

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) (오[10])	63.45%
국민연금공단	6.06%
외국인지분률	77.20%
배당수익률	3.90%

Stock Data

주가(18/04/01)	120,000 원
KOSPI	2445.85 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	132,000 원
52주 최저가	92,900 원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.8%	-3.6%
6개월	-5.9%	-7.9%
12개월	21.3%	7.4%

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

지난 2년 연속 실적 강세가 2018년에도 이어질 수 있을까?

1Q18 영업이익은 3,596 억원으로 추정되어 컨센서스를 -18.3% 하회할 것으로 판단함. 유가약세와 환율강세가 동시에 나타나면서 정유사업부 실적이 부진할 것으로 추정함. 지난 2년 간 동사는 사상 최대 실적 rally를 보여줬음. 다만 유가의 추가상승여력이 제한되고, 수급여건 역시 더 좋아질 가능성은 높지 않기 때문에, 현 시점에서 높은 수준의 이익은 이어갈 수 있지만 추가이익 모멘텀을 낼 수 있을 지는 의문임

1Q18 영업이익 3,596 억원(QoQ -2.6% / YoY +7.8%) 추정

3/30 기준 컨센서스 4,399 억원 대비 -18.3% 하회하는 수치임. 이익이 약세 국면에 진입한 원인은 유가와 환율에서 찾을 수 있음. 전분기 말 \$65/bbl에 육박하던 Dubai 유는 3월 초까지 \$60/bbl 수준까지 하락했음. 또한 환율도 강세(4Q 1,110.7 원 → 1Q 1,073.9 원) 국면이었음. 그에 의해서 환율을 감안한 1M lagging margin은 3Q 1.3만원/bbl → 4Q 1.2만원/bbl → 1Q 0.9만원/bbl로 하락하였음. 정유사업부 실적부진 불가피함. 화학과 유통유는 견조한 추세가 이어진 것으로 판단함

더 좋아질 수 있겠느냐가 관건임

지난 2년 간 사상 최대 국면의 shortage를 경험함과 동시에 유가까지 반등해주면서 동사의 영업이익은 사상 최대 실적 rally를 지속하였음. 다만 올 해에도 그 추세가 이어질 수 있을지는 의문임. 유가는 아람코IPO 이전 사우디의 “Mr. Everything” Mohammed Bin Salman의 지지로 올 해 강세 영역이 머물 것으로 여전히 판단하고 있음(1/29 “The Big One: 아람코 상장, 유동성 충격, 그리고 스마트시티에 대한 고찰” 참고). 하지만 high cost 유전들의 재투자가 가능해지는 \$70~80/bbl 까지 추가상승하기에도 어려움이 있음. 정유수급도 추가개선까지는 기대하기 어렵기에 높은 이익 수준은 유지할 수 있지만, 상승의 모멘텀을 계속해서 이어갈 수 있을 지는 의문임

목표주가 140,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익 추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	17,890.3	16,321.8	20,891.4	24,007.4	19,883.3	18,924.9
yoY	%	(37.4)	(8.8)	28.0	14.9	(17.2)	(4.8)
영업이익	십억원	817.6	1,616.9	1,373.3	1,241.4	1,308.9	1,238.8
yoY	%	흑전	97.8	(15.1)	(9.6)	5.4	(5.4)
EBITDA	십억원	1,090.8	1,903.6	1,667.4	1,524.9	1,592.4	1,522.3
세전이익	십억원	812.7	1,575.1	1,644.9	1,241.0	1,297.3	1,150.7
순이익(지배주주)	십억원	631.3	1,205.4	1,246.5	961.8	1,005.4	891.8
영업이익률%	%	4.6	9.9	6.6	5.2	6.6	6.5
EBITDA%	%	6.1	11.7	8.0	6.4	8.0	8.0
순이익률	%	3.5	7.4	6.0	4.0	5.1	4.7
EPS	원	5,525	10,494	10,870	8,341	8,729	7,719
PER	배	14.4	8.1	10.8	14.4	13.7	15.5
PBR	배	1.7	1.5	2.0	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	배	9.2	5.2	9.7	9.1	8.7	9.1
ROE	%	12.3	20.5	18.8	13.8	13.8	11.8
순차입금	십억원	903	162	2,658	2,729	2,328	2,091
부채비율	%	100.3	118.4	120.5	113.9	105.0	99.6

1Q18 preview

	(단위 %, 십억원)								
	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	5,200.2	4,665.0	5,211.8	5,814.4	5,995.1	15.3	3.1	5,756.5	4.1
영업이익	333.5	117.3	553.2	369.3	359.6	7.8	(2.6)	439.9	(18.3)
세전이익	519.9	71.1	527.0	526.9	349.8	(32.7)	(33.6)	452.7	(22.7)
지배순이익	393.9	66.9	398.7	386.9	271.1	(31.2)	(29.9)	361.3	(25.0)
영업이익률	6.4	2.5	10.6	6.4	6.0	(0.4)	(0.4)	7.6	(1.6)
세전이익률	10.0	1.5	10.1	9.1	5.8	(4.2)	(3.2)	7.9	(2.0)
지배주주순이익률	7.6	1.4	7.7	6.7	4.5	(3.1)	(2.1)	6.3	(1.8)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	12.4%		ROE(지배주주지분)	18.8%	12.5%	13.7%	11.5%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%		Target ROE	12.4%			
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	2.09						
1Q19E EPS(지배주주지분)	63,649						
Target Price	132,822						

자료: S-OIL, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	5,525	8,053	9,201	7,941	7,955
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	8,251				
2Q19E EPS	8,053				
2Q20E EPS	9,201				

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	99,006	103,132	107,257	111,382	115,507	119,633	123,758	127,883	132,008	136,134
TP by 2Q19E EPS	96,639	100,666	104,692	108,719	112,745	116,772	120,799	124,825	128,852	132,879
TP by 2Q20E EPS	110,415	115,016	119,616	124,217	128,818	133,418	138,019	142,620	147,220	151,821

자료: S-OIL, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

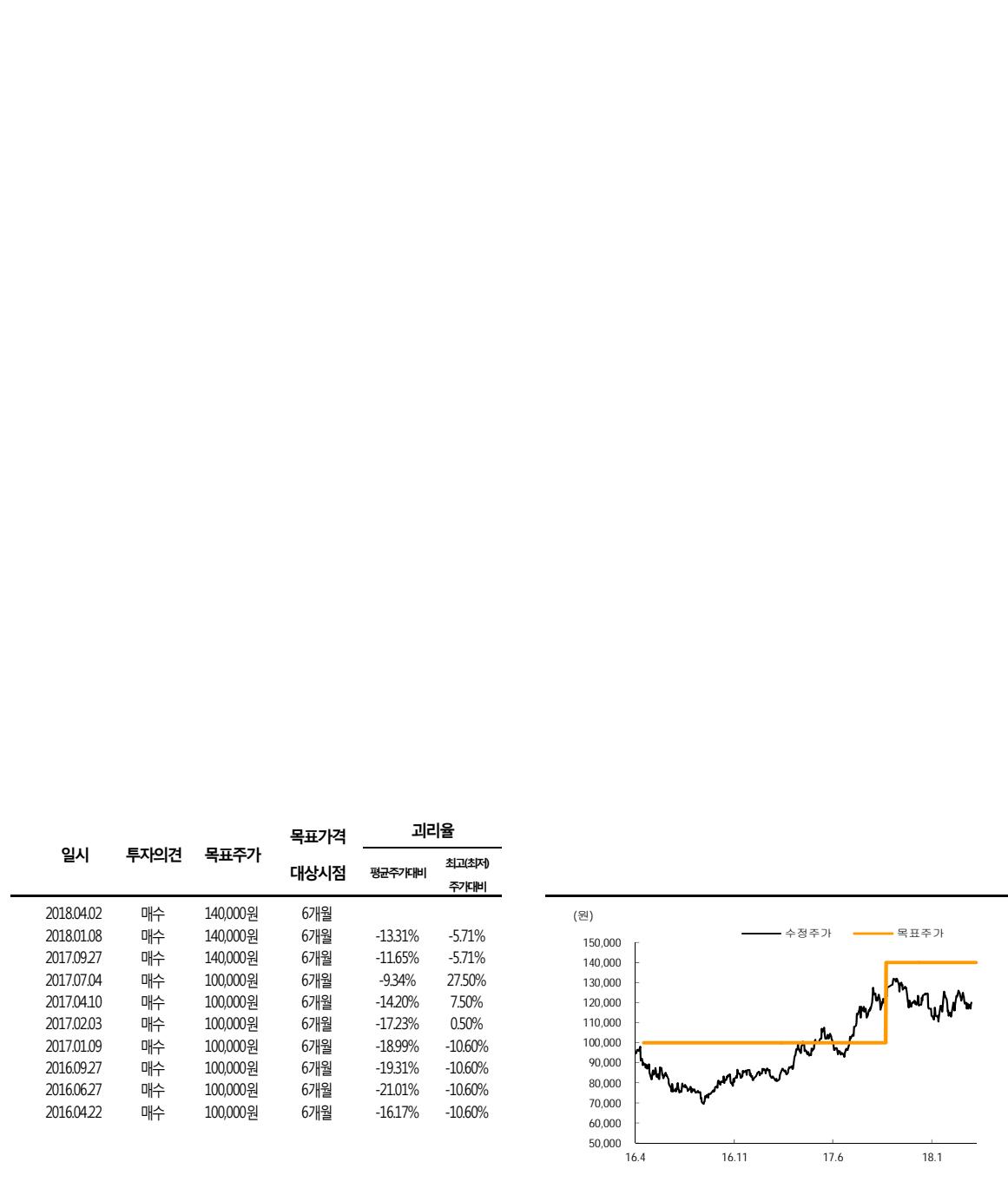
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	20,865.7	22,555.0	21,509.9	20,891.4	24,007.4	19,883.3	0.1%	6.4%	-7.6%
YoY %	27.8%	8.1%	-4.6%	28.0%	14.9%	-17.2%			
영업이익	1,450.7	1,277.0	1,307.7	1,373.3	1,241.4	1,308.9	-5.3%	-2.8%	0.1%
YoY %	-10.3%	-12.0%	2.4%	-15.1%	-9.6%	5.4%			
EBITDA	1,740.0	1,560.5	1,591.1	1,667.4	1,524.9	1,592.4	-4.2%	-2.3%	0.1%
YoY %	-8.6%	-10.3%	2.0%	-12.4%	-8.5%	4.4%			
순이익	1,156.2	993.9	1,021.7	1,246.5	961.8	1,005.4	7.8%	-3.2%	-1.6%
YoY %	-4.1%	-14.0%	2.8%	3.4%	-22.8%	4.5%			

자료: S-OIL, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	6,017.5	5,741.6	5,449.3	5,346.6	5,995.1	6,221.5	6,273.3	5,517.6	-0.4%	8.4%	15.1%	3.2%
YoY %	15.7%	23.1%	4.6%	-7.6%	15.3%	33.4%	20.4%	-5.1%				
QoQ %	4.0%	-4.6%	-5.1%	-1.9%	3.1%	3.8%	0.8%	-12.0%				
영업이익	464.8	350.0	239.1	223.1	359.6	325.8	357.5	198.7	-22.6%	-6.9%	49.5%	-10.9%
YoY %	39.4%	198.4%	-56.8%	-50.1%	7.8%	177.8%	-35.4%	-46.2%				
QoQ %	4.0%	-24.7%	-31.7%	-6.7%	-2.6%	-9.4%	9.7%	-44.4%				
EBITDA	535.6	420.8	310.0	294.0	430.4	396.6	428.3	269.6	-19.6%	-5.8%	38.2%	-8.3%
YoY %	31.7%	119.6%	-50.3%	-43.2%	5.8%	106.9%	-31.4%	-38.8%				
QoQ %	3.5%	-21.4%	-26.3%	-5.2%	-2.2%	-7.9%	8.0%	-37.1%				
순이익	351.5	285.9	217.8	138.7	271.1	258.9	319.7	112.0	-22.9%	-9.4%	46.8%	-19.2%
YoY %	-10.8%	327.3%	-45.4%	-53.3%	-31.2%	286.9%	-19.8%	-71.1%				
QoQ %	18.5%	-18.7%	-23.8%	-36.3%	-29.9%	-4.5%	23.5%	-65.0%				

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 (2018년 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,974	6,775	6,473	6,377	6,293
현금및현금성자산	767	480	409	810	1,047
매출채권및기타채권	1,309	1,744	1,655	1,465	1,341
재고자산	2,423	2,791	2,650	2,346	2,148
비유동자산	5,985	8,313	8,749	8,864	8,959
장기금융자산	118	158	158	158	158
유형자산	5,711	7,969	8,405	8,520	8,615
무형자산	54	105	105	105	105
자산총계	13,959	15,087	15,222	15,241	15,251
유동부채	4,833	4,544	4,404	4,105	3,910
단기금융부채	2,197	1,377	1,377	1,377	1,377
매입채무 및 기타채무	2,152	2,750	2,609	2,310	2,116
단기충당부채	2	2	2	2	2
비유동부채	2,735	3,700	3,700	3,700	3,700
장기금융부채	2,564	3,475	3,475	3,475	3,475
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,567	8,245	8,104	7,805	7,611
지배주주지분	6,392	6,843	7,117	7,436	7,641
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	4,745	5,198	5,473	5,791	5,996
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,392	6,843	7,117	7,436	7,641
부채와자본총계	13,959	15,087	15,222	15,241	15,251

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,722	1,143	1,972	2,168	1,955
당기순이익(순실)	1,205	1,246	962	1,005	892
비현금성항목등	694	619	879	879	879
유형자산감가상각비	287	294	283	283	283
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(408)	(325)	(596)	(596)	(596)
운전자본감소(증가)	(188)	(236)	131	283	184
매출채권및기타채권의 감소증가)	(123)	(384)	79	168	109
재고자산감소(증가)	(825)	(367)	141	304	197
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	551	593	(88)	(189)	(123)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	370	398	560	560	560
투자활동현금흐름	(1,967)	(832)	(720)	(398)	(378)
금융자산감소(증가)	(936)	1,723	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,056)	(2,411)	(720)	(398)	(378)
무형자산감소(증가)	(7)	(1)	0	0	0
기타	32	(142)	0	0	0
재무활동현금흐름	811	(598)	(687)	(687)	(687)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,021	205	0	0	0
자본의증가(감소)	7	3	0	0	0
배당금의 지급	210	803	687	687	687
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	566	(287)	(71)	401	238
기초현금	201	767	480	409	810
기말현금	767	480	409	810	1,047
FCF	1,065	(1,732)	616	1,097	993

자료 : S-Oil, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,322	20,891	24,007	19,883	18,925
매출원가	14,021	18,783	21,790	17,766	16,917
매출총이익	2,301	2,108	2,217	2,117	2,008
매출총이익률 (%)	14.1	10.1	9.2	10.6	10.6
판매비와관리비	684	735	976	808	769
영업이익	1,617	1,373	1,241	1,309	1,239
영업이익률 (%)	9.9	6.6	5.2	6.6	6.5
비영업순익	(42)	272	(0)	(12)	(88)
순금융비용	154	117	623	612	536
외환관련손익	(67)	242	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	7	5	5	5	5
세전계속사업이익	1,575	1,645	1,241	1,297	1,151
세전계속사업이익률 (%)	9.7	7.9	5.2	6.5	6.1
계속사업법인세	370	398	279	292	259
계속사업이익	1,205	1,246	962	1,005	892
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,205	1,246	962	1,005	892
순이익률 (%)	7.4	6.0	4.0	5.1	4.7
지배주주	1,205	1,246	962	1,005	892
지배주주구속 순이익률(%)	7.4	6.0	4.0	5.1	4.7
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,211	1,254	962	1,005	892
지배주주	1,211	1,254	962	1,005	892
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,904	1,667	1,525	1,592	1,522

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(8.8)	28.0	14.9	(17.2)	(4.8)
영업이익	97.8	(15.1)	(9.6)	5.4	(5.4)
세전계속사업이익	93.8	4.4	(24.6)	4.5	(11.3)
EBITDA	74.5	(12.4)	(8.5)	4.4	(4.4)
EPS(계속사업)	89.9	3.6	(23.3)	4.7	(11.6)
수익성 (%)					
ROE	20.5	18.8	13.8	13.8	11.8
ROA	9.7	8.6	6.3	6.6	5.8
EBITDA/마진	11.7	8.0	6.4	8.0	8.0
안정성 (%)					
유동비율	165.0	149.1	147.0	155.4	160.9
부채비율	118.4	120.5	113.9	105.0	99.6
순자본/자기자본	2.5	38.8	38.3	31.3	27.4
EBITDA/이자비용(배)	0.4	(0.1)	(0.1)	0.0	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,494	10,870	8,341	8,729	7,719
BPS	55,582	59,440	61,797	64,528	66,285
CFPS	13,071	11,448	10,682	11,130	10,665
주당 현금배당금	6,200	5,900	5,900	5,900	5,900
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.1	10.8	14.4	13.7	15.5
PER(최저)	5.2	9.7	9.1	8.7	9.1
PBR(최고)	1.5	2.0	1.9	1.9	1.8
PBR(최저)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
PCR	6.5	10.2	11.2	10.8	11.3
EV/EBITDA(최고)	5.2	9.7	9.1	8.7	9.1
EV/EBITDA(최저)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5