

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

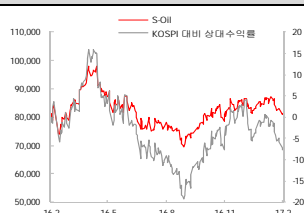
Company Data

자본금	2,915 억원
발행주식수	11,660 만주
자사주	18 만주
액면가	2,500 원
시가총액	91,417 억원
주요주주	
Aramco(외8)	63.46%
국민연금공단	6.06%
외국인지분률	76.50%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(17/02/02)	81,200 원
KOSPI	2080.48 pt
52주 Beta	1.20
52주 최고가	98,100 원
52주 최저가	69,400 원
60일 평균 거래대금	226 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.1%	-6.6%
6개월	4.0%	1.4%
12개월	-0.3%	-7.7%

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

4Q16 review: 4 분기와는 다른 분위기의 1 분기

4Q16 OP는 4,440 억원으로 예상만큼의 호실적이었음. 유가/환율/정제마진 동반 상승으로 정유 사업부 이익이 호전된 것이 가장 큰 원인이었음. 다만 1 분기는 분위기가 다를 것으로 판단함. 16 년 연간 이익을 이끌었던 유가 상승의 효과가 소멸되었고, 하락한 정제마진 수준이 부담이 되기 때문임. 4Q16의 호실적은 주가에 분명한 호재지만, 2017 년 실적에 대한 우려와 그를 반영한 1 분기 시황 둔화는 상승 폭을 제한적으로 만드는 요인임

4Q16 영업이익 4,440 억원(QoQ +282.1% / YoY 흑전)

SK 증권 리서치센터 추정치 4,890 억원과 시장 컨센서스 4,629 억원 대비 크게 다르지 않은 호실적을 시현하였음. 전기대비 이익 강세의 기본적인 원인은 정유에 있음. 3Q16 -1,234 억원의 적자에서 당분기 2,877 억원을 기록했음. 기본적으로 유가(Dubai 기준 3Q \$43.2/bbl → 4Q \$48.7/bbl)가 강세를 보였을 뿐만 아니라, 환율(1,120 원 → 1,158 원)도 상승했고, 동절기 성수기를 맞아 정제마진(\$6.0/bbl → \$7.8/bbl)도 반등하며 큰 폭의 이익 상승을 기록했음. 다만 석유화학과 윤활기유는 비수기 영향으로 감익되었음

1Q17 영업이익 2,751 억원(QoQ -38.0% / YoY -44.1%) 추정

다만 뜨거웠던 4 분기와 달리 1 분기 분위기는 사뭇 다를 것으로 판단함. 기본적으로 시황을 견인했던 유가상승의 효과가 연초 이후 일단락되었고, 그 외 환율과 마진 역시 전 분기 대비 하락하는 양상을 보이기 때문임. 사실 연간으로 볼 때 복합정제마진이 15 년 \$9.3/bbl 대비 16 년 \$6.9/bbl 로 급락했음에도 연간이익이 15 년 0.8 조원에서 16 년 1.7 조원으로 2 배 이상 급증을 한 것은 주로 유가(Dubai 기준 15 년 말 \$32.2/bbl → 16 년 말 \$53.8/bbl) 효과였음을 의미함. 즉 2017 년 전반에서 작년과 같은 유가 상승 효과가 발생하지 않는다면 이익은 기대치에 미치지 못할 수 있음

목표주가 100,000 원 / 투자 의견 매수 유지

4Q16의 호실적은 주가에 분명한 호재지만, 2017 년 실적에 대한 우려와 그를 반영한 1 분기 시황 둔화는 상승 폭을 제한적으로 만드는 요인임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	31,158.5	28,557.6	17,890.3	16,321.9	15,973.1	15,941.6
yoy	%	(10.3)	(8.3)	(37.4)	(8.8)	(2.1)	(0.2)
영업이익	십억원	366.0	(289.7)	817.6	1,692.9	1,148.2	967.7
yoy	%	(53.2)	적전	흑전	107.1	(32.2)	(15.7)
EBITDA	십억원	733.9	50.0	1,090.8	1,984.6	1,436.0	1,255.5
세전이익	십억원	387.2	(385.5)	812.7	1,680.0	1,124.2	875.6
순이익(지배주주)	십억원	289.6	(287.8)	631.3	1,281.9	882.5	687.3
영업이익률%	%	1.2	(1.0)	4.6	10.4	7.2	6.1
EBITDA%	%	2.4	0.2	6.1	12.2	9.0	7.9
순이익률	%	0.9	(1.0)	3.5	7.9	5.5	4.3
EPS	원	2,526	(2,563)	5,525	11,304	7,756	6,022
PER	배	29.3	(18.9)	14.4	7.5	10.6	13.6
PBR	배	1.6	1.2	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	14.5	161.3	9.2	7.2	9.3	7.5
ROE	%	5.4	(5.6)	12.3	22.2	13.6	9.8
순차입금	십억원	2,116	2,488	903	4,478	3,851	3,500
부채비율	%	122.7	108.9	100.3	116.6	103.7	96.3

4Q16 review

(단위: % 십억원)

	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16E	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	3,947.3	3,428.4	4,198.4	4,137.9	4,557.2	15.4	10.1	4,502.6	4,811.5	(5.3)
영업이익	(42.9)	491.8	640.9	116.2	444.0	(1,135.6)	282.1	462.9	489.0	(9.2)
세전이익	33.2	570.4	585.4	227.1	297.1	794.8	30.9	444.1	367.4	(19.1)
지배순이익	35.3	433.3	443.6	171.8	233.3	561.1	35.8	339.0	288.4	(19.1)
영업이익률	(1.1)	14.3	15.3	2.8	9.7	10.8	6.9	10.3	10.2	(0.4)
세전이익률	0.8	16.6	13.9	5.5	6.5	5.7	1.0	9.9	7.6	(1.1)
지배주주순이익률	0.9	12.6	10.6	4.2	5.1	4.2	1.0	7.5	6.0	(0.9)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2015	4Q17E	4Q18E	4Q19E	4Q20E
ROE(지배주주지분)	10.9%	ROE(지배주주지분)	12.3%	13.0%	9.5%	8.6%	7.9%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	10.9%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.62						
4Q17E BPS(지배주주지분)	59,170						
Target Price	95,973						

자료: S-Oil, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q17E	4Q18E	4Q19E	4Q20E
EPS(지배주주지분)	5,525	7,756	6,022	5,750	5,555
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	6,788				
4Q17E EPS	7,756				
4Q18E EPS	6,022				

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	81,453	84,846	88,240	91,634	95,028	98,422	101,816	105,209	108,603	111,997
TP by 4Q17E EPS	93,068	96,946	100,824	104,702	108,580	112,458	116,335	120,213	124,091	127,969
TP by 4Q18E EPS	72,267	75,279	78,290	81,301	84,312	87,323	90,334	93,345	96,357	99,368

자료: S-Oil, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	17,890.3	16,576.2	16,862.3	17,890.3	16,321.9	15,973.1	0.0%	-1.5%	-5.3%
YoY %	-37.4%	-7.3%	1.7%	-37.4%	-8.8%	-2.1%			
영업이익	817.6	1,737.9	1,059.9	817.6	1,692.9	1,148.2	0.0%	-2.6%	8.3%
YoY %	흑전	112.6%	-39.0%	흑전	107.1%	-32.2%			
EBITDA	1,090.8	2,029.6	1,347.7	1,090.8	1,984.6	1,436.0	0.0%	-2.2%	6.5%
YoY %	2081.6%	86.1%	-33.6%	2081.6%	81.9%	-27.6%			
순이익	631.3	1,337.1	743.2	631.3	1,281.9	882.5	0.0%	-4.1%	18.7%
YoY %	흑전	111.8%	-44.4%	흑전	103.1%	-31.2%			

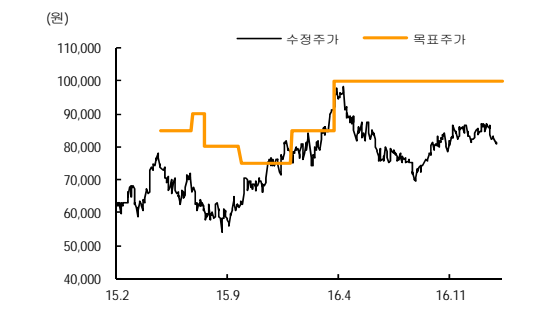
자료: S-Oil, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E
매출액	4,811.5	4,339.4	4,134.3	4,079.8	4,557.2	4,110.0	3,916.4	3,865.1	-5.3%	-5.3%	-5.3%	-5.3%
YoY %	21.9%	26.6%	-1.5%	-1.4%	15.4%	19.9%	-6.7%	-6.6%				
QoQ %	16.3%	-9.8%	-4.7%	-1.3%	10.1%	-9.8%	-4.7%	-1.3%				
영업이익	489.0	206.7	218.9	286.1	444.0	275.1	232.3	290.6	-9.2%	33.1%	6.1%	1.5%
YoY %	흑전	-58.0%	-65.8%	146.2%	흑전	-44.1%	-63.7%	150.1%				
QoQ %	320.8%	-57.7%	5.9%	30.7%	282.1%	-38.0%	-15.6%	25.1%				
EBITDA	561.0	278.6	290.8	358.1	516.0	347.1	304.3	362.5	-8.0%	24.6%	4.6%	1.2%
YoY %	2144.4%	-50.2%	-59.7%	90.3%	1964.3%	-38.0%	-57.8%	92.7%				
QoQ %	198.1%	-50.3%	4.4%	23.1%	174.2%	-32.7%	-12.3%	19.1%				
순이익	288.4	108.7	147.9	233.5	233.3	177.2	174.0	252.7	-19.1%	63.1%	17.7%	8.2%
YoY %	717.4%	-74.9%	-66.7%	35.9%	561.1%	-59.1%	-60.8%	47.1%				
QoQ %	67.8%	-62.3%	36.1%	57.9%	35.8%	-24.0%	-1.8%	45.2%				

자료: S-Oil, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.02.03	매수	100,000원
	2017.01.09	매수	100,000원
	2016.09.27	매수	100,000원
	2016.06.27	매수	100,000원
	2016.04.22	매수	100,000원
	2016.03.27	매수	100,000원
	2016.02.01	매수	85,000원
	2016.01.05	매수	85,000원
	2015.10.25	매수	75,000원
	2015.09.30	매수	75,000원
	2015.07.23	매수	80,000원
	2015.06.29	매수	90,000원
	2015.04.29	매수	85,000원



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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 2월 3일 기준)

매수	95.62%	중립	4.38%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,708	5,690	7,861	8,098	8,207
현금및현금성자산	712	201	61	687	1,039
매출채권및기타채권	2,090	1,266	1,322	1,184	1,098
재고자산	2,415	1,599	2,392	2,142	1,987
비유동자산	4,548	5,106	5,532	5,723	5,914
장기금융자산	117	99	50	50	50
유형자산	4,322	4,731	5,271	5,462	5,652
무형자산	50	47	45	45	45
자산총계	10,256	10,796	13,393	13,821	14,121
유동부채	3,955	3,222	4,657	4,482	4,374
단기금융부채	2,325	1,599	2,551	2,551	2,551
매입채무 및 기타채무	1,479	1,494	1,669	1,494	1,386
단기충당부채	5	5	6	6	6
비유동부채	1,392	2,183	2,553	2,553	2,553
장기금융부채	1,313	2,007	2,347	2,347	2,347
장기매입채무 및 기타채무	0	0	27	27	27
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,347	5,406	7,210	7,036	6,927
지배주주지분	4,909	5,390	6,183	6,786	7,193
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	3,262	3,743	4,536	5,139	5,547
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,909	5,390	6,183	6,786	7,193
부채외자본총계	10,256	10,796	13,393	13,821	14,121

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	879	2,476	1,241	1,639	1,364
당기순이익(손실)	(288)	631	1,282	882	687
비현금성항목등	403	483	483	543	543
유형자산감가상각비	340	273	292	288	288
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(63)	(210)	(192)	(256)	(256)
운전자본감소(증가)	828	1,472	(545)	213	133
매출채권및기타채권의 감소(증가)	638	493	(287)	138	86
재고자산감소(증가)	1,822	817	(793)	250	155
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,488)	(251)	1,079	(174)	(108)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	181	389	221	221
투자활동현금흐름	(964)	(2,802)	(2,186)	(479)	(478)
금융자산감소(증가)	(55)	(2,052)	(1,558)	0	0
유형자산감소(증가)	(911)	(651)	(677)	(479)	(478)
무형자산감소(증가)	(1)	(3)	(0)	0	0
기타	3	(96)	49	0	0
재무활동현금흐름	212	(184)	869	(280)	(280)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	332	(56)	1,358	0	0
자본의증가(감소)	1	3	0	0	0
배당금의 지급	120	128	489	280	280
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	127	(510)	(141)	627	351
기초현금	585	712	201	61	687
기말현금	712	201	61	687	1,039
FCF	(98)	1,842	974	925	703

자료 : S-Oil, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	28,558	17,890	16,322	15,973	15,942
매출원가	28,282	16,439	13,980	14,210	14,360
매출총이익	275	1,451	2,342	1,763	1,582
매출총이익률 (%)	10	8.1	14.3	11.0	9.9
판매비와관리비	565	634	649	615	614
영업이익	(290)	818	1,693	1,148	968
영업이익률 (%)	(1.0)	4.6	10.4	7.2	6.1
비영업손익	(96)	(5)	(13)	(24)	(92)
순금융비용	81	165	232	453	386
외환관련손익	(118)	(129)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	6	10	6	6	5
세전계속사업이익	(386)	813	1,680	1,124	876
세전계속사업이익률 (%)	(1.4)	4.5	10.3	7.0	5.5
계속사업법인세	(98)	181	398	242	188
계속사업이익	(288)	631	1,282	882	687
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(288)	631	1,282	882	687
순이익률 (%)	(1.0)	3.5	7.9	5.5	4.3
지배주주	(288)	631	1,282	882	687
지배주주귀속 순이익률(%)	(1.0)	3.5	7.9	5.5	4.3
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	(325)	609	1,282	882	687
지배주주	(325)	609	1,282	882	687
비지배주주					
EBITDA	50	1,091	1,985	1,436	1,255

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(8.3)	(37.4)	(8.8)	(2.1)	(0.2)
영업이익	적전	흑전	107.1	(32.2)	(15.7)
세전계속사업이익	적전	흑전	106.7	(33.1)	(22.1)
EBITDA	(93.2)	2,081.6	81.9	(27.6)	(12.6)
EPS(계속사업)	적전	흑전	104.6	(31.4)	(22.4)
수익성 (%)					
ROE	(5.6)	12.3	22.2	13.6	9.8
ROA	(2.6)	6.0	10.6	6.5	4.9
EBITDA마진	0.2	6.1	12.2	9.0	7.9
안정성 (%)					
유동비율	144.3	176.6	168.8	180.7	187.6
부채비율	108.9	100.3	116.6	103.7	96.3
순차입금/자기자본	50.7	16.8	72.4	56.8	48.7
EBITDA/이자비용(배)	(1.0)	18.8	0.5	(0.2)	(0.1)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(2,563)	5,525	11,304	7,756	6,022
BPS	41,893	47,089	53,999	59,170	62,668
CFPS	1,058	7,790	13,613	10,198	8,983
주당 현금배당금	150	2,400	2,400	2,400	2,400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(18.9)	14.4	7.5	10.6	13.6
PER(최저)					
PBR(최고)	1.2	1.7	1.6	1.4	1.3
PBR(최저)					
PCR	45.7	10.2	6.2	8.0	9.1
EV/EBITDA(최고)	161.3	9.2	7.2	9.3	7.5
EV/EBITDA(최저)	6.8	5.9	10.7	5.1	2.6