

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sksec.co.kr

02-3773-8827

Company Data

자본금	292 십억원
발행주식수	11,660 만주
자사주	18 만주
액면가	2,500 원
시가총액	11,089 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company,B.V(A.O.C.B.V) (외11)	63.45%
국민연금공단	6.06%
외국인지분률	80.00%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(19/10/04)	98,500 원
KOSPI	2020.69 pt
52주 Beta	0.94
52주 최고가	136,500 원
52주 최저가	80,300 원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.1%	0.4%
6개월	7.1%	16.9%
12개월	-26.8%	-17.6%

S-Oil (010950/KS | 매수(유지) | T.P 110,000 원(유지))

IMO2020 추가프리미엄은 오히려 부담요인

3Q19 영업이익은 1,943 억원으로서 컨센서스에 부합하는 실적 예상됨. 정유와 화학 공히 약세가 지속되고 있음. 그나마 사우디 아람코 피폭사태 이후 9월 유가+정제마진 반등이 호재로 작용했지만, 단기적인 요인에 그쳤기 때문에 방향성을 바꿀 만큼은 아니었던 것으로 판단함. 동시에 IMO2020 은 경유 수요 상승을 견인하기에는 무리가 있고, 현재 정유 추가 프리미엄은 그만큼 부담이 되기에 주가의 추가상승 모멘텀 제한적으로 판단함

3Q19 영업이익 1,943 억원(QoQ 흑전 / YoY -38.5%) 추정

10/4 기준 컨센서스 2,009 억원 대비 -3.3% 하회하는 기대만큼의 실적 예상됨. 정유와 화학 공히 약세가 지속되고 있음. PX 가격은 7/1 \$825/t에서 9/30 \$795/t 까지 추가하락하였음. 정유는 8월까지 최악의 국면이 나타나고 있었지만, 9월 사우디 아람코 피폭사태 이후 유가와 정제마진이 급반등하면서 회복기조를 보였을 것으로 기대됨. 다만 일시적인 수준으로 마무리 되었기 때문에 방향성을 바꿀 만한 것은 아니었던 것으로 판단함.

IMO2020 에 거는 기대는 무리

SK 증권 리서치센터 스마트시티 TFT / 소재산업재 팀은 [10/7 Cyclical Bulletin Release 25. 애널리스트 셋이 진단한 IMO2020 이라는 허상] 보고서를 통해서 IMO2020 이 경유수요 상승을 견인하기에는 무리가 있으며, 동시에 정유업종의 추가 프리미엄도 반대급부의 부담요인이 될 수 있다는 것을 지적했음. 그리고 무엇보다 본격적으로 연간 4% 가량의 정유공급과잉이 2023 년까지 지속된다는 것을 감안해야 함. 화학과 정유의 valuation 이 늘 동일했다는 것을 감안할 때 단기 정유주가에 부담이 될 수 있음

목표주가 110,000 원 유지

아직까지 IMO2020 의 모멘텀이 유지되고 있고 사우디의 정정불안까지 감안할 때 여전히 시장은 정유에 긍정적인 관점을 보유할 것으로 판단됨. 다만 펀더멘털 대비 고평가된 추가 상승에서 큰 폭의 추가 상승을 기대하기는 어려움

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	16,321.8	20,891.4	25,463.3	23,127.9	21,800.0	22,651.7
yoy	%	(8.8)	28.0	21.9	(9.2)	(5.7)	3.9
영업이익	십억원	1,616.9	1,373.3	639.5	525.0	984.1	1,116.1
yoy	%	97.8	(15.1)	(53.4)	(17.9)	87.4	13.4
EBITDA	십억원	1,903.6	1,667.4	993.6	1,087.5	1,555.3	1,687.3
세전이익	십억원	1,575.1	1,644.9	331.8	378.5	962.4	1,188.6
순이익(지배주주)	십억원	1,205.4	1,246.5	258.0	293.6	755.5	933.1
영업이익률%	%	9.9	6.6	2.5	2.3	4.5	4.9
EBITDA%	%	11.7	8.0	3.9	4.7	7.1	7.4
순이익률	%	7.4	6.0	1.0	1.3	3.5	4.1
EPS(계속사업)	원	10,494	10,870	2,090	2,406	6,509	8,086
PER	배	8.1	10.8	46.7	40.7	15.0	12.1
PBR	배	1.5	2.0	1.7	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	배	5.2	9.7	11.4	10.3	7.2	6.7
ROE	%	20.5	18.8	3.9	4.5	10.8	12.0
순차입금	십억원	162	2,658	5,262	5,466	4,785	0
부채비율	%	118.4	120.5	146.6	156.3	141.3	0.0

3Q19 preview

(단위 % 십억원)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	7,187.9	6,861.3	5,426.2	6,257.3	6,072.5	(15.5)	(3.0)	6,268.9	(3.1)
영업이익	315.7	(333.5)	270.4	(90.5)	194.3	(38.5)	흑전	200.9	(3.3)
세전이익	315.5	(456.4)	157.2	(195.8)	200.3	(36.5)	흑전	187.3	6.9
지배순이익	229.9	(323.8)	113.6	(147.4)	157.2	(31.6)	흑전	133.5	17.7
영업이익률	4.4	(4.9)	5.0	(1.4)	3.2	(1.2)	4.6	3.2	(0.0)
세전이익률	4.4	(6.7)	2.9	(3.1)	3.3	(1.1)	6.4	3.0	0.3
지배주주순이익률	3.2	(4.7)	2.1	(2.4)	2.6	(0.6)	4.9	2.1	0.5

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	3Q20E	3Q21E	3Q22E	3Q23E
ROE(지배주주지분)	10.9%	3.9%	11.0%	11.6%	9.6%	9.6%
Terminal Growth	2.0%		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	1.77					
3Q20E BPS(지배주주지분)	63,132					
Target Price	111,785					

자료: S-Oil, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	3Q20E	3Q21E	3Q22E	3Q23E
EPS(지배주주지분)	5,525	6,980	8,192	7,424	8,074
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	7,421				
3Q20E EPS	6,980				
3Q21E EPS	8,192				

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	89,051	92,761	96,472	100,182	103,893	107,603	111,314	115,024	118,735	122,445
TP by 3Q20E EPS	83,766	87,256	90,746	94,237	97,727	101,217	104,707	108,197	111,688	115,178
TP by 3Q21E EPS	98,304	102,400	106,496	110,592	114,688	118,784	122,880	126,976	131,072	135,168

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	21,130.1	19,426.0	25,463.3	23,127.9	21,800.0	0.0%	9.5%	12.2%
YoY %	21.9%	-17.0%	-8.1%	21.9%	-9.2%	-5.7%			
영업이익	639.5	464.7	1,024.3	639.5	525.0	984.1	0.0%	13.0%	-3.9%
YoY %	-53.4%	-27.3%	120.4%	-53.4%	-17.9%	87.4%			
EBITDA	993.6	1,000.9	1,560.5	993.6	1,087.5	1,555.3	0.0%	8.7%	-0.3%
YoY %	-40.4%	0.7%	55.9%	-40.4%	9.5%	43.0%			
순이익	258.0	351.3	786.5	258.0	293.6	755.5	0.0%	-16.4%	-3.9%
YoY %	-79.3%	36.1%	123.9%	-79.3%	13.8%	157.3%			

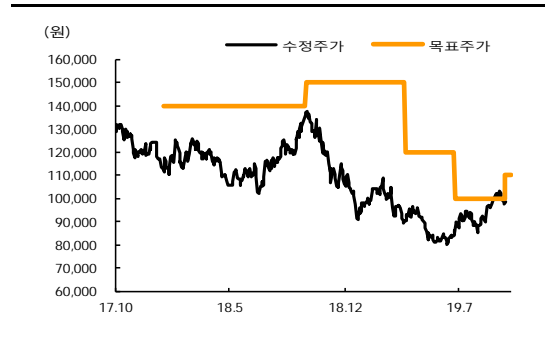
자료: S-Oil, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E
매출액	5,297.3	4,543.2	4,938.9	4,981.2	6,072.5	5,372.0	5,552.2	5,570.8	14.6%	18.2%	12.4%	11.8%
YoY %	-26.3%	-33.8%	-9.0%	-15.0%	-15.5%	-21.7%	2.3%	-11.0%				
QoQ %	-9.7%	-14.2%	8.7%	0.9%	-3.0%	-11.5%	3.4%	0.3%				
영업이익	182.5	39.2	292.2	298.4	194.3	150.9	263.9	286.6	6.5%	285.0%	-9.7%	-4.0%
YoY %	-42.2%	흑전	8.1%	흑전	-38.5%	흑전	-2.4%	흑전				
QoQ %	흑전	-78.5%	645.4%	2.1%	흑전	-22.3%	74.9%	8.6%				
EBITDA	316.5	173.3	426.2	432.5	337.1	293.7	406.7	429.4	6.5%	69.5%	-4.6%	-0.7%
YoY %	-18.9%	흑전	5.4%	305.2%	-13.6%	흑전	0.6%	721.3%				
QoQ %	196.6%	-45.3%	146.0%	1.5%	544.8%	-12.9%	38.5%	5.6%				
순이익	172.0	108.7	207.7	222.6	157.2	170.2	182.6	212.7	-8.6%	56.6%	-12.1%	-4.4%
YoY %	-25.2%	흑전	82.8%	흑전	-31.6%	흑전	60.8%	흑전				
QoQ %	흑전	-36.8%	91.0%	7.2%	흑전	8.3%	7.3%	16.5%				

자료: S-Oil, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.04	매수	110,000원	6개월		
2019.07.02	매수	100,000원	6개월	-6.47%	3.00%
2019.04.01	매수	120,000원	6개월	-27.41%	-19.50%
2018.10.01	매수	150,000원	6개월	-28.15%	-8.33%
2018.07.09	매수	140,000원	6개월	-16.98%	-2.14%
2018.04.02	매수	140,000원	6개월	-18.09%	-10.00%
2018.01.08	매수	140,000원	6개월	-15.18%	-10.00%



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 (2019년 10월 4일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,775	5,855	6,588	7,116	7,971
현금및현금성자산	480	665	1,610	2,290	2,831
매출채권및기타채권	1,744	1,934	1,772	1,717	1,830
재고자산	2,791	3,139	2,938	2,847	3,035
비유동자산	8,313	10,101	10,467	10,549	10,658
장기금융자산	158	125	62	62	62
유형자산	7,969	9,741	10,008	10,090	10,199
무형자산	105	104	101	101	101
자산총계	15,087	15,955	17,054	17,665	18,629
유동부채	4,544	5,766	6,275	6,218	6,336
단기금융부채	1,377	2,948	3,488	3,488	3,488
매입채무 및 기타채무	2,246	2,165	1,851	1,794	1,912
단기충당부채	2	3	18	18	18
비유동부채	3,700	3,697	4,126	4,126	4,126
장기금융부채	3,475	3,465	3,898	3,898	3,898
장기매입채무 및 기타채무	0	0	35	35	35
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	8,245	9,463	10,401	10,344	10,462
지배주주지분	6,843	6,469	6,653	7,321	8,167
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	5,012	5,680	6,525
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,843	6,469	6,653	7,321	8,167
부채외자본총계	15,087	15,955	17,054	17,665	18,629

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,143	(288)	1,029	1,283	1,190
당기순이익(손실)	1,246	258	294	756	933
비현금성항목등	619	799	499	439	439
유형자산감가상각비	294	354	563	571	571
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(325)	(444)	63	132	132
운전자본감소(증가)	(236)	(882)	271	88	(183)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(384)	(102)	(128)	55	(113)
재고자산감소(증가)	(367)	(348)	201	91	(188)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	593	(296)	414	(57)	118
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	398	74	(87)	(175)	(175)
투자활동현금흐름	(832)	(415)	(863)	(654)	(680)
금융자산감소(증가)	1,723	1,668	(4)	0	0
유형자산감소(증가)	(2,411)	(2,041)	(843)	(654)	(680)
무형자산감소(증가)	(1)	(0)	0	0	0
기타	(142)	(42)	(16)	0	0
재무활동현금흐름	(598)	888	677	(87)	(87)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	205	1,506	808	0	0
자본의증가(감소)	3	0	0	0	0
배당금의 지급	803	617	105	87	87
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(287)	184	945	681	540
기초현금	767	480	665	1,610	2,290
기말현금	480	665	1,610	2,290	2,831
FCF	(1,732)	(1,674)	146	785	571

자료 : S-Oil, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	20,891	25,463	23,128	21,800	22,652
매출원가	18,783	24,200	22,036	20,294	20,993
매출총이익	2,108	1,263	1,092	1,506	1,659
매출총이익률 (%)	10.1	5.0	4.7	6.9	7.3
판매비와관리비	735	624	567	522	543
영업이익	1,373	639	525	984	1,116
영업이익률 (%)	6.6	2.5	2.3	4.5	4.9
비영업손익	272	(308)	(147)	(22)	73
순금융비용	117	54	494	671	762
외환관련손익	242	(131)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	5	4	17	38	41
세전계속사업이익	1,645	332	379	962	1,189
세전계속사업이익률 (%)	7.9	1.3	1.6	4.4	5.2
계속사업법인세	398	74	85	207	256
계속사업이익	1,246	258	294	756	933
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,246	258	294	756	933
순이익률 (%)	6.0	1.0	1.3	3.5	4.1
지배주주	1,246	258	294	756	933
지배주주귀속 순이익률(%)	6.0	1.0	1.3	3.5	4.1
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,254	244	289	756	933
지배주주	1,254	244	289	756	933
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,667	994	1,088	1,555	1,687

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	28.0	21.9	(9.2)	(5.7)	3.9
영업이익	(15.1)	(53.4)	(17.9)	87.4	13.4
세전계속사업이익	4.4	(79.8)	14.1	154.2	23.5
EBITDA	(12.4)	(40.4)	9.5	43.0	8.5
EPS(계속사업)	3.6	(80.8)	15.1	170.5	24.2
수익성 (%)					
ROE	18.8	3.9	4.5	10.8	0.0
ROA	8.6	1.7	1.8	4.4	0.0
EBITDA마진	8.0	3.9	4.7	7.1	0.0
안정성 (%)					
유동비율	149.1	101.5	105.0	114.4	0.0
부채비율	120.5	146.6	156.3	141.3	0.0
순차입금/자기자본	38.8	81.3	82.2	65.4	0.0
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	(0.3)	0.0	0.3	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,870	2,090	2,406	6,509	8,086
BPS	59,440	56,273	57,852	63,582	70,834
CFPS	11,448	7,302	8,238	11,524	12,412
주당 현금배당금	5,900	5,900	5,900	5,900	5,900
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.8	46.7	40.7	15.0	12.1
PER(최저)					
PBR(최고)	2.0	1.7	1.7	1.5	1.4
PBR(최저)					
PCR	10.2	13.4	11.9	8.5	7.9
EV/EBITDA(최고)	9.7	11.4	10.3	7.2	6.7
EV/EBITDA(최저)					