

# 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	87,589 억원
주요주주	
AOC	63.41%
국민연금	5.02%
외국인지분률	77.60%
배당수익률	1.70%

## Stock Data

주가(16/09/26)	77,800 원
KOSPI	2054.07 pt
52주 Beta	1.34
52주 최고가	98,100 원
52주 최저가	61,600 원
60일 평균 거래대금	262 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.9%	7.7%
6개월	-14.7%	-17.1%
12개월	25.7%	19.0%

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

## 3Q16 preview: 유가와 환율 약재에 노출된 실적

3Q OP는 2,817 억원으로 추정되어 컨센서스를 -19.3% 하회할 것으로 판단함. 상반기 이미 정제마진이 유가 레벨에 맞춰 급락한 상황에서 유가반등과 원화약세 호재로 호실적이 달성된 것이었기 때문에, 동 요인이 소멸된 금번 분기의 이익 하락은 어떻게 보자면 당연한 결과물임. 현재 유가의 추가 하락 가능성도 부각되고 있기 때문에, 배당매력을 바탕으로 하더라도 동사 주가의 추가 상승여력은 높지 않은 것으로 판단함

## 3Q16 추정 영업이익 2,817 억원(QoQ -56.0% / YoY +1,646%)

9/23 기준 시장 컨센서스 3,493 억원을 -19.3% 하회하는 실적 수준일 것으로 판단함. 전분기 대비 실적의 급격한 감소는 어느 정도 예정된 부분이었음. 이미 2016 년 진입 이후 유가 레벨에 맞춰 정제마진이 급락했음에도 불구하고, 상반기는 유가반등과 환율약세 효과로 인하여 호실적이 발생했던 것이기 때문임. 그러나 금번 분기에서는 두 가지가 모두 소멸되면서 결국 과대 계상되었던 이익이 그만큼 사라지는 것으로 판단할 수 있음

## 불확실해진 유가의 방향성

상반기 지속적으로 상승하던 유가는 하반기 사우디 OSP 하향, WTI 투기 수요의 감소, 달러약세 일단락의 요인 등에 의하여 재차 하락하고 있음. 여전히 \$45/bbl 내외에 유지되고 있지만 지난 해 연말 \$30/bbl 선도 붕괴되었던 경험을 감안할 때 하방은 아직 있다고 할 수 있음. 동절기 성수기를 앞두고 정제마진의 반등을 기대할 수도 있지만, 결국 정유의 이익은 유가의 함수라는 것을 감안할 때 유가 추이를 지속 주목해야 함

## 목표주가 100,000 원 / 투자 의견 매수 유지

예상한 수준의 감익이라는 판단 하에 목표주가와 투자 의견을 따로 조정하지 않았음. 최근 연간이익 강세에 대한 배당 merit 가 정유 업종의 유가를 지지하는 또 다른 요인으로 작용 중임. 그러나 정유 업종의 배당은 이익에 따른 가변이 심하기 때문에 동 요인이 소멸되는 시점에서는 차후 이익 수준에 따른 주가 재평가 작업도 가능할 것으로 판단함. 특히 동사는 pure refinery 로서 시황 노출도가 가장 높다는 부분을 감안해야 함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	31,158.5	28,557.6	17,890.3	14,960.6	12,993.0	12,734.3
yoy	%	(10.3)	(8.3)	(37.4)	(16.4)	(13.2)	(2.0)
영업이익	십억원	366.0	(289.7)	817.6	1,701.1	855.0	923.2
yoy	%	(53.2)	적전	흑전	108.1	(49.7)	8.0
EBITDA	십억원	733.9	50.0	1,090.8	2,009.0	1,175.1	1,243.4
세전이익	십억원	387.2	(385.5)	812.7	1,801.2	881.2	999.2
순이익(지배주주)	십억원	289.6	(287.8)	631.3	1,377.1	682.9	774.4
영업이익률%	%	1.2	(1.0)	4.6	11.4	6.6	7.2
EBITDA%	%	2.4	0.2	6.1	13.4	9.0	9.8
순이익률%	%	0.9	(1.0)	3.5	9.2	5.3	6.1
EPS	원	2,526	(2,563)	5,525	12,149	5,983	6,795
PER	배	29.3	(18.9)	14.4	6.4	13.0	11.4
PBR	배	1.6	1.2	1.7	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	14.5	161.3	9.2	6.0	10.0	7.2
ROE	%	5.4	(5.6)	12.3	23.5	10.4	11.1
순차입금	십억원	2,116	2,488	903	3,134	2,754	2,506
부채비율	%	122.7	108.9	100.3	91.8	85.9	79.1

## 3Q16 preview

(단위: % 십억원)

	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,426.7	3,947.3	3,428.4	4,198.4	3,988.2	(9.9)	(5.0)	4,286.7	(7.0)
영업이익	16.1	(42.9)	491.8	640.9	281.7	1,646.0	(56.0)	349.3	(19.3)
세전이익	(57.9)	33.2	570.4	585.4	281.1	(585.6)	(52.0)	373.9	(24.8)
지배순이익	(44.0)	35.3	433.3	443.6	217.9	(595.0)	(50.9)	277.7	(21.5)
영업이익률	0.4	(1.1)	14.3	15.3	7.1	6.7	(8.2)	8.1	(1.1)
세전이익률	(1.3)	0.8	16.6	13.9	7.0	8.4	(6.9)	8.7	(1.7)
지배주주순이익률	(1.0)	0.9	12.6	10.6	5.5	6.5	(5.1)	6.5	(1.0)

자료: SK 증권 Fnguide

## ROE &amp; PBR Valuation: Target price calculation

항목			2015	2Q17E	2Q18E	2Q19E	2Q20E
ROE(지배주주지분)	11.1%	ROE(지배주주지분)	12.3%	12.1%	10.9%	10.0%	9.0%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	11.1%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.66						
2Q17E BPS(지배주주지분)	57,795						
Target Price	95,919						

자료: S-Oil, SK 증권

## PER sensitivity analysis

	2015	2Q17E	2Q18E	2Q19E	2Q20E
EPS(지배주주지분)	5,525	7,037	6,776	6,649	6,346
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	6,838				
2Q17E EPS	7,037				
2Q18E EPS	6,776				

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	82,058	85,477	88,896	92,315	95,734	99,153	102,572	105,991	109,410	112,829
TP by 2Q17E EPS	84,444	87,963	91,481	95,000	98,518	102,037	105,556	109,074	112,593	116,111
TP by 2Q18E EPS	81,314	84,702	88,090	91,478	94,866	98,254	101,642	105,030	108,418	111,806

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	14,321.1	11,597.5	17,890.3	14,960.6	12,993.0	0.0%	4.5%	12.0%
YoY %	-37.4%	-20.0%	-19.0%	-37.4%	-16.4%	-13.2%			
영업이익	817.6	1,611.6	745.7	817.6	1,701.1	855.0	0.0%	5.6%	14.7%
YoY %	흑전	97.1%	-53.7%	흑전	108.1%	-49.7%			
EBITDA	1,090.8	1,882.7	1,016.8	1,090.8	2,009.0	1,175.1	0.0%	6.7%	15.6%
YoY %	2081.6%	72.6%	-46.0%	2081.6%	84.2%	-41.5%			
순이익	631.3	1,268.6	551.8	631.3	1,377.1	682.9	0.0%	8.6%	23.8%
YoY %	흑전	100.9%	-56.5%	흑전	118.1%	-50.4%			

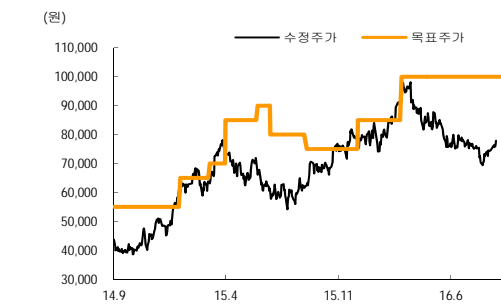
자료: S-Oil, SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E
매출액	3,545.2	3,213.6	2,937.9	2,897.4	3,988.2	3,345.6	3,282.1	3,251.9	12.5%	4.1%	11.7%	12.2%
YoY %	-19.9%	-18.6%	-14.3%	-29.9%	-9.9%	-15.2%	-4.3%	-22.5%				
QoQ %	-14.2%	-9.4%	-8.6%	-1.4%	-5.0%	-16.1%	-1.9%	-0.9%				
영업이익	288.7	224.3	152.8	179.1	281.7	286.7	188.0	207.5	-2.4%	27.8%	23.0%	15.9%
YoY %	1688.9%	흑전	-68.9%	-70.5%	1646.0%	흑전	-61.8%	-67.6%				
QoQ %	-52.4%	-22.3%	-31.9%	17.2%	-56.0%	1.8%	-34.4%	10.4%				
EBITDA	356.4	292.1	220.6	246.8	361.8	366.7	268.1	287.5	1.5%	25.6%	21.5%	16.5%
YoY %	3520%	1068.6%	-60.6%	-63.4%	358.8%	1367.2%	-52.1%	-60.1%				
QoQ %	-47.2%	-18.1%	-24.5%	11.9%	-49.8%	1.4%	-26.9%	7.3%				
순이익	222.3	164.4	114.9	135.8	217.9	282.3	129.7	162.3	-2.0%	71.8%	12.9%	19.5%
YoY %	흑전	365.8%	-73.5%	-69.7%	흑전	700.2%	-70.1%	-63.4%				
QoQ %	-50.5%	-26.1%	-30.1%	18.3%	-50.9%	29.6%	-54.1%	25.2%				

자료: S-Oil, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	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
	2015.03.29	매수	70,000원
	2015.02.01	매수	65,000원



### 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 기관투자자 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 (2016년 9월 27일 기준)

매수	95.92%	중립	4.08%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	5,708	5,690	6,889	7,209	7,320
현금및현금성자산	712	201	738	1,117	1,365
매출채권및기타채권	2,090	1,266	1,068	1,045	993
재고자산	2,415	1,599	1,709	1,672	1,589
<b>비유동자산</b>	4,548	5,106	5,264	5,319	5,636
장기금융자산	117	99	50	50	50
유형자산	4,322	4,731	4,960	5,015	5,331
무형자산	50	47	43	43	43
<b>자산총계</b>	10,256	10,796	12,153	12,528	12,956
<b>유동부채</b>	3,955	3,222	3,266	3,237	3,170
단기금융부채	2,325	1,599	1,528	1,528	1,528
매입채무 및 기타채무	1,479	1,494	1,362	1,333	1,266
단기충당부채	5	5	13	13	13
<b>비유동부채</b>	1,392	2,183	2,551	2,551	2,551
장기금융부채	1,313	2,007	2,348	2,348	2,348
장기매입채무 및 기타채무	0	0	26	26	26
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	5,347	5,406	5,817	5,788	5,722
<b>지배주주지분</b>	4,909	5,390	6,336	6,739	7,234
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	379	379	379
기타자본구성요소	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	3,262	3,743	5,667	6,071	6,565
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	4,909	5,390	6,336	6,739	7,234
<b>부채외자본총계</b>	10,256	10,796	12,153	12,528	12,956

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	879	2,476	2,273	1,635	1,766
당기순이익(손실)	(288)	631	1,377	683	774
비현금성항목등	403	483	759	922	922
유형자산감가상각비	340	273	308	320	320
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(63)	(210)	(451)	(602)	(602)
운전자본감소(증가)	828	1,472	82	30	69
매출채권및기타채권의 감소(증가)	638	493	(33)	23	52
재고자산감소(증가)	1,822	817	(110)	37	84
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,488)	(251)	772	(29)	(67)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	181	563	567	567
<b>투자활동현금흐름</b>	(964)	(2,802)	(1,286)	(375)	(637)
금융자산감소(증가)	(55)	(2,052)	(829)	0	0
유형자산감소(증가)	(911)	(651)	(467)	(375)	(637)
무형자산감소(증가)	(1)	(3)	0	0	0
기타	3	(96)	9	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	212	(184)	(153)	(280)	(280)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	332	(56)	278	0	0
자본의증가(감소)	1	3	0	0	0
배당금의 지급	120	128	431	280	280
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	127	(510)	536	379	248
기초현금	585	712	201	738	1,117
기말현금	712	201	738	1,117	1,365
FCF	(98)	1,842	1,425	639	469

자료 : S-Oil, SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	28,558	17,890	14,961	12,993	12,734
<b>매출원가</b>	28,282	16,439	12,668	11,647	11,330
<b>매출총이익</b>	275	1,451	2,292	1,346	1,404
매출총이익률 (%)	10	8.1	15.3	10.4	11.0
<b>판매비와관리비</b>	565	634	591	491	481
영업이익	(290)	818	1,701	855	923
영업이익률 (%)	(1.0)	4.6	11.4	6.6	7.2
비영업손익	(96)	(5)	100	26	76
<b>순금융비용</b>	81	165	448	601	651
외환관련손익	(118)	(129)	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	6	10	5	2	2
세전계속사업이익	(386)	813	1,801	881	999
세전계속사업이익률 (%)	(1.4)	4.5	12.0	6.8	7.8
계속사업법인세	(98)	181	424	198	225
<b>계속사업이익</b>	(288)	631	1,377	683	774
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(288)	631	1,377	683	774
<b>순이익률 (%)</b>	(1.0)	3.5	9.2	5.3	6.1
지배주주	(288)	631	1,377	683	774
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	(1.0)	3.5	9.2	5.3	6.1
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	(325)	609	1,377	683	774
지배주주	(325)	609	1,377	683	774
비지배주주	0	0	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
EBITDA	50	1,091	2,009	1,175	1,243

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	(8.3)	(37.4)	(16.4)	(13.2)	(2.0)
영업이익	적전	흑전	108.1	(49.7)	8.0
세전계속사업이익	적전	흑전	121.6	(51.1)	13.4
EBITDA	(93.2)	2,081.6	84.2	(41.5)	5.8
EPS(계속사업)	적전	흑전	119.9	(50.7)	13.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	(5.6)	12.3	23.5	10.4	11.1
ROA	(2.6)	6.0	12.0	5.5	6.1
EBITDA마진	0.2	6.1	13.4	9.0	9.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	144.3	176.6	210.9	222.7	230.9
부채비율	108.9	100.3	91.8	85.9	79.1
순차입금/자기자본	50.7	16.8	49.5	40.9	34.6
EBITDA/이자비용(배)	(1.0)	18.8	0.5	(0.2)	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	(2,563)	5,525	12,149	5,983	6,795
BPS	41,893	47,089	55,290	58,750	62,994
CFPS	1,058	7,790	13,787	8,428	8,882
주당 현금배당금	150	2,400	2,400	2,400	2,400
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	(18.9)	14.4	6.4	13.0	11.4
PER(최저)					
PBR(최고)	1.2	1.7	1.4	1.3	1.2
PBR(최저)					
PCR	45.7	10.2	5.6	9.2	8.8
EV/EBITDA(최고)	161.3	9.2	6.0	10.0	7.2
EV/EBITDA(최저)					