

Issue Comment

2018.04.02

SK 이노베이션 096770

탐방 노트



정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 이민영

02. 6098-6656

my.lee@meritz.co.kr

1Q18 영업이익 시장 예상치(8,646억원) 상회 전망

- 전분기대비 사업부별 이익흐름: 정유(↓), 화학(↑), 윤활기유(↑), E&P(-)
- 일회성 소멸(4Q17 일회성비용 800~900억원, 인건비 및 정기보수 효과)
- 4Q17 정유 재고평가손익 2,500억원 발생, 이 중 600억원 1Q18 정유부분 재고평가이익으로 반영

사업부별 상세내용

- 정유(마진은 전 분기와 전반적으로 유사하나, 소폭 개선), 화학(P-X를 필두로 양호한 스프레드 흐름)
- 18년 정유업황 여전히 견조(정제설비 신증설 부재는 구조적 결과물), 화학(단기 업황 조정이나 하반기 반등), 윤활기유(안정적 이익 창출력), E&P(유가 급락 없다면 손실 제한적)

원유 도입 국가별 비중

- 중동 지역 80%(쿠웨이트 30~40%, 사우디 20%, 이라크 10%, 이란 10%), 기타 지역 20%(러시아 3~4%)

투자활동 계획

- 17년 연간 Capex 2조원(경상비용 7천억원, SK네트웍스 주유소 사업권인수 3천억원, 화학 5천억원, 중한석화 1천억원)
- 18년 연간 Capex 3조원 이상될 것(VRDS 탈황설비 4천억원, 화학 인수합병 4천억원, 분리막 2천억원, 미국 세일랑구 2천억원)

배당정책

- 17년 연간 배당성향 35% 수준, 18년 이후 배당성향 40% 이상 지급을 전사 차원에서 고민 중

전기차 배터리 관련

- 동사는 폭스바겐과 계약한 건 없음, 주요 고객사는 벤츠와 기아차
- 현재까지 동사가 확보한 수주량은 30~40Gw/h, 5~7년 매출인식될 것
- LG화학, CATL과 비교해 동사는 후발주자. 동사는 수주계약 건에서 코발트, 니켈 등과의 원재료 급등에 대한 가격 전가력 열위 → 2020년 전후에도 수익성 확보 쉽지 않아보임

분리막 배터리 관련

- 2월 SK이노베이션-SKC 간 분리막 사업 이전 관련 사실 무근, 연간 2천억원 이상 투입되는 분리막 투자금액을 SKC가 감당하기도 어려운 사업
- 동사는 올해 기준 capa 대비 50% 이상 증설할 것(18년 6월 기준 5.3억 평방미터, 연말 3.6억 평방미터, 2020년가지 5.3억평방미터로 확대시킬 계획)
- 16년 매출액 2,080억원, 영업이익 700억원→ 17년 매출액 2,230억원, 영업이익 620억원
- 물량은 증가했으나, 단가가 하락함. 향후 배터리 시장이 확대될 수록 분리막 판매 단가는 하락할 수 있음
- 동사는 습식형 분리막으로 원재료는 PE+베이스 오일.

SK루브리컨츠 상장 계획(SK이노베이션이 보유한 지분율 100%)

- 윤활기유/윤활유 국내 시장 pie 적고, 성장은 제한적→ 상장의 목적: (1) 정유업 황 호조에 따른 multiple 상향 조정, (2) 현금 유입을 통한 배터리 등 신규사업 투자 재원 마련
- 동사의 생산거점 울산, 인도네시아(지분율 65%, 9천b/d), 스페인(지분율 70%, 1.2만b/d)
- 동사는 group2 기준 생산 capa 1만b/d, group3 기준 생산 capa 6만b/d이며, 동사의 가동률은 80~90%(100% 풀가동은 국내 공급과잉으로 공멸의 길)
- 순현금 상태이며, ROE는 20% 수준. 안정적 이익 창출능력을 통해 주주친화적 배당정책 시행할 예정(배당성향은 40% 수준)

결론

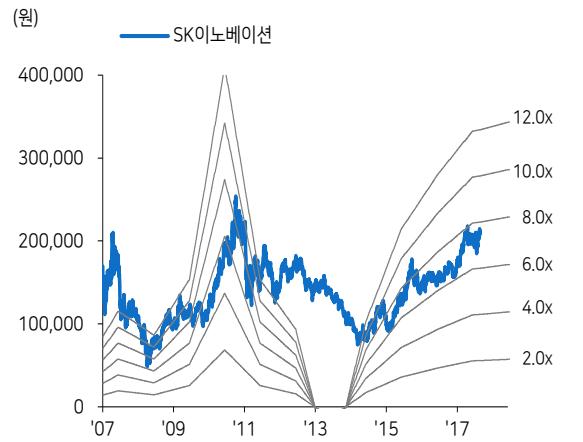
- 1Q18 실적 시장 예상치 상회할 전망 / 18년 견조한 업황 흐름으로 주가는 점진적 우상향 전망
- 성장 전략: 전기차 배터리 시장 지배력 확대 + LIBS 분리막 시장 점유율 확대, 고부가/스페셜티 화학제품 인수합병을 통한 종합 에너지 회사로 거듭할 예정
- 기존 장치산업(정유, 윤활기유)는 견조한 업황이 유지되며, 시장 대응력을 통한 안정적 이익+배당 확대

표1 SK이노베이션 1Q18 실적테이블

(십억원)	1Q18E	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	12,048.2	11,387.1	5.8	13,119.5	-8.2	12,885.4	-6.5
영업이익	905.8	1,004.3	-9.8	845.2	7.2	864.6	4.8
순이익	697.7	847.0	-17.6	364.3	91.5	657.9	6.0

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 PER 밴드차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 PBR 밴드차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 2일현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 4월 2일현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 2일현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호, 이민영)

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