

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	5,120 십억원
주요주주	
허창수(와48)	47.27%
국민연금공단	11.38%
외국인지분율	20.70%
배당수익률	3.30%

Stock Data

주가(18/09/28)	55,100 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	70,700 원
52주 최저가	50,700 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.3%	-0.4%
6개월	-11.4%	-8.5%
12개월	-14.7%	-13.6%

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

3Q18 Preview: 정유업종 내 상대적 매력 부각될 수 있는 시점

3Q18 영업이익은 5,887 억원으로 시장 컨센서스에 상회할 것으로 추정됨. 정유 본업이 8월 중순 이후 급반등세를 보였고, 화학에서도 PX 가 호조를 보인 것이 실적 강세의 주요 원인이 될 것으로 기대함. 동시에 순수정유업종이 아니라는 이유로 최근 동종업계 SK 이노베이션, S-Oil 대비 discount 를 부여 받았음. 하지만 오히려 다가올 대규모 신증설 국면에서는 지주사라는 부분이 상대적 매력을 부각시킬 수 있음을 감안해야 함

3Q18 영업이익 5,887 억원(QoQ +5.7% / YoY +18.5%) 추정

9/28 기준 컨센서스 5,487 억원을 +7.3% 상회하는 실적 수준 예상함. 호실적의 가장 큰 원인은 정유 사업부에 있음. 8월 중순까지만 하더라도 좋지 못한 시황을 보였지만, 이후 유가 및 마진반등 효과로 인하여 빠른 실적 회복세를 보였음. 3Q 평균 1M lagging margin(환율반영)은 10.1 천원/bbl로서 2Q 보다는 좋지 못하지만 1Q는 넘어서는 수준에 해당함. 뿐만 아니라 pygas 계열의 강세로 PX 가격도 급반등(2Q \$976/t → 3Q \$1,167/t)하여 실적강세에 기여했을 것으로 판단함

화학의 급락은 정유와 관계없는 현상일까?

롯데케미칼, 한화케미칼, 대한유화로 대변되는 순수화학의 2018년 하반기 이후 급락세는 주식 시장의 큰 화두임. 흥미로운 것은 늘 같은 이익과 주가 패턴을 보여왔던 정유와 순수화학이 최근에는 극명히 다른 움직임을 보이고 있다는 것임. 12M fwd ROE 의 추정치는 유사함에도 불구하고 PBR valuation 은 과거 패턴과 달리 올 해 들어 이격을 나타내면서 사상 최대 수준까지 벌어져 있는데, 이는 정유 업종의 최근 강세에 부담으로 작용할 수밖에 없음. Fundamentally 본다고 하더라도 추가적인 유가 강세가 어렵고, 정유 역시 화학에 뒤이어서 대규모 신증설을 목전에 두고 있다는 것 또한 감안해야 함. 자세한 내용은 10/1 발간 된 Cyclical Bulletin Release 14. 참고 바람)

목표주가 80,000 원 / 투자의견 매수 유지

동사의 주가는 순수정유와 거리가 멀다는 이유로 SK 이노베이션 / S-Oil 대비 discount 를 지속 부여받고 있음. 다만 반대로 차후 다가올 정유의 신증설 국면에서는 오히려 지주사로 접근할 수 있다는 부분이 상대적 매력으로 작용할 수 있음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	12,179.5	13,462.4	16,209.9	18,364.4	18,488.0	19,744.7
yoY	%	12.1	10.5	20.4	13.3	0.7	6.8
영업이익	십억원	1,604.3	1,754.2	2,071.2	2,347.6	2,017.1	2,002.4
yoY	%	9.3	18.1	13.3	(14.1)	(0.7)	
EBITDA	십억원	1,604.3	1,754.2	2,071.2	2,347.6	2,017.1	2,002.4
세전이익	십억원	1,309.1	1,629.1	1,907.6	2,154.5	1,810.9	1,779.8
순이익(지배주주)	십억원	492.2	805.7	986.2	1,024.4	977.9	961.1
영업이익률%	%	13.2	13.0	12.8	12.8	10.9	10.1
EBITDA%	%	13.2	13.0	12.8	12.8	10.9	10.1
순이익률	%	4.0	6.0	6.1	5.6	5.3	4.9
EPS	원	5,268	8,640	10,578	11,026	10,525	10,344
PER	배	9.6	6.3	5.9	5.0	5.2	5.3
PBR	배	1.0	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	7.7	6.7	6.4	2.2	2.6	2.6
ROE	%	8.1	12.1	13.4	12.5	10.7	9.6
순차입금	십억원	7,511	6,607	7,504	5,859	6,080	6,413
부채비율	%	134.9	128.0	127.7	115.0	105.8	98.6

3Q18 preview

(단위 % 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차0 (a/b)
매출액	4,229.2	4,207.1	4,456.2	4,581.3	4,735.5	12.0	3.4	4,635.9	2.1
영업이익	496.7	537.1	566.5	557.2	588.7	18.5	5.7	548.7	7.3
세전이익	449.5	473.1	520.8	508.6	540.5	20.2	6.3	511.4	5.7
지배순이익	234.1	216.8	223.1	193.8	291.8	24.7	50.6	235.7	23.8
영업이익률	11.7	12.8	12.7	12.2	12.4	0.7	0.3	11.8	0.6
세전이익률	10.6	11.2	11.7	11.1	11.4	0.8	0.3	11.0	0.4
지배주주순이익률	5.5	5.2	5.0	4.2	6.2	0.6	1.9	5.1	1.1

자료: SK 증권 Fnguide

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법 적용 투자주식)					
비상장사					
칼텍스	6,047.4			50.0%	Target P/B = 1.02x
스포츠	7.3	7.3		100.0%	2Q18 말 장부가반영
EPS	517.1	738.8		70.0%	2Q18 말 장부가반영
E&R	216.2	335.7		64.4%	2Q18 말 장부가반영
파워	483.0	966.0		50.0%	2Q18 말 장부가반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,248.1	1,248.1		100.0%	2Q18 말 장부가반영
상장사					
리테일	1,364.4		2,964.5	65.8%	9/28 MV 대비 할인률 30% 적용
홈쇼핑	279.1		1,328.9	30.0%	9/28 MV 대비 할인률 30% 적용
글로벌	106.2		271.5	55.9%	9/28 MV 대비 할인률 30% 적용
임대수익	3,292.8				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	743.8				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	14,305.4				
Non-Operating Value					
현금 및 현금성자산	775.2				
단기금융자산	357.3				
Debt	7,885.8				
Firm Value					
우선주시가총액	68.7				
Equity Value	7,483.4				
기밀별행주식수(보통, 천주)	92,915				
Target Price	80,540				

자료: GS, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

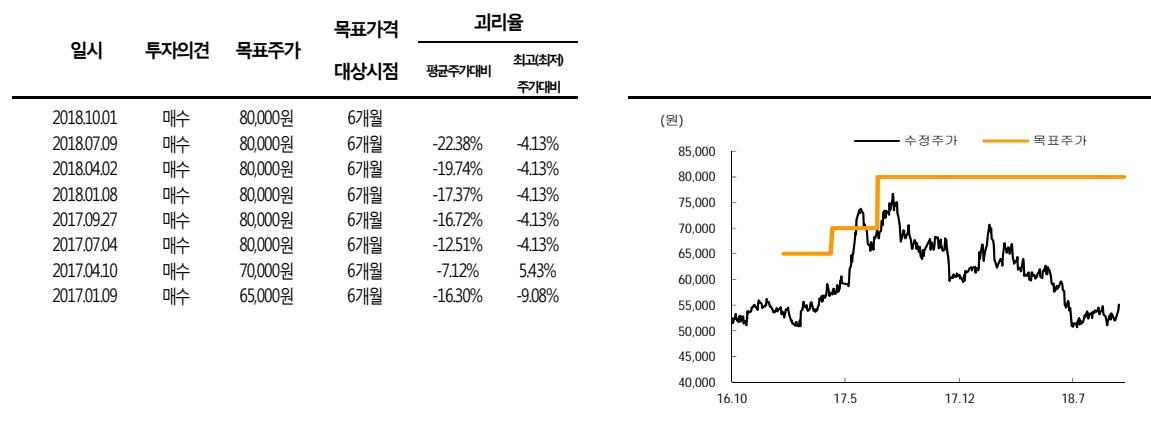
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	16,209.9	18,680.1	19,572.1	16,209.9	18,364.4	18,488.0	0.0%	-1.7%	-5.5%
YoY %	20.4%	15.2%	4.8%	20.4%	13.3%	0.7%			
영업이익	2,071.2	2,153.8	1,792.3	2,071.2	2,347.6	2,017.1	0.0%	9.0%	12.5%
YoY %	18.1%	4.0%	-16.8%	18.1%	13.3%	-14.1%			
EBITDA	2,071.2	2,153.8	1,792.3	2,071.2	2,347.6	2,017.1	0.0%	9.0%	12.5%
YoY %	18.1%	4.0%	-16.8%	18.1%	13.3%	-14.1%			
순이익	986.2	1,069.0	1,002.9	986.2	1,024.4	977.9	0.0%	-4.2%	-2.5%
YoY %	22.4%	8.4%	-6.2%	22.4%	3.9%	-4.5%			

자료 GS, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	4,865.7	4,633.1	4,616.3	4,922.6	4,735.5	4,591.4	4,409.6	4,639.3	-2.7%	-0.9%	-4.5%	-5.8%
YoY %	15.1%	10.1%	3.6%	4.2%	12.0%	9.1%	-1.0%	1.3%				
QoQ %	3.0%	-4.8%	-0.4%	6.6%	3.4%	-3.0%	-4.0%	5.2%				
영업이익	535.1	457.1	447.2	448.1	588.7	635.2	532.3	530.6	10.0%	39.0%	19.0%	18.4%
YoY %	7.7%	-14.9%	-21.1%	-24.7%	18.5%	18.3%	-6.0%	-4.8%				
QoQ %	-10.1%	-14.6%	-2.2%	0.2%	5.7%	7.9%	-16.2%	-0.3%				
EBITDA	535.1	457.1	447.2	448.1	588.7	635.2	532.3	530.6	10.0%	39.0%	19.0%	18.4%
YoY %	7.7%	-14.9%	-21.1%	-24.7%	18.5%	18.3%	-6.0%	-4.8%				
QoQ %	-10.1%	-14.6%	-2.2%	0.2%	5.7%	7.9%	-16.2%	-0.3%				
순이익	285.9	239.0	250.9	251.1	291.8	315.7	260.1	259.1	2.1%	32.1%	3.7%	3.2%
YoY %	22.1%	10.2%	12.5%	-21.8%	24.7%	45.6%	16.6%	33.7%				
QoQ %	-10.9%	-16.4%	5.0%	0.1%	50.6%	8.2%	-17.6%	-0.4%				

자료 GS, 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 10월 1일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,473	2,875	4,118	3,889	3,623
현금및현금성자산	504	723	1,912	1,692	1,358
매출채권및기타채권	1,160	1,146	1,223	1,217	1,261
재고자산	335	533	439	437	453
비유동자산	17,868	19,129	18,726	19,864	21,088
장기금융자산	291	329	183	183	183
유형자산	7,866	8,401	8,838	9,530	10,268
무형자산	1,890	1,788	1,793	1,793	1,793
자산총계	20,341	22,004	22,844	23,753	24,710
유동부채	3,771	4,451	4,620	4,612	4,673
단기금융부채	1,980	2,372	2,544	2,544	2,544
매입채무 및 기타채무	1,183	1,461	1,691	1,683	1,743
단기충당부채	5	17	20	20	20
비유동부채	7,650	7,890	7,598	7,598	7,598
장기금융부채	6,574	6,711	6,328	6,328	6,328
장기매입채무 및 기타채무	0	0	344	344	344
장기충당부채	126	111	118	118	118
부채총계	11,421	12,341	12,218	12,211	12,271
지배주주지분	6,964	7,730	8,654	9,570	10,467
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	9,935	10,851	11,748
비자매주주지분	1,956	1,932	1,972	1,972	1,972
자본총계	8,920	9,663	10,626	11,542	12,439
부채와자본총계	20,341	22,004	22,844	23,753	24,710

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	852	1,306	2,127	2,238	2,225
당기순이익(순실)	923	1,092	1,168	1,087	1,068
비현금성항목등	597	847	1,291	1,153	1,153
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(597)	(847)	(1,291)	(1,153)	(1,153)
운전자본감소(증가)	(113)	7	(75)	(1)	5
매출채권및기타채권의 감소증가)	(280)	(8)	(83)	5	(40)
재고자산감소(증가)	(53)	(198)	94	2	(16)
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	151	181	681	(8)	61
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	662	816	1,113	1,153	1,153
투자활동현금흐름	(524)	(1,418)	(750)	(691)	(738)
금융자산감소(증가)	(199)	(77)	(14)	0	0
유형자산감소(증가)	(894)	(1,099)	(707)	(691)	(738)
무형자산감소(증가)	(42)	(45)	(16)	0	0
기타	611	(197)	(13)	0	0
재무활동현금흐름	(336)	335	(601)	(171)	(171)
단기금융부채증가(감소)	(6)	(7)	(3)	0	0
장기금융부채증가(감소)	(180)	798	(224)	0	0
자본의증가(감소)	29	19	0	0	0
배당금의 지급	172	188	374	171	171
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(3)	219	1,189	(221)	(333)
기초현금	507	504	723	1,912	1,692
기말현금	504	723	1,912	1,692	1,358
FCF	1,171	(331)	815	520	456

자료 : GS, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	13,462	16,210	18,364	18,488	19,745
매출원가	10,273	12,449	14,075	14,509	15,647
매출총이익	3,189	3,761	4,290	3,979	4,098
매출총이익률 (%)	23.7	23.2	23.4	21.5	20.8
판매비와관리비	1,435	1,690	1,942	1,962	2,096
영업이익	1,754	2,071	2,348	2,017	2,002
영업이익률 (%)	13.0	12.8	12.8	10.9	10.1
비영업순익	(125)	(164)	(193)	(206)	(223)
순금융비용	79	86	75	97	81
외환관련손익	4	2	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,629	1,908	2,155	1,811	1,780
세전계속사업이익률 (%)	12.1	11.8	11.7	9.8	9.0
계속사업법인세	663	816	987	724	712
계속사업이익	966	1,092	1,168	1,087	1,068
중단사업이익	(43)	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	923	1,092	1,168	1,087	1,068
순이익률 (%)	6.9	6.7	6.4	5.9	5.4
지배주주	806	986	1,024	978	961
지배주주구속 순이익률(%)	6.0	6.1	5.6	5.3	4.9
비지배주주	118	106	144	109	107
총포괄이익	941	945	1,210	1,087	1,068
지배주주	828	837	1,069	978	961
비지배주주	113	108	140	109	107
EBITDA	1,754	2,071	2,348	2,017	2,002

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	10.5	20.4	13.3	0.7	6.8
영업이익	9.3	18.1	13.3	(14.1)	(0.7)
세전계속사업이익	24.4	17.1	12.9	(15.9)	(1.7)
EBITDA	9.3	18.1	13.3	(14.1)	(0.7)
EPS(계속사업)	64.0	22.4	4.2	(4.5)	(1.7)
수익성 (%)					
ROE	12.1	13.4	12.5	10.7	9.6
ROA	4.7	5.2	5.2	4.7	4.4
EBITDA/마진	13.0	12.8	12.8	10.9	10.1
안정성 (%)					
유동비율	65.6	64.6	89.1	84.3	77.5
부채비율	128.0	127.7	115.0	105.8	98.6
순차입금/자기자본	74.1	77.7	55.1	52.7	51.6
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.1	0.0	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,640	10,578	11,026	10,525	10,344
BPS	57,738	67,973	78,200	87,873	97,349
CFPS	10,987	12,517	13,434	12,780	12,687
주당 현금배당금	1,600	1,800	1,800	1,800	1,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.3	5.9	5.0	5.2	5.3
PER(최저)	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
PBR(최고)	4.9	5.0	4.1	4.3	4.3
PBR(최저)	6.7	6.4	2.2	2.6	2.6