

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	474 십억원
발행주식수	9,470 만주
자사주	3 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,337 십억원
주요주주	

허창수(외48) 46.67%

국민연금공단 10.30%

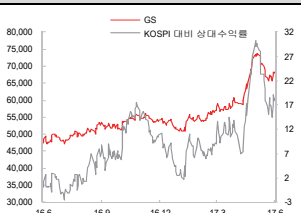
외국인지분률 19.90%

배당수익률 2.30%

Stock Data

주가(17/06/30)	68,200 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	0.57
52주 최고가	73,800 원
52주 최저가	47,100 원
60일 평균 거래대금	17 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.5%	-8.2%
6개월	26.1%	6.8%
12개월	43.7%	18.4%

GS (078930/KS | 매수(유지) | T.P 80,000 원(상향))

2Q17 preview: 가스발전소 스토리의 상대적 매력

2Q17 영업이익은 4,057 억원으로 추정되어 시장 컨센서스를 -14.8% 하회할 것으로 판단함. 기대 이하의 실적이 나오는 가장 큰 원인은 핵심 자회사 칼텍스가 유가하락에 따른 lagging margin 및 재고평가에서 손실이 불가피하기 때문임. 다만 리테일의 성수기 진입은 부진을 일정수준 상쇄해줄 것임. 추가로 본다면 문재인 정부의 가스발전소 스토리가 지속 매력임. 따라서 주가의 절대수익보다는 동종업계 내 상대수익 노리는 전략은 유효함

2Q17 영업이익 4,057 억원(QoQ -37.2% / YoY -19.0%) 추정

6/30 기준 시장 컨센서스 4,763 억원을 -14.8% 하회하는 실적일 것으로 판단함. 원인은 2 분기 중 진행된 급격한 유가하락이 핵심자회사 칼텍스에 악영향을 미쳤기 때문임. Spot 정제마진은 평균 1Q \$7.52/bbl 대비 2Q \$7.36/bbl 로서 큰 변화는 없음. 다만 Dubai 유는 3 월말 \$50.8/bbl 에서 6 월말 \$46.5/bbl 로 하락한 만큼 lagging margin / 재고평가 손실 불가피함. 다만 칼텍스 내 화학/윤활유는 견조한 실적이 예상되고, 1 분기 최대 비수기 이후 GS 리테일의 호실적 전환도 감안되기에 상대적으로 감익의 폭은 SK 이노베이션 / S-Oil 대비로는 제한적일 것으로 추정됨.

문재인 정부의 가스발전 스토리는 매력적

칼텍스의 경우 현재 유가의 방향성과 지난 해 유가/환율 급반등에 따른 이익의 대폭 증대 감안 시 2017 년은 하반기에도 전체적인 상황화와 여파는 불가피할 것으로 판단함. 다만 동사는 동종업계 대비 매력을 느끼게 할 수 있는 요인이 있는데, 문재인 정부가 가스발전소에 대한 적극적인 의지를 누차 천명하고 있어 발전 자회사에 이익이 될 수 있다는 부분임. 이를 감안한다면 상대적인 주가 매력도는 충분히 부각될 수 있음.

목표주가 70,000 원 → 80,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

가스발전의 모멘텀과 리테일의 실적개선 분위기를 감안해 목표주가 역시 소폭 상향 조정함. 정유의 연간 감익 추세가 이어진다면 동사의 상대적 매력은 현재와 같이 지속 부각될 수 있음. 다만 발전자회사의 이익 수준이 칼텍스를 상쇄할 만큼 큰 규모는 아니기 때문에 절대수익의 상승국면을 기대할 수 있는 여력은 제한적임.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	10,866.1	12,179.5	13,462.4	16,066.6	17,126.2	18,930.0
yoy	%	13.4	12.1	10.5	19.3	6.6	10.5
영업이익	십억원	(34.3)	1,604.3	1,754.2	1,823.5	1,526.2	1,428.8
yoy	%	적전	흑전	9.3	4.0	(16.3)	(6.4)
EBITDA	십억원	(34.3)	1,604.3	1,754.2	1,823.5	1,526.2	1,428.8
세전이익	십억원	(257.5)	1,309.1	1,629.1	1,749.1	1,386.5	1,251.7
순이익(지배주주)	십억원	(346.9)	492.2	805.7	1,117.6	895.1	808.1
영업이익률%	%	(0.3)	13.2	13.0	11.3	8.9	7.5
EBITDA%	%	(0.3)	13.2	13.0	11.3	8.9	7.5
순이익률	%	(3.2)	4.0	6.0	7.0	5.2	4.3
EPS	원	(3,758)	5,268	8,640	12,028	9,634	8,697
PER	배	(10.6)	9.6	6.3	5.7	7.1	7.8
PBR	배	0.8	1.0	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	(236.9)	7.7	6.7	7.0	4.2	4.5
ROE	%	(5.6)	8.1	12.1	15.1	10.9	9.0
순차입금	십억원	4,365	7,511	6,615	6,396	7,090	7,339
부채비율	%	108.8	134.9	128.0	121.9	114.1	108.1

2Q17 preview

(단위: % 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,374.6	3,313.5	3,707.1	3,918.1	3,923.5	16.3	0.1	3,804.1	3.1
영업이익	501.0	413.4	511.4	645.6	405.7	(19.0)	(37.2)	476.3	(14.8)
세전이익	458.7	373.6	507.7	639.4	386.3	(15.8)	(39.6)	449.0	(14.0)
지배순이익	260.3	159.0	234.0	401.1	249.4	(4.2)	(37.8)	224.5	11.1
영업이익률	14.8	12.5	13.8	16.5	10.3	(4.5)	(6.1)	12.5	(2.2)
세전이익률	13.6	11.3	13.7	16.3	9.8	(3.7)	(6.5)	11.8	(2.0)
지배주주순이익률	7.7	4.8	6.3	10.2	6.4	(1.4)	(3.9)	5.9	0.5

자료: SK 증권 Fnguide

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법적용 투자주식)					
비상장사					
칼텍스	4,599.8	4,621.9		50.0%	Target P/B = 0.86x
스푸츠	12.7	12.7		100.0%	1Q17말 장부가반영
EPS	458.2	654.6		70.0%	1Q17말 장부가반영
E&R	175.4	272.4		64.4%	1Q17말 장부가반영
파워	462.5	925.0		50.0%	1Q17말 장부가반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,269.3	1,269.3		100.0%	1Q17말 장부가반영
상장사					
리테일	1,828.7		3,973.2	65.8%	6/30 MV 대비 할인률 30% 적용
홈쇼핑	318.9		1,518.6	30.0%	6/30 MV 대비 할인률 30% 적용
글로벌	101.6		259.6	55.9%	6/30 MV 대비 할인률 30% 적용
임대수익	3,603.2				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	919.6				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	13,749.8				

Non-Operating Value	1,002.6
현금 및 현금성자산	992.2
단기금융자산	10.4

Debt	7,392.9
------	---------

Firm Value	7,359.5
우선주식가총액	76.8

Equity Value	7,282.7
기밀발행주식수(보통, 천주)	92,915

Target Price	78,380
--------------	--------

자료: GS, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	13,462.4	14,186.9	14,848.5	13,462.4	16,066.6	17,126.2	0.0%	13.2%	15.3%
YoY %	10.5%	5.4%	4.7%	10.5%	19.3%	6.6%			
영업이익	1,754.2	1,735.5	1,567.5	1,754.2	1,823.5	1,526.2	0.0%	5.1%	-2.6%
YoY %	9.3%	-1.1%	-9.7%	9.3%	4.0%	-16.3%			
EBITDA	1,754.2	1,735.5	1,567.5	1,754.2	1,823.5	1,526.2	0.0%	5.1%	-2.6%
YoY %	9.3%	-1.1%	-9.7%	9.3%	4.0%	-16.3%			
순이익	805.7	668.0	572.6	805.7	1,117.6	895.1	0.0%	67.3%	56.3%
YoY %	63.7%	-17.1%	-14.3%	63.7%	38.7%	-19.9%			

자료: GS, SK 증권

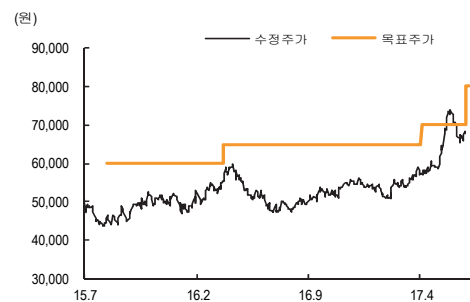
분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	3,390.7	3,591.4	3,497.7	3,413.4	3,923.5	4,133.2	4,091.8	3,943.4	15.7%	15.1%	17.0%	15.5%
YoY %	0.5%	8.4%	-5.6%	-7.9%	16.3%	24.7%	10.4%	0.6%				
QoQ %	-8.5%	5.9%	-2.6%	-2.4%	0.1%	5.3%	-1.0%	-3.6%				
영업이익	391.2	431.2	439.9	368.2	405.7	387.1	385.1	368.7	3.7%	-10.2%	-12.5%	0.1%
YoY %	-21.9%	4.3%	-14.0%	-22.2%	-19.0%	-6.4%	-24.7%	-42.9%				
QoQ %	-17.3%	10.2%	2.0%	-16.3%	-37.2%	-4.6%	-0.5%	-4.3%				
EBITDA	391.2	431.2	439.9	368.2	405.7	387.1	385.1	368.7	3.7%	-10.2%	-12.5%	0.1%
YoY %	-21.9%	4.3%	-14.0%	-22.2%	-19.0%	-6.4%	-24.7%	-42.9%				
QoQ %	-17.3%	10.2%	2.0%	-16.3%	-37.2%	-4.6%	-0.5%	-4.3%				
순이익	147.0	165.3	168.7	133.2	249.4	236.1	230.9	218.6	69.7%	42.8%	36.9%	64.0%
YoY %	-43.5%	4.0%	-27.9%	-28.8%	-4.2%	48.5%	-1.3%	-45.5%				
QoQ %	-21.4%	12.5%	2.0%	-21.0%	-37.8%	-5.3%	-2.2%	-5.3%				

자료: GS, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.07.04	매수	80,000원
2017.04.10	매수	70,000원
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



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,946	2,473	3,588	3,064	2,953
현금및현금성자산	507	504	1,855	1,161	912
매출채권및기타채권	826	1,160	1,146	1,259	1,352
재고자산	283	335	397	436	468
비유동자산	17,077	17,868	18,139	19,662	20,644
장기금융자산	295	291	117	117	117
유형자산	6,944	7,866	8,770	9,930	10,589
무형자산	1,935	1,890	1,826	1,826	1,826
자산총계	19,023	20,341	21,727	22,726	23,597
유동부채	2,362	3,771	3,756	3,936	4,082
단기금융부채	1,067	1,980	1,709	1,709	1,709
매입채무 및 기타채무	975	1,183	1,817	1,998	2,144
단기충당부채	19	5	3	3	3
비유동부채	8,563	7,650	8,178	8,178	8,178
장기금융부채	7,377	6,574	7,064	7,064	7,064
장기매입채무 및 기타채무	28	0	274	274	274
장기충당부채	98	126	118	118	118
부채총계	10,925	11,421	11,933	12,114	12,260
지배주주지분	6,321	6,964	7,829	8,648	9,372
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,280	1,270	1,267	1,267	1,267
기타자본구성요소	(3,074)	(3,107)	(3,134)	(3,134)	(3,134)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	7,693	8,348	9,222	10,041	10,766
비지배주주지분	1,777	1,956	1,964	1,964	1,964
자본총계	8,098	8,920	9,793	10,612	11,337
부채외자본총계	19,023	20,341	21,727	22,726	23,597

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	653	852	2,211	1,816	1,716
당기순이익(손실)	509	923	1,212	971	876
비현금성항목등	1,004	597	644	818	818
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,004)	(597)	(644)	(818)	(818)
운전자본감소(증가)	(76)	(113)	314	27	22
매출채권및기타채권의 감소(증가)	10	(280)	(127)	(114)	(92)
재고자산감소(증가)	39	(53)	(61)	(39)	(32)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(155)	151	989	180	146
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	720	662	818	818	818
투자활동현금흐름	(2,944)	(524)	(1,018)	(1,159)	(659)
금융자산감소(증가)	492	(199)	98	0	0
유형자산감소(증가)	(1,755)	(894)	(1,088)	(1,159)	(659)
무형자산감소(증가)	(795)	(42)	(12)	0	0
기타	(886)	611	(17)	0	0
재무활동현금흐름	2,204	(336)	29	(152)	(152)
단기금융부채증가(감소)	0	(6)	181	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,224	(180)	0	0	0
자본의증가(감소)	21	29	0	0	0
배당금의 지급	138	172	158	152	152
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(73)	(3)	1,351	(694)	(249)
기초현금	580	507	504	1,855	1,161
기말현금	507	504	1,855	1,161	912
FCF	(1,109)	1,163	(302)	(81)	350

자료 : GS, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	12,180	13,462	16,067	17,126	18,930
매출원가	9,299	10,273	12,666	13,918	15,643
매출총이익	2,880	3,189	3,401	3,208	3,287
매출총이익률 (%)	23.7	23.7	21.2	18.7	17.4
판매비와관리비	1,276	1,435	1,577	1,682	1,859
영업이익	1,604	1,754	1,824	1,526	1,429
영업이익률 (%)	13.2	13.0	11.3	8.9	7.5
비영업손익	(295)	(125)	(74)	(140)	(177)
순금융비용	93	79	150	124	87
외환관련손익	(18)	4	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(0)	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,309	1,629	1,749	1,386	1,252
세전계속사업이익률 (%)	10.7	12.1	10.9	8.1	6.6
계속사업법인세	720	663	537	416	376
계속사업이익	589	966	1,212	971	876
중단사업이익	(80)	(43)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	509	923	1,212	971	876
순이익률 (%)	4.2	6.9	7.5	5.7	4.6
지배주주	492	806	1,118	895	808
지배주주귀속 순이익률(%)	4.0	6.0	7.0	5.2	4.3
비지배주주	17	118	94	75	68
총포괄이익	565	941	1,105	971	876
지배주주	549	828	1,011	895	808
비지배주주	16	113	94	75	68
EBITDA	1,604	1,754	1,824	1,526	1,429

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	12.1	10.5	19.3	6.6	10.5
영업이익	흑전	9.3	4.0	(16.3)	(6.4)
세전계속사업이익	흑전	24.4	7.4	(20.7)	(9.7)
EBITDA	흑전	9.3	4.0	(16.3)	(6.4)
EPS(계속사업)	흑전	64.0	39.2	(19.9)	(9.7)
수익성 (%)					
ROE	8.1	12.1	15.1	10.9	9.0
ROA	3.0	4.7	5.8	4.4	3.8
EBITDA마진	13.2	13.0	11.3	8.9	7.5
안정성 (%)					
유동비율	82.4	65.6	95.5	77.8	72.3
부채비율	134.9	128.0	121.9	114.1	108.1
순차입금/자기자본	92.8	74.2	65.3	66.8	64.7
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,268	8,640	12,028	9,634	8,697
BPS	51,043	57,738	67,869	76,517	84,168
CFPS	7,621	10,987	13,344	11,281	10,561
주당 현금배당금	1,500	1,600	1,600	1,600	1,600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.6	6.3	5.7	7.1	7.8
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.9	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)					
PCR	6.7	4.9	5.1	6.0	6.5
EV/EBITDA(최고)	7.7	6.7	7.0	4.2	4.5
EV/EBITDA(최저)					