

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	9,423 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company B.V(A.O.C.B.V) (외11)	63.45%
국민연금공단	6.06%
외국인지분률	78.10%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(19/06/28)	83,700 원
KOSPI	2,130.62 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	137,500 원
52주 최저가	80,300 원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.0%	-1.0%
6개월	-14.3%	-17.9%
12개월	-25.6%	-19.2%

S-Oil (010950/KS | 매수(유지) | T.P 100,000 원(하향))

이익과 투자 모두 좋지 못한 타이밍

2Q19 영업이익 추정치는 -273 억원으로서 컨센서스를 크게 하회할 것으로 예상함. 정유는 유가하락/경제마진 약세가 나타났고, 화학에서도 PX의 지속적인 가격하락이 악재로 작용하였음. 차후 주가의 방향성을 보더라도 중국발 공급과잉 속에 정유/화학 모두 실적 회복이 쉽지 않고, 게다가 최근 연이은 화학투자의 타이밍이 좋지 못한 만큼, 근래 주가급락에도 불구하고 연중 부담으로 지속될 것임

2Q19 영업이익 -273 억원(QoQ 적전 / YoY 적전) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 1,748 억원을 크게 하회하는 기대 이하의 실적이 예상되고 있음. 대다수의 사업부가 부진을 면치 못할 것으로 추정됨. 무엇보다 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 보였기에 수익을 기대하기 쉽지 않았음.

주가에는 좋지 못한 화학 투자 타이밍

동사는 신규화학설비 PO의 올 해 가동 이후 크래커에 대한 신규투자까지 발표하였음. 최근 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. 본업의 실적 둔화와 함께 지속적으로 주가에 부담 요인임

목표주가 120,000 원 → 100,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

이익추정치 변동분에 따라 목표주가 역시 하향 조정함. 최근 주가하락이 급격히 진행되었음에도 불구하고 여전한 시황 및 투자타이밍에 대한 부담, 그리고 화학대비 상대적으로 높은 valuation은 연중 부담요인으로 지속 작용할 것임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	16,321.8	20,891.4	25,463.3	21,130.1	19,426.0	20,225.0
yoY	%	(8.8)	28.0	21.9	(17.0)	(8.1)	4.1
영업이익	십억원	1,616.9	1,373.3	639.5	464.7	1,024.3	1,116.4
yoY	%	97.8	(15.1)	(53.4)	(27.3)	120.4	9.0
EBITDA	십억원	1,903.6	1,667.4	993.6	1,000.9	1,560.5	1,652.6
세전이익	십억원	1,575.1	1,644.9	331.8	463.9	1,014.9	1,168.2
순이익(지배주주)	십억원	1,205.4	1,246.5	258.0	351.3	786.5	905.4
영업이익률%	%	9.9	6.6	2.5	2.2	5.3	5.5
EBITDA%	%	11.7	8.0	3.9	4.7	8.0	8.2
순이익률	%	7.4	6.0	1.0	1.7	4.0	4.5
EPS	원	10,494	10,870	2,090	2,918	6,784	7,840
PER	배	8.1	10.8	46.7	28.7	12.3	10.7
PBR	배	1.5	2.0	1.7	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	5.2	9.7	11.4	9.7	6.2	5.8
ROE	%	20.5	18.8	3.9	5.3	11.1	11.6
순차입금	십억원	162	2,658	5,262	4,046	3,432	0
부채비율	%	118.4	120.5	146.6	140.7	127.8	0.0

2Q19 preview

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위 % 십억원) 차이(a/b)
매출액	6,003.1	7,187.9	6,861.3	5,426.2	5,863.4	(2.3)	8.1	5,868.0	(0.1)
영업이익	402.6	315.7	(333.5)	270.4	(27.3)	적전	적전	174.8	(115.6)
세전이익	214.5	315.5	(456.4)	157.2	(55.5)	적전	적전	109.5	(150.7)
지배순이익	163.2	229.9	(323.8)	113.6	(43.0)	적전	적전	77.6	(155.4)
영업이익률	6.7	4.4	(4.9)	5.0	(0.5)	(7.2)	(5.4)	3.0	(3.4)
세전이익률	3.6	4.4	(6.7)	2.9	(0.9)	(4.5)	(3.8)	1.9	(2.8)
지배주주순이익률	2.7	3.2	(4.7)	2.1	(0.7)	(3.5)	(2.8)	1.3	(2.1)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
ROE(지배주주지분)	9.9%	ROE(지배주주지분)	3.9%	10.1%	10.6%	9.0%	7.9%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%						
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.58	Target ROE	9.9%				
2Q20E EPS(지배주주지분)	62,235						
Target Price	98,554						

자료: S-Oil, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
EPS(지배주주지분)	5,525	6,315	7,299	6,765	6,415
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	6,612				
2Q20E EPS	6,315				
2Q21E EPS	7,299				

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	79,342	82,648	85,954	89,260	92,565	95,871	99,177	102,483	105,789	109,095
TP by 2Q20E EPS	75,779	78,936	82,094	85,251	88,409	91,566	94,724	97,881	101,038	104,196
TP by 2Q21E EPS	87,588	91,238	94,887	98,537	102,186	105,836	109,485	113,135	116,784	120,434

자료: S-Oil, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	25,463.3	23,495.8	22,189.8	25,463.3	21,130.1	19,426.0	0.0%	-10.1%	-12.5%
YoY %	21.9%	-7.7%	-5.6%	21.9%	-17.0%	-8.1%			
영업이익	639.5	1,057.0	1,259.6	639.5	464.7	1,024.3	0.0%	-56.0%	-18.7%
YoY %	-53.4%	65.3%	19.2%	-53.4%	-27.3%	120.4%			
EBITDA	993.6	1,354.3	1,556.8	993.6	1,000.9	1,560.5	0.0%	-26.1%	0.2%
YoY %	-40.4%	36.3%	15.0%	-40.4%	0.7%	55.9%			
순이익	258.0	816.7	970.5	258.0	351.3	786.5	0.0%	-57.0%	-19.0%
YoY %	-79.3%	216.5%	18.8%	-79.3%	36.1%	123.9%			

자료: S-Oil, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	6,088.6	6,088.6	5,200.1	5,647.4	5,863.4	5,297.3	4,543.2	4,938.9	-3.7%	-13.0%	-12.6%	-12.5%
YoY %	14%	-15.3%	-24.2%	-7.7%	-2.3%	-26.3%	-33.8%	-9.0%				
QoQ %	-0.5%	0.0%	-14.6%	8.6%	8.1%	-9.7%	-14.2%	8.7%				
영업이익	348.3	400.6	112.9	356.5	(27.3)	182.5	39.2	292.2	-107.8%	-54.5%	-65.3%	-18.0%
YoY %	-13.5%	26.9%	흑전	82.7%	적전	-42.2%	흑전	81%				
QoQ %	78.5%	15.0%	-71.8%	215.9%	적전	흑전	-78.5%	645.4%				
EBITDA	422.7	475.0	187.2	430.8	106.7	316.5	173.3	426.2	-74.7%	-33.4%	-7.4%	-1.1%
YoY %	-11.4%	21.8%	흑전	59.9%	-77.6%	-18.9%	흑전	54%				
QoQ %	56.8%	12.4%	-60.6%	130.2%	-73.6%	196.6%	-45.3%	146.0%				
순이익	241.4	320.7	161.9	246.8	(43.0)	172.0	108.7	207.7	-117.8%	-46.4%	-32.9%	-15.8%
YoY %	47.9%	39.5%	흑전	166.4%	적전	-25.2%	흑전	82.8%				
QoQ %	160.5%	32.9%	-49.5%	52.4%	적전	흑전	-36.8%	91.0%				

자료: S-Oil, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,775	5,855	6,034	6,719	7,599
현금및현금성자산	480	665	1,788	2,402	2,986
매출채권및기타채권	1,744	1,934	1,265	1,286	1,375
재고자산	2,791	3,139	2,775	2,822	3,018
비유동자산	8,313	10,101	10,127	10,174	10,244
장기금융자산	158	125	77	77	77
유형자산	7,969	9,741	9,653	9,699	9,770
무형자산	105	104	103	103	103
자산총계	15,087	15,955	16,162	16,893	17,844
유동부채	4,544	5,766	5,662	5,694	5,827
단기금융부채	1,377	2,948	2,913	2,913	2,913
매입채무 및 기타채무	2,246	2,165	1,889	1,921	2,054
단기충당부채	2	3	3	3	3
비유동부채	3,700	3,697	3,785	3,785	3,785
장기금융부채	3,475	3,465	3,364	3,364	3,364
장기매입채무 및 기타채무	0	0	205	205	205
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	8,245	9,486	9,447	9,479	9,612
지배주주지분	6,843	6,469	6,715	7,414	8,232
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본구성요소	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	5,198	4,823	5,069	5,768	6,586
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,843	6,469	6,715	7,414	8,232
부채와자본총계	15,087	15,955	16,162	16,893	17,844

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,143	(288)	1,946	1,504	1,507
당기순이익(순실)	1,246	258	351	787	905
비현금성항목등	619	799	644	753	753
유형자산감가상각비	294	354	536	536	536
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(325)	(444)	(108)	(217)	(217)
운전자본감소(증가)	(236)	(882)	979	(36)	(152)
매출채권및기타채권의 감소증가)	(384)	(102)	379	(21)	(89)
재고자산감소(증가)	(367)	(348)	364	(47)	(196)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	593	(296)	451	32	133
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	398	74	175	175	175
투자활동현금흐름	(832)	(415)	(472)	(583)	(607)
금융자산감소(증가)	1,723	1,668	(3)	0	0
유형자산감소(증가)	(2,411)	(2,041)	(452)	(583)	(607)
무형자산감소(증가)	(1)	(0)	0	0	0
기타	(142)	(42)	(16)	0	0
재무활동현금흐름	(598)	888	(198)	(87)	(87)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	205	1,506	(102)	0	0
자본의증가(감소)	3	0	0	0	0
배당금의 지급	803	617	87	87	87
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(287)	184	1,124	614	584
기초현금	767	480	665	1,788	2,402
기말현금	480	665	1,788	2,402	2,986
FCF	(1,732)	(1,674)	1,289	708	632

자료 : S-Oil, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	20,891	25,463	21,130	19,426	20,225
매출원가	18,783	24,200	20,108	17,890	18,576
매출총이익	2,108	1,263	1,022	1,536	1,649
매출총이익률 (%)	10.1	5.0	4.8	7.9	8.2
판매비와관리비	735	624	557	512	533
영업이익	1,373	639	465	1,024	1,116
영업이익률 (%)	6.6	2.5	2.2	5.3	5.5
비영업순익	272	(308)	(1)	(9)	52
순금융비용	117	54	584	586	647
외환관련손익	242	(131)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	5	4	2	3	3
세전계속사업이익	1,645	332	464	1,015	1,168
세전계속사업이익률 (%)	7.9	1.3	2.2	5.2	5.8
계속사업법인세	398	74	113	228	263
계속사업이익	1,246	258	351	787	905
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,246	258	351	787	905
순이익률 (%)	6.0	1.0	1.7	4.0	4.5
지배주주	1,246	258	351	787	905
지배주주구속 순이익률 (%)	6.0	1.0	1.7	4.0	4.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,254	244	351	787	905
지배주주	1,254	244	351	787	905
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,667	994	1,001	1,561	1,653

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	28.0	21.9	(17.0)	(8.1)	4.1
영업이익	(15.1)	(53.4)	(27.3)	120.4	9.0
세전계속사업이익	4.4	(79.8)	39.8	118.8	15.1
EBITDA	(124)	(40.4)	0.7	55.9	5.9
EPS(계속사업)	3.6	(80.8)	39.6	132.5	15.6
수익성 (%)					
ROE	18.8	3.9	5.3	111	0.0
ROA	8.6	1.7	2.2	4.8	0.0
EBITDA/마진	8.0	3.9	4.7	8.0	0.0
안정성 (%)					
유동비율	149.1	101.5	106.6	118.0	0.0
부채비율	120.5	146.6	140.7	127.8	0.0
순차입금/자기자본	38.8	81.3	60.2	46.3	0.0
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	(0.3)	0.0	0.2	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,870	2,090	2,918	6,784	7,840
BPS	59,440	56,273	58,546	64,541	71,556
CFPS	11,448	7,302	7,565	11,407	12,019
주당 현금배당금	5,900	5,900	5,900	5,900	5,900
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.8	46.7	28.7	12.3	10.7
PER(최저)	2.0	1.7	1.4	1.3	1.2
PBR(최고)	10.2	13.4	11.1	7.3	7.0
PBR(최저)	9.7	11.4	9.7	6.2	5.8