

2018. 5. 16



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 275,000 원

현재주가 (5.15) 204,000 원

상승여력 34.8%

KOSPI 2,458.54pt

시가총액 188,630억원

발행주식수 9,247만주

유동주식비율 65.18%

외국인비중 41.90%

52주 최고/최저가 217,500원/156,500원

평균거래대금 474.8억원

주요주주(%)

SK 외 2 인 33.42

국민연금 10.00

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 1.5 4.1 18.6

상대주가 1.3 6.6 10.5

주가그래프



SK이노베이션 096770

바닥은 맞다

- ✓ 시장 예상치(8,355 억원)를 하회한 1Q18 영업이익(7,116 억원)
: 컨텐세이트 프리미엄 상승과 유가 강세가 이익 둔화를 유도
- ✓ 2Q18 이익 7,404 억원 소폭 개선, 18년 연간이익 3.1조원으로 안정적 기초 유지
- ✓ 적극적인 주주환원정책(자사주 취득과 배당)으로 기업가치제고는 현재 진행 형
- ✓ 하반기 정유업황 반등을 예상, 투자 의견 Buy와 적정주가 27.5만원 유지

1Q18 시장 예상치를 하회한 영업이익: 석유부문 원가 부담감 부각

외부 변수(환율 하락, 유가 상승)으로 당분기 실적에 대한 눈높이는 이미 낮아졌기에 영업이익 7,116 억원을 부정적으로 해석할 필요는 없겠다. 환율하락에 따른 손실은 300 억원, 재고손익으로 석유사업 +289 억원, 화학사업 -30 억원이 반영되었다. 석유부문 이익은 3,254 억원을 기록했다. 이는 (1) 등/경유 마진은 호조 반면, 휘발유는 비수기 효과로 마진 하락, (2) 컨텐세이트 프리미엄 강세로 SK 인천석유화학 이익 감소, (3) 연초 설비 트러블에 따른 기회손실(-280 억원)이 발생했다. 화학은 2,848 억원을 기록하며 이익 둔화 우려는 기우에 불과했다. (1) 아로마틱스 체인 강세(PTA 신규가동에 따른 수요 증가), (2) 상반기 공급 타이트를 대비한 재고확충 수요가 발생하며 전 제품 강세 전환되었다. 윤활유사업은 유가 급등으로 수익성이 하락, 석유개발 사업은 페루 광구 일시적 트러블 발생으로 판매량이 감소했다. 적자가 지속되는 소재사업은 FCCL 사업중단으로 -10 억원 손실이 반영되었다.

점진적 개선세가 보이는 이익과 적극적인 주주환원정책

2Q18 이익은 7,404 억원, 18년 연간 이익은 3.1 조원을 추정한다. 전년 발생한 재고평가이익 약 4,000 억원을 고려하면 사실상 연간 증익 기초가 지속되고 있다. 원재료 상승에 따른 마진 둔화 부담감에도 불구하고, 현재 수요 우위의 정유 수급을 고려하면 마진 개선은 확실하다. 또한 17년 첫 지급한 중간배당과 4/30 이후 1조원 규모 자사주 취득 등 적극적으로 주주환원 정책을 펼치고 있는 점도 주가에 긍정적이다.

이익과 주가 모두 바닥을 통과 중이라는 판단으로 동사에 대한 투자 의견 Buy와 적정주가는 27.5 만원을 유지한다.

(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
2017	46,260.9	3,234.4	2,103.8	22,643	24.6	192,989	9.0	1.1	5.2	12.0	77.3
2018E	48,475.4	3,117.2	2,019.0	21,860	-4.9	206,775	9.4	1.0	5.4	10.8	72.7
2019E	51,355.0	3,283.6	2,139.8	23,033	5.4	221,718	8.9	0.9	5.3	10.7	75.3
2020E	53,202.1	3,303.6	2,160.5	23,256	1.0	236,881	8.8	0.9	5.1	10.1	71.6

표1 SK이노베이션 1Q18 실적 추정치 Review

(십억원)	1Q18P	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	메리츠 추정치	(% diff.)
매출액	12,166.1	11,387.1	6.8%	13,119.5	-7.3%	13,109.2	-7.2%	12,048.2	1.0%
영업이익	711.6	1,004.3	-29.1%	845.2	-15.8%	835.5	-14.8%	905.8	-21.4%
순이익	678.9	847.0	-19.8%	364.3	86.4%	621.2	9.3%	697.7	-2.7%

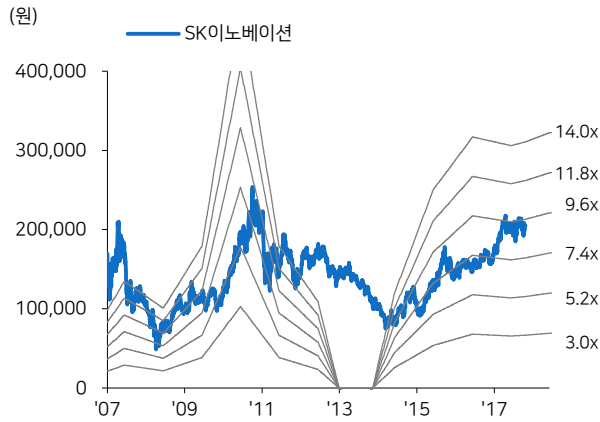
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 SK이노베이션 사업부문별 실적추정치

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	11,387.1	10,561.1	11,758.9	12,553.9	12,166.1	12,016.5	12,073.0	12,219.8	46,260.9	48,475.4	51,355.0
석유	8,063.6	7,387.6	8,428.5	9,457.1	8,687.3	8,495.8	8,493.2	8,663.5	33,336.8	34,339.8	36,926.7
화학	2,333.3	2,164.2	2,291.7	2,550.0	2,439.0	2,419.1	2,417.5	2,417.2	9,339.2	9,692.8	9,949.8
루브리컨츠	728.6	756.8	750.1	811.9	779.8	766.8	775.8	738.2	3,047.4	3,060.6	3,007.5
석유개발	176.5	135.5	150.1	173.7	157.2	190.5	202.3	196.3	635.8	746.3	769.9
기타	85.1	116.9	138.5	126.8	102.8	144.3	184.3	204.6	467.3	636.0	701.2
영업이익	1,004.3	421.2	963.6	845.3	711.6	740.4	760.6	904.6	3,234.4	3,117.2	3,283.6
%OP	8.8%	4.0%	8.2%	6.7%	5.8%	6.2%	6.3%	7.4%	7.0%	6.4%	6.4%
석유	453.9	12.5	526.4	509.3	325.4	247.1	239.8	439.0	1,502.1	1,251.3	1,259.4
화학	454.7	333.7	326.0	262.8	284.8	348.1	364.5	323.4	1,377.2	1,320.7	1,441.2
루브리컨츠	94.9	120.2	144.1	145.7	128.6	138.0	139.6	124.1	504.9	530.3	522.9
석유개발	57.3	35.2	44.7	51.2	44.8	50.5	53.6	55.0	188.4	203.9	207.9
기타	-56.5	-80.4	-77.6	-123.8	-72.0	-43.3	-36.9	-36.8	-338.3	-189.0	-147.8
세전이익	1,163.0	433.2	977.2	666.2	678.9	631.4	652.2	795.5	3,239.5	2,757.9	2,836.6
순이익(지배)	847.0	278.4	682.8	295.5	458.3	471.5	487.1	602.0	2,103.8	2,019.0	2,139.8
% YoY											
매출액	20.4%	2.7%	21.2%	30.2%	6.8%	13.8%	2.7%	-2.7%	17.1%	4.8%	5.9%
영업이익	18.9%	-62.4%	132.3%	-0.5%	-29.1%	75.8%	-21.1%	7.0%	0.2%	-3.6%	5.3%
세전이익	57.2%	-51.9%	126.8%	88.2%	-41.6%	45.7%	-33.3%	19.4%	33.7%	-14.9%	2.9%
순이익(지배)	52.4%	-54.5%	89.7%	152.9%	-45.9%	69.4%	-28.7%	103.7%	25.9%	-4.0%	6.0%
% QoQ											
매출액	13.0%	-7.3%	11.3%	11.6%	-3.1%	-1.2%	0.5%	1.2%			
영업이익	18.3%	-58.1%	128.8%	-12.3%	-15.8%	4.1%	2.7%	18.9%			
세전이익	231.0%	-62.8%	125.6%	-32.3%	1.9%	-7.0%	3.3%	22.0%			
순이익(지배)	488.0%	-67.1%	145.3%	-46.6%	55.1%	2.9%	3.3%	23.6%			

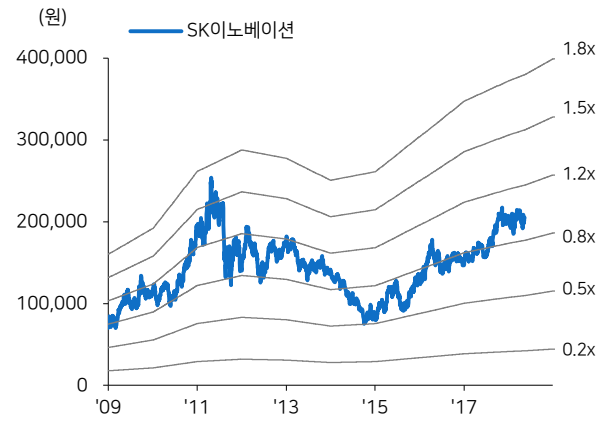
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드차트



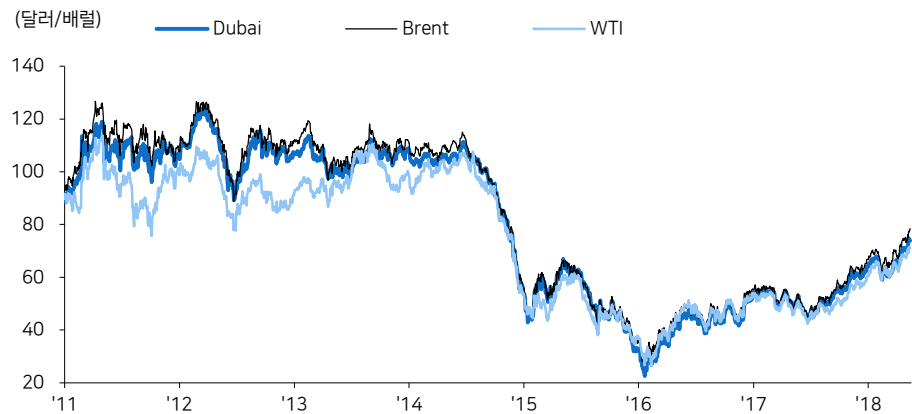
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드차트



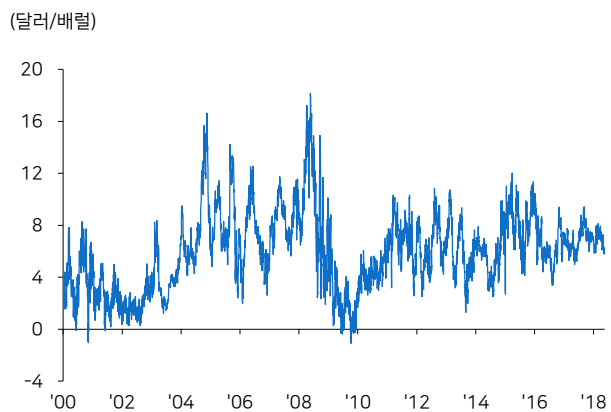
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 70달러/배럴에 안착한 국제유가



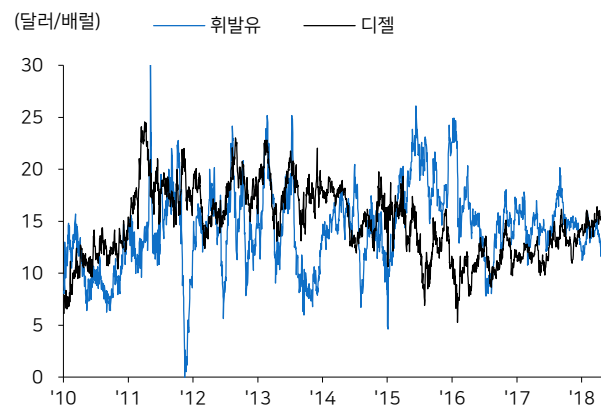
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 복합정제마진



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 휘발유와 디젤 마진 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	39,520.5	46,260.9	48,475.4	51,355.0	53,202.1
매출액증가율 (%)	-18.3	17.1	4.8	5.9	3.6
매출원가	34,561.8	40,905.2	43,734.2	46,352.6	48,115.6
매출총이익	4,958.8	5,355.7	4,741.2	5,002.4	5,086.5
판매관리비	1,730.5	2,121.3	1,624.0	1,718.9	1,782.9
영업이익	3,228.3	3,234.4	3,117.2	3,283.6	3,303.6
영업이익률	8.2	7.0	6.4	6.4	6.2
금융손익	-289.9	-169.8	-128.4	-139.8	-149.3
중속/관계기업손익	-124.0	311.3	213.0	220.0	240.0
기타영업외손익	-391.0	-141.1	-160.0	-120.0	-160.0
세전계속사업이익	2,423.4	3,234.8	2,757.9	2,836.6	3,234.3
법인세비용	701.9	1,079.1	717.5	687.7	785.4
당기순이익	1,721.4	2,145.1	2,040.0	2,148.9	2,169.6
지배주주지분 순이익	1,671.3	2,103.8	2,019.0	2,139.8	2,160.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	3,677.8	2,180.2	3,022.1	2,817.7	3,271.3
당기순이익(손실)	1,721.4	2,145.1	2,040.0	2,148.9	2,169.6
유형자산상각비	799.1	791.0	801.1	932.4	1,044.9
무형자산상각비	115.3	109.0	106.6	98.3	90.7
운전자본의 증감	268.0	-1,214.2	74.5	-361.9	-33.8
투자활동 현금흐름	-2,056.1	-1,066.2	-2,212.7	-3,514.9	-2,466.8
유형자산의증가(CAPEX)	-607.0	-938.4	-2,350.0	-2,800.0	-2,400.0
투자자산의감소(증가)	196.5	67.0	75.1	-390.8	-36.5
재무활동 현금흐름	-2,018.6	-1,670.7	-446.8	-426.9	-658.3
차입금의 증감	-1,579.4	-1,010.0	297.6	312.6	81.2
자본의 증가	0.0	-118.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-375.5	-640.5	362.6	-1,124.1	146.2
기초현금	3,019.7	2,644.2	2,003.7	2,366.4	1,242.2
기말현금	2,644.2	2,003.7	2,366.4	1,242.2	1,388.5

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,987.7	16,219.2	16,203.5	17,049.1	17,379.4
현금및현금성자산	2,644.2	2,003.7	2,366.4	1,242.2	1,388.5
매출채권	3,937.0	4,821.3	4,693.0	5,361.0	5,423.5
재고자산	4,445.3	5,978.6	5,819.5	6,647.9	6,725.4
비유동자산	17,593.6	18,024.4	19,391.7	21,551.8	22,852.8
유형자산	13,603.5	13,587.2	15,136.2	17,003.8	18,358.9
무형자산	1,272.3	1,520.8	1,414.3	1,316.0	1,225.3
투자자산	2,567.3	2,820.3	2,745.3	3,136.1	3,172.6
자산총계	32,581.3	34,243.6	35,595.2	38,600.9	40,232.2
유동부채	8,736.6	9,954.8	9,780.2	10,999.6	10,938.9
매입채무	4,207.7	5,265.3	5,125.2	5,854.7	5,922.9
단기차입금	21.9	242.9	242.9	242.9	222.9
유동성장기부채	1,678.1	1,272.4	1,222.4	1,172.4	922.4
비유동부채	5,539.7	4,979.5	5,205.1	5,582.0	5,843.8
사채	4,122.8	3,233.1	3,333.1	3,433.1	3,533.1
장기차입금	747.0	829.6	979.6	1,129.6	1,279.6
부채총계	14,276.3	14,934.3	14,985.3	16,581.5	16,782.7
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,884.2	5,765.8	5,765.8	5,765.8	5,765.8
기타포괄이익누계액	215.7	-54.2	-54.2	-54.2	-54.2
이익잉여금	10,670.8	12,041.7	13,333.6	14,734.0	16,155.0
비지배주주지분	1,201.9	1,223.6	1,232.2	1,241.3	1,250.4
자본총계	18,305.1	19,309.3	20,609.9	22,019.3	23,449.5

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	427,408	500,304	524,254	555,396	575,372
EPS(지배주주)	17,988	22,643	21,860	23,033	23,256
CFPS	44,076	44,744	41,762	44,376	45,826
EBITDAPS	44,803	44,713	43,528	46,658	48,009
BPS	182,504	192,989	206,775	221,718	236,881
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	9.0	9.4	8.9	8.8
PCR	3.3	4.6	4.9	4.6	4.5
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	0.8	1.1	1.0	0.9	0.9
EBITDA	4,142.7	4,134.4	4,024.9	4,314.3	4,439.2
EV/EBITDA	3.8	5.2	5.4	5.3	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.1	12.0	10.8	10.7	10.1
EBITDA 이익률	10.5	8.9	8.3	8.4	8.3
부채비율	78.0	77.3	72.7	75.3	71.6
금융비용부담률	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	12.8	15.7	15.8	15.8	15.4
매출채권회전율(x)	10.7	10.6	10.2	10.2	9.9
재고자산회전율(x)	9.9	8.9	8.2	8.2	8.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 5월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 16일 현재 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)

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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 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	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 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	-26.1	-20.9	
2018.05.16	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-	-	