

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

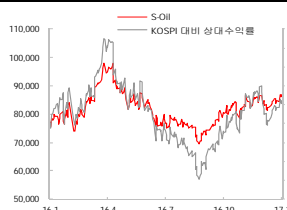
Company Data

자본금	2,915 억원
발행주식수	11,660 만주
자사주	18 만주
액면가	2,500 원
시가총액	97,947 억원
주요주주	
Aramco 외	63.46%
국민연금공단	5.01%
외국인지분률	76.60%
배당수익률	1.50%

Stock Data

주가(17/01/08)	87,000 원
KOSPI	2049.12 pt
52주 Beta	1.10
52주 최고가	98,100 원
52주 최저가	69,400 원
60일 평균 거래대금	237 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.6%	-2.3%
6개월	13.1%	7.8%
12개월	12.8%	6.0%

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

4Q16 preview: 유가와 환율의 효과

4Q16 OP는 4,890 억원으로 추정되어 컨센서스 3,896 억원을 훌쩍 뛰어넘을 것으로 판단함. 거시적으로 유가와 환율의 급반등이 크게 작용하였는데, 그 외 성수기를 맞이한 정제마진의 상승, 화학 spread 강세도 호재로 작용하였음. 다만 연간 내내 유가와 환율 효과가 크게 작용했던 2016년 대비 2017년은 크게 떨어진 정제마진의 기저가 본격적 부담요인으로 작용할 수 있음. 이익 모멘텀이 강력하지만 주가의 추가상승여력은 제한적

4Q16 영업이익 4,890 억원(QoQ +320.8% / YoY 흑전) 추정

시장 컨센서스 3,896 억원을 훌쩍 뛰어넘는(+25.5%) 호실적일 것으로 판단함. 전 사업부가 고른 호조를 보일 것으로 판단하는데, 기본적으로 OPEC의 감산 발표 영향으로 유가가 9월 말 \$45.1/bbl → 12월 말 \$53.8/bbl 까지 급등한 영향이 컸음. 또한 달러 강세 속에 원/달러 환율 또한 9월말 1,101 원 → 12월말 1,210 원으로 상승해 실적에 영향을 줌. 그와 동반해 동절기 성수기 영향 정제마진 상승, PX 가격 상승까지 나타나면서 전체적인 호실적이 발생할 것으로 판단함

정제마진 하락 속에 이익 급증을 어떻게 설명해야 할까?

16년 복합정제마진은 \$6.9/bbl로 산출되는데, 이는 15년 \$9.3/bbl 대비 급락한 수치임. SK증권 리서치센터는 기존 “정제마진의 레벨은 유가 수준에 맞춰 움직일 수밖에 없다”는 주장을 펼쳐왔는데, 15년 일시적으로 확대된 수치가 결국 수렴한 것으로 판단함. 그러나 그럼에도 불구하고 영업이익이 15년 2.0조원에서 16년 3.3조원으로 급등한 것은 결국 유가 (15년 말 \$32.2/bbl → 16년 말 \$53.8/bbl) 급반등과 환율 상승(동 기간 1,172 원 → 1,210 원) 영향임. 다만 2017년 두 요인의 추가 상승여력은 전년대비 제한적이라는 것을 감안한다면, 앞으로는 낮아진 정제마진에 대한 부담이 발생할 수 있음

목표주가 100,000 원 / 투자 의견 매수 유지

4Q16의 놀라운 강세가 저유가 수준 속 정제마진 급락이라는 fundamental 요인을 바꿔 놓을 수는 없음. 이익 모멘텀에 따른 상승 가능하지만, 그 폭은 크기 어려울 것임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	31,158.5	28,557.6	17,890.3	16,576.2	16,862.3	16,824.4
yoy	%	(10.3)	(8.3)	(37.4)	(7.3)	1.7	(0.2)
영업이익	십억원	366.0	(289.7)	817.6	1,737.9	1,059.9	975.0
yoy	%	(53.2)	적전	흑전	112.6	(39.0)	(8.0)
EBITDA	십억원	733.9	50.0	1,090.8	2,029.6	1,347.7	1,262.8
세전이익	십억원	387.2	(385.5)	812.7	1,750.2	946.7	953.2
순이익(지배주주)	십억원	289.6	(287.8)	631.3	1,337.1	743.2	748.2
영업이익률%	%	1.2	(1.0)	4.6	10.5	6.3	5.8
EBITDA%	%	2.4	0.2	6.1	12.2	8.0	7.5
순이익률	%	0.9	(1.0)	3.5	8.1	4.4	4.4
EPS	원	2,526	(2,563)	5,525	11,794	6,518	6,564
PER	배	29.3	(18.9)	14.4	7.2	13.3	13.3
PBR	배	1.6	1.2	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	배	14.5	161.3	9.2	7.0	10.4	7.9
ROE	%	5.4	(5.6)	12.3	23.0	11.5	10.8
순차입금	십억원	2,116	2,488	903	4,546	4,073	3,679
부채비율	%	122.7	108.9	100.3	117.1	106.2	97.7

4Q16 preview

(단위: % 십억원)

	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,947.3	3,428.4	4,198.4	4,137.9	4,811.5	21.9	16.3	4,314.7	11.5
영업이익	(42.9)	491.8	640.9	116.2	489.0	(1,240.5)	320.8	389.6	25.5
세전이익	33.2	570.4	585.4	227.1	367.4	1,006.2	61.8	355.0	3.5
지배순이익	35.3	433.3	443.6	171.8	288.4	717.4	67.8	271.7	6.1
영업이익률	(1.1)	14.3	15.3	2.8	10.2	11.2	7.4	9.0	1.1
세전이익률	0.8	16.6	13.9	5.5	7.6	6.8	2.1	8.2	(0.6)
지배주주순이익률	0.9	12.6	10.6	4.2	6.0	5.1	1.8	6.3	(0.3)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2015	4Q17E	4Q18E	4Q19E	4Q20E
ROE(지배주주지분)	11.1%	ROE(지배주주지분)	12.3%	11.8%	11.5%	9.8%	9.4%
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	1.65						
4Q17E BPS(지배주주지분)	58,675						
Target Price	97,072						

자료: S-OIL, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q17E	4Q18E	4Q19E	4Q20E
EPS(지배주주지분)	5,525	6,915	7,321	6,662	6,809
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	6,935				
4Q17E EPS	6,915				
4Q18E EPS	7,321				

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	83,220	86,688	90,155	93,623	97,090	100,558	104,025	107,493	110,960	114,428
TP by 4Q17E EPS	82,980	86,438	89,895	93,353	96,810	100,268	103,725	107,183	110,640	114,098
TP by 4Q18E EPS	87,853	91,513	95,174	98,834	102,495	106,155	109,816	113,476	117,137	120,798

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	14,960.6	12,993.0	17,890.3	16,576.2	16,862.3	0.0%	10.8%	29.8%
YoY %	-37.4%	-16.4%	-13.2%	-37.4%	-7.3%	1.7%			
영업이익	817.6	1,701.1	855.0	817.6	1,737.9	1,059.9	0.0%	2.2%	24.0%
YoY %	흑전	108.1%	-49.7%	흑전	112.6%	-39.0%			
EBITDA	1,090.8	2,009.0	1,175.1	1,090.8	2,029.6	1,347.7	0.0%	1.0%	14.7%
YoY %	2081.6%	84.2%	-41.5%	2081.6%	86.1%	-33.6%			
순이익	631.3	1,377.1	682.9	631.3	1,337.1	743.2	0.0%	-2.9%	8.8%
YoY %	흑전	118.1%	-50.4%	흑전	111.8%	-44.4%			

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	3,345.6	3,282.1	3,251.9	3,184.8	4,811.5	4,339.4	4,134.3	4,079.8	43.8%	32.2%	27.1%	28.1%
YoY %	-15.2%	-4.3%	-22.5%	-20.1%	21.9%	26.6%	-1.5%	-1.4%				
QoQ %	-16.1%	-1.9%	-0.9%	-2.1%	16.3%	-9.8%	-4.7%	-1.3%				
영업이익	286.7	188.0	207.5	225.0	489.0	206.7	218.9	286.1	70.6%	9.9%	5.5%	27.2%
YoY %	흑전	-61.8%	-67.6%	-20.1%	흑전	-58.0%	-65.8%	146.2%				
QoQ %	1.8%	-34.4%	10.4%	8.4%	320.8%	-57.7%	5.9%	30.7%				
EBITDA	366.7	268.1	287.5	305.1	561.0	278.6	290.8	358.1	53.0%	3.9%	1.2%	17.4%
YoY %	1367.2%	-52.1%	-60.1%	-15.7%	2144.4%	-50.2%	-59.7%	90.3%				
QoQ %	1.4%	-26.9%	7.3%	6.1%	198.1%	-50.3%	4.4%	23.1%				
순이익	282.3	129.7	162.3	199.4	288.4	108.7	147.9	233.5	2.1%	-16.2%	-8.9%	17.1%
YoY %	700.2%	-70.1%	-63.4%	-8.5%	717.4%	-74.9%	-66.7%	35.9%				
QoQ %	29.6%	-54.1%	25.2%	22.8%	67.8%	-62.3%	36.1%	57.9%				

자료: S-OIL, SK 증권

투자의견변경

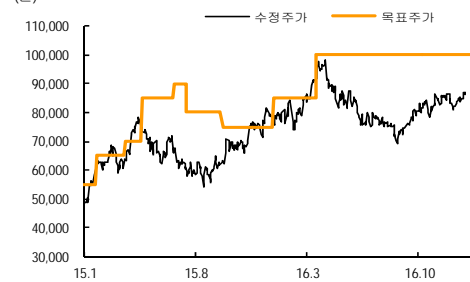
일시

투자의견

목표주가

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
2015.03.29	매수	70,000원

(원)



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 1월 9일 기준)

매수	94.56%	중립	5.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,708	5,690	8,001	8,063	8,200
현금및현금성자산	712	201	(7)	466	860
매출채권및기타채권	2,090	1,266	1,395	1,250	1,159
재고자산	2,415	1,599	2,525	2,261	2,097
비유동자산	4,548	5,106	5,539	5,757	5,974
장기금융자산	117	99	50	50	50
유형자산	4,322	4,731	5,278	5,496	5,713
무형자산	50	47	45	45	45
자산총계	10,256	10,796	13,541	13,820	14,174
유동부채	3,955	3,222	4,750	4,566	4,451
단기금융부채	2,325	1,599	2,551	2,551	2,551
매입채무 및 기타채무	1,479	1,494	1,762	1,578	1,463
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	7,303	7,119	7,004
지배주주지분	4,909	5,390	6,238	6,701	7,170
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	4,591	5,055	5,523
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,909	5,390	6,238	6,701	7,170
부채외자본총계	10,256	10,796	13,541	13,820	14,174

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	879	2,476	1,182	1,512	1,432
당기순이익(손실)	(288)	631	1,337	743	748
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	(659)	226	141
매출채권및기타채권의 감소(증가)	638	493	(360)	146	91
재고자산감소(증가)	1,822	817	(927)	264	165
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,488)	(251)	1,172	(184)	(115)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	181	389	221	221
투자활동현금흐름	(964)	(2,802)	(2,193)	(506)	(505)
금융자산감소(증가)	(55)	(2,052)	(1,558)	0	0
유형자산감소(증가)	(911)	(651)	(685)	(506)	(505)
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)	(208)	473	394
기초현금	585	712	201	(7)	466
기말현금	712	201	(7)	466	860
FCF	(98)	1,842	887	841	690

자료 : S-Oil, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	28,558	17,890	16,576	16,862	16,824
매출원가	28,282	16,439	14,180	15,153	15,201
매출총이익	275	1,451	2,397	1,709	1,623
매출총이익률 (%)	10	8.1	14.5	10.1	9.6
판매비와관리비	565	634	659	649	648
영업이익	(290)	818	1,738	1,060	975
영업이익률 (%)	(1.0)	4.6	10.5	6.3	5.8
비영업손익	(96)	(5)	12	(113)	(22)
순금융비용	81	165	201	364	456
외환관련손익	(118)	(129)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	6	10	6	5	5
세전계속사업이익	(386)	813	1,750	947	953
세전계속사업이익률 (%)	(1.4)	4.5	10.6	5.6	5.7
계속사업법인세	(98)	181	413	204	205
계속사업이익	(288)	631	1,337	743	748
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(288)	631	1,337	743	748
순이익률 (%)	(1.0)	3.5	8.1	4.4	4.4
지배주주	(288)	631	1,337	743	748
지배주주귀속 순이익률(%)	(1.0)	3.5	8.1	4.4	4.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	(325)	609	1,337	743	748
지배주주	(325)	609	1,337	743	748
비지배주주					
EBITDA	50	1,091	2,030	1,348	1,263

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(8.3)	(37.4)	(7.3)	1.7	(0.2)
영업이익	적전	흑전	112.6	(39.0)	(8.0)
세전계속사업이익	적전	흑전	115.4	(45.9)	0.7
EBITDA	(93.2)	2,081.6	86.1	(33.6)	(6.3)
EPS(계속사업)	적전	흑전	113.5	(44.7)	0.7
수익성 (%)					
ROE	(5.6)	12.3	23.0	11.5	10.8
ROA	(2.6)	6.0	11.0	5.4	5.3
EBITDA마진	0.2	6.1	12.2	8.0	7.5
안정성 (%)					
유동비율	144.3	176.6	168.5	176.6	184.2
부채비율	108.9	100.3	117.1	106.2	97.7
순차입금/자기자본	50.7	16.8	72.9	60.8	51.3
EBITDA/이자비용(배)	(1.0)	18.8	0.6	(0.2)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(2,563)	5,525	11,794	6,518	6,564
BPS	41,893	47,089	54,472	58,448	62,468
CFPS	1,058	7,790	13,916	9,604	9,032
주당 현금배당금	150	2,400	2,400	2,400	2,400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(18.9)	14.4	7.2	13.3	13.3
PER(최저)					
PBR(최고)	1.2	1.7	1.6	1.5	1.4
PBR(최저)					
PCR	45.7	10.2	6.1	9.1	9.6
EV/EBITDA(최고)	161.3	9.2	7.0	10.4	7.9
EV/EBITDA(최저)	6.8	5.9	10.7	5.1	2.6