

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	18,632 십억원
주요주주	
SK(주)(외2)	33.41%
국민연금공단	9.99%
외국인지분률	41.90%
배당수익률	3.20%

Stock Data

주가(18/01/06)	201,500 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	0.85
52주 최고가	217,500 원
52주 최저가	151,500 원
60일 평균 거래대금	46 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.4%	-2.9%
6개월	25.9%	20.4%
12개월	30.8%	7.0%

SK 이노베이션 (096770/KS | 매수(유지) | T.P 230,000 원(상향))

건설의 호재가 정유의 악재가 될 수 있는 이유

4Q17 OP는 8,403 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 -7.6% 하회하는 수치임. 4분기 중 유가가 상승했지만 정제마진하락 및 원화강세의 폭이 생각보다 강했다는 것을 감안해야 함. 또한 NCC와 PX의 spread도 모두 좋지 못했음. 해외조사업체 GlobalData는 차후 4년 간 정유설비 증설물량이 16%에 이를 것이라고 보도했으며, 실제 국내건설업체의 해외정유설비 수주가 늘어남을 감안할 때 시장 down-turn은 불가피하다 판단함

4Q17 영업이익 8,403 억원(QoQ -12.8% / YoY -1.0%) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 9,090 억원 대비 -7.6% 하회하는 수치에 해당함. 무엇보다 정유의 전분기대비 감익을 감안해야 하는데, 4분기 1M lagging margin은 \$11.3/bbl로서 전분기 \$12.9/bbl 대비 하락하였음. Dubai 유가는 9월 말 \$55.2/bbl → 12월말 \$64.3/bbl까지 상승했지만 정제마진이 \$9.4/bbl → \$7.1/bbl로 급락한 것이 악재였음. 원화강세(1,145 원 → 1,070 원)도 감안해야 함. 화학 역시 NCC와 PX 모두 좋지 못한 spread를 보였고, 윤활유 또한 전분기 대비 소폭 악재가 예상됨. 또한 통상적으로 발생하는 4분기 1회성 비용에 대한 부분도 일부 감안해야 함

건설산업의 해외수주 증대를 눈여겨 볼 타이밍

2017년 4월 GlobalData는 차후 4년 간 정유설비가 16% 증대할 것이라는 조사결과를 발표한 바 있음. 연간 약 4%에 해당한다는 것인데, 통상 석유수요 증분이 1% 남짓이라는 것을 감안한다면 꽤 큰 폭임을 알 수 있음. 석유화학과 마찬가지로 정유 역시 몇년간 이어진 이익호재를 지켜본 필드 플레이어들이 신증설 결정을 내리고 있음을 알 수 있음. 최근 건설주가가 해외수주 기대감으로 상승하고 있는데, 국내업체 중에서도 GS건설과 삼성엔지니어링의 정유설비 수주가 이어지고 있다는 것을 주목할 필요 있음

목표주가 210,000 원 → 230,000 원 상향 / 투자 의견 매수 유지

2018년 / 2019년 영업이익 추정치를 기존대비 +8.5% / +17.0% 상향 조정하며, 이를 반영하여 목표주가 역시 소폭 상향 조정함. 화학만큼 down-turn에 대한 우려가 임박한 것은 아니지만, 설비증대가 점점 가시화된다는 것은 부담이 될 수 있는 요인임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	48,356.3	39,520.5	46,878.7	49,912.8	47,716.3	44,725.0
yoy	%	(26.6)	(18.3)	18.6	6.5	(4.4)	(6.3)
영업이익	십억원	1,979.6	3,228.3	3,229.4	2,280.8	2,017.1	1,493.8
yoy	%	흑전	63.1	0.0	(29.4)	(11.6)	(25.9)
EBITDA	십억원	2,931.1	4,142.7	4,139.4	3,234.6	2,971.0	2,447.6
세전이익	십억원	1,654.1	2,423.4	3,474.6	2,268.2	2,064.7	1,439.9
순이익(지배주주)	십억원	814.9	1,671.3	2,502.0	1,746.1	1,589.4	1,108.4
영업이익률%	%	4.1	8.2	6.9	4.6	4.2	3.3
EBITDA%	%	6.1	10.5	8.8	6.5	6.2	5.5
순이익률%	%	3.4	6.1	7.4	4.5	4.3	3.2
EPS	원	8,748	17,988	27,059	18,884	17,189	11,988
PER	배	14.9	8.1	7.4	10.7	11.7	16.8
PBR	배	0.8	0.8	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	4.8	3.1	4.6	5.8	6.3	7.7
ROE	%	5.3	10.1	14.2	9.2	7.9	5.3
순차입금	십억원	1,988	(625)	359	(1,553)	(2,775)	(3,938)
부채비율	%	84.0	78.0	76.7	69.0	65.1	61.4

4Q17 preview

(단위: % 십억원)

	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	10,079.1	11,387.1	10,561.1	11,758.9	13,171.7	30.7	12.0	12,146.8	8.4
영업이익	849.1	1,004.3	421.2	963.6	840.3	(1.0)	(12.8)	909.0	(7.6)
세전이익	351.4	1,163.0	433.2	977.1	901.2	156.5	(7.8)	832.1	8.3
지배순이익	144.1	847.0	278.4	682.8	693.8	381.6	1.6	601.4	15.4
영업이익률	8.4	8.8	4.0	8.2	6.4	(2.0)	(1.8)	7.5	(1.1)
세전이익률	3.5	10.2	4.1	8.3	6.8	3.4	(1.5)	6.9	(0.0)
지배주주순이익률	1.4	7.4	2.6	5.8	5.3	3.8	(0.5)	5.0	0.3

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
ROE(지배주주지분)	7.7%	10.1%	8.9%	7.7%	5.2%	5.4%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE				
Risk Free Rate	2.0%	7.7%				
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.13					
3Q18E BPS(지배주주지분)	198,369					
Target Price	224,960					

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
EPS(지배주주지분)	8,748	18,818	17,124	11,922	12,960
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	16,514				
4Q17E EPS	18,818				
4Q18E EPS	17,124				

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	165,144	173,401	181,659	189,916	198,173	206,430	214,687	222,945	231,202	239,459
TP by 4Q17E EPS	188,183	197,592	207,001	216,410	225,820	235,229	244,638	254,047	263,456	272,865
TP by 4Q18E EPS	171,240	179,802	188,364	196,926	205,488	214,050	222,612	231,174	239,736	248,298

자료: SK 이노베이션, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	43,313.5	39,229.3	37,134.8	46,878.7	49,912.8	47,716.3	8.2%	27.2%	28.5%
YoY %	9.6%	-9.4%	-5.3%	18.6%	6.5%	-4.4%			
영업이익	3,000.7	2,102.2	1,724.4	3,229.4	2,280.8	2,017.1	7.6%	8.5%	17.0%
YoY %	-7.1%	-29.9%	-18.0%	0.0%	-29.4%	-11.6%			
EBITDA	3,878.0	2,990.5	2,612.7	4,139.4	3,234.6	2,971.0	6.7%	8.2%	13.7%
YoY %	-6.4%	-22.9%	-12.6%	-0.1%	-21.9%	-8.2%			
순이익	2,291.5	1,448.5	1,223.2	2,502.0	1,746.1	1,589.4	9.2%	20.5%	29.9%
YoY %	37.1%	-36.8%	-15.6%	49.7%	-30.2%	-9.0%			

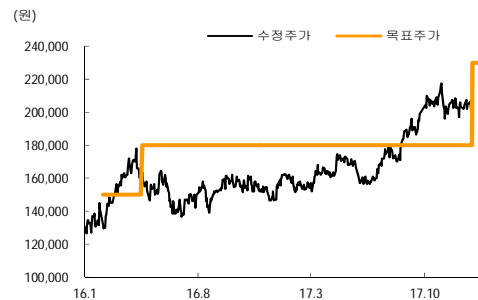
자료: SK 이노베이션 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	10,475.3	10,032.1	9,781.7	9,836.0	13,171.7	13,286.3	12,743.5	12,003.9	25.7%	32.4%	30.3%	22.0%
YoY %	3.9%	-11.9%	-7.4%	-9.7%	30.7%	16.7%	20.7%	2.1%				
QoQ %	-3.8%	-4.2%	-2.5%	0.6%	12.0%	0.9%	-4.1%	-5.8%				
영업이익	549.7	525.3	503.6	558.3	840.3	691.8	700.7	416.9	52.9%	31.7%	39.1%	-25.3%
YoY %	-35.3%	-47.7%	19.6%	-45.6%	-1.0%	-31.1%	66.4%	-56.7%				
QoQ %	-46.4%	-4.4%	-4.1%	10.9%	-12.8%	-17.7%	1.3%	-40.5%				
EBITDA	771.8	747.4	725.7	780.4	1,078.8	930.3	939.2	655.4	39.8%	24.5%	29.4%	-16.0%
YoY %	-28.8%	-38.5%	12.8%	-37.5%	-0.4%	-23.5%	46.0%	-45.5%				
QoQ %	-38.1%	-3.2%	-2.9%	7.5%	-10.3%	-13.8%	1.0%	-30.2%				
순이익	400.7	354.2	343.7	391.3	693.8	528.7	545.5	313.0	73.1%	49.3%	58.7%	-20.0%
YoY %	178.2%	-58.2%	23.5%	-48.9%	381.6%	-37.6%	95.9%	-54.2%				
QoQ %	-47.6%	-11.6%	-3.0%	13.9%	1.6%	-23.8%	3.2%	-42.6%				

자료: SK 이노베이션 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.08	매수	230,000원	6개월		
2017.07.04	매수	180,000원	6개월	-7.51%	20.83%
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%



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 1월 8일 현재 SK 이노베이션(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,988	16,176	16,886	18,014	18,365
현금및현금성자산	2,644	2,035	3,947	5,169	6,332
매출채권및기타채권	4,272	5,350	4,796	4,753	4,378
재고자산	4,445	5,883	5,306	5,261	4,871
비유동자산	17,594	18,193	18,237	18,238	18,178
장기금융자산	389	385	385	385	385
유형자산	13,603	13,658	13,702	13,703	13,643
무형자산	1,272	1,552	1,552	1,552	1,552
자산총계	32,581	34,369	35,123	36,251	36,543
유동부채	8,737	9,763	9,183	9,138	8,747
단기금융부채	1,808	1,627	1,627	1,627	1,627
매입채무 및 기타채무	4,549	5,906	5,326	5,281	4,890
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	5,540	5,159	5,159	5,159	5,159
장기금융부채	4,871	4,372	4,372	4,372	4,372
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	72	70	70	70	70
부채총계	14,276	14,922	14,343	14,298	13,907
지배주주지분	17,103	18,214	19,547	20,721	21,404
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,883	5,883	5,883	5,883
기타자본구성요소	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
자기주식	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	10,671	11,999	13,332	14,505	15,188
비지배주주지분	1,202	1,233	1,233	1,233	1,233
자본총계	18,305	19,447	20,780	21,954	22,637
부채외자본총계	32,581	34,369	35,123	36,251	36,543

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,678	2,198	4,487	3,789	3,647
당기순이익(손실)	1,721	2,556	1,781	1,621	1,130
비현금성항목등	2,354	1,853	2,123	2,123	2,123
유형자산감가상각비	914	910	954	954	954
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,440)	(943)	(1,169)	(1,169)	(1,169)
운전자본감소(증가)	268	(1,588)	583	45	393
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(460)	(880)	501	39	338
재고자산감소(증가)	(885)	(1,438)	577	45	390
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,453	841	(495)	(38)	(334)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	702	987	1,109	1,109	1,109
투자활동현금흐름	(2,056)	(436)	(998)	(954)	(895)
금융자산감소(증가)	(1,415)	905	0	0	0
유형자산감소(증가)	(567)	(944)	(998)	(954)	(895)
무형자산감소(증가)	(55)	(360)	0	0	0
기타	(20)	(37)	0	0	0
재무활동현금흐름	(2,019)	(1,798)	(447)	(447)	(447)
단기금융부채증가(감소)	(368)	6	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(1,201)	(602)	0	0	0
자본의증가(감소)	40	0	0	0	0
배당금의 지급	451	1,203	447	447	447
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(375)	(609)	1,912	1,221	1,163
기초현금	3,020	2,644	2,035	3,947	5,169
기말현금	2,644	2,035	3,947	5,169	6,332
FCF	2,940	678	2,369	1,631	1,653

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	39,521	46,879	49,913	47,716	44,725
매출원가	34,562	41,743	45,546	43,705	41,362
매출총이익	4,959	5,135	4,367	4,012	3,363
매출총이익률 (%)	12.5	11.0	8.7	8.4	7.5
판매비와관리비	1,730	1,906	2,086	1,994	1,869
영업이익	3,228	3,229	2,281	2,017	1,494
영업이익률 (%)	8.2	6.9	4.6	4.2	3.3
비영업손익	(805)	245	(13)	48	(54)
순금융비용	486	570	206	292	243
외환관련손익	(38)	34	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(124)	355	323	297	245
세전계속사업이익	2,423	3,475	2,268	2,065	1,440
세전계속사업이익률 (%)	6.1	7.4	4.5	4.3	3.2
계속사업법인세	702	907	488	444	310
계속사업이익	1,721	2,567	1,781	1,621	1,130
중단사업이익	0	(12)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,721	2,556	1,781	1,621	1,130
순이익률 (%)	4.4	5.5	3.6	3.4	2.5
지배주주	1,671	2,502	1,746	1,589	1,108
지배주주귀속 순이익률(%)	4.2	5.3	3.5	3.3	2.5
비지배주주	50	54	34	31	22
총포괄이익	1,711	2,520	1,781	1,621	1,130
지배주주	1,661	2,466	1,746	1,589	1,108
비지배주주	50	55	34	31	22
EBITDA	4,143	4,139	3,235	2,971	2,448

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(18.3)	18.6	6.5	(4.4)	(6.3)
영업이익	63.1	0.0	(29.4)	(11.6)	(25.9)
세전계속사업이익	46.5	43.4	(34.7)	(9.0)	(30.3)
EBITDA	41.3	(0.1)	(21.9)	(8.2)	(17.6)
EPS(계속사업)	105.6	50.4	(30.2)	(9.0)	(30.3)
수익성 (%)					
ROE	10.1	14.2	9.2	7.9	5.3
ROA	5.4	7.6	5.1	4.5	3.1
EBITDA마진	10.5	8.8	6.5	6.2	5.5
안정성 (%)					
유동비율	171.6	165.7	183.9	197.1	210.0
부채비율	78.0	76.7	69.0	65.1	61.4
순차입금/자기자본	(3.4)	1.8	(7.5)	(12.6)	(17.4)
EBITDA/이자비용(배)	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	17,988	27,059	18,884	17,189	11,988
BPS	173,705	184,143	198,369	210,891	218,178
CFPS	34,227	35,152	29,283	27,075	22,691
주당 현금배당금	6,400	4,800	4,800	4,800	4,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.1	7.4	10.7	11.7	16.8
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	1.1	1.0	1.0	0.9
PBR(최저)					
PCR	4.3	5.7	6.9	7.4	8.9
EV/EBITDA(최고)	3.1	4.6	5.8	6.3	7.7
EV/EBITDA(최저)					