

SK이노베이션 (096770)

정유

황규원



02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자의견	BUY
목표주가	320,000원 (Down)
현재주가 (4/27)	192,000원
상승여력	67%

시가총액	179,188억원
총발행주식수	93,713,990주
60일 평균 거래대금	456억원
60일 평균 거래량	225,121주
52주 고	217,500원
52주 저	156,500원
외인지분율	42.14%
주요주주	SK 외 2 인 33.42%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.4)	(3.0)	10.0
상대	(9.8)	0.2	(2.5)
절대(달러환산)	(9.3)	(4.6)	15.0

SK루브리컨츠(주) 상장 철회, 목표주가 소폭 하향

윤활유 자회사 SK루브리컨츠(주) 상장 철회

2018년 4월 27일, SK이노베이션(주)은 그동안 진행해오던 윤활기유 및 윤활유 생산 100% 자회사인 SK루브리컨츠(주)의 증권거래소 상장절차(IPO)를 중단하기로 결정했다. 상장 취소 배경은 4월 25일 ~ 26일에 진행되었던 기관투자자 수요예측(상장주가와 상장주식 배정을 위한 절차)에서 예상보다 낮은 가격이 제시되었기 때문이다. 당초에 SK루브리컨츠(주)는 12,765,957주를 거래소에 직접 상장하면서, 희망 주가로 101,000 ~ 122,000원을 제시했다. 그러나, 일부 기관투자자들이 공모가격 하단치 보다 낮은 가격을 제시했던 것으로 알려지고 있다. 이번 상장 취소 결정은 일정 연기라기보다 중단으로 보인다.

상장취소에 따른 SK이노베이션(주)의 영향

SK이노베이션(주)이 SK루브리컨츠(주) 상장을 진행했던 배경은 2가지 정도로 파악된다.

첫째, 자산 효율화를 높일 목적이었다. 2017년 SK루브리컨츠(주) 연결 실적은 '매출액 3.4조원, 영업이익 5,049억원(영업이익률 14.6%), 지배주주 순이익 3,681억원, 자산 2.7조원, 부채 1.0조원, 자기자본 1.7조원, 순현금 255억원(= 현금성자산 4,738억원 - 총차입금 4,482억원)' 등이었다. 자기자본이익률(ROE)도 21.4% 수준을 기록했다. 그런데, SK이노베이션(주)은 연결기준 ROE 12.0%로, 주식시장에서 PBR 0.9배 수준으로 평가 받고 있다. 비상장 자회사라는 이유로 SK루브리컨츠(주)가 본질가치에 비해 저평가 받고 있었는데, 상장을 통해 정상화 될 것으로 기대했다.

둘째, SK이노베이션(주)은 SK루브리컨츠(주) 주식 4,000만주 가운데 1,0212,766주를 공개매각을 통해 현금 1.0 ~ 1.2조원을 조달할 수 있었다. 해당 자금은 자동차 배터리 공장 투자에 활용한다는 계획이었다. 자동차 배터리 생산능력을 현재 4.7GW에서 2020년 20GW로 확대하기 위해, 중국과 헝가리 등에 추가적인 대형 공장 확대를 진행하고 있기 때문이다.

그러나, 이번 상장 취소로 SK루브리컨츠(주)는 비상장에 따른 저평가 할인이 이어지는 동시에, 배터리 투자 대비용 자금 1조원 조달에 일시적인 차질이 예상된다.

목표주가 32만원으로 소폭 하향 조정하지만,,

이번 상장 취소로 목표주가를 33만원에서 32만원으로 소폭 하향조정 한다. SK루브리컨츠(주)가 비상장 상태로 남게 되면서 자회사 비상장가치 할인율 20%를 다시 적용했기 때문이다. 그럼에도 불구하고, 정제마진 상승 사이클을 지속, 국제유가 강세에 따른 E&P 가치 상승, 빠른 자동차배터리 수주확대 등을 고려하면, 여전히 투자매력은 남아있다.

Quarterly earning forecasts

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	132,076	16.0	5.2	130,089	1.5
영업이익	8,045	-19.9	-4.8	8,450	-4.8
세전계속사업이익	8,071	-30.6	22.0	8,494	-5.0
지배순이익	6,081	-28.2	105.8	6,293	-3.4
영업이익률 (%)	6.1	-2.7 %pt	-0.6 %pt	6.5	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	4.6	-2.8 %pt	+2.2 %pt	4.8	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	395,205	462,609	556,884	628,192
영업이익	32,283	32,344	34,199	35,881
지배순이익	16,713	21,038	25,498	27,234
PER	8.4	7.8	7.0	6.5
PBR	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.9	4.6	4.6	4.7
ROE	10.1	12.0	13.4	13.0

자료: 유안타증권

표 1. Sum-of-the-parts로 계산된 SK 이노베이션(주) 적정주가 : 32 만원(윤활유 자회사 상장취소로 비상장 할인)

구 분	기준일 (2018.4월)	주요 내역				
(+) 영업자산가치	30조 4,821억원	사업 부문	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)
		▶ 정유부문	1조 4,414	3,051	1조 7,465	x 7.5 x 80%*
		▶ 석화부문	1조 1,670	1,548	1조 3,218	x 6.5 x 80%*
		▶ 윤활유부문	5,260	818	6,078	x 9.0 x 80%**
		▶ 자원개발부문	2,837		2,837	x 14.1 x 100%
		▶ 베트남/분리매각	84	3,556	3,640	x 13.0 x 100%
		합 계	3조 4,265	8,973	4조 3,239	x 7.0
						30조 4,821
(+) 투자자산가치	2조 1,233억원	투자자산 구성	지분율	순자산(2017년)	PBR(배)	적정가치(억원)
		Sinopec SK 우한 대한승유관공사 전략비축유 기타	35% 45%	6,289 3,284 677만배럴 1조 773	1.0x 0.7x 배럴당 69\$ 0.7x	6,289 2,299 5,104 7,54
		합 계				2조 1,233
(-) 순차입금	3조 1,507억원					
현금성자산	5조 3,771억원					
(-) 총차입금	8조 3,531억원	장단기차입금 5.3조원 + 유산스차입금 3.0조원(추정치)				
(-) 우선주	1,747억원	우선주 1,248,426주 x 주가 14만원				
보통주 주주가치(A)	29조 4,547억원					
발행주식수(B)	92,465,564주					
보통주 1주당 가치	320,000원/주	윤활유자회사 상장 취소를 반영해, 적전 목표주가 30만원에서 하향 조정함				

주(*) : 정유부문, 석화부문의 영업가치 적정배율 계산에 반영률 80%(20% 할인)를 적용한 것은 비상장 자회사형태로 보유하고 있어 할인할 것임

주(**) : 윤활유부문 영업가치 적정배율에 반영률 100%(할인 없음)를 적용한 것은 2018년 2분기에 상장을 가정했기 때문

자료: 유안티증권 리서치센터

표 2. SK 루브리컨츠(주) 적정가치(비상장 할인을 고려한 적정가치) = 4.2 조원, (2018년 4월 27일 상장 철회함)

구 분	기준일 (2018.3월)	주요 내역
(+) 영업자산가치	4조 3,762억원	윤활유부문 EBITDA 6,078억원 x EV/EBITDA 9.0배 x 비상장 적용 80% = 4조 3,762억원 ※ EBITDA는 2016 ~ 2019년 추정치임
(+) 투자자산가치	172억원	SK China Company(지분율 1.1%) 장부가액 245억원 x PBR 0.7배 = 172억원
(-) 순차입금	1,434억원	
총차입금	4,593억원	
현금성 자산	3,159억원	
순자산 가치	4조 2,499억원	2018년 발행주식 40,000,000주
발행주식수	4,000만주	상장을 가정할 경우 적정주가 13.6만원
주당순자산(적정가)	10.6만원	

자료: 유안티증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
매출액	395,205	462,609	556,884	628,192	562,592	
매출원가	345,617	409,052	503,733	571,055	510,905	
매출총이익	49,588	53,557	53,150	57,138	51,688	
판관비	17,305	21,213	18,951	21,257	19,037	
영업이익	32,283	32,344	34,199	35,881	32,651	
EBITDA	41,427	41,344	43,722	45,153	42,393	
영업외손익	-8,050	4	326	760	455	
외환관련손익	-380	1,005	-260	0	0	
이자손익	-1,675	-1,303	-1,831	-1,981	-1,909	
관계기업관련손익	-1,240	3,113	2,066	2,740	2,364	
기타	-4,754	-2,811	351	0	0	
법인세비용차감전순손익	24,234	32,348	34,525	36,640	33,106	
법인세비용	7,019	10,791	8,117	8,552	7,741	
계속사업순손익	17,214	21,557	26,408	28,088	25,365	
중단사업순손익	0	-106	43	43	43	
당기순이익	17,214	21,451	26,451	28,131	25,408	
지배지분순이익	16,713	21,038	25,498	27,234	24,598	
포괄순이익	17,112	18,781	26,451	28,131	25,408	
지배지분포괄이익	16,608	18,467	25,498	27,234	24,598	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산		149,877	162,192	181,968	191,860	175,402
현금및현금성자산		26,442	20,037	23,702	17,389	18,726
매출채권 및 기타채권		44,037	54,673	59,749	69,434	61,184
재고자산		44,453	59,786	69,124	80,644	71,100
비유동자산		175,936	180,244	184,287	204,255	223,377
유형자산		136,035	135,872	139,026	157,330	175,071
관계기업등 지분관련자산		21,785	24,312	26,378	29,118	31,482
기타투자자산		3,888	3,891	3,891	3,891	3,891
자산총계		325,813	342,436	366,255	396,116	398,778
유동부채		87,365	99,548	105,993	118,113	112,017
매입채무 및 기타채무		64,732	77,306	81,546	90,434	82,599
단기차입금		219	2,429	3,542	4,376	242
유동성장기부채		16,781	12,724	13,816	16,214	22,087
비유동부채		55,397	49,795	47,794	44,392	35,833
장기차입금		7,470	8,296	7,883	9,277	9,334
사채		41,228	32,331	30,742	25,947	17,331
부채총계		142,763	149,343	153,787	162,505	147,851
지배지분		171,032	180,858	198,900	218,678	234,887
자본금		4,686	4,686	4,686	4,686	4,686
자본잉여금		58,842	57,658	57,658	57,658	57,658
이익잉여금		106,708	120,417	138,459	158,237	174,447
비지배지분		12,019	12,236	13,569	14,933	16,040
자본총계		183,050	193,093	212,469	233,610	250,928
순차입금		8,158	12,360	8,898	20,042	11,886
총차입금		65,715	55,791	55,994	55,825	49,005

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		36,778	21,802	24,838	25,536	44,402
당기순이익		17,214	21,451	26,451	28,131	25,408
감가상각비		7,991	7,910	8,346	8,196	8,759
외환손익		293	-755	260	0	0
증속,관계기업관련손익		-854	-1,706	-2,066	-2,740	-2,364
자산부채의 증감		2,680	-12,142	-10,721	-10,620	10,091
기타현금흐름		9,454	7,044	2,568	2,569	2,508
투자활동 현금흐름		-20,561	-10,661	-25,401	-26,803	-32,144
투자자산		-408	-1,334	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)		-6,070	-9,384	-26,500	-26,500	-26,500
유형자산 감소		404	745	5,000	0	0
기타현금흐름		-14,487	-689	-3,901	-303	-5,644
재무활동 현금흐름		-20,186	-16,707	-7,417	-7,795	-15,378
단기차입금		-3,677	2,234	1,113	834	-4,134
사채 및 장기차입금		-12,009	-11,341	-909	-1,004	-2,685
자본금		0	0	0	0	0
현금배당		-4,513	-7,566	-7,566	-7,566	-8,498
기타현금흐름		12	-35	-54	-59	-61
연결범위변동 등 기타		215	-838	11,644	2,749	4,458
현금의 증감		-3,755	-6,405	3,665	-6,313	1,337
기초 현금		30,197	26,442	20,037	23,702	17,389
기말 현금		26,442	20,037	23,702	17,389	18,726
NOPLAT		32,283	32,344	34,199	35,881	32,651
FCF		28,687	9,028	-1,539	-342	18,350

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

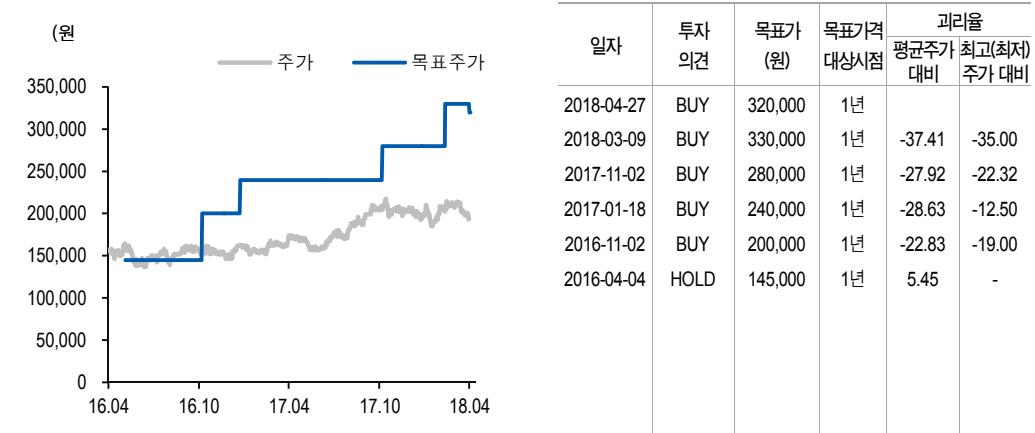
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS		17,988	22,643	27,467	29,331	26,480
BPS		183,525	194,069	213,429	234,652	252,045
EBITDAPS		44,206	44,118	46,655	48,181	45,237
SPS		421,714	493,640	594,238	670,329	600,329
DPS		6,400	8,000	8,000	9,000	9,000
PER		8.4	7.8	7.0	6.5	7.3
PBR		0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA		3.9	4.6	4.6	4.7	4.9
PSR		0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)		-18.3	17.1	20.4	12.8	-10.4
영업이익 증가율 (%)		63.1	0.2	5.7	4.9	-9.0
지배순이익 증가율 (%)		105.1	25.9	21.2	6.8	-9.7
매출총이익률 (%)		12.5	11.6	9.5	9.1	9.2
영업이익률 (%)		8.2	7.0	6.1	5.7	5.8
지배순이익률 (%)		4.2	4.5	4.6	4.3	4.4
EBITDA 마진 (%)		10.5	8.9	7.9	7.2	7.5
ROIC		13.0	12.0	13.5	12.8	10.7
ROA		5.2	6.3	7.2	7.1	6.2
ROE		10.1	12.0	13.4	13.0	10.8
부채비율 (%)		78.0	77.3	72.4	69.6	58.9
순차입금/자기자본 (%)		4.8	6.8	4.5	9.2	5.1
영업이익/금융비용 (배)		12.8	15.7	13.7	14.1	13.2

SK 이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가 * - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.0
Hold(중립)	12.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-04-25

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익을 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.