,099	1,145
비유동자산	3,641	2,651	2,625	2,584	2,551
장기금융자산	54	61	59	59	59
유형자산	3,257	2,042	2,015	1,975	1,942
무형자산	42	46	43	43	43
자산총계	5,660	4,811	4,560	4,704	4,860
유동부채	1,093	846	998	1,020	1,030
단기금융부채	706	420	671	671	671
매입채무 및 기타채무	332	307	206	228	238
단기충당부채	2	26	18	18	18
비유동부채	1,074	1,280	988	988	988
장기금융부채	803	1,176	895	895	895
장기매입채무 및 기타채무	15	16	13	13	13
장기충당부채	9	12	11	11	11
부채총계	2,167	2,125	1,985	2,008	2,018
지배주주지분	3,429	2,636	2,528	2,649	2,795
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	786	785	785	785	785
기타자본구성요소	0	0	(7)	(7)	(7)
자기주식	0	0	(7)	(7)	(7)
이익잉여금	2,529	1,704	1,622	1,743	1,889
비지배주주지분	63	50	47	47	47
자본총계	3,493	2,686	2,575	2,696	2,842
부채외자본총계	5,660	4,811	4,560	4,704	4,860

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	677	(40)	(41)	110	209
당기순이익(손실)	104	(807)	(84)	121	146
비현금성항목등	465	987	150	118	118
유형자산감가상각비	303	311	130	111	111
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(162)	(676)	(20)	(7)	(7)
운전자본감소(증가)	(175)	(169)	(88)	(129)	(56)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	85	21	125	(31)	(13)
재고자산감소(증가)	(186)	(362)	(84)	(109)	(47)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	(23)	(48)	11	5
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	26	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(399)	(272)	(101)	(71)	(78)
금융자산감소(증가)	(142)	(38)	(33)	0	0
유형자산감소(증가)	(275)	(229)	(85)	(71)	(78)
무형자산감소(증가)	(5)	(5)	(1)	0	0
기타	22	0	18	0	0
재무활동현금흐름	(460)	43	(45)	0	0
단기금융부채증가(감소)	(525)	(529)	(82)	0	0
장기금융부채증가(감소)	111	591	45	0	0
자본의증가(감소)	2	2	(7)	0	0
배당금의 지급	47	20	1	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(170)	(257)	(204)	32	124
기초현금	914	744	488	283	316
기말현금	744	488	283	316	439
FCF	91	(393)	432	45	132

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	3,112	2,605	1,853	1,765	1,941
매출원가	2,746	2,565	1,733	1,363	1,488
매출총이익	366	40	120	402	453
매출총이익률 (%)	11.8	1.5	6.5	22.8	23.3
판매비와관리비	207	221	227	230	253
영업이익	159	(181)	(107)	172	200
영업이익률 (%)	5.1	(6.9)	(5.8)	9.8	10.3
비영업손익	(28)	(832)	(11)	(16)	(11)
순금융비용	26	23	46	29	34
외환관련손익	(0)	1	1	0	0
관계기업투자등 관련손익	(1)	(2)	9	6	6
세전계속사업이익	130	(1,012)	(118)	156	189
세전계속사업이익률 (%)	4.2	(38.9)	(6.4)	8.9	9.7
계속사업법인세	26	(206)	(34)	35	42
계속사업이익	105	(806)	(84)	121	146
중단사업이익	(1)	(1)	(0)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	104	(807)	(84)	121	146
순이익률 (%)	3.3	(31.0)	(4.5)	6.9	7.5
지배주주	104	(794)	(81)	117	141
지배주주귀속 순이익률(%)	3.3	(30.5)	(4.4)	6.6	7.3
비지배주주	0	(13)	(3)	4	5
총포괄이익	123	(787)	(65)	121	146
지배주주	124	(774)	(63)	117	141
비지배주주	(0)	(13)	(2)	4	5
EBITDA	461	130	22	283	311

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	(14.3)	(16.3)	(28.9)	(4.7)	10.0
영업이익	(44.2)	적전	적지	흑전	16.0
세전계속사업이익	(53.3)	적전	적지	흑전	20.7
EBITDA	(21.8)	(71.7)	(82.9)	1,172.3	9.7
EPS(계속사업)	(55.8)	적전	적지	흑전	20.7
수익성 (%)					
ROE	3.1	(26.2)	(3.1)	4.5	5.2
ROA	1.8	(15.4)	(1.8)	2.6	3.1
EBITDA마진	14.8	5.0	1.2	16.0	16.0
안정성 (%)					
유동비율	184.7	255.4	194.0	207.8	224.1
부채비율	62.0	79.1	77.1	74.5	71.0
순차입금/자기자본	15.6	32.0	19.0	17.0	11.8
EBITDA/이자비용(배)	(0.3)	(0.9)	(1.4)	23.0	0.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,352	(33,308)	(3,396)	4,892	5,903
BPS	137,384	94,356	88,862	93,941	100,071
CFPS	18,035	7,008	2,190	10,242	11,135
주당 현금배당금	850	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.6	N/A	N/A	11.3	9.3
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	5.9	8.9	25.2	5.4	4.9
EV/EBITDA(최고)	6.7	18.0	81.1	6.3	5.3
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.co.kr
02-3773-8827

Company Data

자본금	48 십억원
발행주식수	889 만주
자사주	63 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,240 십억원
주요주주	
정몽진(와12)	39.36%
국민연금공단	10.94%
외국인지분률	13.40%
배당수익률	3.20%

Stock Data

주가(20/09/25)	139,500 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.24
52주 최고가	243,000 원
52주 최저가	107,000 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.8%	-0.1%
6개월	14.3%	-14.5%
12개월	-39.4%	-44.8%

KCC (002380/KS | 매수(유지) | T.P 160,000 원(유지))

실리콘의 실적 회복 여부가 관건

3Q OP 473 억원을 추정함. 2 분기와 크게 다르지 않은 수준이고 전반적인 약세 기조의 지속임. 건자재/도로는 여전히 약세고, 코로나 19 에 따른 수요약세로 기대했던 실리콘 사업부 또한 실적약세 지속 중임. 차후 주가에 있어서도 미래모멘텀으로 기대되었던 실리콘 사업부의 실적회복 여부가 최대 관건일 것으로 판단함. COE 의 하향 조정에도 불구하고 2021 년 영업이익 추정치 역시 -29.0% 하향 조정하였기에 목표주가 유지함

3Q20 영업이익 473 억원(QoQ +10.2% / YoY -14.2%) 추정

9/28 기준 컨센서스(지난 6 개월 기준) 841 억원 대비 -37.8% 하회하는 실적 예상함. 전체적으로는 2 분기와 크게 다르지 않은 수준임. 건자재에서는 석고보드 약세 불구 창호의 회복이 이를 상쇄할 것임. 도로 역시 전분기의 분위기와 크게 다르지 않은 상황임. 인수 이후 기대를 모으고 있는 실리콘 사업부는 여전히 약세가 불가피함. 경기에 민감한 품목이기 때문에 코로나 19 로 인한 실물수요 약세는 피하기 어려운 부분임

실적회복 여부가 선결요소

동사의 주가는 2016 년 이후 장기적으로 약세 과정에 놓여 있음. 과거 안정적인 건자재 사업과 주식지분가치에 대한 매력에 인정을 받았었지만, 최근에는 주택신규착공건수의 대세적인 하락 국면과 더불어서, 보유한 주식지분가치 또한 매력이 많이 하락했기 때문임. 야심차게 인수한 실리콘 사업부(모멘티브) 역시 인수 이후 기대했던 만큼의 실적기여가 발생하지 않고 있음. 결국 코로나 19 회복 이후 실리콘 사업부의 실적이 어느 정도 회복될 수 있을 지가 관건임

목표주가 160,000 원 유지 / 투자 의견 매수 유지

에너지/화학 관련업종의 cost of equity 를 8.0% → 6.0%로 일괄 하향하였지만, 2021 년 영업이익추정치 또한 -29.0% 하향조정하였기 때문에 목표주가는 그대로 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	3,864.0	3,081.0	2,719.6	4,912.5	4,868.3	4,973.9
yoy	%	10.7	(20.3)	(11.7)	80.6	(0.9)	2.2
영업이익	십억원	329.8	200.9	133.2	128.4	150.8	161.5
yoy	%	1.0	(39.1)	(33.7)	(3.6)	17.4	7.1
EBITDA	십억원	551.8	450.2	373.7	562.9	581.5	592.2
세전이익	십억원	93.9	(67.1)	(195.5)	100.6	93.3	131.3
순이익(지배주주)	십억원	41.8	(23.6)	(222.5)	147.1	71.4	100.5
영업이익률%	%	8.5	6.5	4.9	2.6	3.1	3.2
EBITDA%	%	14.3	14.6	13.7	11.5	11.9	11.9
순이익률	%	2.4	(2.2)	(7.2)	2.0	1.9	2.6
EPS	원	3,958	(2,233)	(21,079)	13,936	6,761	9,518
PER	배	84.5	N/A	N/A	10.0	20.6	14.7
PBR	배	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	9.2	8.9	10.5	7.9	7.5	7.2
ROE	%	0.7	(0.4)	(4.4)	3.3	1.6	2.2
순차입금	십억원	1,045	740	1,454	3,208	3,113	3,012
부채비율	%	62.7	56.2	110.7	149.3	148.7	147.5

SOTP Valuation		(단위: 십억원)	
1. 영업가치			
2021년 EBITDA 추정치	581.5		
target multiple	4.5		
target value	2,616.7		
2. 자산가치			
2Q20 기준 현금 및 현금성자산	946.0		
2Q20 기준 투자부동산	676.1		
2Q20 기준 관계기업/공동투자	205.0		
target value	1,827.1		
3. 투자유가증권			
2019년말 기준	취득원가		장부금액
시장성지분증권	1,544.6		2,480.7
discount			25.0%
target value			1,860.5
비시장성지분증권	25.1		25.2
discount			0.0%
target value			25.2
target value			1,885.7
4. 총차입금			
2Q20 기준			4,660.7
5. Total target value (1+2+3-4)			1,668.9
target price(원)			158,637

자료: KCC, SK 증권

3Q20 preview

(단위 % 십억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,124.8	249.8	1,256.5	1,243.5	1,205.3	7.2	(3.1)	1,419.9	(15.1)
영업이익	55.1	7.4	20.6	42.9	47.3	(14.2)	10.2	84.1	(43.8)
세전이익	(104.0)	22.9	(424.6)	498.6	29.4	흑전	(94.1)	48.0	(38.8)
지배순이익	(94.9)	(34.1)	(247.7)	374.5	22.5	흑전	(94.0)	31.0	(27.5)
영업이익률	4.9	3.0	1.6	3.5	3.9	(1.0)	0.5	5.9	(2.0)
세전이익률	(9.2)	9.2	(33.8)	40.1	2.4	11.7	(37.7)	3.4	(0.9)
지배주주순이익률	(8.4)	(13.7)	(19.7)	30.1	1.9	10.3	(28.2)	2.2	(0.3)

자료: SK 증권, Fnguide

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
매출액	2,719.6	3,512.1	3,796.2	2,719.6	4,912.5	4,868.3	0.0%	39.9%	28.2%
YoY %	-11.7%	29.1%	8.1%	-11.7%	80.6%	-0.9%			
영업이익	133.2	195.5	212.3	133.2	128.4	150.8	0.0%	-34.3%	-29.0%
YoY %	-33.7%	46.8%	8.6%	-33.7%	-3.6%	17.4%			
EBITDA	373.7	410.8	427.6	373.7	562.9	581.5	0.0%	37.0%	36.0%
YoY %	-17.0%	9.9%	4.1%	-17.0%	50.6%	3.3%			
순이익	(222.5)	82.9	95.5	(222.5)	147.1	71.4	0.0%	77.5%	-25.3%
YoY %	적지	흑전	15.3%	적지	흑전	-51.5%			

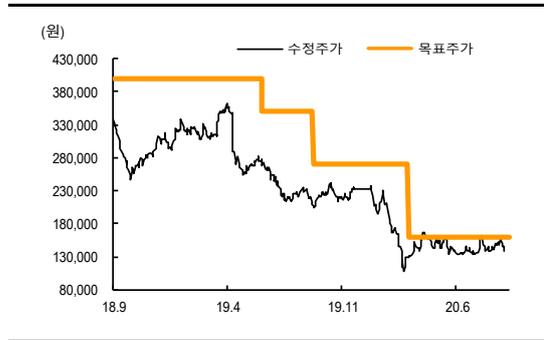
자료: KCC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E
매출액	886.4	903.8	921.5	939.6	1,205.3	1,207.3	1,210.2	1,214.2	36.0%	33.6%	31.3%	29.2%
YoY %	-21.2%	261.9%	8.1%	8.1%	7.2%	383.4%	-3.7%	-2.4%				
QoQ %	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-3.1%	0.2%	0.2%	0.3%				
영업이익	60.0	48.4	35.4	56.6	47.3	17.6	40.0	37.0	-21.2%	-63.6%	13.0%	-34.6%
YoY %	8.9%	551.2%	-2.2%	11.2%	-14.2%	136.8%	94.3%	-13.8%				
QoQ %	17.9%	-19.3%	-26.9%	59.9%	10.2%	-62.8%	127.3%	-7.5%				
EBITDA	113.8	102.2	89.2	110.4	155.0	125.3	147.7	144.7	36.2%	22.6%	65.5%	31.0%
YoY %	-3.4%	66.9%	-0.9%	5.4%	31.6%	104.5%	11.8%	-3.9%				
QoQ %	8.7%	-10.2%	-12.7%	23.8%	2.9%	-19.2%	17.9%	-2.0%				
순이익	30.2	19.9	9.7	26.7	22.5	(2.1)	17.3	16.9	-25.6%	적자변경	78.1%	-36.8%
YoY %	흑전	흑전	-6.5%	19.4%	흑전	적지	흑전	-95.5%				
QoQ %	35.2%	-34.2%	-51.1%	174.3%	-94.0%	적전	흑전	-2.7%				

자료: KCC, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	160,000원	6개월		
2020.03.30	매수	160,000원	6개월	-9.83%	4.06%
2019.10.07	매수	270,000원	6개월	-23.01%	-10.00%
2019.07.02	매수	350,000원	6개월	-32.75%	-20.57%
2019.04.01	매수	400,000원	6개월	-25.22%	-9.63%
2018.10.01	매수	400,000원	6개월	-25.17%	-15.63%



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 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 (2020 년 9 월 28 일 기준)

매수	85.29%	중립	14.71%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,646	3,230	3,507	3,633	3,787
현금및현금성자산	337	214	974	1,069	1,170
매출채권및기타채권	865	646	973	988	1,014
재고자산	593	481	1,020	1,035	1,062
비유동자산	6,320	6,152	8,896	8,806	8,723
장기금융자산	2,701	2,631	2,562	2,562	2,562
유형자산	2,730	2,321	3,937	3,847	3,765
무형자산	31	28	1,306	1,306	1,306
자산총계	8,965	9,382	12,403	12,438	12,510
유동부채	1,422	3,188	3,368	3,378	3,394
단기금융부채	666	1,502	2,518	2,518	2,518
매입채무 및 기타채무	527	1,346	644	653	670
단기충당부채	0	0	7	7	7
비유동부채	1,802	1,741	4,060	4,060	4,060
장기금융부채	1,387	1,334	3,015	3,015	3,015
장기매입채무 및 기타채무	0	0	81	81	81
장기충당부채	12	5	58	58	58
부채총계	3,224	4,929	7,429	7,438	7,455
지배주주지분	5,730	4,452	4,552	4,577	4,632
자본금	56	56	48	48	48
자본잉여금	468	468	507	507	507
기타자본구성요소	(123)	(1,069)	(1,030)	(1,030)	(1,030)
자기주식	(123)	(123)	(105)	(105)	(105)
이익잉여금	5,445	5,132	5,183	5,209	5,264
비지배주주지분	11	1	423	423	423
자본총계	5,741	4,453	4,974	5,000	5,055
부채외자본총계	8,965	9,382	12,403	12,438	12,510

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	550	290	574	714	726
당기순이익(손실)	(23)	(222)	99	71	100
비현금성항목등	592	681	581	665	665
유형자산감가상각비	249	240	434	431	431
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(342)	(440)	(146)	(234)	(234)
운전자본감소(증가)	27	24	(132)	(22)	(39)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	181	240	(322)	(14)	(24)
재고자산감소(증가)	(43)	111	(539)	(15)	(27)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(38)	(50)	243	7	12
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	11	32	128	171	171
투자활동현금흐름	(61)	(732)	20	(341)	(348)
금융자산감소(증가)	19	188	162	0	0
유형자산감소(증가)	(233)	(327)	(304)	(341)	(348)
무형자산감소(증가)	(2)	(22)	(1)	0	0
기타	154	(572)	164	0	0
재무활동현금흐름	(524)	567	31	(45)	(45)
단기금융부채증가(감소)	(993)	535	239	0	0
장기금융부채증가(감소)	614	193	218	0	0
자본의증가(감소)	3	36	(2)	0	0
배당금의 지급	89	94	90	45	45
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(43)	(123)	509	95	101
기초현금	380	337	465	974	1,069
기말현금	337	214	974	1,069	1,170
FCF	37	306	237	185	169

자료 : KCC, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	3,081	2,720	4,913	4,868	4,974
매출원가	2,368	2,081	3,903	3,848	3,924
매출총이익	713	639	1,010	1,020	1,050
매출총이익률 (%)	23.1	23.5	20.5	21.0	21.1
판매비와관리비	512	506	881	870	888
영업이익	201	133	128	151	162
영업이익률 (%)	6.5	4.9	2.6	3.1	3.2
비영업손익	(268)	(329)	(28)	(58)	(30)
순금융비용	266	125	377	295	322
외환관련손익	5	32	3	0	0
관계기업투자등 관련손익	8	(340)	133	12	12
세전계속사업이익	(67)	(196)	101	93	131
세전계속사업이익률 (%)	(2.2)	(7.2)	2.0	1.9	2.6
계속사업법인세	(3)	30	49	22	31
계속사업이익	(64)	(226)	52	71	100
중단사업이익	41	4	47	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(23)	(222)	99	71	100
순이익률 (%)	(0.7)	(8.2)	2.0	1.5	2.0
지배주주	(24)	(223)	147	71	100
지배주주귀속 순이익률(%)	(0.8)	(8.2)	3.0	1.5	2.0
비지배주주	0	1	(49)	0	0
총포괄이익	(35)	(242)	62	71	100
지배주주	(35)	(244)	126	71	100
비지배주주	1	1	(64)	0	0
EBITDA	450	374	563	581	592

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	(20.3)	(11.7)	80.6	(0.9)	2.2
영업이익	(39.1)	(33.7)	(3.6)	17.4	7.1
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	(7.3)	40.8
EBITDA	(18.4)	(17.0)	50.6	3.3	1.8
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	(51.5)	40.8
수익성 (%)					
ROE	(0.4)	(4.4)	3.3	1.6	2.2
ROA	(0.2)	(2.4)	0.9	0.6	0.8
EBITDA마진	14.6	13.7	11.5	11.9	11.9
안정성 (%)					
유동비율	186.0	101.3	104.1	107.5	111.6
부채비율	56.2	110.7	149.3	148.7	147.5
순차입금/자기자본	12.9	32.7	64.5	62.3	59.6
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.1)	0.1	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(2,233)	(21,079)	13,936	6,761	9,518
BPS	575,839	455,213	350,850	353,301	358,510
CFPS	41,687	37,356	50,158	51,726	52,502
주당 현금배당금	9,000	5,500	5,500	5,500	5,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	10.0	20.6	14.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR(최저)					
PCR	6.5	5.5	2.8	2.7	2.7
EV/EBITDA(최고)	8.9	10.5	7.9	7.5	7.2
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	2,913 십억원
주요주주	
SK(외7)	41.58%
국민연금공단	13.24%
외국인지분률	8.70%
배당수익률	1.30%

Stock Data

주가(20/09/25)	77,600 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.39
52주 최고가	97,000 원
52주 최저가	28,050 원
60일 평균 거래대금	43 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-18.1%	-15.0%
6개월	112.9%	59.3%
12개월	94.7%	77.2%

SKC (011790/KS | 매수(유지) | T.P 100,000 원(상향))

계속될 성공적 사업 pfo 전환 효과

3Q OP 655 억원을 추정하며, 이는 컨센서스와 크게 다르지 않은 실적임. PO 강세에 따른 화학사업부의 증익 뿐만 아니라 넥실리스 또한 9월 풀가동에 의해 본격적으로 매출/이익 성장에 기여할 것이기 때문에, 동사의 실적 강세는 비단 3Q 뿐만 아니라 차후에도 지속될 것으로 판단함. 또한 전고체배터리에 따른 음극소재 우려는 너무 이른 시점임. COE의 하향과 2020년 추정치 상향에 근거해 목표주가 상향함

3Q20 영업이익 655 억원(QoQ +24.3% / YoY +57.5%) 추정

9/28 기준 컨센서스 628 억원과 유사한 실적 수준 기대됨. 화학사업부의 증익이 기대됨. 주력제품 PO의 가격이 3Q 내내 상승세를 이어가면서 2Q 평균 1,250/t → 3Q 평균 1,793/t, 9/21 기준으로는 \$2,358/t 을 시현하였음. 실질판매가격과는 소폭의 차이 있었지만 호조였던 것은 확실함. 넥실리스는 지속적인 판매증대와 신규설비 이익기여 시작으로 매출액/영업이익 모두 증익 기대됨. 9월에는 사실상 100% 가동률을 보인 것으로 파악됨. 반도체 소재 역시 증익기조였음. 비록 필름이 큰 변동 없었고, 바이오랜드 매각에 따른 이익소멸이 소폭 있었지만, 전체적 이익강세에 영향을 줄 정도는 아님

전고체배터리에 따른 동박에 대한 우려는 너무 이른 시점

지난 해 이후 공격적인 사업 pfo 변환에 의한 이익강세 기조는, 비단 올 해 뿐만 아니라 내년에도 지속될 수 있을 것으로 판단함. 최근 전고체배터리 시장이 도요타에 의해 열리면서 이에 대한 일부 리스크가 거론되기도 하지만, 코로나 19로 인해 동경올림픽이 취소되면서 도요타의 전고체배터리의 쇼케이스 또한 지연되었고, 설사 시장이 시작된다 하더라도 차후 몇 년 간은 기존 리튬이온배터리 소재의 수요증대 기조는 폭발적으로 이어질 것이기 때문에, 이에 대한 우려는 너무 이른

목표주가 100,000 원 상향 / 투자 의견 매수 유지

배터리 관련업종의 cost of equity 를 8.0% → 5.0%로 일괄 하향함과 동시에, 넥실리스 효과로 2020년 영업이익 추정치 또한 기존대비 +54.0% 상향한 것을 반영하여 목표주가 역시 100,000 원으로 상향함. 배터리 소재 대표업종으로서의 매력은 여전히

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	2,653.5	2,767.8	2,539.8	3,063.4	3,630.7	4,114.3
yoy	%	12.5	4.3	(8.2)	20.6	18.5	13.3
영업이익	십억원	175.7	201.1	155.1	222.0	367.6	434.0
yoy	%	17.7	14.5	(22.9)	43.2	65.6	18.1
EBITDA	십억원	298.1	328.0	298.4	413.6	560.3	626.7
세전이익	십억원	180.7	182.1	73.3	304.0	369.4	448.6
순이익(지배주주)	십억원	110.0	120.6	59.7	155.1	257.7	312.9
영업이익률%	%	6.6	7.3	6.1	7.2	10.1	10.5
EBITDA%	%	11.2	11.9	11.8	13.5	15.4	15.2
순이익률	%	6.8	6.6	2.9	9.9	10.2	10.9
EPS(계속사업)	원	2,931	3,213	1,591	4,131	6,865	8,336
PER	배	16.0	11.1	32.1	18.8	11.3	9.3
PBR	배	1.3	0.9	1.3	3.6	2.7	2.1
EV/EBITDA	배	9.0	4.1	6.4	7.0	5.2	6.3
ROE	%	7.7	8.1	3.9	8.7	12.0	12.9
순차입금	십억원	921	1,115	1,391	2,348	2,395	2,305
부채비율	%	130.1	126.2	130.1	160.2	147.1	132.0

3Q20 preview

(단위 % 십억원)

	3Q19	4Q19	1Q19	2Q19	3Q20(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	668.9	660.1	661.1	652.3	886.4	32.5	35.9	732.0	21.1
영업이익	41.6	30.1	27.4	52.7	65.5	57.5	24.3	62.8	4.3
세전이익	31.6	(7.4)	141.2	49.8	50.5	60.1	1.4	44.7	13.1
지배순이익	21.6	5.7	79.2	(3.0)	35.2	63.1	흑전	25.8	36.4
영업이익률	6.2	4.6	4.2	8.1	7.4	1.2	(0.7)	8.6	(1.2)
세전이익률	4.7	(1.1)	21.4	7.6	5.7	1.0	(1.9)	6.1	(0.4)
지배주주순이익률	3.2	0.9	12.0	(0.5)	4.0	0.7	4.4	3.5	0.4

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E	
ROE(지배주주지분)	12.8%	ROE(지배주주지분)	3.9%	10.4%	12.0%	13.2%	14.6%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.25	0.25	0.25	0.25
Cost of Equity	5.0%	Target ROE	12.8%				
Risk Free Rate	1.5%						
Risk Premium	3.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	3.59						
3Q21E BPS(지배주주지분)	27,238						
Target Price	97,910						

자료: SKC, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E
EPS(지배주주지분)	1,591	6,092	7,953	10,060	13,039
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	7,953				
3Q21E EPS	6,092				
3Q22E EPS	7,953				

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	79,528	83,504	87,481	91,457	95,434	99,410	103,386	107,363	111,339	115,316
TP by 3Q21E EPS	60,924	63,970	67,016	70,062	73,108	76,154	79,201	82,247	85,293	88,339
TP by 3Q22E EPS	79,532	83,509	87,486	91,462	95,439	99,416	103,392	107,369	111,345	115,322

자료: SKC, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
매출액	2,539.8	2,979.7	3,601.1	2,539.8	3,063.4	3,630.7	0.0%	2.8%	0.8%
YoY %	(8.2)	17.3	20.9	(8.2)	20.6	18.5			
영업이익	155.1	144.2	345.0	155.1	222.0	367.6	0.0%	54.0%	6.6%
YoY %	(22.9)	(7.0)	139.2	(22.9)	43.2	65.6			
EBITDA	298.4	291.5	492.3	298.4	413.6	560.3	0.0%	41.9%	13.8%
YoY %	(9.0)	(2.3)	68.9	(9.0)	38.6	35.5			
순이익	59.7	62.2	186.3	59.7	155.1	257.7	0.0%	149.2%	38.3%
YoY %	(50.5)	4.2	199.5	(50.5)	159.7	66.2			

자료: SKC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E
매출액	719.2	689.5	715.2	890.1	886.4	863.6	753.8	874.5	23.3%	25.3%	5.4%	-1.8%
YoY %	7.5	4.4	(13.2)	19.2	32.5	30.8	14.0	34.1				
QoQ %	(3.7)	(4.1)	3.7	24.5	35.9	(2.6)	(12.7)	16.0				
영업이익	40.9	38.8	61.4	88.2	65.5	76.4	67.4	90.8	60.0%	97.0%	9.8%	2.9%
YoY %	(1.5)	28.9	122.8	138.9	57.5	153.9	145.6	72.3				
QoQ %	10.8	(5.3)	58.3	43.7	24.3	16.6	(11.8)	34.7				
EBITDA	77.8	75.6	98.2	125.0	113.7	124.6	115.6	139.0	46.2%	64.7%	17.7%	11.1%
YoY %	0.2	13.0	52.5	69.5	46.5	86.2	55.2	37.8				
QoQ %	5.4	(2.8)	29.9	27.3	12.7	9.6	(7.2)	20.2				
순이익	19.6	18.7	33.2	47.5	35.2	43.5	50.4	64.5	79.9%	133.2%	51.9%	35.7%
YoY %	(9.4)	227.2	312.0	198.7	63.1	663.1	(36.4)	흑전				
QoQ %	23.1	(4.7)	77.8	43.2	흑전	23.6	15.8	27.9				

자료: SKC, SK 증권

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	100,000원	6개월		
2020.03.30	매수	53,000원	6개월	24.81%	83.02%
2019.10.07	매수	45,000원	6개월	-4.33%	30.89%
2019.07.02	매수	45,000원	6개월	-14.14%	4.22%
2019.04.01	매수	45,000원	6개월	-22.73%	-12.00%
2018.10.01	매수	50,000원	6개월	-25.74%	-15.70%



Compliance Notice

- 작성자(손자우)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 9월 28 현재 SKC 와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 9월 28일 기준)

매수	85.29%	중립	14.71%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	910	993	1,529	1,753	1,960
현금및현금성자산	160	80	236	190	280
매출채권및기타채권	344	379	571	692	745
재고자산	353	386	604	732	787
비유동자산	2,923	2,980	4,371	4,469	4,606
장기금융자산	6	7	4	4	4
유형자산	1,979	2,116	2,399	2,497	2,634
무형자산	233	255	1,393	1,393	1,393
자산총계	3,833	3,973	5,900	6,222	6,565
유동부채	1,082	1,043	1,680	1,751	1,782
단기금융부채	615	681	1,042	1,042	1,042
매입채무 및 기타채무	388	297	336	407	438
단기충당부채	1	9	9	9	9
비유동부채	1,057	1,203	1,953	1,953	1,953
장기금융부채	843	1,007	1,681	1,681	1,681
장기매입채무 및 기타채무	3	2	1	1	1
장기충당부채	4	4	0	0	0
부채총계	2,138	2,247	3,633	3,704	3,735
지배주주지분	1,533	1,559	2,025	2,276	2,588
자본금	188	188	188	188	188
자본잉여금	140	141	457	457	457
기타자본구성요소	(108)	(108)	(62)	(62)	(62)
자기주식	(62)	(62)	(62)	(62)	(62)
이익잉여금	1,325	1,350	1,442	1,693	2,006
비지배주주지분	162	167	242	242	242
자본총계	1,695	1,726	2,267	2,518	2,830
부채외자본총계	3,833	3,973	5,900	6,222	6,565

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	232	41	17	320	496
당기순이익(손실)	141	67	181	286	348
비현금성항목등	201	252	175	235	235
유형자산감가상각비	127	143	192	193	193
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(74)	(108)	16	(43)	(43)
운전자본감소(증가)	(31)	(212)	(305)	(202)	(87)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	24	(35)	(180)	(120)	(52)
재고자산감소(증가)	(54)	(32)	(218)	(128)	(55)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(7)	(39)	(10)	46	20
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	41	6	70	19	19
투자활동현금흐름	(213)	(273)	(1,141)	(290)	(329)
금융자산감소(증가)	(1)	(7)	(12)	0	0
유형자산감소(증가)	(181)	(254)	(281)	(290)	(329)
무형자산감소(증가)	(19)	(26)	(9)	0	0
기타	(12)	14	(839)	0	0
재무활동현금흐름	(35)	150	1,306	(35)	(35)
단기금융부채증가(감소)	(499)	(184)	71	0	0
장기금융부채증가(감소)	499	374	765	0	0
자본의증가(감소)	3	0	0	0	0
배당금의 지급	35	39	75	35	35
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(16)	(80)	156	(46)	90
기초현금	176	160	80	236	190
기말현금	160	80	236	190	280
FCF	(58)	(195)	(103)	(12)	114

자료 : SKC, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,768	2,540	3,063	3,631	4,114
매출원가	2,289	2,097	2,456	2,804	3,160
매출총이익	479	443	607	827	954
매출총이익률 (%)	17.3	17.4	19.8	22.8	23.2
판매비와관리비	278	288	385	459	520
영업이익	201	155	222	368	434
영업이익률 (%)	7.3	6.1	7.2	10.1	10.5
비영업손익	(19)	(82)	82	2	15
순금융비용	4	9	58	71	79
외환관련손익	(1)	2	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	63	(1)	(8)	39	44
세전계속사업이익	182	73	304	369	449
세전계속사업이익률 (%)	6.6	2.9	9.9	10.2	10.9
계속사업법인세	41	6	85	83	101
계속사업이익	141	67	219	286	348
중단사업이익	0	0	(37)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	141	67	181	286	348
순이익률 (%)	5.1	2.7	5.9	7.9	8.4
지배주주	121	60	155	258	313
지배주주귀속 순이익률(%)	4.4	2.4	5.1	7.1	7.6
비지배주주	20	8	26	29	35
총포괄이익	134	70	192	286	348
지배주주	114	61	165	258	313
비지배주주	20	8	27	29	35
EBITDA	328	298	414	560	627

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	4.3	(8.2)	20.6	18.5	13.3
영업이익	14.5	(22.9)	43.2	65.6	18.1
세전계속사업이익	0.8	(59.7)	314.5	21.5	21.4
EBITDA	10.0	(9.0)	38.6	35.5	11.9
EPS(계속사업)	9.6	(50.5)	159.7	66.2	21.4
수익성 (%)					
ROE	8.1	3.9	8.7	12.0	12.9
ROA	3.8	1.7	3.7	4.7	5.4
EBITDA마진	11.9	11.8	13.5	15.4	15.2
안정성 (%)					
유동비율	84.2	95.2	91.0	100.1	110.0
부채비율	126.2	130.1	160.2	147.1	132.0
순차입금/자기자본	65.8	80.6	103.6	95.1	81.4
EBITDA/이자비용(배)	0.2	(0.1)	0.3	0.3	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,213	1,591	4,131	6,865	8,336
BPS	37,983	37,899	21,757	28,442	36,760
CFPS	7,530	7,615	9,745	12,723	14,094
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	11.1	32.1	18.8	11.3	9.3
PER(최저)					
PBR(최고)	0.9	1.3	3.6	2.7	2.1
PBR(최저)					
PCR	4.8	6.7	8.0	6.1	5.5
EV/EBITDA(최고)	4.1	6.4	7.0	5.2	6.3
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sksec.co.kr

02-3773-8827

Company Data

자본금	469 십억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	12,991 십억원
주요주주	
SK(와1)	33.41%
국민연금공단	10.82%
외국인지분률	23.80%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(20/09/25)	140,500 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.77
52주 최고가	187,000 원
52주 최저가	57,300 원
60일 평균 거래대금	185 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-14.1%	-10.7%
6개월	56.1%	16.8%
12개월	-16.4%	-23.9%

SK 이노베이션 (096770/KS | 매수(유지) | T.P 160,000 원(상향))

정유 업황 약세

3Q OP 151 억원을 추정하며, 컨센서스 대비로는 하회하겠지만 흑자전환 가능성은 있음. 여전히 정제마진은 약세였고 특히 9 월이 가장 안 좋았기에 컨센서스 미진 가능성 높음. PX 또한 상대적으로 약세였음. 최근 시장의 배터리 프리미엄이 동사에게 부여되는 것은 당연함. 다만 여전히 적자기조와 증설효과까지의 시간, 전고체배터리에 대한 부담은 있음. CEO 하향 조정 반영하여 목표주가 역시 상향 조정함

3Q20 영업이익 151 억원(QoQ 흑전 / YoY -95.5%) 추정

9/28 기준 컨센서스 1,831 억원에는 미치지 못하는 실적 수준 추정하지만, 흑자전환 가능성은 있는 것으로 판단함. 7 월까지는 유가상승에 따른 lagging 이익 상승 효과가 있었지만, 이후 유가약세 전환으로 인해 정유사업부는 여전히 부진할 것으로 판단함. (환율반영 1M lagging 복합정제마진 2Q 평균 5.1 천원/bbl → 3Q 평균 2.7 천원/bbl) 특히 9 월 시황이 가장 안 좋을 것으로 판단하기에 실적은 컨센서스에 미치지 못할 가능성이 높음. 화학사업부의 PX 또한 화학시황 호조에도 불구하고 소폭상승(2Q 평균 \$479/t → 3Q 평균 \$530/t)에 그쳤음

탈석유시대, 그리고 배터리 프리미엄

4차 산업혁명으로 인해 에너지의 패러다임이 1 차 에너지원(탄화수소)에서 2 차 에너지원(전기)으로 빠르게 전환되고 있고, 이로 인해 탈석유시대 기조 또한 기존처럼 지속될 수밖에 없음. 물론 동사는 배터리 사업부에 대한 공격적인 투자를 지속하고 있지만, 본업에 대한 부담은 여전히 더 큰 요소임. 또한 배터리 사업부도 프리미엄 부여는 현재 시장 기조에서 당연하지만, 경쟁업체와 달리 흑자전환과 증설효과를 누리기에는 시간이 필요하고, 전고체배터리 시장의 시작에 따른 분리막 소재에 대한 부담감 또한 있기 때문에 최근과 같은 멀티플 프리미엄 약세 전환 국면에서는 부담이 더 커질 수밖에 없음

목표주가 160,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

배터리 관련업종의 cost of equity 를 8.0% → 5.0%한 것을 반영하여 목표주가 또한 기존 대비 상향조정함. 단 2021 년 영업이익 추정치는 기존대비 -19.0% 하향 조정함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	46,162.7	54,216.5	49,876.5	33,226.3	31,173.6	33,338.1
yoy	%	16.8	17.4	(8.0)	(33.4)	(6.2)	6.9
영업이익	십억원	3,221.8	2,103.2	1,269.3	(1,965.6)	1,059.8	1,151.4
yoy	%	(0.2)	(34.7)	(39.6)	적전	흑전	8.6
EBITDA	십억원	4,121.8	3,029.8	2,477.6	(725.8)	2,309.0	2,400.6
세전이익	십억원	3,223.7	2,387.5	376.5	(2,641.7)	1,015.1	1,154.6
순이익(지배주주)	십억원	2,103.8	1,651.1	(35.7)	(1,998.2)	786.7	894.8
영업이익률%	%	7.0	3.9	2.5	(5.9)	3.4	3.5
EBITDA%	%	8.9	5.6	5.0	(2.2)	7.4	7.2
순이익률	%	7.0	4.4	0.8	(8.0)	3.3	3.5
EPS(계속사업)	원	22,643	17,748	(428)	(21,610)	8,508	9,677
PER	배	9.0	10.1	N/A	N/A	16.5	14.5
PBR	배	1.1	1.0	0.8	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	4.7	5.5	5.7	(18.0)	5.7	5.4
ROE	%	12.0	9.1	(0.2)	(12.5)	5.4	5.9
순차입금	십억원	193	2,486	7,033	10,197	11,176	11,568
부채비율	%	77.4	87.0	117.1	155.7	154.4	148.0

3Q20 preview

(단위 % 십억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	12,524.7	11,551.8	11,163.0	7,199.6	7,436.9	(40.6)	3.3	9,497.7	(21.7)
영업이익	336.4	110.5	(1,775.2)	(439.7)	15.1	(95.5)	흑전	183.1	(91.8)
세전이익	287.0	(436.6)	(2,047.2)	(480.4)	(158.1)	적전	적지	212.5	N/A
지배순이익	173.3	(530.7)	(1,558.0)	(351.8)	(122.5)	적전	적지	112.0	N/A
영업이익률	2.7	1.0	(15.9)	(6.1)	0.2	(2.5)	6.3	1.9	(1.7)
세전이익률	2.3	(3.8)	(18.3)	(6.7)	(2.1)	(4.4)	4.5	2.2	(4.4)
지배주주순이익률	1.4	(4.6)	(14.0)	(4.9)	(1.6)	(3.0)	3.2	1.2	(2.8)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E	
ROE(지배주주지분)	5.3%	ROE(지배주주지분)	-0.2%	4.7%	5.0%	7.0%	4.7%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	5.0%	Target ROE	5.3%				
Risk Free Rate	1.5%						
Risk Premium	3.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.10						
3Q21E BPS(지배주주지분)	146,505						
Target Price	161,725						

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E
EPS(지배주주지분)	(428)	7,558	8,387	12,419	8,537
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	8,794				
3Q21E EPS	7,558				
3Q22E EPS	8,387				

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	87,941	92,338	96,735	101,132	105,529	109,926	114,324	118,721	123,118	127,515
TP by 3Q21E EPS	75,585	79,364	83,143	86,922	90,702	94,481	98,260	102,039	105,819	109,598
TP by 3Q22E EPS	83,867	88,061	92,254	96,447	100,641	104,834	109,027	113,221	117,414	121,607

자료: SK 이노베이션, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
매출액	49,876.5	28,495.9	29,194.9	49,876.5	33,226.3	31,173.6	0.0%	16.6%	6.8%
YoY %	-8.0%	-42.9%	2.5%	-8.0%	-33.4%	-6.2%			
영업이익	1,269.3	(539.1)	1,308.2	1,269.3	(1,965.6)	1,059.8	0.0%	적자유지	-19.0%
YoY %	-39.6%	적전	흑전	-39.6%	적전	흑전			
EBITDA	2,477.6	834.2	2,681.4	2,477.6	(725.8)	2,309.0	0.0%	적자변경	-13.9%
YoY %	-18.2%	-66.3%	221.5%	-18.2%	적전	흑전			
순이익	(35.7)	(205.2)	958.8	(35.7)	(1,998.2)	786.7	0.0%	적자유지	-17.9%
YoY %	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전			

자료: SK 이노베이션 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E
매출액	5,956.7	5,974.0	6,241.9	6,860.4	7,436.9	7,426.8	6,887.3	7,495.7	24.8%	24.3%	10.3%	9.3%
YoY %	-52.4%	-48.3%	-40.5%	12.9%	-40.6%	-35.7%	-38.3%	4.1%				
QoQ %	-1.9%	0.3%	4.5%	9.9%	3.3%	-0.1%	-7.3%	8.8%				
영업이익	127.9	175.8	189.3	290.4	15.1	234.2	38.0	311.9	-88.2%	33.2%	-79.9%	7.4%
YoY %	-62.0%	59.0%	흑전	44.8%	-95.5%	111.9%	흑전	흑전				
QoQ %	-36.2%	37.4%	7.7%	53.4%	흑전	1451.0%	-83.8%	720.8%				
EBITDA	471.2	519.1	532.6	633.7	327.4	546.5	350.3	624.2	-30.5%	5.3%	-34.2%	-1.5%
YoY %	-22.9%	14.4%	흑전	16.5%	-46.4%	20.4%	흑전	흑전				
QoQ %	-13.4%	10.2%	2.6%	19.0%	흑전	66.9%	-35.9%	78.2%				
순이익	229.5	263.0	165.6	228.7	(122.5)	34.1	61.2	257.1	적자변경	-87.0%	-63.1%	12.4%
YoY %	32.5%	흑전	흑전	-12.6%	적전	흑전	흑전	흑전				
QoQ %	-12.3%	14.6%	-37.0%	38.1%	적지	흑전	79.2%	320.3%				

자료: SK 이노베이션 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	160,000원	6개월		
2020.03.30	매수	110,000원	6개월	15.86%	70.00%
2019.10.07	매수	190,000원	6개월	-22.43%	-6.84%
2019.07.02	매수	190,000원	6개월	-12.51%	-6.84%
2019.04.01	매수	220,000원	6개월	-21.44%	-12.05%
2018.10.01	매수	240,000원	6개월	-19.66%	-6.04%



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 9월 28 현재 SK 이노베이션(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 9월 28일 기준)

매수	85.19%	중립	14.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	16,635	17,353	14,424	14,658	14,166
현금및현금성자산	1,826	2,196	3,248	2,270	1,877
매출채권및기타채권	5,098	4,888	3,557	4,106	4,061
재고자산	6,152	6,495	3,992	4,560	4,513
비유동자산	19,219	22,173	24,285	25,218	26,303
장기금융자산	545	820	558	558	558
유형자산	13,685	15,462	17,300	18,232	19,317
무형자산	2,007	1,119	1,454	1,454	1,454
자산총계	35,853	39,526	38,709	39,877	40,469
유동부채	8,867	10,456	11,757	12,389	12,337
단기금융부채	1,423	2,525	4,911	4,911	4,911
매입채무 및 기타채무	5,053	5,458	4,437	5,069	5,017
단기충당부채	0	0	15	15	15
비유동부채	7,812	10,860	11,811	11,811	11,811
장기금융부채	6,647	9,782	11,373	11,373	11,373
장기매입채무 및 기타채무	13	6	42	42	42
장기충당부채	131	144	142	142	142
부채총계	16,679	21,316	23,568	24,200	24,148
지배주주지분	18,123	17,468	14,402	14,938	15,582
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,766	5,768	5,768	5,768
기타자본구성요소	(1,137)	(1,136)	(1,634)	(1,634)	(1,634)
자기주식	(1,138)	(1,138)	(1,634)	(1,634)	(1,634)
이익잉여금	12,929	12,175	9,800	10,336	10,980
비지배주주지분	1,052	742	739	739	739
자본총계	19,174	18,210	15,141	15,677	16,321
부채외자본총계	35,853	39,526	38,709	39,877	40,469

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,699	1,826	1,569	1,562	2,258
당기순이익(손실)	1,699	66	(1,986)	787	895
비현금성항목등	1,997	1,955	882	1,318	1,318
유형자산감가상각비	927	1,208	1,240	1,249	1,249
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,071)	(747)	358	(69)	(69)
운전자본감소(증가)	(1,158)	535	2,942	(543)	45
매출채권및기타채권의 감소(증가)	405	281	1,594	(402)	33
재고자산감소(증가)	(172)	(343)	2,504	(568)	47
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(677)	340	(1,927)	427	(35)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	706	311	0	0	0
투자활동현금흐름	(2,469)	(3,167)	(3,354)	(2,182)	(2,334)
금융자산감소(증가)	(526)	12	193	0	0
유형자산감소(증가)	(1,234)	(2,497)	(2,878)	(2,182)	(2,334)
무형자산감소(증가)	(209)	(167)	(40)	0	0
기타	(500)	(514)	(629)	0	0
재무활동현금흐름	604	1,686	2,815	(251)	(251)
단기금융부채증가(감소)	(90)	977	2,404	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,507	1,915	1,299	0	0
자본의증가(감소)	(965)	80	(496)	0	0
배당금의 지급	812	1,004	387	251	251
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(152)	370	1,052	(978)	(393)
기초현금	1,978	1,826	2,196	3,248	2,270
기말현금	1,826	2,196	3,248	2,270	1,877
FCF	(37)	(1,731)	(458)	(693)	(144)

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	54,217	49,877	33,226	31,174	33,338
매출원가	50,251	46,746	33,131	27,927	29,848
매출총이익	3,965	3,131	95	3,246	3,490
매출총이익률 (%)	7.3	6.3	0.3	10.4	10.5
판매비와관리비	1,862	1,862	2,061	2,187	2,338
영업이익	2,103	1,269	(1,966)	1,060	1,151
영업이익률 (%)	3.9	2.5	(5.9)	3.4	3.5
비영업손익	284	(893)	(676)	(45)	3
순금융비용	2,238	1,668	2,361	1,396	1,439
외환관련손익	(101)	(105)	(117)	0	0
관계기업투자등 관련손익	155	54	(53)	115	120
세전계속사업이익	2,387	376	(2,642)	1,015	1,155
세전계속사업이익률 (%)	4.4	0.8	(8.0)	3.3	3.5
계속사업법인세	701	311	(655)	228	260
계속사업이익	1,686	66	(1,986)	787	895
중단사업이익	13	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,699	66	(1,986)	787	895
순이익률 (%)	3.1	0.1	(6.0)	2.5	2.7
지배주주	1,651	(36)	(1,998)	787	895
지배주주귀속 순이익률(%)	3.0	(0.1)	(6.0)	2.5	2.7
비지배주주	48	102	12	0	0
총포괄이익	1,806	151	(1,826)	787	895
지배주주	1,758	50	(1,843)	787	895
비지배주주	48	100	17	0	0
EBITDA	3,030	2,478	(726)	2,309	2,401

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	17.4	(8.0)	(33.4)	(6.2)	6.9
영업이익	(34.7)	(39.6)	적전	흑전	8.6
세전계속사업이익	(25.9)	(84.2)	적전	흑전	13.7
EBITDA	(26.5)	(18.2)	적전	흑전	4.0
EPS(계속사업)	(21.6)	적전	적지	흑전	13.7
수익성 (%)					
ROE	9.1	(0.2)	(12.5)	5.4	5.9
ROA	4.8	0.2	(5.1)	2.0	2.2
EBITDA마진	5.6	5.0	(2.2)	7.4	7.2
안정성 (%)					
유동비율	187.6	166.0	122.7	118.3	114.8
부채비율	87.0	117.1	155.7	154.4	148.0
순차입금/자기자본	13.0	38.6	67.3	71.3	70.9
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.0)	적전	흑전	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	17,748	(428)	(21,610)	8,508	9,677
BPS	181,808	183,397	139,412	145,130	152,002
CFPS	25,736	15,260	(2,449)	22,095	22,852
주당 현금배당금	8,030	3,000	3,000	3,000	3,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.1	N/A	N/A	16.5	14.5
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.8	1.0	1.0	0.9
PBR(최저)					
PCR	7.0	9.8	N/A	6.4	6.1
EV/EBITDA(최고)	5.5	5.7	N/A	5.7	5.4
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	5,731 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company BV(외11)	63.45%
국민연금공단	6.07%
외국인지분률	73.50%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(20/09/25)	50,900 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.12
52주 최고가	106,000 원
52주 최저가	48,500 원
60일 평균 거래대금	24 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-14.7%	-11.4%
6개월	-12.5%	-34.6%
12개월	-50.1%	-54.6%

S-Oil (010950/KS | 매수(유지) | T.P 65,000 원(하향))

아직 끝나지 않은 실적약세 구간

3Q OP 911 억원을 추정하며, 컨센서스 대비로는 하회하겠지만 흑자전환 가능성은 있음. 여전히 정제마진은 약세였고 특히 9 월이 가장 안 좋았기에 컨센서스 미진 가능성 높음. PX 또한 상대적으로 약세였음. 탈석유시대와 공급증대라는 중장기적인 부담, 코로나 19 의 수요약세가 맞물려 단기간 실적회복 쉽지 않음. 주가가 많이 하락한 상황이지만, 상대적인 모멘텀은 순수화학보다도 부족한 것으로 판단함

3Q20 영업이익 911 억원(QoQ 흑전 / YoY -60.5%) 추정

9/28 기준 컨센서스 2,260 억원에는 미치지 못하는 실적 수준 추정하지만, 흑자전환 가능성은 있는 것으로 판단함. 7 월까지는 유가상승에 따른 lagging 이익 상승 효과가 있었지만, 이후 유가약세 전환으로 인해 정유사업부는 여전히 부진할 것으로 판단함. (환율반영 1M lagging 복합정제마진 2Q 평균 5.1 천원/bbl → 3Q 평균 2.7 천원/bbl) 특히 9 월 시황이 가장 안 좋을 것으로 판단하기에 실적은 컨센서스에 미치지 못할 가능성이 높음. 화학사업부의 PX 또한 화학시황 호조에도 불구하고 소폭상승(2Q 평균 \$479/t → 3Q 평균 \$530/t)에 그쳤음

탈석유시대, 그리고 배터리 프리미엄

4차 산업혁명으로 인해 에너지의 패러다임이 1차 에너지원(탄화수소)에서 2차 에너지원(전기)으로 빠르게 전환되고 있고, 이로 인해 탈석유시대 기조 또한 기존처럼 지속될 수밖에 없음. 또한 정유 생산능력이 전 세계적으로 증대기조에 놓여 있고, 코로나 19 에 따른 수요약세도 여전히 정제마진은 당분간 약세 유지가 불가피할 것으로 판단함

목표주가 65,000 원 하향 / 투자이견 매수 유지

에너지/화학 관련업종의 cost of equity 를 8.0% → 6.0%로 하향했음에도 불구하고, 지속적인 실적 약세와 2021 년 영업이익 추정치 -12.7% 하향 조정을 반영해 목표주가 또한 소폭 하향 조정함. 많이 하락한 주가지만 상승모멘텀은 순수화학대비 부족한 상황임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	20,891.4	25,463.3	24,394.2	17,342.3	17,672.4	18,643.6
yoy	%	28.0	21.9	(4.2)	(28.9)	1.9	5.5
영업이익	십억원	1,373.3	639.5	420.1	(926.3)	622.2	594.5
yoy	%	(15.1)	(53.4)	(34.3)	적전	흑전	(4.5)
EBITDA	십억원	1,667.4	994.8	1,032.5	(359.4)	1,184.6	1,156.9
세전이익	십억원	1,644.9	331.8	110.4	(1,175.1)	592.9	549.9
순이익(지배주주)	십억원	1,246.5	258.0	65.4	(801.6)	453.5	420.7
영업이익률%	%	6.6	2.5	1.7	(5.3)	3.5	3.2
EBITDA%	%	8.0	3.9	4.2	(2.1)	6.7	6.2
순이익률%	%	6.0	1.0	0.3	(4.6)	2.6	2.3
EPS(계속사업)	원	10,870	2,266	573	(7,128)	4,021	3,729
PER	배	10.8	43.1	166.2	N/A	12.7	13.6
PBR	배	2.0	1.7	1.7	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	9.7	11.3	10.6	N/A	4.9	6.2
ROE	%	18.8	3.9	1.0	(13.2)	7.7	6.7
순차입금	십억원	2,658	5,262	5,714	5,549	0	0
부채비율	%	120.5	146.6	151.4	206.8	0.0	0.0

3Q20 preview

(단위 % 십억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	6,234.5	6,476.2	5,198.4	3,451.8	4,501.2	(27.8)	30.4	4,328.5	4.0
영업이익	230.7	9.5	(1,007.3)	(164.3)	91.1	(60.5)	흑전	226.0	(59.7)
세전이익	74.1	74.8	(1,209.3)	(156.5)	52.5	(29.1)	흑전	194.4	(73.0)
지배순이익	51.6	47.7	(880.6)	(66.9)	40.2	(22.1)	흑전	137.9	(70.9)
영업이익률	3.7	0.1	(19.4)	(4.8)	2.0	(1.7)	6.8	5.2	(3.2)
세전이익률	1.2	1.2	(23.3)	(4.5)	1.2	(0.0)	5.7	4.5	(3.3)
지배주주순이익률	0.8	0.7	(16.9)	(1.9)	0.9	0.1	2.8	3.2	(2.3)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E
ROE(지배주주지분)	7.3%	1.0%	7.8%	6.1%	7.4%	6.2%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	6.0%	Target ROE	7.3%			
Risk Free Rate	1.5%					
Risk Premium	4.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.33					
3Q21E BPS(지배주주지분)	49,427					
Target Price	65,730					

자료: S-Oil, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E
EPS(지배주주지분)	573	4,083	3,377	4,428	3,974
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	4,000				
3Q21E EPS	4,083				
3Q22E EPS	3,377				

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	48,002	50,003	52,003	54,003	56,003	58,003	60,003	62,003	64,003	66,003
TP by 3Q21E EPS	49,001	51,043	53,084	55,126	57,168	59,210	61,251	63,293	65,335	67,376
TP by 3Q22E EPS	40,524	42,213	43,901	45,590	47,278	48,967	50,655	52,344	54,032	55,721

자료: S-Oil, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
매출액	24,394.2	13,680.0	13,948.5	24,394.2	17,342.3	17,672.4	0.0%	26.8%	26.7%
YoY %	-4.2%	-43.9%	2.0%	-4.2%	-28.9%	1.9%			
영업이익	420.1	(127.6)	712.7	420.1	(926.3)	622.2	0.0%	적자유지	-12.7%
YoY %	-34.3%	적전	흑전	-34.3%	적전	흑전			
EBITDA	1,032.5	466.8	1,307.1	1,032.5	(359.4)	1,184.6	0.0%	적자변경	-9.4%
YoY %	3.8%	-54.8%	180.0%	3.8%	적전	흑전			
순이익	65.4	(106.9)	538.9	65.4	(801.6)	453.5	0.0%	적자유지	-15.8%
YoY %	-74.6%	적전	흑전	-74.6%	적전	흑전			

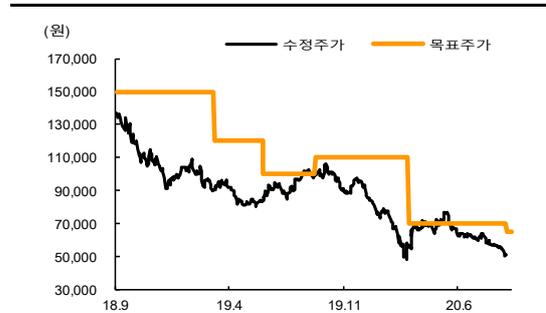
자료: S-Oil, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E
매출액	2,831.2	2,854.4	2,980.3	3,302.2	4,501.2	4,190.9	3,888.7	4,280.5	59.0%	46.8%	30.5%	29.6%
YoY %	-54.6%	-55.9%	-43.4%	21.0%	-27.8%	-35.3%	-25.2%	24.0%				
QoQ %	3.7%	0.8%	4.4%	10.8%	30.4%	-6.9%	-7.2%	10.1%				
영업이익	107.0	142.8	80.6	167.2	91.1	154.2	7.9	189.7	-14.9%	8.0%	-90.2%	13.5%
YoY %	-53.6%	1404.1%	흑전	15.8%	-60.5%	1524.2%	흑전	흑전				
QoQ %	-25.9%	33.4%	-43.6%	107.5%	흑전	69.3%	-94.9%	2301.3%				
EBITDA	255.6	291.4	229.2	315.8	231.7	294.8	148.5	330.3	-9.4%	1.2%	-35.2%	4.6%
YoY %	-32.6%	84.3%	흑전	7.8%	-38.9%	89.0%	흑전	흑전				
QoQ %	-12.8%	14.0%	-21.4%	37.8%	흑전	27.2%	-49.6%	122.4%				
순이익	153.5	233.1	50.1	121.7	40.2	105.8	5.8	139.5	-73.8%	-54.6%	-88.5%	14.7%
YoY %	197.5%	389.1%	흑전	-18.5%	-22.1%	121.9%	흑전	흑전				
QoQ %	2.8%	51.9%	-78.5%	142.6%	흑전	163.1%	-94.5%	2311.3%				

자료: S-Oil, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	65,000원	6개월		
2020.03.30	매수	70,000원	6개월	-8.53%	9.71%
2019.10.07	매수	110,000원	6개월	-23.11%	-3.64%
2019.07.02	매수	100,000원	6개월	-6.39%	3.00%
2019.04.01	매수	120,000원	6개월	-27.41%	-19.50%
2018.10.01	매수	150,000원	6개월	-28.15%	-8.33%



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 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 (2020년 9월 28일 기준)

매수	85.19%	중립	14.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,855	5,629	6,552	7,218	7,449
현금및현금성자산	665	291	1,826	1,885	2,221
매출채권및기타채권	1,819	1,563	1,399	1,596	1,562
재고자산	3,139	3,196	2,228	2,542	2,487
비유동자산	10,101	10,705	10,778	10,856	10,968
장기금융자산	125	98	61	61	61
유형자산	9,741	10,139	10,093	10,170	10,283
무형자산	104	101	98	98	98
자산총계	15,955	16,333	17,330	18,074	18,417
유동부채	5,789	5,749	7,603	7,917	7,863
단기금융부채	2,948	2,902	4,342	4,342	4,342
매입채무 및 기타채무	2,165	2,172	2,231	2,545	2,490
단기충당부채	3	4	18	18	18
비유동부채	3,697	4,088	4,078	4,078	4,078
장기금융부채	3,465	3,799	3,771	3,771	3,771
장기매입채무 및 기타채무	0	0	271	271	271
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	9,486	9,837	11,681	11,995	11,940
지배주주지분	6,469	6,497	5,649	6,079	6,477
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	379	379	379
기타자본구성요소	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	4,823	4,848	4,980	5,410	5,808
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,469	6,497	5,649	6,079	6,477
부채외자본총계	15,955	16,333	17,330	18,074	18,417

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	(288)	679	750	867	1,065
당기순이익(손실)	258	65	(802)	454	421
비현금성항목등	799	640	311	610	610
유형자산감가상각비	355	612	567	562	562
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(443)	(27)	255	(48)	(48)
운전자본감소(증가)	(882)	105	1,275	(196)	34
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(102)	329	(85)	(197)	34
재고자산감소(증가)	(348)	(57)	968	(313)	54
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(296)	218	576	314	(54)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	74	45	0	0	0
투자활동현금흐름	(415)	(1,069)	(662)	(640)	(675)
금융자산감소(증가)	1,668	(225)	(125)	0	0
유형자산감소(증가)	(2,041)	(821)	(543)	(640)	(675)
무형자산감소(증가)	(0)	0	2	0	0
기타	(42)	(23)	5	0	0
재무활동현금흐름	888	16	1,615	(23)	(23)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,506	93	1,684	0	0
자본의증가(감소)	0	6	0	0	0
배당금의 지급	617	29	35	23	23
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	184	(374)	1,535	59	336
기초현금	480	665	291	1,826	1,885
기말현금	665	291	1,826	1,885	2,221
FCF	(1,650)	96	869	105	393

자료 : S-Oil, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	25,463	24,394	17,342	17,672	18,644
매출원가	24,200	23,347	17,605	16,301	17,259
매출총이익	1,263	1,047	(263)	1,372	1,385
매출총이익률 (%)	5.0	4.3	(1.5)	7.8	7.4
판매비와관리비	624	627	664	749	791
영업이익	639	420	(926)	622	595
영업이익률 (%)	2.5	1.7	(5.3)	3.5	3.2
비영업손익	(308)	(310)	(249)	(29)	(45)
순금융비용	54	45	499	765	750
외환관련손익	(131)	(111)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	4	3	1	0	0
세전계속사업이익	332	110	(1,175)	593	550
세전계속사업이익률 (%)	1.3	0.5	(6.8)	3.4	2.9
계속사업법인세	74	45	(374)	139	129
계속사업이익	258	65	(802)	454	421
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	258	65	(802)	454	421
순이익률 (%)	1.0	0.3	(4.6)	2.6	2.3
지배주주	258	65	(802)	454	421
지배주주귀속 순이익률(%)	1.0	0.3	(4.6)	2.6	2.3
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	244	57	(812)	454	421
지배주주	244	57	(812)	454	421
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	995	1,033	(359)	1,185	1,157

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	21.9	(4.2)	(28.9)	1.9	5.5
영업이익	(53.4)	(34.3)	적전	흑전	(4.5)
세전계속사업이익	(79.8)	(66.7)	적전	흑전	(7.2)
EBITDA	(40.3)	3.8	적전	흑전	(2.3)
EPS(계속사업)	(79.2)	(74.7)	적전	흑전	(7.3)
수익성 (%)					
ROE	3.9	1.0	(13.2)	0.0	0.0
ROA	1.7	0.4	(4.8)	0.0	0.0
EBITDA마진	3.9	4.2	(2.1)	0.0	0.0
안정성 (%)					
유동비율	101.1	97.9	86.2	0.0	0.0
부채비율	146.6	151.4	206.8	0.0	0.0
순차입금/자기자본	81.3	88.0	98.2	0.0	0.0
EBITDA/이자비용(배)	(0.3)	0.0	적전	흑전	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,266	573	(7,128)	4,021	3,729
BPS	56,273	56,912	46,391	50,080	53,488
CFPS	7,312	7,388	(421)	8,905	8,723
주당 현금배당금	750	200	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	43.1	166.2	N/A	12.7	13.6
PER(최저)					
PBR(최고)	1.7	1.7	1.1	1.0	1.0
PBR(최저)					
PCR	13.4	12.9	N/A	5.7	5.8
EV/EBITDA(최고)	11.3	10.6	N/A	4.9	6.2
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	474 십억원
발행주식수	9,470 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,839 십억원
주요주주	
허창수(외50)	48.26%
국민연금공단	10.53%
외국인지분률	20.10%
배당수익률	6.20%

Stock Data

주가(20/09/25)	30,550 원
KOSPI	2,278.79 pt
52주 Beta	0.87
52주 최고가	53,200 원
52주 최저가	30,300 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.0%	-4.4%
6개월	-23.4%	-42.7%
12개월	-39.4%	-44.8%

GS (078930/KS | 매수(유지) | T.P 40,000 원(하향))

계속되는 정유사업 실적약세 부담

3Q OP 2,615 억원을 추정하며, 컨센서스 대비로는 하회하겠지만 흑자전환 가능성은 있음. 주력인 GS 칼텍스는 여전히 정제마진 약세였고 특히 9 월이 가장 안 좋았기에 컨센서스 미진 가능성 높음. PX 또한 상대적으로 약세였음. 탈석유시대와 공급증대라는 중장기적인 부담, 코로나 19 의 수요약세가 맞물려 단기간 실적회복 쉽지 않음. 주가가 많이 하락한 상황이지만, 상대적인 모멘텀은 순수화학보다도 부족한 것으로 판단함

3Q20 영업이익 2,615 억원(QoQ +66.3% / YoY -52.6%) 추정

9/28 기준 컨센서스 3,774 억원에는 미치지 못하는 실적 수준 추정함. 여전히 실적 약세는 GS칼텍스의 약세가 가장 큰 원인임. 7 월까지는 유가상승에 따른 lagging 이익 상승 효과가 있었지만, 이후 유가약세 전환으로 인해 정유사업부는 여전히 부진할 것으로 판단함. (환율반영 1M lagging 복합정제마진 2Q 평균 5.1 천원/bbl → 3Q 평균 2.7 천원/bbl) 특히 9 월 시황이 가장 안 좋을 것으로 판단하기에 실적은 컨센서스에 미치지 못할 가능성이 높음. 화학사업부의 PX 또한 화학시황 호조에도 불구하고 소폭상승(2Q 평균 \$479/t → 3Q 평균 \$530/t)에 그쳤음

탈석유시대, 그리고 배터리 프리미엄

4차 산업혁명으로 인해 에너지의 패러다임이 1 차 에너지원(탄화수소)에서 2 차 에너지원(전기)으로 빠르게 전환되고 있고, 이로 인해 탈석유시대 기조 또한 기존처럼 지속될 수밖에 없음. 또한 정유 생산능력이 전 세계적으로 증대기조에 놓여 있고, 코로나 19 에 따른 수요약세도 여전히 정제마진은 당분간 약세 유지가 불가피할 것으로 판단함

목표주가 40,000 원 하향 / 투자이견 매수 유지

에너지/화학 관련업종의 cost of equity 를 8.0% → 6.0%로 하향했음에도 불구하고, 지속적인 실적 약세와 2021 년 영업이익 추정치 -30.6% 하향 조정을 반영해 목표주가 또한 소폭 하향 조정함. 많이 하락한 주가지만 상승모멘텀은 순수화학대비 부족한 상황임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	15,580.1	17,744.4	17,786.1	15,448.5	15,529.7	15,962.6
yoy	%	15.7	13.9	0.2	(13.1)	0.5	2.8
영업이익	십억원	2,040.8	2,209.8	2,033.1	692.8	1,182.6	1,174.7
yoy	%	16.3	8.3	(8.0)	(65.9)	70.7	(0.7)
EBITDA	십억원	2,040.8	2,209.8	2,033.1	692.8	1,182.6	1,174.7
세전이익	십억원	1,874.0	1,939.7	1,773.6	478.8	983.5	955.1
순이익(지배주주)	십억원	986.2	903.2	544.0	(38.8)	686.0	666.2
영업이익률%	%	13.1	12.5	11.4	4.5	7.6	7.4
EBITDA%	%	13.1	12.5	11.4	4.5	7.6	7.4
순이익률	%	6.3	5.1	3.1	(0.3)	4.4	4.2
EPS(계속사업)	원	10,578	9,683	5,854	(418)	7,383	7,170
PER	배	5.9	5.3	8.8	N/A	4.1	4.3
PBR	배	0.9	0.7	0.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	배	6.6	2.2	2.4	4.2	2.4	2.5
ROE	%	13.4	11.1	6.3	(0.4)	7.7	7.1
순차입금	십억원	7,590	6,893	8,358	3,848	4,226	4,669
부채비율	%	127.7	115.0	124.9	125.3	119.8	114.7

3Q20 preview

(단위 % 십억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,523.4	4,335.9	4,196.1	3,665.5	3,822.2	(15.5)	4.3	4,420.9	(13.5)
영업이익	551.1	481.5	9.5	157.3	261.5	(52.6)	66.3	377.4	(30.7)
세전이익	502.9	313.5	(56.6)	101.6	216.9	(56.9)	113.4	425.0	(49.0)
지배순이익	206.7	20.2	(338.2)	(3.2)	151.3	(26.8)	흑전	199.6	(24.2)
영업이익률	12.2	11.1	0.2	4.3	6.8	(5.3)	2.6	8.5	(1.7)
세전이익률	11.1	7.2	(1.3)	2.8	5.7	(5.4)	2.9	9.6	(3.9)
지배주주순이익률	4.6	0.5	(8.1)	(0.1)	4.0	(0.6)	4.0	4.5	(0.6)

자료: SK 증권, Fnguide

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
GS칼텍스	5,697.8	2,704.0	2,124.4	50.0%	2012년 기준
(지분법적용 투자주식)					
비상장사					
GS리테일	721.5	1,371.7		65.8%	BV는 3Q11말 기준임
GS스포츠	11.8	14.7		100.0%	BV는 3Q12말 기준임
GSEPS	265.2	473.6		70.0%	BV는 3Q13말 기준임
상장사					
GS홈쇼핑	180.7		752.7	30.0%	114,700
GS글로벌	102.3		228.7	55.9%	10,150
임대수익	766.5				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	840.1				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	8,585.7				
Non-Operating Value 981.4					
현금 및 현금성자산	273.5				
단기금융자산	707.8				
Debt 1,237.1					
Firm Value 8,330.0					
우선주사총액	40.5				
Equity Value 8,289.5					
기밀발행주식수(보통, 천주)	92,915				
Target Price 89,216					

자료: GS, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

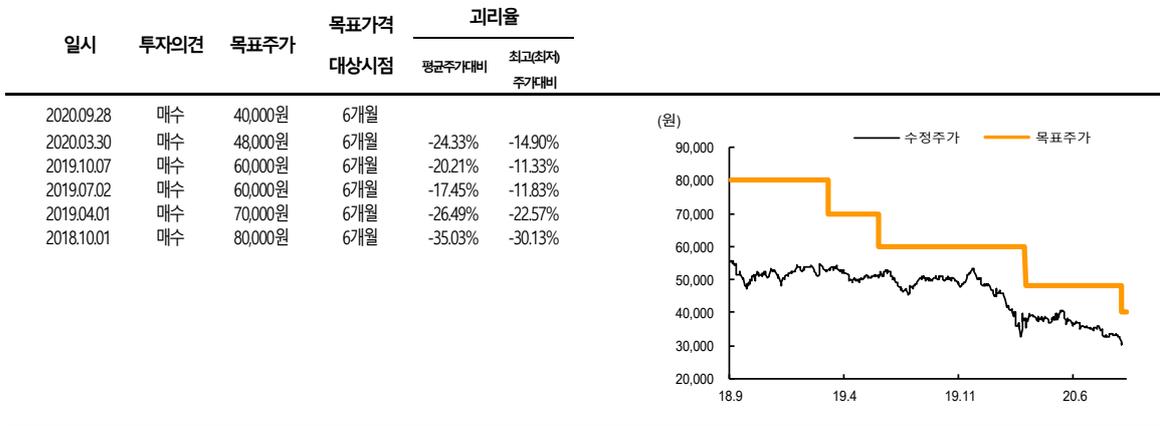
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2019	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
매출액	17,773.9	15,916.4	16,929.5	17,786.1	15,448.5	15,529.7	0.1%	-2.9%	-8.3%
YoY %	0.2%	-10.5%	6.4%	0.2%	-13.1%	0.5%			
영업이익	2,031.7	1,257.0	1,703.1	2,033.1	692.8	1,182.6	0.1%	-44.9%	-30.6%
YoY %	-8.1%	-38.1%	35.5%	-8.0%	-65.9%	70.7%			
EBITDA	2,031.7	1,257.0	1,703.1	2,033.1	692.8	1,182.6	0.1%	-44.9%	-30.6%
YoY %	-8.1%	-38.1%	35.5%	-8.0%	-65.9%	70.7%			
순이익	716.6	503.7	670.6	544.0	(38.8)	686.0	-24.1%	적자변경	2.3%
YoY %	-20.7%	-29.7%	33.1%	-39.8%	적전	흑전			

자료: GS, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E
매출액	4,223.6	4,103.5	3,983.1	4,276.5	3,822.2	3,764.7	3,638.5	3,856.1	-9.5%	-8.3%	-8.7%	-9.8%
YoY %	-6.6%	-5.1%	16.2%	2.7%	-15.5%	-13.2%	-13.3%	5.2%				
QoQ %	1.5%	-2.8%	-2.9%	7.4%	4.3%	-1.5%	-3.4%	6.0%				
영업이익	382.1	353.9	372.7	405.9	261.5	264.6	216.8	315.5	-31.6%	-25.2%	-41.8%	-22.3%
YoY %	-30.7%	-26.3%	217.0%	0.6%	-52.6%	-45.0%	2191.3%	100.6%				
QoQ %	-5.3%	-7.4%	5.3%	8.9%	66.3%	1.2%	-18.1%	45.5%				
EBITDA	382.1	353.9	372.7	405.9	261.5	264.6	216.8	315.5	-31.6%	-25.2%	-41.8%	-22.3%
YoY %	-30.7%	-26.3%	217.0%	0.6%	-52.6%	-45.0%	2191.3%	100.6%				
QoQ %	-5.3%	-7.4%	5.3%	8.9%	66.3%	1.2%	-18.1%	45.5%				
순이익	154.1	140.2	147.3	160.3	151.3	151.3	117.5	185.9	-1.8%	7.9%	-20.3%	16.0%
YoY %	-25.5%	-27.3%	219.0%	-1.8%	-26.8%	650.7%	흑전	흑전				
QoQ %	-5.6%	-9.0%	5.1%	8.8%	흑전	0.0%	-22.4%	58.3%				

자료: GS, 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 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 (2020 년 9 월 28 일 기준)

매수	85.29%	중립	14.71%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	3,285	3,044	5,641	5,342	4,955
현금및현금성자산	654	737	3,745	3,366	2,923
매출채권및기타채권	1,163	1,066	907	952	984
재고자산	503	462	413	433	447
비유동자산	19,346	21,622	19,261	20,224	21,229
장기금융자산	377	921	14	14	14
유형자산	8,535	8,468	8,826	9,525	10,243
무형자산	1,676	1,553	1,548	1,548	1,548
자산총계	22,631	24,739	24,902	25,565	26,183
유동부채	4,569	4,790	4,442	4,524	4,582
단기금융부채	2,692	3,036	2,478	2,478	2,478
매입채무 및 기타채무	1,177	1,107	1,689	1,770	1,828
단기충당부채	21	13	13	13	13
비유동부채	7,537	8,950	9,409	9,409	9,409
장기금융부채	6,354	7,651	6,295	6,295	6,295
장기매입채무 및 기타채무	5	4	2,050	2,050	2,050
장기충당부채	136	167	170	170	170
부채총계	12,106	13,740	13,851	13,933	13,990
지배주주지분	8,490	8,878	8,587	9,169	9,730
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,188	1,189	1,212	1,212	1,212
기타자본구성요소	(2,943)	(2,975)	(2,978)	(2,978)	(2,978)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	9,906	10,272	9,880	10,463	11,023
비지배주주지분	2,035	2,122	2,463	2,463	2,463
자본총계	10,525	11,000	11,050	11,633	12,193
부채외자본총계	22,631	24,739	24,902	25,565	26,183

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,269	1,586	1,500	1,153	1,124
당기순이익(손실)	1,030	669	50	762	740
비현금성항목등	1,412	2,199	1,642	368	368
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,412)	(2,199)	(1,642)	(368)	(368)
운전자본감소(증가)	(236)	(167)	133	22	16
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(39)	99	148	(40)	(28)
재고자산감소(증가)	30	41	49	(20)	(14)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(189)	(158)	1,026	82	58
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	1,131	1,105	515	368	368
투자활동현금흐름	(836)	(344)	(909)	(699)	(718)
금융자산감소(증가)	(553)	285	(242)	0	0
유형자산감소(증가)	(702)	(630)	(626)	(699)	(718)
무형자산감소(증가)	(28)	(2)	(4)	0	0
기타	446	4	(37)	0	0
재무활동현금흐름	(515)	(1,166)	(62)	(180)	(180)
단기금융부채증가(감소)	(6)	(418)	(206)	0	0
장기금융부채증가(감소)	(305)	(541)	260	0	0
자본의증가(감소)	30	105	0	0	0
배당금의 지급	203	229	416	180	180
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(70)	83	3,008	(378)	(443)
기초현금	723	654	737	3,745	3,366
기말현금	654	737	3,745	3,366	2,923
FCF	497	310	(365)	220	194

자료 : GS, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	17,744	17,786	15,449	15,530	15,963
매출원가	13,651	13,804	12,904	12,424	12,811
매출총이익	4,094	3,982	2,544	3,106	3,152
매출총이익률 (%)	23.1	22.4	16.5	20.0	19.7
판매비와관리비	1,884	1,949	1,851	1,924	1,977
영업이익	2,210	2,033	693	1,183	1,175
영업이익률 (%)	12.5	11.4	4.5	7.6	7.4
비영업손익	(270)	(260)	(214)	(199)	(220)
순금융비용	72	162	145	179	158
외환관련손익	(1)	(2)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	2	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,940	1,774	479	983	955
세전계속사업이익률 (%)	10.9	10.0	3.1	6.3	6.0
계속사업법인세	1,125	1,105	428	221	215
계속사업이익	815	669	50	762	740
중단사업이익	216	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,030	669	50	762	740
순이익률 (%)	5.8	3.8	0.3	4.9	4.6
지배주주	903	544	(39)	686	666
지배주주귀속 순이익률(%)	5.1	3.1	(0.3)	4.4	4.2
비지배주주	127	125	89	76	74
총포괄이익	1,043	712	78	762	740
지배주주	925	590	(5)	686	666
비지배주주	119	122	83	76	74
EBITDA	2,210	2,033	693	1,183	1,175

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	13.9	0.2	(13.1)	0.5	2.8
영업이익	8.3	(8.0)	(65.9)	70.7	(0.7)
세전계속사업이익	3.5	(8.6)	(73.0)	105.4	(2.9)
EBITDA	8.3	(8.0)	(65.9)	70.7	(0.7)
EPS(계속사업)	(8.5)	(39.5)	적전	흑전	(2.9)
수익성 (%)					
ROE	11.1	6.3	(0.4)	7.7	7.1
ROA	4.6	2.8	0.2	3.0	2.9
EBITDA마진	12.5	11.4	4.5	7.6	7.4
안정성 (%)					
유동비율	71.9	63.5	127.0	118.1	108.1
부채비율	115.0	124.9	125.3	119.8	114.7
순차입금/자기자본	65.5	76.0	34.8	36.3	38.3
EBITDA/이자비용(배)	0.0	(0.0)	(0.2)	0.2	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,683	5,854	(418)	7,383	7,170
BPS	77,744	83,538	81,001	87,150	93,066
CFPS	9,803	8,097	4,982	9,678	9,613
주당 현금배당금	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	5.3	8.8	N/A	4.1	4.3
PER(최저)					
PBR(최고)	0.7	0.6	0.4	0.4	0.3
PBR(최저)					
PCR	5.3	6.4	6.1	3.2	3.2
EV/EBITDA(최고)	2.2	2.4	4.2	2.4	2.5
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	46 십억원
발행주식수	923 만주
자사주	30 만주
액면가	5,000 원
시가총액	923 십억원

주요주주

SK디스커버리(외3)	65.50%
브이아이피자산운용	7.03%
외국인지분률	8.80%
배당수익률	3.10%

Stock Data

주가(20/09/25)	100,000 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	119,500 원
52주 최저가	49,200 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.6%	14.9%
6개월	75.4%	31.2%
12개월	34.4%	22.3%

SK 가스 (018670/KS | 매수(유지) | T.P 120,000 원(상향))

중장기적 가치는 분명한 기업

3Q OP 추정치 250 억원은 컨센서스에 미치지 못하겠지만, 세전이익은 465 억원으로 추정되어 기대 이상(컨센서스 대비 +54.6%)일 것으로 판단함. 영업이익 약세는 LPG 의 spread/물량 축소, 세전이익 강세는 디엔디와 PDH 효과 때문임. 동사의 중장기적 가치는 LNG 발전소/수소충전소 가능성 감안 시 분명 매력적임. 다만 아직 시간이 필요하기에 과한 반응은 부담. COE 하향과 2021 년 추정치 상향 반영하여 목표주가 상향 조정함

3Q20 영업이익 250 억원(QoQ -55.1% / YoY -63.0%) 추정

9/28 기준 컨센서스 337 억원에는 미치지 못하는 실적 수준 추정함. 국내 LPG 가격은 전분기와 크게 다르지 않은 수준이 유지된 반면, 사우디 CP 는 전분기대비 상승(프로판 2Q 평균 \$307/t → 3Q 평균 \$363/t)하면서 spread 가 축소되었을 것으로 예상됨. 또한 LPG 국내 수요도 3Q19 월평균 1,060 만 bbl 대비 올 7, 8 월은 1,042 만 bbl 로 소폭 축소된 상황임. 다만 세전이익은 465 억원으로서 컨센서스 대비 +54.6% 상회할 것으로 추정하는데, 디엔디와 PDH(어드밴스드) 사업의 호조 때문임

중장기적인 가치는 분명히 매력적

4 차 산업혁명으로 인해 에너지의 패러다임이 1 차 에너지원(탄화수소)에서 2 차 에너지원(전기)으로 빠르게 전환되고 있고, 이로 인해 가스/대체에너지의 시대가 빠르게 열리고 있는 것은 동사에게 분명 우호적인 환경임. LNG 발전소가 건설 중에 있고, 기존 LPG 충전소 또한 수소인프라로 판단될 수 있기 때문임. 다만 두 가지 요인은 단기모멘텀으로 작용하기에는 아직 시간이 필요한 만큼(LNG 발전소 2024 년 준공 예정) 주식 시장에서의 과한 대응은 오히려 부담이 될 수 있음

목표주가 120,000 원 상향 / 투자 의견 매수 유지

에너지/화학 관련업종의 cost of equity 를 8.0% → 6.0%로 하향 조정함과 동시에, 2021 년 이익 추정치 또한 가스시대 도래에 따른 판매량 증대 기대감을 반영해 +13.6% 상향했기에 목표주가 역시 상향 조정함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	6,358.9	6,859.2	4,931.1	5,237.6	6,136.0	6,770.6
yoy	%	20.6	7.9	(28.1)	6.2	17.2	10.3
영업이익	십억원	97.7	103.0	189.6	192.7	151.4	163.4
yoy	%	(50.5)	5.4	84.1	1.6	(21.5)	7.9
EBITDA	십억원	146.1	160.6	289.6	300.2	259.1	271.1
세전이익	십억원	122.3	23.5	90.5	277.2	133.2	146.9
순이익(지배주주)	십억원	102.1	59.8	158.9	206.6	103.3	113.9
영업이익률%	%	1.5	1.5	3.8	3.7	2.5	2.4
EBITDA%	%	2.3	2.3	5.9	5.7	4.2	4.0
순이익률	%	1.9	0.3	1.8	5.3	2.2	2.2
EPS	원	11,384	6,600	17,378	22,600	11,295	12,457
PER	배	8.1	10.6	4.9	4.4	8.9	8.0
PBR	배	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	15.7	10.0	2.7	3.1	3.6	3.4
ROE	%	7.1	3.9	9.8	11.9	5.5	5.9
순차입금	십억원	1,440	967	1,304	1,347	1,516	1,464
부채비율	%	144.0	128.6	145.8	140.3	141.0	135.0

3Q20 preview

(단위 % 십억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,063.7	1,302.8	1,235.3	1,031.2	1,474.9	38.7	43.0	869.1	69.7
영업이익	67.5	47.6	86.3	55.7	25.0	(63.0)	(55.1)	33.7	(25.8)
세전이익	25.7	64.1	135.9	116.1	46.5	80.5	(60.0)	30.1	54.6
지배순이익	25.1	135.7	96.5	90.5	36.0	43.7	(60.2)	34.0	5.9
영업이익률	6.3	3.7	7.0	5.4	1.7	(4.7)	(3.7)	3.9	(2.2)
세전이익률	2.4	4.9	11.0	11.3	3.2	0.7	(8.1)	3.5	(0.3)
지배주주순이익률	2.4	10.4	7.8	8.8	2.4	0.1	(6.3)	3.9	(1.5)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E
ROE(지배주주지분)	4.4%	9.8%	3.3%	5.6%	5.8%	4.0%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	6.0%	Target ROE	4.4%			
Risk Free Rate	1.5%					
Risk Premium	4.5%					
Beta	1.0					

Target P/B	0.60					
3Q21E BPS(지배주주지분)	200,456					
Target Price	120,038					

자료: SK 가스, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E
EPS(지배주주지분)	17,378	6,691	11,932	12,954	9,341
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	9,257				
3Q21E EPS	6,691				
3Q22E EPS	11,932				

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	74,055	78,684	83,312	87,940	92,569	97,197	101,826	106,454	111,083	115,711
TP by 3Q21E EPS	53,531	56,876	60,222	63,568	66,913	70,259	73,605	76,950	80,296	83,642
TP by 3Q22E EPS	95,452	101,418	107,384	113,350	119,315	125,281	131,247	137,213	143,178	149,144

자료: SK 가스, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
매출액	4,931.0	4,548.2	6,578.9	4,931.1	5,237.6	6,136.0	0.0%	15.2%	-6.7%
YoY %	-28.1%	-7.8%	44.6%	-28.1%	6.2%	17.2%			
영업이익	189.7	156.5	133.2	189.6	192.7	151.4	-0.1%	23.1%	13.6%
YoY %	84.2%	-17.5%	-14.9%	84.1%	1.6%	-21.5%			
EBITDA	289.7	259.8	236.5	289.6	300.2	259.1	0.0%	15.6%	9.6%
YoY %	80.4%	-10.3%	-9.0%	80.3%	3.7%	-13.7%			
순이익	47.9	126.7	71.5	158.9	206.6	103.3	232.0%	63.1%	44.5%
YoY %	-19.9%	164.7%	-43.6%	165.8%	30.0%	-50.0%			

자료: SK 가스, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E
매출액	1,071.3	1,174.6	1,364.7	1,355.0	1,474.9	1,496.2	1,336.9	1,277.3	37.7%	27.4%	-2.0%	-5.7%
YoY %	0.7%	-9.8%	-1.5%	47.7%	38.7%	14.8%	8.2%	23.9%				
QoQ %	16.8%	9.6%	16.2%	-0.7%	43.0%	1.4%	-10.6%	-4.5%				
영업이익	30.6	33.7	24.9	24.0	25.0	25.6	23.2	31.4	-18.3%	-23.9%	-7.0%	31.0%
YoY %	-54.7%	-29.4%	-51.5%	-41.3%	-63.0%	-46.1%	-73.2%	-43.6%				
QoQ %	-25.2%	10.1%	-26.1%	-3.6%	-55.1%	2.5%	-9.7%	35.8%				
EBITDA	56.4	59.5	50.7	49.8	52.0	52.6	50.1	58.4	-7.9%	-11.7%	-1.2%	17.2%
YoY %	-39.6%	-19.0%	-34.2%	-25.3%	-44.4%	-28.4%	-55.7%	-29.4%				
QoQ %	-15.4%	5.5%	-14.8%	-1.8%	-37.2%	1.2%	-4.7%	16.5%				
순이익	18.0	18.5	19.5	21.3	36.0	(16.4)	17.5	28.6	99.6%	적자변경	-10.3%	34.3%
YoY %	-28.0%	-24.8%	-68.6%	-24.2%	43.7%	적전	-81.9%	-68.4%				
QoQ %	-35.8%	2.8%	5.0%	9.4%	-60.2%	적전	흑전	63.8%				

자료: SK 가스, SK 증권

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	120,000원	6개월		
2020.03.30	매수	75,000원	6개월	9.19%	59.33%
2019.10.07	매수	99,095원	6개월	-21.59%	-11.60%
2019.07.02	매수	99,095원	6개월	-23.57%	-18.60%
2019.04.01	매수	118,914원	6개월	-32.84%	-21.58%
2018.10.01	매수	117,927원	6개월	-33.67%	-20.93%



Compliance Notice

- 작성자(손자우)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 9월 28 현재 SK 가스(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 9월 28일 기준)

매수	85.29%	중립	14.71%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,610	1,714	2,058	2,241	2,304
현금및현금성자산	80	136	511	342	394
매출채권및기타채권	753	657	820	1,039	1,046
재고자산	306	378	393	498	501
비유동자산	2,146	2,369	2,323	2,338	2,366
장기금융자산	298	89	79	79	79
유형자산	985	928	924	939	967
무형자산	269	111	112	112	112
자산총계	3,756	4,082	4,381	4,579	4,670
유동부채	1,501	1,570	1,231	1,353	1,357
단기금융부채	1,057	1,039	739	739	739
매입채무 및 기타채무	391	400	456	577	581
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	612	851	1,327	1,327	1,327
장기금융부채	456	795	1,256	1,256	1,256
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,113	2,422	2,558	2,679	2,683
지배주주지분	1,566	1,661	1,824	1,900	1,987
자본금	45	46	46	46	46
자본잉여금	192	192	192	192	192
기타자본구성요소	(9)	(23)	(23)	(23)	(23)
자기주식	(8)	(9)	(9)	(9)	(9)
이익잉여금	1,221	1,457	1,608	1,685	1,772
비지배주주지분	77	0	0	0	0
자본총계	1,643	1,661	1,824	1,900	1,987
부채외자본총계	3,756	4,082	4,381	4,579	4,670

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	(91)	312	62	105	322
당기순이익(손실)	55	154	207	103	114
비현금성항목등	145	134	96	215	215
유형자산감가상각비	58	100	108	108	108
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(87)	(34)	12	(107)	(107)
운전자본감소(증가)	(259)	43	(144)	(213)	(7)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	158	103	(159)	(196)	(6)
재고자산감소(증가)	243	(72)	(16)	(105)	(3)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(4)	(30)	34	88	3
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	63	9	116	102	102
투자활동현금흐름	(303)	(49)	(444)	(123)	(135)
금융자산감소(증가)	13	92	(475)	0	0
유형자산감소(증가)	(226)	(85)	(84)	(123)	(135)
무형자산감소(증가)	(3)	(5)	(2)	0	0
기타	(86)	(50)	117	0	0
재무활동현금흐름	207	(212)	187	(27)	(27)
단기금융부채증가(감소)	(129)	(180)	(201)	0	0
장기금융부채증가(감소)	414	73	461	0	0
자본의증가(감소)	0	25	(0)	0	0
배당금의 지급	29	26	53	27	27
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(183)	55	376	(169)	52
기초현금	263	80	136	511	342
기말현금	80	136	511	342	394
FCF	460	196	(169)	(128)	92

자료 : SK가스, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	6,859	4,931	5,238	6,136	6,771
매출원가	6,558	4,522	4,748	5,618	6,203
매출총이익	301	409	490	518	568
매출총이익률 (%)	4.4	8.3	9.4	8.4	8.4
판매비와관리비	198	220	297	367	405
영업이익	103	190	193	151	163
영업이익률 (%)	1.5	3.8	3.7	2.5	2.4
비영업손익	(79)	(99)	85	(18)	(16)
순금융비용	535	357	603	162	162
외환관련손익	(28)	(17)	(20)	0	0
관계기업투자등 관련손익	44	51	34	39	41
세전계속사업이익	24	91	277	133	147
세전계속사업이익률 (%)	0.3	1.8	5.3	2.2	2.2
계속사업법인세	40	(9)	71	30	33
계속사업이익	(16)	99	207	103	114
중단사업이익	72	55	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	55	154	207	103	114
순이익률 (%)	0.8	3.1	3.9	1.7	1.7
지배주주	60	159	207	103	114
지배주주귀속 순이익률(%)	0.9	3.2	3.9	1.7	1.7
비지배주주	(4)	(5)	0	0	0
총포괄이익	99	130	193	103	114
지배주주	103	135	193	103	114
비지배주주	(4)	(5)	0	0	0
EBITDA	161	290	300	259	271

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	7.9	(28.1)	6.2	17.2	10.3
영업이익	5.4	84.1	1.6	(21.5)	7.9
세전계속사업이익	(80.8)	284.8	206.3	(51.9)	10.3
EBITDA	9.9	80.3	3.7	(13.7)	4.6
EPS(계속사업)	(42.0)	163.3	30.0	(50.0)	10.3
수익성 (%)					
ROE	3.9	9.8	11.9	5.5	5.9
ROA	1.4	3.9	4.9	2.3	2.5
EBITDA마진	2.3	5.9	5.7	4.2	4.0
안정성 (%)					
유동비율	107.3	109.1	167.2	165.7	169.9
부채비율	128.6	145.8	140.3	141.0	135.0
순차입금/자기자본	58.9	78.5	73.9	79.8	73.7
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.2	0.0	(0.1)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,600	17,378	22,600	11,295	12,457
BPS	160,011	170,422	193,842	202,205	211,730
CFPS	(1,589)	33,718	27,519	24,621	25,638
주당 현금배당금	3,050	3,050	3,050	3,050	3,050
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.6	4.9	4.4	8.9	8.0
PER(최저)					
PBR(최고)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)					
PCR	N/A	2.5	3.6	4.1	3.9
EV/EBITDA(최고)	10.0	2.7	3.1	3.6	3.4
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	1,598 십억원
주요주주	
포스코(외6)	63.26%
국민연금공단	5.04%
외국인지분률	16.00%
배당수익률	5.40%

Stock Data

주가(20/09/25)	12,950 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.23
52주 최고가	19,600 원
52주 최저가	8,700 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.1%	-5.6%
6개월	26.3%	-5.5%
12개월	-34.1%	-40.0%

포스코인터내셔널 (047050/KS | 매수(유지) | T.P 16,000 원(상향))

미안마가스전 실적약세 불가피

3Q OP 964 억원으로 추정되어 컨센서스에 미치지 못할 것으로 판단함. Dubai 가격은 회복되었지만 장기평균으로 산출되는 판매가격은 소폭 하락이 불가피하고, 20 일 가량의 정기보수도 있었기 때문에 미안마가스전의 감익 불가피함. 현재 지속적인 유가약세와 가스전 추가개발 지연(코로나 19 의 불가피한 영향) 역시 주가에 부담 요인임. COE 하향 조정분을 반영하여 목표주가는 소폭 상향 조정함

3Q20 영업이익 964 억원(QoQ -28.3% / YoY -41.0%) 추정

9/28 기준 컨센서스 1,244 억원에는 미치지 못하는 실적 수준 추정함. 비록 Dubai 가격은 2Q 평균 \$30.8/bbl 대비 3Q 평균 \$43.5/bbl 로 회복되었지만, 미안마 가스전의 가격은 장기평균으로 계산되기 때문에 평가하락은 불가피한 상황임. 동시에 20 일 가량의 정기보수까지 진행되어 전체적인 이익은 약세전환 추정함. 트레이딩 사업부는 지난 분기와 크게 다르지 않은 사항 예상됨

유가의 상승 전환이 관건

동사의 E&P 개발 및 운전능력은 분명 국내 최고 수준임. 또한 석유가 아닌 가스전을 개발했기 때문에, 중국으로의 물량 유입은 앞으로도 부담되지 않을 것임. 다만 가장 큰 부담은 가격약세임. 탈석유시대와 끝나지 않은 공급과잉으로 유가는 2020 년에도 약세가 이어지고 있음. 이로 인한 가스전의 가격부담이 실적부담으로 지속적으로 연결 중임. 또한 코로나 영향으로 불가피하게 지연 중인 신규가스전 개발 작업도 부담요인임

목표주가 16,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

에너지/화학 관련업종의 cost of equity 를 8.0% → 6.0%로 하향 조정된 부분을 반영하여 목표주가 역시 소폭 상향 조정함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	22,571.7	25,173.9	24,422.6	22,836.4	25,211.0	26,118.4
yoy	%	36.9	11.5	(3.0)	(6.5)	10.4	3.6
영업이익	십억원	401.3	472.6	605.3	454.3	337.7	345.0
yoy	%	26.1	17.8	28.1	(25.0)	(25.7)	2.2
EBITDA	십억원	616.5	698.6	891.6	778.1	662.9	670.2
세전이익	십억원	248.0	176.1	330.0	342.8	98.1	124.9
순이익(지배주주)	십억원	175.9	155.2	209.4	253.6	73.9	94.2
영업이익률%	%	1.8	1.9	2.5	2.0	1.3	1.3
EBITDA%	%	2.7	2.8	3.7	3.4	2.6	2.6
순이익률	%	1.1	0.7	1.4	1.5	0.4	0.5
EPS(계속사업)	원	1,426	1,258	1,697	2,227	649	827
PER	배	12.7	14.5	11.0	5.8	20.0	15.7
PBR	배	0.8	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	9.1	8.4	2.6	2.1	2.4	7.5
ROE	%	6.6	5.4	7.1	8.2	2.4	3.0
순차입금	십억원	3,387	3,639	2,968	2,769	2,853	2,566
부채비율	%	221.5	242.0	193.9	199.9	206.4	205.1

3Q20 preview

(단위 % 십억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	5,890.4	5,938.3	5,511.0	5,252.0	6,036.4	2.5	14.9	5,191.9	16.3
영업이익	163.3	97.7	145.8	134.4	96.4	(41.0)	(28.3)	124.4	(22.5)
세전이익	26.5	21.3	90.8	130.3	69.6	162.4	(46.6)	78.7	(11.5)
지배순이익	14.5	2.9	72.7	89.1	52.5	261.8	(41.1)	49.6	5.8
영업이익률	2.8	1.6	2.6	2.6	1.6	(1.2)	(1.0)	2.4	(0.8)
세전이익률	0.5	0.4	1.6	2.5	1.2	0.7	(1.3)	1.5	(0.4)
지배주주순이익률	0.2	0.0	1.3	1.7	0.9	0.6	(0.8)	1.0	(0.1)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E
ROE(지배주주지분)	4.8%	7.1%	6.9%	3.0%	2.8%	2.8%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	6.0%	Target ROE	4.8%			
Risk Free Rate	1.5%					
Risk Premium	4.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.70					
3Q21E BPS(지배주주지분)	23,912					
Target Price	16,810					

자료: 포스코인터네셔널 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E
EPS(지배주주지분)	1,697	1,761	774	706	710
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	1,247				
3Q21E EPS	1,761				
3Q22E EPS	774				

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	11,227	12,474	13,721	14,969	16,216	17,464	18,711	19,958	21,206	22,453
TP by 3Q21E EPS	15,846	17,606	19,367	21,128	22,888	24,649	26,410	28,170	29,931	31,692
TP by 3Q22E EPS	6,969	7,743	8,517	9,292	10,066	10,840	11,615	12,389	13,163	13,938

자료: 포스코인터네셔널 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
매출액	24,422.6	21,484.7	21,667.8	24,422.6	22,836.4	25,211.0	0.0%	6.3%	16.4%
YoY %	-3.0%	-12.0%	0.9%	-3.0%	-6.5%	10.4%			
영업이익	605.3	452.2	379.4	605.3	454.3	337.7	0.0%	0.5%	-11.0%
YoY %	28.1%	-25.3%	-16.1%	28.1%	-25.0%	-25.7%			
EBITDA	891.6	844.3	771.5	891.6	778.1	662.9	0.0%	-7.8%	-14.1%
YoY %	27.6%	-5.3%	-8.6%	27.6%	-12.7%	-14.8%			
순이익	209.4	202.6	123.3	209.4	253.6	73.9	0.0%	25.2%	-40.1%
YoY %	34.9%	-3.3%	-39.1%	34.9%	21.1%	-70.9%			

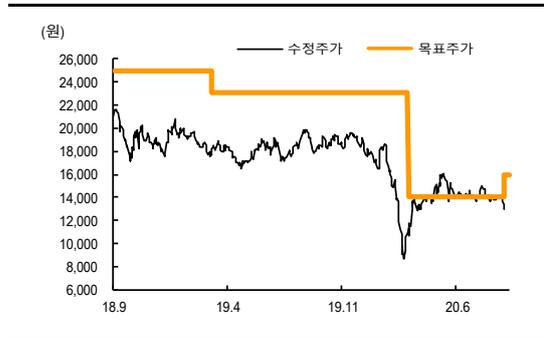
자료: 포스코인터내셔널 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E
매출액	5,238.5	5,237.0	5,287.6	5,353.0	6,036.4	6,037.1	5,993.4	6,151.2	15.2%	15.3%	13.3%	14.9%
YoY %	-11.1%	-11.8%	-8.3%	2.1%	2.5%	1.7%	8.8%	17.1%				
QoQ %	0.0%	0.0%	1.0%	1.2%	14.9%	0.0%	-0.7%	2.6%				
영업이익	110.2	98.7	90.9	92.6	96.4	77.7	79.9	84.0	-12.5%	-21.2%	-12.1%	-9.2%
YoY %	-32.5%	1.0%	-28.0%	-21.1%	-41.0%	-20.4%	-45.2%	-37.5%				
QoQ %	-6.1%	-10.4%	-7.9%	1.9%	-28.3%	-19.4%	2.8%	5.1%				
EBITDA	208.2	196.7	188.9	190.6	177.7	159.0	161.2	165.3	-14.6%	-19.2%	-14.7%	-13.3%
YoY %	-7.4%	0.5%	-15.7%	-11.5%	-21.0%	-18.7%	-28.6%	-23.4%				
QoQ %	-3.3%	-5.5%	-4.0%	0.9%	-17.6%	-10.5%	1.4%	2.5%				
순이익	52.9	44.7	26.0	28.9	52.5	39.3	16.9	20.0	-0.9%	-12.1%	-34.9%	-30.6%
YoY %	265.1%	1431.2%	-48.3%	-47.2%	261.8%	1246.1%	-76.7%	-77.5%				
QoQ %	-3.1%	-15.6%	-41.8%	11.0%	-41.1%	-25.2%	-56.9%	18.4%				

자료: 포스코인터내셔널 SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	16,000원	6개월		
2020.03.30	매수	14,000원	6개월	0.47%	15.00%
2019.10.07	매수	23,000원	6개월	-22.95%	-13.48%
2019.07.02	매수	23,000원	6개월	-21.09%	-13.48%
2019.04.01	매수	23,000원	6개월	-22.48%	-17.61%
2018.10.01	매수	25,000원	6개월	-23.66%	-13.40%



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 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 9월 28일 기준)

매수	85.29%	중립	14.71%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,980	5,032	5,793	6,205	6,433
현금및현금성자산	201	236	618	534	821
매출채권및기타채권	4,176	3,331	3,605	3,969	3,926
재고자산	1,331	1,112	1,081	1,189	1,176
비유동자산	3,901	3,927	3,560	3,317	3,076
장기금융자산	288	379	123	123	123
유형자산	1,294	1,380	1,260	1,016	776
무형자산	1,446	1,250	1,193	1,193	1,193
자산총계	9,881	8,959	9,353	9,521	9,509
유동부채	5,421	3,561	4,053	4,232	4,211
단기금융부채	3,010	1,248	1,862	1,862	1,862
매입채무 및 기타채무	2,021	1,994	1,789	1,968	1,947
단기충당부채	0	20	9	9	9
비유동부채	1,570	2,350	2,181	2,181	2,181
장기금융부채	1,432	2,197	2,059	2,059	2,059
장기매입채무 및 기타채무	1	0	3	3	3
장기충당부채	72	84	80	80	80
부채총계	6,991	5,911	6,235	6,414	6,392
지배주주지분	2,887	3,048	3,115	3,103	3,113
자본금	617	617	617	617	617
자본잉여금	554	558	558	558	558
기타자본구성요소	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
자기주식	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	1,732	1,858	1,940	1,929	1,938
비지배주주지분	2	0	4	4	4
자본총계	2,890	3,048	3,119	3,107	3,117
부채외자본총계	9,881	8,959	9,353	9,521	9,509

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	(124)	1,627	331	280	635
당기순이익(손실)	116	202	248	75	96
비현금성항목등	561	705	589	504	504
유형자산감가상각비	226	286	324	325	325
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(335)	(419)	(265)	(178)	(178)
운전자본감소(증가)	(649)	936	(485)	(299)	36
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(623)	849	(215)	(348)	42
재고자산감소(증가)	(222)	219	31	(108)	13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	268	(83)	(203)	157	(19)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	60	128	146	159	159
투자활동현금흐름	(118)	(131)	(257)	(82)	(85)
금융자산감소(증가)	8	22	(108)	0	0
유형자산감소(증가)	(93)	(80)	(77)	(82)	(85)
무형자산감소(증가)	(28)	(98)	(85)	0	0
기타	(5)	25	12	0	0
재무활동현금흐름	267	(1,462)	234	(86)	(86)
단기금융부채증가(감소)	(495)	(2,315)	92	0	0
장기금융부채증가(감소)	824	922	305	0	0
자본의증가(감소)	6	4	0	0	0
배당금의 지급	63	74	173	86	86
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	23	35	382	(84)	288
기초현금	178	201	236	618	534
기말현금	201	236	618	534	821
FCF	(75)	1,147	328	186	542

자료 : 포스코인터내셔널, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	25,174	24,423	22,836	25,211	26,118
매출원가	24,200	23,298	21,895	24,343	25,225
매출총이익	974	1,125	942	868	894
매출총이익률 (%)	3.9	4.6	4.1	3.4	3.4
판매비와관리비	501	519	488	530	549
영업이익	473	605	454	338	345
영업이익률 (%)	1.9	2.5	2.0	1.3	1.3
비영업손익	(297)	(275)	(111)	(240)	(220)
순금융비용	350	313	347	105	125
외환관련손익	(30)	12	14	0	0
관계기업투자등 관련손익	(28)	30	(6)	10	10
세전계속사업이익	176	330	343	98	125
세전계속사업이익률 (%)	0.7	1.4	1.5	0.4	0.5
계속사업법인세	60	128	95	23	29
계속사업이익	116	202	248	75	96
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	116	202	248	75	96
순이익률 (%)	0.5	0.8	1.1	0.3	0.4
지배주주	155	209	254	74	94
지배주주귀속 순이익률(%)	0.6	0.9	1.1	0.3	0.4
비지배주주	(39)	(7)	(6)	1	1
총포괄이익	110	224	276	75	96
지배주주	147	231	281	74	94
비지배주주	(37)	(7)	(5)	1	1
EBITDA	699	892	778	663	670

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	11.5	(3.0)	(6.5)	10.4	3.6
영업이익	17.8	28.1	(25.0)	(25.7)	2.2
세전계속사업이익	(29.0)	87.4	3.9	(71.4)	27.4
EBITDA	13.3	27.6	(12.7)	(14.8)	1.1
EPS(계속사업)	(11.8)	34.9	31.2	(70.9)	27.4
수익성 (%)					
ROE	5.4	7.1	8.2	2.4	3.0
ROA	1.2	2.1	2.7	0.8	1.0
EBITDA마진	2.8	3.7	3.4	2.6	2.6
안정성 (%)					
유동비율	110.3	141.3	142.9	146.6	152.8
부채비율	242.0	193.9	199.9	206.4	205.1
순차입금/자기자본	126.0	97.4	88.8	91.8	82.3
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.1	(0.0)	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,258	1,697	2,227	649	827
BPS	21,545	23,090	25,499	25,399	25,480
CFPS	4,350	5,330	5,739	5,125	5,174
주당 현금배당금	600	700	700	700	700
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.5	11.0	5.8	20.0	15.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)					
PCR	4.2	3.5	2.3	2.5	2.5
EV/EBITDA(최고)	8.4	2.6	2.1	2.4	7.5
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.co.kr
02-3773-8827

Company Data	
자본금	194 십억원
발행주식수	3,876 만주
자사주	209 만주
액면가	5,000 원
시가총액	589 십억원
주요주주	
LG(외4)	26.30%
국민연금공단	13.38%
외국인지분률	20.20%
배당수익률	2.00%

Stock Data	
주가(20/09/25)	15,200 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.59
52주 최고가	17,400 원
52주 최저가	6,650 원
60일 평균 거래대금	5 십억원



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.4%	6.3%
6개월	87.7%	40.4%
12개월	-13.9%	-21.6%

LG 상사 (001120/KS | 매수(유지) | T.P 18,000 원(상향))

2Q 와 크게 다르지 않은 분위기

3Q OP 추정치 337 억원은 컨센서스에 미치지 못하는 수준임. 전체적으로는 2 분기와 크게 다르지 않은 실적이 유지될 것으로 판단함. 물류는 추가적인 물량/마진 증대는 발생하지 않은 것으로 파악되고, 석탄/팜 가격은 큰 변동 없었음. 트레이딩 사업부 역시 마찬가지임. 동사로서는 뚜렷한 성장 모멘텀을 물색해내는 것이 최대 관건임. COE 하향 조정을 반영하여 목표주가 상향 조정함

3Q20 영업이익 337 억원(QoQ +11.2% / YoY +15.3%) 추정

9/28 기준 컨센서스 381 억원에는 미치지 못하는 실적 수준 추정함. 전체적으로 2 분기와 다르지 않은 분위기가 유지되었음. 물류는 추가적인 물량 혹은 마진 증대는 발생하지 않은 것으로 파악됨. 석탄가격 역시 큰 변동이 없었고(2Q 평균 \$55.4/t → 3Q 평균 \$51.2/t), 팜가격은 소폭 상승했지만 전체적인 실적 변동에 유의미한 영향을 줄 정도는 아님. 트레이딩 사업부도 지난 분기와 크게 다르지 않을 것으로 추정함

성장모멘텀 물색이 관건

중장기적인 방향성에서 봤을 때 코로나 19 로 인한 거시경제 침체, 그리고 에너지 패러다임 전환에 따른 석탄가격의 약세는 쉽게 해결될 수 있는 부분은 아님. 동사로서는 범한판토스 인수 이후 지속되어온 물류사업부의 성장세가 어떤 방향성을 보일 지가 최대 관건임. 다만 단기간 내에서는 가시적인 성장을 기대하기는 쉽지 않기에, 뚜렷한 성장 모멘텀은 현재로서는 찾기 쉽지 않음

목표주가 18,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

에너지/화학 관련업종의 cost of equity 를 8.0% → 6.0%로 하향 조정함 것으로 반영하여 목표주가 상향 조정함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	12,827.2	9,988.2	10,530.9	9,198.5	9,156.2	9,687.9
yoy	%	7.2	(22.1)	5.4	(12.7)	(0.5)	5.8
영업이익	십억원	212.3	165.7	134.8	153.8	172.9	180.8
yoy	%	21.9	(22.0)	(18.6)	14.1	12.4	4.6
EBITDA	십억원	291.8	237.7	291.6	311.3	330.7	338.6
세전이익	십억원	177.9	156.6	(75.3)	440.7	101.6	110.5
순이익(지배주주)	십억원	60.2	(70.4)	28.6	283.6	58.3	63.4
영업이익률%	%	1.7	1.7	1.3	1.7	1.9	1.9
EBITDA%	%	2.3	2.4	2.8	3.4	3.6	3.5
순이익률	%	1.4	1.6	(0.7)	4.8	1.1	1.1
EPS(계속사업)	원	1,553	(1,815)	737	7,316	1,504	1,635
PER	배	17.5	N/A	20.4	2.1	10.1	9.3
PBR	배	1.0	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	6.7	6.6	2.0	1.9	1.8	1.7
ROE	%	4.9	(6.1)	2.5	21.7	3.9	4.1
순차입금	십억원	891	985	899	370	280	188
부채비율	%	213.3	225.1	214.9	192.0	188.9	185.3

3Q20 preview

(단위 % 십억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,759.8	2,613.3	2,449.8	2,307.3	2,257.8	(18.2)	(2.1)	2,563.9	(11.9)
영업이익	29.2	1.7	49.9	30.3	33.7	15.3	11.2	38.1	(11.4)
세전이익	11.8	(273.4)	374.5	28.3	16.0	35.2	(43.5)	32.4	(50.7)
지배순이익	2.0	(144.5)	256.9	4.8	9.2	359.1	89.8	20.8	(55.9)
영업이익률	1.1	0.1	2.0	1.3	1.5	0.4	0.2	1.5	0.0
세전이익률	0.4	(10.5)	15.3	1.2	0.7	0.3	(0.5)	1.3	(0.6)
지배주주순이익률	0.1	(5.5)	10.5	0.2	0.4	0.3	0.2	0.8	(0.4)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E	
ROE(지배주주지분)	3.9%	ROE(지배주주지분)	2.5%	3.8%	4.0%	4.1%	4.2%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.50	0.20	0.20	0.10	
Cost of Equity	6.0%	Target ROE	3.9%				
Risk Free Rate	1.5%						
Risk Premium	4.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.48						
3Q21E BPS(지배주주지분)	37,245						
Target Price	18,030						

자료: LG 상사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E
EPS(지배주주지분)	737	1,471	1,603	1,728	1,875
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	1,589				
3Q21E EPS	1,471				
3Q22E EPS	1,603				

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	17,479	18,273	19,067	19,862	20,656	21,451	22,245	23,040	23,834	24,629
TP by 3Q21E EPS	16,178	16,913	17,648	18,384	19,119	19,854	20,590	21,325	22,061	22,796
TP by 3Q22E EPS	17,635	18,437	19,238	20,040	20,841	21,643	22,445	23,246	24,048	24,849

자료: LG 상사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
매출액	10,530.9	10,857.4	11,248.8	10,530.9	9,198.5	9,156.2	0.0%	-15.3%	-18.6%
YoY %	5.4%	3.1%	3.6%	5.4%	-12.7%	-0.5%			
영업이익	134.8	165.1	171.8	134.8	153.8	172.9	0.0%	-6.8%	0.7%
YoY %	-18.6%	22.5%	4.0%	-18.6%	14.1%	12.4%			
EBITDA	291.6	321.6	328.3	291.6	311.3	330.7	0.0%	-3.2%	0.7%
YoY %	22.7%	10.3%	2.1%	22.7%	6.7%	6.2%			
순이익	28.6	49.7	53.8	28.6	283.6	58.3	0.0%	470.8%	8.3%
YoY %	흑전	73.8%	8.4%	흑전	892.3%	-79.4%			

자료: LG 상사, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E
매출액	2,685.1	2,702.3	2,814.5	2,812.0	2,257.8	2,183.6	2,294.0	2,289.7	-15.9%	-19.2%	-18.5%	-18.6%
YoY %	-2.7%	3.4%	1.5%	4.2%	-18.2%	-16.4%	-6.4%	-0.8%				
QoQ %	-0.5%	0.6%	4.2%	-0.1%	-2.1%	-3.3%	5.1%	-0.2%				
영업이익	41.3	39.7	44.8	42.2	33.7	40.0	45.1	42.5	-18.4%	0.7%	0.6%	0.6%
YoY %	41.3%	2302.3%	2.7%	4.5%	15.3%	2318.2%	-9.5%	40.3%				
QoQ %	2.2%	-3.8%	12.8%	-5.8%	11.2%	18.7%	12.8%	-5.8%				
EBITDA	80.4	78.9	84.0	81.4	73.1	79.4	84.5	81.9	-9.1%	0.7%	0.7%	0.7%
YoY %	17.2%	93.4%	1.4%	2.3%	6.5%	94.8%	-5.0%	17.5%				
QoQ %	1.1%	-2.0%	6.5%	-3.1%	4.9%	8.6%	6.4%	-3.1%				
순이익	12.4	11.6	14.4	13.0	9.2	12.6	15.5	14.1	-26.3%	8.8%	8.1%	8.1%
YoY %	522.6%	흑전	4.4%	9.7%	359.1%	흑전	-94.0%	192.3%				
QoQ %	4.5%	-6.5%	23.9%	-9.3%	89.8%	38.0%	23.1%	-9.3%				

자료: LG 상사, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	18,000원	6개월		
2020.03.30	매수	11,000원	6개월	31.95%	54.09%
2019.10.07	매수	21,000원	6개월	-35.38%	-23.33%
2019.07.02	매수	23,000원	6개월	-23.96%	-15.87%
2019.04.01	매수	23,000원	6개월	-24.53%	-15.87%
2018.10.01	매수	30,000원	6개월	-43.45%	-27.00%



Compliance Notice

- 작성자(손자우)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 (2020년 9월 28일 기준)

매수	85.29%	중립	14.71%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,558	2,484	3,203	3,404	3,604
현금및현금성자산	342	424	1,060	1,150	1,242
매출채권및기타채권	1,452	1,283	1,285	1,355	1,422
재고자산	514	519	620	652	683
비유동자산	2,480	2,392	2,181	2,114	2,053
장기금융자산	224	221	38	38	38
유형자산	669	765	772	706	645
무형자산	876	727	733	733	733
자산총계	5,038	4,876	5,383	5,518	5,657
유동부채	2,167	2,126	2,278	2,346	2,412
단기금융부채	307	418	559	559	559
매입채무 및 기타채무	1,573	1,399	1,319	1,388	1,453
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,321	1,201	1,262	1,262	1,262
장기금융부채	1,124	1,044	1,080	1,080	1,080
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	65	50	53	53	53
부채총계	3,489	3,327	3,540	3,608	3,674
지배주주지분	1,128	1,171	1,446	1,512	1,585
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	101	101	101	101	101
기타자본구성요소	(2)	(2)	(15)	(15)	(15)
자기주식	(1)	(1)	(15)	(15)	(15)
이익잉여금	880	897	1,166	1,232	1,306
비지배주주지분	421	377	398	398	398
자본총계	1,550	1,549	1,843	1,910	1,983
부채외자본총계	5,038	4,876	5,383	5,518	5,657

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	31	225	103	250	258
당기순이익(손실)	(36)	(15)	321	78	85
비현금성항목등	318	328	(27)	204	204
유형자산감가상각비	72	157	157	158	158
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(246)	(171)	184	(47)	(47)
운전자본감소(증가)	(117)	(59)	(163)	(32)	(31)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	213	74	(11)	(54)	(52)
재고자산감소(증가)	84	(5)	(101)	(32)	(31)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(232)	(80)	(56)	54	52
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	125	28	28
투자활동현금흐름	(69)	78	295	(92)	(97)
금융자산감소(증가)	3	(24)	(21)	0	0
유형자산감소(증가)	(101)	(60)	(69)	(92)	(97)
무형자산감소(증가)	(23)	(31)	(6)	0	0
기타	52	193	391	0	0
재무활동현금흐름	(7)	(230)	48	(11)	(11)
단기금융부채증가(감소)	11	(128)	142	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	(80)	(46)	0	0
자본의증가(감소)	2	4	(14)	0	0
배당금의 지급	20	22	34	11	11
기타	0	(11)	(0)	0	0
현금의 증가(감소)	(53)	82	636	90	93
기초현금	395	342	424	1,060	1,150
기말현금	342	424	1,060	1,150	1,242
FCF	(116)	153	198	156	158

자료 : LG상사, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	9,988	10,531	9,198	9,156	9,688
매출원가	9,277	9,817	8,493	8,420	8,911
매출총이익	711	714	705	736	777
매출총이익률 (%)	7.1	6.8	7.7	8.0	8.0
판매비와관리비	545	579	551	563	596
영업이익	166	135	154	173	181
영업이익률 (%)	1.7	1.3	1.7	1.9	1.9
비영업손익	(9)	(210)	287	(71)	(70)
순금융비용	44	41	31	22	24
외환관련손익	(13)	(5)	(16)	0	0
관계기업투자등 관련손익	109	(6)	358	23	22
세전계속사업이익	157	(75)	441	102	110
세전계속사업이익률 (%)	1.6	(0.7)	4.8	1.1	1.1
계속사업법인세	193	(60)	120	24	26
계속사업이익	(36)	(15)	321	78	85
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(36)	(15)	321	78	85
순이익률 (%)	(0.4)	(0.1)	3.5	0.8	0.9
지배주주	(70)	29	284	58	63
지배주주귀속 순이익률(%)	(0.7)	0.3	3.1	0.6	0.7
비지배주주	34	(43)	37	19	21
총포괄이익	(26)	21	326	78	85
지배주주	(61)	53	287	58	63
비지배주주	35	(32)	39	19	21
EBITDA	238	292	311	331	339

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	(22.1)	5.4	(12.7)	(0.5)	5.8
영업이익	(22.0)	(18.6)	14.1	12.4	4.6
세전계속사업이익	(12.0)	적전	흑전	(76.9)	8.7
EBITDA	(18.6)	22.7	6.7	6.2	2.4
EPS(계속사업)	적전	흑전	892.3	(79.4)	8.7
수익성 (%)					
ROE	(6.1)	2.5	21.7	3.9	4.1
ROA	(0.7)	(0.3)	6.3	1.4	1.5
EBITDA마진	2.4	2.8	3.4	3.6	3.5
안정성 (%)					
유동비율	118.0	116.8	140.6	145.1	149.4
부채비율	225.1	214.9	192.0	188.9	185.3
순차입금/자기자본	63.6	58.1	20.1	14.7	9.5
EBITDA/이자비용(배)	(0.2)	0.3	0.1	0.1	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(1,815)	737	7,316	1,504	1,635
BPS	28,092	28,062	35,719	37,433	39,322
CFPS	875	4,733	7,030	7,483	7,639
주당 현금배당금	250	300	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(8.5)	20.4	2.1	10.1	9.3
PER(최저)					
PBR(최고)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR(최저)					
PCR	17.5	3.2	2.2	2.0	2.0
EV/EBITDA(최고)	6.6	2.0	1.9	1.8	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	12,647 십억원
주요주주	
한국산업은행(외2)	51.14%
국민연금공단	7.19%
외국인지분률	17.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data	
주가(20/09/25)	19,700 원
KOSPI	2,278.79 pt
52주 Beta	0.68
52주 최고가	29,250 원
52주 최저가	16,250 원
60일 평균 거래대금	77 십억원



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.2%	-2.6%
6개월	4.8%	-21.6%
12개월	-25.9%	-32.6%

한국전력 (015760/KS | 매수(유지) | T.P 25,000 원(상향))

연간 배당 기대감을 높일 수 있는 시점

3Q OP 추정치 2.4 억원은 컨센서스 2.7 조원에 미치지 못하겠지만 연간으로 이어지고 있는 실적강세기조는 여전한 것으로 판단함. 기본적으로 석유/석탄/LNG 가격 약세에 의한 원가부담 해소가 큰 원인으로 작용 중임. 연간으로는 4.2 조원의 이익이 기대되어, 현재 추세대로라면 배당에 대한 기대감 또한 높일 수 있음. 시장의 불확실한 조정국면에서 안정성 기대할 수 있는 상황임. COE 의 하향 조정을 반영하여 목표주가 상향함

3Q20 영업이익 2 조 3,989 원(QoQ +515.4% / YoY +93.6%) 추정

9/28 기준 컨센서스 2 조 6,891 억원에는 미치지 못하지만 전반적인 이익 강세 기조는 계속 이어갈 것으로 판단함. 비록 태풍으로 인한 원전가동률 피해가 있긴 했지만, 기본적으로 석유/석탄 가격의 약세 지속, LNG 가격 초약세와 동반한 SMP 의 약세 따른 원가부담 완화가 연간 내내 작용하여 이익은 상승세가 계속될 것임

배당에 대한 기대치도 올릴 수 있는 시점

2020 년 영업이익은 4.2 조원으로 추정하고 있으며, 이는 2017 년의 5.0 조원 이후 최대 실적(2018 년, 2019 년 연속 적자)에 해당함. 물론 아직 연간실적이 마무리 되지는 않았지만 상기 추정치와 크게 다르지는 않을 것임(컨센서스 4.0 조원). 이럴 경우 지난 해 지급되지 않았던 배당회복 기대감이 점차 올라갈 수 있음. 최근 글로벌 멀티플 프리미엄 주식들이 유동성 리스크와 함께 조정국면에 있는 것을 감안한다면, 안정적인 실적과 배당을 기대할 수 있는 한국전력의 상대적 가치는 더욱 상승할 수 있음

목표주가 25,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

에너지/화학 관련업종의 cost of equity 를 8.0% → 6.0%로 하향 조정할 것을 반영하여 목표주가 역시 소폭 상향 조정함. 불확실한 현 시점에서 안정적인 수익과 배당을 기대할 수 있는 종목임.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	59,814.9	60,627.6	59,172.9	55,764.1	53,299.8	53,110.5
yoy	%	(0.6)	1.4	(2.4)	(5.8)	(4.4)	(0.4)
영업이익	십억원	4,953.2	(208.0)	(1,276.5)	4,193.9	3,799.9	3,395.6
yoy	%	(58.7)	적전	적지	흑전	(9.4)	(10.6)
EBITDA	십억원	14,726.9	9,816.8	9,852.2	15,686.0	15,337.3	14,933.0
세전이익	십억원	3,614.2	(2,000.8)	(3,265.8)	3,235.5	2,871.9	2,320.1
순이익(지배주주)	십억원	1,298.7	(1,314.6)	(2,345.5)	2,081.6	1,891.9	1,528.4
영업이익률%	%	8.3	(0.3)	(2.2)	7.5	7.1	6.4
EBITDA%	%	24.6	16.2	16.6	28.1	28.8	28.1
순이익률%	%	6.0	(3.3)	(5.5)	5.8	5.4	4.4
EPS(계속사업)	원	2,023	(2,048)	(3,654)	3,243	2,947	2,381
PER	배	18.9	N/A	N/A	6.1	6.7	8.3
PBR	배	0.31	0.28	0.24	0.17	0.17	0.16
EV/EBITDA	배	4.6	7.4	8.0	4.7	4.8	5.0
ROE	%	1.8	(1.9)	(3.4)	3.0	2.7	2.1
순차입금	십억원	43,108	51,358	61,316	61,623	61,658	62,074
부채비율	%	149.1	160.6	186.8	186.0	181.6	178.4

3Q20 preview

(단위 % 십억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	15,912.3	14,941.2	15,093.1	13,072.5	14,588.7	(8.3)	11.6	15,731.0	(7.3)
영업이익	1,239.3	(1,587.2)	430.6	389.8	2,398.9	93.6	515.4	2,689.1	(10.8)
세전이익	306.6	(2,026.7)	145.0	217.8	2,141.1	598.4	883.3	2,084.1	2.7
지배순이익	222.8	(1,333.0)	23.0	166.2	1,410.4	533.1	748.6	1,533.3	(8.0)
영업이익률	7.8	(10.6)	2.9	3.0	16.4	8.7	13.5	17.1	(0.7)
세전이익률	1.9	(13.6)	1.0	1.7	14.7	12.7	13.0	13.2	1.4
지배주주순이익률	1.4	(8.9)	0.2	1.3	9.7	8.3	8.4	9.7	(0.1)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E	
ROE(지배주주지분)	2.8%	ROE(지배주주지분)	-3.4%	3.5%	1.8%	2.3%	2.0%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	6.0%	Target ROE	2.8%				
Risk Free Rate	1.5%						
Risk Premium	4.5%						
Beta	1.0						

Target P/B	0.20						
3Q21E BPS(지배주주지분)	120,347						
Target Price	24,617						

자료: 한국전력, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E
EPS(지배주주지분)	(3,654)	3,893	2,045	2,678	2,277
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,119				
3Q21E EPS	3,893				
3Q22E EPS	2,045				

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	18,715	21,834	24,953	28,072	31,191	34,310	37,429	40,549	43,668	46,787
TP by 3Q21E EPS	23,360	27,254	31,147	35,041	38,934	42,828	46,721	50,614	54,508	58,401
TP by 3Q22E EPS	12,271	14,317	16,362	18,407	20,452	22,497	24,543	26,588	28,633	30,678

자료: 한국전력, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
매출액	59,172.9	54,552.8	55,065.3	59,172.9	55,764.1	53,299.8	0.0%	2.2%	-3.2%
YoY %	-2.4%	-7.8%	0.9%	-2.4%	-5.8%	-4.4%			
영업이익	(1,276.5)	3,398.7	3,969.1	(1,276.5)	4,193.9	3,799.9	0.0%	23.4%	-4.3%
YoY %	적지	흑전	16.8%	적지	흑전	-9.4%			
EBITDA	9,852.2	15,495.3	16,065.7	9,852.2	15,686.0	15,337.3	0.0%	1.2%	-4.5%
YoY %	0.4%	57.3%	3.7%	0.4%	59.2%	-2.2%			
순이익	(2,345.5)	1,780.6	2,411.2	(2,345.5)	2,081.6	1,891.9	0.0%	16.9%	-21.5%
YoY %	적지	흑전	35.4%	적지	흑전	-9.1%			

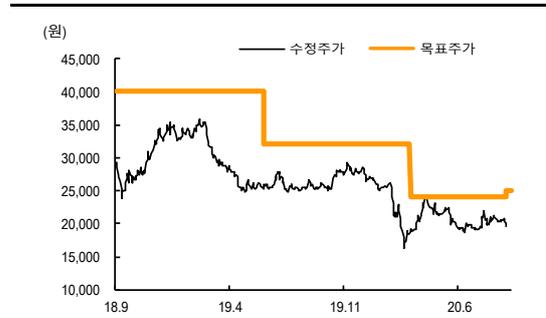
자료: 한국전력 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E
매출액	14,793.8	13,195.2	14,513.3	12,300.3	14,588.7	13,009.7	14,056.9	11,742.5	-1.4%	-1.4%	-3.1%	-4.5%
YoY %	-7.0%	-11.7%	0.9%	0.9%	-8.3%	-12.9%	-6.9%	-10.2%				
QoQ %	21.4%	-10.8%	10.0%	-15.2%	11.6%	-10.8%	8.0%	-16.5%				
영업이익	1,168.5	619.3	1,371.3	1,228.9	2,398.9	974.6	1,295.8	1,154.6	105.3%	57.4%	-5.5%	-6.0%
YoY %	-5.7%	흑전	118.9%	24.8%	93.6%	흑전	201.0%	196.2%				
QoQ %	18.7%	-47.0%	121.4%	-10.4%	515.4%	-59.4%	33.0%	-10.9%				
EBITDA	4,192.7	3,643.5	4,395.4	4,253.0	5,283.2	3,858.9	4,180.1	4,038.9	26.0%	5.9%	-4.9%	-5.0%
YoY %	6.0%	153.6%	20.4%	6.1%	33.6%	168.6%	27.8%	23.4%				
QoQ %	4.6%	-13.1%	20.6%	-3.2%	61.4%	-27.0%	8.3%	-3.4%				
순이익	684.3	278.1	861.0	831.5	1,410.4	482.0	673.1	676.6	106.1%	73.3%	-21.8%	-18.6%
YoY %	207.2%	흑전	275.8%	41.2%	533.1%	흑전	2829.1%	307.1%				
QoQ %	16.2%	-59.4%	209.6%	-3.4%	748.6%	-65.8%	39.6%	0.5%				

자료: 한국전력 SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	25,000원	6개월		
2020.03.30	매수	24,000원	6개월	-14.25%	-0.63%
2019.10.07	매수	32,000원	6개월	-20.06%	-8.59%
2019.07.02	매수	32,000원	6개월	-19.30%	-12.66%
2019.04.01	매수	40,000원	6개월	-25.41%	-10.50%
2018.10.01	매수	40,000원	6개월	-21.81%	-10.50%



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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 9월 28일 기준)

매수	85.29%	중립	14.71%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	19,745	19,483	21,928	21,839	21,370
현금및현금성자산	1,358	1,810	5,056	5,020	4,604
매출채권및기타채권	7,381	7,301	6,512	6,488	6,464
재고자산	7,188	7,051	7,094	7,068	7,043
비유동자산	165,504	178,115	180,223	182,010	183,751
장기금융자산	3,011	3,683	2,063	2,063	2,063
유형자산	152,743	164,702	167,969	169,756	171,497
무형자산	1,229	1,168	1,260	1,260	1,260
자산총계	185,249	197,598	202,151	203,849	205,120
유동부채	21,842	24,232	22,540	22,526	22,513
단기금융부채	8,039	9,566	8,816	8,816	8,816
매입채무 및 기타채무	5,043	4,812	3,789	3,776	3,763
단기충당부채	1,459	1,922	2,195	2,195	2,195
비유동부채	92,315	104,476	108,938	108,938	108,938
장기금융부채	53,592	63,550	67,110	67,110	67,110
장기매입채무 및 기타채무	2,640	2,460	2,497	2,497	2,497
장기충당부채	16,592	19,072	19,191	19,191	19,191
부채총계	114,156	128,708	131,478	131,464	131,451
지배주주지분	69,744	67,496	69,252	70,964	72,249
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,079	2,070	2,069	2,069	2,069
기타자본구성요소	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	51,519	49,202	51,006	52,719	54,003
비지배주주지분	1,349	1,393	1,421	1,421	1,421
자본총계	71,093	68,890	70,673	72,385	73,670
부채외자본총계	185,249	197,598	202,151	203,849	205,120

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	6,505	7,998	14,881	15,973	15,545
당기순이익(손실)	(1,174)	(2,264)	2,483	2,226	1,798
비현금성항목등	13,130	15,769	14,494	13,705	13,705
유형자산감가상각비	10,025	11,129	11,492	11,537	11,537
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(3,105)	(4,641)	(3,002)	(2,167)	(2,167)
운전자본감소(증가)	(3,310)	(3,408)	(917)	43	42
매출채권및기타채권의 감소(증가)	186	158	617	23	23
재고자산감소(증가)	(1,186)	138	(43)	25	25
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	475	(552)	(1,193)	(6)	(6)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	136	60	60
투자활동현금흐름	(12,839)	(13,284)	(14,853)	(13,325)	(13,278)
금융자산감소(증가)	(336)	791	(982)	0	0
유형자산감소(증가)	(12,033)	(13,478)	(13,820)	(13,325)	(13,278)
무형자산감소(증가)	(111)	(222)	(56)	0	0
기타	(360)	(375)	5	0	0
재무활동현금흐름	5,302	5,775	1,615	(514)	(514)
단기금융부채증가(감소)	(184)	189	199	0	0
장기금융부채증가(감소)	6,022	5,580	1,887	0	0
자본의증가(감소)	234	523	0	0	0
배당금의 지급	54	54	54	54	54
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(1,011)	452	3,246	(35)	(416)
기초현금	2,370	1,358	1,810	5,056	5,020
기말현금	1,358	1,810	5,056	5,020	4,604
FCF	(5,096)	(1,193)	(174)	1,197	931

자료 : 한국전력, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	60,628	59,173	55,764	53,300	53,111
매출원가	58,208	57,780	48,784	46,591	46,816
매출총이익	2,420	1,393	6,980	6,709	6,295
매출총이익률 (%)	4.0	2.4	12.5	12.6	11.9
판매비와관리비	2,628	2,670	2,786	2,909	2,899
영업이익	(208)	(1,277)	4,194	3,800	3,396
영업이익률 (%)	(0.3)	(2.2)	7.5	7.1	6.4
비영업손익	(1,793)	(1,989)	(958)	(928)	(1,075)
순금융비용	627	812	1,171	1,159	1,024
외환관련손익	(356)	(406)	(478)	0	0
관계기업투자등 관련손익	358	214	481	460	448
세전계속사업이익	(2,001)	(3,266)	3,235	2,872	2,320
세전계속사업이익률 (%)	(3.3)	(5.5)	5.8	5.4	4.4
계속사업법인세	(826)	(1,002)	753	646	522
계속사업이익	(1,174)	(2,264)	2,483	2,226	1,798
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(1,174)	(2,264)	2,483	2,226	1,798
순이익률 (%)	(1.9)	(3.8)	4.5	4.2	3.4
지배주주	(1,315)	(2,346)	2,082	1,892	1,528
지배주주귀속 순이익률(%)	(2.2)	(4.0)	3.7	3.5	2.9
비지배주주	140	82	401	334	270
총포괄이익	(1,281)	(2,128)	2,351	2,226	1,798
지배주주	(1,426)	(2,239)	1,937	1,892	1,528
비지배주주	145	111	414	334	270
EBITDA	9,817	9,852	15,686	15,337	14,933

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	1.4	(2.4)	(5.8)	(4.4)	(0.4)
영업이익	적전	적지	흑전	(9.4)	(10.6)
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	(11.2)	(19.2)
EBITDA	(33.3)	0.4	59.2	(2.2)	(2.6)
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	(9.1)	(19.2)
수익성 (%)					
ROE	(1.9)	(3.4)	3.0	2.7	2.1
ROA	(0.6)	(1.2)	1.2	1.1	0.9
EBITDA마진	16.2	16.6	28.1	28.8	28.1
안정성 (%)					
유동비율	90.4	80.4	97.3	96.9	94.9
부채비율	160.6	186.8	186.0	181.6	178.4
순차입금/자기자본	72.2	89.0	87.2	85.2	84.3
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(2,048)	(3,654)	3,243	2,947	2,381
BPS	119,787	114,423	116,650	119,317	121,318
CFPS	15,426	15,957	22,788	22,559	22,071
주당 현금배당금	n/a	n/a	800	800	800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	6.1	6.7	8.3
PER(최저)					
PBR(최고)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR(최저)					
PCR	2.1	1.7	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(최고)	7.4	8.0	4.7	4.8	5.0
EV/EBITDA(최저)					

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.co.kr
02-3773-8827

Company Data

자본금	462 십억원
발행주식수	9,231 만주
자사주	649 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,197 십억원
주요주주	
대한민국정부(기획재정부(외1))	46.63%
국민연금공단	7.57%
외국인지분률	8.60%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(20/09/25)	23,800 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.11
52주 최고가	40,950 원
52주 최저가	16,600 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.3%	0.5%
6개월	15.8%	-13.4%
12개월	-40.8%	-46.1%

한국가스공사 (036460/KS | 매수(유지) | T.P 29,000 원(상향))

수소기대감 보다는 실적부담감이 우선

3Q OP 추정치 -2,102 억원은 컨센서스 -1,692 억원에 미치지 못할 것으로 판단함. E&P 사업부의 부진이 예상되고, 이는 유가의 반등(2Q \$30.8/bbl → 3Q \$43.5/bbl)에도 불구하고 장기평균기준의 평가하락, 일부 유전의 물량부담 때문임. 최근 그린뉴딜 관련주의 프리미엄 현상이 있지만, 동사에게는 유가와 연동된 단기실적 부담이 더욱 높음. 근래 주가 조정에도 불구하고 부담은 여전함. COE 하향 조정분 반영하여 목표주가 상향 조정함

3Q20 영업이익 -2,102 원(QoQ 적지 / YoY 적지) 추정

9/28 기준 컨센서스 -1,692 억원에 미치지 못하는 실적 추정함. 금번 분기 실적에서 부담요소로서는 E&P 사업부를 지목할 수 있음. 지난 분기 급락했던 유가는 회복(Dubai 기준 2Q \$30.8/bbl → 3Q \$43.5/bbl)되었지만, 장기평균으로 산출되는 실제 평가 / 일부 유전의 물량부담 등으로 인하여 약세 구간이 이어질 것으로 판단함

중장기 기대감과 단기 부담감이 충돌되는 시점

최근 시장에서는 그린뉴딜 관련 수혜주, 특히 수소 관련업종에 대한 각광이 크게 이뤄졌음. 가스관련업종(LNG/LPG)도 이에 포함되기에 동사 역시 기대감으로 인한 주가 상승이 발생했었음. 다만 이후로 지금까지 약세 전환된 것에는 무엇보다 단기실적에 대한 부담이 큼. 특히 동사의 실적(E&P)은 그린뉴딜/4 차 산업혁명과 정반대인 유가와 연동되어 있기 때문에 모순적인 측면이 있음. 현재는 실적부담감이 더 높은 것으로 판단함

목표주가 29,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

에너지/화학 관련업종의 cost of equity 를 8.0% → 6.0%로 하향 조정할 것을 반영하여 목표주가 역시 소폭 상향 조정함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	22,172.2	26,185.0	24,982.6	20,004.4	17,272.3	19,596.5
yoy	%	5.0	18.1	(4.6)	(19.9)	(13.7)	13.5
영업이익	십억원	1,035.2	1,276.9	1,334.5	1,051.7	1,046.1	1,005.2
yoy	%	3.7	23.3	4.5	(21.2)	(0.5)	(3.9)
EBITDA	십억원	2,750.7	3,079.6	3,069.8	2,638.9	2,581.6	2,540.7
세전이익	십억원	(1,249.0)	649.0	116.4	(111.8)	359.4	338.5
순이익(지배주주)	십억원	(1,205.1)	509.4	38.8	(93.0)	274.9	259.0
영업이익률%	%	4.7	4.9	5.3	5.3	6.1	5.1
EBITDA%	%	12.4	11.8	12.3	13.2	14.9	13.0
순이익률	%	(5.6)	2.5	0.5	(0.6)	2.1	1.7
EPS(계속사업)	원	(13,055)	5,518	420	(1,007)	2,978	2,805
PER	배	(3.3)	8.7	90.1	N/A	8.0	8.5
PBR	배	0.6	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	배	8.9	8.9	8.9	9.2	9.8	9.8
ROE	%	(14.0)	6.4	0.5	(1.2)	3.6	3.3
순차입금	십억원	20,631	22,853	23,719	22,035	23,116	22,615
부채비율	%	356.2	367.0	382.6	375.3	367.1	358.0

3Q20 preview

(단위 % 십억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,520.4	6,886.1	7,967.8	4,094.6	4,281.3	(5.3)	4.6	3,570.7	19.9
영업이익	(160.0)	420.3	959.0	(96.7)	(210.2)	적지	적지	(169.2)	24.3
세전이익	(283.1)	(336.9)	712.5	(660.0)	(429.9)	적지	적지	(336.2)	27.9
지배순이익	(226.5)	(252.8)	537.2	(504.5)	(328.9)	적지	적지	(273.2)	20.4
영업이익률	(3.5)	6.1	12.0	(2.4)	(4.9)	(1.4)	(2.5)	(4.7)	(0.2)
세전이익률	(6.3)	(4.9)	8.9	(16.1)	(10.0)	(3.8)	6.1	(9.4)	(0.6)
지배주주순이익률	(5.0)	(3.7)	6.7	(12.3)	(7.7)	(2.7)	4.6	(7.7)	(0.0)

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E	
ROE(지배주주지분)	3.6%	ROE(지배주주지분)	0.5%	3.6%	3.2%	3.7%	4.2%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.50	0.20	0.20	0.10	
Cost of Equity	6.0%	Target ROE	3.6%				
Risk Free Rate	1.5%						
Risk Premium	4.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.40						
3Q21E BPS(지배주주지분)	72,140						
Target Price	29,084						

자료: 한국가스공사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2019	3Q21E	3Q22E	3Q23E	3Q24E
EPS(지배주주지분)	420	3,032	2,765	3,314	3,846
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,117				
3Q21E EPS	3,032				
3Q22E EPS	2,765				

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	18,700	21,817	24,934	28,050	31,167	34,284	37,401	40,517	43,634	46,751
TP by 3Q21E EPS	18,195	21,227	24,260	27,292	30,325	33,357	36,389	39,422	42,454	45,487
TP by 3Q22E EPS	16,590	19,355	22,120	24,885	27,650	30,415	33,180	35,945	38,710	41,475

자료: 한국가스공사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
매출액	24,982.6	19,592.4	13,657.1	24,982.6	20,004.4	17,272.3	0.0%	2.1%	26.5%
YoY %	-4.6%	-21.6%	-30.3%	-4.6%	-19.9%	-13.7%			
영업이익	1,334.5	979.6	1,064.0	1,334.5	1,051.7	1,046.1	0.0%	7.4%	-1.7%
YoY %	4.5%	-26.6%	8.6%	4.5%	-21.2%	-0.5%			
EBITDA	3,069.8	2,597.1	2,681.4	3,069.8	2,638.9	2,581.6	0.0%	1.6%	-3.7%
YoY %	-0.3%	-15.4%	3.2%	-0.3%	-14.0%	-2.2%			
순이익	38.8	283.3	289.1	38.8	(93.0)	274.9	0.0%	적자변경	-4.9%
YoY %	-92.4%	630.9%	2.0%	-92.4%	적전	흑전			

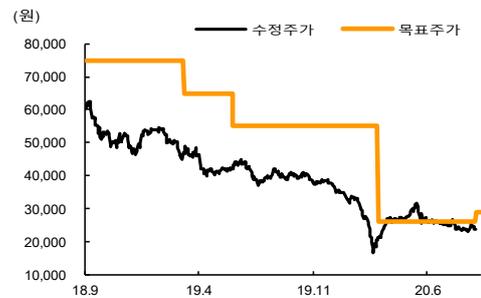
자료: 한국가스공사, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E
매출액	3,801.0	3,410.2	4,072.3	2,811.3	4,281.3	3,660.7	5,435.5	3,201.3	12.6%	7.3%	33.5%	13.9%
YoY %	-15.9%	-50.5%	-48.0%	-38.3%	-5.3%	-46.8%	-31.8%	-21.8%				
QoQ %	-16.6%	-10.3%	19.4%	-31.0%	4.6%	-14.5%	48.5%	-41.1%				
영업이익	(245.9)	551.9	934.3	(241.6)	(210.2)	399.6	678.1	2.4	적자유지	-27.6%	-27.4%	흑자변경
YoY %	적지	31.3%	5.3%	적지	적지	-4.9%	-29.3%	흑전				
QoQ %	적지	흑전	69.3%	적전	적지	흑전	69.7%	-99.6%				
EBITDA	158.4	956.3	1,338.6	162.8	173.7	783.5	1,062.0	386.3	9.6%	-18.1%	-20.7%	137.3%
YoY %	-48.0%	16.0%	3.6%	-14.5%	-43.0%	-5.0%	-23.9%	34.5%				
QoQ %	-16.8%	503.6%	40.0%	-87.8%	-39.5%	351.1%	35.5%	-63.6%				
순이익	(288.9)	396.1	600.6	(328.7)	(328.9)	203.2	367.3	(110.0)	적자유지	-48.7%	-38.9%	적자유지
YoY %	적지	흑전	28.6%	적지	적지	흑전	-31.6%	적지				
QoQ %	적지	흑전	51.7%	적전	적지	흑전	80.8%	적전				

자료: 한국가스공사, SK 증권

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	29,000원	6개월		
2020.03.30	매수	26,000원	6개월	-0.11%	21.92%
2019.10.07	매수	55,000원	6개월	-33.06%	-18.55%
2019.07.02	매수	55,000원	6개월	-25.44%	-18.55%
2019.04.01	매수	65,000원	6개월	-33.14%	-24.69%
2018.10.01	매수	75,000원	6개월	-30.62%	-16.80%



Compliance Notice

- 작성자(손자우)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 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 9월 28일 기준)

매수	85.19%	중립	14.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	9,925	9,233	8,357	9,864	11,109
현금및현금성자산	240	260	1,696	615	1,116
매출채권및기타채권	5,407	5,118	2,467	3,447	3,728
재고자산	3,169	2,645	2,603	3,627	3,922
비유동자산	29,765	30,079	28,958	27,940	26,993
장기금융자산	519	626	475	475	475
유형자산	24,764	24,377	23,455	22,438	21,490
무형자산	1,772	1,747	1,734	1,734	1,734
자산총계	39,690	39,312	37,314	37,804	38,102
유동부채	9,871	8,901	6,667	6,915	6,986
단기금융부채	6,864	6,533	5,477	5,477	5,477
매입채무 및 기타채무	1,897	1,751	629	877	948
단기충당부채	62	94	244	244	244
비유동부채	21,321	22,265	22,796	22,796	22,796
장기금융부채	19,472	20,275	20,719	20,719	20,719
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	207	198	221	221	221
부채총계	31,192	31,165	29,463	29,711	29,782
지배주주지분	8,193	7,853	7,565	7,807	8,034
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	2,019	2,018	2,018	2,018	2,018
기타자본구성요소	(102)	(102)	(152)	(152)	(152)
자기주식	(102)	(102)	(152)	(152)	(152)
이익잉여금	5,498	5,398	5,237	5,480	5,706
비지배주주지분	305	293	286	286	286
자본총계	8,498	8,147	7,851	8,093	8,320
부채외자본총계	39,690	39,312	37,314	37,804	38,102

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	57	1,986	2,870	(583)	651
당기순이익(손실)	527	58	(84)	275	259
비현금성항목등	2,693	3,179	2,172	896	896
유형자산감가상각비	1,803	1,735	1,587	1,535	1,535
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(891)	(1,443)	(585)	640	640
운전자본감소(증가)	(2,113)	(671)	1,137	(1,754)	(504)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	27	197	2,763	(878)	(252)
재고자산감소(증가)	(1,626)	523	43	(1,025)	(294)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	546	(144)	(1,108)	149	43
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	96	58	(309)	(640)	(640)
투자활동현금흐름	(1,275)	(1,397)	(823)	(518)	(588)
금융자산감소(증가)	28	17	(26)	0	0
유형자산감소(증가)	(1,147)	(1,223)	(681)	(518)	(588)
무형자산감소(증가)	(62)	(70)	(58)	0	0
기타	(94)	(122)	(57)	0	0
재무활동현금흐름	994	(582)	(1,253)	(33)	(33)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,045	(9)	(1,081)	0	0
자본의증가(감소)	47	0	(50)	0	0
배당금의 지급	9	134	76	33	33
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(202)	17	1,439	(1,081)	501
기초현금	441	240	257	1,696	615
기말현금	240	257	1,696	615	1,116
FCF	(637)	849	2,421	(523)	1,044

자료 : 한국가스공사, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	26,185	24,983	20,004	17,272	19,597
매출원가	24,509	23,227	18,561	15,818	18,128
매출총이익	1,677	1,756	1,443	1,454	1,468
매출총이익률 (%)	6.4	7.0	7.2	8.4	7.5
판매비와관리비	400	421	391	408	463
영업이익	1,277	1,335	1,052	1,046	1,005
영업이익률 (%)	4.9	5.3	5.3	6.1	5.1
비영업손익	(628)	(1,218)	(1,163)	(687)	(667)
순금융비용	176	156	176	135	157
외환관련손익	17	35	1	0	0
관계기업투자등 관련손익	204	105	78	129	127
세전계속사업이익	649	116	(112)	359	339
세전계속사업이익률 (%)	2.5	0.5	(0.6)	2.1	1.7
계속사업법인세	96	58	(28)	84	80
계속사업이익	553	58	(84)	275	259
중단사업이익	(27)	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	527	58	(84)	275	259
순이익률 (%)	2.0	0.2	(0.4)	1.6	1.3
지배주주	509	39	(93)	275	259
지배주주귀속 순이익률(%)	1.9	0.2	(0.5)	1.6	1.3
비지배주주	17	20	9	0	0
총포괄이익	408	117	(166)	275	259
지배주주	384	92	(180)	275	259
비지배주주	24	24	14	0	0
EBITDA	3,080	3,070	2,639	2,582	2,541

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	18.1	(4.6)	(19.9)	(13.7)	13.5
영업이익	23.3	4.5	(21.2)	(0.5)	(3.9)
세전계속사업이익	흑전	(82.1)	적전	흑전	(5.8)
EBITDA	12.0	(0.3)	(14.0)	(2.2)	(1.6)
EPS(계속사업)	흑전	(92.4)	적전	흑전	(5.8)
수익성 (%)					
ROE	6.4	0.5	(1.2)	3.6	3.3
ROA	1.4	0.1	(0.2)	0.7	0.7
EBITDA마진	11.8	12.3	13.2	14.9	13.0
안정성 (%)					
유동비율	100.5	103.7	125.3	142.7	159.0
부채비율	367.0	382.6	375.3	367.1	358.0
순차입금/자기자본	268.9	291.2	280.7	285.6	271.8
EBITDA/이자비용(배)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,518	420	(1,007)	2,978	2,805
BPS	78,366	75,495	71,309	73,934	76,386
CFPS	31,324	26,036	25,870	25,303	24,964
주당 현금배당금	1,360	380	380	380	380
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	8.7	90.1	(23.6)	8.0	8.5
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
PBR(최저)					
PCR	1.5	1.5	0.9	0.9	1.0
EV/EBITDA(최고)	8.9	8.9	9.2	9.8	9.8
EV/EBITDA(최저)					

memo
