

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	13,510 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company B.V(A.O.C.B.V) (외)	63.45%
국민연금공단	6.06%
외국인지분률	78.00%
배당수익률	4.80%

Stock Data

주가(17/09/25)	120,000 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	127,500 원
52주 최저가	77,500 원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.6%	2.5%
6개월	24.9%	13.8%
12개월	54.2%	33.1%

S-Oil (010950/KS | 매수(유지) | T.P 140,000 원(상향))

3Q17 preview: 허리케인까지 도와주는 정유의 호실적

3Q17 영업이익은 4,987 억원으로 추정되어 컨센서스를 +19.2% 상회할 것으로 예상함. 무엇보다 허리케인 Harvey 이후 경제마진과 유가 모두 급반등한 것이 호실적의 가장 큰 요인임. 다만 정유의 신증설이 예정대로 진행된다면 현재 경제마진에서 추가 상승여력을 찾기 쉽지 않고, 이는 주가의 모멘텀에 있어서도 우려가 될 수 있음을 감안해야 함

3Q17 영업이익 4,987 억원(QoQ +325.3% / YoY +329.2%) 추정

9/24 기준 컨센서스 4,184 억원을 +19.2% 상회하는 수치임. 기대 이상의 호실적이 발생한 이유는 허리케인 Harvey 의 효과를 역시 꼽을 수 있음. 7~8 월만 하더라도 시황의 큰 변화는 없었지만 Harvey 발생 이후 북미지역 정유설비 가동률 급감이 경제마진의 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.

건설의 오만 두콤 / 바레인 밍코 수주이슈의 의미

통상적으로 정유업계에 대해서는 증설 이슈가 없는 것으로 회자되고 있음. 그렇지만 GlobalData(2017년 3월 14일 보도)의 조사자료에 의거할 경우, 차후 4년간 세계적으로 약 16%의 정유증설이 예정되어 있음. 연간 원유수요 성장률이 1% 내외임을 감안한다면 적지 않은 수치임. 실제 국내 건설업체에 있어서 이미 수주가 완료된 오만 두콤 외 연내 바레인 밍코도 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 100,000 원 → 140,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

Harvey 효과 이후 이익강세 효과를 반영해 목표주가도 상향 조정함. 호실적 기조가 이어지는 분위기는 좋지만, 추가 상승여력에 대해서는 고민이 필요한 시점임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	28,557.6	17,890.3	16,321.8	19,367.4	17,977.6	17,056.0
yoY	%	(8.3)	(37.4)	(8.8)	18.7	(7.2)	(5.1)
영업이익	십억원	(289.7)	817.6	1,616.9	1,297.7	1,162.7	1,126.4
yoY	%	적전	흑전	97.8	(19.7)	(10.4)	(3.1)
EBITDA	십억원	50.0	1,090.8	1,903.6	1,594.2	1,460.3	1,423.9
세전이익	십억원	(385.5)	812.7	1,575.1	1,341.5	1,157.2	1,138.2
순이익(지배주주)	십억원	(287.8)	631.3	1,205.4	1,050.0	908.4	893.5
영업이익률%	%	(1.0)	4.6	9.9	6.7	6.5	6.6
EBITDA%	%	0.2	6.1	11.7	8.2	8.1	8.3
순이익률	%	(1.0)	3.5	7.4	5.4	5.1	5.2
EPS	원	(2,563)	5,525	10,624	9,244	7,986	7,853
PER	배	(18.9)	14.4	8.0	13.0	15.0	15.3
PBR	배	1.2	1.7	1.5	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	배	161.3	9.2	5.2	11.4	9.5	9.8
ROE	%	(5.6)	12.3	20.5	16.9	14.8	14.1
순차입금	십억원	2,488	903	162	4,324	4,403	4,485
부채비율	%	108.9	100.3	118.4	125.3	120.0	115.8

3Q17 preview

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위 % 십억원) 차이(a/b)
매출액	4,137.9	4,557.1	5,200.2	4,665.0	4,922.4	19.0	5.5	4,786.3	2.8
영업이익	116.2	368.0	333.5	117.3	498.7	329.2	325.3	418.4	19.2
세전이익	227.1	192.2	519.9	71.1	462.8	103.8	550.9	441.8	4.8
지배순이익	171.8	156.7	393.9	66.9	363.3	111.4	442.9	323.4	12.3
영업이익률	2.8	8.1	6.4	2.5	10.1	7.3	7.6	8.7	1.4
세전이익률	5.5	4.2	10.0	1.5	9.4	3.9	7.9	9.2	0.2
지배주주순이익률	4.2	3.4	7.6	1.4	7.4	3.2	5.9	6.8	0.6

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
ROE(지배주주지분)	13.7%	ROE(지배주주지분)	20.5%	14.3%	13.3%	12.8%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%					
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	2.34					
3Q18E BPS(지배주주지분)	59,202					
Target Price	138,245					

자료: S-OIL, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	5,525	8,451	8,059	7,946	8,235
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	8,250				
4Q17E EPS	8,451				
4Q18E EPS	8,059				

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	99,001	103,126	107,251	111,376	115,501	119,626	123,751	127,876	132,001	136,126
TP by 3Q17E EPS	101,416	105,642	109,867	114,093	118,319	122,544	126,770	130,996	135,221	139,447
TP by 3Q18E EPS	96,704	100,733	104,763	108,792	112,821	116,851	120,880	124,909	128,939	132,968

자료: S-OIL, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

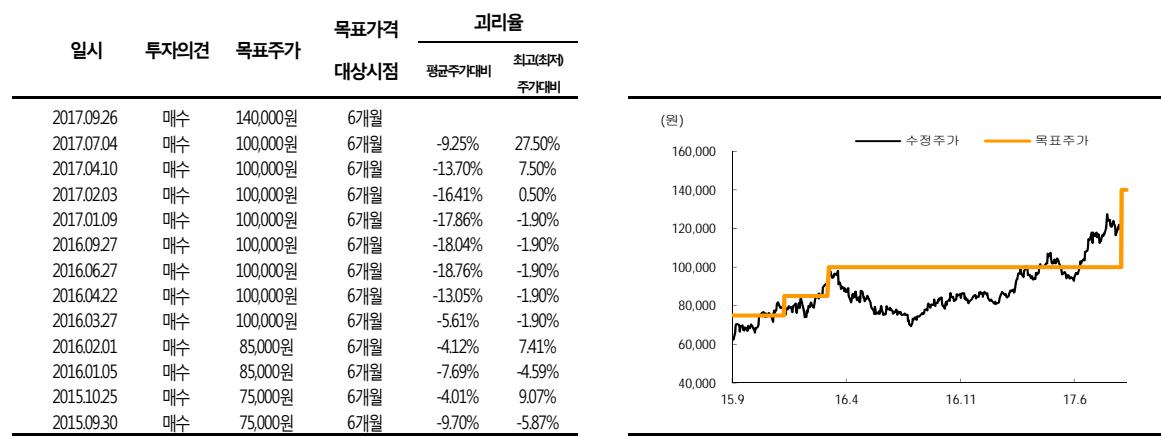
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	16,321.8	18,409.8	17,705.3	16,321.8	19,367.4	17,977.6	0.0%	5.2%	1.5%
YoY %	-8.8%	12.8%	-3.8%	-8.8%	18.7%	-7.2%			
영업이익	1,616.9	1,119.9	1,001.2	1,616.9	1,297.7	1,162.7	0.0%	15.9%	16.1%
YoY %	97.8%	-30.7%	-10.6%	97.8%	-19.7%	-10.4%			
EBITDA	1,903.6	1,412.8	1,294.1	1,903.6	1,594.2	1,460.3	0.0%	12.8%	12.8%
YoY %	74.5%	-25.8%	-8.4%	74.5%	-16.3%	-8.4%			
순이익	1,205.4	847.6	739.5	1,205.4	1,050.0	908.4	0.0%	23.9%	22.8%
YoY %	90.9%	-29.7%	-12.8%	90.9%	-12.9%	-13.5%			

자료: S-OIL, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	4,227.8	4,270.6	4,492.3	4,449.7	4,922.4	4,579.8	4,562.4	4,517.4	16.4%	7.2%	1.6%	1.5%
YoY %	22%	-6.3%	-13.6%	-5.6%	19.0%	0.5%	-12.3%	-3.2%				
QoQ %	-10.3%	1.0%	5.2%	-0.9%	5.5%	-7.0%	-0.4%	-1.0%				
영업이익	234.8	326.3	268.3	238.8	498.7	348.3	267.8	288.9	1124%	6.8%	-0.2%	21.0%
YoY %	1020%	-11.3%	-19.5%	5.9%	329.2%	-5.3%	-19.7%	146.4%				
QoQ %	4.1%	39.0%	-17.8%	-11.0%	325.3%	-30.1%	-23.1%	7.9%				
EBITDA	308.0	399.5	341.5	312.0	573.1	422.7	342.2	363.3	86.1%	5.8%	0.2%	16.4%
YoY %	63.7%	-8.2%	-16.0%	4.5%	204.6%	-28%	-15.9%	89.6%				
QoQ %	3.1%	29.7%	-14.5%	-8.6%	199.0%	-26.2%	-19.1%	6.2%				
순이익	145.0	183.9	195.3	186.1	363.3	225.8	200.6	234.1	150.6%	22.8%	2.7%	25.8%
YoY %	-15.6%	17.4%	-50.4%	49.1%	111.4%	44.1%	-49.1%	249.7%				
QoQ %	16.2%	26.8%	6.2%	-4.7%	442.9%	-37.8%	-11.2%	16.7%				

자료: S-OIL, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 (2017년 9월 26일 기준)

매수	90.63%	중립	9.38%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,690	7,974	6,808	6,567	6,372
현금및현금성자산	201	767	415	336	254
매출채권및기타채권	1,266	1,309	1,145	1,091	1,053
재고자산	1,599	2,423	2,270	2,163	2,089
비유동자산	5,106	5,985	6,837	7,168	7,468
장기금융자산	99	118	60	60	60
유형자산	4,731	5,711	6,588	6,920	7,219
무형자산	47	54	51	51	51
자산총계	10,796	13,959	13,645	13,735	13,840
유동부채	3,222	4,833	4,431	4,335	4,268
단기금융부채	1,599	2,197	2,133	2,133	2,133
매입채무 및 기타채무	1,494	2,152	2,037	1,941	1,873
단기충당부채	5	2	12	12	12
비유동부채	2,183	2,735	3,157	3,157	3,157
장기금융부채	2,007	2,564	2,956	2,956	2,956
장기매입채무 및 기타채무	0	0	29	29	29
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,406	7,567	7,589	7,493	7,425
지배주주지분	5,390	6,392	6,056	6,243	6,414
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본구성요소	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	3,743	4,745	4,410	4,596	4,768
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,390	6,392	6,056	6,243	6,414
부채와자본총계	10,796	13,959	13,645	13,735	13,840

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,476	1,722	1,256	1,324	1,289
당기순이익(순실)	631	1,205	1,050	908	893
비현금성항목등	483	694	462	350	350
유형자산감가상각비	273	287	296	298	298
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(210)	(408)	(166)	(53)	(53)
운전자본감소(증가)	1,472	(188)	101	65	46
매출채권및기타채권의 감소증가)	493	(123)	13	54	38
재고자산감소(증가)	817	(825)	153	107	75
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	(251)	551	896	(96)	(67)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	181	370	139	17	17
투자활동현금흐름	(2,802)	(1,967)	(576)	(629)	(597)
금융자산감소(증가)	(2,052)	(936)	471	0	0
유형자산감소(증가)	(651)	(1,056)	(1,026)	(629)	(597)
무형자산감소(증가)	(3)	(7)	(1)	0	0
기타	(96)	32	(20)	0	0
재무활동현금흐름	(184)	811	(1,006)	(722)	(722)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(56)	1,021	380	0	0
자본의증가(감소)	3	7	0	0	0
배당금의 지급	128	210	1,386	722	722
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(510)	566	(352)	(79)	(82)
기초현금	712	201	767	415	336
기말현금	201	767	415	336	254
FCF	1,842	1,065	246	647	631

자료 : S-Oil, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,890	16,322	19,367	17,978	17,056
매출원가	16,439	14,021	17,384	16,155	15,304
매출총이익	1,451	2,301	1,983	1,822	1,752
매출총이익률 (%)	8.1	14.1	10.2	10.1	10.3
판매비와관리비	634	684	685	660	626
영업이익	818	1,617	1,298	1,163	1,126
영업이익률 (%)	4.6	9.9	6.7	6.5	6.6
비영업순익	(5)	(42)	44	(6)	12
순금융비용	165	154	244	322	339
외환관련손익	(129)	(67)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	10	7	9	9	9
세전계속사업이익	813	1,575	1,342	1,157	1,138
세전계속사업이익률 (%)	4.5	9.7	6.9	6.4	6.7
계속사업법인세	181	370	292	249	245
계속사업이익	631	1,205	1,050	908	893
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	631	1,205	1,050	908	893
순이익률 (%)	3.5	7.4	5.4	5.1	5.2
지배주주	631	1,205	1,050	908	893
지배주주구속 순이익률(%)	3.5	7.4	5.4	5.1	5.2
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	609	1,211	1,050	908	893
지배주주	609	1,211	1,050	908	893
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,091	1,904	1,594	1,460	1,424

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(37.4)	(8.8)	18.7	(7.2)	(5.1)
영업이익		흑전	97.8	(19.7)	(3.1)
세전계속사업이익		흑전	93.8	(14.8)	(13.7)
EBITDA	2,081.6	74.5	(16.3)	(8.4)	(2.5)
EPS(계속사업)		흑전	89.9	(11.9)	(13.6)
수익성 (%)					
ROE	12.3	20.5	16.9	14.8	14.1
ROA	6.0	9.7	7.6	6.6	6.5
EBITDA/마진	6.1	11.7	8.2	8.1	8.3
안정성 (%)					
유동비율	176.6	165.0	153.6	151.5	149.3
부채비율	100.3	118.4	125.3	120.0	115.8
순자본/자기자본	16.8	2.5	71.4	70.5	69.9
EBITDA/이자비용(배)	18.8	0.4	(0.1)	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,525	10,494	9,244	7,986	7,853
BPS	47,089	55,582	52,979	54,578	56,050
CFPS	7,790	13,071	11,357	10,380	10,135
주당 현금배당금	2,400	6,200	2,400	2,400	2,400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.4	8.1	13.0	15.0	15.3
PER(최저)					
PBR(최고)	1.7	1.5	2.3	2.2	2.1
PBR(최저)					
PCR	10.2	6.5	10.6	11.6	11.8
EV/EBITDA(최고)	9.2	5.2	11.4	9.5	9.8
EV/EBITDA(최저)					