

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

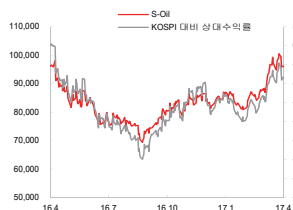
Company Data

자본금	292 십억원
발행주식수	11,660 만주
자사주	18 만주
액면가	2,500 원
시가총액	10,819 십억원
주요주주	
Aramco (외9)	63.46%
국민연금공단	6.06%
외국인지분률	78.40%
배당수익률	5.90%

Stock Data

주가(17/04/09)	96,100 원
KOSPI	2151.73 pt
52주 Beta	0.96
52주 최고가	100,500 원
52주 최저가	69,400 원
60일 평균 거래대금	26 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.7%	6.8%
6개월	19.5%	14.1%
12개월	-0.1%	-8.4%

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

1Q17 preview: 차후 실적부담과 배당매력 사이에서의 고민

1Q OP는 3,877 억원으로서 시장 컨센서스와 유사할 것으로 판단함. 근본적으로 1~2 월 중 유가 상승과 환율약세 효과에 따른 정유 사업부 강세가 배경이 되었고, PX의 가격 상승 또한 소폭이나마 기여가 되었음. 다만 2 분기부터는 실적 하락이 불가피해 주가에 부담요인이 될 것임. 그러나 2016년 6,200 원이나 부여한 배당매력이 주가의 하방을 강하게 지지하고 있어 급격한 약세여력 또한 제한적임

1Q17 영업이익 3,877 억원(QoQ +5.3% / YoY -21.2%) 추정

시장 컨센서스 4,027 억원을 -3.7% 하회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적 수준일 것으로 추정함. 정유사업부의 이익은 여전히 양호했을 것임. 비록 3 월은 유가하락과 환율강세로 인하여 실적이 하락했겠지만, 1~2 월에는 전년도의 유가/마진/환율 호재가 여전히 이어지고 있었음을 감안해야 함. 또한 화학 시장 강세 속에 PX 가격 또한 4Q16 \$806.7/t → 1Q17 \$879.4/t 으로 상승하여 일정 부분 수익기여를 했을 것으로 추정함

실적과 배당 신뢰도 사이의 고민

2 분기부터는 실적 하락세가 나타날 것으로 판단함. 지난 해 급반등하였던 유가가 \$50/bbl 내외에서 안착하는 양상이 나타나고 있고, 환율 역시 추가 상승(원화약세)에 베틀하기는 어려운 구간임. 따라서 정유사업부의 감익은 불가피함. 단 그럼에도 불구하고 지난 해 무려 주당배당금을 6,200 원이나 시현했다는 것은, 배당수익률 관점에서 주가의 하방을 강하게 지지하고 있고 앞으로도 그럴 개연성이 높음. 지난 해 대비 실적이 소폭 하락 수준에 그친다면 배당성향은 유지할 가능성 높음. 물론 예상치 못한 실적 급락이 발생한다면 이는 변할 수 있음. 결국 실적 하락의 속도와 배당성향의 유지 여부가 연중 주가에 있어서는 가장 중요한 요인이 될 것임.

목표주가 100,000 원 / 투자 의견 매수 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	28,557.6	17,890.3	16,321.8	17,411.7	16,940.6	16,133.6
yoy	%	(8.3)	(37.4)	(8.8)	6.7	(2.7)	(4.8)
영업이익	십억원	(289.7)	817.6	1,616.9	1,278.3	1,003.8	993.7
yoy	%	적전	흑전	97.8	(20.9)	(21.5)	(1.0)
EBITDA	십억원	50.0	1,090.8	1,903.6	1,546.2	1,271.7	1,261.7
세전이익	십억원	(385.5)	812.7	1,575.1	1,131.1	883.4	898.2
순이익(지배주주)	십억원	(287.8)	631.3	1,205.4	887.9	693.5	705.1
영업이익률%	%	(1.0)	4.6	9.9	7.3	5.9	6.2
EBITDA%	%	0.2	6.1	11.7	8.9	7.5	7.8
순이익률%	%	(1.0)	3.5	7.4	5.1	4.1	4.4
EPS	원	(2,563)	5,525	10,624	7,804	6,077	6,181
PER	배	(18.9)	14.4	8.0	12.3	15.8	15.5
PBR	배	1.2	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	161.3	9.2	5.2	7.1	8.7	8.8
ROE	%	(5.6)	12.3	20.5	13.0	9.1	8.5
순차입금	십억원	2,488	903	162	(54)	(50)	(100)
부채비율	%	108.9	100.3	118.4	102.0	92.3	84.1

1Q17 preview

(단위: % 십억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,428.4	4,198.4	4,137.9	4,557.1	4,962.6	44.7	8.9	4,938.9	0.5
영업이익	491.8	640.9	116.2	368.0	387.7	(21.2)	5.3	402.7	(3.7)
세전이익	570.4	585.4	227.1	192.2	324.8	(43.1)	69.0	448.7	(27.6)
지배순이익	433.3	443.6	171.8	156.7	254.9	(41.2)	62.7	353.8	(28.0)
영업이익률	14.3	15.3	2.8	8.1	7.8	(6.5)	(0.3)	8.2	(0.3)
세전이익률	16.6	13.9	5.5	4.2	6.5	(10.1)	2.3	9.1	(2.5)
지배주주순이익률	12.6	10.6	4.2	3.4	5.1	(7.5)	1.7	7.2	(2.0)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	1Q18	1Q19	1Q20	1Q21
ROE(지배주주지분)	9.5%	ROE(지배주주지분)	20.5%	10.9%	8.7%	7.9%	7.2%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	9.5%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.49						
1Q18E BPS(지배주주지분)	64,645						
Target Price	96,591						

자료: S-OIL, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	1Q18	1Q19	1Q20	1Q21
EPS(지배주주지분)	10,624	7,122	6,198	6,112	6,004
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	6,623				
1Q18E EPS	7,122				
1Q19E EPS	6,198				

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	79,482	82,793	86,105	89,417	92,728	96,040	99,352	102,664	105,975	109,287
TP by 1Q18E EPS	85,470	89,031	92,592	96,153	99,715	103,276	106,837	110,398	113,960	117,521
TP by 1Q19E EPS	74,372	77,471	80,570	83,669	86,767	89,866	92,965	96,064	99,163	102,262

자료: S-OIL, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	16,321.9	15,973.1	15,941.6	16,321.8	17,411.7	16,940.6	0.0%	9.0%	6.3%
YoY %	-8.8%	-2.1%	-0.2%	-8.8%	6.7%	-2.7%			
영업이익	1,692.9	1,148.2	967.7	1,616.9	1,278.3	1,003.8	-4.5%	11.3%	3.7%
YoY %	107.1%	-32.2%	-15.7%	97.8%	-20.9%	-21.5%			
EBITDA	1,984.6	1,436.0	1,255.5	1,903.6	1,546.2	1,271.7	-4.1%	7.7%	1.3%
YoY %	81.9%	-27.6%	-12.6%	74.5%	-18.8%	-17.8%			
순이익	1,281.9	882.5	687.3	1,205.4	887.9	693.5	-6.0%	0.6%	0.9%
YoY %	103.1%	-31.2%	-22.1%	90.9%	-26.3%	-21.9%			

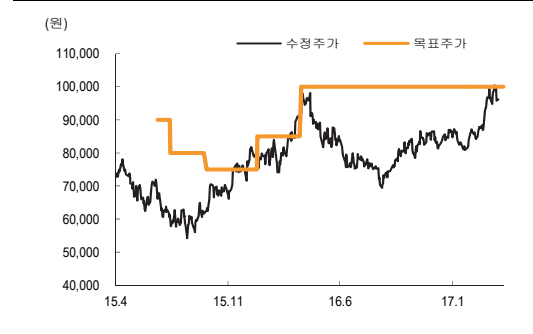
자료: S-OIL, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	4,110.0	3,916.4	3,865.1	4,081.7	4,962.6	4,164.5	4,027.2	4,257.5	20.7%	6.3%	4.2%	4.3%
YoY %	19.9%	-6.7%	-6.6%	-10.4%	44.7%	-0.8%	-2.7%	-6.6%				
QoQ %	-9.8%	-4.7%	-1.3%	5.6%	8.9%	-16.1%	-3.3%	5.7%				
영업이익	275.1	232.3	290.6	350.1	387.7	262.9	271.6	356.1	40.9%	13.2%	-6.5%	1.7%
YoY %	-44.1%	-63.7%	150.1%	-21.1%	-21.2%	-59.0%	133.7%	-3.2%				
QoQ %	-38.0%	-15.6%	25.1%	20.5%	5.3%	-32.2%	3.3%	31.1%				
EBITDA	347.1	304.3	362.5	422.1	454.7	329.9	338.6	423.1	31.0%	8.4%	-6.6%	0.2%
YoY %	-38.0%	-57.8%	92.7%	-18.2%	-18.7%	-54.2%	80.0%	-2.7%				
QoQ %	-32.7%	-12.3%	19.1%	16.4%	4.5%	-27.4%	2.6%	24.9%				
순이익	177.2	174.0	252.7	278.5	254.9	180.6	193.3	259.0	43.8%	3.8%	-23.5%	-7.0%
YoY %	-59.1%	-60.8%	47.1%	19.4%	-41.2%	-59.3%	12.5%	65.3%				
QoQ %	-24.0%	-1.8%	45.2%	10.2%	62.7%	-29.2%	7.0%	34.0%				

자료: S-OIL, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.04.10	매수	100,000원
	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



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 (2017 년 4 월 10 일 기준)

매수	95%	중립	5%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,690	7,974	7,944	7,821	7,766
현금및현금성자산	201	767	984	980	1,030
매출채권및기타채권	1,266	1,309	1,222	1,181	1,144
재고자산	1,599	2,423	2,264	2,188	2,120
비유동자산	5,106	5,985	6,761	7,510	8,210
장기금융자산	99	118	118	118	118
유형자산	4,731	5,711	6,488	7,236	7,936
무형자산	47	54	54	54	54
자산총계	10,796	13,959	14,705	15,331	15,976
유동부채	3,222	4,833	4,691	4,624	4,563
단기금융부채	1,599	2,197	2,197	2,197	2,197
매입채무 및 기타채무	1,494	2,152	2,011	1,943	1,883
단기충당부채	5	2	2	2	2
비유동부채	2,183	2,735	2,735	2,735	2,735
장기금융부채	2,007	2,564	2,564	2,564	2,564
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,406	7,567	7,426	7,358	7,298
지배주주지분	5,390	6,392	7,279	7,973	8,678
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	3,743	4,745	5,633	6,327	7,032
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,390	6,392	7,279	7,973	8,678
부채외자본총계	10,796	13,959	14,705	15,331	15,976

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,476	1,722	1,493	1,215	1,218
당기순이익(손실)	631	1,205	888	694	705
비현금성항목등	483	694	445	445	445
유형자산감가상각비	273	287	268	268	268
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(210)	(408)	(177)	(177)	(177)
운전자본감소(증가)	1,472	(188)	160	77	68
매출채권및기타채권의 감소(증가)	493	(123)	76	36	32
재고자산감소(증가)	817	(825)	159	76	68
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(251)	551	(75)	(36)	(32)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	181	370	142	142	142
투자활동현금흐름	(2,802)	(1,967)	(1,045)	(1,016)	(968)
금융자산감소(증가)	(2,052)	(936)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(651)	(1,056)	(1,045)	(1,016)	(968)
무형자산감소(증가)	(3)	(7)	0	0	0
기타	(96)	32	0	0	0
재무활동현금흐름	(184)	811	0	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(56)	1,021	0	0	0
자본의증가(감소)	3	7	0	0	0
배당금의 지급	128	210	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(510)	566	217	(4)	50
기초현금	712	201	767	984	980
기말현금	201	767	984	980	1,030
FCF	1,842	1,065	332	90	125

자료 : S-Oil, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,890	16,322	17,412	16,941	16,134
매출원가	16,439	14,021	15,329	15,154	14,394
매출총이익	1,451	2,301	2,083	1,787	1,739
매출총이익률 (%)	8.1	14.1	12.0	10.5	10.8
판매비와관리비	634	684	805	783	746
영업이익	818	1,617	1,278	1,004	994
영업이익률 (%)	4.6	9.9	7.3	5.9	6.2
비영업손익	(5)	(42)	(147)	(120)	(95)
순금융비용	165	154	391	420	444
외환관련손익	(129)	(67)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	10	7	9	7	7
세전계속사업이익	813	1,575	1,131	883	898
세전계속사업이익률 (%)	4.5	9.7	6.5	5.2	5.6
계속사업법인세	181	370	243	190	193
계속사업이익	631	1,205	888	694	705
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	631	1,205	888	694	705
순이익률 (%)	3.5	7.4	5.1	4.1	4.4
지배주주	631	1,205	888	694	705
지배주주귀속 순이익률(%)	3.5	7.4	5.1	4.1	4.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	609	1,211	888	694	705
지배주주	609	1,211	888	694	705
비지배주주	0	0	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
EBITDA	1,091	1,904	1,546	1,272	1,262

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(37.4)	(8.8)	6.7	(2.7)	(4.8)
영업이익	흑전	97.8	(20.9)	(21.5)	(1.0)
세전계속사업이익	흑전	93.8	(28.2)	(21.9)	1.7
EBITDA	2,081.6	74.5	(18.8)	(17.8)	(0.8)
EPS(계속사업)	흑전	92.3	(26.5)	(22.1)	1.7
수익성 (%)					
ROE	12.3	20.5	13.0	9.1	8.5
ROA	6.0	9.7	6.2	4.6	4.5
EBITDA마진	6.1	11.7	8.9	7.5	7.8
안정성 (%)					
유동비율	176.6	165.0	169.3	169.2	170.2
부채비율	100.3	118.4	102.0	92.3	84.1
순차입금/자기자본	16.8	2.5	(0.7)	(0.6)	(1.2)
EBITDA/이자비용(배)	18.8	0.4	(0.1)	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,525	10,624	7,804	6,077	6,181
BPS	47,089	55,582	63,197	69,144	75,191
CFPS	7,790	13,071	10,903	9,055	8,988
주당 현금배당금	2,400	6,200	2,400	2,400	2,400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.4	8.0	12.3	15.8	15.5
PER(최저)					
PBR(최고)	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3
PBR(최저)					
PCR	10.2	6.5	8.8	10.6	10.7
EV/EBITDA(최고)	9.2	5.2	7.1	8.7	8.8
EV/EBITDA(최저)					