

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우
jwshon@sk.com
02-3773-8827

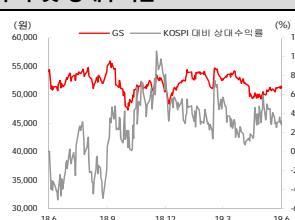
Company Data

자본금	474 십억원
발행주식수	9,470 만주
자사주	3 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,757 십억원
주요주주	
하강수(외50)	48.02%
국민연금공단	10.29%
외국인지분률	22.50%
배당수익률	3.70%

Stock Data

주가(19/06/28)	51,200 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	0.86
52주 최고가	55,900 원
52주 최저가	47,300 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.5%	-1.4%
6개월	-0.8%	-5.0%
12개월	-5.4%	2.8%

GS (078930/KS | 매수(유지) | T.P 60,000 원(하향))

정유업종 내 상대적 매력도 부각

2Q19 영업이익 추정치는 4,338 억원으로서 컨센서스 대비 -21.6% 하회하는 기대 이하 수준 예상함. 핵심계열사 칼텍스 부진 여파인데, 정유는 유가하락/경제마진 약세가 나타났고, 화학도 PX의 자속 가격하락이 약재로 작용하였음. 차후 주가 방향성을 보더라도 중국발 공급과잉 속에 정유/화학 모두 실적회복이 쉽지 않고, 게다가 최근 연이은 화학투자의 타이밍 좋지 못함. 다만 지주사로 상장되어 있는 만큼 정유 내 상대적 매력 부각될 것

2Q19 영업이익 4,338 억원(QoQ -15.4% / YoY -23.6%) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 5,533 억원을 -21.6% 가량 하회하는, 기대 이하의 실적이 예상되고 있음. 핵심계열사인 칼텍스의 부진이 실적에 가장 큰 악영향이 될 것으로 판단함. 정유는 유가의 하락(Dubai 기준 4/30 \$71.6/bbl → 6/28 \$64.9/bbl)과 함께 경제마진도 약세가 지속되었음(복합경제마진 1Q \$4.99/bbl → 2Q 4.96/bbl). 화학에서도 PX는 분기 내내 하락세(1Q \$1,068/t → 2Q \$901/t)를 보였을 뿐만 아니라 NCC에서 도 PE의 약세 탓에 수익을 기대하기 쉽지 않았음.

그래도 상대적으로 정유업종 중에서는 낫다

동사는 크래커에 대한 신규투자를 진행하며 지속적으로 화학에 대한 확장의지를 보여주고 있음. 장기적으로 본다면 수직계열화의 이점은 분명히 존재함. 다만 최근 정유/화학 공히 공급과잉에 들어가 있고, 게다가 중국발 공급과잉이 2022년까지 지속될 것을 감안한다면 투자 타이밍이 주가에는 그다지 우호적이지 못한 것이 사실임. 다만 동사는 지주회사로 상장되어 있는 만큼 발전, 유통 등의 다른 모멘텀을 보유하고 있어 정유업종 내 상대적 매력도는 높을 것으로 판단함

목표주가 70,000 원 → 60,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

이익추정치 변동분을 반영하여 목표주가 역시 하향 조정함. 본업의 시황둔화와 화학투자 타이밍이 주가에는 부담이지만, 지주사 형태인 만큼 정유업종 내 상대적 매력도는 여전히 높을 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	13,462.4	15,580.1	17,744.4	17,850.1	18,845.3	19,545.0
yoY	%	10.5	15.7	13.9	0.6	5.6	3.7
영업이익	십억원	1,754.2	2,040.8	2,209.8	1,822.8	1,657.9	1,549.1
yoY	%	9.3	16.3	8.3	(17.5)	(9.0)	(6.6)
EBITDA	십억원	1,754.2	2,040.8	2,209.8	1,822.8	1,657.9	1,549.1
세전이익	십억원	1,629.1	1,874.0	1,939.7	1,670.7	1,498.3	1,347.7
순이익(지배주주)	십억원	805.7	986.2	903.2	720.6	700.5	630.0
영업이익률%	%	13.0	13.1	12.5	10.2	8.8	7.9
EBITDA%	%	13.0	13.1	12.5	10.2	8.8	7.9
순이익률	%	6.0	6.3	5.1	4.0	3.7	3.2
EPS	원	8,640	10,578	9,683	7,755	7,539	6,781
PER	배	6.3	5.9	5.3	6.6	6.8	7.6
PBR	배	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	6.7	6.6	2.2	2.6	2.9	3.1
ROE	%	12.1	13.4	11.1	8.2	7.4	6.3
순차입금	십억원	6,607	7,590	6,893	4,322	4,734	5,623
부채비율	%	128.0	127.7	115.0	122.6	117.5	112.7

2Q19 preview

(단위 %, 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,813.5	4,809.6	3,897.3	4,418.7	4,499.1	(6.5)	1.8	4,671.2	(3.7)
영업이익	567.8	691.4	394.7	512.7	433.8	(23.6)	(15.4)	553.3	(21.6)
세전이익	520.9	661.3	249.1	464.9	398.6	(23.5)	(14.3)	527.6	(24.5)
지배순이익	193.8	309.6	176.7	156.9	186.3	(3.9)	18.7	225.9	(17.5)
영업이익률	11.8	14.4	10.1	11.6	9.6	(2.2)	(2.0)	11.8	(2.2)
세전이익률	10.8	13.7	6.4	10.5	8.9	(2.0)	(1.7)	11.3	(2.4)
지배주주순이익률	4.0	6.4	4.5	3.6	4.1	0.1	0.6	4.8	(0.7)

자료: SK 증권, Fnguide

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법 적용 투자주식)					
비상장사					
칼텍스	4,924.3			50.0%	Target P/B = 0.84x
스포츠	6.0	6.0		100.0%	1Q19 말 장부가반영
EPS	549.0	784.2		70.0%	1Q19 말 장부가반영
E&R	215.4	334.5		64.4%	1Q19 말 장부가반영
파워	246.4	492.7		50.0%	1Q19 말 장부가반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,248.1	1,248.1		100.0%	1Q19 말 장부가반영
상장사					
리테일	1,392.8		3,026.1	65.8%	6/28 MV 대비 할인률 30% 적용
홈쇼핑	237.2		1,129.4	30.0%	6/28 MV 대비 할인률 30% 적용
글로벌	90.7		231.9	55.9%	6/28 MV 대비 할인률 30% 적용
임대수익	2,360.1				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	525.7				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	11,795.5				
Non-Operating Value					
현금 및 현금성자산	1,206.4				
단기금융자산	872.6				
	333.8				
Debt	7,384.3				
Firm Value					
우선주시가총액	5,617.7				
	66.5				
Equity Value	5,551.2				
기밀별행주식수(보통, 천주)	92,915				
Target Price	59,744				

자료: GS, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

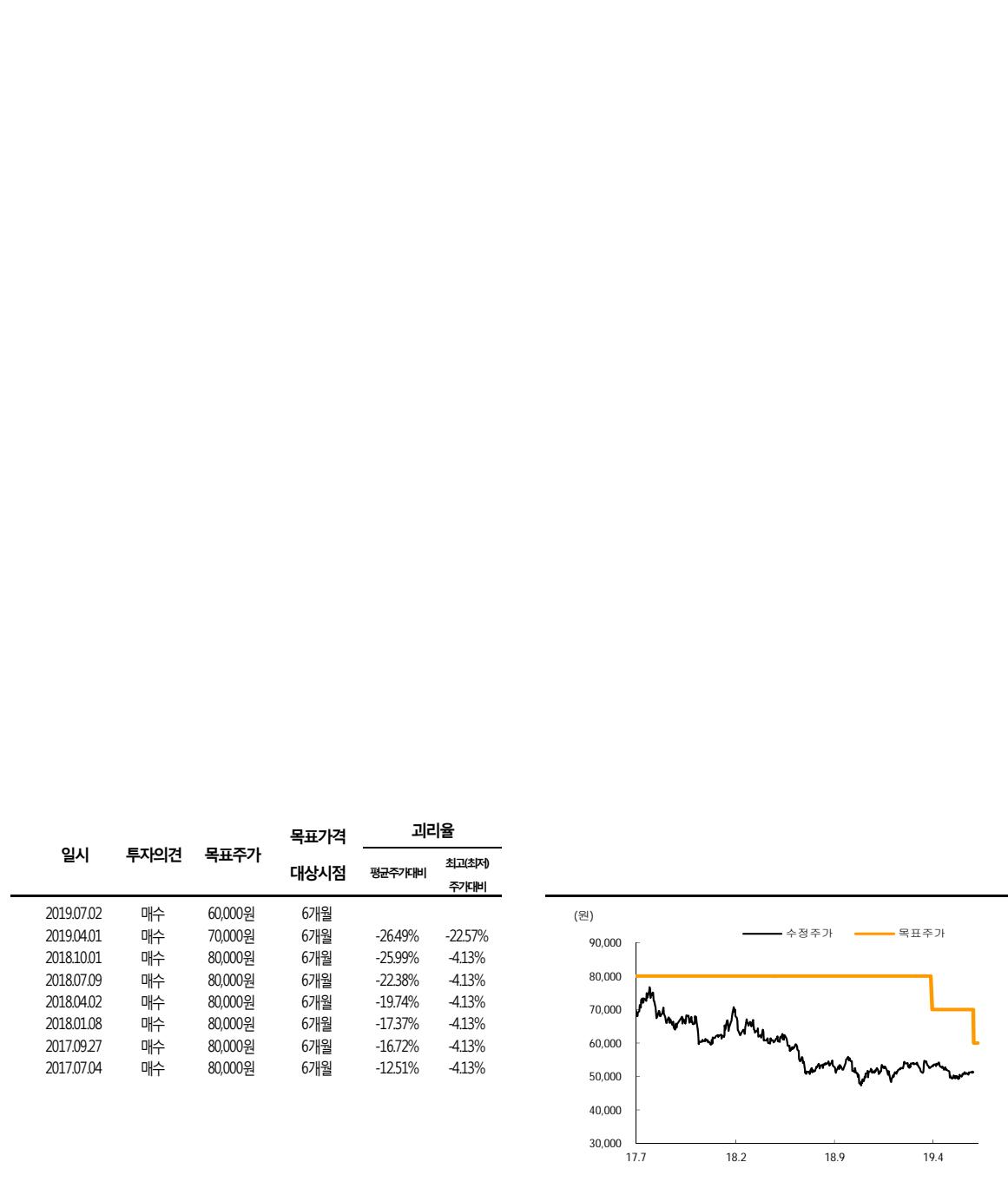
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	17,744.4	17,633.9	18,540.0	17,744.4	17,850.1	18,845.3	0.0%	1.2%	1.6%
YoY %	13.9%	-0.6%	5.1%	13.9%	0.6%	5.6%			
영업이익	2,209.8	2,211.4	2,137.5	2,209.8	1,822.8	1,657.9	0.0%	-17.6%	-22.4%
YoY %	8.3%	0.1%	-3.3%	8.3%	-17.5%	-9.0%			
EBITDA	2,209.8	2,211.4	2,137.5	2,209.8	1,822.8	1,657.9	0.0%	-17.6%	-22.4%
YoY %	8.3%	0.1%	-3.3%	8.3%	-17.5%	-9.0%			
순이익	903.2	1,175.2	1,114.3	903.2	720.6	700.5	0.0%	-38.7%	-37.1%
YoY %	-8.4%	30.1%	-5.2%	-8.4%	-20.2%	-28%			

자료: GS, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	4,491.1	4,523.1	4,380.5	4,534.2	4,499.1	4,534.4	4,397.9	4,557.5	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%
YoY %	-6.7%	-6.0%	12.4%	7.0%	-6.5%	-5.7%	12.8%	3.1%				
QoQ %	5.9%	0.7%	-3.2%	3.5%	1.8%	0.8%	-3.0%	3.6%				
영업이익	618.8	507.9	547.1	667.7	433.8	421.7	454.7	568.5	-29.9%	-17.0%	-16.9%	-14.9%
YoY %	9.0%	-26.5%	38.6%	24.2%	-23.6%	-39.0%	15.2%	10.9%				
QoQ %	15.1%	-17.9%	7.7%	22.0%	-15.4%	-2.8%	7.8%	25.0%				
EBITDA	618.8	507.9	547.1	667.7	433.8	421.7	454.7	568.5	-29.9%	-17.0%	-16.9%	-14.9%
YoY %	9.0%	-26.5%	38.6%	24.2%	-23.6%	-39.0%	15.2%	10.9%				
QoQ %	15.1%	-17.9%	7.7%	22.0%	-15.4%	-2.8%	7.8%	25.0%				
순이익	331.0	268.9	289.0	356.4	186.3	182.0	195.4	247.5	-43.7%	-32.3%	-32.4%	-30.6%
YoY %	70.8%	-13.1%	63.6%	24.5%	-3.9%	-41.2%	10.6%	57.7%				
QoQ %	15.6%	-18.7%	7.5%	23.3%	18.7%	-2.3%	7.4%	26.7%				

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 (2019년 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,875	3,285	5,302	5,076	4,248
현금및현금성자산	723	654	3,062	2,650	1,762
매출채권및기타채권	1,146	1,163	1,236	1,342	1,377
재고자산	533	503	460	499	511
비유동자산	19,129	19,346	19,497	20,559	22,010
장기금융자산	329	377	144	144	144
유형자산	8,401	8,535	9,081	10,023	11,000
무형자산	1,788	1,676	1,676	1,676	1,676
자산총계	22,004	22,631	24,799	25,635	26,258
유동부채	4,451	4,569	5,531	5,722	5,784
단기금융부채	2,372	2,692	2,927	2,927	2,927
매입채무 및 기타채무	1,461	1,177	2,261	2,452	2,514
단기충당부채	17	21	24	24	24
비유동부채	7,890	7,537	8,127	8,127	8,127
장기금융부채	6,711	6,354	5,666	5,666	5,666
장기매입채무 및 기타채무	0	5	1,536	1,536	1,536
장기충당부채	111	136	140	140	140
부채총계	12,341	12,106	13,658	13,849	13,911
지배주주지분	7,730	8,490	9,099	9,743	10,304
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,188	1,188	1,187	1,187	1,187
기타자본구성요소	(2,943)	(2,943)	(2,943)	(2,943)	(2,943)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	9,186	9,906	10,380	11,024	11,586
비자매주주지분	1,932	2,035	2,043	2,043	2,043
자본총계	9,663	10,525	11,141	11,786	12,347
부채와자본총계	22,004	22,631	24,799	25,635	26,258

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,306	1,269	2,114	1,917	1,796
당기순이익(순실)	1,092	1,030	869	824	741
비현금성항목등	847	1,412	1,272	1,037	1,037
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(847)	(1,412)	(1,272)	(1,037)	(1,037)
운전자본감소(증가)	7	(236)	56	57	18
매출채권및기타채권의 감소증가)	(8)	(39)	(67)	(96)	(31)
재고자산감소(증가)	(198)	30	43	(39)	(13)
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	181	(189)	1,440	191	62
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	816	1,131	1,037	1,037	1,037
투자활동현금흐름	(1,418)	(836)	(573)	(942)	(977)
금융자산감소(증가)	(77)	(553)	263	0	0
유형자산감소(증가)	(1,099)	(702)	(814)	(942)	(977)
무형자산감소(증가)	(45)	(28)	(3)	0	0
기타	(197)	446	(20)	0	0
재무활동현금흐름	335	(515)	(739)	(180)	(180)
단기금융부채증가(감소)	(7)	(6)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	798	(305)	(529)	0	0
자본의증가(감소)	19	30	0	0	0
배당금의 지급	188	203	210	180	180
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	219	(70)	2,409	(412)	(888)
기초현금	504	723	654	3,062	2,650
기말현금	723	654	3,062	2,650	1,762
FCF	(441)	497	559	(26)	(124)

자료 : GS, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	15,580	17,744	17,850	18,845	19,545
매출원가	11,926	13,651	14,128	15,182	15,916
매출총이익	3,654	4,094	3,722	3,663	3,629
매출총이익률 (%)	23.5	23.1	20.9	19.4	18.6
판매비와관리비	1,614	1,884	1,899	2,005	2,080
영업이익	2,041	2,210	1,823	1,658	1,549
영업이익률 (%)	13.1	12.5	10.2	8.8	7.9
비영업순익	(167)	(270)	(152)	(160)	(201)
순금융비용	85	72	162	171	129
외환관련손익	2	(1)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	2	0	0	0
세전계속사업이익	1,874	1,940	1,671	1,498	1,348
세전계속사업이익률 (%)	12.0	10.9	9.4	8.0	6.9
계속사업법인세	809	1,125	802	674	606
계속사업이익	1,065	815	869	824	741
중단사업이익	27	216	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,092	1,030	869	824	741
순이익률 (%)	7.0	5.8	4.9	4.4	3.8
지배주주	986	903	721	700	630
지배주주구속 순이익률(%)	6.3	5.1	4.0	3.7	3.2
비지배주주	106	127	148	124	111
총포괄이익	945	1,043	907	824	741
지배주주	837	925	757	700	630
비지배주주	108	119	150	124	111
EBITDA	2,041	2,210	1,823	1,658	1,549

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	15.7	13.9	0.6	5.6	3.7
영업이익	163	8.3	(17.5)	(9.0)	(6.6)
세전계속사업이익	15.0	3.5	(13.9)	(10.3)	(10.1)
EBITDA	163	8.3	(17.5)	(9.0)	(6.6)
EPS(계속사업)	22.4	(8.5)	(19.9)	(2.8)	(10.1)
수익성 (%)					
ROE	134	11.1	8.2	7.4	6.3
ROA	52	4.6	3.7	3.3	2.9
EBITDA/마진	13.1	12.5	10.2	8.8	7.9
안정성 (%)					
유동비율	64.6	71.9	95.9	88.7	73.4
부채비율	127.7	115.0	122.6	117.5	112.7
순자본/자기자본	78.5	65.5	38.8	40.2	45.5
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.0	(0.1)	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,578	9,683	7,755	7,539	6,781
BPS	67,973	77,744	84,391	91,193	97,119
CFPS	12,251	9,803	10,005	9,629	8,997
주당 현금배당금	1,800	1,900	1,900	1,900	1,900
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	5.9	5.3	6.6	6.8	7.6
PER(최저)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
PBR(최고)	5.1	5.3	5.1	5.3	5.7
PBR(최저)	6.6	22	2.6	2.9	3.1