

2018. 2. 1



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 이민영

02. 6098-6656

my.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 275,000 원

현재주가 (1.31) 204,500 원

상승여력 34.5%

KOSPI 2,566.46pt

시가총액 189,092억원

발행주식수 9,247만주

유동주식비율 66.02%

외국인비중 42.28%

52주 최고/최저가 217,500원/151,500원

평균거래대금 481.4억원

주요주주(%)

SK 외 2 인 33.42

국민연금 10.00

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 0.0 15.9 30.3

상대주가 -3.9 8.5 4.9

주가그래프



SK이노베이션 096770

4Q17 Review: 부정적 요소 모두 반영,
적극 매수 전략을 취할 시점

- ✓ 4Q17 영업이익 8,452 억원(-0.5% YoY), 17년 연간 이익 3.2조원(+0.2% YoY) 달성
- ✓ 영업외손익 -1,839 억원 반영, 법인세율 44%, 순이익 3,656 억원 실현
- ✓ 17년 기말배당 6,400 원, 연간 DPS 8,000 원 지급 결정(시가배당률 3.9% 수준)
- ✓ 유가 회복과 정유업황 강세를 반영 18년 영업이익 3.5조원(+10.3% YoY)을 추정
- ✓ 정유업종 최선호주로 제시, 투자 의견 Buy와 적정주가 27.5 만원을 유지

4Q17 일회성 비용(800 억원)을 감안하면 시장 예상치에 부합한 실적

동사의 4Q17 영업이익은 유리한 업황에도 불구하고, 일회성 비용과 환손실, 마진 하락으로 영업이익은 시장 예상치(9,123 억원)를 하회했다. 재고평가이익 2,700 억원이 반영되었고, 정유부문 이익은 마진 하락으로 5,093 억원, 화학은 주요 제품 스프레드 하락으로 2,628 억원, 윤활기유는 원가 상승 효과로 1,457 억원, 석유개발은 물량 증가 및 유가 회복으로 512 억원을 기록했다. 영업외손실은 지분법이익(640 억원), 환관련이익(900 억원), 파생상품손실(-1,600 억원), 광구 등 자산손상비용(-1,300 억원)이 포함된 -1,839 억원을 기록했다.

18년 업황 강세에 힘입어 전 사업부 이익 개선 지속될 전망

동사의 18년 연간 이익은 3.5조원(+10.3% YoY)을 예상, 증익 기조를 이어가겠다. 이는 글로벌 경기회복에 따른 제품별 수요가 개선될 가운데, 신증설량 부족에 따른 마진 강세가 예상되기 때문이다. 화학은 북미 지역 크래커 신규 가동에도 불구하고, 수요에 기반한 제품가 강세를 전망, P-X는 다운스트림 수요 호조에 따른 수익성 회복이 가능하다. 윤활기유는 글로벌 신증설 물량 증가에도 불구하고, 역대 정기보수 규모 확대에 따라 동사의 시장 지배력이 부각될 전망이다. 석유개발은 유가회복으로 연간 수익성 회복 기조를 이어가겠다.

역내 정유사 북미 경쟁사 대비 Discount 해소, 정유 매수 타이밍 도래

현 시점에서 WTI-Dubai 간 괴리율 축소로 북미-역내 정유사의 할인요소가 제거되었다는 판단이다. 게다가 2월 휘발유 마진 회복에 따른 정제마진의 추가 개선까지 예상되어 업황을 둘러싼 부정적 요소가 모두 해소된다는 전망이다. 그렇기에 정유업종 투자비중 확대, 동사를 정유 최선호주로 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	39,520.5	3,228.3	1,671.3	17,988	98.9	182,504	8.1	0.8	3.8	10.1	78.0
2017F	46,826.5	3,234.3	2,172.6	23,304	28.7	190,880	8.8	1.1	5.6	12.4	80.2
2018E	49,192.5	3,568.3	2,570.3	27,710	19.8	210,372	7.4	1.0	5.0	13.7	71.7
2019E	51,772.9	3,686.9	2,653.0	28,605	3.2	230,747	7.1	0.9	4.9	12.8	72.2
2020E	54,488.6	3,692.7	2,506.8	27,024	-5.5	249,562	7.6	0.8	2.8	11.1	69.6

표1 SK이노베이션 4Q17 실적 Review

(십억원)	4Q17P	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	13,119.6	10,079.1	30.2	11,758.9	11.6	12,340.1	6.3	11,932.1	10.0
영업이익	845.3	849.1	-0.5	963.6	-12.3	912.3	-7.3	987.0	-14.4
세전이익	661.3	351.4	88.2	973.4	-32.1	885.3	-25.3	975.3	-32.2
순이익	365.6	157.5	132.1	696.3	-47.5	702.4	-48.0	741.2	-50.7
영업이익률(%)	6.4	8.4		8.2		7.4		8.3	
순이익률(%)	2.8	1.6		5.9		5.7		6.2	

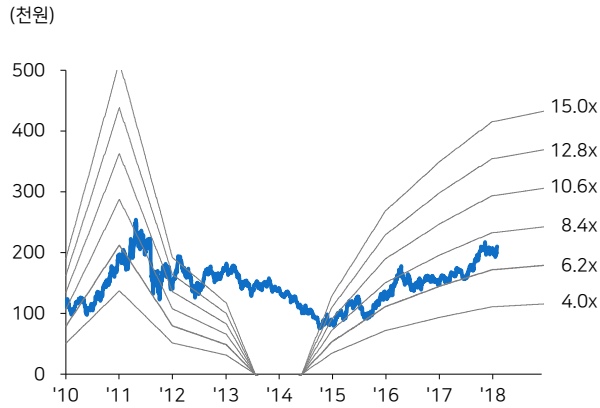
자료: SK이노베이션, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 SK이노베이션 사업부문별 실적추정치

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E
매출액	11,387.1	10,561.1	11,758.9	13,119.5	12,011.4	12,392.6	12,476.8	12,311.6	39,520.5	46,826.5	49,192.5
석유	8,063.6	7,387.6	8,428.5	9,457.1	8,402.9	8,836.3	8,818.9	8,663.5	28,369.8	33,336.8	34,721.6
화학	2,333.3	2,164.2	2,291.7	2,550.0	2,552.4	2,516.9	2,550.5	2,526.4	7,686.5	9,339.2	10,146.2
루브리컨츠	728.6	756.8	750.1	811.9	704.1	719.0	723.8	720.9	2,535.8	3,047.4	2,867.8
석유개발	176.5	135.5	150.1	173.7	186.0	176.0	199.3	196.3	530.5	635.8	757.6
기타	85.1	116.9	138.5	126.8	166.0	144.3	184.3	204.6	397.9	467.3	699.2
영업이익	1,004.3	421.2	963.6	845.2	959.9	852.0	853.4	903.0	3,228.3	3,234.3	3,568.3
%OP	8.8%	4.0%	8.2%	6.4%	8.0%	6.9%	6.8%	7.3%	8.2%	6.9%	7.3%
석유	453.9	12.5	526.4	509.3	581.6	395.0	383.6	484.2	1,625.6	1,502.1	1,844.4
화학	454.7	333.7	326.0	262.8	290.8	349.7	364.5	323.4	1,232.3	1,377.2	1,328.4
루브리컨츠	94.9	120.2	144.1	145.7	89.9	104.9	108.8	106.7	468.3	504.9	410.2
석유개발	57.3	35.2	44.7	51.2	47.4	45.8	51.8	50.0	105.0	188.4	195.1
기타	-56.5	-80.4	-77.6	-123.8	-49.8	-43.3	-55.3	-61.4	-202.8	-338.3	-209.8
세전이익	1,163.0	433.2	977.2	661.3	937.2	835.1	837.2	886.7	2,423.4	3,234.7	3,496.2
순이익(지배)	847.0	278.4	682.8	364.3	700.0	607.5	609.1	653.7	1,671.3	2,172.6	2,570.3
% YoY											
매출액	20.4%	2.7%	21.2%	30.2%	5.5%	17.3%	6.1%	-6.2%	-18.3%	18.5%	5.1%
영업이익	18.9%	-62.4%	132.3%	-0.5%	-4.4%	102.3%	-11.4%	6.8%	63.1%	0.2%	10.3%
세전이익	57.2%	-51.9%	126.8%	88.2%	-19.4%	92.8%	-14.3%	34.1%	46.5%	33.5%	8.1%
순이익(지배)	52.4%	-54.5%	89.7%	152.9%	-17.4%	118.2%	-10.8%	79.4%	105.1%	30.0%	18.3%
% QoQ											
매출액	13.0%	-7.3%	11.3%	11.6%	-8.4%	3.2%	0.7%	-1.3%			
영업이익	18.3%	-58.1%	128.8%	-12.3%	13.6%	-11.2%	0.2%	5.8%			
세전이익	231.0%	-62.8%	125.6%	-32.3%	41.7%	-10.9%	0.3%	5.9%			
순이익(지배)	488.0%	-67.1%	145.3%	-46.6%	92.1%	-13.2%	0.3%	7.3%			

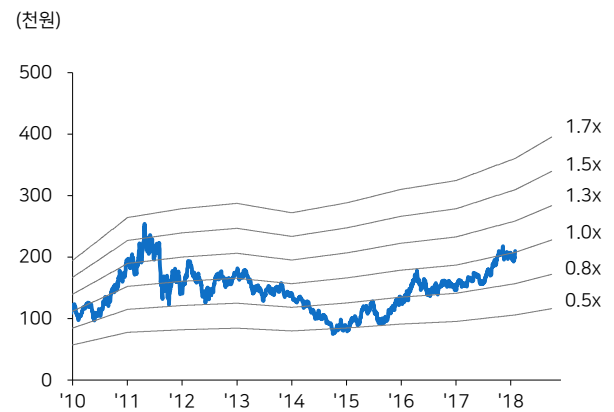
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 12M Fwd. PER 밴드차트



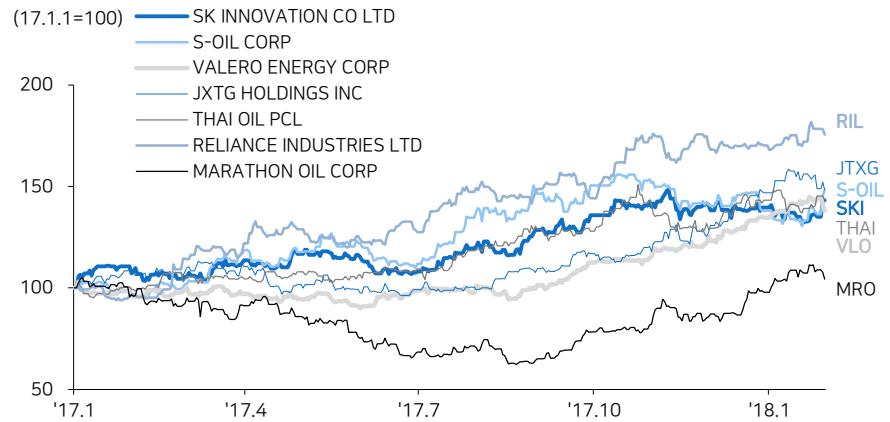
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PER 밴드차트



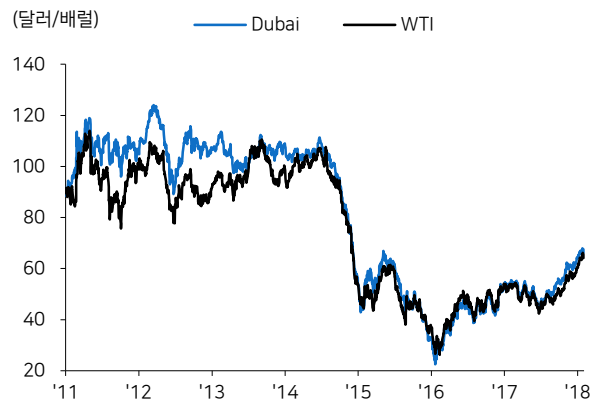
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 정유업종 글로벌 피어 추가추이



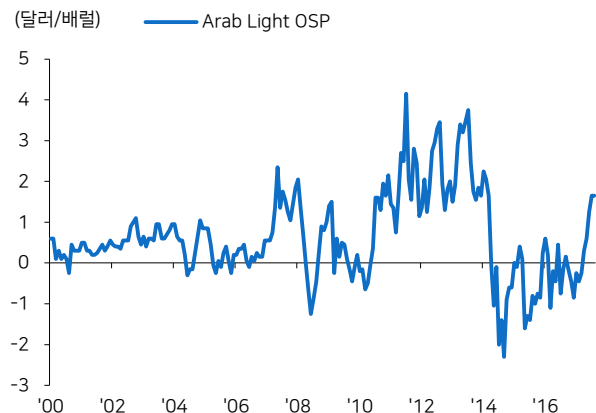
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 WTI와 Dubai 유가



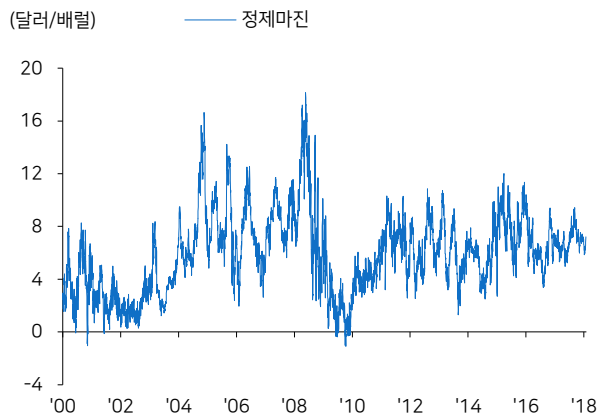
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 사우디 OSP 추이



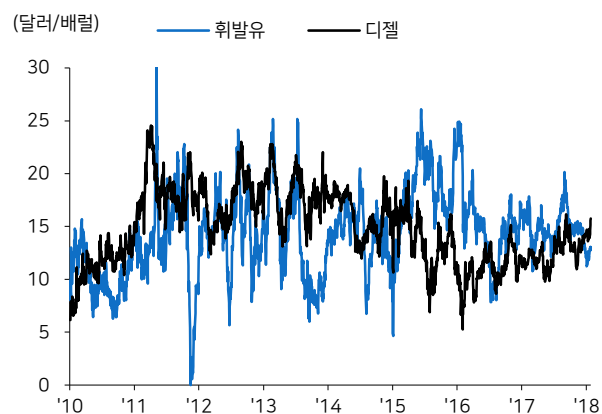
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 복합정제마진 추이



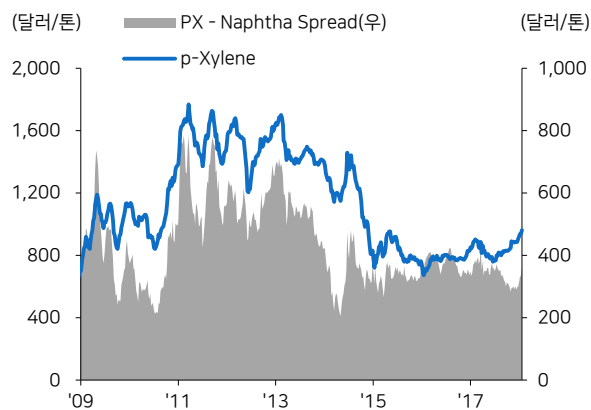
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 휘발유와 디젤 마진



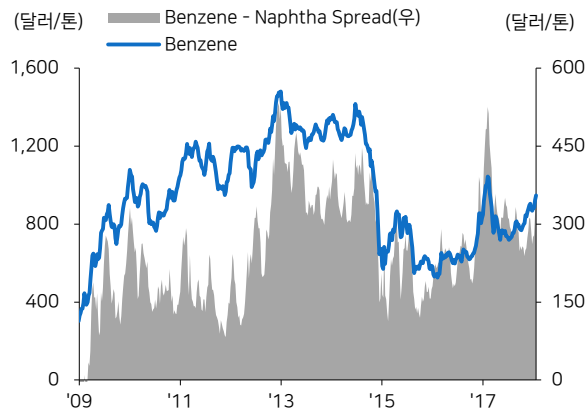
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 P-X 스프레드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 벤젠 스프레드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표1 18년 상반기 아시아 지역 운할기유 정기보수 내역

기업	생산능력(만톤)	제품	날짜
SK이노베이션	220	Group 2,3	3/10~4/10
S-Oil	88	Group 3	3~4월
Petronas	33	Group 3	3월말~4월
Sinopec	70	Group 1,2	3~4월
Formosa	60	Group 2	7~8월
CNOOC	40	Group 2	9~10월

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
매출액	39,520.5	46,826.5	49,192.5	51,772.9	54,488.6
매출액증가율 (%)	-18.3	18.5	5.1	5.2	5.2
매출원가	34,561.8	41,803.8	43,976.8	46,353.1	48,784.5
매출총이익	4,958.8	5,022.7	5,215.7	5,419.8	5,704.1
판매관리비	1,730.5	1,788.4	1,647.4	1,732.9	2,011.4
영업이익	3,228.3	3,234.3	3,568.3	3,686.9	3,692.7
영업이익률	8.2	6.9	7.3	7.1	6.8
금융손익	-289.9	-90.7	-156.6	-159.8	-150.3
종속/관계기업손익	-124.0	371.1	115.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-391.0	-415.2	-160.0	-160.0	0.0
세전계속사업이익	2,423.4	3,234.7	3,496.2	3,367.1	3,542.4
법인세비용	701.9	1,007.3	815.1	817.1	958.1
당기순이익	1,721.4	2,213.9	2,649.8	2,735.1	2,584.3
지배주주지분 순이익	1,671.3	2,172.6	2,570.3	2,653.0	2,506.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	3,677.8	1,282.7	3,749.1	3,443.7	6,168.8
당기순이익(손실)	1,721.4	2,213.9	2,649.8	2,735.1	2,584.3
유형자산상각비	799.1	815.7	833.2	961.9	3,661.0
무형자산상각비	115.3	105.5	104.7	95.9	70.8
운전자본의 증감	268.0	-1,816.0	161.5	-349.2	-147.4
투자활동 현금흐름	-2,056.1	-2,077.4	-2,001.6	-3,503.2	-3,368.0
유형자산의증가(CAPEX)	-607.0	-2,062.1	-2,350.0	-2,750.0	-3,050.0
투자자산의감소(증가)	196.5	-344.4	198.5	-429.0	-181.1
재무활동 현금흐름	-2,018.6	-1,245.4	-446.6	-437.2	-572.4
차입금의 증감	-1,579.4	-575.4	297.1	306.4	171.2
자본의 증가	0.0	-1.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-375.5	-2,100.8	1,301.0	-496.7	2,228.3
기초현금	3,019.7	2,644.2	543.4	1,844.5	1,347.8
기말현금	2,644.2	543.4	1,844.5	1,347.8	3,576.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,987.7	14,850.6	15,270.6	16,678.4	19,710.9
현금및현금성자산	2,644.2	543.4	1,844.5	1,347.8	3,576.1
매출채권	3,937.0	4,775.4	4,481.4	5,117.1	5,385.5
재고자산	4,445.3	5,858.6	5,497.9	6,277.7	6,607.0
비유동자산	17,593.6	19,634.4	20,848.1	22,969.2	22,468.5
유형자산	13,603.5	14,792.7	16,309.5	18,097.5	17,486.5
무형자산	1,272.3	1,524.5	1,419.8	1,323.9	1,253.1
투자자산	2,567.3	3,222.8	3,024.3	3,453.3	3,634.5
자산총계	32,581.3	34,485.0	36,118.7	39,647.6	42,179.4
유동부채	8,736.6	10,102.4	9,634.0	10,804.5	11,446.2
매입채무	4,207.7	5,028.7	4,719.0	5,388.4	5,671.1
단기차입금	21.9	27.8	27.8	27.8	27.8
유동성장기부채	1,678.1	106.5	56.5	6.5	0.0
비유동부채	5,539.7	5,250.5	5,446.4	5,813.3	5,862.7
사채	4,122.8	3,472.2	3,572.2	3,672.2	3,672.2
장기차입금	747.0	898.6	1,048.6	1,198.6	1,198.6
부채총계	14,276.3	15,352.9	15,080.4	16,617.9	17,308.9
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,884.2	5,882.7	5,882.7	5,882.7	5,882.7
기타포괄이익누계액	215.7	174.1	174.1	174.1	174.1
이익잉여금	10,670.8	11,498.8	13,325.5	15,234.9	16,998.1
비지배주주지분	1,201.9	1,244.0	1,323.5	1,405.5	1,483.0
자본총계	18,305.1	19,132.1	21,038.3	23,029.7	24,870.5

Key Financial Data

	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	427,408	506,421	532,009	559,915	589,286
EPS(지배주주)	17,988	23,304	27,710	28,605	27,024
CFPS	44,076	43,832	49,288	51,566	80,277
EBITDAPS	44,803	44,941	48,734	51,314	80,296
BPS	182,504	190,880	210,372	230,747	249,562
DPS	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000
배당수익률(%)	4.4	3.9	3.9	3.9	3.9
Valuation(Multiple)					
PER	8.1	8.8	7.4	7.1	7.6
PCR	3.3	4.7	4.1	4.0	2.5
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
PBR	0.8	1.1	1.0	0.9	0.8
EBITDA	4,142.7	4,155.5	4,506.2	4,744.7	7,424.6
EV/EBITDA	3.8	5.6	5.0	4.9	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.1	12.4	13.7	12.8	11.1
EBITDA 이익률	10.5	8.9	9.2	9.2	13.6
부채비율	78.0	80.2	71.7	72.2	69.6
금융비용부담률	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	12.8	15.5	16.8	16.5	16.0
매출채권회전율(x)	10.7	10.7	10.6	10.8	10.4
재고자산회전율(x)	9.9	9.1	8.7	8.8	8.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 2월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 2월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 2월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호, 이민영)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.06.09	산업분석	Buy	220,000	노우호	-33.5	-28.6	
2016.06.28	산업브리프	Buy	220,000	노우호	-34.4	-28.6	
2016.07.25	기업브리프	Buy	220,000	노우호	-33.4	-28.2	
2016.09.06	산업분석	Buy	220,000	노우호	-32.4	-26.6	
2016.10.11	기업분석	Buy	240,000	노우호	-34.6	-32.5	
2016.11.17	산업분석	Buy	240,000	노우호	-35.6	-32.5	
2017.01.11	산업분석	Buy	240,000	노우호	-35.1	-32.3	
2017.02.06	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-35.2	-32.3	
2017.02.06	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-35.2	-32.3	
2017.03.03	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-34.8	-30.0	
2017.04.05	산업분석	Buy	240,000	노우호	-34.5	-29.2	
2017.04.26	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.8	-27.3	
2017.05.30	산업분석	Buy	240,000	노우호	-33.7	-27.3	
2017.06.12	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.7	-27.3	
2017.06.26	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.7	-27.3	
2017.07.10	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.4	-26.0	
2017.07.28	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-32.3	-20.2	
2017.09.13	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-31.8	-18.3	
2017.09.27	산업브리프	Buy	275,000	노우호	-26.3	-23.6	
2017.10.17	산업분석	Buy	275,000	노우호	-25.5	-23.6	
2017.11.03	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-25.3	-20.9	
2017.11.29	산업분석	Buy	275,000	노우호	-26.0	-20.9	
2018.02.01	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-	-	