

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

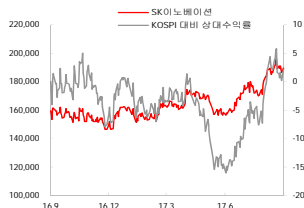
Company Data

자본금	469 십억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	52 만주
액면가	5,000 원
시가총액	17,522 십억원
주요주주	
SK(주)(외2)	33.41%
국민연금공단	10.07%
외국인지분율	40.90%
배당수익률	3.40%

Stock Data

주가(17/09/25)	189,500 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	196,000 원
52주 최저가	146,500 원
60일 평균 거래대금	50 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.0%	4.9%
6개월	15.9%	5.6%
12개월	19.2%	2.8%

SK 이노베이션 (096770/KS | 매수(유지) | T.P 210,000 원(상향))

3Q17 preview: 허리케인까지 도와주는 정유의 호실적

3Q17 영업이익은 1 조 256 억원으로 추정되어 컨센서스를 +22.1% 상회할 것으로 예상. 무엇보다 허리케인 Harvey 이후 정제마진과 유가 모두 급반등한 것이 호실적의 가장 큰 요인임. 또한 NCC spread 강세를 통해서도 화학사업부의 이익 강세가 반영될 것임. 다만 정유의 신증설이 예정대로 진행된다면 현재 정제마진에서 추가 상승여력을 찾기 쉽지 않고, 이는 주가의 모멘텀에 있어서도 우려가 될 수 있음을 감안해야 함

3Q17 영업이익 1 조 256 억원(QoQ +143.5% / YoY +147.2%) 추정

9/24 기준 컨센서스 8,399 억원을 +22.1% 상회하는 수치임. 기대 이상의 호실적이 발생한 이유는 허리케인 Harvey의 효과를 역시 꼽을 수 있음. 7~8 월만 하더라도 시황의 큰 변화는 없었지만 Harvey 발생 이후 북미지역 정유설비 가동률 급감이 정제마진의 급반등으로 연결되었고(복합마진 2Q 평균 \$7.4/bbl → 9 월 첫 주 평균 \$10.6/bbl), 마침 Dubai 원유도 상승(2Q 말 \$46.5/bbl → 9/22 기준 \$54.7/bbl)하여 lagging 효과를 극대화 시켰음. 뿐만 아니라 동사는 NCC 역시 보유하고 있기 때문에 화학부분에서 추가적인 이익의 강세 또한 누릴 수 있었음

건설의 오만 두둑 / 바레인 밥코 수주이슈의 의미

통상적으로 정유업계에 대해서는 증설 이슈가 없는 것으로 회자되고 있음. 그렇지만 GlobalData(2017년 3월 14일 보도)의 조사자료에 의거할 경우, 차후 4년간 세계적으로 약 16%의 정유증설이 예정되어 있음. 연간 원유수요 성장률이 1% 내외임을 감안한다면 적지 않은 수치임. 실제 국내 건설업체에 있어서 이미 수주가 완료된 오만 두둑 외 연내 바레인 밥코도 수주가 될 것으로 기대되는 등 refinery 수주이슈가 이어지고 있어 차후 물량증대 우려감은 상존하는 것으로 판단함. 물론 단기간의 진입이 아닌 만큼 현재의 양호한 흐름은 이어지겠지만, 추가상승여력이 적다는 것은 감안할 부분임

목표주가 180,000 원 → 210,000 원 상향 / 투자 의견 매수 유지

Harvey 효과 이후 이익강세 효과를 반영해 목표주기도 상향 조정함. 호실적 기조가 이어지는 분위기는 좋지만, 추가 상승여력에 대해서는 고민이 필요한 시점임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	65,860.7	48,356.3	39,520.5	43,313.5	39,229.3	37,134.8
yoy	%	(0.3)	(26.6)	(18.3)	9.6	(9.4)	(5.3)
영업이익	십억원	(182.8)	1,979.6	3,228.3	3,000.7	2,102.2	1,724.4
yoy	%	적전	흑전	63.1	(7.1)	(29.9)	(18.0)
EBITDA	십억원	602.2	2,931.1	4,142.7	3,878.0	2,990.5	2,612.7
세전이익	십억원	(436.7)	1,654.1	2,423.4	3,174.9	1,961.1	1,656.1
순이익(지배주주)	십억원	(588.8)	814.9	1,671.3	2,291.5	1,448.5	1,223.2
영업이익률%	%	(0.3)	4.1	8.2	6.9	5.4	4.6
EBITDA%	%	0.9	6.1	10.5	9.0	7.6	7.0
순이익률	%	(0.7)	3.4	6.1	7.3	5.0	4.5
EPS	원	(6,368)	8,748	18,010	24,783	15,665	13,229
PER	배	(13.4)	14.9	8.1	7.5	11.9	14.1
PBR	배	0.6	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	24.8	4.8	3.1	4.3	5.8	6.7
ROE	%	(3.8)	5.3	10.1	13.0	7.7	6.2
순차입금	십억원	7,014	1,988	(625)	(899)	(2,763)	(4,163)
부채비율	%	118.5	84.0	78.0	68.0	62.7	59.5

3Q17 preview

(단위: % 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	9,703.0	10,079.1	11,387.1	10,561.1	10,890.0	12.2	3.1	10,702.6	1.8
영업이익	414.9	849.1	1,004.3	421.2	1,025.6	147.2	143.5	839.9	22.1
세전이익	430.8	351.4	1,163.0	433.2	1,036.1	140.5	139.2	839.5	23.4
지배순이익	360.0	144.1	847.0	278.4	765.3	112.6	174.9	598.4	27.9
영업이익률	4.3	8.4	8.8	4.0	9.4	5.1	5.4	7.8	1.6
세전이익률	4.4	3.5	10.2	4.1	9.5	5.1	5.4	7.8	1.7
지배주주순이익률	3.7	1.4	7.4	2.6	7.0	3.3	4.4	5.6	1.4

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
ROE(지배주주지분)	7.0%	ROE(지배주주지분)	10.1%	7.8%	6.5%	5.8%	5.6%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	7.0%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.00						
3Q18E BPS(지배주주지분)	199,106						
Target Price	199,677						

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	8,748	16,115	14,043	13,172	13,131
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	14,813				
4Q17E EPS	16,115				
4Q18E EPS	14,043				

Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	148,132	155,538	162,945	170,351	177,758	185,165	192,571	199,978	207,384	214,791
TP by 3Q17E EPS	161,145	169,202	177,260	185,317	193,374	201,431	209,489	217,546	225,603	233,660
TP by 3Q18E EPS	140,427	147,448	154,470	161,491	168,512	175,534	182,555	189,576	196,598	203,619

자료: SK 이노베이션, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	39,520.5	41,116.7	38,715.6	39,520.5	43,313.5	39,229.3	0.0%	5.3%	1.3%
YoY %	-18.3%	4.0%	-5.8%	-18.3%	9.6%	-9.4%			
영업이익	3,228.3	2,542.8	1,653.5	3,228.3	3,000.7	2,102.2	0.0%	18.0%	27.1%
YoY %	63.1%	-21.2%	-35.0%	63.1%	-7.1%	-29.9%			
EBITDA	4,142.7	3,387.1	2,497.9	4,142.7	3,878.0	2,990.5	0.0%	14.5%	19.7%
YoY %	41.3%	-18.2%	-26.3%	41.3%	-6.4%	-22.9%			
순이익	1,671.3	2,057.7	1,106.6	1,671.3	2,291.5	1,448.5	0.0%	11.4%	30.9%
YoY %	105.1%	23.1%	-46.2%	105.1%	37.1%	-36.8%			

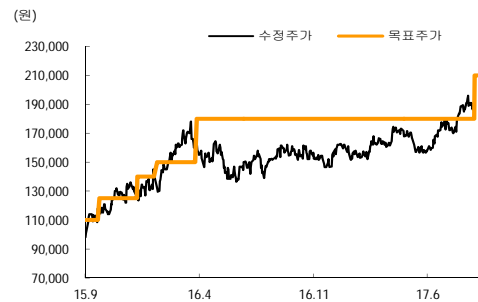
자료: SK 이노베이션 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	9,575.3	9,654.2	9,865.4	9,668.0	10,890.0	10,475.3	10,032.1	9,781.7	13.7%	8.5%	1.7%	1.2%
YoY %	-1.3%	-4.2%	-13.4%	-7.9%	12.2%	3.9%	-11.9%	-7.4%				
QoQ %	-8.8%	0.8%	2.2%	-2.0%	3.1%	-3.8%	-4.2%	-2.5%				
영업이익	480.9	585.8	483.1	367.0	1,025.6	549.7	525.3	503.6	113.3%	-6.2%	8.7%	37.2%
YoY %	15.9%	-31.0%	-51.9%	-22.2%	147.2%	-35.3%	-47.7%	19.6%				
QoQ %	1.9%	21.8%	-17.5%	-24.0%	143.5%	-46.4%	-4.4%	-4.1%				
EBITDA	692.0	796.9	694.2	578.1	1,247.6	771.8	747.4	725.7	80.3%	-3.1%	7.7%	25.5%
YoY %	8.1%	-26.4%	-42.9%	-15.4%	94.9%	-28.8%	-38.5%	12.8%				
QoQ %	1.3%	15.2%	-12.9%	-16.7%	94.0%	-38.1%	-3.2%	-2.9%				
순이익	384.4	469.3	329.1	238.8	765.3	400.7	354.2	343.7	99.1%	-14.6%	7.6%	44.0%
YoY %	6.8%	225.8%	-61.1%	-33.1%	112.6%	178.2%	-58.2%	23.5%				
QoQ %	7.7%	22.1%	-29.9%	-27.5%	174.9%	-47.6%	-11.6%	-3.0%				

자료: SK 이노베이션 SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.09.26	매수	210,000원	6개월		
2017.07.04	매수	180,000원	6개월	-11.40%	8.89%
2017.02.06	매수	180,000원	6개월	-13.39%	-3.06%
2016.09.27	매수	180,000원	6개월	-15.11%	-8.61%
2016.07.25	매수	180,000원	6개월	-16.65%	-8.61%
2016.06.27	매수	180,000원	6개월	-16.69%	-8.61%
2016.04.25	매수	180,000원	6개월	-14.80%	-8.61%
2016.02.11	매수	150,000원	6개월	4.29%	18.67%
2016.01.05	매수	140,000원	6개월	-5.34%	3.57%
2015.10.25	매수	125,000원	6개월	-0.30%	8.80%
2015.09.30	매수	110,000원	6개월	0.08%	7.27%



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 9월 26 현재 SK 이노베이션(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 9월 26일 기준)

매수	90.63%	중립	9.38%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	12,842	14,988	15,262	16,289	17,294
현금및현금성자산	3,020	2,644	3,170	5,035	6,434
매출채권및기타채권	3,894	4,272	4,151	3,770	3,590
재고자산	3,560	4,445	4,811	4,400	4,206
비유동자산	18,518	17,594	17,333	17,033	16,702
장기금융자산	340	389	368	368	368
유형자산	13,914	13,603	13,387	13,087	12,756
무형자산	1,663	1,272	1,254	1,254	1,254
자산총계	31,360	32,581	32,595	33,323	33,996
유동부채	7,494	8,737	7,749	7,404	7,242
단기금융부채	2,124	1,808	1,293	1,293	1,293
매입채무 및 기타채무	2,994	4,549	4,030	3,685	3,523
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6,819	5,540	5,443	5,443	5,443
장기금융부채	6,136	4,871	4,659	4,659	4,659
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	53	72	56	56	56
부채총계	14,313	14,276	13,192	12,848	12,685
지배주주지분	15,890	17,103	18,187	19,260	20,096
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,884	5,883	5,883	5,883
기타자본구성요소	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
자기주식	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	9,450	10,671	11,972	13,044	13,880
비지배주주지분	1,157	1,202	1,216	1,216	1,216
자본총계	17,046	18,305	19,403	20,475	21,311
부채외자본총계	31,360	32,581	32,595	33,323	33,996

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,086	3,678	2,809	3,420	2,955
당기순이익(손실)	868	1,721	2,376	1,520	1,283
비현금성항목등	2,185	2,354	1,635	1,467	1,467
유형자산감가상각비	952	914	877	888	888
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,233)	(1,440)	(757)	(579)	(579)
운전자본감소(증가)	1,560	268	(788)	433	204
매출채권및기타채권의 감소(증가)	907	(460)	185	346	163
재고자산감소(증가)	1,659	(885)	(366)	411	194
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,662)	1,453	(421)	(324)	(153)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	615	702	691	518	518
투자활동현금흐름	(1,345)	(2,056)	(184)	(588)	(557)
금융자산감소(증가)	(1,488)	(1,415)	487	0	0
유형자산감소(증가)	(349)	(567)	(665)	(588)	(557)
무형자산감소(증가)	(244)	(55)	(42)	0	0
기타	736	(20)	36	0	0
재무활동현금흐름	(2,768)	(2,019)	(1,688)	(447)	(447)
단기금융부채증가(감소)	(2,629)	(368)	4	0	0
장기금융부채증가(감소)	(139)	(1,201)	(638)	0	0
자본의증가(감소)	100	40	0	0	0
배당금의 지급	0	451	1,055	447	447
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	81	(375)	526	1,864	1,399
기초현금	2,939	3,020	2,644	3,170	5,035
기말현금	3,020	2,644	3,170	5,035	6,434
FCF	4,160	2,940	1,263	2,421	1,900

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	48,356	39,521	43,313	39,229	37,135
매출원가	44,197	34,562	38,536	35,451	33,824
매출총이익	4,159	4,959	4,778	3,778	3,311
매출총이익률 (%)	8.6	12.5	11.0	9.6	8.9
판매비와관리비	2,180	1,730	1,777	1,676	1,587
영업이익	1,980	3,228	3,001	2,102	1,724
영업이익률 (%)	4.1	8.2	6.9	5.4	4.6
비영업손익	(325)	(805)	174	(141)	(68)
순금융비용	1,003	486	549	273	366
외환관련손익	(179)	(38)	41	0	0
관계기업투자등 관련손익	257	(124)	198	162	141
세전계속사업이익	1,654	2,423	3,175	1,961	1,656
세전계속사업이익률 (%)	3.4	6.1	7.3	5.0	4.5
계속사업법인세	657	702	788	441	373
계속사업이익	998	1,721	2,387	1,520	1,283
중단사업이익	(130)	0	(12)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	868	1,721	2,376	1,520	1,283
순이익률 (%)	1.8	4.4	5.5	3.9	3.5
지배주주	815	1,671	2,292	1,449	1,223
지배주주귀속 순이익률(%)	1.7	4.2	5.3	3.7	3.3
비지배주주	53	50	84	71	60
총포괄이익	954	1,711	2,271	1,520	1,283
지배주주	898	1,661	2,190	1,449	1,223
비지배주주	56	50	81	71	60
EBITDA	2,931	4,143	3,878	2,990	2,613

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(26.6)	(18.3)	9.6	(9.4)	(5.3)
영업이익	흑전	63.1	(7.1)	(29.9)	(18.0)
세전계속사업이익	흑전	46.5	31.0	(38.2)	(15.6)
EBITDA	386.8	41.3	(6.4)	(22.9)	(12.6)
EPS(계속사업)	흑전	105.6	37.8	(36.8)	(15.6)
수익성 (%)					
ROE	5.3	10.1	13.0	7.7	6.2
ROA	2.6	5.4	7.3	4.6	3.8
EBITDA마진	6.1	10.5	9.0	7.6	7.0
안정성 (%)					
유동비율	171.4	171.6	196.9	220.0	238.8
부채비율	84.0	78.0	68.0	62.7	59.5
순차입금/자기자본	11.7	(3.4)	(4.6)	(13.5)	(19.5)
EBITDA/이자비용(배)	0.3	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,748	17,988	24,783	15,665	13,229
BPS	155,768	173,705	186,910	198,354	207,275
CFPS	22,892	34,227	33,464	26,864	23,740
주당 현금배당금	4,800	6,400	4,800	4,800	4,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.9	8.1	7.5	11.9	14.1
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)					
PCR	5.7	4.3	5.6	6.9	7.9
EV/EBITDA(최고)	4.8	3.1	4.3	5.8	6.7
EV/EBITDA(최저)					