

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	4,735 억원
발행주식수	9,470 만주
자사주	3 만주
액면가	5,000 원
시가총액	48,966 억원
주요주주	
허창수(외48)	46.32%
국민연금공단	8.05%
외국인지분률	18.20%
배당수익률	2.80%

Stock Data

주가(16/09/26)	52,700 원
KOSPI	2054.07 pt
52주 Beta	1.16
52주 최고가	59,900 원
52주 최저가	44,950 원
60일 평균 거래대금	94 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.2%	7.0%
6개월	-4.2%	-6.9%
12개월	15.3%	9.2%

GS (078930/KS | 매수(유지) | T.P 65,000 원(유지))

3Q16 preview: 그래도 정유업종 중에서는 볼 것이 많다

3Q OP는 3,668 억원으로 추정되어 컨센서스를 -9.5% 하회할 것으로 판단함. GS칼텍스(정유)의 약세가 환율과 유가효과와 소멸로 인하여 불가피하지만, 소비와 발전 등 기타 자회사들의 선방으로 인해 이를 상쇄할 수 있을 것임. 하반기 이후로는 지속적으로 유가의 하방 압력이 높아지며 정유 업종에 부담이 될 것임. 이 상황에서 업종 다변화가 잘 되어 있는 GS의 매력은 상대적으로 높다고 할 수 있음

3Q16 추정 영업이익 3,668 억원(QoQ -27.4% / YoY +18.3%)

9/23 기준 시장 컨센서스 4,051 억원을 -9.5% 하회하는 실적 수준일 것으로 판단함. 상대적으로 정유 업종 중에서는 선방하는 수치임. 전분기 대비 실적의 감소는 어느 정도 예정된 부분이었음. 지주사의 핵심인 GS칼텍스(정유)에서 이미 2016년 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. 다만 GS리테일의 성수기와 SMP 상승에 따른 발전 자회사 효과는 감익 폭을 상쇄해줄 것임

정유가 불안할 때는 가장 유리한 GS

GS의 계열사 중 핵심이 정유사인 칼텍스인 것은 사실임. 그렇지만 동사는 그 외에 리테일/홈쇼핑 같은 소비업종을 지니고 있고, 뿐만 아니라 E&R과 EPS 같은 발전 자회사에 최근까지 투자를 늘려오는 등 업종 다변화는 정유 3사 중 가장 잘 되어 있음. 하반기 이후 정유 업종의 최대 약재라 할 수 있는 유가하락이 가시화되고 있는데, 이런 risk를 상대적으로 잘 피할 수 있는 종목이 GS라고 할 수 있음

목표주가 65,000 원 / 투자의견 매수 유지

예상한 수준의 감익이라는 판단 하에 목표주가와 투자의견을 따로 조정하지 않았음. 상대적으로 지금까지 시황 반등 시점에서 주가 상승폭이 기타 정유업종 대비 낮았던 만큼, 하방 리스크도 그만큼 적을 수밖에 없다는 것을 염두에 두어야 함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	9,583.2	10,866.1	12,301.2	13,102.8	13,621.5	15,032.6
yoy	%	(1.4)	13.4	13.2	6.5	4.0	10.4
영업이익	십억원	552.1	(34.3)	1,581.8	1,561.7	1,030.8	1,028.4
yoy	%	(19.3)	적전	흑전	(1.3)	(34.0)	(0.2)
EBITDA	십억원	552.1	(34.3)	1,581.8	1,561.7	1,030.8	1,028.4
세전이익	십억원	513.5	(257.5)	1,229.3	1,395.5	847.8	813.3
순이익(지배주주)	십억원	357.8	(346.9)	492.2	765.8	462.3	443.5
영업이익률%	%	5.8	(0.3)	12.9	11.9	7.6	6.8
EBITDA%	%	5.8	(0.3)	12.9	11.9	7.6	6.8
순이익률	%	3.7	(3.2)	4.0	5.8	3.4	3.0
EPS	원	3,824	(3,758)	5,268	8,242	4,975	4,773
PER	배	15.0	(10.6)	9.6	6.4	10.6	11.0
PBR	배	0.9	0.8	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	14.0	(236.9)	7.8	7.7	11.8	4.8
ROE	%	5.5	(5.6)	8.1	11.6	6.6	6.0
순차입금	십억원	2,345	4,365	7,510	6,997	7,216	7,791
부채비율	%	70.2	108.8	134.9	133.2	128.6	125.2

3Q16 preview

(단위 % 십억원)

	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,004.3	3,109.5	3,093.0	3,348.9	3,380.7	12.5	1.0	3,348.0	1.0
영업이익	310.1	369.3	324.1	505.3	366.8	18.3	(27.4)	405.1	(9.5)
세전이익	271.2	125.4	283.3	464.6	327.1	20.6	(29.6)	322.3	1.5
지배순이익	60.4	64.8	152.3	260.3	178.3	195.4	(31.5)	160.1	11.4
영업이익률	10.3	11.9	10.5	15.1	10.9	0.5	(4.2)	12.1	(1.2)
세전이익률	9.0	4.0	9.2	13.9	9.7	0.6	(4.2)	9.6	0.0
지배주주순이익률	2.0	2.1	4.9	7.8	5.3	3.3	(2.5)	4.8	0.5

자료: SK 증권 Fnguide

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법적용 투자주식)					
비상장사					
칼텍스	5,018.0	4,948.5		50.0%	Target P/B = 1.04x
스푸츠	9.4	9.4		100.0%	2Q16말 장부가반영
EPS	452.8	646.9		70.0%	2Q16말 장부가반영
E&R	113.7	176.6		64.4%	2Q16말 장부가반영
파워	226.7	453.5		50.0%	2Q16말 장부가반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,221.1	1,221.1		100.0%	2Q16말 장부가반영
상장사					
리테일	1,745.4		3,792.3	65.8%	9/23 MV 대비 할인률 30% 적용
홈쇼핑	223.4		1,063.8	30.0%	9/23 MV 대비 할인률 30% 적용
글로벌	87.7		224.1	55.9%	9/23 MV 대비 할인률 30% 적용
임대수익	2,695.6				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	728.3				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	12,522.2				
Non-Operating Value 1,462.6					
현금 및 현금성자산	1,435.6				
단기금융자산	27.0				
Debt 8,110.3					
Firm Value 5,874.5					
우선주사기총액	60.6				
Equity Value 5,813.9					
기발행행주식수(보통, 천주)	92,915				
Target Price 62,572					

자료: GS, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	12,301.2	13,377.3	13,991.5	12,301.2	13,102.8	13,621.5	0.0%	-2.1%	-2.6%
YoY %	13.2%	8.7%	4.6%	13.2%	6.5%	4.0%			
영업이익	1,581.8	1,655.2	961.8	1,581.8	1,561.7	1,030.8	0.0%	-5.7%	7.2%
YoY %	흑전	4.6%	-41.9%	흑전	-1.3%	-34.0%			
EBITDA	1,581.8	1,655.2	961.8	1,581.8	1,561.7	1,030.8	0.0%	-5.7%	7.2%
YoY %	흑전	4.6%	-41.9%	흑전	-1.3%	-34.0%			
순이익	492.2	883.8	415.1	492.2	765.8	462.3	0.0%	-13.4%	11.4%
YoY %	흑전	79.6%	-53.0%	흑전	55.6%	-39.6%			

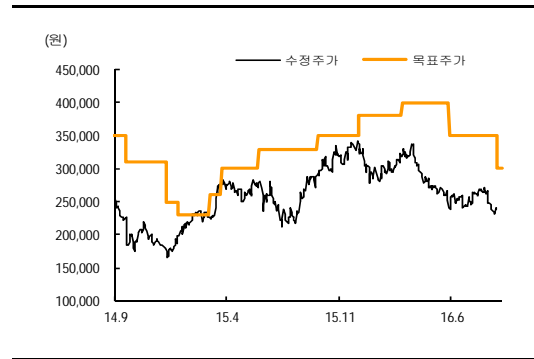
자료: GS, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E
매출액	3,489.8	3,350.8	3,221.5	3,515.6	3,380.7	3,280.3	3,154.9	3,410.4	-3.1%	-2.1%	-2.1%	-3.0%
YoY %	16.2%	7.8%	4.2%	2.1%	12.5%	5.5%	2.0%	1.8%				
QoQ %	1.3%	-4.0%	-3.9%	9.1%	1.0%	-3.0%	-3.8%	8.1%				
영업이익	442.1	379.6	177.7	254.8	366.8	365.5	235.7	257.3	-17.0%	-3.7%	32.6%	1.0%
YoY %	42.6%	2.8%	-45.2%	-50.0%	18.3%	-1.0%	-27.3%	-49.1%				
QoQ %	-13.2%	-14.1%	-53.2%	43.4%	-27.4%	-0.4%	-35.5%	9.2%				
EBITDA	442.1	379.6	177.7	254.8	366.8	365.5	235.7	257.3	-17.0%	-3.7%	32.6%	1.0%
YoY %	42.6%	2.8%	-45.2%	-50.0%	18.3%	-1.0%	-27.3%	-49.1%				
QoQ %	-13.2%	-14.1%	-53.2%	43.4%	-27.4%	-0.4%	-35.5%	9.2%				
순이익	243.2	192.7	60.3	115.7	178.3	174.8	105.0	116.0	-26.7%	-9.3%	74.1%	0.3%
YoY %	302.8%	197.4%	-60.4%	-60.9%	195.4%	169.8%	-31.1%	-55.5%				
QoQ %	-17.8%	-20.8%	-68.7%	91.9%	-31.5%	-2.0%	-40.0%	10.5%				

자료: GS, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.09.27	매수	300,000원
	2016.07.25	매수	350,000원
	2016.06.27	매수	350,000원
	2016.06.20	매수	400,000원
	2016.04.22	매수	400,000원
	2016.03.27	매수	400,000원
	2016.01.27	매수	380,000원
	2016.01.05	매수	380,000원
	2015.10.20	매수	350,000원
	2015.10.19	매수	350,000원
	2015.09.30	매수	330,000원
	2015.06.29	매수	330,000원
	2015.04.20	매수	300,000원



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
유동자산	2,546	1,946	2,558	2,419	1,999
현금및현금성자산	580	507	1,114	894	319
매출채권및기타채권	836	826	972	1,027	1,133
재고자산	322	283	271	287	316
비유동자산	12,527	17,077	17,804	18,375	19,268
장기금융자산	309	295	108	108	108
유형자산	4,243	6,944	8,040	8,584	9,186
무형자산	1,200	1,935	1,974	1,974	1,974
자산총계	15,073	19,023	20,362	20,794	21,267
유동부채	2,706	2,362	3,342	3,408	3,535
단기금융부채	1,460	1,067	1,980	1,980	1,980
매입채무 및 기타채무	1,066	975	1,157	1,222	1,349
단기충당부채	15	19	12	12	12
비유동부채	5,149	8,563	8,288	8,288	8,288
장기금융부채	4,426	7,377	7,152	7,152	7,152
장기매입채무 및 기타채무	3	28	307	307	307
장기충당부채	26	98	98	98	98
부채총계	7,855	10,925	11,630	11,696	11,823
지배주주지분	5,907	6,321	6,842	7,208	7,554
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,295	1,280	1,274	1,274	1,274
기타자본구성요소	(171)	(3,074)	(3,115)	(3,115)	(3,115)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	4,429	7,693	8,209	8,576	8,922
비지배주주지분	1,311	1,777	1,890	1,890	1,890
자본총계	7,218	8,098	8,731	9,098	9,444
부채외자본총계	15,073	19,023	20,362	20,794	21,267

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	500	653	1,302	1,213	1,188
당기순이익(손실)	(321)	509	839	509	488
비현금성항목등	1,002	1,004	632	709	709
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,002)	(1,004)	(632)	(709)	(709)
운전자본감소(증가)	(42)	(76)	16	(5)	(9)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(156)	10	(233)	(55)	(107)
재고자산감소(증가)	(42)	39	11	(15)	(30)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	40	(155)	480	66	127
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	63	720	651	709	709
투자활동현금흐름	(1,758)	(2,944)	(1,163)	(545)	(601)
금융자산감소(증가)	36	492	(39)	0	0
유형자산감소(증가)	(1,286)	(1,755)	(935)	(545)	(601)
무형자산감소(증가)	(53)	(795)	(23)	0	0
기타	(454)	(886)	(166)	0	0
재무활동현금흐름	1,231	2,204	136	(142)	(142)
단기금융부채증가(감소)	0	0	396	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,325	2,224	0	0	0
자본의증가(감소)	10	21	0	0	0
배당금의 지급	161	138	311	142	142
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(27)	(73)	607	(219)	(576)
기초현금	607	580	507	1,114	894
기말현금	580	507	1,114	894	319
FCF	(1,379)	(1,175)	683	59	(13)

자료 : GS, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	10,866	12,301	13,103	13,622	15,033
매출원가	9,689	9,421	10,130	11,138	12,401
매출총이익	1,177	2,880	2,973	2,484	2,632
매출총이익률 (%)	10.8	23.4	22.7	18.2	17.5
판매비와관리비	1,212	1,298	1,411	1,453	1,603
영업이익	(4)	1,582	1,562	1,031	1,028
영업이익률 (%)	(0.3)	12.9	11.9	7.6	6.8
비영업손익	(223)	(353)	(166)	(183)	(215)
순금융비용	82	94	62	67	35
외환관련손익	(10)	(18)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(0)	(0)	0	0	0
세전계속사업이익	(258)	1,229	1,396	848	813
세전계속사업이익률 (%)	(2.4)	10.0	10.7	6.2	5.4
계속사업법인세	63	720	556	339	325
계속사업이익	(321)	509	840	509	488
중단사업이익	0	0	(1)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(321)	509	839	509	488
순이익률 (%)	(3.0)	4.1	6.4	3.7	3.2
지배주주	(347)	492	766	462	443
지배주주귀속 순이익률(%)	(3.2)	4.0	5.8	3.4	3.0
비지배주주	26	17	73	46	45
총포괄이익	(346)	565	826	509	488
지배주주	(365)	549	752	462	443
비지배주주	19	16	74	46	45
EBITDA	(34)	1,582	1,562	1,031	1,028

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	134	13.2	6.5	4.0	10.4
영업이익	적전	흑전	(1.3)	(34.0)	(0.2)
세전계속사업이익	적전	흑전	13.5	(39.2)	(4.1)
EBITDA	적전	흑전	(1.3)	(34.0)	(0.2)
EPS(계속사업)	적전	흑전	56.5	(39.6)	(4.1)
수익성 (%)					
ROE	(5.6)	8.1	11.6	6.6	6.0
ROA	(2.3)	3.0	4.3	2.5	2.3
EBITDA마진	(0.3)	12.9	11.9	7.6	6.8
안정성 (%)					
유동비율	94.1	82.4	76.5	71.0	56.5
부채비율	108.8	134.9	133.2	128.6	125.2
순차입금/자기자본	60.5	92.7	80.1	79.3	82.5
EBITDA/이자비용(배)	#VALUE!	#VALUE!	(0.0)	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(3,758)	5,268	8,242	4,975	4,773
BPS	51,906	51,043	56,168	60,039	63,691
CFPS	(451)	6,921	9,921	6,531	6,516
주당 현금배당금	1,200	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(10.6)	9.6	6.4	10.6	11.0
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	1.0	0.9	0.9	0.8
PBR(최저)					
PCR	(88.6)	7.3	5.3	8.1	8.1
EV/EBITDA(최고)	(236.9)	7.8	7.7	11.8	4.8
EV/EBITDA(최저)					