

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	4,776 십억원
주요주주	
하창수(와48)	47.04%
국민연금공단	11.38%
외국인지분률	20.10%
배당수익률	3.50%

Stock Data

주가(18/07/06)	51,400 원
KOSPI	2,272.87 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	76,700 원
52주 최저가	50,800 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.7%	-4.7%
6개월	-17.4%	-9.2%
12개월	-24.4%	-20.6%

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

2Q18 Preview: 하반기 유가 움직임이 중요

2Q18 영업이익 5,950 억원으로 추정하여 시장 컨센서스에 부합할 것으로 판단함. 기본적으로 유가 상승으로 인하여 GS 칼텍스는 실적이 호조였을 것으로 판단함. SMP 강세로 발전자회사도 기대할 수 있음 다만 미국-사우디-러시아의 증산의지를 감안할 때 하반기에는 추가적인 유가 상승여력이 제한적일 수밖에 없고, 이는 동사의 증익 추세에 부담요인임. 순수화학대비 안정적인 것은 여전하지만, 주가의 추가상승여력은 제한적임

2Q18 영업이익 5,950 억원(QoQ +5.0% / YoY +51.8%) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 5,567 억원 대비 +6.9% 상회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적수준 예상함. 핵심계열사 GS 칼텍스에서 정유사업부는 호조세를 이어갔을 것으로 추정함. 비록 spot 정제마진은 하락했지만 유가상승과 동반하여 환율을 감안한 1M lagging margin은 배럴 당 1Q 8.9 천원 → 2Q 12.8 천원으로 상승하였기 때문임. 동 수치는 2017년 하반기 때의 그것과 거의 유사할 정도로 높은 것임. 다만 화학사업부는 원재료 납사의 상승(\$580/t → \$644/t) 대비 PX(1Q \$950/t → 2Q \$976/t)의 상승폭이 크지 않아 이전과 크게 다르지 않은 실적 수준 예상됨. 또한 지속적인 SMP 가격상승세로 인하여 발전 자회사의 이익기여도 금번 분기 역시 높았을 것으로 기대됨

트럼프와 사우디의 합작 증산, 유가에 대한 부담 본격화

2018년 상반기 유가는 fundamental과 무관하게 지정학적 요인으로 상승을 지속했지만, 최근 트럼프와 사우디는 증산을 통해 유가 안정화를 추진하고 있음. 러시아까지 이 흐름에 동조했기 때문에 세계 산유량의 40%를 차지하는 이들의 적극적인 대응책은 유가의 방향성을 바꿔놓을 수 있을 것으로 판단함. 이럴 경우 2016년 이후 지속되었던 유가상승 호재는 이익에서 소멸될 개연성이 있음. 또한 SMP 하락과 연결될 수 있음

목표주가 80,000 원 / 투자의견 매수 유지

아직 유가하락의 움직임이 나타나지는 않았고, 여전히 호조인 실적과 타이트한 수급현황을 감안할 때 현재 down-turn에 진입한 순수화학 대비 매력은 아직 높은 것으로 판단함. 다만 증익여력이 제한적인 상황에서 추가적인 주가 상승여력 또한 제한적임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	12,179.5	13,462.4	16,209.9	18,680.1	19,572.1	20,031.9
yoY	%	12.1	10.5	20.4	15.2	4.8	2.3
영업이익	십억원	1,604.3	1,754.2	2,071.2	2,153.8	1,792.3	1,664.4
yoY	%	9.3	8.1	14.0	(16.8)	(7.1)	
EBITDA	십억원	1,604.3	1,754.2	2,071.2	2,153.8	1,792.3	1,664.4
세전이익	십억원	1,309.1	1,629.1	1,907.6	1,966.7	1,591.8	1,447.2
순이익(지배주주)	십억원	492.2	805.7	986.2	1,069.0	1,002.9	911.7
영업이익률%	%	13.2	13.0	12.8	11.5	9.2	8.3
EBITDA%	%	13.2	13.0	12.8	11.5	9.2	8.3
순이익률	%	4.0	6.0	6.1	5.7	5.1	4.6
EPS	원	5,268	8,640	10,578	11,505	10,793	9,813
PER	배	9.6	6.3	5.9	5.4	5.8	6.3
PBR	배	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	7.7	6.7	6.4	2.7	3.3	3.5
ROE	%	8.1	12.1	13.4	13.0	10.9	9.0
순차입금	십억원	7,511	6,607	7,504	5,518	5,852	6,273
부채비율	%	134.9	128.0	127.7	116.9	108.3	101.3

2Q18 preview

(단위 % 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,855.6	4,229.2	4,207.1	4,456.2	4,725.1	22.6	6.0	4,438.6	6.5
영업이익	391.9	496.7	537.1	566.5	595.0	51.8	5.0	559.2	6.4
세전이익	345.6	449.5	473.1	520.8	548.7	58.8	5.4	496.9	10.4
지배순이익	134.2	234.1	216.8	223.1	321.0	139.2	43.9	251.0	27.9
영업이익률	10.2	11.7	12.8	12.7	12.6	2.4	(0.1)	12.6	(0.0)
세전이익률	9.0	10.6	11.2	11.7	11.6	2.6	(0.1)	11.2	0.4
지배주주순이익률	3.5	5.5	5.2	5.0	6.8	3.3	1.8	5.7	1.1

자료: SK 증권 Fnguide

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법 적용 투자주식)					
비상장사					
칼텍스	5,903.8			50.0%	Target P/B = 1.02x
스포츠	8.2	8.2		100.0%	1Q18 말 장부기반영
EPS	506.0	722.8		70.0%	1Q18 말 장부기반영
E&R	200.5	311.4		64.4%	1Q18 말 장부기반영
파워	474.1	948.2		50.0%	1Q18 말 장부기반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,248.1	1,248.1		100.0%	1Q18 말 장부기반영
상장사					
리테일	1,691.0		3,214.8	65.8%	7/6 MV 대비 할인률 20% 적용
홈쇼핑	297.0		1,237.7	30.0%	7/6 MV 대비 할인률 20% 적용
글로벌	122.4		273.6	55.9%	7/6 MV 대비 할인률 20% 적용
임대수익	3,636.3				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	630.1				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	14,717.5				
Non-Operating Value					
현금 및 현금성자산	723.2				
단기금융자산	357.1				
Debt	8,436.4				
Firm Value					
우선주시가총액	73.7				
Equity Value	7,287.7				
기밀별행주식수(보통, 천주)	92,915				
Target Price	78,434				

자료: GS, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	16,209.9	16,976.1	18,410.0	16,209.9	18,680.1	19,572.1	0.0%	10.0%	6.3%
YoY %	20.4%	4.7%	8.4%	20.4%	15.2%	4.8%			
영업이익	2,071.2	1,819.5	1,937.4	2,071.2	2,153.8	1,792.3	0.0%	18.4%	-7.5%
YoY %	18.1%	-12.2%	6.5%	18.1%	4.0%	-16.8%			
EBITDA	2,071.2	1,819.5	1,937.4	2,071.2	2,153.8	1,792.3	0.0%	18.4%	-7.5%
YoY %	18.1%	-12.2%	6.5%	18.1%	4.0%	-16.8%			
순이익	986.2	989.5	1,127.2	986.2	1,069.0	1,002.9	0.0%	8.0%	-11.0%
YoY %	22.4%	0.3%	13.9%	22.4%	8.4%	-6.2%			

자료: GS, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	4,284.2	4,416.9	4,257.5	4,327.2	4,725.1	4,865.7	4,633.1	4,616.3	10.3%	10.2%	8.8%	6.7%
YoY %	11.1%	4.4%	1.2%	7.7%	22.6%	15.1%	10.1%	3.6%				
QoQ %	6.6%	3.1%	-3.6%	1.6%	6.0%	3.0%	-4.8%	-0.4%				
영업이익	487.0	443.9	432.3	485.5	595.0	535.1	457.1	447.2	22.2%	20.6%	5.7%	-7.9%
YoY %	24.3%	-10.6%	-19.5%	6.4%	51.8%	7.7%	-14.9%	-21.1%				
QoQ %	6.7%	-8.8%	-2.6%	12.3%	5.0%	-10.1%	-14.6%	-2.2%				
EBITDA	487.0	443.9	432.3	485.5	595.0	535.1	457.1	447.2	22.2%	20.6%	5.7%	-7.9%
YoY %	24.3%	-10.6%	-19.5%	6.4%	51.8%	7.7%	-14.9%	-21.1%				
QoQ %	6.7%	-8.8%	-2.6%	12.3%	5.0%	-10.1%	-14.6%	-2.2%				
순이익	267.3	241.1	232.0	283.9	321.0	285.9	239.0	250.9	20.1%	18.6%	3.0%	-11.6%
YoY %	99.2%	3.0%	7.0%	14.0%	139.2%	22.1%	10.2%	12.5%				
QoQ %	7.3%	-9.8%	-3.8%	22.4%	43.9%	-10.9%	-16.4%	5.0%				

자료: GS, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,473	2,875	4,378	4,161	3,784
현금및현금성자산	504	723	2,216	1,882	1,460
매출채권및기타채권	1,160	1,146	1,263	1,337	1,364
재고자산	335	533	438	463	473
비유동자산	17,868	19,129	18,768	20,033	21,292
장기금융자산	291	329	282	282	282
유형자산	7,866	8,401	8,998	9,819	10,659
무형자산	1,890	1,788	1,772	1,772	1,772
자산총계	20,341	22,004	23,145	24,194	25,076
유동부채	3,771	4,451	5,052	5,157	5,196
단기금융부채	1,980	2,372	2,856	2,856	2,856
매입채무 및 기타채무	1,183	1,461	1,848	1,954	1,992
단기충당부채	5	17	10	10	10
비유동부채	7,650	7,890	7,424	7,424	7,424
장기금융부채	6,574	6,711	6,173	6,173	6,173
장기매입채무 및 기타채무	0	0	352	352	352
장기충당부채	126	111	112	112	112
부채총계	11,421	12,341	12,476	12,581	12,620
지배주주지분	6,964	7,730	8,724	9,667	10,510
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	10,005	10,949	11,791
비자매주주지분	1,956	1,932	1,946	1,946	1,946
자본총계	8,920	9,663	10,670	11,614	12,456
부채와자본총계	20,341	22,004	23,145	24,194	25,076

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	852	1,306	2,234	2,124	2,013
당기순이익(순실)	923	1,092	1,212	1,114	1,013
비현금성항목등	597	847	1,085	994	994
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(597)	(847)	(1,085)	(994)	(994)
운전자본감소(증가)	(113)	7	(111)	16	6
매출채권및기타채권의 감소증가)	(280)	(8)	(95)	(64)	(24)
재고자산감소(증가)	(53)	(198)	94	(25)	(9)
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	151	181	839	105	39
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	662	816	994	994	994
투자활동현금흐름	(524)	(1,418)	(713)	(821)	(840)
금융자산감소(증가)	(199)	(77)	98	0	0
유형자산감소(증가)	(894)	(1,099)	(784)	(821)	(840)
무형자산감소(증가)	(42)	(45)	(9)	0	0
기타	611	(197)	(19)	0	0
재무활동현금흐름	(336)	335	(253)	(171)	(171)
단기금융부채증가(감소)	(6)	(7)	(2)	0	0
장기금융부채증가(감소)	(180)	798	(51)	0	0
자본의증가(감소)	29	19	0	0	0
배당금의 지급	172	188	201	171	171
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(3)	219	1,492	(334)	(421)
기초현금	507	504	723	2,216	1,882
기말현금	504	723	2,216	1,882	1,460
FCF	1,171	(331)	951	421	320

자료 : GS, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	13,462	16,210	18,680	19,572	20,032
매출원가	10,273	12,449	14,573	15,733	16,273
매출총이익	3,189	3,761	4,107	3,839	3,759
매출총이익률 (%)	23.7	23.2	22.0	19.6	18.8
판매비와관리비	1,435	1,690	1,953	2,047	2,095
영업이익	1,754	2,071	2,154	1,792	1,664
영업이익률 (%)	13.0	12.8	11.5	9.2	8.3
비영업손익	(125)	(164)	(187)	(200)	(217)
순금융비용	79	86	88	90	74
외환관련손익	4	2	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,629	1,908	1,967	1,592	1,447
세전계속사업이익률 (%)	12.1	11.8	10.5	8.1	7.2
계속사업법인세	663	816	754	478	434
계속사업이익	966	1,092	1,212	1,114	1,013
중단사업이익	(43)	0	(0)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	923	1,092	1,212	1,114	1,013
순이익률 (%)	6.9	6.7	6.5	5.7	5.1
지배주주	806	986	1,069	1,003	912
지배주주구속 순이익률(%)	6.0	6.1	5.7	5.1	4.6
비지배주주	118	106	143	111	101
총포괄이익	941	945	1,162	1,114	1,013
지배주주	828	837	1,052	1,003	912
비지배주주	113	108	110	111	101
EBITDA	1,754	2,071	2,154	1,792	1,664

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	10.5	20.4	15.2	4.8	2.3
영업이익	9.3	18.1	4.0	(16.8)	(7.1)
세전계속사업이익	24.4	17.1	3.1	(19.1)	(9.1)
EBITDA	9.3	18.1	4.0	(16.8)	(7.1)
EPS(계속사업)	64.0	22.4	8.8	(6.2)	(9.1)
수익성 (%)					
ROE	12.1	13.4	13.0	10.9	9.0
ROA	4.7	5.2	5.4	4.7	4.1
EBITDA/마진	13.0	12.8	11.5	9.2	8.3
안정성 (%)					
유동비율	65.6	64.6	86.7	80.7	72.8
부채비율	128.0	127.7	116.9	108.3	101.3
순차입금/자기자본	74.1	77.7	51.7	50.4	50.4
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.1	0.0	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,640	10,578	11,505	10,793	9,813
BPS	57,738	67,973	78,844	88,810	97,706
CFPS	10,987	12,517	14,023	13,248	12,303
주당 현금배당금	1,600	1,800	1,800	1,800	1,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.3	5.9	5.4	5.8	6.3
PER(최저)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
PBR(최고)	4.9	5.0	4.4	4.7	5.0
PBR(최저)	6.7	6.4	2.7	3.3	3.5