

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

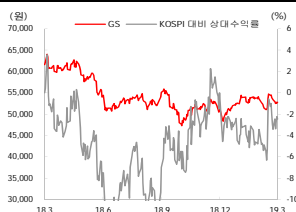
## Company Data

자본금	474 십억원
발행주식수	9,470 만주
자사주	3 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,906 십억원
주요주주	
허창수(외48)	47.40%
국민연금공단	10.19%
외국인지분률	22.40%
배당수익률	3.60%

## Stock Data

주가(19/03/29)	52,800 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	64,000 원
52주 최저가	47,300 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.5%	1.0%
6개월	-4.2%	4.9%
12개월	-14.3%	-2.4%

GS (078930/KS | 매수(유지) | T.P 70,000 원(하향))

## 정유의 down-turn 을 지주회사로서 방어

1Q19 5,377 억원(QoQ +36.2 / YoY -5.1%) 추정함. 시장 컨센서스 대비 -8.3% 하회 하는 수치임. GS 칼텍스의 부진이 가장 큼. 유가와 정제마진이 금번 분기에서 뚜렷한 모멘텀을 보여주지 못한 탓에 정유가 여전히 약세고, 화학도 완전한 down-turn 기조로 이익기여를 기대하기는 어려움. 그나마 지주회사의 형태이기 때문에 동종업계 대비 상대적 주가 매력은 높다고 판단함. 목표주가 12 만원으로 하향 조정함

## 1Q19 영업이익 5,377 억원(QoQ +36.2 / YoY -5.1%) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 5,866 억원 대비 -8.3% 하향할 것으로 예상함. 실적이 기대에 못 미치는 이유는 역시 GS 칼텍스의 약세가 가장 큼. 유가(Dubai 기준 분기평균가격 4Q \$67.0/bbl → 1Q \$63.5/bbl), 정제마진(4Q \$6.3/bbl → 1Q \$5.0/bbl) 모두 뚜렷한 모멘텀을 보여주지 못한 정유사업부가 여전히 부진할 것으로 추정되기 때문임. 뿐만 아니라 화학사업부도 역시 명백히 중장기 down-turn 에 진입해 있음. 그나마 지주회사로서 발전, 소비재 등을 동시에 보유하고 있기 때문에 정유 업종 내 상대적 실적 하락폭은 가장 적을 것으로 기대됨

## 그나마 지주회사라서 다행이다

약 3년 간 강세를 이어오던 정유/화학은 늘 그랬던 패턴대로 신규설비들이 대규모 진입 하면서 공히 약세 구간에 진입했음. 특히 정유는 중국을 중심으로 공격적인 설비증설이 이제 막 시작된 만큼 정제마진의 압박은 지속될 수밖에 없음. GS 칼텍스의 약세는 불가피할 것으로 판단함. 그나마 동사는 동종업계 중 지주회사 형태로 상장되어 있기 때문에 주가에서만큼은 상대적으로 양호할 것으로 기대됨

## 목표주가 80,000 원 → 70,000 원 / 투자의견 매수 유지

최근 급격히 둔화된 상황을 반영하여 영업이익의 추정치를 하향조정하며, 이를 반영해 목표주가 역시 동반 하향 조정함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	13,462.4	15,580.1	17,744.4	17,633.9	18,540.0	19,123.6
yoy	%	10.5	15.7	13.9	(0.6)	5.1	3.1
영업이익	십억원	1,754.2	2,040.8	2,209.8	2,211.4	2,137.5	2,007.7
yoy	%	9.3	16.3	8.3	0.1	(3.3)	(6.1)
EBITDA	십억원	1,754.2	2,040.8	2,209.8	2,211.4	2,137.5	2,007.7
세전이익	십억원	1,629.1	1,874.0	1,939.7	2,065.3	1,958.3	1,777.3
순이익(지배주주)	십억원	805.7	986.2	903.2	1,175.2	1,114.3	1,011.3
영업이익률%	%	13.0	13.1	12.5	12.5	11.5	10.5
EBITDA%	%	13.0	13.1	12.5	12.5	11.5	10.5
순이익률	%	6.0	6.3	5.1	6.7	6.0	5.3
EPS	원	8,640	10,578	9,683	12,648	11,992	10,884
PER	배	6.3	5.9	5.3	4.2	4.4	4.9
PBR	배	0.9	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	6.7	6.6	2.2	2.2	2.3	2.5
ROE	%	12.1	13.4	11.1	12.9	10.9	9.1
순차입금	십억원	6,607	7,590	6,893	5,081	5,752	6,683
부채비율	%	128.0	127.7	115.0	104.6	96.6	90.6

## 1Q19 preview

(단위 % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,456.2	4,581.3	4,809.6	3,897.3	4,239.2	(4.9)	8.8	4,500.5	(5.8)
영업이익	566.5	557.2	691.4	394.7	537.7	(5.1)	36.2	586.6	(8.3)
세전이익	520.8	508.6	661.3	249.1	503.0	(3.4)	102.0	501.7	0.3
지배순이익	223.1	193.8	309.6	176.7	286.2	28.3	62.0	255.3	12.1
영업이익률	12.7	12.2	14.4	10.1	12.7	(0.0)	2.6	13.0	(0.4)
세전이익률	11.7	11.1	13.7	6.4	11.9	0.2	5.5	11.1	0.7
지배주주순이익률	5.0	4.2	6.4	4.5	6.8	1.7	2.2	5.7	1.1

자료: SK 증권 Fnguide

## SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
<b>(지분법적용 투자주식)</b>					
<b>비상장사</b>					
칼텍스	6,006.1			50.0%	Target P/B = 1.03x
스푸츠	13.2	13.2		100.0%	3Q18말 장부가반영
EPS	533.3	761.9		70.0%	3Q18말 장부가반영
E&R	199.3	309.5		64.4%	3Q18말 장부가반영
파워	177.7	355.5		50.0%	3Q18말 장부가반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,248.1	1,248.1		100.0%	3Q18말 장부가반영
<b>상장사</b>					
리테일	1,387.5		3,014.6	65.8%	3/29 MV 대비 할인률 30% 적용
홈쇼핑	246.5		1,174.0	30.0%	3/29 MV 대비 할인률 30% 적용
글로벌	82.5		210.9	55.9%	3/29 MV 대비 할인률 30% 적용
<b>임대수익</b>	<b>2,538.9</b>				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
<b>상표권수익</b>	<b>704.5</b>				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
<b>Operating Value</b>	<b>13,137.6</b>				
<b>Non-Operating Value 1,442.4</b>					
현금 및 현금성자산	653.6				
단기금융자산	788.8				
<b>Debt 7,929.3</b>					
<b>Firm Value 6,650.7</b>					
우선주시가총액	65.6				
<b>Equity Value 6,585.1</b>					
기밀발행주식수(보통, 전주)	92,915				
<b>Target Price 70,872</b>					

자료: GS, SK 증권

## 연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	18,364.4	18,488.0	18,540.0	17,744.4	17,633.9	18,540.0	-3.4%	-4.6%	0.0%
YoY %	13.3%	0.7%	5.1%	13.9%	-0.6%	5.1%			
영업이익	2,347.6	2,358.8	2,284.7	2,209.8	2,211.4	2,137.5	-5.9%	-6.2%	-6.4%
YoY %	13.3%	-14.1%	-3.1%	8.3%	0.1%	-3.3%			
EBITDA	2,347.6	2,358.8	2,284.7	2,209.8	2,211.4	2,137.5	-5.9%	-6.2%	-6.4%
YoY %	13.3%	-14.1%	-3.1%	8.3%	0.1%	-3.3%			
순이익	986.2	1,214.7	1,147.1	903.2	1,175.2	1,114.3	-8.4%	-3.3%	-2.9%
YoY %	22.4%	-4.5%	-5.6%	-8.4%	30.1%	-5.2%			

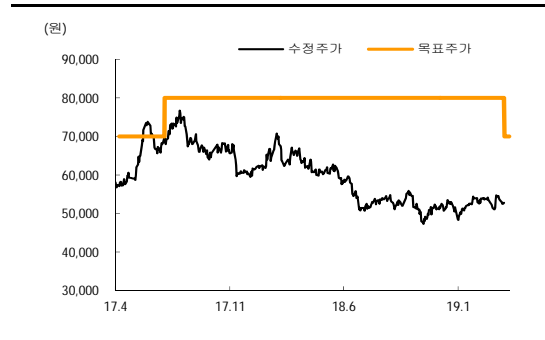
자료: GS, SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	4,409.6	4,639.3	4,832.1	4,921.1	4,239.2	4,491.1	4,523.1	4,380.5	-3.9%	-3.2%	-6.4%	-11.0%
YoY %	-1.0%	1.3%	-6.0%	12.4%	-4.9%	-2.0%	-6.0%	12.4%				
QoQ %	-4.0%	5.2%	0.7%	-3.2%	8.8%	5.9%	0.7%	-3.2%				
영업이익	532.3	530.6	583.2	577.2	537.7	618.8	507.9	547.1	1.0%	16.6%	-12.9%	-5.2%
YoY %	-6.0%	-4.8%	-26.5%	38.6%	-5.1%	11.1%	-26.5%	38.6%				
QoQ %	-16.2%	-0.3%	-17.9%	7.7%	36.2%	15.1%	-17.9%	7.7%				
EBITDA	532.3	530.6	583.2	577.2	537.7	618.8	507.9	547.1	1.0%	16.6%	-12.9%	-5.2%
YoY %	-6.0%	-4.8%	-26.5%	38.6%	-5.1%	11.1%	-26.5%	38.6%				
QoQ %	-16.2%	-0.3%	-17.9%	7.7%	36.2%	15.1%	-17.9%	7.7%				
순이익	260.1	259.1	301.2	312.2	286.2	331.0	268.9	289.0	10.0%	27.7%	-10.7%	-7.4%
YoY %	16.6%	33.7%	-15.6%	59.8%	28.3%	70.8%	-13.1%	63.6%				
QoQ %	-17.6%	-0.4%	-19.6%	8.0%	62.0%	15.6%	-18.7%	7.5%				

자료: GS, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	70,000원	6개월		
2018.10.01	매수	80,000원	6개월	-25.99%	-4.13%
2018.07.09	매수	80,000원	6개월	-22.38%	-4.13%
2018.04.02	매수	80,000원	6개월	-19.74%	-4.13%
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%



**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 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 (2019년 4월 1일 기준)**

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	2,875	3,285	4,923	4,306	3,426
현금및현금성자산	723	654	2,465	1,794	863
매출채권및기타채권	1,146	1,163	1,309	1,344	1,376
재고자산	533	503	565	580	594
<b>비유동자산</b>	19,129	19,346	19,047	20,694	22,493
장기금융자산	329	377	124	124	124
유형자산	8,401	8,535	9,769	11,067	12,405
무형자산	1,788	1,676	1,676	1,676	1,676
<b>자산총계</b>	22,004	22,631	23,970	25,000	25,918
<b>유동부채</b>	4,451	4,569	4,715	4,749	4,782
단기금융부채	2,372	2,692	2,692	2,692	2,692
매입채무 및 기타채무	1,461	1,177	1,323	1,358	1,390
단기충당부채	17	21	21	21	21
<b>비유동부채</b>	7,890	7,537	7,537	7,537	7,537
장기금융부채	6,711	6,354	6,354	6,354	6,354
장기매입채무 및 기타채무	0	5	5	5	5
장기충당부채	111	136	136	136	136
<b>부채총계</b>	12,341	12,106	12,252	12,286	12,319
<b>지배주주지분</b>	7,730	8,490	9,684	10,679	11,565
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188
기타자본구성요소	(2,943)	(2,943)	(2,943)	(2,943)	(2,943)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	9,186	9,906	10,965	11,960	12,847
비지배주주지분	1,932	2,035	2,035	2,035	2,035
<b>자본총계</b>	9,663	10,525	11,718	12,713	13,600
<b>부채외자본총계</b>	22,004	22,631	23,970	25,000	25,918

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,306	1,269	2,284	2,291	2,184
당기순이익(손실)	1,092	1,030	1,239	1,175	1,066
비현금성항목등	847	1,412	1,138	1,138	1,138
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(847)	(1,412)	(1,138)	(1,138)	(1,138)
운전자본감소(증가)	7	(236)	(93)	(22)	(21)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(8)	(39)	(132)	(31)	(29)
재고자산감소(증가)	(198)	30	(62)	(15)	(14)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	181	(189)	102	24	23
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	816	1,131	1,138	1,138	1,138
<b>투자활동현금흐름</b>	(1,418)	(836)	(1,234)	(1,298)	(1,339)
금융자산감소(증가)	(77)	(553)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,099)	(702)	(1,234)	(1,298)	(1,339)
무형자산감소(증가)	(45)	(28)	0	0	0
기타	(197)	446	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	335	(515)	(180)	(180)	(180)
단기금융부채증가(감소)	(7)	(6)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	798	(305)	0	0	0
자본의증가(감소)	19	30	0	0	0
배당금의 지급	188	203	180	180	180
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	219	(70)	1,812	(671)	(931)
기초현금	504	723	654	2,465	1,794
기말현금	723	654	2,465	1,794	863
FCF	(441)	497	10	(35)	(152)

자료 : GS, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	15,580	17,744	17,634	18,540	19,124
<b>매출원가</b>	11,926	13,651	13,425	14,302	14,950
<b>매출총이익</b>	3,654	4,094	4,209	4,238	4,174
매출총이익률 (%)	23.5	23.1	23.9	22.9	21.8
<b>판매비와관리비</b>	1,614	1,884	1,997	2,100	2,166
영업이익	2,041	2,210	2,211	2,138	2,008
영업이익률 (%)	13.1	12.5	12.5	11.5	10.5
<b>비영업손익</b>	(167)	(270)	(146)	(179)	(230)
<b>순금융비용</b>	85	72	158	126	75
외환관련손익	2	(1)	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	2	13	12	12
세전계속사업이익	1,874	1,940	2,065	1,958	1,777
세전계속사업이익률 (%)	12.0	10.9	11.7	10.6	9.3
계속사업법인세	809	1,125	826	783	711
<b>계속사업이익</b>	1,065	815	1,239	1,175	1,066
중단사업이익	27	216	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,092	1,030	1,239	1,175	1,066
<b>순이익률 (%)</b>	7.0	5.8	7.0	6.3	5.6
지배주주	986	903	1,175	1,114	1,011
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6.3	5.1	6.7	6.0	5.3
<b>비지배주주</b>	106	127	64	61	55
<b>총포괄이익</b>	945	1,043	1,239	1,175	1,066
<b>지배주주</b>	837	925	1,175	1,114	1,011
<b>비지배주주</b>	108	119	64	61	55
<b>EBITDA</b>	2,041	2,210	2,211	2,138	2,008

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	15.7	13.9	(0.6)	5.1	3.1
영업이익	16.3	8.3	0.1	(3.3)	(6.1)
세전계속사업이익	15.0	3.5	6.5	(5.2)	(9.2)
EBITDA	16.3	8.3	0.1	(3.3)	(6.1)
EPS(계속사업)	22.4	(8.5)	30.6	(5.2)	(9.2)
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	13.4	11.1	12.9	10.9	9.1
ROA	5.2	4.6	5.3	4.8	4.2
EBITDA마진	13.1	12.5	12.5	11.5	10.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	64.6	71.9	104.4	90.7	71.6
부채비율	127.7	115.0	104.6	96.6	90.6
순차입금/자기자본	78.5	65.5	43.4	45.2	49.1
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	10,578	9,683	12,648	11,992	10,884
BPS	67,973	77,744	90,343	100,850	110,211
CFPS	12,251	9,803	14,011	13,543	12,720
주당 현금배당금	1,800	1,900	1,900	1,900	1,900
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	5.9	5.3	4.2	4.4	4.9
PER(최저)					
PBR(최고)	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
PBR(최저)					
PCR	5.1	5.3	3.8	3.9	4.2
EV/EBITDA(최고)	6.6	2.2	2.2	2.3	2.5
EV/EBITDA(최저)					