

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	49,988 억원
주요주주	
허창수(외48)	46.64%
국민연금공단	9.08%
외국인지분률	18.40%
배당수익률	2.80%

Stock Data

주가(17/01/08)	53,800 원
KOSPI	2049.12 pt
52주 Beta	0.88
52주 최고가	59,900 원
52주 최저가	46,950 원
60일 평균 거래대금	87 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.4%	-5.2%
6개월	14.2%	8.9%
12개월	13.0%	6.2%

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

4Q16 preview: 칼텍스 성수기 호조

4Q16 OP 는 5,076 억원으로 추정되어 컨센서스 4,380 억원을 상회할 것으로 판단함. 칼텍스가 유가/환율의 급반등으로 이익 강세를 시현한 영향이 컸음, 다만 연간 내내 유가와 환율 효과가 크게 작용했던 16 년 대비 17 년은 크게 떨어진 정제마진 기저가 본격 부담요인으로 작용 가능. 한편 동사는 동종업계 대비 지주사로 상장되어 있다는 특성이 있는데, 이는 시황 둔화 상황에서는 오히려 낮은 이익변동성 탓에 상대적 호재 될 수 있음

4Q16 영업이익 5,076 억원(QoQ +22.8% / YoY +40.1%) 추정

시장 컨센서스 4,380 억원을 +15.9% 상회하는 호실적일 것으로 판단함. 무엇보다 칼텍스의 강세 효과가 긍정적인. 전 사업부가 고른 호조를 보일 것으로 판단하는데, 기본적으로 OPEC 의 감산 발표 영향으로 유가가 9 월 말 \$45.1/bbl → 12 월 말 \$53.8/bbl 까지 급등한 영향이 컸음. 또한 달러 강세 속에 원/달러 환율 또한 9 월말 1,101 원 → 12 월말 1,210 원으로 상승해 실적에 영향을 줌. 그와 동반해 동절기 성수기 영향 정제마진 상승, PX 가격 상승까지 나타나면서 전체적인 호실적이 발생할 것으로 판단함 다만 리테일은 비수기 영향으로 전분기대비 큰 폭 감익이 불가피 해 이를 일부 희석시킬 것

정제마진 하락 속에 이익 급증을 어떻게 설명해야 할까?

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

목표주가 65,000 원 / 투자 의견 매수 유지

동사는 동종 정유업계 대비 지주사로 상장한 특성이 있음. 때문에 주가의 움직임이 상대적으로 무거운데, 시황 악화의 부담 속에서 이는 상대적 매력으로 작용할 수 있음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	9,583.2	10,866.1	12,301.2	13,040.3	13,201.9	14,393.3
yoy	%	(1.4)	13.4	13.2	6.0	1.2	9.0
영업이익	십억원	552.1	(34.3)	1,581.8	1,750.4	1,306.8	1,261.4
yoy	%	(19.3)	적전	흑전	10.7	(25.3)	(3.5)
EBITDA	십억원	552.1	(34.3)	1,581.8	1,750.4	1,306.8	1,261.4
세전이익	십억원	513.5	(257.5)	1,229.3	1,596.8	1,122.0	1,051.2
순이익(지배주주)	십억원	357.8	(346.9)	492.2	821.0	588.4	551.2
영업이익률%	%	5.8	(0.3)	12.9	13.4	9.9	8.8
EBITDA%	%	5.8	(0.3)	12.9	13.4	9.9	8.8
순이익률	%	3.7	(3.2)	4.0	6.3	4.5	3.8
EPS	원	3,824	(3,758)	5,268	8,835	6,333	5,932
PER	배	15.0	(10.6)	9.6	6.1	8.5	9.1
PBR	배	0.9	0.8	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	14.0	(236.9)	7.8	6.4	8.7	4.0
ROE	%	5.5	(5.6)	8.1	12.4	8.2	7.2
순차입금	십억원	2,345	4,365	7,510	6,192	6,313	6,755
부채비율	%	70.2	108.8	134.9	131.4	124.3	119.2

4Q16 preview

(단위: % 십억원)

	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,159.9	3,093.0	3,348.9	3,313.5	3,285.0	4.0	(0.9)	3,446.5	(4.7)
영업이익	362.4	324.1	505.3	413.4	507.6	40.1	22.8	438.0	15.9
세전이익	119.6	283.3	464.6	373.6	475.4	297.4	27.3	240.6	97.5
지배순이익	64.8	152.3	260.3	159.0	249.3	284.7	56.8	174.3	43.0
영업이익률	11.5	10.5	15.1	12.5	15.5	4.0	3.0	12.7	2.7
세전이익률	3.8	9.2	13.9	11.3	14.5	10.7	3.2	7.0	7.5
지배주주순이익률	2.1	4.9	7.8	4.8	7.6	5.5	2.8	5.1	2.5

자료: SK 증권 Fnguide

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법적용 투자주식)					
비상장사					
칼텍스	5,851.3	4,621.9		50.0%	Target P/B = 1.16x
스푸츠	11.4	11.4		100.0%	3Q16말 장부가반영
EPS	457.4	653.4		70.0%	3Q16말 장부가반영
E&R	108.2	168.0		64.4%	3Q16말 장부가반영
파워	448.0	896.0		50.0%	3Q16말 장부가반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,186.9	1,186.9		100.0%	3Q16말 장부가반영
상장사					
리테일	1,708.2		3,711.4	65.8%	1/6 MV 대비 할인률 30% 적용
홈쇼핑	232.1		1,105.1	30.0%	1/6 MV 대비 할인률 30% 적용
글로벌	107.5		274.8	55.9%	1/6 MV 대비 할인률 30% 적용
임대수익	2,288.1				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	690.8				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	13,089.8				
Non-Operating Value					
현금 및 현금성자산	550.7				
단기금융자산	22.9				
Debt	7,411.1				
Firm Value					
우선주사기총액	60.6				
Equity Value	6,191.7				
기밀발행주식수(보통, 천주)	92,915				
Target Price	66,638				

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	13,102.8	13,621.5	12,301.2	13,040.3	13,201.9	0.0%	-0.5%	-3.1%
YoY %	13.2%	6.5%	4.0%	13.2%	6.0%	1.2%			
영업이익	1,581.8	1,561.7	1,230.8	1,581.8	1,750.4	1,306.8	0.0%	12.1%	16.8%
YoY %	흑전	-1.3%	-34.0%	흑전	10.7%	-25.3%			
EBITDA	1,581.8	1,561.7	1,230.8	1,581.8	1,750.4	1,306.8	0.0%	12.1%	16.8%
YoY %	흑전	-1.3%	-34.0%	흑전	10.7%	-25.3%			
순이익	492.2	765.8	562.3	492.2	821.0	588.4	0.0%	7.2%	7.3%
YoY %	흑전	55.6%	-39.6%	흑전	66.8%	-28.3%			

자료: GS, SK 증권

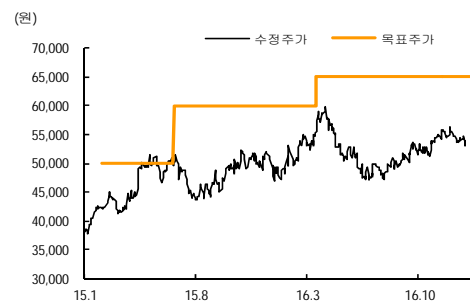
분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E
매출액	3,280.3	3,154.9	3,410.4	3,589.8	3,285.0	3,051.9	3,293.8	3,477.4	0.1%	-3.3%	-3.4%	-3.1%
YoY %	3.8%	2.0%	1.8%	6.2%	4.0%	-1.3%	-1.6%	4.9%				
QoQ %	-3.0%	-3.8%	8.1%	5.3%	-0.9%	-7.1%	7.9%	5.6%				
영업이익	365.5	235.7	257.3	298.9	507.6	293.6	314.1	342.8	38.9%	24.6%	22.1%	12.4%
YoY %	0.8%	-27.3%	-49.1%	-29.4%	40.1%	-9.4%	-37.8%	-17.1%				
QoQ %	-0.4%	-35.5%	9.2%	0.6%	22.8%	-42.2%	7.0%	9.1%				
EBITDA	365.5	235.7	257.3	298.9	507.6	293.6	314.1	342.8	38.9%	24.6%	22.1%	12.4%
YoY %	0.8%	-27.3%	-49.1%	-29.4%	40.1%	-9.4%	-37.8%	-17.1%				
QoQ %	-0.4%	-35.5%	9.2%	0.6%	22.8%	-42.2%	7.0%	9.1%				
순이익	174.8	105.0	116.0	146.1	249.3	130.7	141.1	155.6	42.6%	24.6%	21.6%	14.1%
YoY %	169.8%	-31.1%	-55.5%	-34.9%	284.7%	-14.2%	-45.8%	-2.1%				
QoQ %	-2.0%	-40.0%	10.5%	0.1%	56.8%	-47.6%	7.9%	10.3%				

자료: GS, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.01.09	매수	65,000원
2016.09.27	매수	65,000원
2016.06.27	매수	65,000원
2016.03.27	매수	65,000원
2016.02.11	매수	60,000원
2016.01.05	매수	60,000원
2015.09.30	매수	60,000원
2015.08.17	매수	60,000원
2015.06.29	매수	60,000원
2015.03.29	매수	50,000원
2015.02.12	매수	50,000원



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 (2017년 1월 9일 기준)

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

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,546	1,946	3,310	3,228	2,900
현금및현금성자산	580	507	1,219	1,098	656
매출채권및기타채권	836	826	924	950	1,027
재고자산	322	283	299	308	332
비유동자산	12,527	17,077	17,082	17,732	18,653
장기금융자산	309	295	109	109	109
유형자산	4,243	6,944	7,923	8,451	9,027
무형자산	1,200	1,935	1,910	1,910	1,910
자산총계	15,073	19,023	20,392	20,959	21,553
유동부채	2,706	2,362	3,986	4,022	4,128
단기금융부채	1,460	1,067	2,312	2,312	2,312
매입채무 및 기타채무	1,066	975	1,263	1,299	1,404
단기충당부채	15	19	12	12	12
비유동부채	5,149	8,563	7,591	7,591	7,591
장기금융부채	4,426	7,377	6,478	6,478	6,478
장기매입채무 및 기타채무	3	28	286	286	286
장기충당부채	26	98	92	92	92
부채총계	7,855	10,925	11,578	11,614	11,719
지배주주지분	5,907	6,321	6,903	7,435	7,923
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,295	1,280	1,270	1,270	1,270
기타자본구성요소	(171)	(3,074)	(3,105)	(3,105)	(3,105)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	4,429	7,693	8,265	8,796	9,285
비지배주주지분	1,311	1,777	1,911	1,911	1,911
자본총계	7,218	8,098	8,814	9,345	9,834
부채외자본총계	15,073	19,023	20,392	20,959	21,553

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	500	653	1,235	1,371	1,330
당기순이익(손실)	(321)	509	918	673	631
비현금성항목등	1,002	1,004	660	696	696
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,002)	(1,004)	(660)	(696)	(696)
운전자본감소(증가)	(42)	(76)	90	1	3
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(156)	10	(185)	(26)	(77)
재고자산감소(증가)	(42)	39	(16)	(9)	(25)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	40	(155)	587	36	105
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	63	720	645	696	696
투자활동현금흐름	(1,758)	(2,944)	(1,117)	(528)	(576)
금융자산감소(증가)	36	492	28	0	0
유형자산감소(증가)	(1,286)	(1,755)	(916)	(528)	(576)
무형자산감소(증가)	(53)	(795)	(32)	0	0
기타	(454)	(886)	(196)	0	0
재무활동현금흐름	1,231	2,204	31	(142)	(142)
단기금융부채증가(감소)	0	0	320	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)	712	(121)	(442)
기초현금	607	580	507	1,219	1,098
기말현금	580	507	1,219	1,098	656
FCF	(1,379)	(1,175)	807	253	172

자료 : GS, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	10,866	12,301	13,040	13,202	14,393
매출원가	9,689	9,421	9,887	10,490	11,600
매출총이익	1,177	2,880	3,154	2,712	2,794
매출총이익률 (%)	10.8	23.4	24.2	20.5	19.4
판매비와관리비	1,212	1,298	1,403	1,406	1,532
영업이익	(34)	1,582	1,750	1,307	1,261
영업이익률 (%)	(0.3)	12.9	13.4	9.9	8.8
비영업손익	(223)	(353)	(154)	(185)	(210)
순금융비용	82	94	70	78	53
외환관련손익	(10)	(18)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(0)	(0)	0	0	0
세전계속사업이익	(258)	1,229	1,597	1,122	1,051
세전계속사업이익률 (%)	(2.4)	10.0	12.2	8.5	7.3
계속사업법인세	63	720	662	449	420
계속사업이익	(321)	509	935	673	631
중단사업이익	0	0	(17)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(321)	509	918	673	631
순이익률 (%)	(3.0)	4.1	7.0	5.1	4.4
지배주주	(347)	492	821	588	551
지배주주귀속 순이익률(%)	(3.2)	4.0	6.3	4.5	3.8
비지배주주	26	17	97	85	79
총포괄이익	(346)	565	842	673	631
지배주주	(365)	549	741	588	551
비지배주주	19	16	101	85	79
EBITDA	(34)	1,582	1,750	1,307	1,261

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	13.4	13.2	6.0	1.2	9.0
영업이익	적전	흑전	10.7	(25.3)	(3.5)
세전계속사업이익	적전	흑전	29.9	(29.7)	(6.3)
EBITDA	적전	흑전	10.7	(25.3)	(3.5)
EPS(계속사업)	적전	흑전	67.7	(28.3)	(6.3)
수익성 (%)					
ROE	(5.6)	8.1	12.4	8.2	7.2
ROA	(2.3)	3.0	4.7	3.3	3.0
EBITDA마진	(0.3)	12.9	13.4	9.9	8.8
안정성 (%)					
유동비율	94.1	82.4	83.0	80.2	70.3
부채비율	108.8	134.9	131.4	124.3	119.2
순차입금/자기자본	60.5	92.7	70.2	67.6	68.7
EBITDA/이자비용(배)	적전	흑전	0.0	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(3,758)	5,268	8,835	6,333	5,932
BPS	51,906	51,043	57,415	63,024	68,183
CFPS	(451)	6,921	10,815	8,279	7,992
주당 현금배당금	1,200	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(10.6)	9.6	6.1	8.5	9.1
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	1.0	0.9	0.9	0.8
PBR(최저)					
PCR	(88.6)	7.3	5.0	6.5	6.7
EV/EBITDA(최고)	(236.9)	7.8	6.4	8.7	4.0
EV/EBITDA(최저)	6.7	7.4	11.3	8.6	7.1