

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

Company Data

자본금	469 십억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	474 만주
액면가	5,000 원
시가총액	17,846 십억원
주요주주	
SK(주)(외3)	33.41%
국민연금공단	9.99%
외국인지분률	40.20%
배당수익률	3.30%

Stock Data

주가(18/07/06)	193,000 원
KOSPI	2272.87 pt
52주 Beta	0.87
52주 최고가	217,500 원
52주 최저가	159,500 원
60일 평균 거래대금	53 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.3%	1.1%
6개월	-4.2%	5.2%
12개월	21.8%	27.9%

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

2Q18 Preview: 하반기 유가 움직임이 중요

2Q18 영업이익 8,202 억원으로 추정하여 시장 컨센서스에 부합할 것으로 판단함. 기본적으로 유가 상승으로 인하여 정유사업부는 실적이 호조였을 것으로 판단함. 다만 세계 산유량의 40%를 차지하는 미국·사우디·러시아의 증산의지를 감안할 때, 하반기에는 추가적인 유가 상승여력이 제한적일 수밖에 없고, 이는 동사의 증익 추세에 부담요인이 될 수 있음. 순수화학대비 안정적인 것은 여전하지만, 주가의 추가상승여력은 제한적임

2Q18 영업이익 8,202 억원(QoQ +15.3% / YoY +94.5%) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 8,723 억원 대비 -6.0% 하회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적수준 예상함. 정유사업부는 호조세를 이어갔을 것으로 추정함. 비록 spot 정제마진은 하락했지만 유가상승과 동반하여 환율을 감안한 1M lagging margin은 배럴 당 1Q 8.9 천원 → 2Q 12.8 천원으로 상승하였기 때문임. 동 수치는 2017년 하반기 때의 그것과 거의 유사할 정도로 높은 것임. 다만 화학사업부는 원재료 납사의 상승(\$580/t → \$644/t) 대비 PE(HDPE 기준 1Q \$1,257/t → 2Q \$1,263/t)의 상승폭이 크지 않아 이전과 크게 다르지 않은 실적 수준 예상됨

트럼프와 사우디의 합작 증산, 유가에 대한 부담 본격화

2018년 상반기 유가는 fundamental과 무관하게 지정학적 요인으로 상승을 지속했지만, 최근 트럼프와 사우디는 증산을 통해 유가 안정화를 추진하고 있음. 러시아까지 이 흐름에 동조했기 때문에 세계 산유량의 40%를 차지하는 이들의 적극적인 대응책은 유가의 방향성을 바꿔놓을 수 있을 것으로 판단함. 이럴 경우 2016년 이후 지속되었던 유가상승 호재는 이익에서 소멸될 개연성이 있음. 특히 현재 정제마진은 낮은 수준에 유지되고 있기 때문에 이러한 유가부담은 추가적인 증익에 부담요인이 될 수 있음

목표주가 230,000 원 / 투자의견 매수 유지

아직 유가하락의 움직임이 나타나지는 않았고, 여전히 호조인 실적과 타이트한 수급현황을 감안할 때 현재 down-turn에 진입한 순수화학 대비 매력은 아직 높은 것으로 판단함. 다만 증익여력이 제한적인 상황에서 추가적인 주가 상승여력 또한 제한적임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	48,356.3	39,520.5	46,260.9	48,190.4	38,522.1	36,706.9
yoY	%	(26.6)	(18.3)	17.1	4.2	(20.1)	(4.7)
영업이익	십억원	1,979.6	3,228.3	3,234.4	2,386.5	2,252.1	2,317.7
yoY	%	흑전	63.1	0.2	(26.2)	(5.6)	29
EBITDA	십억원	2,931.1	4,142.7	4,134.4	3,278.4	3,144.0	3,209.6
세전이익	십억원	1,654.1	2,423.4	3,234.8	2,347.1	2,093.1	2,066.2
순이익(지배주주)	십억원	814.9	1,671.3	2,103.8	1,711.8	1,572.7	1,552.5
영업이익률%	%	4.1	8.2	7.0	5.0	5.8	6.3
EBITDA%	%	6.1	10.5	8.9	6.8	8.2	8.7
순이익률	%	3.4	6.1	7.0	4.9	5.4	5.6
EPS	원	8,748	17,988	22,643	18,512	17,009	16,790
PER	배	14.9	8.1	9.0	10.4	11.3	11.5
PBR	배	0.8	0.8	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	4.8	3.1	4.7	5.5	5.7	5.6
ROE	%	5.3	10.1	12.0	9.3	8.3	7.8
순차입금	십억원	1,988	(625)	193	(491)	(1,646)	(2,646)
부채비율	%	84.0	78.0	77.3	69.1	63.5	59.2

2Q18 preview

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위 % 십억원) 차이(a/b)
매출액	10,577.7	11,758.9	12,553.9	12,166.1	13,157.5	24.4	8.1	12,959.3	1.5
영업이익	421.6	963.6	845.3	711.6	820.2	94.5	15.3	880.6	(6.9)
세전이익	433.2	977.1	661.4	678.9	800.0	84.7	17.8	890.4	(10.2)
지배순이익	278.4	682.8	295.5	458.3	601.1	115.9	31.2	647.4	(7.2)
영업이익률	4.0	8.2	6.7	5.8	6.2	22	0.4	6.8	(0.6)
세전이익률	4.1	8.3	5.3	5.6	6.1	2.0	0.5	6.9	(0.8)
지배주주순이익률	2.6	5.8	2.4	3.8	4.6	1.9	0.8	5.0	(0.4)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	7.7%	ROE(지배주주지분)	12.0%	7.5%	8.3%	7.3%	6.9%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%						
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.13	Target ROE	7.7%				
1Q19E EPS(지배주주지분)	198,683						
Target Price	224,767						

자료: SK 이노베이션 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	8,748	15,447	18,083	16,444	16,148
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	16,244				
2Q19E EPS	15,447				
2Q20E EPS	18,083				

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	162,437	170,559	178,681	186,803	194,925	203,047	211,169	219,290	227,412	235,534
TP by 2Q19E EPS	154,474	162,197	169,921	177,645	185,369	193,092	200,816	208,540	216,263	223,987
TP by 2Q20E EPS	180,828	189,870	198,911	207,952	216,994	226,035	235,077	244,118	253,159	262,201

자료: SK 이노베이션 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

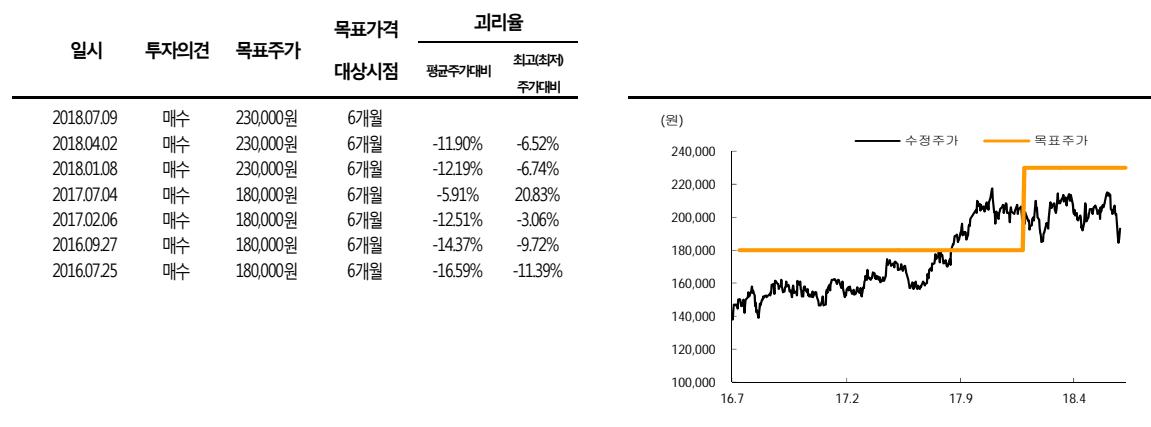
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	46,260.9	54,144.4	44,085.2	46,260.9	48,190.4	38,522.1	0.0%	-11.0%	-12.6%
YoY %	17.1%	17.0%	-18.6%	17.1%	4.2%	-20.1%			
영업이익	3,234.4	2,385.2	2,216.9	3,234.4	2,386.5	2,252.1	0.0%	0.1%	1.6%
YoY %	0.2%	-26.3%	-7.1%	0.2%	-26.2%	-5.6%			
EBITDA	4,134.4	3,299.0	3,130.6	4,134.4	3,278.4	3,144.0	0.0%	-0.6%	0.4%
YoY %	-0.2%	-20.2%	-5.1%	-0.2%	-20.7%	-4.1%			
순이익	2,103.8	1,713.7	1,516.2	2,103.8	1,711.8	1,572.7	0.0%	-0.1%	3.7%
YoY %	25.9%	-18.5%	-11.5%	25.9%	-18.6%	-8.1%			

자료: SK 이노베이션, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	14,273.5	13,828.5	12,086.4	11,388.7	13,157.5	12,248.2	10,618.6	9,999.8	-7.8%	-11.4%	-12.1%	-12.2%
YoY %	34.9%	17.6%	-3.7%	-18.4%	24.4%	4.2%	-15.4%	-17.8%				
QoQ %	2.3%	-3.1%	-12.6%	-5.8%	8.1%	-6.9%	-13.3%	-5.8%				
영업이익	739.7	607.6	249.8	489.7	820.2	476.2	378.6	546.6	10.9%	-21.6%	51.6%	11.6%
YoY %	75.5%	-36.9%	-70.5%	-37.9%	94.5%	-50.6%	-55.2%	-23.2%				
QoQ %	-6.1%	-17.9%	-58.9%	96.0%	15.3%	-41.9%	-20.5%	44.4%				
EBITDA	968.2	836.0	478.2	718.1	1,043.1	699.2	601.5	769.6	7.7%	-16.4%	25.8%	7.2%
YoY %	50.4%	-30.5%	-55.5%	-29.4%	62.1%	-41.8%	-44.0%	-17.6%				
QoQ %	-4.8%	-13.7%	-42.8%	50.2%	11.6%	-33.0%	-14.0%	27.9%				
순이익	538.5	451.5	155.1	310.4	601.1	359.6	292.7	368.5	11.6%	-20.3%	88.7%	18.7%
YoY %	93.4%	-33.9%	-47.5%	-45.4%	115.9%	-47.3%	-0.9%	-19.6%				
QoQ %	-5.3%	-16.2%	-65.6%	100.1%	31.2%	-40.2%	-18.6%	25.9%				

자료: SK 이노베이션, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 7 월 9 일 현재 SK 이노베이션(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,988	16,219	14,882	14,938	15,222
현금및현금성자산	2,644	2,004	3,099	4,254	5,254
매출채권및기타채권	4,272	5,297	3,977	3,509	3,203
재고자산	4,445	5,979	5,244	4,670	4,296
비유동자산	17,594	18,024	18,564	18,828	19,037
장기금융자산	389	389	402	402	402
유형자산	13,603	13,587	14,087	14,351	14,560
무형자산	1,272	1,521	1,517	1,517	1,517
자산총계	32,581	34,244	33,446	33,766	34,259
유동부채	8,737	9,955	8,607	8,050	7,688
단기금융부채	1,808	1,606	1,248	1,248	1,248
매입채무 및 기타채무	4,549	5,712	5,083	4,526	4,164
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	5,540	4,979	5,058	5,058	5,058
장기금융부채	4,871	4,064	4,027	4,027	4,027
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	72	114	117	117	117
부채총계	14,276	14,934	13,665	13,108	12,745
지배주주지분	17,103	18,086	18,541	19,418	20,274
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,766	5,766	5,766	5,766
기타자본구성요소	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
자기주식	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	10,671	12,042	12,443	13,320	14,175
비자매주주지분	1,202	1,224	1,240	1,240	1,240
자본총계	18,305	19,309	19,781	20,658	21,514
부채와자본총계	32,581	34,244	33,446	33,766	34,259

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,678	2,180	4,001	3,942	3,731
당기순이익(순실)	1,721	2,145	1,766	1,622	1,601
비현금성항목등	2,354	1,992	1,827	1,776	1,776
유형자산감가상각비	914	900	892	892	892
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,440)	(1,092)	(935)	(884)	(884)
운전자본감소(증가)	268	(1,214)	490	544	354
매출채권및기타채권의 감소증가)	(460)	(876)	1,344	412	268
재고자산감소(증가)	(885)	(1,533)	735	574	374
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,453	1,058	(1,227)	(442)	(288)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	702	1,076	822	822	822
투자활동현금흐름	(2,056)	(1,066)	(1,073)	(1,156)	(1,101)
금융자산감소(증가)	(1,415)	755	391	0	0
유형자산감소(증가)	(567)	(864)	(1,434)	(1,156)	(1,101)
무형자산감소(증가)	(55)	(70)	(32)	0	0
기타	(20)	(888)	3	0	0
재무활동현금흐름	(2,019)	(1,671)	(1,130)	(746)	(746)
단기금융부채증가(감소)	(368)	223	10	0	0
장기금융부채증가(감소)	(1,201)	(1,134)	(395)	0	0
자본의증가(감소)	40	75	0	0	0
배당금의 지급	451	757	746	746	746
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(375)	(640)	1,095	1,155	1,000
기초현금	3,020	2,644	2,004	3,099	4,254
기말현금	2,644	2,004	3,099	4,254	5,254
FCF	2,940	481	1,874	2,024	1,940

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	39,521	46,261	48,190	38,522	36,707
매출원가	34,562	40,905	44,117	34,922	33,104
매출총이익	4,959	5,356	4,073	3,601	3,603
매출총이익률 (%)	12.5	11.6	8.5	9.3	9.8
판매비와관리비	1,730	2,121	1,687	1,348	1,285
영업이익	3,228	3,234	2,386	2,252	2,318
영업이익률 (%)	8.2	7.0	5.0	5.8	6.3
비영업손익	(805)	0	(39)	(159)	(252)
순금융비용	486	671	638	505	410
외환관련손익	(38)	101	9	0	0
관계기업투자등 관련손익	(124)	311	123	150	153
세전계속사업이익	2,423	3,235	2,347	2,093	2,066
세전계속사업이익률 (%)	6.1	7.0	4.9	5.4	5.6
계속사업법인세	702	1,079	581	471	465
계속사업이익	1,721	2,156	1,766	1,622	1,601
중단사업이익	0	(11)	(0)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,721	2,145	1,766	1,622	1,601
순이익률 (%)	4.4	4.6	3.7	4.2	4.4
지배주주	1,671	2,104	1,712	1,573	1,552
지배주주구속 순이익률(%)	42	45	3.6	41	42
비지배주주	50	41	54	49	49
총포괄이익	1,711	1,878	1,830	1,622	1,601
지배주주	1,661	1,847	1,774	1,573	1,552
비지배주주	50	31	56	49	49
EBITDA	4,143	4,134	3,278	3,144	3,210

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(183)	17.1	4.2	(20.1)	(4.7)
영업이익	63.1	0.2	(26.2)	(5.6)	2.9
세전계속사업이익	46.5	33.5	(27.4)	(10.8)	(1.3)
EBITDA	41.3	(0.2)	(20.7)	(4.1)	2.1
EPS(계속사업)	105.6	25.9	(18.2)	(8.1)	(1.3)
수익성 (%)					
ROE	10.1	12.0	9.3	8.3	7.8
ROA	5.4	6.4	5.2	4.8	4.7
EBITDA/마진	10.5	8.9	6.8	8.2	8.7
안정성 (%)					
유동비율	171.6	162.9	172.9	185.6	198.0
부채비율	78.0	77.3	69.1	63.5	59.2
순차입금/자기자본	(3.4)	1.0	(2.5)	(8.0)	(12.3)
EBITDA/이자비용(배)	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	17,988	22,643	18,512	17,009	16,790
BPS	173,705	184,160	190,143	199,496	208,627
CFPS	34,227	32,604	28,661	28,142	28,685
주당 현금배당금	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.1	9.0	10.4	11.3	11.5
PER(최저)	0.8	1.1	1.0	1.0	0.9
PBR(최고)	4.3	6.3	6.7	6.9	6.7
PBR(최저)	3.1	4.7	5.5	5.7	5.6