

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

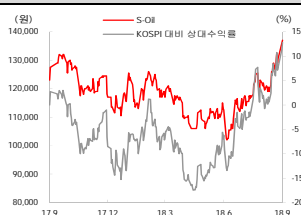
## Company Data

자본금	292 십억원
발행주식수	11,660 만주
자사주	18 만주
액면가	2,500 원
시가총액	15,424 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company,B.V(A.O.C.B.V) (외11)	63.45%
국민연금공단	6.06%
외국인지분률	78.50%
배당수익률	3.40%

## Stock Data

주가(18/09/28)	137,000 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	0.72
52주 최고가	137,000 원
52주 최저가	102,000 원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.2%	11.3%
6개월	17.1%	20.9%
12개월	11.4%	12.8%

S-Oil (010950/KS | 매수(유지) | T.P 150,000 원(상향))

## 3Q18 Preview: 순수화학과 정유의 주가가 달리 갈 수 있을까?

3Q18 영업이익은 3,752 억원으로 시장 컨센서스에 상회할 것으로 추정됨. 정유 본업이 8월 중순 이후 급반등세를 보였고, 화학에서도 PX가 호조를 보인 것이 실적 강세의 주요 원인이 될 것으로 기대함. 다만 역사적으로 동일한 이익/주가 패턴을 보이는 순수화학 과 최근 주가 이격이 크게 벌어진 것은 부담 요인임. 단기적인 배당과 실적 매력보다는 정유 역시 화학에 이어 대규모 신증설을 목전에 두고 있다는 것을 감안해야 함

## 3Q18 영업이익 3,752 억원(QoQ -6.8% / YoY -32.2%) 추정

9/28 기준 컨센서스 3,485 억원을 +7.7% 상회하는 실적 수준 예상함. 호실적의 가장 큰 원인은 정유 사업부에 있음. 8월 중순까지만 하더라도 좋지 못한 상황을 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 ROE의 추정치는 유사함에도 불구하고 PBR valuation은 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 발간된 Cyclical Bulletin Release 14. 참고 바람

## 목표주가 140,000 원 → 150,000 원 상향 / 투자이건 매수 유지

3분기 예상 외 이익 강세를 반영하여 올 하반기 이익추정치치를 상향 조정하며, 이를 반영해 목표주가 역시 상향 조정함. 순수화학 대비 실적, 배당의 매력력이 높은 것은 사실이지만, 주가가 이미 이를 반영하여 큰 outperform을 했다는 것은 고민할 만한 부분임

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	17,890.3	16,321.8	20,891.4	24,692.8	21,984.0	20,679.2
yoy	%	(37.4)	(8.8)	28.0	18.2	(11.0)	(5.9)
영업이익	십억원	817.6	1,616.9	1,373.3	1,570.1	1,223.9	1,330.8
yoy	%	흑전	97.8	(15.1)	14.3	(22.1)	8.7
EBITDA	십억원	1,090.8	1,903.6	1,667.4	1,870.3	1,520.7	1,627.7
세전이익	십억원	812.7	1,575.1	1,644.9	1,459.1	1,188.0	1,198.8
순이익(지배주주)	십억원	631.3	1,205.4	1,246.5	1,116.4	920.7	929.1
영업이익률%	%	4.6	9.9	6.6	6.4	5.6	6.4
EBITDA%	%	6.1	11.7	8.0	7.6	6.9	7.9
순이익률	%	3.5	7.4	6.0	4.5	4.2	4.5
EPS	원	5,525	10,494	10,870	9,714	7,976	8,050
PER	배	14.4	8.1	10.8	14.1	17.2	17.0
PBR	배	1.7	1.5	2.0	2.3	2.3	2.2
EV/EBITDA	배	9.2	5.2	9.7	8.4	10.4	9.7
ROE	%	12.3	20.5	18.8	16.5	13.5	13.1
순차입금	십억원	903	162	2,658	5,247	4,481	4,647
부채비율	%	100.3	118.4	120.5	156.4	139.0	135.5

## 3Q18 preview

(단위 % 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	5,211.8	5,814.4	5,410.9	6,003.1	6,624.8	27.1	10.4	6,336.4	4.6
영업이익	553.2	369.3	254.5	402.6	375.2	(32.2)	(6.8)	348.5	7.7
세전이익	527.0	526.9	258.2	214.5	501.4	(4.9)	133.7	360.3	39.1
지배순이익	398.7	386.9	188.7	163.2	388.5	(2.6)	138.0	269.8	44.0
영업이익률	10.6	6.4	4.7	6.7	5.7	(5.0)	(1.0)	5.5	0.2
세전이익률	10.1	9.1	4.8	3.6	7.6	(2.5)	4.0	5.7	1.9
지배주주순이익률	7.7	6.7	3.5	2.7	5.9	(1.8)	3.1	4.3	1.6

자료: SK 증권 FnGuide

## ROE &amp; PBR Valuation: Target price calculation

항목		2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E	
ROE(지배주주지분)	13.5%	ROE(지배주주지분)	18.8%	16.6%	10.8%	11.1%	10.0%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.50	0.20	0.20	0.10	
Cost of Equity	7.0%	<b>Target ROE</b>	<b>13.5%</b>				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
<b>Target P/B</b>	<b>2.30</b>						
1Q19E BPS(지배주주지분)	66,032						
<b>Target Price</b>	<b>151,898</b>						

자료: S-OIL, SK 증권

## PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	5,525	10,968	7,316	7,694	6,973
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	9,183				
3Q19E EPS	10,968				
3Q20E EPS	7,316				

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	110,200	114,792	119,384	123,975	128,567	133,159	137,750	142,342	146,934	151,525
TP by 3Q19E EPS	131,617	137,101	142,585	148,069	153,553	159,037	164,521	170,005	175,489	180,973
TP by 3Q20E EPS	87,792	91,450	95,108	98,766	102,424	106,082	109,740	113,398	117,056	120,714

자료: S-OIL, SK 증권

## 연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	20,891.4	22,040.1	18,000.4	20,891.4	24,692.8	21,984.0	0.0%	12.0%	22.1%
YoY %	28.0%	5.5%	-18.3%	28.0%	18.2%	-11.0%			
영업이익	1,373.3	1,295.6	1,344.5	1,373.3	1,570.1	1,223.9	0.0%	21.2%	-9.0%
YoY %	-15.1%	-5.7%	3.8%	-15.1%	14.3%	-22.1%			
EBITDA	1,667.4	1,605.9	1,654.8	1,667.4	1,870.3	1,520.7	0.0%	16.5%	-8.1%
YoY %	-12.4%	-3.7%	3.0%	-12.4%	12.2%	-18.7%			
순이익	1,246.5	934.6	1,009.1	1,246.5	1,116.4	920.7	0.0%	19.5%	-8.8%
YoY %	3.4%	-25.0%	8.0%	3.4%	-10.4%	-17.5%			

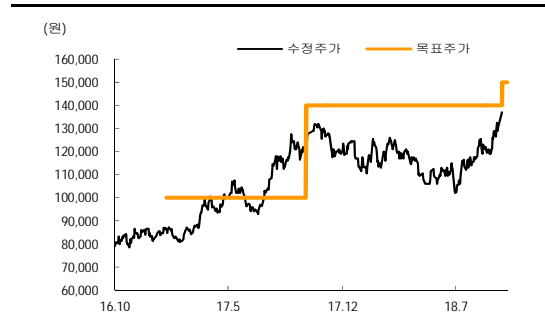
자료: S-OIL, SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	5,707.1	5,004.4	4,656.8	4,480.8	6,624.8	6,653.9	5,928.9	5,642.2	16.1%	33.0%	27.3%	25.9%
YoY %	9.5%	-13.9%	-13.9%	-24.3%	27.1%	14.4%	9.6%	-6.0%				
QoQ %	-3.6%	-12.3%	-6.9%	-3.8%	10.4%	0.4%	-10.9%	-4.8%				
영업이익	320.2	307.9	337.8	340.8	375.2	537.7	410.2	350.9	17.2%	74.6%	21.4%	3.0%
YoY %	-42.1%	-16.6%	32.7%	-17.5%	-32.2%	45.6%	61.2%	-12.8%				
QoQ %	-22.4%	-3.8%	9.7%	0.9%	-6.8%	43.3%	-23.7%	-14.4%				
EBITDA	397.8	385.5	415.4	418.4	449.4	611.9	484.4	425.1	13.0%	58.7%	16.6%	1.6%
YoY %	-36.3%	-13.4%	25.1%	-14.7%	-28.0%	37.5%	45.9%	-10.8%				
QoQ %	-18.9%	-3.1%	7.7%	0.7%	-5.8%	36.2%	-20.8%	-12.2%				
순이익	236.6	193.8	241.5	260.3	388.5	375.9	281.3	269.3	64.2%	94.0%	16.5%	3.5%
YoY %	-40.6%	-49.9%	27.9%	-17.5%	-2.6%	-2.9%	49.1%	65.0%				
QoQ %	-25.0%	-18.1%	24.6%	7.8%	138.0%	-3.3%	-25.2%	-4.3%				

자료: S-OIL, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	150,000원	6개월		
2018.07.09	매수	140,000원	6개월	-15.57%	-2.14%
2018.04.02	매수	140,000원	6개월	-15.87%	-5.71%
2018.01.08	매수	140,000원	6개월	-13.31%	-5.71%
2017.09.27	매수	140,000원	6개월	-11.65%	-5.71%
2017.07.04	매수	100,000원	6개월	0.58%	27.50%
2017.04.10	매수	100,000원	6개월	-6.53%	7.50%
2017.02.03	매수	100,000원	6개월	-11.29%	0.50%
2017.01.09	매수	100,000원	6개월	-15.71%	-12.80%



**Compliance Notice**

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 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
<b>유동자산</b>	7,974	6,775	7,208	6,239	6,237
현금및현금성자산	767	480	623	1,389	1,223
매출채권및기타채권	1,309	1,744	1,794	1,297	1,344
재고자산	2,423	2,791	4,237	3,065	3,176
<b>비유동자산</b>	5,985	8,313	10,034	10,397	10,721
장기금융자산	118	158	97	97	97
유형자산	5,711	7,969	9,731	10,094	10,417
무형자산	54	105	103	103	103
<b>자산총계</b>	13,959	15,087	17,243	16,636	16,957
<b>유동부채</b>	4,833	4,544	6,808	5,967	6,047
단기금융부채	2,197	1,377	2,635	2,635	2,635
매입채무 및 기타채무	2,152	2,750	3,040	2,200	2,279
단기충당부채	2	2	14	14	14
<b>비유동부채</b>	2,735	3,700	3,709	3,709	3,709
장기금융부채	2,564	3,475	3,457	3,457	3,457
장기매입채무 및 기타채무	0	0	34	34	34
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	7,567	8,245	10,517	9,676	9,755
<b>지배주주지분</b>	6,392	6,843	6,726	6,960	7,202
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	379	379	379
기타자본구성요소	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	4,745	5,198	6,057	6,291	6,533
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	6,392	6,843	6,726	6,960	7,202
<b>부채외자본총계</b>	13,959	15,087	17,243	16,636	16,957

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,722	1,143	1,020	2,287	1,390
당기순이익(손실)	1,205	1,246	1,116	921	929
비현금성항목등	694	619	719	539	539
유형자산감가상각비	287	294	300	297	297
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(408)	(325)	(419)	(242)	(242)
운전자본감소(증가)	(188)	(236)	(519)	827	(78)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(123)	(384)	(255)	497	(47)
재고자산감소(증가)	(825)	(367)	(1,446)	1,171	(111)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	551	593	1,307	(841)	79
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	370	398	223	205	205
<b>투자활동현금흐름</b>	(1,967)	(832)	(613)	(660)	(620)
금융자산감소(증가)	(936)	1,723	1,401	0	0
유형자산감소(증가)	(1,056)	(2,411)	(2,025)	(660)	(620)
무형자산감소(증가)	(7)	(1)	0	0	0
기타	32	(142)	11	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	811	(598)	(120)	(687)	(687)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,021	205	1,114	0	0
자본의증가(감소)	7	3	0	0	0
배당금의 지급	210	803	1,234	687	687
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	566	(287)	142	766	(166)
기초현금	201	767	480	623	1,389
기말현금	767	480	623	1,389	1,223
FCF	1,065	(1,732)	(1,027)	1,481	623

자료 : S-Oil, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	16,322	20,891	24,693	21,984	20,679
<b>매출원가</b>	14,021	18,783	22,512	20,222	18,842
<b>매출총이익</b>	2,301	2,108	2,181	1,762	1,837
매출총이익률 (%)	14.1	10.1	8.8	8.0	8.9
<b>판매비와관리비</b>	684	735	611	538	506
영업이익	1,617	1,373	1,570	1,224	1,331
영업이익률 (%)	9.9	6.6	6.4	5.6	6.4
<b>비영업손익</b>	(42)	272	(111)	(36)	(132)
<b>순금융비용</b>	154	117	545	799	703
외환관련손익	(67)	242	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	7	5	5	4	4
세전계속사업이익	1,575	1,645	1,459	1,188	1,199
세전계속사업이익률 (%)	9.7	7.9	5.9	5.4	5.8
계속사업법인세	370	398	343	267	270
<b>계속사업이익</b>	1,205	1,246	1,116	921	929
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,205	1,246	1,116	921	929
<b>순이익률 (%)</b>	7.4	6.0	4.5	4.2	4.5
지배주주	1,205	1,246	1,116	921	929
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	7.4	6.0	4.5	4.2	4.5
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	1,211	1,254	1,118	921	929
<b>지배주주</b>	1,211	1,254	1,118	921	929
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	1,904	1,667	1,870	1,521	1,628

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	(8.8)	28.0	18.2	(11.0)	(5.9)
영업이익	97.8	(15.1)	14.3	(22.1)	8.7
세전계속사업이익	93.8	4.4	(11.3)	(18.6)	0.9
EBITDA	74.5	(12.4)	12.2	(18.7)	7.0
EPS(계속사업)	89.9	3.6	(10.6)	(17.9)	0.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	20.5	18.8	16.5	13.5	13.1
ROA	9.7	8.6	6.9	5.4	5.5
EBITDA마진	11.7	8.0	7.6	6.9	7.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	165.0	149.1	105.9	104.6	103.1
부채비율	118.4	120.5	156.4	139.0	135.5
순차입금/자기자본	2.5	38.8	78.0	64.4	64.5
EBITDA/이자비용(배)	0.4	(0.1)	0.1	(0.1)	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	10,494	10,870	9,714	7,976	8,050
BPS	55,582	59,440	58,665	60,669	62,746
CFPS	13,071	11,448	12,865	10,680	11,391
주당 현금배당금	6,200	5,900	5,900	5,900	5,900
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	8.1	10.8	14.1	17.2	17.0
PER(최저)					
PBR(최고)	1.5	2.0	2.3	2.3	2.2
PBR(최저)					
PCR	6.5	10.2	10.6	12.8	12.0
EV/EBITDA(최고)	5.2	9.7	8.4	10.4	9.7
EV/EBITDA(최저)					