SK COMPANY Analysis

SK securities

GS (078930/KS | 매수(유지) | T.P 80,000 원(유지))

3Q17 preview: 동종업계 내 저평가는 분명

3Q17 영업이익은 5,584 억원으로 추정되어 컨센서스를 +15.6% 상회할 것으로 예상함. 무엇보다 허리케인 Harvey 이후 정제마진과 유가 모두 급반등하며 칼텍스의 실적을 끌어올린 것이 호실적의 가장 큰 요인임. 장기적인 관점에서 정유의 추가적인 증익이 어려운 만큼 주가측면에서 부담이 느껴지는 것도 사실이지만, 최근 잇따른 설비사고로 동종업계 대비 주가가 크게 하락했다는 것은 오히려 상대적 매력을 부각시킬 수도 있음

3Q17 영업이익 5,584 억원(QoQ +325.3% / YoY +329.2%) 추정

9/24 기준 컨센서스 4,832 억원을 +15.6% 상회하는 수치임. 기대 이상의 호실적이 발생한 이유는 칼텍스의 호조 때문인데, 허리케인 Harvey 의 효과가 결정적이었음. 7~8 월만 하더라도 시황의 큰 변화는 없었지만 Harvey 발생 이후 북미지역 정유설비 가동률 급감이 정제마진의 급반등으로 연결되었고(복합마진 2Q 평균 $7.4/bbl → 9 월 첫 주 평균 $10.6/bbl), 마침 Dubai 원유도 상승(2Q 말 $46.5/bbl → 9/22 기준 $54.7/bbl)하여 lagging 효과를 극대화 시켰음. 리테일 또한 성수기를 맞아 실적증진이 기대됨

건설의 오만 두쿰 / 바레인 밥코 수주이슈의 의미

통상적으로 정유업계에 대해서는 증설 이슈가 없는 것으로 회자되고 있음. 그렇지만 GlobalData(2017 년 3 월 14 일 보도)의 조사자료에 의거할 경우, 차후 4 년간 세계적으로 약 16%의 정유증설이 예정되어 있음. 연간 원유수요 성장률이 1% 내외임을 감안한다면 적지 않은 수치임. 실제 국내 건설업체에 있어서 이미 수주가 완료된 오만 두쿰 외 연내 바레인 밥코도 수주가 될 것으로 기대되는 등 refinery 수주이슈가 이어지고 있어 차후 물량증대 우려감은 상존하는 것으로 판단함. 물론 단기간의 진입이 아닌 만큼 현재의 양호한 흐름은 이어지겠지만, 추가상승여력이 적다는 것은 감안할 부분임

목표주가 80,000 원 / 투자의견 매수 유지

Harvey 효과 이후 이익강세 효과로 호실적 기조가 이어지는 분위기는 좋지만, 추가 상승여력에 대해서는 고민이 필요한 시점임. 다만 동사의 주가는 최근 잇따른 설비사고 이후 동종업계 대비 크게 하락해 있어 상대적 매력도는 부각될 수 있음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	10,866.1	12,179.5	13,462.4	15,854.1	16,381.8	17,714.2
yoy	%	13.4	12.1	10.5	17.8	3.3	8.1
영업이익	십억원	(34.3)	1,604.3	1,754.2	2,014.2	1,643.5	1,776.8
yoy	%	적전	흑전	9.3	14.8	(18.4)	8.1
EBITDA	십억원	(34.3)	1,604.3	1,754.2	2,014.2	1,643.5	1,776.8
세전이익	십억원	(257.5)	1,309.1	1,629.1	1,855.2	1,420.8	1,544.6
순이익(지배주주)	십억원	(346.9)	492.2	805.7	979.1	724.6	919.0
영업이익률%	%	(0.3)	13.2	13.0	12.7	10.0	10.0
EBITDA%	%	(0.3)	13.2	13.0	12.7	10.0	10.0
순이익률	%	(3.2)	4.0	6.0	6.2	4.4	5.2
EPS	원	(3,758)	5,268	8,640	10,537	7,799	9,891
PER	배	(10.6)	9.6	6.3	6.1	8.3	6.5
PBR	배	0.8	1.0	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	(236.9)	7.7	6.7	6.4	3.7	3.4
ROE	%	(5.6)	8.1	12.1	13.2	8.9	10.2
순차입금	십억원	4,365	7,511	6,615	6,759	7,274	7,535
부채비율	%	108.8	134.9	128.0	121.6	114.3	106.1

Analyst
손지우
jwshon@sk.com
02-3773-8827

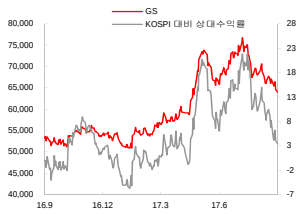
Company Data

자본금	474 십억원
발행주식수	9,470 만주
자사주	3 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,947 십억원
주요주주	
허창수(외48)	46.70%
국민연금공단	10.43%
외국인지분률	20.60%
배당수익률	2.50%

Stock Data

주가(17/09/25)	64,000 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	0.49
52주 최고가	76,700 원
52주 최저가	50,900 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.0%	-6.1%
6개월	12.5%	2.5%
12개월	21.4%	4.8%

Analyst **손지우** jwshon@sk.com / 02-3773-8827

3Q17 preview (단위: %, 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,363.1	3,707.1	3,918.1	3,855.6	4,130.0	22.8	7.1	4,072.1	1.4
영업이익	412.8	511.4	645.6	391.9	558.4	35.3	42.5	483.2	15.6
세전이익	370.5	507.7	639.4	345.6	505.9	36.5	46.4	459.4	10.1
지배순이익	159.0	234.0	401.1	134.2	258.0	62.2	92.3	226.6	13.8
영업이익률	12.3	13.8	16.5	10.2	13.5	1.2	3.4	11.9	1.7
세전이익률	11.0	13.7	16.3	9.0	12.2	1.2	3.3	11.3	1.0
지배주주순이익률	4.7	6.3	10.2	3.5	6.2	1.5	2.8	5.6	0.7

자료: SK 증권, Fnguide

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법적용 투자주식)					
비상장사					
칼텍스	5,919.1			50.0%	Target P/B = 0.79x
스포츠	8.2	8.2		100.0%	2Q17말 장부가반영
EPS	482.1	688.8		70.0%	2Q17말 장부가반영
E&R	174.7	271.3		64.4%	2Q17말 장부가반영
파워	472.3	944.5		50.0%	2Q17말 장부가반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,267.0	1,267.0		100.0%	2Q17말 장부가반영
상장사					
리테일	1,427.7		2,714.3	65.8%	9/22 MV 대비 할인률 20% 적용
홈쇼핑	325.9		1,357.8	30.0%	9/22 MV 대비 할인률 20% 적용
글로벌	111.1		248.4	55.9%	9/22 MV 대비 할인률 20% 적용
임대수익	**3,697.4**				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	**1,128.6**				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	**15,014.0**				

Non-Operating Value	**802.6**
현금 및 현금성자산	799.0
단기금융자산	3.6
Debt	**8,288.7**
Firm Value	**7,527.9**
우선주시가총액	73.7
Equity Value	**7,454.2**
기말발행주식수(보통, 천주)	92,915
Target Price	**80,226**

자료: GS, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	13,462.4	16,066.6	17,126.2	13,462.4	15,854.1	16,381.8	0.0%	-1.3%	-4.3%
YoY, %	*10.5%*	*19.3%*	*6.6%*	*10.5%*	*17.8%*	*3.3%*			
영업이익	1,754.2	1,823.5	1,526.2	1,754.2	2,014.2	1,643.5	0.0%	10.5%	7.7%
YoY, %	*9.3%*	*4.0%*	*-16.3%*	*9.3%*	*14.8%*	*-18.4%*			
EBITDA	1,754.2	1,823.5	1,526.2	1,754.2	2,014.2	1,643.5	0.0%	10.5%	7.7%
YoY, %	*9.3%*	*4.0%*	*-16.3%*	*9.3%*	*14.8%*	*-18.4%*			
순이익	805.7	1,117.6	895.1	805.7	979.1	724.6	0.0%	-12.4%	-19.0%
YoY, %	*63.7%*	*38.7%*	*-19.9%*	*63.7%*	*21.5%*	*-26.0%*			

자료: GS, SK 증권

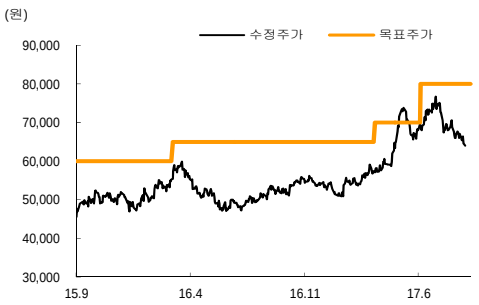
분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	4,133.2	4,091.8	3,943.4	4,224.0	4,130.0	3,950.4	3,823.9	4,080.9	-0.1%	-3.5%	-3.0%	-3.4%
YoY, %	*22.9%*	*10.4%*	*0.6%*	*7.7%*	*22.8%*	*6.6%*	*-2.4%*	*5.8%*				
QoQ, %	*5.3%*	*-1.0%*	*-3.6%*	*7.1%*	*7.1%*	*-4.4%*	*-3.2%*	*6.7%*				
영업이익	387.1	385.1	368.7	380.7	558.4	418.3	388.4	410.2	44.2%	8.6%	5.4%	7.7%
YoY, %	*-6.2%*	*-24.7%*	*-42.9%*	*-6.2%*	*35.3%*	*-18.2%*	*-39.8%*	*4.7%*				
QoQ, %	*-4.6%*	*-0.5%*	*-4.3%*	*3.3%*	*42.5%*	*-25.1%*	*-7.1%*	*5.6%*				
EBITDA	387.1	385.1	368.7	380.7	558.4	418.3	388.4	410.2	44.2%	8.6%	5.4%	7.7%
YoY, %	*-6.2%*	*-24.7%*	*-42.9%*	*-6.2%*	*35.3%*	*-18.2%*	*-39.8%*	*4.7%*				
QoQ, %	*-4.6%*	*-0.5%*	*-4.3%*	*3.3%*	*42.5%*	*-25.1%*	*-7.1%*	*5.6%*				
순이익	236.1	230.9	218.6	224.8	258.0	185.8	170.3	181.1	9.3%	-19.5%	-22.1%	-19.4%
YoY, %	*48.5%*	*-1.3%*	*-45.5%*	*-9.9%*	*62.2%*	*-20.6%*	*-57.5%*	*35.0%*				
QoQ, %	*-5.3%*	*-2.2%*	*-5.3%*	*2.9%*	*92.3%*	*-28.0%*	*-8.3%*	*6.3%*				

자료: GS, SK 증권

Analyst 손지우 jwshon@sk.com / 02-3773-8827

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.09.26	매수	80,000원	6개월		
2017.07.04	매수	80,000원	6개월	-12.41%	-4.13%
2017.04.10	매수	70,000원	6개월	-7.12%	5.43%
2017.01.09	매수	65,000원	6개월	-18.66%	-7.85%
2016.09.27	매수	65,000원	6개월	-19.41%	-7.85%
2016.06.27	매수	65,000원	6개월	-20.67%	-7.85%
2016.03.27	매수	65,000원	6개월	-17.24%	-7.85%
2016.02.11	매수	60,000원	6개월	-15.64%	-8.00%
2016.01.05	매수	60,000원	6개월	-16.98%	-11.67%
2015.09.30	매수	60,000원	6개월	-16.53%	-12.67%



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 (2017 년 9 월 26 일 기준)

매수	90.63%	중립	9.38%	매도	0%

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,946	2,473	3,361	2,954	2,857
현금및현금성자산	507	504	1,530	1,015	754
매출채권및기타채권	826	1,160	1,299	1,375	1,492
재고자산	283	335	387	409	444
비유동자산	17,077	17,868	18,145	19,342	20,502
장기금융자산	295	291	170	170	170
유형자산	6,944	7,866	8,578	9,397	10,106
무형자산	1,935	1,890	1,848	1,848	1,848
자산총계	19,023	20,341	21,507	22,295	23,359
유동부채	2,362	3,771	3,478	3,566	3,700
단기금융부채	1,067	1,980	1,740	1,740	1,740
매입채무 및 기타채무	975	1,183	1,488	1,575	1,709
단기충당부채	19	5	7	7	7
비유동부채	8,563	7,650	8,325	8,325	8,325
장기금융부채	7,377	6,574	7,169	7,169	7,169
장기매입채무 및 기타채무	28	0	288	288	288
장기충당부채	98	126	122	122	122
부채총계	10,925	11,421	11,803	11,891	12,025
지배주주지분	6,321	6,964	7,817	8,518	9,448
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,280	1,270	1,188	1,188	1,188
기타자본구성요소	(3,074)	(3,107)	(2,943)	(2,943)	(2,943)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	7,693	8,348	9,098	9,799	10,729
비지배주주지분	1,777	1,956	1,886	1,886	1,886
자본총계	8,098	8,920	9,703	10,404	11,334
부채와자본총계	19,023	20,341	21,507	22,295	23,359

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	12,180	13,462	15,854	16,382	17,714
매출원가	9,299	10,273	12,165	12,967	14,022
매출총이익	2,880	3,189	3,689	3,415	3,692
매출총이익률 (%)	23.7	23.7	23.3	20.8	20.8
판매비와관리비	1,276	1,435	1,675	1,771	1,915
영업이익	1,604	1,754	2,014	1,644	1,777
영업이익률 (%)	13.2	13.0	12.7	10.0	10.0
비영업손익	(295)	(125)	(159)	(223)	(232)
순금융비용	93	79	47	33	24
외환관련손익	(18)	4	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(0)	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,309	1,629	1,855	1,421	1,545
세전계속사업이익률 (%)	10.7	12.1	11.7	8.7	8.7
계속사업법인세	720	663	734	568	463
계속사업이익	589	966	1,121	852	1,081
중단사업이익	(80)	(43)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	509	923	1,121	852	1,081
순이익률 (%)	4.2	6.9	7.1	5.2	6.1
지배주주	492	806	979	725	919
지배주주귀속 순이익률(%)	4.0	6.0	6.2	4.4	5.2
비지배주주	17	118	142	128	162
총포괄이익	565	941	1,040	852	1,081
지배주주	549	828	899	725	919
비지배주주	16	113	140	128	162
EBITDA	1,604	1,754	2,014	1,644	1,777

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	653	852	1,677	1,565	1,788
당기순이익(손실)	509	923	1,121	852	1,081
비현금성항목등	1,004	597	708	725	725
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,004)	(597)	(708)	(725)	(725)
운전자본감소(증가)	(76)	(113)	49	(12)	(18)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	10	(280)	(280)	(76)	(117)
재고자산감소(증가)	39	(53)	(51)	(23)	(35)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(155)	151	660	88	134
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	720	662	748	725	725
투자활동현금흐름	(2,944)	(524)	(1,033)	(819)	(709)
금융자산감소(증가)	492	(199)	42	0	0
유형자산감소(증가)	(1,755)	(894)	(968)	(819)	(709)
무형자산감소(증가)	(795)	(42)	(27)	0	0
기타	(886)	611	(80)	0	0
재무활동현금흐름	2,204	(336)	(24)	(152)	(152)
단기금융부채증가(감소)	0	(6)	584	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,224	(180)	0	0	0
자본의증가(감소)	21	29	(202)	0	0
배당금의 지급	138	172	339	152	152
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(73)	(3)	1,026	(515)	(261)
기초현금	580	507	504	1,530	1,015
기말현금	507	504	1,530	1,015	754
FCF	(1,109)	1,163	(549)	147	505

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	12.1	10.5	17.8	3.3	8.1
영업이익	흑전	9.3	14.8	(18.4)	8.1
세전계속사업이익	흑전	24.4	13.9	(23.4)	8.7
EBITDA	흑전	9.3	14.8	(18.4)	8.1
EPS(계속사업)	흑전	64.0	22.0	(26.0)	26.8
수익성 (%)					
ROE	8.1	12.1	13.2	8.9	10.2
ROA	3.0	4.7	5.4	3.9	4.7
EBITDA마진	13.2	13.0	12.7	10.0	10.0
안정성 (%)					
유동비율	82.4	65.6	96.6	82.8	77.2
부채비율	134.9	128.0	121.6	114.3	106.1
순차입금/자기자본	92.8	74.2	69.7	69.9	66.5
EBITDA/이자비용(배)	#VALUE!	0.0	0.1	(0.1)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,268	8,640	10,537	7,799	9,891
BPS	51,043	57,738	67,676	75,077	84,894
CFPS	7,621	10,987	12,794	10,413	13,134
주당 현금배당금	1,500	1,600	1,600	1,600	1,600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.6	6.3	6.1	8.3	6.5
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.9	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)					
PCR	6.7	4.9	5.0	6.2	4.9
EV/EBITDA(최고)	7.7	6.7	6.4	3.7	3.4
EV/EBITDA(최저)					

자료 : GS, SK증권 추정