

SK COMPANY Analysis



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	5,770 십억원
주요주주	
허창수(와48)	46.84%
국민연금공단	10.96%
외국인지분율	19.70%
배당수익률	2.90%

Stock Data

주가(18/04/01)	62,100 원
KOSPI	2445.85 pt
52주 Beta	0.58
52주 최고가	76,700 원
52주 최저가	56,800 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.1%	-6.8%
6개월	-5.3%	-7.3%
12개월	7.4%	-4.9%

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

칼텍스의 실적호조가 올 해도 이어질 지가 관건

1Q18 영업이익은 4,563 억원으로 추정되어 컨센서스를 -18.3% 하회할 것으로 판단함. 유가약세와 환율강세가 동시에 나타나면서 칼텍스 내 정유사업부 실적이 부진할 것으로 추정함. 지난 2년 간 칼텍스는 실적 호조를 보여줬음. 다만 유가의 추가상승여력이 제한 되고, 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 4,563 억원(QoQ -15.0% / YoY -29.3%) 추정

3/30 기준 컨센서스 5,585 억원 대비 -18.3% 하회하는 수치임. 이익이 약세 국면에 진입한 원인은 핵심 자회사 GS 칼텍스에서 원인을 찾아야 함. 정유사업부는 유가와 환율 때문에 약세가 불가피함. 전분기 말 \$65/bbl 에 육박하던 Dubai 유는 3 월 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 margin 은 3Q 1.3 만원/bbl → 4Q 1.2 만원/bbl → 1Q 0.9 만원/bbl 로 하락하였음. 화학과 윤활유는 견조한 추세가 이어진 것으로 판단함. 다만 발전 자회사들은 SMP 의 상승효과로서 이익기여가 기대됨

더 좋아질 수 있겠느냐가 관건임

지난 2년 간 사상 최대 국면의 shortage 를 경험함과 동시에 유가까지 반등해지면서 칼텍스의 영업이익은 실적 rally 를 지속하였음. 다만 올 해도 그 추세가 이어질 수 있을 지는 의문임. 유가는 아람코 IPO 이전 사우디의 “Mr. Everything” Mohammed Bin Salman 의 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 80,000 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	12,179.5	13,462.4	16,209.9	16,976.1	18,410.0	18,844.6
yoy	%	12.1	10.5	20.4	4.7	8.4	2.4
영업이익	십억원	1,604.3	1,754.2	2,071.2	1,819.5	1,937.4	1,777.0
yoy	%	흑전	9.3	18.1	(12.2)	6.5	(8.3)
EBITDA	십억원	1,604.3	1,754.2	2,071.2	1,819.5	1,937.4	1,777.0
세전이익	십억원	1,309.1	1,629.1	1,907.6	1,640.8	1,735.7	1,546.1
순이익(지배주주)	십억원	492.2	805.7	986.2	989.5	1,127.2	1,004.1
영업이익률%	%	13.2	13.0	12.8	10.7	10.5	9.4
EBITDA%	%	13.2	13.0	12.8	10.7	10.5	9.4
순이익률	%	4.0	6.0	6.1	5.8	6.1	5.3
EPS	원	5,268	8,640	10,578	10,649	12,132	10,807
PER	배	9.6	6.3	5.9	5.8	5.1	5.7
PBR	배	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	7.7	6.7	6.4	3.2	3.0	3.3
ROE	%	8.1	12.1	13.4	12.0	12.1	9.7
순차입금	십억원	7,511	6,607	7,504	6,391	6,714	7,129
부채비율	%	134.9	128.0	127.7	115.2	106.1	98.7

1Q18 preview

(단위: % 십억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,918.1	3,855.6	4,229.2	4,207.1	4,017.5	2.5	(4.5)	4,196.0	(4.3)
영업이익	645.6	391.9	496.7	537.1	456.3	(29.3)	(15.0)	558.5	(18.3)
세전이익	639.4	345.6	449.5	473.1	413.1	(35.4)	(12.7)	529.9	(22.0)
지배순이익	401.1	134.2	234.1	216.8	249.1	(37.9)	14.9	279.3	(10.8)
영업이익률	16.5	10.2	11.7	12.8	11.4	(5.1)	(1.4)	13.3	(2.0)
세전이익률	16.3	9.0	10.6	11.2	10.3	(6.0)	(1.0)	12.6	(2.3)
지배주주순이익률	10.2	3.5	5.5	5.2	6.2	(4.0)	1.0	6.7	(0.5)

자료: SK 증권 Fnguide

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법적용 투자주식)					
비상장사					
칼텍스	6,086.4			50.0%	Target P/B = 1.07x
스푸츠	15.6	15.6		100.0%	3Q17말 장부가반영
EPS	493.4	704.9		70.0%	3Q17말 장부가반영
E&R	173.7	269.7		64.4%	3Q17말 장부가반영
파워	462.2	924.5		50.0%	3Q17말 장부가반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,267.0	1,267.0		100.0%	3Q17말 장부가반영
상장사					
리테일	1,322.4		2,514.1	65.8%	3/30 MV 대비 할인률 20% 적용
홈쇼핑	296.9		1,237.0	30.0%	3/30 MV 대비 할인률 20% 적용
글로벌	136.0		304.1	55.9%	3/30 MV 대비 할인률 20% 적용
임대수익	4,136.9				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	887.3				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	15,277.7				
Non-Operating Value					
현금 및 현금성자산	705.7				
단기금융자산	697.8				
	8.0				
Debt	8,525.2				
Firm Value	7,458.3				
우선주사기총액	73.7				
Equity Value	7,384.6				
기밀발행주식수(보통, 천주)	92,915				
Target Price	79,476				

자료: GS, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	16,076.7	16,491.7	17,541.8	16,209.9	16,976.1	18,410.0	0.8%	2.9%	4.9%
YoY %	19.4%	2.6%	6.4%	20.4%	4.7%	8.4%			
영업이익	2,050.8	1,806.5	1,879.8	2,071.2	1,819.5	1,937.4	1.0%	0.7%	3.1%
YoY %	16.9%	-11.9%	4.1%	18.1%	-12.2%	6.5%			
EBITDA	2,050.8	1,806.5	1,879.8	2,071.2	1,819.5	1,937.4	1.0%	0.7%	3.1%
YoY %	16.9%	-11.9%	4.1%	18.1%	-12.2%	6.5%			
순이익	1,049.6	950.9	1,051.1	986.2	989.5	1,127.2	-6.0%	4.1%	7.2%
YoY %	30.3%	-9.4%	10.5%	22.4%	0.3%	13.9%			

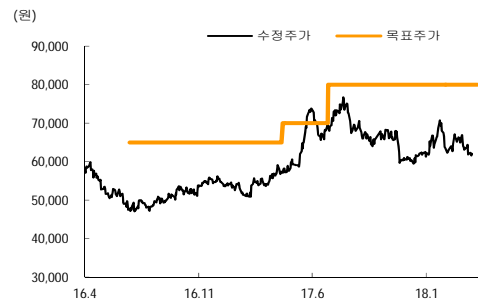
자료: GS, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	3,923.2	4,129.9	4,256.9	4,181.8	4,017.5	4,284.2	4,416.9	4,257.5	2.4%	3.7%	3.8%	1.8%
YoY %	0.1%	7.1%	0.7%	2.6%	2.5%	11.1%	4.4%	1.2%				
QoQ %	-3.7%	5.3%	3.1%	-1.8%	-4.5%	6.6%	3.1%	-3.6%				
영업이익	497.8	468.9	427.5	412.3	456.3	487.0	443.9	432.3	-8.3%	3.9%	3.8%	4.9%
YoY %	-22.9%	19.7%	-13.9%	-20.2%	-29.3%	24.3%	-10.6%	-19.5%				
QoQ %	-3.7%	-5.8%	-8.8%	-3.6%	-15.0%	6.7%	-8.8%	-2.6%				
EBITDA	497.8	468.9	427.5	412.3	456.3	487.0	443.9	432.3	-8.3%	3.9%	3.8%	4.9%
YoY %	-22.9%	19.7%	-13.9%	-20.2%	-29.3%	24.3%	-10.6%	-19.5%				
QoQ %	-3.7%	-5.8%	-8.8%	-3.6%	-15.0%	6.7%	-8.8%	-2.6%				
순이익	267.8	249.1	223.1	210.9	249.1	267.3	241.1	232.0	-7.0%	7.3%	8.1%	10.0%
YoY %	-33.2%	85.6%	-4.7%	-24.7%	-37.9%	99.2%	3.0%	7.0%				
QoQ %	-4.5%	-7.0%	-10.4%	-5.5%	14.9%	7.3%	-9.8%	-3.8%				

자료: GS, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.04.02	매수	80,000원	6개월		
2018.01.08	매수	80,000원	6개월	-17.37%	-4.13%
2017.09.27	매수	80,000원	6개월	-16.72%	-4.13%
2017.07.04	매수	80,000원	6개월	-12.51%	-4.13%
2017.04.10	매수	70,000원	6개월	-7.12%	5.43%
2017.01.09	매수	65,000원	6개월	-19.10%	-9.08%
2016.09.27	매수	65,000원	6개월	-20.40%	-13.54%
2016.06.27	매수	65,000원	6개월	-24.04%	-18.15%



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 (2018 년 4 월 2 일 기준)

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

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,473	2,875	3,978	3,826	3,451
현금및현금성자산	504	723	1,836	1,514	1,099
매출채권및기타채권	1,160	1,146	1,160	1,270	1,296
재고자산	335	533	539	590	601
비유동자산	17,868	19,129	19,113	20,447	21,766
장기금융자산	291	329	271	271	271
유형자산	7,866	8,401	9,165	9,994	10,842
무형자산	1,890	1,788	1,788	1,788	1,788
자산총계	20,341	22,004	23,091	24,273	25,217
유동부채	3,771	4,451	4,468	4,606	4,638
단기금융부채	1,980	2,372	2,372	2,372	2,372
매입채무 및 기타채무	1,183	1,461	1,478	1,616	1,648
단기충당부채	5	17	17	17	17
비유동부채	7,650	7,890	7,890	7,890	7,890
장기금융부채	6,574	6,711	6,711	6,711	6,711
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	126	111	111	111	111
부채총계	11,421	12,341	12,359	12,496	12,529
지배주주지분	6,964	7,730	8,800	9,845	10,756
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,270	1,188	1,188	1,188	1,188
기타자본구성요소	(3,107)	(2,943)	(2,943)	(2,943)	(2,943)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	8,348	9,186	10,082	11,126	12,038
비지배주주지분	1,956	1,932	1,932	1,932	1,932
자본총계	8,920	9,663	10,733	11,777	12,689
부채외자본총계	20,341	22,004	23,091	24,273	25,217

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	852	1,306	2,018	2,121	2,028
당기순이익(손실)	923	1,092	1,067	1,215	1,082
비현금성항목등	597	847	958	958	958
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(597)	(847)	(958)	(958)	(958)
운전자본감소(증가)	(113)	7	(7)	(52)	(12)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(280)	(8)	(12)	(97)	(23)
재고자산감소(증가)	(53)	(198)	(6)	(50)	(12)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	151	181	12	95	22
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	662	816	958	958	958
투자활동현금흐름	(524)	(1,418)	(764)	(828)	(848)
금융자산감소(증가)	(199)	(77)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(894)	(1,099)	(764)	(828)	(848)
무형자산감소(증가)	(42)	(45)	0	0	0
기타	611	(197)	0	0	0
재무활동현금흐름	(336)	335	(171)	(171)	(171)
단기금융부채증가(감소)	(6)	(7)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(180)	798	0	0	0
자본의증가(감소)	29	19	0	0	0
배당금의 지급	172	188	171	171	171
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(3)	219	1,113	(322)	(415)
기초현금	507	504	723	1,836	1,514
기말현금	504	723	1,836	1,514	1,099
FCF	1,171	(331)	414	495	388

자료 : GS, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	13,462	16,210	16,976	18,410	18,845
매출원가	10,273	12,449	13,411	14,579	15,130
매출총이익	3,189	3,761	3,565	3,831	3,715
매출총이익률 (%)	23.7	23.2	21.0	20.8	19.7
판매비와관리비	1,435	1,690	1,746	1,893	1,938
영업이익	1,754	2,071	1,820	1,937	1,777
영업이익률 (%)	13.0	12.8	10.7	10.5	9.4
비영업손익	(125)	(164)	(179)	(202)	(231)
순금융비용	79	86	159	136	107
외환관련손익	4	2	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,629	1,908	1,641	1,736	1,546
세전계속사업이익률 (%)	12.1	11.8	9.7	9.4	8.2
계속사업법인세	663	816	574	521	464
계속사업이익	966	1,092	1,067	1,215	1,082
중단사업이익	(43)	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	923	1,092	1,067	1,215	1,082
순이익률 (%)	6.9	6.7	6.3	6.6	5.7
지배주주	806	986	989	1,127	1,004
지배주주귀속 순이익률(%)	6.0	6.1	5.8	6.1	5.3
비지배주주	118	106	77	88	78
총포괄이익	941	945	1,067	1,215	1,082
지배주주	828	837	989	1,127	1,004
비지배주주	113	108	77	88	78
EBITDA	1,754	2,071	1,820	1,937	1,777

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	10.5	20.4	4.7	8.4	2.4
영업이익	9.3	18.1	(12.2)	6.5	(8.3)
세전계속사업이익	24.4	17.1	(14.0)	5.8	(10.9)
EBITDA	9.3	18.1	(12.2)	6.5	(8.3)
EPS(계속사업)	64.0	22.4	0.7	13.9	(10.9)
수익성 (%)					
ROE	12.1	13.4	12.0	12.1	9.7
ROA	4.7	5.2	4.7	5.1	4.4
EBITDA마진	13.0	12.8	10.7	10.5	9.4
안정성 (%)					
유동비율	65.6	64.6	89.0	83.1	74.4
부채비율	128.0	127.7	115.2	106.1	98.7
순차입금/자기자본	74.1	77.7	59.6	57.0	56.2
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.1	(0.0)	0.0	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,640	10,578	10,649	12,132	10,807
BPS	57,738	67,973	79,271	90,300	99,928
CFPS	10,987	12,517	12,489	14,321	13,135
주당 현금배당금	1,600	1,800	1,800	1,800	1,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.3	5.9	5.8	5.1	5.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
PBR(최저)					
PCR	4.9	5.0	5.0	4.3	4.7
EV/EBITDA(최고)	6.7	6.4	3.2	3.0	3.3
EV/EBITDA(최저)					